

信用等级公告

联合[2011] 411 号

联合资信评估有限公司通过对中国泛海控股集团有限公司及其拟发行的 2011 年度 28 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

中国泛海控股集团有限公司

主体长期信用等级为

AA

中国泛海控股集团有限公司

2011 年度 28 亿元公司债券的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年六月十七日



信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中国泛海控股集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国泛海控股集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因中国泛海控股集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国泛海控股集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、中国泛海控股集团有限公司 2011 年度 28 亿元公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一一年六月二十七日
评级业务专用章

中国泛海控股集团有限公司

2011 年度 28 亿元公司债券信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA

本期债券预设发行额度: 品种一: 10 亿元

品种二: 18 亿元

本期债券期限: 品种一: 3+3 年

品种二: 5+5 年

评级时间: 2011 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2008 年	2009 年	2010 年
资产总额(亿元)	381.15	546.74	568.87
所有者权益(亿元)	132.72	200.79	193.81
长期债务(亿元)	45.86	136.40	106.78
全部债务(亿元)	133.48	204.28	245.04
营业收入(亿元)	22.59	41.12	38.41
利润总额(亿元)	9.78	49.88	18.75
EBITDA(亿元)	15.09	59.21	29.81
经营性净现金流(亿元)	-33.76	-9.37	-39.66
营业利润率(%)	30.26	27.06	27.70
净资产收益率(%)	5.27	17.02	7.31
资产负债率(%)	65.18	63.28	65.93
全部债务资本化比率(%)	50.14	50.43	55.84
流动比率(%)	145.85	188.64	151.46
全部债务/EBITDA(倍)	8.85	3.45	8.22
EBITDA 利息倍数(倍)	1.24	3.82	1.78
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.54	2.11	1.06

分析师

孙恒志 高景楠
lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对中国泛海控股集团有限公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了公司作为中国大型民营企业集团, 在经营规模、产业布局、多元化经营和公司治理等方面的突出优势。联合资信也注意到, 公司利润主要来自投资收益及公允价值变动收益, 受金融市场影响显著; 房地产行业周期性明显, 受国家调控政策影响较大; 公司未来投资支出大等因素对其信用水平可能带来不利影响。

公司资产规模较大, 综合实力强, 投资涉及金融、地产、能源等多个领域, 土地与项目储备丰富, 投资企业质地优良, 发展前景良好。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期公司债券到期不能偿还的风险低, 安全性高。

优势

1. 公司作为大型投资控股公司, 已形成金融、房地产、能源、文化传媒和战略投资“4+1”产业发展体系, 产业布局完整。
2. 上市子公司泛海建设集团股份有限公司拥有丰富的房地产开发运作经验, 在行业内具有一定的品牌优势, 土地储备规模较大, 市场竞争实力较强。
3. 公司持有较多优质股权, 近年来获得较大规模的投资收益, 整体资产质量良好。
4. 公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期公司债券保障能力较强; 分品种发行的交易结构有效降低了本期债券的集中偿付压力。

关注

1. 房地产行业受到政府持续的调控政策，公司目前可供销售的房产面积较少，而未来几年投资规模大，易受到市场环境变化的影响。
2. 受投资性房地产公允价值波动以及公司持有股权变现等多重因素影响，公司利润规模波动大。
3. 公司期间费用规模较大，对主业利润侵蚀严重，同时受往来款影响导致公司经营性净现金流为负值。
4. 未来公司各业务板块计划投资规模较大，存在一定的融资压力。

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 17 日，公司更名为中国泛海控股集团有限公司。历经多次股权转让和增资，2009 年 9 月 17 日，公司注册资本增至 605828.35 万元，其中泛海集团有限公司持股比例为 96.70%，泛海控股有限公司¹持股比例为 3.30%。公司实际控制人为卢志强。

公司经营范围涵盖金融、房地产、基础设施项目及产业投资、科技文化、教育、资本经营、资产管理、酒店及物业经营等领域。公司下设总裁办公室、人力资源管理总部、资产财务管理总部、风险控制管理总部、法律事务管理总部、公共关系管理总部、信息管理总部、投资管理总部、公司管理总部、物业经营管理总部和法规制度管理总部 11 个职能部门。

目前，公司拥有全资、控股、参股子公司 50 家，其中包括三家上市公司——泛海建设集团有限公司（以下简称“泛海建设”）、民生投资管理股份有限公司（以下简称“民生投资”）和民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）。其中泛海建设和民生投资为公司的控股子公司，截至 2010 年底持股比例分别为 73.67% 和 22.56%；民生银行为公司参股子公司，截至 2010 年底持股比例 2.62%，公司系民生证券前 10 大股东之一；此外公司还参股了联想控股有限公司，截至 2010 年底持股比例为 29%。

截至 2010 年底，公司（合并）资产总额 568.87 亿元，所有者权益合计 193.81 亿元（其中少数股东权益 41.10 亿元）；2010 年公司实现营业总收入 38.41 亿元，利润总额 18.75 亿元。

公司地址：北京市东城区建国门内大街 28

号民生金融中心 A 座 20 层；法定代表人：卢志强。

二、本期公司债券募集资金概况

1. 本期债券概况

公司计划于 2011 年发行人民币债券 28 亿元，为 6 年期附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权（品种一）和 10 年期附第 5 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权（品种二）。品种一的预设发行规模为 10 亿元，品种二的预设发行规模为 18 亿元，两个品种债券的最终发行规模根据市场情况互拨调整。本期债券采用固定利率形式，计息方式为每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券筹集资金投资项目概况

本期债券拟募集资金金额为人民币 28 亿元，其中 19.4 亿元用于第十二届全国冬季运动会分赛场抚松长白山国际滑雪中心项目，3 亿元用于偿还银行贷款，5.6 亿元用于补充公司营运资金。

（1）长白山国际滑雪中心项目

该项目于 2011 年 3 月 2 日获得吉林省发改委《关于第十二届全国冬季运动会分赛场抚松长白山国际滑雪中心项目核准的通知》（吉发改审批[2011]117 号）文件核准同意建设。项目建设主体为长白山国际旅游度假区开发有限公司，该公司由公司（指中国泛海控股集团有限公司）与大连万达集团股份有限公司、大连一方集团有限公司、亿利资源集团有限公司、联想控股有限公司、北京用友科技有限公司、融科物业投资有限公司共同出资组建，其中公司持股比例为 27.50%。

该项目总占地面积 634.83 万平方米，总建筑面积 83.42 万平方米，主要建设内容为：滑雪区总建筑面积 3.06 万平方米，冬季雪上两项区总建筑面积 1.06 万平方米、娱雪区总建筑面积

¹泛海控股有限公司原名通海控股有限公司，2010 年更为现名。

0.85万平方米、比赛接待区（运动员公寓）建筑面积37.40万平方米、普通接待区（酒店区）总建筑面积39.45万平方米、配套基础设施总建筑面积1.60万平方米。项目建设期为5年（2011年-2015年），总投资为126.59亿元，其中项目单位自筹解决73.59亿元，其余资金通过申请银行贷款解决。截至2011年6月底，该项目已累计完成投资约60亿元。

根据项目可行性研究的经济评价，该项目总投资收益率为13.74%，财务内部收益率为12.91%，投资回收期7.8年，具有一定的经济效益和社会效益。

（2）偿还银行贷款

公司拟将本期债券募集资金中的3亿元用于偿还银行贷款。

（3）补充营运资金

公司拟将本期债券募集资金中的5.6亿元用于补充公司营运资金，以满足公司日常生产经营过程中对营运资金的需求。

三、基础素质

1. 企业规模

公司是大型民营企业集团，经过二十多年的发展，形成了金融、房地产、能源、文化传媒和战略投资“4+1”产业发展体系，公司拥有全资、控股、参股子公司 50 家，业务分布于北京、上海、深圳、杭州、武汉、青岛、西安的多个重点城市和香港地区，具备了一定的综合实力。

金融产业是公司产业结构中的重要部分，主要包括银行、证券、典当、保险经纪、基金等。公司主要投资控股的金融机构有民生证券有限责任公司、北京民生典当有限责任公司、民生保险经纪有限公司，参股的金融机构有民生银行、广西北部湾银行股份有限公司等多家金融企业。

房地产业是公司主要产业之一，上市公司泛海建设（股票简称“泛海建设”，股票代码

000046）是公司地产业开发基础平台和产业旗舰的主要载体，在深圳、青岛、北京、武汉、杭州等一二线城市开发了大量项目，包括高档写字楼、高级公寓、多层及高层商住楼、住宅小区等，泛海建设已发展为国内具备相当规模和实力的房地产上市公司。

能源产业是公司根据其自身发展战略需要和国家能源发展战略实施的新投资领域，目前投资和涉及的重点公司和项目有泛海能源投资股份有限公司、包头煤化工项目、陕西红墩界煤矿项目、新能凤凰（滕州）能源项目等。

文化传媒产业是公司响应国家关于振兴中国文化产业规划，根据自身产业布局，投资进入的新领域。目前文化传媒产业包括《经济观察报》、北京经观信成广告有限公司、秦兵马俑国际旅游景区项目等。

此外，公司战略投资产业投资和涉及的重点公司和项目有联想控股有限公司、民生投资管理股份有限公司、中信绵阳科技城产业投资基金、天津赛富创业投资基金、长白山国际旅游度假区项目、西双版纳旅游度假区项目、福建琅岐岛国际旅游度假区项目、大连金石国际旅游度假区项目、泛航投资项目等。

公司先后荣获国家税务总局、全国工商联联合授予的“全国诚信纳税先进会员企业”，北京市“2009 年度保增长突出贡献企业”等多项荣誉。2010 年，子公司泛海建设被多家机构、媒体评选为“2010 年度最具投资价值地产上市公司”，并入选“2010 年度中国上市公司治理评价 20 强”、“2010 沪深房地产上市公司财务稳健 TOP10”、“2010 中国华北房地产品牌价值 TOP10”等多项榜单。泛海建设的武汉泛海国际居住区·樱海园项目荣获 2010CIHAF（中国住交会）中国首席商务区年度贡献特别大奖、武汉泛海国际居住区项目荣获“博鳌十年人居经典大奖”。

2. 人员素质

截至 2010 年底，公司共有 20 位高层管理

人员,包括1位董事长兼总裁、1位副董事长、3位执行董事兼执行副总裁、1位监事会主席、4位董事兼副总裁、1位董事兼董事会秘书、2位监事兼董事长助理、1位副总裁、1位财务总监、5位助理总裁。公司高管人员全部具有大学本科以上学历,其中13位具有硕士及以上学历。

公司董事长兼总裁卢志强先生,1952年生,中共党员,复旦大学经济学硕士,研究员职称,曾任山东潍坊市技术开发中心助理研究员、办公室副主任,现兼任泛海集团有限公司党委书记、董事长、总裁,泛海建设集团股份有限公司董事长,中国民生银行股份有限公司副董事长,联想控股有限公司董事。卢志强先生多年来荣获全国首批“优秀中国特色社会主义事业建设者”、“中华慈善奖”特别贡献奖、“2009中国企业十大卓越管理年度人物”等多项荣誉;1998年至今先后任全国政协常委,全国工商联副主席。

截至2010年底,公司共有员工5370人。按学历构成划分,本科及以上学历占51.53%,大专学历占22.64%,中专及以下学历占24.92%;按年龄构成划分,55岁及以上员工占1.15%,30-55岁占42.85%,30岁及以下占56.00%;公司具备职称人数853人,占职工总数的15.89%。

总体来看,公司高级管理人员整体素质高,具有丰富的管理经验,并具有良好的行业背景,使公司能够较好地应对市场变化,在复杂、激烈的竞争中保持良性发展。公司职工平均年龄较低,员工素质及结构基本适应公司生产经营的需要。

四、公司管理

1. 公司治理

经过多年的发展和建设,公司已经建立了相对完善的法人治理结构。根据《公司法》和《公司章程》的规定,公司设股东会,为公司

的权力机构。公司设董事会,董事会是公司的最高管理和执行机构,负责日常管理事务。董事会成员13名,其中执行董事7名,此外公司还设立提名薪酬考核委员会、风险控制委员会与战略投资委员会3个专门委员会,负责公司专项事务的处理。股东会和董事会分别按照公司章程行使职权,决定公司的重大事项。

公司设监事会,成员为5人,其中监事会主席一名,经全体监事过半数选举产生。监事会在维护公司利益,监督管理层运营管理,纠正违规操作方面发挥着重要作用。

公司设总经理一名,由董事会选举产生,负责公司正常业务及公司内部日常经营管理工作,公司其他高管由总经理提名并经董事会决定。

2. 管理制度

公司作为大型民营集团型企业,始终关注管理体制和制度建设。多年来,随着业务的不断创新和发展,公司管理体制也日趋完善,并已经建立了相对完善针对投融资管理、资金和财务管理、子公司管理、项目管理等方面的制度体系,具体包括资产财务类、审计监管类、投资管理类、行政管理类、人力资源类、法律管理类等制度体系。这些制度在维护集团公司日常运营,保证公司资金运转与财产安全,加强集团总部与子公司管理,进一步开拓市场份额等方面发挥着重要作用。

公司所建立的主要管理制度包括以下方面:

(1) 资产财务类制度,这些制度在保证集团公司资产财务的稳健、高效运转,维护公司资金运转秩序和财务安全方面发挥着重要作用。

其中已执行制度包括财务会计报告管理制度、资产、财务、会计基本制度、财务预算管理制度、内部会计控制制度、货币资金内部控制制度、成本费用管理制度、固定资产管理制度、或有事项管理制度、会计档案管理制度、

会计人员管理制度、会计人员行为规范及准则、财产清查管理制度。

除此之外，公司针对企业实际以及相关成功企业管理经验，还将继续完善有关资产财务管理制度，拟起草制度还包括采购与付款内部控制制度、对外投资内部控制制度、应收与应付款项管理制度、中国泛海控股集团有限公司借款管理办法、中国泛海控股集团有限公司担保管理办法等。

(2) 投资管理类制度，此类制度主要作用在于保障集团公司投资管理工作的顺利实施，及时发现并有效规避投资风险，确保集团投资收益的最大化，维护集团公司利益。

其中已经执行制度包括关于规范集团系统董事监事及高级管理人员股票交易行为的通知、集团系统股票账户统一管理暂行办法。

除此之外，相关制度也已经进入上报审批程序，包括投资立项制度、投资决策制度。拟起草制度包括投资尽职调查制度、投资持续管理制度、投资风险控制制度、民生证券有限责任公司投资管理委员会议事规则等。

(3) 房地产管理制度，此类制度主要针对公司的地产板块，对于规范集团公司对所属地产公司的管理、维护所属公司的安全有效运营发挥着重要作用。主要包括设计管理制度、成本控制管理办法、营销管理制度、销售管理制度、租赁管理制度等。对于其它有关地产管理的制度，由所属公司拟定，报集团公司总部审批后实施。

(4) 子公司管理方面，截至 2010 年底，公司拥有全资、控股、参股公司共 50 个，在对这些子公司的管理上，公司采用如下管理模式：

对于非金融类非上市控股子公司，公司采取直属管理的模式：财务管理方面，对所属子公司单线直控管理，各子公司财务总监均由总公司直接委派，财务部门中层干部实行总公司备案制，同时对子公司实行预算管理；资金管理方面，公司采取高度集中集权式管理，子公

司所有大额资金调度必须经由总公司批准；投融资管理方面，公司以总部作为统一融资平台，由子公司针对每个项目上报融资方案并做筹资预算，经由集团决策统一开展融资行为。经营管理方面，公司总部直接向子公司下达经营计划。

对于金融类非上市控股子公司及上市子公司，公司根据公司法的规定，通过董事会实施对子公司的管理。

对于参股公司，公司通过委派董事、监事的方式实施管理，另外，要求参股企业定期向公司提供财务报表，实时掌握参股公司经营动态。

总体来看，公司治理结构完善，对于下属控、参股公司的管控较为严格，能够及时了解及掌握下属公司经营情况并有效作出反应。但是由于公司控、参股企业较多，且公司还在不断扩大投资领域，对未来其管理效率提出了一定的挑战。

五、经营分析

公司业务涉及房地产、金融、能源、文化传媒和战略投资等领域。2008-2010 年公司主营业务收入结构如下表。

2010 年，公司房地产业务收入占营业收入的比重为 37.22%，较 2008 年下降了 16.95 个百分点，房地产业务虽然仍然是公司第一大业务来源，但是其地位逐渐弱化，2010 年房地产业务毛利润占比为 32.35%，较 2008 年下降了 11.02 个百分点，且其对公司利润的贡献率低于金融板块。2010 年金融保险业务收入占比为 31.57%，利润占比为 53.83%，是公司第一大利润来源。2010 年公司第三大收入来源为商业收入，占比 17.75%，系公司于 2009 年实现民生投资的控股，民生投资纳入公司合并范围后为公司增加了商业收入。2010 年，公司收购北京经观信成广告有限公司及北京经世经观有限公司，获得了《经济观察报》的经营权及发

行权，并通过股权结构调整，将两家广告公司合并，北京经世经观有限公司成为北京经观信成广告有限公司全资子公司，公司 2010 年获得文化传媒业务收入 0.95 亿元，毛利润 0.45 亿元，占比分别为 2.47%和 2.01%，标志着公

司正式进军文化传媒领域。

从公司近年来业务及利润构成可以看出，公司房地产业务虽然仍是最重要组成部分，但随着公司金融板块和文化传媒板块收益的增长，公司收入结构有呈现更加多元化的趋势。

表 1 2008~2010 年公司营业总收入及利润构成

业务分类	2008 年			2009 年			2010 年		
	收入(亿元)	毛利润(亿元)	毛利率(%)	收入(亿元)	毛利润(亿元)	毛利率(%)	收入(亿元)	毛利润(亿元)	毛利率(%)
房地产业	12.24	6.32	51.65	22.02	12.23	55.56	14.30	7.28	50.95
金融、保险业	7.45	7.45	99.92	12.13	12.12	99.94	12.13	12.12	99.95
文化传媒业	--	--	--	--	--	--	0.95	0.45	47.77
商业	--	--	--	4.11	0.56	13.61	6.82	0.77	11.30
工业	1.01	0.23	22.54	0.89	0.18	20.36	1.46	0.55	37.51
房产租赁业	--	--	--	0.13	0.06	51.58	0.81	0.78	95.76
其他	1.89	0.58	30.66	1.85	-0.84	-45.33	1.95	0.57	28.97
合计	22.59	14.57	64.52	41.12	24.31	59.13	38.41	22.52	58.62

注：①金融、保险业收入为净收入；②公司商业收入主要来自于控股子公司民生投资，该公司收入主要来源于青岛国货汇海丽达购物中心有限公司及青岛国货丽达购物中心有限公司的商业销售收入，民生投资于 2009 年纳入公司合并范围；③公司其他业务收入包括物资贸易、酒店服务、物业管理等。

资料来源：2008-2010 年数据均来自公司审计报告

1. 房地产业

(1) 行业分析

房地产行业是国民经济的基础性传统行业之一，在国民经济中具有重要地位。房地产行业发展态势关系整个国民经济的稳定发展和金融安全。作为资金密集型行业，房地产业对资金的规模和流动性要求比较高。不仅如此，土地的可得性和规模也是决定开发商进入的前提条件。

伴随中国经济持续快速发展，城镇化进程推进加速，同时伴随着人口增长和住宅消费结构升级，自 2002 年以来，全国房地产投资额和商品住宅投资均保持 20%以上的增长速度。

2007 年四季度以来，受国内外经济放缓、持续的货币紧缩等一系列宏观调控政策影响，房地产行业投资需求受到抑制，部分城市的房地产业进入下行调整通道。

2008 年底以来，为了刺激内需，稳定经济

增长，改善民生，中国政府出台了多项信贷、消费政策，旨在维护房地产市场稳定，支持房地产行业平稳调整。宽松的货币政策一方面在房地产市场需求端刺激了刚性需求释放，另一方面在供应端为资金紧张的开发商提供了流动性支持。在相关具体政策的拉动下，2009 年中国完成房地产开发投资 36232 亿元，同比增长 16.1%，其中住宅投资 25619 亿元，同比增长 14.2%，商品房销售面积 93713 万平方米，同比增长 42.1%，其中住宅销售面积 85294 万平方米，同比增长 43.9%。房地产市场整体呈现快速复苏态势，市场需求有所释放，超过同期的开发投资规模增速。

但是，2009 年房价也出现快速上涨态势，根据国土部下属中国土地勘测规划院全国城市地价监测组发布的《2009 年全国主要城市地价状况分析报告》，2009 年全年商品住宅销售均价 4474 元/平方米，较 2008 年每平米上涨超

过 1000 元，远远超过此前上涨较快的 2006 年和 2007 年。

随着房价的快速上涨，中国对房地产的政策由支持逐步转向收紧。2009 年 12 月 9 日以来，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，房地产行业政策显著收紧。打击囤地、增加保障性住房用地等的土地政策和调整二套房首付最低比例限制及个人住房贷款利率等的货币政策仍然是政府调控房地产市场的主要手段。

2010 年 4 月为抑制房地产价格的快速上涨，国家出台了更为严厉的房地产政策，发出《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，提出十条举措，称为房地产“新国十条”。主要内容包括：一、停发第三套房贷：对商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况暂停发放购买第三套及以上住房贷款；二、遏制外地炒房者：对不能提供一年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款；三、政府问责机制强化执行力：要求各地区、各有关部门认真落实中央确定的房地产市场调控政策，建立考核问责机制，对稳定房价、推进保障性住房建设工作不力，影响社会发展和稳定的，要追究责任。

2010 年 9 月，中国国土资源部表示将严格土地竞买人资格审查，土地闲置一年以上竞买人及其控股股东将被禁止拿地。同月，国务院批准，财政部、国家税务总局、住房和城乡建设部五大部委联合发布房产调控新政策：包括限购令、差别化住房信贷政策、调整住房交易环节的契税和个人所得税优惠政策、切实增加住房有效供给等五条措施。

2011 年 1 月 26 日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，第三轮房地产调控启动。其中房贷方面，二套房贷首付比例提至六成，限购令也推向了全国执行，开征房产税、扩大营业税征收范围，在房地产购

买限制、持有成本和交易税费方面都进行了大范围调整。2011 年 1 月 27 日，中国上海和重庆宣布从 1 月 28 日起开征房产税，税率为 0.5%~1.2%。2011 年 1 月 27 日，中国财政部表示，自 2011 年 1 月 28 日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

对于房地产开发企业，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业，要在规定时间内一次性公开全部房源，严格按照申报价格，明码标价对外销售。住房城乡建设部门要会同有关部门，加大对捂盘惜售、囤积房源，散布虚假信息、扰乱市场秩序等违法违规行为的查处力度，加强对住房特别是保障性住房的工程质量安全监管。国土资源部门要严格土地出让价款的收缴，深化合同执行监管，加强对闲置土地的调查处理，严厉查处违法违规用地和囤地、炒地行为。

相关政策推出后，从国家统计局公布的数据看，房价上涨速度趋缓，2010 年全国商品房销售面积 10.43 亿平方米，同比增长 10.1%；商品房销售额 5.25 万亿元，同比增长 18.3%。2010 年全国房地产开发投资 48267 亿元，同比增长 33.2%；房屋新开工面积 16.38 亿平方米，同比增长 40.7%。房屋销售价格同比继续上涨，但涨幅回落。2010 年 12 月当月，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 6.4%，涨幅比 11 月份缩小 1.3 个百分点。

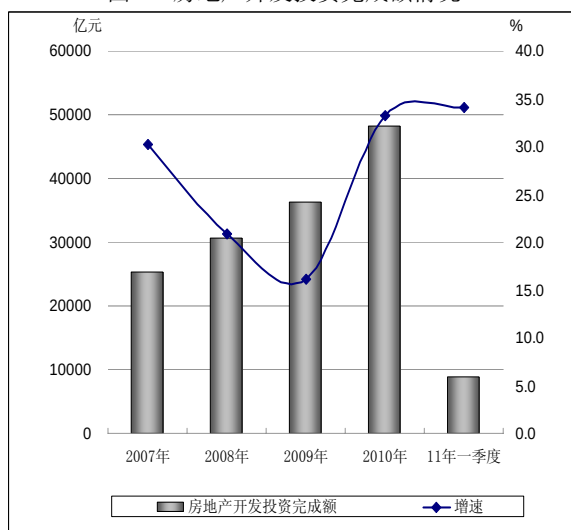
表 2 2010 年中国主要房地产开发指标

指标	绝对数（万平方米）	同比（%）
房屋施工面积	405539	26.6
其中：住宅	314943	25.3
房屋新开工面积	163777	40.7
其中：住宅	129468	38.8
房屋竣工面积	75961	4.5
其中：住宅	61216	2.7
商品房销售面积	104349	10.1
其中：住宅	93052	8.0

资料来源：国家统计局公报

2011 年，尽管全国房价上涨过快的重点城市相继推出了包括“限购”在内的严厉调控措施，使一直过热的房地产市场进一步降温，同时，加大保障房建设和供给，但 1-3 月全国房地产开发投资依然保持了 30% 以上的快速增长态势。2011 年 1-3 月全国完成房地产开发投资 8846 亿元，同比增长 34.1%。目前商品房成交量萎缩而成交价格仍在高位震荡，但调控政策累积效应可能会逐渐显现。

图 1 房地产开发投资完成额情况



资料来源：wind 资讯

在信贷逐步收紧和政府加大调控执行力度的背景下，开发商的资金链将受到影响，有助于促使其提高土地使用效率、加快项目周转，从而抑制房价非理性上涨，中长期有利于规范市场健康发展，但短期内市场也面临因需求观望而导致成交量萎缩的风险，区域市场走势将产生分化。

未来国内房地产行业将进入快速整合期，房地产行业竞争的重心将倾向融资能力及品牌影响力，品牌地产商将通过盈利模式复制及合作兼并等方式逐步扩大市场份额，行业集中度将逐步提高。随着房地产行业市场竞争的升级，资本实力将成为企业竞争的主导因素，实力雄厚、具有相当规模和品牌优势、规范成熟的房地产企业将成为市场的领导者。

(2) 泛海建设

经营概况

泛海建设成立于 1989 年，是公司地产开发基础平台和产业旗舰的主要载体。2008 年泛海建设办公地点由深圳转移至北京，建立起北京总部职能部门统筹，对下属子公司直属管理的模式，北京管理总部不再进行具体房地产项目开发，主要从事制定集团战略和经营计划、资本运营、重大决策、指导及审批子公司各项业务的管理，而子公司作为项目公司，主要负责具体项目的开发经营、成本控制、规划设计、招投标及合同管理，在预算及资金方面接受总部审核和控制，整体管理水平较高。

2009 年泛海建设正式取得中华人民共和国住房和城乡建设部颁发的《房地产开发企业资质证书》，资质等级为一级。泛海建设从 1998 年开始涉足房地产开发建设以来，经过十余年的发展，已在深圳、青岛、北京、武汉、杭州等一二线城市开发了大量项目，包括高档写字楼、高级公寓、多层及高层商住楼、住宅小区等，其中住宅方面以中高档住宅为主，已发展成为国内具备相当规模和实力的房地产上市公司。

泛海建设目前的主要业务为房地产业务、物业管理、物业租赁、消防及安防产品生产和销售，以及建筑设备、建筑装饰材料的购销。其中，房地产业务由其下属房地产项目开发公司负责运营，物业管理、物业租赁业务由其子公司泛海物业管理有限公司（以下简称“泛海物业”）经营，电子产品及建材经营分别由子公司三江电子和北京山海天物资贸易有限公司（以下简称“山海天”）负责进行。泛海建设目前的房地产项目和物业管理、物业租赁业务主要集中在北京、深圳、青岛、武汉、上海、杭州等地区。

2009 年，在国家经济刺激以及银行信贷支持力度加大的情况下，泛海建设实现营业收入 23.79 亿元，同比增长 67.59%，其中房地产销售收入达到 21.84 亿元，大幅增长了 79.32%。

2010 年，国内房地产市场出现阶段性波动，商品房住宅调控政策频出，故而泛海建设加大对商业地产的投入，加大杭州、武汉等地商业地产项目的开发力度，尤其是杭州泛海国际中心项目力保工程进度，全年在建及复工面积近 200 万平方米，较往年大幅增加，但因确认收入项目减少，导致泛海建设业绩较 2009 年有所下降。2010 年泛海建设实现营业收入 16.25 亿元，同比减少 31.69%，其中房地产销售收入 13.70 亿元，同比减少 37.27%。泛海建设房地产销售收入占公司合并口径房地产板块收入的 95%以上，公司子公司泛海实业股份有限公司也从事少量房产项目的开发，收入规模较小。

表 3 2008~2010 年泛海建设房地产业务经营情况

营业收入（万元）	2008 年	2009 年	2010 年
房地产销售	121781.50	218378.75	136986.03

资料来源：泛海建设年报

一级开发业务

目前公司一级开发项目主要来自于北京星火房地产开发有限责任公司（以下简称“星火公司”）东风乡绿隔地区第二宗地和山西太原尖草坪区项目，目前尚未实现收入。

东风乡绿隔地区第二宗地位于泛海国际居住区东南部，该项目占地面积 19.23 公顷，总建筑面积约 80 万平方米，目标定位为集购物、餐饮、娱乐、休闲、商住等为一体的泛海国际城市商业新中心，成为北京东区的商业项目典范。截至 2011 年 4 月底，星火公司已完成以下工作：按照监管协议全额缴纳监管资金 48644.84 万元；取得征地批复；完成用地预审；完成地质灾害评估备案；完成市政专项方案资讯；为取得规划条件，按市规划委要求，编制完成项目控规方案图册；完成建设用地批准书延期申报工作；签订考古勘探合同等前期工作。

2007 年 12 月 26 日，泛海建设与北京京海名悦房地产有限公司签订《合作开发协议》，

共同出资 2 亿元成立项目公司山西泛海建设投资有限公司（泛海建设持股 92%）对太原尖草坪区约 300 亩土地实施一级开发。截至 2010 年底，山西泛海建设投资有限公司已做好参与项目土地招拍挂程序的各项准备工作。

2007 年 9 月 14 日，泛海建设与北京大兴经济开发区开发经营总公司、康得投资集团有限公司三方签订了《大兴经济开发区土地储备开发合作协议》，共同开发大兴经济开发区北区一号地项目。后由于国家土地政策变化和项目规划用地性质调整，项目已不具备继续合作的条件，2010 年泛海建设与北京大兴经济开发区开发经营总公司、康得投资集团有限公司签订《关于终止大兴经济开发区北区一号地项目土地储备开发合作的协议》，截至 2010 年底，泛海建设已经全部收回前期在项目的投入和利息 2.92 亿元。

二级开发业务

泛海建设目前已在深圳、青岛、北京、武汉、杭州等一二线城市形成项目布局，产品类型包括写字楼、高级公寓、多层及高层商住楼、住宅小区等，主要定位为上述类型的高档产品。2008-2010 年，公司累计开工面积达到 226.11 万平方米，主体竣工面积达到 16.05 万平方米，销售结算面积 18.72 万平方米。

表 4 公司房地产开发主要指标

（单位：平方米）

指标	2008 年	2009 年	2010 年
开工面积	224781.89	1093859.00	942477.00
主体竣工面积	0.00	120402.20	40103.90
销售结算面积	41812.49	92245.13	53119.13

资料来源：公司提供

公司开发项目定位于高端客户群，以住宅为主，产品类型还涉及写字楼、公寓、多层及高层商住楼。公司已开发及在建项目多集中于北京、深圳等一线城市的中心地段，由于拿地较早，成本较低，项目获得了较大的产品收益。2008-2010 年公司主要销售项目包括：北京泛

海国际居住区、深圳泛海拉菲花园、武汉泛海国际居住区樱海园等，如表 5 所示。

表 5 2008-2010 年公司主要销售项目

年度	销售项目	销售面积	销售收入
2008	北京泛海国际居住区一期	29621.5 平方米	10.8 亿元
2009	深圳泛海拉菲花园一期	44653.28 平方米	7.05 亿元
	北京泛海国际居住区	44825.12 平方米	23.3 亿元 (其中住宅 13.76 亿元、配套商业 9.21 亿元、车位 0.33 亿元)
2010	深圳拉菲花园	651.95 平方米	0.14 亿元
	北京泛海国际居住区	30000 平方米	13.45 亿元
	武汉“泛海国际居住区·樱海园”一期	59900 平方米	7.84 亿元

资料来源：公司提供

目前，公司在建项目主要集中在北京、深圳、武汉、杭州、青岛等地，在建项目主要为北京泛海国际居住区二期、青岛泛海国际购物中心、杭州泛海国际中心、深圳泛海拉菲花园二期、武汉王家墩中央商务区项目等，如表 6 所示。泛海建设在建项目区域布局和产品结构合理，在定位于开发高端精品住宅项目的同时，注重商业房地产项目（武汉中心大厦、杭州泛海国际中心）的开发及持有。另外，泛海建设商品房建设用地来源基本上是大股东资本注入，具备一定的成本优势。

总的来看，一方面，2010 年下半年以来泛

海建设加大了项目开发力度，在建房地产项目大幅增加。2010 年上半年，泛海建设新开工项目为零，下半年，北京东风乡 2#、3#、4#土地项目和泛海国际休闲度假项目接连破土动工，最终促使 2010 年公司在建和开工面积冲高至近 200 万平方米，较往年大幅增加。另一方面，由于 2010 年泛海建设可售项目较少，使得公司在 2010 年楼市整体销售放量的情况下，商品房销售收入不增反减。2010 年，泛海建设仅有北京泛海国际居住区、深圳泛海拉菲花园、武汉泛海国际居住区樱海园三个可售项目。

表 6 截至 2010 年底泛海建设主要在建项目

区位	开发主体	项目名称	建筑面积 (m²)	可售面积 (m²)	总投资 (亿元)	截至 2010 年底已完成投资(亿元)	预售时间	2011 年预计可售面积 (万平方米)	完工时间
北京	北京泛海东风置业有限公司	泛海国际居住区二期（第一、五宗地）	909100	294925	154.00	47.07	2012.5	0	2013 年 12 月
北京	北京星火房地产开发有限公司	泛海国际居住区二期（第六宗地）	193811	144485	25.00	9.8	2012.5	0	2013 年 12 月
青岛	泛海建设集团青岛有限公司	泛海国际购物中心	78244	55000	5.55	2.11	自持	--	2013 年 6 月
杭州	浙江泛海建设有限公司	泛海国际中心	289785	89800	37.28	8.62	2011.1	6.61	2011 年 8 月
深圳	深圳市光彩置业有限公司	泛海拉菲花园二期	80616	56700	3.93	2.06	2011.5	2.87	2011 年 9 月
武汉	武汉王家墩中央商务区建设投资股份有限公司	泛海国际居住区樱海园（宗地 6）*	289500	211600	15.76	1.82	--	8.5	2012 年 8 月

武汉	武汉王家墩中央商务区建设投资有限公司	泛海城市广场一期(宗地2)	300000	300000	25.95	0.83	自持	--	2012年12月
武汉	武汉王家墩中央商务区建设投资有限公司	泛海国际城项目 SOHO(宗地11、12)	653600	650000	58.29	0.30	2012.3	0	2013年12月
武汉	武汉王家墩中央商务区建设投资有限公司	香海园、兰海园、碧海园	525500	237500	47.01	0.10	2012.9	0	2013年10月
武汉	武汉王家墩中央商务区建设投资有限公司	武汉中心大厦(宗地16B)	355800	3500000	55.15	0.57	2015	0	2015年7月
合计			3675956	5540010	427.92	26.21	--	17.98	--

资料来源：公司提供

注：截至2010年底，泛海国际居住区樱海园（宗地6）项目已销售4.84万平方米

土地储备

公司现有土地储备主要来自于非公开发行大股东资产注入，且土地资源大多通过协议转让的方式取得，拿地成本相对低廉，项目增值潜力大。

公司土地储备绝大多数位于各大城市的中心区域。从现有土地储备的品质来看，公司目前储备的土地集中在北京东四环、深圳月亮

湾、上海董家渡、武汉王家墩、青岛福州南路、大连黄金山海岸线等一二线城市的核心区域，具有较强的升值潜力。随着土地稀缺程度的增加，公司土地储备优势将逐步显现。但同时值得注意的是，公司目前土地储备规模较大，后期开发不确定因素较大，会带来一定的资金占用风险。

表7 截至2010年底公司主要土地储备情况

区位	项目名称	产品形态	建筑面积(平方米)	土地证取得时间
北京	东风商城(第二宗地)	商业	800000	--
北京	东风乡泛海国际居住区二期项目用地	住宅、商业	1080000	2006年11月
深圳	拉菲花园三期	住宅	116740	2008年7月
上海	董家渡	住宅、商业	540000	2004年2月
武汉	王家墩中央商务区项目	住宅、酒店、写字楼、公寓、商业、酒店式公寓	5968200	2007年9月
杭州	杭州项目	商业、酒店等	290000	2008年1月
青岛	青岛泛海国际购物中心	商业	78000	--
大连	大连国际休闲度假及水上旅游项目	商业(一级开发)	1090000	--
合计			9962940	-

资料来源：公司提供

总体来看，与行业内其他企业相比，泛海建设具有以下竞争优势：①通过在深圳、北京、青岛等一线城市多个房地产项目的开发，泛海建设积累了在住宅、写字楼、酒店等多层次、多品种房地产项目的开发经验，尤其在高端项目开发方面，泛海建设通过北京光彩国际公

寓、北京泛海国际居住区等项目的成功开发，已经在房地产行业形成一定的影响力；②泛海建设土地储备位于上市公司前列，为公司未来长远发展奠定了坚实的基础，且泛海建设目前的项目储备多数位于国内一线城市的中心地段，项目开发附加值高，此外，泛海建设在获

得上述储备资源时，大多通过协议转让的方式取得，拿地成本相对低廉，项目增值潜力大。

未来发展

根据泛海建设 2011 年的经营计划，公司 2011 年在建总面积约为 411.5 万平方米，新开工面积为 194.8 万平方米。与此同时，泛海建设 2011 年 4 月宣布收购大连韩伟企业集团有限公司所持大连黄金山投资有限公司 100% 股权，其主要开发项目是金龙湾水上旅游项目，从而帮助公司向旅游地产进发；除旅游地产外，泛海建设明确提出将会增加商业地产的投资，未来在武汉商务区项目、杭州写字楼和北京泛海国际居住区均会有自持的商业物业。

随着公司在建房产项目的销售，未来房地产销售收入将获得较大幅度的增长；公司多元化的商品房产品策略将有助于其分散政策调控对商品住宅市场的风险；自持物业的增加也会为公司带来稳定持久的收入来源。

同时，联合资信也注意到，由于泛海建设加快投资步伐，在建房地产项目的大量增加使得公司所需资金投入较大。随着公司 2011 年在建项目的进一步增加，公司整体债务负担有进一步加重的趋势。另外，在当前房市调控频出、前景不甚明朗的态势下，泛海建设在建商品房项目的顺利销售也存在着一一定的风险。

(3) 房产租赁业务

除泛海建设外，公司还拥有民生金融中心和山东齐鲁商会大厦两个房产租赁经营主体。

民生金融中心位于北京市东城区建国门内大街，占地面积 4.5 万平方米，建筑面积 25 万平方米。2009 年，民生金融中心顺利通过规划验收，工程整体全面竣工并取得房产证，公司本部持有该物业主要用于写字楼及配套商业的出租。

山东齐鲁商会大厦由山东齐鲁商会大厦有限公司（公司持股 96.32%）负责开发运营，项目占地面积 6058 平方米，总建筑面积 81260 平方米，建筑高度 131.5 米，地上 33 层，地下 3 层，该项目已于 2009 年竣工并投入使用。该

项目只租不售，定位于 5A 级高档写字楼，该项目可出租面积 65931 平方米，现已出租面积约 36000 平方米，租住客户包括上海银行、招商信诺人寿保险、搜房网等单位，大厦 2011 年计划完成新增出租率 30%，预计实现出租收入 3501.21 万元。

从市场反馈情况来看，该项目是济南市 CBD 商务区的第一个高档写字楼，大厦配套齐全，市场前景比较乐观，项目盈利能力强，具有较强的市场竞争力。

2. 金融产业

(1) 行业分析

经过多年的发展，中国金融业发生了显著变化，金融市场体系不断健全与完善，大型金融机构改革成果明显，区域性金融机构与农村金融机构改革不断深入。加入世贸组织后，金融业扩大了对外的地域与范围，引进境外战略投资者和引入国际金融机构风险管理理念与方法初现成效。银行、证券、保险、信托分业经营和分业监管体制进一步健全。在市场需求不断增长以及政府政策的推动下，金融细分市场开始发展，近些年组建了一批金融租赁公司、消费金融公司、小贷公司、村镇银行等新兴金融机构。随着金融市场的不断发展，金融集团综合化经营成为未来金融业的发展趋势。

证券业

作为一个新兴的高速成长的证券市场，中国证券市场在过去十几年里取得了举世瞩目的成就。上海证券交易所、深圳证券交易所的交易和结算网络覆盖了全国各地。证券市场交易技术手段处于世界先进水平，法规体系逐步完善。证券市场在促进国有企业改革、推动中国经济结构调整和技术进步方面发挥了突出的作用。

证券公司作为证券市场重要的中介机构，在证券市场的运行中发挥着重要作用。依据《证券法》的规定，中国证监会依法对全国证券市场实行集中统一的监督管理，对证券公司

实行分类监管。截至 2010 年底，中国共有证券公司 106 家，营业部 4644 个，同比增长 17%。截至 2010 年底，证券行业总资产达到 1.97 万亿元，营业收入 1911 亿元。中国证券行业的业务特点表现为传统业务规模初具，创新性业务方兴未艾；行业竞争激烈，市场集中度呈下降趋势；行业总体呈现出快速发展的特征。静态来看，业务结构主要包括经纪业务、承销业务、证券投资业务、财务顾问业务、资产管理业务等；动态来看，伴随着经济体制改革的不断深入和中国金融体系的日益壮大，业务和产品种类不断增加，业务结构持续优化，市场规模显著扩大。以 2010 年末各项业务收入数据来看，中国证券行业的业务收入结构具有以下特点：经纪业务是券商收入的主要来源，2010 年，全行业经纪业务净收入 1074.7 亿元；承销业务、证券投资业务、顾问咨询和资产管理业务也呈现出快速发展的态势，2010 年，全行业实现证券投资业务净收入 364 亿元，承销业务净收入 250 亿元，财务顾问业务净收入 22.2 亿元，资产管理业务净收入 21.8 亿元。

从业务结构来看，经纪、投行、并购、财富管理和自营等传统业务伴随着市场的快速扩大，业务基础逐渐夯实；而融资融券、股指期货、IB 等创新业务方兴未艾，客户不断提高的金融服务需求催生了创新金融产品陆续涌现。以全球金融创新和金融体系发展的经验来看，中国证券行业即将迈入快速发展的新阶段。

从市场结构来看，中国证券行业竞争激烈，市场集中度较低，且呈现进一步下降趋势。以承销业务为例，前五大公司和前十大公司 2007 年市场占有率分别为 48.16% 和 66.17%，而 2010 年这两项数据分别下降至 38.48% 和 59.13%，三年分别下降了 10 个百分点和 8 个百分点；同样，近年来经纪业务也呈现出下滑趋势。

表 8 中国证券行业主要业务类型市场集中度

业务类型	集中度指标	2007	2008	2009	2010
承销业务	CR5	48.16%	50.15%	41.16%	38.48%
	CR10	66.17%	67.18%	60.55%	59.03%
经纪业务	CR5	26.00%	24.57%	23.62%	--
	CR10	43.46%	42.69%	41.52%	--

资料来源：中国证券业协会

从市场发展数据来看，一方面，2010 年股票市场筹资总额超过 9000 亿元，超过全年银行新增贷款的 10%，全年共有 99 家企业发行上市，194 家上市公司实现再融资，2005 年股权分置改革以来，发行规模总体呈现稳步上升趋势；另一方面，2010 年债券市场直接和间接筹资总额为 4.9 万亿元，同比增长 69.6%。信用类债券（含企业债、短期融资券、中期票据）发行增长迅速，融资规模超过 1.5 万亿元，为实体经济发展提供了新的资金来源，2005 年以来，年均增速均在 20% 以上。

从未来发展来看，股票市场和债券市场发行规模、总体市值的持续增长为证券行业的发展开拓了广阔的空间，中国居民收入的稳步提升，尤其是财产性收入的快速提高扩大了证券公司的客户范围。中国国有企业体制改革和行业上下游兼并收购等相关经济活动为证券公司奠定了良好的发展基础。

虽然证券行业发展前景广阔，但是目前一些影响行业发展的不利因素仍然不容忽视：行业竞争日趋激烈，某些恶性竞争手段可能降低证券公司的利润水平，短期内大部分券商提供的产品、服务同质性依然较强等。随着金融体制改革不断深化和金融服务要求的逐步提高，竞争导致的金融产品创新水平也日趋提高。产品和服务正在一改过去的“同质化”局面，“差异化、特色化和升级化”特征已开始逐步显现。产品的丰富和服务水平的升级稀释了行业内激烈竞争所带来的冲击。

（2）民生证券

经营情况

公司在金融领域的主要投资包括银行、证券、典当、保险经纪等，主要以民生证券为平台。民生证券具备中国证监会批准的证券代理交易、B股发行和交易、外汇经营、网上证券委托、客户资产管理、保荐机构、债券代理发行主承销、证券投资咨询、基金代理销售等各项业务资格，并由中国证监会推荐进入全国银行间同业拆借市场，在北京、上海、深圳、郑州、济南、成都、广州等地设立了 25 家证券营业部和证券服务部。

民生证券注册资本 21.77 亿元，其中公司持股 61.288%。民生证券的业务板块包括经纪业务、投资银行业务、研究业务、证券投资业务、固定收益业务、资产管理业务、以融资融券为代表的新业务等七个方面。

经纪业务方面，由于证券行业经纪佣金率不断下滑，经纪业务收入在总收入中的比重大幅下滑，2010 年，民生证券经纪业务共实现收入 68006.13 万元，较 2009 年减少 32773.92 万元，经纪业务收入占总收入的比重有所下降。目前，中国的佣金率水平已经低于国际成熟市场，预计该公司未来佣金率可能进一步下降，但下降空间有限。

为了应对交易佣金下滑，民生证券进一步优化经纪业务营业网点布局，目前民生证券拥有证券营业网点 39 家，覆盖北京、上海、深圳、郑州、广州、福州、杭州、重庆、长沙等全国 24 个重点及沿海城市。2010 年全年民生证券共完成股票基金权证交易量 5411.11 亿元，市场占比 4.7498%。截至 2010 年底，民生证券经纪业务客户总数为 64.96 万户，代理资产总额 513.36 亿元；全年参与了 29 只开放式基金的首发工作，共代销开放式基金 210 只，累计完成基金销售总量 1.58 亿元。

投资银行业务方面，近年来，民生证券投资银行业务一直保持快速发展的势头，2010 年，投行业务取得了自 2004 年注册保荐机构

以来的最好成绩，实现收入 40220.07 万元，占民生证券总收入的比重为 32.15%（2009 年比重为 7.02%）；全年共完成股票债券主承销项目 14 家，公司股票承销家数排名位列行业第 14 位，荣获了“2010 年中国区最具成长性投行称号”。2011 年第一季度，民生证券 IPO 承销家数排名为行业第 3 名，投行业务发展进入强力提升阶段。截至 2010 年底，投行员工队伍已达 200 余人，其中保荐代表人 30 名，准保荐代表人 34 名，形成了一支以投行各分支机构负责人为核心、以保荐代表人和项目负责人为骨干、具有较强市场竞争能力和专业能力的队伍。

研究业务方面，2010 年下半年以来，民生证券研究所已经初步建立了面向基金公司等买方客户的研究产品体系和买方客户签约体系；加大品牌分析师的引进力度，建立了五十余人的研究和销售队伍，行业研究覆盖宏观、策略、基金等十多个行业，研究影响力初步显现，研究业务客户开发取得明显进展，已与 40 家基金公司建立了卖方研究业务关系，占基金公司总数的 80%，基金客户销售服务模式的建立已经完成。

近年来，民生证券证券投资业务一直以稳定可控的仓位比例实现了较好的绝对或相对投资业绩。2010 年，民生证券在严峻的市场环境下严格控制风险，实现投资收入 3318.58 万元，利润 2428.13 万元。

固定收益业务方面，2010 年，固定收益业务实现收入 2788.93 万元，利润 1203.82 万元，现券交易总量在券商中排名第 29 位。

资产管理业务方面，资管业务是当前证券行业业务转型的重要方向之一，收入波动性相对其他业务较低，能有效帮助证券公司平抑收入的波动性。民生证券于 2009 年 12 月发行了第一只集合资产管理计划——民生金中宝 1 号，存续期为 3 年，规模为 4.51 亿份。2010 年，民生证券资产管理业务实现收入 725.2 万元，定向资产管理业务规模为 2100 万元。目

前，民生证券正在做好 2 号产品的发行准备工作。

其他业务方面，民生证券正在进行融资融券业务资格、直投公司的申请和准备工作。

尽管民生证券近几年呈现出快速发展的态势，但面对行业内日益激烈的竞争，其总体规模仍然偏小，2010 年民生证券净资产排名 43 位，总资产排名 56 位，净资产排名 43 位，与中信证券、国泰君安等全国性大券商相比具有一定的差距，且随着公司业务的拓展，较小的规模或将成为制约公司业务进一步发展的因素。

未来发展

民生证券的业务目标为：经过 3 年的努力，完成改制、增资和上市工作，通过调整利润结构形成较强的核心竞争优势，向综合性大券商发展，综合实力进入行业前 20 名，部分业务进入或接近前 10 名。目前，同国内大型券商相比，民生证券的盈利能力和业务能力还存在一定差距，其规模相对较小，在当前投行业务、经纪业务日益白热化的情况下，还需要进一步加大证券投资力度，不断加强人才引进，提高业务水平和盈利能力。

(3) 金融板块其他经营主体

除民生证券外，公司主要投资控股的金融机构还包括：民生典当有限责任公司、民生保险经纪有限责任公司，参股的金融机构包括：民生银行、广西北部湾银行股份有限公司等多家金融企业。其中，民生典当有限责任公司和民生保险经纪有限公司为控股子公司，民生银行、广西北部湾银行股份有限公司和郑州银行股份有限公司则为直接或间接参股公司。

民生银行是中国首家主要由非国有企业入股的全国性股份制商业银行。近年来民生银行业务不断拓展，规模不断扩大，效益逐年递增，保持了快速健康的发展势头。截至 2010 年底，民生银行总资产超过 18000 亿元，净利润达 176.88 亿元。2008~2010 年，公司分别获得民生银行分红收益为 2240.19 万元、

4659.59 万元和 2912.2 万元。此外，2008 年公司对民生银行减持 11380.95 万股，获得转让收益 13.85 亿元。

表 9 截至 2010 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
民生证券有限责任公司	217731	直接持股 61.29%，间接持股 6.20%
北京民生典当有限责任公司	5000	直接持股 55%，间接持股 45%
民生保险经纪有限公司	5000	直接持股 53%，间接持股 47%
民生银行股份有限公司	2671470	直接持股 2.62%
广西北部湾银行股份有限公司	200000	间接持股 9%
郑州银行股份有限公司	143393	间接持股 0.473%

资料来源：公司 2010 年审计报告

广西北部湾银行股份有限公司（以下简称广西北部湾银行）是广西壮族自治区人民政府直接领导下唯一的区域性、国际化、股份制优质特色银行。公司通过泛海建设控股有限公司持有广西北部湾银行 1.8 亿股股权，占总股本的 9%，是其主要股东之一。2009 年和 2010 年，公司均获得广西北部湾银行分红收益 540 万元。

此外，公司还拥有上市公司海通证券股份有限公司（以下简称“海通证券”）部分股权。2009 年和 2010 年，公司分别对海通证券减持 39952.39 万股和 1163.50 万股，分别获得转让收益 35.81 亿元和 1.28 亿元。截至 2010 年底，公司还持有海通证券 526 万股股份，持股比例为 0.0639%。

3. 能源产业

(1) 行业分析

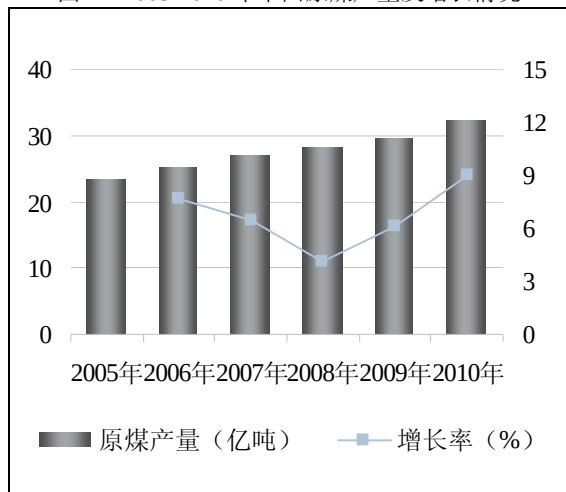
煤炭开采业

在能源需求结构中，煤炭居于主体地位。随着世界经济的不断增长，全球一次能源消费持续增长。而传统化石能源在未来几十年中仍

将是全球一次能源增量的主要来源。

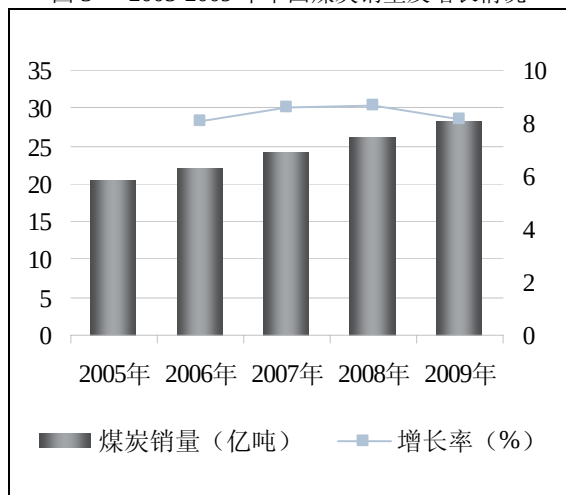
煤炭资源储量方面，截至 2007 年底，中国查明煤炭资源 11804 亿吨，其中，剩余探明可采储量 1768 亿吨，基础储量 3261 亿吨，资源量 8543 亿吨。原煤产量方面，2008-2010 年，中国原煤产量分别为 28.02 亿吨、29.73 亿吨、32.40 亿吨，年均复合增长率为 7.5%。

图 2 2005-2010 年中国原煤产量及增长情况



资料来源：wind 资讯

图 3 2005-2009 年中国煤炭销量及增长情况



资料来源：wind 资讯

煤炭需求方面，与世界主要国家相比，中国能源结构以煤为主的特征非常突出，主要用于电力、化工、钢铁、建材等行业，作为主体能源在中国能源生产和消费中发挥重要作用，国内煤炭需求保持增长态势。长期以来，中国煤炭消费量总体上保持上升态势，已经由 1987

年的 7.7 亿吨增至 2009 年的 28.17 亿吨，居世界第一位。

从未来发展上看，能源需求受到 GDP 总量、产业结构、居民消费结构、能源结构、技术进步、资源环境制约等因素影响，不同时期表现不同的特点：①2020 年之前，中国仍将处于工业化和城市化快速推进阶段，能耗较高的能源原材料基础工业比重较大且增速较高，因此尽管能源强度较快下降，但是能源需求将快速上升。②2021—2030 年期间，高能耗的能源原材料基础工业比重不断下降，产业结构调整带来的节能效果明显，因此，能源强度将继续较快下降，而能源需求总量将平稳上升。③2031—2050 年期间，中国经济将步入后工业化阶段，第三产业将成为主导产业，经济结构趋于成熟稳定，生产和节能技术趋于成熟，高耗能行业的能源需求基本保持稳定，因此能源强度将缓慢下降，而能源需求缓慢上升。中国作为世界能源消费大国，能源供应立足国内将是长期选择。但是，由于生态环境、资源条件等一系列重大约束，国内能源供应远不能跟上能源需求增长的步伐，供需缺口将不断扩大。预计 2020 年、2030 年、2050 年中国一次能源供应能力分别为 36 亿吨、43 亿吨、52 亿吨标准煤，供需缺口分别达 7 亿吨、9 亿吨、11 亿吨标准煤。

未来几十年，中国经济社会将持续快速发展，能源需求迅速增加。巨大的市场空间、不断完善产业体系和行业属性为推进能源产业发展，尤其是以煤为主体的能源相关产业提升竞争力并引导优秀企业参与竞争，创造提供了难得的机遇。

煤制甲醇行业

传统煤化工行业（包括焦化、合成氨、电石和甲醇）是中国国民经济的重要支柱产业，其产品广泛用于农业、钢铁、轻工和建材等相关产业，对拉动国民经济增长和保障人民生活具有举足轻重的作用。

目前，中国传统煤化工产品生产规模均居

世界第一，合成氨、甲醇、电石和焦炭产量分别占全球产量的 32%、28%、93%和 58%。中国传统煤化工产品处于阶段性供大于求状态，产能均有一定的过剩，主要是结构性过剩，但程度有所不同。

表 10 中国煤化工产品供求发展情况

产品	供求情况
甲醇	现有产能 3803 万吨/年，在建 1500 万吨/年，2015 年需求量 4000 万吨，产能过剩
醋酸	现有产能 450 万吨/年，在建 300 万吨/年，2015 年需求量 450 万吨，产能过剩
合成氨	2010 年产量及消费量均为 5000 吨左右，供求平衡，结构和布局调整
电石	现有产能 2050 万吨/年，在建 570 万吨/年，产能过剩，总量控制，调整结构
焦炭	产能过剩，总量控制，调整结构
乙 丙 烯 与 聚 乙 丙 烯	目前供求缺口较大，但自给率正在不断提高，有较大的发展空间，但受国家总体规划控制，同时煤基路线面临石油路线和中东进口产品的竞争，存在一定风险
PVC	现有产能 1780 万吨/年，建设势头仍然很猛，产能过剩
乙二醇	供求缺口大，有较大的发展空间。面临石油路线和中东进口产品的竞争，存在一定风险
汽柴油	预计 2015 年原油加工能力将达到 7.25 亿吨/年，汽柴油需求量分别为 8960 万吨和 1.86 亿吨，所需原油加工量为 4.72 亿吨，炼油产能将会出现过剩。煤制油投资和技术难度大，发展受国家政策控制，面临油价波动和市场风险
天然气	预计 2015 年中国天然气供求缺口为 460 亿立方米，发展空间较大
二甲醚	现有产能约 700 万吨/年，其发展受油价和标准影响较大，不确定性因素较多，宜布局在临港和市场消费地

资料来源：国务院发展研究中心

作为传统煤化工领域之一，甲醇的生产也早已饱和，甲醇在国内主要用于添加到成品油中生成一种混合燃料，但由于用量较小，现在全国市场基本饱和。

“十一五”初期，随着中国经济的快速发展、工业需求的拉动及对下游需求的过度乐观，甲醇行业进入快速发展期，产能大幅增加。与此同时，也出现盲目投资现象。2006—2010 年，中国甲醇产能增加 2847 万吨，截至 2010 年底甲醇产能达 3803 万吨。而同期，中国甲醇表观消费量年均增长约 20%，根据对下游行业发展趋势的综合分析，预计到 2015 年中国甲醇需求为 4000 万吨，产能应控制在 5000 万吨左右。目前在建和规划建设的甲醇装置产能还有 3000 多万吨，即使不考虑尚处于规划阶段的产能，中国投产和在建的产能在 5600 万吨以上，产能过剩问题十分严重。

表 11 2010 年中国甲醇供需结构

项目	数据（万吨）
甲醇产量	1573.98
甲醇净进口量	517.17
甲醇表观消费量	2091.15
甲醇产能	3803.00

资料来源：国家统计局，中国海关总署

近年来，传统煤化工产业产能增速高于需求增长、产品供大于求的态势不断扩大，装置开工率不断下滑。目前，国家发改委正在制定关于规范煤化工项目准入条件的相关文件，将限制煤炭调入省发展现代煤化工，为了抑制产能过剩，预计中央将会要求地方加大执行力度。随着淘汰落后产能政策的实施和产业向中西部资源地转移，煤化工产品总量会保持稳定增长，传统煤化工领域生产企业将会出现兼并热潮，产业结构会有较大改善，竞争力会进一步增强。

（2）经营分析

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煤化工项目和新能源（滕州）能源项目等；拟建项目有山西省靖边县红墩界煤矿项目等。

包头煤化工项目

泛海能源投资包头有限公司是公司于

2007年5月投资成立的全资子公司，注册资本5亿元，具体负责泛海包头煤化工项目的运营。

泛海包头煤化工项目分为煤制甲醇和煤田开发两部分，其中，煤制甲醇项目位于包头市土右旗山格架化工园区，占地3063亩，该项目备案核准规模为180万吨/年甲醇装置、配套公用工程和辅助生产设施，总投资约90亿元。其中启动项目为60万吨/年甲醇，于2009年6月开始建设，预计2012年基本建成，2013年正式投产，预计投资额约为35亿元，目前已投资2.19亿元；煤田项目位于包头市达茂旗，根据总体规划，公司将在达茂旗白彦花煤田建设年产1200万吨规划的大型露天矿，以及配套的褐煤提质项目，以便有效解决褐煤利用问题，项目预计总投资约为26亿元，目前已投资680万元（煤田开发投资主要为项目前期评审、设计、勘察等费用）。

目前甲醇项目各类审批文件齐备，总体年产180万吨甲醇项目通过了内蒙古自治区发改委的审批，并先后取得了土地、规划、环保、节能、水务、卫生、安全、地震等二十多个相关部门的批复文件，项目建设用地3063亩已取得土地证。180万吨甲醇装置区场平、道路施工已完成，生产办公、科技研发、生活服务等7栋单体建筑中的4栋已完成结构封顶，其余3栋正在建设中，基础已出零米。关键设备已经订货采购，煤气化、空气、甲醇合成等主要专利技术引进已完成。目前白彦花露天煤田的精查、可行性研究和矿区初步设计等工作已经完成，白彦花褐煤提质及在化工生产中的应用研究成果研究已鉴定，相关矿权正在申办过程中。

目前泛海能源投资包头有限公司主要支出为：支付设备及土建工程进度款13214万元，支付土地出让金6126万元，支付筹建期各类管理费用约3267万元。

按公司60万吨甲醇可研报告列明，该项目投产后预计每年可实现利润总额40386万元。总体来看，2013年包头煤化工项目投产后，可为公司带来较大的投资收益。但是联合资信也

注意到，未来几年煤制甲醇一期项目及煤田开发项目追加投资还有约60亿元，且该项目投资额大，投资回报期长，会对未来几年公司的资金链形成一定的压力，增加公司的负债水平。

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投资股份有限公司持有其17.50%的股权。

项目位于鲁南煤化工基地，占地985亩，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。按照项目规划，二期36万吨甲醇装置仍在建设中。同时，该公司将年产尿素52万吨调整为年产二甲基甲酰胺38万吨项目仍处于前期规划阶段。

红墩界煤矿项目

红墩界煤矿项目为泛海能源投资股份有限公司拟投资建设的核心项目。红墩界井田位于陕西榆横矿区（南区）的西北部，地处靖边县城北部的陕蒙接壤地区。井田东西长约20.2km，南北宽约7.3-21.1km，面积约265.6km²，地质资源储量19.93亿吨，可建设年产1000万吨的特大型现代化煤矿。该井田是榆横矿区煤层厚度最大、资源最丰富的井田，井田内未发现小煤矿开采。

目前西安地质矿产勘查开发院已完成井田详细勘探工作，即将开展精查工作。按照建设工期安排，2011年8月完成矿区精查；2011年11月完成预可研报告；2012年4月获得国家发改委预核准，同时启动矿区初步设计；2012年7月初步设计完成，启动项目招投标工作；2014年10月首采工作面投产，矿井形成1500万吨/年生产能力；2015年10月完成红墩界矿区整体建设。

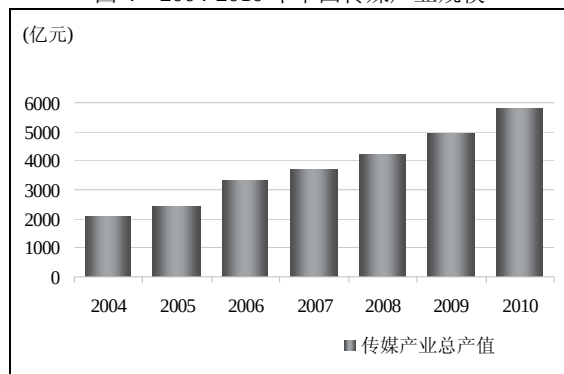
总体来看，由于中国经济的快速发展，煤炭在能源结构中的优势地位在未来相当一段时间内不会改变，煤炭资源作为不可再生的稀缺资源，煤田开采行业前景良好。但是，由于项目投资较大，投资回收期较长，预计会在 10 年以上，且项目由于要支付矿业权价款、等额还本等的需要，在投产初期几年内均发生短期借款，因此上述项目面临着一定的资金风险，也对公司提出较高的资金支持要求，在一定程度上增加其财务负担。

4. 文化传媒产业

行业分析

近年来，文化传媒业蓬勃发展，已经成为中国国民经济中具有巨大活力和成长前景的新支柱产业。据清华大学传媒经济与管理中心发布的《2011 年中国传媒产业发展报告》显示，2010 年，中国传媒产业的总产值为 5808 亿元，比 2009 年增长 17.7%，2010 年中国传媒产业的总产值不仅突破了 5000 亿元大关，而且增长幅度亦是四年来最大。报告预测，2011 年中国传媒产业的总产值将达到 6882.4 亿元，传媒产业总值预计比 2010 年增长约 18.5%。

图 4 2004-2010 年中国传媒产业规模

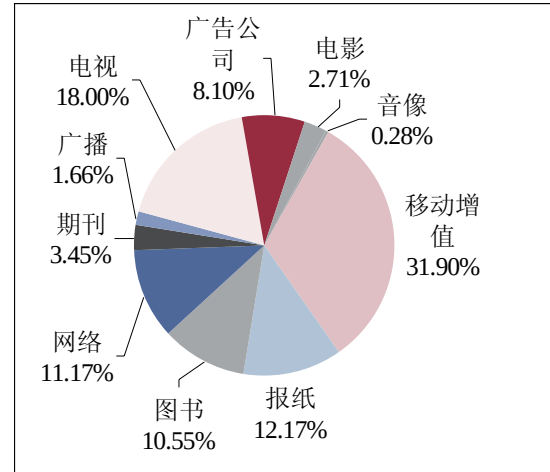


资料来源：历年中国传媒产业发展报告

从各行业的市场规模与结构来看，2010 年，传媒各行业产值普遍呈现上涨趋势，只有音像制品出现小幅下跌。网络广告收入、电影产业收入、广播广告经营额分列上涨前三位，与 2009 年同期相比分别上涨了 54.9%、47.4% 和 34%（见下图）。其中，移动增值业务规模

占传媒产业总体市场的 31.9%，与上年相比略有增长，仍是传媒产业主要组成部分。

图 5 2010 年中国传媒产业行业结构与所占比例



资料来源：2011 年中国传媒产业发展报告

2010 年，新媒体产业的产值规模已经于传统媒体基本持平，占据了整个传媒产业的半壁江山。在传统媒体报纸、图书、期刊、电视、广播、电影等媒介形态不断寻求突破和变革的同时，新媒体的媒介形态也在迅速变化中逐渐形成了基本架构，即门户网站、搜索、社会化媒体、宽带视频、网络游戏、电子商务、云端存储、手机移动媒体等七大板块。

随着“十二五”规划的正式出台，产业资本将加速进入以传媒业为代表的文化产业，传媒业对其他产业的带动和辐射力量将进一步增强，传媒业将逐渐凸显其在国民经济中的支柱产业地位。媒体转企改制步伐加快，体制改革向纵深领域迈进，这一切都将使传媒生产力得到更加充分的释放。以移动互联网为代表的新兴媒体异军突起，逐步模糊媒体的分界线，各种媒介相互交织，不同新闻形式融合，电子商务和新的传媒盈利模式也将在不远的未来出现。

公司经营情况

公司文化传媒产业主要以经观信成广告有限公司（以下简称“经观信成”）为发展平台。

经观信成旗下拥有北京经世经观有限公司

1 家全资子公司，并拥有《经济观察报》的经营权及发行权，拥有《经济观察报》全部广告代理、论坛以及发行的收益。

2010 年，《经济观察报》全年发行 651 万份，其中零售 397 万份，占发行量的 61%；征订 205 万份，占发行量的 31%。单期发行量与 2009 年基本持平。

与同类媒体相比，《经济观察报》2010 年广告占版率为 26%，在财经媒体中排名第一，远远超出竞争对手。根据公司提供的资料，2010 年，《经济观察报》广告市场份额为 27%（每周 1 刊），21 世纪为 32%（每周 5 刊），第一财经为 30%（每周 6 刊），中经为 11%（每周 1 刊）。

总体来看，经济观察报作为中国最具影响力的财经报纸之一，拥有较好的市场声誉和较高的市场占有率；经观信成广告客户涵盖了绝大部分最具实力的中国本土企业及跨国公司在华分支机构、以及 4A 广告公司；核心高管具有 10 年以上大型企业管理经验，骨干员工行业经验普遍在 8 年以上，拥有专业的媒体队伍；在公司接手后该公司拥有了充足的资金来源，为其未来的发展和竞争提供了有力的保障。

但是，联合资信也注意到，经观信成广告公司还存在一定的发展制约因素，具体表现为：公司资源单一，以《经济观察报》为核心资源，缺乏竞争媒体的多媒体平台协同的效应；收入结构单一，主营收入主要来源于大型企业品牌形象平面广告；公司报纸发行规模绝对量较少，虽然经济观察报每期阅读率排名第一，但是由于以周刊的形式出版，且报纸主要面向小众市场，发行规模受到限制，与南方报业集团等媒体企业还有较大差距。

5. 其他产业

除上述四大产业板块外，公司还通过控、参股的方式进行各类优质业务的战略投资。主要包括联想控股有限公司、大连万达商业地产股份有限公司、民生投资、中信产业基金管理

公司、绵阳科技城产业投资基金、天津赛富创业投资基金、长白山国际旅游度假区项目、大连金石国际旅游度假区项目、西双版纳国际旅游度假区项目等。其中除民生投资为控股子公司外，其他均为参股公司。

民生投资是于 1992 年 12 月 30 日经青岛市经济体制改革委员会青体改发（1992）60 号文件批准，采取定向募集方式设立的股份有限公司，于 1993 年 6 月 12 日注册登记。经中国证券监督管理委员会证监发审字（1996）102 号文件批准，民生投资公开发行 1800 万股社会公众股，并于 1996 年 7 月 19 日在深圳证券交易所挂牌上市，证券代码：000416，证券简称：民生投资。该公司原经营范围为股权投资、资产管理、资本经营等相关业务，目前主要对外投资为商业公司股权，且营业收入也主要来源于青岛国货汇海丽达购物中心有限公司和青岛国货丽达购物中心有限公司两家商业子公司，主营业务为商品零售业务。目前公司持有该公司 22.56% 的股权，并于 2009 年将其纳入合并范围。截至 2010 年底，民生投资资产总额 99243.64 万元，所有者权益 76143.16 万元，2010 年实现营业收入 70799.10 万元，净利润 2943.57 万元。

联想控股有限公司是大型投资控股公司，主要经营 IT、房地产、创业投资和私募股权投资领域。2009 年 9 月，公司投资约 27 亿元收购了联想控股有限公司的股权，持股比例 29%，成为其第三大股东。

大连万达商业地产股份有限公司成立于 2002 年 9 月，2009 年 12 月整体变更为股份有限公司，注册资本 36 亿元人民币，是大连万达集团旗下商业地产投资及运营的唯一业务平台。主营业务为商业地产投资及运营管理，核心产品是以“万达广场”命名的万达城市综合体。截至 2010 年底，该公司已经在全国 24 个省、自治区和直辖市的 45 个重点城市投资建设了 59 个万达广场，其中已开业 33 个万达广场，正在运营 14 家五星级或超五星级酒店。作为率先实现全国布局的大型商业地产投资及运营商，该公司

在中国商业地产行业内居于绝对领先地位，是中国商业地产的领军企业。公司通过泛海能源投资股份有限公司持有其1.00%的股权。

中信产业投资基金管理有限公司成立于2008年6月，注册资本18亿元。主要业务包括基金管理业务、财务顾问服务和直接股权投资等。公司持有其15%的股权。

绵阳科技城产业投资基金成立于2008年，经过两年的发展，2010年底完成最终90亿元的募集，有限合伙人包括社保基金、邮政储蓄、中信证券、中国建银等38家。基金主要投资方向是对国内知名企业进行股权投资，设计领域广泛，管理团队精良，具有良好的品牌效应，同时，与其他PE相比，该基金能够在参股被投资企业后为企业提供全方位的增值服务，达到企业和基金双赢的目的。公司持有绵阳科技城产业投资基金4.45%股权，2010年从绵阳科技城产业基金获得分红收益644.85万元。

总体来看，泛海控股持有较多优质公司股权，被投资企业质地优良，发展前景良好。

6. 经营效率

从经营效率来看，2010年公司销售债权周转次数回升至56.19次，较2009年增加2.89次；存货周转次数和总资产周转次数分别为0.10次和0.07次，与2009年基本持平。公司经营效率正常。

7. 未来发展

公司未来五年将立足对中国市场经济发展趋势的判断和国家对民营经济发展的进一步鼓励与支持，加大资源整合力度，继续务实“4+1”产业和业务发展基础，持续扩大公司的综合竞争力和盈利能力，适时推进股份制改造，争取五年内使公司旗下的主要产业和业务成功进入资本市场，具体来看：①房地产业务方面，除高档住宅项目外，要着力打造商业地产，商业地产结构为酒店占20%、商业占35%、写字楼其他业态占45%，主要布局为北京、上海、杭

州、武汉、大连、青岛等一二线城市；②金融产业方面，围绕保险、银行、信托、证券目标选择，利用现有基础进行收购、创造、重组形成金融产业基础，进行基金组合投资与一流基金如中信凯雷、高盛等合作；③能源产业方面，通过收购兼并争取在陕西、内蒙古、山东、东北、新疆等地区增加新的资源基地，以包头年产160万吨甲醇为基础，形成煤化工基础；④文化传媒产业方面，以泛海文化传媒投资（控股）有限公司为平台，依托经济观察报，以传媒为主加快发展文化传媒产业；⑤扩大战略投资规模和领域，选择战略投资合作伙伴原则要综合考虑产业前景、商业信誉、上次影响力等因素。

总体来看，公司战略布局已基本形成，金融、房地产、能源、文化传媒和战略投资“4+1”产业结构协调发展，为公司未来发展奠定了良好的基础。此外，未来公司各业务板块投资规模较大，融资需求进一步增加，公司未来资金链压力较大。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2008年度至2010年度财务报表已经中磊会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留的审计意见。

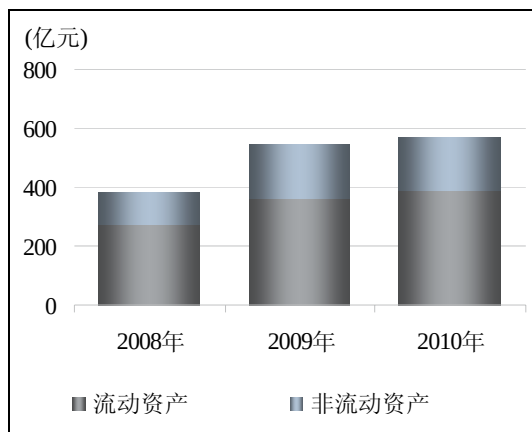
2008~2010年，公司财务报表合并范围主要变化如下：2009年公司实现对民生投资的控股，并于当年首次纳入公司合并范围；2010年，公司收购北京经观信成广告有限公司及北京经世经观有限公司，新增经观信成一级子公司。上述合并范围变化对公司财务报表可比性有一定影响，以下分析将以2010年数据为主。

截至2010年底，公司（合并）资产总额568.87亿元，所有者权益合计193.81亿元（其中少数股东权益41.10亿元）；2010年公司实现营业收入38.41亿元，利润总额18.75亿元。

2. 资产质量

2008~2010年,公司不断扩张业务和扩大投资,资产总额年复合增长率为22.17%。近三年公司资产结构变化不大,均以流动资产为主。截至2010年底,公司(合并)资产总额568.87亿元,其中流动资产合计占67.62%,非流动资产合计占32.38%。

图6 2008~2010年公司资产构成

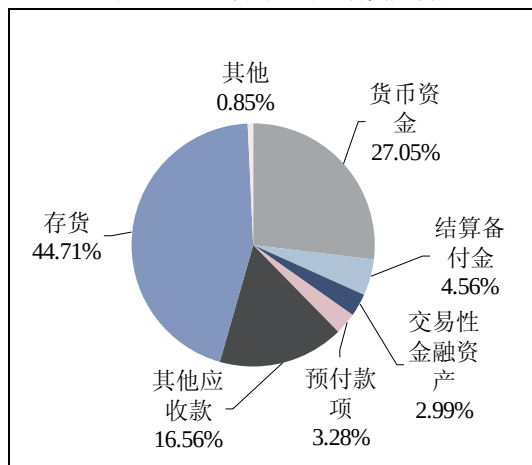


资料来源: 公司审计报告

流动资产

2008~2010年,公司流动资产年复合增长率为18.34%,主要来自货币资金和其他应收款的增加。截至2010年底,公司流动资产合计384.66亿元,主要由货币资金(占27.05%)、其他应收款(占16.56%)和存货(占44.71%)构成。

图7 2010年底公司流动资产构成



资料来源: 公司审计报告

2008~2010年,公司货币资金波动中快速增长,年复合增长率为33.26%,截至2010年底,公司货币资金104.04亿元,其中银行存款和其他货币资金分别占94.59%和5.38%。公司受限制的货币资金合计5.13亿元,主要为泛海建设的动迁专用资金、按揭和工程保证金,占货币资金总额的4.93%。总体看,公司货币资金充足。

公司结算备付金均为民生证券的客户备付金和自有备付金,2008~2010年年复合增长141.69%,2010年底为17.55亿元;公司交易性金融资产均为民生证券的债券、股票和基金产品,2008~2010年规模有所波动,分别为11.77亿元、4.38亿元和11.49亿元。

2009年底,公司预付账款大幅增加至20.76亿元,主要为委托泛海集团有限公司进行工程施工按合同约定支付的工程款(16.92亿元)。截至2010年底,公司预付账款为12.63亿元,主要构成为上述预付工程款。

表12 2010年底公司其他应收款前5名情况

欠款单位	金额 (亿元)	明细
泛海集团有限公司	28.21	往来款
常新资本投资管理有限公司	12.21	往来款
上海兰麟生物科技有限公司	3.60	往来款
四通巨光高新技术发展(控股)有限公司	2.73	往来款
武汉市土地整理储备中心	2.52	代垫道路款
合计	49.28	

资料来源: 公司审计报告附注

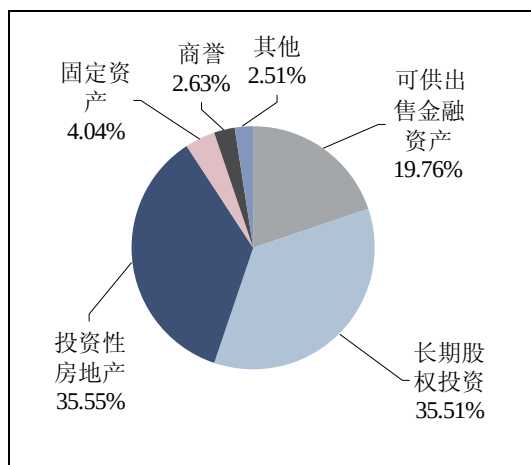
公司应收账款规模很小,2010年底为0.91亿元;2008~2010年,公司其他应收款增长较快,年复合增长率为62.96%,主要系与股东单位和关联单位的往来款增加所致。2010年底公司其他应收款账面余额65.88亿元,其中1年以内占70.22%,1-2年占2.01%,2-3年占8.83%,3年以上占18.94%。其他应收款前5名合计欠款金额49.28亿元,占其他应收款余额的74.80%,主要为股东单位泛海集团有限公司和关联方常新资本投资管理有限公司的往来款。考虑到其他应收款主要为与股东单位的往

来款，其坏账风险较低。2010 年底，公司对其其他应收款计提 2.20 亿元坏账准备。

近三年公司存货规模变化不大，截至 2010 年底，公司存货余额为 171.97 亿元，较 2009 年增长 12.07%，主要来自房产项目开工规模扩大以及部分土地储备的增加。存货主要为在产品构成，占 98.46%；其次为产成品（包括房地产开发产品），占 1.16%。存货-在产品主要为泛海建设的房地产项目（包括开发成本和一级开发成本）。2010 年底，泛海建设开发成本（开发用土地在“存货——开发成本”科目核算）和一级开发成本分别为 139.66 亿元和 33.14 亿元，其中开发成本主要来自于北京东风乡泛海国际居住区项目、武汉王家墩中心商业区项目和上海董家渡聚居区项目；一级开发成本主要来自于东风乡绿隔地区第二宗地。截至 2010 年底，公司未提存货跌价准备。联合资信注意到，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。

非流动资产

图 8 2010 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2008~2010 年，公司非流动资产增长较快，主要来自 2009 年长期股权投资和投资性房

地产的增加。截至 2010 年底，公司非流动资产 184.21 亿元，主要包括可供出售金融资产、投资性房地产和长期股权投资。

公司拥有民生银行和海通证券两项可供出售金融资产。2008~2010 年，公司可供出售金融资产逐年减少，年复合增长率为-20.52%，主要系受公允价值变动影响以及公司减持民生银行和海通证券股份所致。截至 2010 年底，公司可供出售金融资产 36.40 亿元，分别为持有的民生银行 6.99 亿股和海通证券 526 万股。

2008~2010 年，公司长期股权投资年复合增长率为 147.27%，2010 年底为 65.41 亿元，主要为对联想控股有限公司的股权投资（按权益法核算为 42.99 亿元，公司持股 29%），此外还包括公司对广西北部湾银行股份有限公司、新能凤凰（滕州）能源有限公司和长白山国际旅游度假区开发有限公司等的股权投资。

表 13 2010 年底公司长期股权投资主要单位

被投资单位	账面余额 (亿元)	持股 比例	核算方 法
联想控股有限公司	42.99	29.00%	权益法
中信产业投资基金管理有限公司	3.65	15.00%	成本法
广西北部湾银行股份有限公司	3.30	9.00%	成本法
长白山国际旅游度假区开发有限公司	2.87	27.00%	权益法
绵阳科技城产业投资基金	2.60	4.45%	成本法
大连万达商业地产股份有限公司	2.34	1.00%	成本法
新能凤凰（滕州）能源有限公司	2.24	17.50%	成本法
天津赛富创业投资基金（有限合伙）	1.80	43.48%	成本法
北京凯雷投资中心（有限合伙）	1.50	12.00%	成本法
合计	63.29	--	--

资料来源：公司审计报告附注

2009 年，随着民生金融中心和山东齐鲁商会大厦项目的建成，公司投资性房地产大幅增加至 57.46 亿元。公司采用公允价值模式对投资性房地产进行后续计量，公允价值的确定以评估公司出具的评估报告为依据。在公允价值模式下，公司不对投资性房地产计提折旧或进行摊销，以资产负债表日投资性房地产的公允价值为基础调整其账面价值，公允价值与原账面价值之间的差额计入当期损益。截至 2010 年底，公司投资性房地产为 65.48 亿元，较 2009

年增加 8.02 亿元，其中因公允价值变动引起的增加值为 7.89 亿元。

截至 2010 年底，公司固定资产原值 11.74 亿元，较上年增长 6.81%，固定资产中主要为房屋及建筑物（占 69.05%）。2010 年底公司固定资产累计折旧 4.10 亿元，减值准备 0.20 亿元；随着民生金融中心和山东齐鲁商会大厦项目的完工，2008~2010 年公司在建工程大幅减少，截至 2010 年底为 1.77 亿元；2010 年底，公司无形资产 1.27 亿元，主要是土地使用权（占 87.37%）。

由于融资需要，公司已将部分资产用于抵押或质押，抵押或质押资产主要为土地、建筑物（包括房产项目和投资性房地产）及可供出售金融资产。截至 2010 年底，公司（合并口径）被抵押或质押账面价值总和 167.92 亿元，占其资产总额的 29.52%。

总体看，公司资产规模较大，以流动资产为主。流动资产以现金类资产和存货为主，存货中拟开发土地和在建开发产品所占比重较大；非流动资产中长期股权投资和投资性房地产占比较大。公司拥有较多优质股权投资，整体资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

2008~2010 年，公司所有者权益呈波动性增长趋势，其中 2009 年较 2008 年增加 68.06 亿元，一方面来自未分配利润增加 24.57 亿元；此外，泛海集团有限公司对公司增资 20.58 亿元（其中以现金增资 20 亿元，以民生投资²股权增资 0.58 亿元，溢价部分计入资本公积）。2010 年底为 193.81 亿元，同比减少 3.48%，主要系受民生银行、海通证券公允价值变动以及 2010 年度处置部分海通证券带来的资本公积减少所致。2010 年底，公司归属于母公司所有者权益 152.70 亿元，其中实收资本、资本公积和盈余公积占比分别为 39.67%、15.27%和

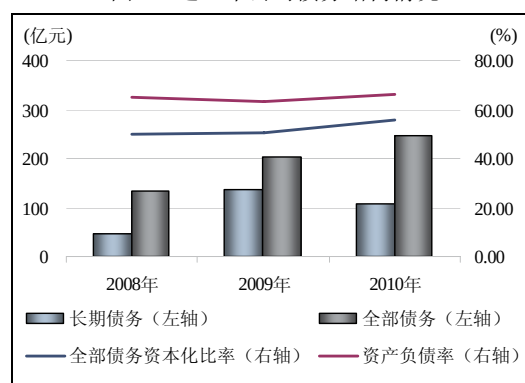
2.91%，未分配利润占比为 42.14%。公司所有者权益稳定性一般。

2008~2010 年，公司负债规模快速增加，年复合增长率为 22.87%。截至 2010 年底，公司负债合计 375.06 亿元，较上年增长 8.41%。从负债结构来看，其中流动负债占 67.71%，非流动负债占 32.29%。公司负债以流动负债为主。

2008~2010 年，公司流动负债年复合增长率为 16.12%，截至 2010 年底为 253.96 亿元，其中短期借款（占 35.19%）、代理买卖证券款（占 23.44%）、其他应付款（占 10.18%）和一年内到期的非流动负债（19.17%）占比较大。公司其他应付款主要为预提土地增值税以及与泛海控股有限公司等关联单位的往来款。

2008~2010 年，公司非流动负债波动增长，主要来自 2009 年的增加。截至 2010 年底，公司非流动负债为 121.10 亿元，主要为长期借款、应付债券和递延所得税负债。其中，长期借款 75.00 亿元，占 61.93%；应付债券占 26.24%，系泛海建设于 2009 年 11 月发行的 32 亿元公司债券；递延所得税负债 14.30 亿元，主要为民生银行等可供出售金融资产及投资性房地产公允价值变动导致。

图 9 近三年公司债务结构情况



资料来源：公司审计报告

随着投资领域的扩大以及投资规模的增加，公司债务规模逐年上升，2008~2010 年年复合增长率为 35.49%，截至 2010 年底，公司债务总额 245.04 亿元，其中短期债务占

² 2009 年 4 月，上海华馨投资有限公司以其持有的民生投资股权对公司进行增资，并于该年度将股权转让给公司第一大股东泛海集团有限公司。

56.42%，长期债务占 43.58%。

2008~2010 年，公司资产负债率分别为 65.18%、63.28%和 65.93%，负债水平基本稳定；全部债务资本化比率分别为 50.14%、50.43%和 55.84%，债务负担较重且呈上升趋势。

4. 盈利能力

2008~2010 年，公司分别实现营业总收入 22.59 亿元、41.12 亿元和 38.41 亿元，变动主要来自营业收入的波动；此外，公司获得的利息收入、手续费及佣金收入逐年增加，对营业总收入的贡献率约为 30%。

2008 年，受房地产市场下行及在售项目面积规模不足的影响，公司营业收入为 15.38 亿元；随着 2009 年房地产市场的回暖，以及民生投资纳入合并范围带来的商品零售业务收入的增加，公司营业收入同比增长 88.93%，为 29.05 亿元；2010 年，公司房地产开工面积较上年大幅增加，但因可确认收入项目减少导致地产业绩有所下滑，同时，新合并的文化传媒业务收入贡献较小，导致公司该年度营业收入同比减少 9.19%，为 26.38 亿元。

2008~2010 年，公司营业成本变化基本与营业收入一致；公司营业利润率分别为 30.26%、27.06%和 27.70%，主业盈利能力较为稳定。

公司期间费用规模较大，主要为管理费用和财务费用。2008~2010年，公司期间费用分别为14.04亿元、19.43亿元和23.15亿元，占营业总收入的62.17%、47.26%和60.26%，期间费用对主业利润侵蚀严重。

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。2009年和2010年，公司获得公允价值变动收益分别为7.51亿元和7.31亿元，主要为投资性房地产的公允价值变动产生的收益。2008~2010年，公司分别获得投资收益13.54亿元、43.35亿元和16.31亿元，主要来自参股企业的投资收益以及公司减持民生银行、

海通证券等带来的收益，其中2009年公司减持上述上市公司股权股份获得投资收益35.88亿元，使得当年利润总额规模达到49.88亿元。2010年，在联想控股有限公司大规模盈利，公司按照权益法核算投资收益的情况下，公司实现利润总额18.75亿元。总体来看，受房地产市场形势变化、投资性房地产公允价值波动以及公司持有股权变现等多重因素影响，公司利润规模波动较为剧烈。

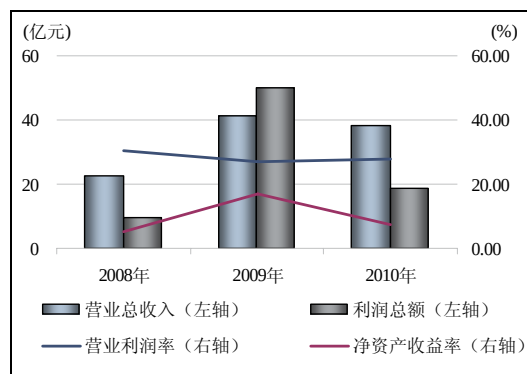
表 14 公司投资收益主要来源（单位：亿元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年
长期股权投资	0.10	5.91	13.59
可供出售金融资产	14.82	35.88	1.68
其他	-1.37	1.57	1.03
合计	13.54	43.35	16.31

资料来源：公司审计报告附注

从盈利指标看，公司总资本收益率和净资产收益率波动较大，三年加权平均值分别为 6.91%和 9.82%，其中 2010 年分别为 5.53%和 7.31%。总体看，公司盈利能力较强，收入及利润规模受房地产市场和金融市场的影 响显著。

图 10 近三年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

5. 现金流

经营活动方面，2008~2010 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 14.41 亿元、29.69 亿元和 33.83 亿元，公司现金收入比分别为 93.72%、102.21%和 128.26%，其中 2010 年

上升较快系房地产预收款增加较多所致。公司收取利息、手续费及佣金的现金与利息收入、手续费及佣金收入基本一致。公司收到与支付的其他与经营活动有关的现金规模较大，2010年分别为 28.39 亿元（主要为收到退回的土地拍卖保证金、动迁补偿款以及泛海建设收回的大兴开发区一号地项目的前期投入等）和 66.28 亿元（主要为支付的土地拍卖保证金、民生证券代理买卖证券款净减少额³以及往来款等）。与房地产市场及公司经营状况相对应，公司经营活动净现金流出现较大波动，2008~2010 年分别为-33.76 亿元、-9.37 亿元和-39.66 亿元，其中 2010 年公司加大在建和新开工项目的建设力度，同时购买了大连等地的土地储备，导致购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长，经营活动现金流净额出现较大负值，剔除收支其他项后分别为-13.15 亿元、3.19 亿元和-1.77 亿元。

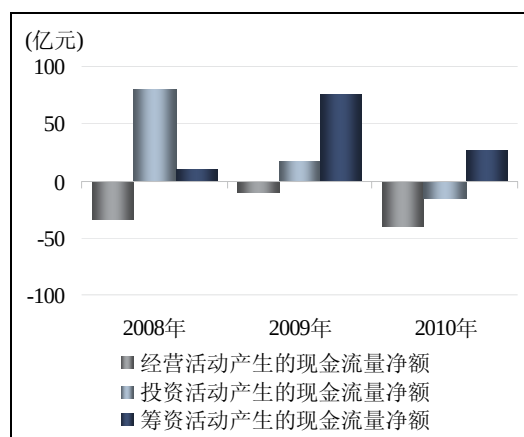
投资活动方面，近年来公司投资活动现金流入量分别为 86.90 亿元、65.06 亿元和 5.84 亿元，其中收回投资收到的现金呈现波动性减少，主要为公司出售持有的股权获得的现金流入。此外，2008 年收到其他与投资活动有关的现金 68.53 亿元，导致当年投资活动现金流入规模很大，主要系 2008 年 6 月公司首次将民生证券纳入合并范围，将民生证券现金存量视同于公司投资活动受到的现金。近年来公司投资支出先升后降，主要是 2009 年公司对联想控股有限公司投资支付的现金流出较大，2010 年公司投资支付的现金为 17.46 亿元。随着投资活动现金流入的减少，公司投资活动净现金流转为负值，2008~2010 年分别为 80.02 亿元、16.59 亿元和-15.84 亿元。

2008~2010 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 46.26 亿元、7.22 亿元和-55.50 亿元，公司对外融资需求逐年加大。

³民生证券代买卖证券款的变动净额主要在“收到的其他与经营活动有关的现金”和“支付的其他与经营活动有关的现金”科目反映，增加计为流入，减少则计为流出。

筹资活动方面，公司通过吸收股东投资、长期借款、发行债券以及股东拆借款等多种方式筹集资金，近三年筹资活动现金流入规模均较大，筹资活动产生的现金流量净额为 9.95 亿元、76.54 亿元和 26.61 亿元。

图 11 2008~2010 年公司现金流量情况



资料来源：公司财务报表

总体看，公司经营活动现金流规模较大，现金流净额波动明显。近年来公司资本支出较大，对外部融资有较大需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2008~2010 年公司流动比率分别为 145.85%、188.64% 和 151.46%；公司流动资产中存货占比大，2008~2010 年速动比率分别为 56.98%、109.02% 和 83.75%。2008~2010 年，公司经营活动产生的现金流量净额均为负值，考虑到公司较大规模的经营活动现金流入、充足的货币资金和变现能力较强的可供出售金融资产以及流动负债中代理买卖证券款占比较大等因素，总体看，公司短期支付能力正常。

从长期偿债能力指标看，受利润变化影响，公司 EBITDA 波动较大，2008~2010 年分别为 15.09 亿元、59.21 亿元和 29.81 亿元；公司 EBITDA 利息倍数三年加权平均值为 2.28 倍，其中 2010 年为 1.78 倍；全部债务/EBITDA 三年加权平均值为 6.91 倍，其中 2010 年为 8.22 倍。公司整体偿债能力一般。

对外担保方面，截至 2010 年底，公司为参股单位新能凤凰（滕州）能源有限公司的 2.88 亿元借款提供保证担保（截至 2011 年 5 月底，其中 7875 万元已归还）；此外，公司下属子公司泛海信华、北京光彩、深圳光彩按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保，截至 2010 年底累计余额为 16.62 亿元，其中承担阶段性担保额约为 16.62 亿元。由于借款人房产已抵押给借款银行，上述担保事项或有负债风险相对较低。

公司与各家银行保持合作关系。截至 2010 年底，公司共获得银行授信额度总计 28.00 亿元，均已使用完毕；公司拥有泛海建设和民生投资 2 家上市控股子公司，直接、间接融资渠道通畅。

七、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期公司债券拟发行额度为 28 亿元，占 2010 年底全部债务的 11.43%，占 2010 年底长期债务的 26.22%，对公司现有债务具有一定影响。

截至 2010 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 65.93% 和 55.84%，以公司 2010 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期公司债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 67.53% 和 58.49%，公司债务负担将有所加重，由于本期债券部分将用于置换银行贷款，实际债务比率可能略低于模拟值。

2. 本期债券偿还能力分析

公司近三年 EBITDA、经营活动现金流入和经营活动现金流量净额平均值对本期公司债券的保护倍数分别为 1.27 倍、2.07 倍和 1.05 倍；2010 年 EBITDA、经营活动现金流入和经营活动现金流量净额对本期公司债券的保护倍数分别为 1.06 倍、2.62 倍和 1.42 倍。公司

EBITDA 和经营活动现金流入量对本期公司债券保障能力较强。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，投资活动现金流入量规模较大但波动剧烈，2008~2010 年分别为 86.90 亿元、65.06 亿元和 5.84 亿元，投资活动产生的现金回报对公司偿债能力形成补充。此外，本期债券分 3+3 年和 5+5 年两个品种发行，有效缓解了集中偿还的风险。

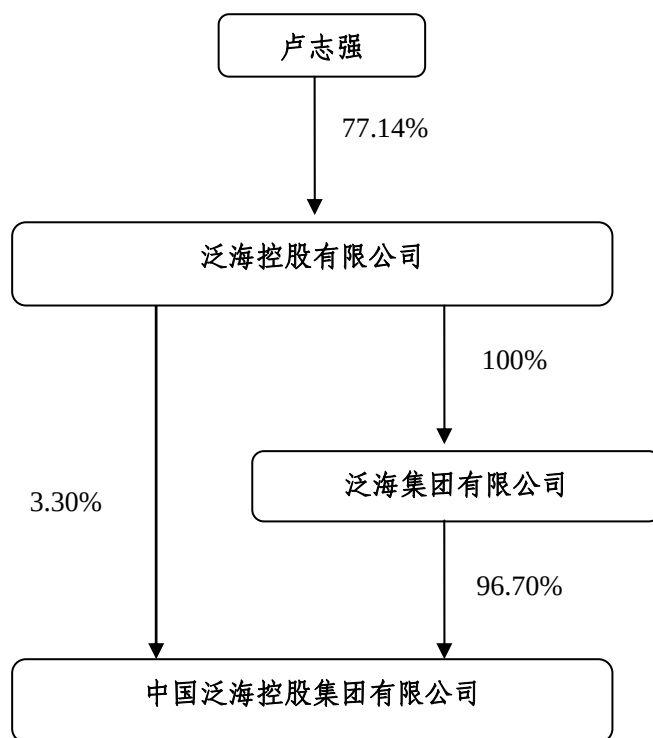
八、总体评价

公司作为中国大型民营企业集团，已形成金融、房地产、能源、文化传媒和战略投资“4+1”产业发展体系，产业布局完整，治理结构完善，整体竞争实力强。但公司利润主要来自投资收益及公允价值变动收益，受金融市场影响显著；房地产行业周期性明显，受国家调控政策影响较大；公司未来投资支出大，存在一定的融资压力，上述因素对其信用水平可能带来不利影响。考虑到下属房地产企业土地与项目储备丰富，以及公司投资企业质地优良，公司未来发展前景良好。

公司债务负担较重，且呈上升趋势；但公司资产规模较大，整体资产质量良好，盈利能力较强，综合看，公司主体信用风险低。

公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期公司债券保障能力较强，分品种发行的交易结构有效降低了债券的集中偿还压力。总体看，本期公司债券到期不能偿还的风险低。

附件 1 公司股权结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	585806.85	1362829.97	1040364.21	33.26
结算备付金	30043.89	95675.70	175498.02	141.69
交易性金融资产	117702.24	43802.46	114922.45	-1.19
应收票据				
应收账款	10894.19	4524.52	9136.85	-8.42
预付款项	83788.47	207641.34	126268.71	22.76
应收利息	224.42	209.56	1676.23	173.30
应收股利	1288.07	160.00	1000.00	-11.89
存出保证金	3073.75	14185.43	18601.72	146.00
其他应收款	239807.36	370832.63	636817.04	62.96
存货	1673799.73	1534489.96	1719650.46	1.36
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	456.19	1019.82	2665.70	141.73
流动资产合计	2746895.15	3635371.39	3846611.38	18.34
非流动资产：				
可供出售金融资产	576206.84	497091.12	364003.60	-20.52
持有至到期投资		80045.75		
长期应收款				
长期股权投资	106973.74	531993.41	654085.48	147.27
期货会员资格投资	140.00	140.00	140.00	
投资性房地产	4830.64	574556.07	654766.75	1,064.24
固定资产	43594.33	69897.30	74367.66	30.61
在建工程	227420.52	7802.71	17674.06	-72.12
工程物资				
固定资产清理				
无形资产	5270.48	6831.90	12657.46	54.97
开发支出	489.19			-100.00
商誉	52680.16	56643.81	48538.39	-4.01
长期待摊费用	46279.28	3948.49	6409.82	-62.78
递延所得税资产	762.36	3078.96	9429.35	251.69
其他非流动资产				
非流动资产合计	1064647.58	1832029.72	1842072.63	31.54
资产总计	3811542.73	5467401.10	5688684.01	22.17

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	570039.85	635330.00	893744.00	25.21
交易性金融负债				
应付票据		1840.00	2108.00	
应付账款	138883.01	107568.89	106492.93	-12.43
预收款项	3630.16	4205.22	71198.91	342.87
卖出回购金融资产款	86000.00	59563.78	29000.00	-41.93
代理买卖证券款	374227.82	678634.12	595275.97	26.12
应付期货保证金	2035.11	12994.32	23871.67	242.49
应付职工薪酬	2645.27	8246.44	12670.01	118.85
应交税费	69357.78	80401.98	48746.31	-16.17
应付利息	3017.01	3442.94	10010.78	82.16
应付股利			813.02	1,085.41
其他应付款	327016.15	292839.28	258513.66	-11.09
一年内到期的非流动负债	306240.00	41630.00	486750.00	26.07
其他流动负债	258.80	423.64	423.64	27.94
流动负债合计	1883356.75	1927126.39	2539618.90	16.12
非流动负债：				
长期借款	458550.34	1046640.62	749978.12	27.89
应付债券		317327.83	317805.47	
长期应付款				
专项应付款				
预计负债	200.25	200.00	200.00	-0.06
递延所得税负债	142208.93	168253.11	143009.03	0.28
其他非流动负债				
非流动负债合计	600959.52	1532421.56	1210992.63	41.95
负债合计	2484316.27	3459547.95	3750611.52	22.87
所有者权益：				
实收资本	400000.00	605828.35	605828.35	23.07
资本公积	255011.72	391029.14	233210.72	-4.37
盈余公积	35662.86	37187.89	44496.84	11.70
未分配利润	314226.88	559917.89	643499.15	43.10
归属于母公司所有者权益合计	1004901.46	1593963.26	1527035.05	23.27
少数股东权益	322325.00	413889.89	411037.43	12.93
所有者权益合计	1327226.46	2007853.15	1938072.49	20.84
负债和所有者权益总计	3811542.73	5467401.10	5688684.01	22.17

附件 3 合并利润表

(单位：人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
一、营业总收入	225899.88	411207.82	384107.33	30.40
其中：营业收入	153753.23	290490.65	263799.59	30.99
利息收入	4739.75	6270.37	8951.00	37.42
已赚保费				
手续费及佣金收入	67406.89	114446.79	111356.74	28.53
减：营业成本	80159.65	168058.62	158951.37	40.82
利息支出				
手续费及佣金支出				
营业税金及附加	27063.74	43832.50	31782.95	8.37
销售费用	8648.07	11805.19	14453.75	29.28
管理费用	74270.29	84570.87	110826.36	22.16
财务费用	57514.76	97942.18	106173.16	35.87
资产减值损失	3982.63	-415.56	10894.02	65.39
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	1287.46	75077.29	73073.34	653.38
投资收益（损失以“-”号填列）	135435.81	433542.63	163059.81	9.73
其中：对联营企业和合营企业的投资收益			101932.29	
汇兑收益（损失以“-”号填列）	-63.00	-1.02	-27.73	-33.66
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	110921.02	514032.91	187131.14	29.89
加：营业外收入	2162.75	3530.66	8764.39	101.31
减：营业外支出	15313.16	18803.63	8362.80	-26.10
其中：非流动资产处置损失				
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	97770.60	498759.94	187532.72	38.50
减：所得税费用	27795.52	156966.78	45893.18	28.50
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	69975.09	341793.16	141639.54	42.27
归属于母公司所有者的净利润	59979.24	284933.24	120764.79	41.90
少数股东损益	9995.84	56859.92	20874.75	44.51

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	144094.45	296903.72	338344.06	53.23
处置交易性金融资产净增加额	-113690.15	30004.90	9326.86	
收取利息、手续费及佣金的现金	76882.09	136046.96	134154.09	32.10
拆入资金净增加额	-20.17		-5.41	-48.21
回购业务资金净增加额	47039.57	-26649.08	-31593.40	
收到的税费返还	149.28	218.62	255.78	30.90
收到其他与经营活动有关的现金	87491.71	112522.89	283852.02	80.12
经营活动现金流入小计	241946.78	549048.00	734334.00	74.22
购买商品、接受劳务支付的现金	191197.79	173312.64	271664.29	19.20
支付利息、手续费及佣金的现金	4133.97	14840.20	14682.31	88.46
支付给职工以及为职工支付的现金	40696.36	48907.64	67606.40	28.89
支付的各项税费	49918.48	167611.49	114189.56	51.25
支付其他与经营活动有关的现金	293603.74	238036.63	662783.03	50.25
经营活动现金流出小计	579550.35	642708.60	1130925.59	39.69
经营活动产生的现金流量净额	-337603.57	-93660.60	-396591.60	8.38
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	180383.87	575662.73	47499.59	-48.68
取得投资收益收到的现金	3305.97	6857.04	10749.96	80.32
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	32.75	800.07	156.03	118.28
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额		5000.00		
收到其他与投资活动有关的现金	685290.43	62264.09	36.38	-99.27
投资活动现金流入小计	869013.02	650583.93	58441.95	-74.07
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	6171.94	17025.39	44109.20	167.33
投资支付的现金	55102.90	463698.14	174563.99	77.99
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		2800.00		
支付其他与投资活动有关的现金	7495.24	1188.46	-1808.08	
投资活动现金流出小计	68770.09	484711.99	216865.11	77.58
投资活动产生的现金流量净额	800242.94	165871.94	-158423.16	
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	7600.00	205310.00	58511.07	177.47
取得借款收到的现金	912789.79	1934960.00	1101209.00	9.84
发行债券收到的现金		317440.00		
收到其他与筹资活动有关的现金	5087.76	168830.82	266705.16	624.02
筹资活动现金流入小计	925477.55	2626540.82	1426425.23	24.15
偿还债务支付的现金	701464.20	1554802.26	711372.50	0.70

分配股利、利润或偿付利息支付的现金	102110.13	126463.48	176662.89	31.53
支付其他与筹资活动有关的现金	22365.13	179830.49	272274.88	248.91
筹资活动现金流出小计	825939.45	1861096.22	1160310.26	18.53
筹资活动产生的现金流量净额	99538.10	765444.60	266114.96	63.51
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-63.00	-1.02	-23.54	-38.87
五、现金及现金等价物净增加额	562114.47	837654.92	-288923.32	
加：期初现金及现金等价物余额	53736.28	615850.75	1453512.91	420.09
六、期末现金及现金等价物余额	615850.75	1453505.67	1164589.58	37.51

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	69975.09	341793.16	141639.54	42.27
加: 资产减值准备	313.27	-411.12	10857.02	488.71
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3860.77	5995.88	7727.10	41.47
无形资产摊销	342.85	490.11	652.42	37.95
长期待摊费用摊销	-8857.17	-1194.62	1117.34	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“—”号填列)	-11.30	95.44	91.00	
固定资产报废损失(收益以“—”号填列)	0.09	4.76	141.52	3,897.22
公允价值变动损失(收益以“—”号填列)	-1287.46	-74461.74	-73073.34	653.38
财务费用(收益以“—”号填列)	87142.53	133529.54	108349.16	11.51
投资损失(收益以“—”号填列)	-163820.39	-417119.37	-152723.22	-3.45
递延所得税资产减少(增加以“—”号填列)	-50.58	-1712.04	-6350.39	1,020.46
递延所得税负债增加(减少以“—”号填列)	-24721.67	-7658.45	-4388.78	-57.87
存货的减少(增加以“—”号填列)	-53185.86	6922.37	-115984.50	47.67
经营性应收项目的减少(增加以“—”号填列)	-52983.50	603304.59	-428116.10	184.26
经营性应付项目的增加(减少以“—”号填列)	-226046.96	-686710.03	165341.99	
其他	31726.74	3470.92	-51872.37	
经营活动产生的现金流量净额	-337603.57	-93660.60	-396591.60	8.38
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3. 现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	615850.75	1453505.67	1164589.58	37.51
减: 现金的期初余额	53736.28	615850.75	1453512.91	420.09
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	562114.47	837654.92	-288923.32	

附件 5 主要计算指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年
经营效率			
销售债权周转次数(次)	20.72	53.30	56.19
存货周转次数(次)	0.05	0.10	0.10
总资产周转次数(次)	0.06	0.09	0.07
现金收入比(%)	93.72	102.21	128.26
盈利能力			
营业利润率(%)	30.26	27.06	27.70
总资本收益率(%)	4.80	10.61	5.53
净资产收益率(%)	5.27	17.02	7.31
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	25.68	40.45	35.52
全部债务资本化比率(%)	50.14	50.43	55.84
资产负债率(%)	65.18	63.28	65.93
偿债能力			
流动比率(%)	145.85	188.64	151.46
速动比率(%)	56.98	109.02	83.75
经营现金流动负债比(%)	-17.93	-4.86	-15.62
EBITDA 利息倍数(倍)	1.24	3.82	1.78
全部债务/EBITDA(倍)	8.85	3.45	8.22
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.35	0.04	-0.23
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	3.81	0.47	-3.31
本期公司债券偿债能力			
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.86	1.96	2.62
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.21	-0.33	-1.42
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	1.65	0.26	-1.98
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.54	2.11	1.06

注：EBITDA 利息倍数考虑了利息资本化因素。

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
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 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
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 / 利息支出
本期公司债券偿债能力	
EBITDA / 本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度
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
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额 / 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 / 短期投资 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

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

企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 7 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 中国泛海控股集团有限公司 2011 年度 28 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期公司债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

中国泛海控股集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。中国泛海控股集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，中国泛海控股集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国泛海控股集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现中国泛海控股集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如中国泛海控股集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送中国泛海控股集团有限公司、主管部门、交易机构等。

