

# 跟踪评级公告

联合[2014] 1079 号

---

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持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;维持“11中国泛海债01/11泛海01”和“11中国泛海债02/11泛海02”信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一四年六月三十日



---

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 17 层 (100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lhratings.com>

# 中国泛海控股集团有限公司跟踪评级报告

## 主体长期信用

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定  
 上次评级结果：AA 评级展望：稳定

## 债项信用

| 名 称                     | 额 度   | 存续期                       | 跟踪评<br>级结果 | 上次评<br>级结果 |
|-------------------------|-------|---------------------------|------------|------------|
| 11 中国泛海债<br>01/11 泛海 01 | 18 亿元 | 2011/12/13-<br>2017/12/13 | AA         | AA         |
| 11 中国泛海债<br>02/11 泛海 02 | 10 亿元 | 2011/12/13-<br>2021/12/13 | AA         | AA         |

跟踪评级时间：2014 年 6 月 30 日

## 财务数据

| 项 目            | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年  |
|----------------|--------|--------|---------|
| 现金类资产(亿元)      | 106.30 | 115.19 | 133.98  |
| 资产总额(亿元)       | 666.54 | 786.60 | 980.54  |
| 所有者权益合计(亿元)    | 208.70 | 218.59 | 237.27  |
| 长期债务(亿元)       | 173.35 | 295.27 | 389.98  |
| 全部债务(亿元)       | 336.04 | 419.62 | 597.34  |
| 营业收入(亿元)       | 43.94  | 65.42  | 85.18   |
| 利润总额(亿元)       | 11.09  | 11.05  | 12.65   |
| EBITDA(亿元)     | 27.95  | 39.97  | 43.61   |
| 经营性净现金流(亿元)    | -71.23 | -16.66 | -100.67 |
| 营业利润率(%)       | 51.26  | 46.86  | 48.36   |
| 净资产收益率(%)      | 1.66   | 2.16   | 2.04    |
| 资产负债率(%)       | 68.69  | 72.21  | 75.80   |
| 全部债务资本化比率(%)   | 61.69  | 65.75  | 71.57   |
| 流动比率(%)        | 165.08 | 210.66 | 204.11  |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 12.02  | 10.50  | 13.70   |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 1.42   | 0.97   | 0.81    |
| 经营现金流动负债比(%)   | -27.10 | -6.83  | -31.40  |

注：公司卖出回购金融资产款调整至短期债务。

## 分析师

霍焰 焦洁  
 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

跟踪期内，中国泛海控股集团有限公司（以下简称“公司”）顺应行业变化趋势，加快项目开发节奏，缩短销售与资金回笼周期，房地产业务销售面积及销售收入大幅增长，带动公司收入规模显著上升，毛利率保持较高水平；公司资产规模较快增长，现金类资产保持较大规模；利润规模稳中有增，公允价值变动收益及投资收益为公司利润的有效补充。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内，公司债务规模快速扩张，债务负担进一步加重；资金成本较高；公允价值变动收益占利润一定比重；未来投资支出规模大等因素对其经营及发展带来一定的不利影响。

跟踪期内，公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对存续期内债券保障能力较强。

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11 中国泛海债 01/11 泛海 01”和“11 中国泛海债 02/11 泛海 02”AA 的信用等级。

## 优势

1. 跟踪期内，公司房地产板块收入规模实现快速增长。
2. 跟踪期内，公司资产规模较快增长，资产结构保持稳定，整体资产质量良好。
3. 跟踪期内，获得较大规模的投资收益，对利润形成有效补充。
4. 公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对存续债券保障能力较强。

## 关注

1. 跟踪期内，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. 跟踪期内，公司债务规模快速扩张，债务负担进一步加重，短期支付压力大。

3. 跟踪期内，公司资金成本保持较高水平；公允价值变动收益在利润中占有一定比重。
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。
5. 公司项目处于集中投入期，经营现金流持续大规模净流出。

## 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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于中国泛海控股集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、企业基本情况

中国泛海控股集团有限公司（以下简称“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，截至 2014 年 3 月底，公司注册资本为 780000 万元，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<sup>1</sup>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。

公司目前下设董事会办公室、监察总部、中国泛海管理学院、公司办公室、人力资源管理总部、资产财务管理总部、资金管理总部、风险控制管理总部、投资管理总部和物业经营管理总部 10 个职能部门。截至 2013 年底，公司拥有职工 7684 人及 16 家纳入合并范围一级子公司，其中全资子公司 4 家，控股子公司 12 家。公司下属全资、控股和参股子公司共 51 家，其中包含 3 家上市公司：泛海控股股份有限公司（原名“泛海建设集团股份有限公司”，自 2014 年 4 月 28 日起更名为现名，以下简称“泛海控股”）、民生控股股份有限公司（原名“民生投资管理股份有限公司”，自 2014 年 4 月 10 日起更名为现名，以下简称“民生控股”）和民

生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）。泛海控股和民生控股为公司的控股子公司，截至 2013 年底，公司持股比例分别为 73.67%和 22.56%；民生银行为公司参股子公司，截至 2013 年底公司持股比例 2.46%，系民生银行前 10 大股东之一；此外，公司还参股了联想控股有限公司（以下简称“联想控股”），截至 2013 年底，公司持股比例为 20.00%。

截至 2013 年底，公司资产总额 980.54 亿元，所有者权益 237.27 亿元（含少数股东权益 49.37 亿元）；2013 年实现营业总收入 85.18 亿元，利润总额 12.65 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。

## 三、宏观经济和政策环境

### 1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万元以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、

<sup>1</sup>通海控股有限公司于 2010 年更名为泛海控股有限公司，于 2014 年 3 月再次变更为通海控股有限公司。

21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

## 2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、

公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会

(以下简称“全会”),审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务,改革总体目标清晰;其中经济体制改革方面,市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”,更加明确深化改革的发展方向,将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度,预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场,预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革,房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系,预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看,2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面,房地产政策调控仍面临较大挑战,城镇化建设将继续保持快速发展,化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标,将有利于推动经济持续健康发展。

#### 四、行业及区域经济环境

##### 1. 房地产行业

2013 年以来,在城镇化迅速发展的背景下,作为居住用途的住宅仍是市场主导需求。但是受住宅市场调控影响,部分资金逐步向商业地产转移,商业地产成为楼市调控新政的受益者,办公楼和商业营业用房等商业地产投资呈高速增长态势。2013 年,房地产开发投资 86013.38 亿元,比上年增长 19.8%。其中,住宅投资

58950.76 亿元,增长 19.4%;办公楼投资 4652.45 亿元,增长 38.2%;商业营业用房投资 11945.00 亿元,增长 28.3%。

从整体供应情况看,2013 年房地产市场整体呈快速上涨趋势,商品房销售逐月增长,且增速较 2012 年大幅提高。2013 年,商品房销售面积 130550.59 万平方米,比上年增长 17.29%;其中,现房销售面积 31001.35 万平方米、期房销售面积 99549.24 万平方米。

全年商品房新开工面积 201207.84 万平方米,增速较上年同比上升 13.48 个百分点;由于前两年快速增长的房地产项目 2013 年开始陆续、集中完工,全年商品房竣工面积累计 101434.99 万平方米,增速较上年同期提高 2.01 个百分点;随新开工增速大幅提升,2013 年商品房施工面积增速上涨,全年商品房施工面积 665571.89 万平方米,增速较上年提升 15.90 个百分点。

需求结构方面,2013 年办公楼销售保持较快增长势头均显著高于住宅和商业营业用房,办公楼销售 2883.35 万平方米,同比增长 27.92%;住宅销售同比增长 17.52%,商业营业用房同比增长 9.15%。总体看商业地产发展势头较好。

从整体需求情况看,2013 年房地产调控政策持续深化,在坚持了差别化的住房信贷、税收政策和限购措施这一主导政策的同时,房产税没有扩大试点范围和加大试点力度。2013 年底房地产市场持续回暖,城市住宅市场成交量同比增幅较高、重点城市房价普涨、土地市场量价齐升。2013 年全年商品房销售面积 130550.59 万平方米,较上年同期增长 17.29%。

2013 年,房地产开发企业土地购置面积 38814.00 万平方米,比上年增长 8.80%,增速比 1-11 月份下降 1.10 个百分点;土地成交价款 9918.00 亿元,增长 33.90%,增速提高 2.40 个百分点。

2013 年,房地产开发企业到位资金 122122 亿元,比上年增长 26.5%,增速比 1-11 月份下

降 1.1 个百分点,比 2012 年上涨 13.8 个百分点。其中,国内贷款 19673 亿元,增长 33.1%;利用外资 534 亿元,增长 32.8%;自筹资金 47425 亿元,增长 21.3%;其他资金 54491 亿元,增长 28.9%。在其他资金中,定金及预收款 34499 亿元,增长 29.9%;个人按揭贷款 14033 亿元,增长 33.3%。

总体上,2013 年房地产行业恢复较为明显,受到 2012 年以来市场持续回暖影响,市场信心较强,房地产企业投资增长,全年住宅新开工、竣工面积等指标有明显提高,逐步转化为新建商品住宅供应以后,供需矛盾将出现一定的缓解。从房地产行业所处环境看,虽然政策调整较为频繁,但地方上既有收紧性调控出台,又有利于需求释放的政策放松。

## 2. 证券业

2013 年,基于国内证券市场基础制度和法制建设的稳步推进,证券公司五大基础功能得到扩展,行业持续创新,服务实体经济和客户的能力明显加强等因素,行业盈利水平稳步提升。根据中国证券业协会对 115 家证券公司 2013 年经营数据的统计,115 家证券公司全年实现营业收入 1592.41 亿元,同比增长 22.99%,全年实现净利润 440.21 亿元,同比增长 33.68%。截至 2013 年底,115 家证券公司总资产 2.08 万亿元,同比增长 20.93%,净资产 7538.55 亿元,同比增长 8.57%。

从证券公司收入结构看,2013 年,经纪业务和自营业务在总收入中的占比分别为 47.68% 和 19.19%,这两项传统业务的合计占比较 2012 年提升近 5.53 个百分点;融资融券业务占比提升到 11.59%,比 2012 年上升了 7.53 个百分点,受托客户资产管理业务收入占比由 2.07% 上升只 4.41%,投资咨询业务收入占比也由 0.89% 上升至 1.62%。传统和创新业务起头并进给证券公司盈利带来增长点,行业盈利能力得到一定程度的改善。

2013 年,随着多层次资本市场建设稳步推

进和创新业务的快速发展,证券行业为国内经济平稳增长和中小企业发展提供了强有力的支持。与 2012 年相比,2013 年国内证券行业呈现出制度建设稳步推进,监管环境优化,场内场外并举,服务实体经济能力进一步提升,行业基础功能不断完善和加强,资产管理规模持续增长,创新业务发展迅速,整体盈利水平稳步提升等多方面显著特点。

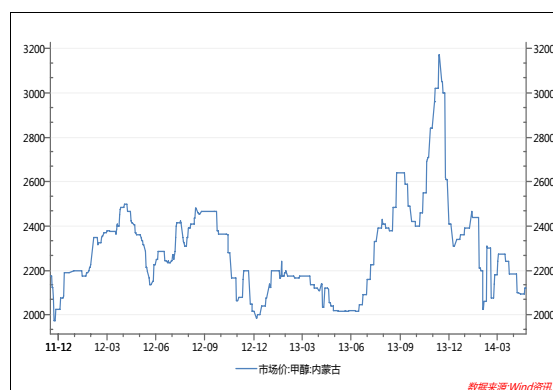
## 3. 甲醇行业

甲醇是一种重要的有机溶剂,广泛用于精细化工、染料工业、制药业等,下游产品包括甲醛、DMF、甲胺、合成橡胶、醋酸等。

近几年甲醇产能、产量、需求量呈现逐年递增态势。2005 年至 2007 年期间,甲醇产能增速较快,年均增长 41%。2008 年至 2009 年因金融危机影响,产能增速放缓明显,仅增长 15%。截至 2013 年底,甲醇企业近 310 家,总产能接近 5600 万吨,按年均 14% 增长率计算,至 2016 年甲醇总产能接近 7700 万吨,按 60% 开工率计算,总产量将达到 4600 万吨。

甲醇产能分布方面,中国甲醇主产地为山东、内蒙古、河南、陕西、山西、河北等省。向资源地集中成为中国甲醇产能布局的主导趋势。内蒙古、河南、山西、陕西、重庆等地凭借其资源优势,将成为甲醇生产企业最为青睐的地区;山东、河北等传统的甲醇生产大省,受资源总量和环境容量的制约,产能扩张速度将有所放缓。

图 1 甲醇价格走势(元/吨)



资料来源: Wind 资讯

价格方面, 2012 年, 国内甲醇价格高位震荡, 振幅较大, 尤其在三季度出现了明显的下降。2013 年上半年受下游需求的不振和上游产能的扩张的影响, 甲醇价格出现了一波下跌, 但下半年以来在宏观经济回复增长的背景下价格又出现了大幅反弹。2014 年一季度, 甲醇价格整体处于弱势下跌的过程, 其中 2 月中旬跌幅最大, 3 月底由于部分装置检修以及下游需求的回暖, 价格有小幅推涨。

进出口方面, 海外的甲醇主要以天然气为原料, 具有成本较低的优势。在甲醇价格上升阶段, 进口甲醇具有一定的成本优势。中国甲醇进口量自 2009 年开始维持在五百万吨以上水平, 2013 年累计进口甲醇 485.85 万吨, 较往年有所下降。因国外新增装置有限, 国产甲醇产量不断增加, 因此未来三年甲醇进口数量不会有太大变化, 进口依存度呈现下降趋势。2010 年开始甲醇出口量维持递增态势。2013 年中国合计出口甲醇 77.28 万吨, 创近几年新高, 主要因为中国内贸与欧美、东南亚等地行情形成强烈反差, 国际间套利窗口再次开启。

未来发展方面, 除传统需求增长外, 甲醇制烯烃项目的大量建设是甲醇需求增长的重要原因。2014 年前国内甲醇装置仍有 1000 万吨产能即将建成投产, 新增下游产能有限, 因此 2014 年前需求增速缓慢。2015 年至 2016 年, 如我国在建的 800 多万吨烯烃装置全部如期投产, 甲醇需求数量将迅速增加, 市场格局将被打破。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权关系

2013 年 12 月 25 日, 根据公司 2013 年临时股东会决议, 公司股东泛海集团有限公司以货币的形式对公司增资人民币 174171.65 万元。增资完成后, 泛海集团有限公司出资 760000.00 万元, 持股比例为 97.43%; 通海控股有限公司出资 20000.00 万元, 持股比例为 2.57%。截至 2013

年底, 公司注册资本 780000 万元。公司实际控制人为卢志强。

### 2. 企业规模

公司是大型民营企业集团, 经过二十多年的发展, 形成了以金融产业为龙头, 地产、能源、文化传媒及战略投资协调发展的多元化产业结构和业务格局。截至 2013 年底, 公司拥有全资、控股、参股子公司 51 家, 业务分布于北京、上海、深圳、杭州、武汉、青岛、西安、大连、沈阳等国内多个重点城市和香港地区以及美国、澳大利亚等国。公司产业布局完整。

跟踪期内, 公司资产规模平稳扩张, 资产结构保持稳定; 收入快速增长, 利润水平稳中有增。

总体看, 公司整体竞争实力强。

## 六、管理分析

跟踪期内, 公司在管理体制方面无重大变化。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

2013 年, 公司收入规模增长迅速, 为 85.18 亿元, 同比增长 30.19%。收入构成以房地产业、金融保险业和商业为主, 增长主要来自房地产板块。2013 年, 公司房地产板块营业收入 54.91 亿元, 同比增长 35.48%, 占公司营业总收入的比重为 64.47%, 当年公司延续上年度经营战略, 继续以项目销售为先导, 并对原有销售模式进行创新, 使公司该板块营业收入继续保持稳定增长。2013 年, 伴随国内证券行业的复苏, 市场成交活跃, 创新业务发展迅速, 公司实现金融、保险业板块收入 14.49 亿元, 同比增长 42.82%。2013 年, 公司商业板块收入稳中有增, 为 7.25 亿元, 同比增长 5.05%。

毛利率方面, 2013 年, 公司整体毛利率为

62.59%，与上年基本持平；房地产业务方面，由于公司拿地较早，成本较低，该业务板块毛利率较高，2013 年为 57.45%，较上年下降 2.66 个百分点；金融保险业务方面，由于行业特点，

整体毛利率高，2013 年为 99.77%；商业板块毛利率为 24.03%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模显著增长，毛利率基本稳定，且保持较高水平。

表1 2011~2013年公司营业总收入和毛利构成（单位：亿元、%）

| 业务板块   | 2012 年 |        |        | 2013 年 |        |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|        | 收入     | 占比     | 毛利率    | 收入     | 占比     | 毛利率    |
| 房地产业   | 40.53  | 61.95  | 60.11  | 54.91  | 64.47  | 57.45  |
| 金融、保险业 | 10.15  | 15.51  | 99.94  | 14.49  | 17.01  | 99.77  |
| 租赁业    | 4.04   | 6.17   | 99.37  | 4.80   | 5.64   | 99.42  |
| 商业     | 6.90   | 10.55  | 24.18  | 7.25   | 8.51   | 24.03  |
| 物资贸易   | -      | -      | -      | -      | -      | -      |
| 酒店服务业  | 1.04   | 1.59   | 62.45  | 0.74   | 0.87   | 60.84  |
| 物业管理   | 1.42   | 2.16   | -24.50 | 1.57   | 1.84   | -20.99 |
| 广告业    | 1.21   | 1.85   | 37.26  | 1.02   | 1.20   | 33.50  |
| 其他     | 0.14   | 0.21   | 63.52  | 0.40   | 0.47   | 82.61  |
| 合计     | 65.42  | 100.00 | 62.71  | 85.18  | 100.00 | 62.59  |

资料来源：审计报告

## 2. 房地产板块

公司房地产开发业务的主要载体为泛海控股。跟踪期内，泛海控股业务主要集中在武汉、深圳、青岛、北京、上海、杭州、大连、沈阳等地区。

### 房地产业务

房地产开发方面，2013 年，受国家宏观经济运行稳中向好，房地产调控和货币信贷等政策相对稳定的影响，国内楼市总体保持增长态势，相应泛海控股加快项目开发节奏，缩短销售与资金回笼周期。当年泛海控股在施总建筑面积 451.62 万平方米，其中新开工面积 168.44 万平方米。2013 年，主体竣工面积为 57.64 万平方米。上述指标较上年均有显著提高。

表2 泛海控股房地产业务主要指标

（单位：万平方米、亿元）

| 指标     | 2012 年 | 2013 年 |
|--------|--------|--------|
| 在施面积   | 338.00 | 451.62 |
| 新开工面积  | 50.00  | 168.44 |
| 主体竣工面积 | 39.63  | 57.64  |
| 销售结算面积 | 18.69  | 29.54  |
| 销售结算收入 | 40.53  | 54.70  |

资料来源：公司提供及泛海控股年度报告

注：销售结算收入来自泛海控股年度报告，与表 5 中房地产业务收入略有差异。

房地产销售方面，2013 年，泛海控股继续上年以项目销售为先导的经营战略，通过整合系统资源与政策倾斜，全力支持项目营销工作，实现当年签约销售收入 58.36 亿元，签约销售面积 31.85 万平方米，销售结算面积 29.54 万平方米，累计结算收入 54.70 亿元。

泛海控股开发项目定位于高端客户群，项目主要分布在北京、上海、深圳、杭州、武汉、青岛、大连等国内中心城市的中心地段，由于拿地较早，成本较低，项目盈利能力强，近几年泛海控股房地产业务毛利率均保持在 50%以上，2013 年房地产业务毛利率为 57.45%。2013 年，泛海控股签约销售收入主要来自武汉，占当年签约销售金额的 68.56%。

泛海控股房地产开发项目产品类型涵盖住宅、公寓、写字楼、酒店、大型城市综合体等多种业务。2013 年，泛海控股签约销售金额中住宅占 41.96%，商业及写字楼占 58.04%。

表3 2013 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         | 2013 年销售面积 | 2013 年销售金额 | 项目类型 |
|--------------|------------|------------|------|
| 武汉泛海国际居住区樱海园 | 46799.00   | 7.38       | 住宅   |

|              |                  |              |     |
|--------------|------------------|--------------|-----|
| 武汉 SOHO 国际城  | 117044.00        | 19.18        | 写字楼 |
| 武汉泛海国际居住区悦海园 | 77763.00         | 11.36        | 住宅  |
| 武汉城市广场三期商业   | 4291.37          | 1.35         | 商业  |
| 武汉竹海园        | 4651.43          | 0.74         | 住宅  |
| 杭州泛海国际中心     | 47623.88         | 13.34        | 写字楼 |
| 深圳拉菲花园二期     | 20301.75         | 5.01         | 住宅  |
| <b>合计</b>    | <b>318474.43</b> | <b>58.36</b> |     |

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2013 年底，泛海控股在建项目主要集中在北京、武汉、沈阳、杭州、上海、青岛等地，主要包括：青岛名人广场二期、深圳泛海城市广场、武汉中央商务区泛海国际 SOHO 城（宗地 12、13）、武汉中央商务区泛海城市广场项目等。在建房地产项目建筑面积合计 425.97 万平方米，合计总投资 681.21 亿元，截至 2013 年底已累计完成投资 218.62

亿元（计入存货—开发成本），尚需投资 462.59 亿元，公司房地产开发业务投资规模大，未来面临一定的筹资压力。与此同时，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。联合资信也关注到，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 4 2013 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 2013 年底已投资 | 尚需投资          | 预计竣工时间    | 已完成预售金额      |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------|--------------|
| 青岛名人广场二期                     | 35.56         | 7.7           | 7.38          | 5.22          | 2.16          | 2014.06   | 0            |
| 北京东风乡 1#、2#、3#土地             | 25.03         | 92.63         | 154           | 58.09         | 95.91         | 2019.12   | 0            |
| 深圳泛海城市广场                     | 2.48          | 12.2          | 10.62         | 3.1           | 7.52          | 2015.03   | 0            |
| 北京东风乡绿隔地区第六、七宗地              | 13.38         | 47.73         | 35            | 15.39         | 19.61         | 2016.03   | 0            |
| 武汉中央商务区基础设施建设及其他项目           | -             | -             | 99.81         | 53.23         | 46.58         | 2019      | 0            |
| 武汉中央商务区泛海国际 SOHO 城（宗地 12、13） | 6.09          | 56.58         | 36.94         | 8.62          | 28.32         | 2016.05   | 20.16        |
| 武汉中央商务区武汉中心                  | 2.8           | 36.66         | 55.15         | 7.58          | 47.57         | 2015.07   | 0            |
| 武汉中央商务区泛海城市广场                | 6.74          | 61.34         | 46.61         | 14.15         | 32.46         | 2015.11   | 16.93        |
| 武汉中央商务区泛海国际居住区—香海园、碧海园       | 3.27          | 17.43         | 43.57         | 4.38          | 39.19         | 2015.07   | 0            |
| 上海黄浦区董家渡聚居区 10、12、14 号地块     | 12            | 58.63         | 123           | 36.86         | 86.14         | 2015.07   | 0            |
| 浙江泛海 SOHO 中心                 | 0.98          | 5.09          | 7.92          | 5.25          | 2.67          | 2014.06   | 0            |
| 浙江泛海国际大酒店                    | 1.56          | 10.33         | 21.21         | 4.77          | 16.44         | 2015.09   | 0            |
| 沈阳泛海国际居住区                    | 4.08          | 19.65         | 40            | 1.98          | 38.02         | 2017.12   | 0            |
| <b>合计</b>                    | <b>113.97</b> | <b>425.97</b> | <b>681.21</b> | <b>218.62</b> | <b>462.59</b> | <b>--</b> | <b>37.09</b> |

资料来源：公司提供

土地储备方面，公司现有土地主要来自非公开发行大股东资产注入。截至 2013 年底，公司土地储备面积合计 827.43 万平方米，主要位于北京、武汉、大连等一二线城市，全部为商住用地，具有较强的升值潜力。此外，2013 年泛海控股收购了美国洛杉矶菲戈罗亚中心项

目，该项目位于洛杉矶市中心区域，占地面积 1.87 万平方米，规划总建筑面积 22.33 万平方米，项目涵盖五星级酒店、高档公寓、购物中心，预计总投资 9.2 亿美元。

表5 2013年底泛海控股土地储备情况

(单位: 万平方米)

| 区位        | 项目名称                | 产品形态 | 建筑面积   |
|-----------|---------------------|------|--------|
| 朝阳区东风乡    | 北京泛海国际居住区二期(1-3#地块) | 商住   | 86.38  |
| 朝阳区东风乡    | 北京泛海国际居住区二期(4#地块)   | 商住   | 8.18   |
| 朝阳区东风乡    | 23万平米回迁房            | 商住   | 38.98  |
|           | 星火站综合体              | 商住   | 80.00  |
| 江汉区王家墩商务区 | 武汉CBD项目             | 商住   | 375.78 |
| 旅顺口区      | 大连项目                | 商住   | 128    |
| 沈抚新城      | 抚顺项目                | 商住   | 33.40  |
| 董家渡       | 10#地项目              | 商住   | 17.18  |
|           | 12#、14#地项目          | 商住   | 37.20  |
| 洛杉矶       | 美国项目                | 综合体  | 22.33  |
| 合计        |                     |      | 827.43 |

资料来源: 公司提供

- 注: 1、已确认开发但尚未开工的项目列入土地储备统计。东风乡1~3#地块列示面积为剔除已开发面积后的剩余面积。
- 2、由于规划调整, 原东风商厦项目(宗地二)与宗地七合并重新拆分为23万平米回迁房(为表10中东风乡绿隔地区第二宗地)与星火站综合体两个项目, 目前处于一级开发阶段; 星火站综合体80万平米为地上建筑面积。
- 3、大连项目目前处于填海阶段, 128万平米为暂定规模, 规划尚未审批。该项目即表10中列示的后两个项目。
- 4、抚顺项目规划总建筑面积43万平方米, 截至2013年底已开工9.6万平米。

总体看, 跟踪期内, 公司顺应国家行业政策调整及市场变化, 加大销售力度, 实现销售面积及销售收入的大幅增长。公司在建项目及土地储备多位于北京、武汉、上海、青岛、杭州等一二线城市的中心地段, 且拿地较早, 规模较大, 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。但联合资信也关注到, 2014年来, 国内部分地区房地产销售出现下滑, 房地产市场较为疲软, 且呈现明显分化趋势, 上述因素对公司未来项目的顺利销售形成一定风险。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。

#### 土地一级开发业务

目前公司一级开发项目主要为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, 目前尚未实现收入。

表6 2013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2013年底已完成投资 | 截至2013年底项目进展情况                |
|--------------|-------|---------------|-------------------------------|
| 东风乡绿隔地区第二宗地  | 41.60 | 39.13         | 项目正在拆迁, 未开工                   |
| 大连泛海国际休闲度假项目 | 14.00 | 5.95          | A、B区填海完成, C、G区填海施工, H、F1填海未开工 |
| 金龙湾水上旅游项目    | 23.40 | 3.73          | D区填海施工, E、F2填海未开工             |
| 合计           | 79.00 | 48.81         | --                            |

资料来源: 公司提供

东风乡绿隔地区第二宗地土地面积 49.04 万平方米, 拟开发建筑面积约 80.00 万平方米, 总投资 41.60 亿元。截至 2013 年底已累计完成投资 39.13 亿元(计入存货—开发成本), 目前正在进行拆迁。

泛海国际休闲度假项目位于大连市旅顺口区旅顺军港东部, 项目采用人工岛与半岛相结合的填海造地方案, 计划填海造地总面积为 96.03 公顷, 形成陆域总面积约为 89.03 公顷, 预计新增城市建设用地约 82 万平方米。该项目已取得海域使用权证, 总投资约 14 亿元, 截至 2013 年底已完成投资 5.95 亿元(计入存货—开发成本), 目前 A、B 区已完成填海工作, C、G 区正处于填海工程施工中, H、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, 公司计划通过摘牌获取土地后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, 通过填海工程形成陆地面积 38.80 万平方米, 该项目共分 D、E、F 三个区建设, 目前 D 区正在进行填海工程, E、F 两区填海未开工。该项目总投资 23.40 亿元, 截至 2013 年底, 已完成投资 3.73 亿元(计入存货—开发成本)。

### 3. 房产租赁板块

公司房产租赁经营主体主要为民生金融中心和山东齐鲁商会大厦，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。

2013 年，民生金融中心实现出租收入 4.66 亿元，较上年的 3.78 亿元同比增长 23.28%，其中，写字楼出租率为 97.87%，较上年小幅下降 1.79 个百分点，商业出租率为 86.24%，较上年提升 11.76 个百分点；山东齐鲁商会大厦实现出租收入 0.46 亿元，出租率为 75.12%，较上年提升 19.08 个百分点。

### 4. 金融业务板块

公司金融保险业务主要以民生证券为平台。

截至 2013 年底，公司对其直接持股比例为 66.799%，间接持股 6.20%。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。截至 2013 年底，民生证券合计拥有证券营业网点 44 家。

2013 年以来，伴随国内证券行业的复苏，市场成交活跃，创新业务发展迅速，民生证券盈利情况获得显著改善。2013 年，民生证券共实现收入 13.07 亿元，同比上升 13.86%。其中主要包括证券经纪业务净收入 5.68 亿元，投资银行业务收入 4.22 亿元，利息净收入 1.15 亿元，投资收益 1.74 亿元。

在中国证券业协会统计的 2013 年 115 家证券公司业绩排名中，民生证券净资产排名第 61 位，总资产第 43 位，净资产第 58 位。

表 7 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 66.799%，<br>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<br>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    | 2835600 | 直接持股 2.46% |
| 广西北部湾银行股份有限公司 | 275000  | 7.20%      |
| 郑州银行股份有限公司    | 143393  | 0.474%     |
| 中国民生信托有限公司    | 100000  | 69.3%      |
| 民生蓝天控股股份有限公司  | 57000   | 5.26%      |

资料来源：公司提供

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、民生保险和民生信托等。其中，民生信托自 2013 年 4 月开始纳入公司合并范围，其前身为中国旅游国际信托投资有限公司，于 2012 年获得对中国旅游国际信托投资有限公司入股重组后的股东资格，民生信托为中国银监会直接监管的以信托为主业的全国性非银行金融机构，2013 年，民生信托实现营业收入 1.66 亿元，其中信托业务收入 1.09 亿元，利息收入 0.34 亿元，投资业务收入 0.16 亿元，公允价值变动收益及其他 0.08 亿元，净利润 0.56 亿元。民生信托各类风险监管指标保持良好，截至 2013 年底，净资产 10.65 亿元，净资本 9.98 亿元，风险资本 2.88 亿元，净资本覆盖率 346.53%，保持了必要的风险抵御能力。公司参股的金融机构包括：民生银行、广西北部湾银行等多家金融企业。截至 2013 年底，公司对民生银行和广西北部湾银行持股比例分别为 2.42% 和 7.20%。

总体来看，跟踪期内，在证券行业市场环境复苏的带动下，公司金融保险板块主要运营主体民生证券的盈利情况显著改善；随着公司参控股金融企业的增加，公司金融业务种类更加丰富，金融板块发展潜力大。

### 5. 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煤化工项目、新能凤凰（滕州）能源项目和陕西省靖边县红墩界煤矿项目等。

公司包头煤化工项目由全资子公司泛海包头公司运营。该项目确定的产品路线为“煤-甲醇-烯烃-聚烯烃”煤化工一体化，内蒙古自治区

政府将为其配套白彦花煤矿，项目建成后将形成年产 1200 万吨煤炭、180 万吨甲醇、60 万吨聚烯烃的生产能力，项目已获得相关政府批复。其中，截至 2014 年 5 月底，60 万吨烯烃项目已完成投资额 5.71 亿元，预计 2016 年达产；甲醇工程方面，由于项目所在区域周边甲醇产能已有较大规模，因此，公司将根据市场行情适当调整建设进度。

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，公司通过旗下泛海能源控股股份有限公司（以下简称“泛海能源”）持有其 17.50% 的股权。项目位于鲁南煤化工基地，占地 985 亩，建设内容为 72 万吨/年甲醇。2013 年，该项目生产甲醇 70.25 万吨，销售 70.14 万吨，全年甲醇实现销售收入 16.07 亿元；此外，公司还积极销售液氧、液氮、液氩及电等副产品，实现副产品销售收入 6000 余万元，全年累计实现营业收入 16.70 亿。

红墩界煤矿项目为泛海能源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。地质资源储量 20.96 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。公司于 2012 年底，陆续办理了探矿权转移备案与延期登记工作，展开了可研报告编制、首采区地形测量招标、三维地震工程招标、井筒检查工程招标等矿井建设准备工作。2013 年 10 月，陕西省发改委应国家能源局的要求，启动《陕北煤电基地科学开发规划》的编制工作；泛海能源及时委托西北电力设计院完成了《泛海陕西红墩界煤电一体化 4×1000MW 电厂工程初步可行性研究》，可研设计已上报西北电网有限公司审查；同时，泛海能源积极向陕西省发改委汇报红墩界煤电一体化开发的投资计划，取得陕西发改委的认可，已将红墩界煤电一体化 4×1000MW 工程作为备选评审项目上报国家能源局，为红墩界煤电一体化项目电力外送创造了有利条件。

## 6. 文化传媒板块

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《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。

2013 年，《经济观察报》全年发行 500 万份，其中零售 275 万份，占发行量的 55%，征订 225 万份，占发行量的 45%。与同类媒体相比，《经济观察报》2013 年广告占版率为 15%，在财经媒体中排名第一。2013 年，《经济观察报》广告市场份额为 23%，（每周 1 刊），21 世纪为 29%（每周 5 刊），第一财经为 31%（每周 6 刊），中经为 8%（每周 1 刊），华夏时报为 9%（每周 2 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。

另外，公司下属陕西九州映红实业发展有限公司投资项目“秦文化旅游区-国际旅游度假区”正在建设。该项目规划开发总面积约 20 平方公里，为集文化体验、旅游综合服务和综合地产为一体的大型综合文化地产项目，通过旅

游产品与城市功能联动发展,打造集文化体验、田园度假、温泉养生、山地运动、现代农业、商务会议、景观居住于一体的国际旅游度假区。

#### 7. 其他板块

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、民生控股、中信产业基金管理有限公司、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。

民生控股主要从事商品零售业务,以及利用闲置资金进行短期投资理财和委托贷款、购买信托产品等对外投资业务。2013年,民生控股商品零售实现营业收入4.60亿元。投资理财方面,2013年,民生控股证券投资收益和公允价值变动收益合计实现-0.10亿元,较上年的0.67亿元大幅下降。2013年,民生控股实现利润总额和净利润分别为0.25亿元和0.21亿元,分别同比下降75.73%和72.37%。

#### 八、募集资金使用情况

公司于2011年12月13日发行人民币债券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)。品种一的发行规模为18亿元,品种二的发行规模为10亿元。公司计划将募集资金中的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业资金。抚松长白山国际滑雪中心项目建设主体为长白山国际旅游度假区开发有限公司,项目总投资为126.59亿元,其中项目单位自筹解决73.59亿元,各股东单位按照持股比例投入资金,其余资金通过申请银行贷款解

决。截至2013年底,募投项目已建设完成并投入使用,募集资金已全部按计划使用完毕。2013年,长白山国际旅游度假区游客数量33万人次,4家度假酒店平均入住率为22%。

#### 九、财务分析

公司提供的2011~2013年财务报表经中兴华会计师事务所(特殊普通合伙)三年连审,并出具了标准无保留的审计意见。

合并范围方面,2013年,公司新成立一级子公司2家:中国民生信托有限公司,注册资本100000万元,公司对其持股比例69.30%;泛海国际投资(美国)有限公司,注册资本990万美元,公司对其持股比例100%。2013年4月,以上公司组织结构已经确立,管理人员到位,公司开始确认该项长期股权投资,并在三季报时首次将其纳入合并范围。总体看,公司合并范围的变化对财务数据可比性影响较小。

截至2013年底,公司资产总额980.54亿元,所有者权益237.27亿元(含少数股东权益49.37亿元);2013年实现营业总收入85.18亿元,利润总额12.65亿元。

##### 1. 盈利能力

2013年,公司实现营业总收入85.18亿元,同比增长30.19%,主要系房地产业务收入大幅增加所致。2013年,公司金融保险业务板块收入在行业复苏的带动下,营业收入实现显著增长,为14.49亿元,同比增长42.82%,为公司营业收入来源的重要补充。公司商业板块受行业竞争影响较大,2013年,实现营业收入7.25亿元,同比小幅增长5.05%。公司其他板块业务经营正常,在营业总收入中占比小,对公司盈利能力影响不大。

2013年,公司营业成本为31.86亿元,主要为房地产业务成本。

期间费用方面,2013年,公司期间费用为51.34亿元,同比增长6.75%,其中销售费用3.00

亿元，同比增长 26.83%；管理费用 17.68 亿元，同比增长 13.13%；由于上年度公司新增大量信托借款，使得在债务规模大幅扩张以及借款成本上升的双重因素下，财务费用增长较快，2013 年达到 30.66 亿元。2013 年，公司期间费用率达 60.28%，虽同比下降 13.24 个百分点，但整体水平仍较高，期间费用对公司利润侵蚀明显。

非经常性损益方面，2013 年，公司公允价值变动收益 12.65 亿元，同比下降 25.27%，其中投资性房地产的公允价值变动产生收益 13.52 亿元，股票、债券、基金等交易性金融资产公允价值变动损失 0.86 亿元。2013 年，公司获得投资收益 9.91 亿元，同比下降 18.48%，其中主要为长期股权投资收益 5.90 亿元、可供出售金融资产投资收益 2.52 亿元、交易性金融资产投资收益 1.40 亿元。

2013 年，公司营业外收入及营业外支出快速增长，其中营业外收入 3.07 亿元，主要来自境外公司无法支付的应付股权转让款 2.57 亿元，该股权自 2007 年受让以来，无法与授让外国企业取得联系，该企业也未催要过该笔款项；营业外支出 2.47 亿元，主要为赞助、捐赠支出 2.41 亿元。

2013 年，公司利润总额 12.65 亿元，同比增长 14.49%；同期公司净利润 4.84 亿元，同比增长 2.46%。

盈利指标方面，2013 年，伴随公司营业收入的快速增长，公司营业利润率小幅提升，为 48.36%；公司总资产收益率和净资产收益率均有所下降，分别为 4.06%和 2.04%。

总体看，公司收入规模显著增长，主业盈利能力继续增强；投资性房地产继续升值及股权投资效益为公司利润形成的重要补充。但营业税金及财务费用规模大，对公司利润增长形成拖累，公司利润规模成上升态势，其中公允价值变动收益占比高。

## 2. 现金流及保障

经营活动方面，2013 年，公司经营活动产

生的现金流量净额为-100.67 亿元。经营活动现金流入方面，2013 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 68.83 亿元，同比增长 21.44%，主要为房地产板块房屋销售款；公司现金收入比为 80.81%，收入实现质量一般；2013 年，公司收取利息、手续费及佣金的现金为 15.02 亿元，回购业务资金净增加额 7.24 亿元，处置交易性金融资产净增加额为-7.05；2013 年，公司收到其他与经营活动有关的现金为 23.03 亿元，主要为收到关联单位的往来款；2013 年，公司经营活动现金流入为 109.02 亿元，同比增长 14.49%。经营活动现金流出方面，2013 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金 67.34 亿元，同比增长 48.85%，主要系公司加大房地产开发力度及公司能源板块项目投入增加；2013 年，支付其他与经营活动有关的现金为 108.06 亿元，同比增长 201.48%，主要为公司及子公司支付的各类往来款项；2013 年，公司经营活动现金流出为 209.69 亿元，同比增长 87.42%。

投资活动方面，2011~2013 年，公司投资活动产生的现金流量净额表现为净流出，且稳定增长，截至 2013 年底，公司投资活动产生的现金流量净额为-34.81 亿元。公司投资活动现金流入波动增长，2013 年为 32.98 亿元，同比下降 51.67%，其中收回投资收到的现金占比大，2012 年，公司收回投资收到的现金主要为红墩界项目 57.40 亿元（系中信信托计划公司受让股权）以及买卖交易性金融资产收回的现金等；2013 年，公司收到其他与投资活动有关的现金为 10.52 亿元，主要为新纳入合并范围的民生信托 2013 年期初货币资金。2013 年，公司投资活动现金流出 67.78 亿元，同比下降 25.67%，其中投资支付的现金占比大；2012 年，公司投资支付的现金 86.39 亿元，主要为红墩界项目支付资金（主要系公司收购红墩界项目支付给原股东收购款）、公司买卖交易性金融资产及可供出售权益工具支付的现金，2013 年为 59.53 亿元，主要为公司购买民生银行可转债款和支付的各类投资款及民生证券、民生控股、

民生信托自营业务支付的款项等。

2013 年，公司筹资活动前现金流量净额为 -135.48 亿元，规模较上年的 -39.62 亿元显著扩大，公司对外融资需求大。

筹资活动方面，2013 年，公司主要依靠借款筹措资金，且规模大，筹资活动现金流入 413.62 亿元，其中取得借款收到现金 384.91 亿元。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本金及利息，2013 年筹资活动现金流出总计 276.70 亿元，其中偿还债务支付的现金为 193.77 亿元。2013 年，公司筹资活动现金流净额为 136.93 亿元。

总体看，随着公司房地产业务开发规模的扩大，经营活动现金流表现为净流出，且规模呈增长快，受此影响，公司融资需求加大；公司借款规模增长较快，导致债务规模及还本付息规模加大。

### 3. 资本及债务结构

#### 资产

截至 2013 年底，公司资产总额 980.54 亿元，同比增长 24.66%，其中流动资产占 66.73%，非流动资产占 33.27%，资产结构以流动资产为主，与上年基本一致。

截至 2013 年底，公司流动资产 654.33 亿元，同比增长 27.23%，主要源于交易性金融资产、存货和其他流动资产的增长。公司流动资产主要以货币资金（占 15.83%）、其他应收款（占 17.01%）、存货（占 46.21%）和其他流动资产（占 8.92%）为主。

截至 2013 年底，公司货币资金 103.60 亿元，同比增长 7.46%，其中银行存款 92.22 亿元。公司受限货币资金 10.96 亿元。

截至 2013 年底，公司交易性金融资产 30.37 亿元，主要为民生证券与民生信托的交易性金融资产，其中债券 18.44 亿元、股票 4.21 亿元、基金 0.48 亿元、信托产品 5.14 亿元和理财产品 2.10 亿元。

截至 2013 年底，公司应收账款为 10.79 亿

元，同比增长 153.98%，主要系公司年内应收售房款增长所致。其中账龄在 1 年以内的占比为 97.37%，主要为应收售房款等。公司应收账款坏账准备 0.55 亿元。

截至 2013 年底，公司存货 302.35 亿元，同比增长 28.03%，主要系公司房地产项目和土地一级开发的开发进度加快导致开发成本和开发成品增加所致，2013 年底分别为 274.01 亿元和 27.50 亿元。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 2013 年底，公司其他流动资产为 58.33 亿元，同比增长 55.17 亿元，其中包括民生证券买入返售金融资产 42.17 亿元，融出资金 14.17 亿元，银行理财产品 1.45 亿元；民生典当发放贷款和垫款 0.45 亿元；泛海控股预缴税金 0.08 亿元。

截至 2013 年底，公司非流动资产合计 326.22 亿元，同比增长 19.79%，主要系可供出售金融资产、投资性房地产和其他非流动资产增加所致。公司非流动资产以可供出售金融资产（占 21.81%）、长期股权投资（占 19.84%）、投资性房地产（占 35.76%）和其他非流动资产（占 10.82%）为主。

截至 2013 年底，公司可供出售金融资产 71.14 亿元，同比增长 11.04%，其中主要系可供出售权益工具 70.52 亿元。

截至 2013 年底，公司投资性房地产 116.66 亿元，同比增长 19.33%，其中投资性房地产原值增长 5.39 亿元，系公司购置北京工体光彩国际公寓底商所致，其余增长来源于民生金融中心和山东齐鲁商会大厦公允价值的增加。

截至 2013 年底，公司其他非流动资产 35.30 亿元，同比增长 49.72%，系泛海能源认购的“中信融金能源集合信托计划”次级收益权及回购溢价款。

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等。截至 2013 年底，公司（合并口径）被抵押或质押账面价值总和 272.98 亿元，占其资产总额的 27.84%。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模增长迅速，资产结构保持稳定；现金类资产保持较大规模；存货占比较大，存货变现能力受行业景气度以及公司房地产开发周期较长影响具有一定不确定性，公司整体资产质量良好。

#### 所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 237.27 亿元，主要来源于实收资本的增加。2013 年底公司实收资本 78.00 亿元，同比增长 28.75%，来源于公司股东泛海集团有限公司对公司增资所致，公司实收资本增加至 78.00 亿元，其中泛海集团有限公司持有公司 97.43% 股权，泛海控股有限公司持有 2.57% 股权。截至 2013 年底，公司资本公积 38.84 亿元，同比下降 10.61%，主要系公司可供出售金融资产公允价值变动产生的损失 5.14 亿元。

所有者权益结构方面，截至 2013 年底，公司实收资本和资本公积分别占 32.87% 和 16.37%，未分配利润分别占 28.01%，少数股东权益占 20.81%，公司所有者权益稳定性一般。

#### 负债

截至 2013 年底，公司负债总额 743.27 亿元，同比增长 30.85%。其中，流动负债占比为 43.13%，非流动负债占比为 56.87%，负债结构与上年基本持平。

截至 2013 年底，公司流动负债 320.58 亿元，同比增长 31.32%，增长主要来自卖出回购金融资产款及一年内到期的非流动负债的增长。

截至 2013 年底，公司卖出回购金融资产款 54.40 亿元，同比大幅增长 1117.03%，均来自民生证券。

截至 2013 年底，公司一年内到期的非流动

负债 109.52 亿元，其中质押借款 55.90 亿元、不记名公司债券 31.94 亿元、抵押借款 6.64 亿元、保证借款 0.02 亿元、保证及抵押借款 15.02 亿元。

截至 2013 年底，公司非流动负债 422.69 亿元，同比增长 30.50%，主要由长期借款（占 85.64%）、应付债券（占 6.62%）和递延所得税负债（占 6.98%）组成。

截至 2013 年底，公司长期借款 361.98 亿元，同比增长 53.78%，其中抵押借款 168.78 亿元、质押借款 104.28 亿元、保证借款 51.27 亿元、保证、抵押借款 33.00 亿元及质押、抵押借款 4.65 亿元。

截至 2013 年底，公司应付债券 28.00 亿元，均为“11 中国泛海债”，“09 泛海债”已调整至一年内到期的长期负债科目。

截至 2013 年底，公司有息债务规模达 597.34 亿元，同比增长 42.35%，在长期借款增长的带动下，公司整体债务规模扩张较快。从债务结构看，公司有息债务以长期债务为主，占比 65.28%。截至 2013 年底，公司全部债务中，向信托公司借款规模为 352.50 亿元，同比增长 27.05%，增长速度较快，导致公司资金成本较高，2013 年公司财务费用为 30.66 亿元，财务费用对利润侵蚀明显。

截至 2013 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 75.80%、71.57% 和 62.17%，分别较上年增长 3.59、5.82 和 4.71 个百分点，公司整体债务负担进一步加重。

总体来看，跟踪期内，公司债务规模快速扩张，债务负担进一步加重。但有息债务的增加主要来自长期债务的增长，债务结构较为合理。未来公司投资规模仍然较大，预计债务负担将进一步加重。

#### 4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2013 年，公司流动比率和速动比率处于适宜水平，分别为 204.11%

和 109.79%。但由于公司流动资产中应收款项和存货占比较大，短期偿债能力受应收款项回收以及存货顺利出售影响较大。2013 年，公司经营活动现金流表现为净流出，经营现金流动负债比为-31.40%。综合看，虽然公司经营活动现金流入及现金类资产规模较大，但公司短期支付压力仍较大。

从长期偿债能力看，2013 年，公司 EBITDA 为 43.61 亿元，同比增长 9.12%，EBITDA 利息倍数为 0.81 倍；全部债务/EBITDA 为 13.70 倍。综合考虑，公司整体偿债能力一般。

公司于 2011 年 12 月 13 日发行公司债券“11 中国泛海债 01/11 泛海 01”、“11 中国泛海债 02/11 泛海 02”合计 28 亿元。2013 年公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为 43.61 亿元和 109.02 亿元，分别为上述存续债券应偿还本金的 1.56 倍和 3.89 倍。公司 EBITDA 对上述存续债券保障能力较好，经营活动现金流入量对上述存续债券保障能力较强。

截至 2013 年底，公司无对外担保。

公司与多家商业银行、信托等金融机构保持良好合作关系，并且公司拥有泛海控股和民生控股 2 家上市控股子公司，整体融资渠道通畅。

#### 5. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(编号: G1011010101241860E)，截至 2014 年 4 月 21 日，公司无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

#### 6. 抗风险能力

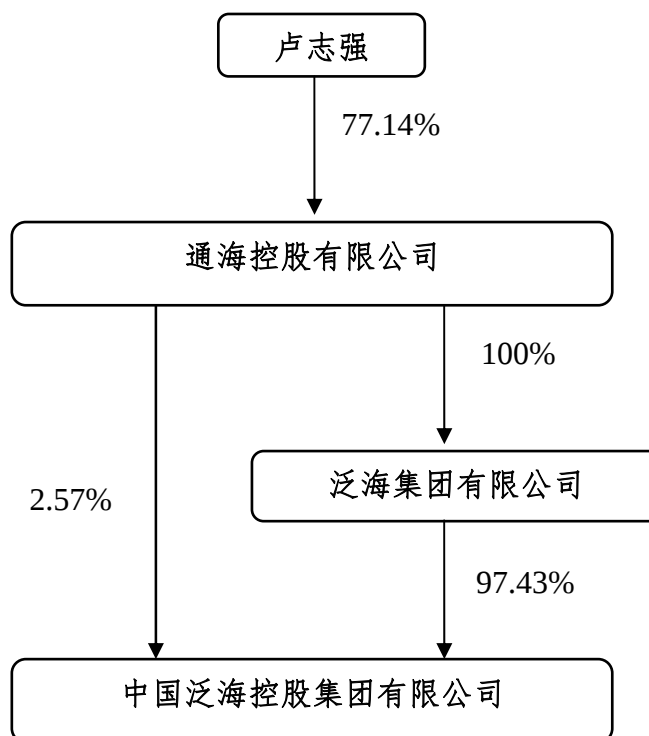
公司作为中国大型民营企业集团，经过二十多年的发展，形成了以金融产业为龙头，地产、能源、文化传媒及战略投资协调发展的多元化产业结构和业务格局，公司整体竞争实力较强；公司治理结构完善，高管层管理经验丰富；公司各业务板块稳定发展，资产规模较快扩张，主业盈利能力较强；但信托公司借款的

大幅增加导致公司资金成本显著上升，财务风险加大，公司整体债务负担有所加重。基于对公司自身经营和财务风险，以及宏观经济及行业环境的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

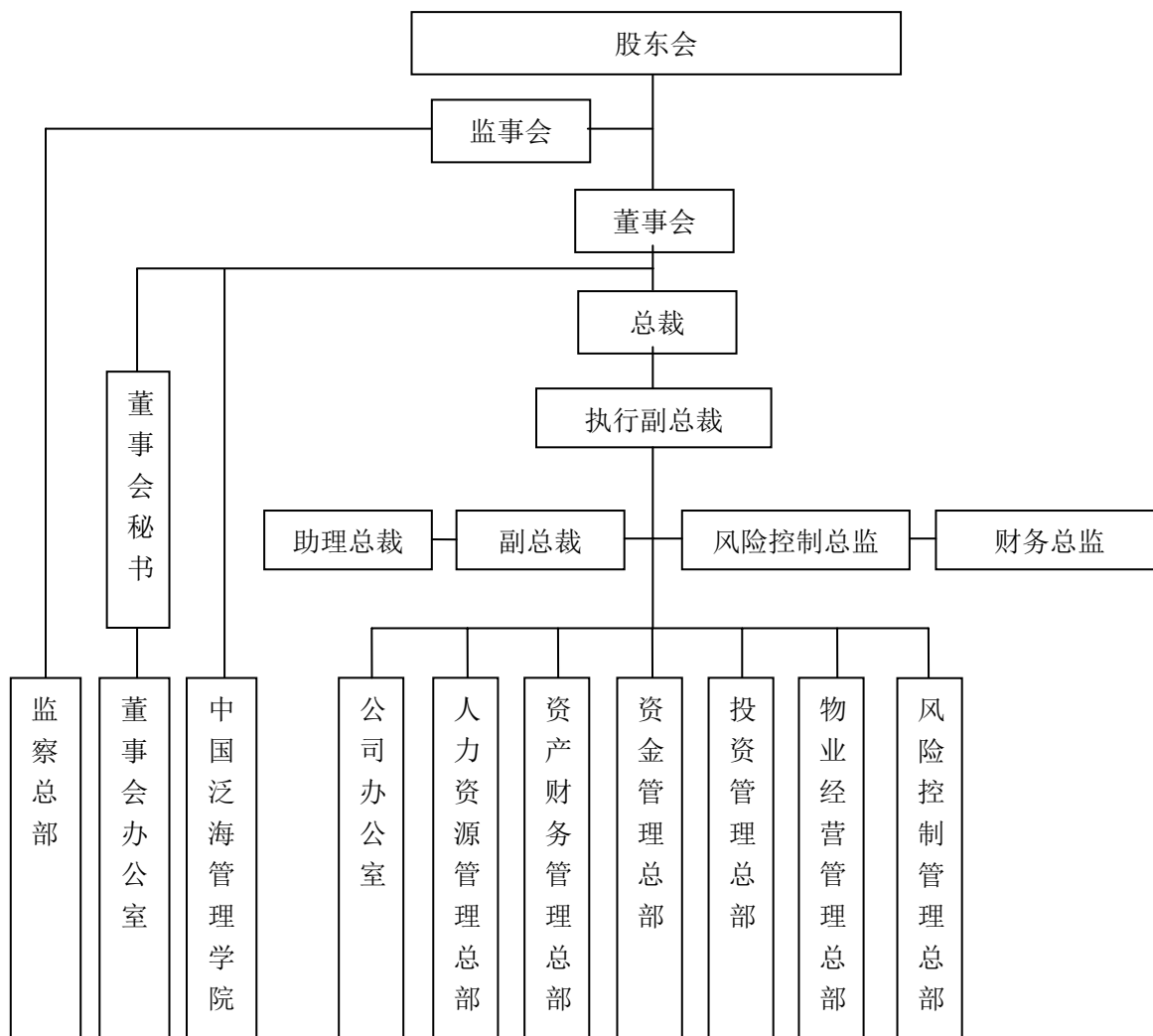
## 十、结论

综合考虑，联合资信维持中国泛海控股集团有限公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11 中国泛海债 01/11 泛海 01”、“11 中国泛海债 02/11 泛海 02” AA 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



### 附件 1-3 2013 年底公司纳入合并范围一级子公司

| 子公司名称          | 注册地 | 注册资本（万元）    | 直接持股    | 间接持股   | 业务性质       |
|----------------|-----|-------------|---------|--------|------------|
| 泛海控股控股有限公司     | 北京  | 240000.00   | 74.17%  | 25.83% | 房地产开发      |
| 泛海控股集团股份有限公司   | 北京  | 455731.18   | 73.67%  | 2.721% | 房地产开发      |
| 泛海能源控股股份有限公司   | 北京  | 200000.00   | 80.00%  | 0.00%  | 投资管理       |
| 民生证券股份有限公司     | 北京  | 217730.63   | 66.799% | 6.20%  | 证券业务       |
| 泛海实业股份有限公司     | 潍坊  | 52528.00    | 94.21%  | 0.00%  | 投资管理       |
| 民生控股管理股份有限公司   | 青岛  | 53187.15    | 22.56%  | 0.00%  | 投资管理       |
| 北京民生典当有限责任公司   | 北京  | 5000.00     | 55.00%  | 45.00% | 典当业务       |
| 民生保险经纪有限公司     | 北京  | 5000.00     | 53.00%  | 47.00% | 保险经纪       |
| 泛海能源投资包头有限公司   | 包头  | 50000.00    | 100.00% | 0.00%  | 能源、新能源投资开发 |
| 陕西九州映红实业发展有限公司 | 西安  | 40000.00    | 70.00%  | 0.00%  | 房地产开发、酒店管理 |
| 泛海文化传媒控股股份有限公司 | 北京  | 21313825    | 90.00%  | 0.00%  | 投资管理       |
| 北京经观信成广告有限公司   | 北京  | 500.00      | 100.00% | 0.00%  | 广告业务       |
| 中国泛海国际投资有限公司   | 香港  | 美元 19980.00 | 100.00% | 0.00%  | 投资管理       |
| 泛海绿能投资有限公司     | 北京  | 10000.00    | 80.00%  | 0.00%  | 投资管理       |
| 中国民生信托有限公司     | 北京  | 100000.00   | 69.30%  | 0.00%  | 信托业务       |
| 泛海国际投资（美国）有限公司 | 美国  | 美元 990.00   | 100.00% | 0.00%  | 投资管理       |

## 附件 2 主要财务数据及指标

| 项目             | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年  |
|----------------|--------|--------|---------|
| <b>财务数据</b>    |        |        |         |
| 现金类资产(亿元)      | 106.30 | 115.19 | 133.98  |
| 资产总额(亿元)       | 666.54 | 786.60 | 980.54  |
| 所有者权益(亿元)      | 208.70 | 218.59 | 237.27  |
| 短期债务(亿元)       | 162.69 | 124.35 | 207.37  |
| 长期债务(亿元)       | 173.35 | 295.27 | 389.98  |
| 全部债务(亿元)       | 336.04 | 419.62 | 597.34  |
| 营业收入(亿元)       | 43.94  | 65.42  | 85.18   |
| 利润总额(亿元)       | 11.09  | 11.05  | 12.65   |
| EBITDA(亿元)     | 27.95  | 39.97  | 43.61   |
| 经营性净现金流(亿元)    | -71.23 | -16.66 | -100.67 |
| <b>财务指标</b>    |        |        |         |
| 销售债权周转次数(次)    | 20.00  | 20.25  | 11.31   |
| 存货周转次数(次)      | 0.05   | 0.09   | 0.15    |
| 总资产周转次数(次)     | 0.07   | 0.09   | 0.10    |
| 现金收入比(%)       | 61.39  | 86.64  | 80.81   |
| 营业利润率(%)       | 51.26  | 46.86  | 48.36   |
| 总资本收益率(%)      | 3.46   | 5.03   | 4.06    |
| 净资产收益率(%)      | 1.66   | 2.16   | 2.04    |
| 长期债务资本化比率(%)   | 45.37  | 57.46  | 62.17   |
| 全部债务资本化比率(%)   | 61.69  | 65.75  | 71.57   |
| 资产负债率(%)       | 68.69  | 72.21  | 75.80   |
| 流动比率(%)        | 165.08 | 210.66 | 204.11  |
| 速动比率(%)        | 88.12  | 113.93 | 109.79  |
| 经营现金流动负债比(%)   | -27.10 | -6.83  | -31.40  |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 1.42   | 0.97   | 0.81    |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 12.02  | 10.50  | 13.70   |

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

| 指 标 名 称         | 计 算 公 式                                                                                      |
|-----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>     |                                                                                              |
| 资产总额年复合增长率      | (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% |
| 净资产年复合增长率       |                                                                                              |
| 营业收入年复合增长率      |                                                                                              |
| 利润总额年复合增长率      |                                                                                              |
| <b>经营效率指标</b>   |                                                                                              |
| 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%                                                                   |
| <b>盈利指标</b>     |                                                                                              |
| 总资本收益率          | (净利润+费用化利息支出) / (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%                                                                               |
| 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%                                                              |
| <b>债务结构指标</b>   |                                                                                              |
| 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%                                                                              |
| <b>长期偿债能力指标</b> |                                                                                              |
| EBITDA 利息倍数     | EBITDA/利息支出                                                                                  |
| 全部债务/EBITDA     | 全部债务/EBITDA                                                                                  |
| <b>短期偿债能力指标</b> |                                                                                              |
| 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%                                                                       |

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  
 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 4 主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

| 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                         |

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。