

跟踪评级公告

联合[2015] 1065 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,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。

特此公告。



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	跟踪评级结果	上次评级结果
11 中国泛海债01/11 泛海 01	18 亿元	2011/12/13-2017/12/13	AA	AA
11 中国泛海债02/11 泛海 02	10 亿元	2011/12/13-2021/12/13	AA	AA

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 29 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	115.19	133.98	180.08
资产总额(亿元)	786.60	980.54	1272.31
所有者权益合计(亿元)	218.59	237.27	312.40
长期债务(亿元)	297.48	393.16	436.56
全部债务(亿元)	421.83	602.53	740.73
营业总收入(亿元)	65.42	85.18	89.01
利润总额(亿元)	11.05	12.65	12.58
EBITDA(亿元)	39.97	43.61	49.52
经营性净现金流(亿元)	-16.66	-100.67	-20.15
营业利润率(%)	46.86	48.36	50.74
净资产收益率(%)	2.16	2.04	2.24
资产负债率(%)	72.21	75.80	75.45
全部债务资本化比率(%)	65.87	71.75	70.34
流动比率(%)	210.66	204.11	161.92
全部债务/EBITDA(倍)	10.55	13.82	14.96
EBITDA 利息倍数(倍)	0.97	0.81	0.80
经营现金流负债比(%)	-6.83	-31.40	-4.19

注: 1. 卖出回购金融资产款及其他流动负债中拆入资金调整至短期债务;

2. 长期应付款中融资租赁款调整至长期债务。

分析师

霍 焰 孙宏辰

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

中国泛海控股集团有限公司(以下简称“公司”)是大型民营企业集团,业务涵盖金融、房地产、电力及资本投资管理等。跟踪期内,公司顺应房地产行业变化趋势,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均有所增长,板块收入规模不断上升,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;股权投资效益为公司利润形成重要补充。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,资金成本较高,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。

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,土地与项目储备地域及成本优势明显,投资企业质地优良,发展前景良好。

跟踪期内,公司经营活动现金流入量对“11 中国泛海债01/11 泛海01”和“11 中国泛海债02/11 泛海02”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,作为大型投资控股公司,公司各主业板块均保持稳定增长态势。
2. 跟踪期内,公司房地产板块实现签约销售规模快速增长,土地储备地域及成本优势明显。
3. 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。
4. 跟踪期内,获得较大规模的投资收益,对利润形成有效补充。
5. 公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内，中国房地产市场步入调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。房地产行业易受宏观调控影响，联合资信将密切关注公司未来房地产销售收入的实现。
2. 跟踪期内，公司债务规模快速扩张，债务负担较重，财务费用对利润侵蚀明显，短期支付压力大。
3. 公司房地产开发及战略投资业务经营特点使经营和投资活动现金流持续为净流出。
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。

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 年底，公司注册资本为 78.00 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；与上述业务相关的经济、技术、管理咨询。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

公司目前下设公司办公室、人力资源管理总部、资产财务管理总部、资金管理总部等 10 个职能部门。截至 2014 年底，公司拥有 15 家纳入合并范围一级子公司，其中全资子公司 6 家，控股子公司 9 家。公司下属全资、控股和参股子公司中包含 3 家上市公司：泛海控股股份有限公司（以下简称“泛海控股”）、民生控股股份有限公司（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 2014 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 2014 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股份有限公司（以下简称“联想控股”），截至

2014 年底，公司持股比例为 20.00%。

截至 2014 年底，公司资产总额 1272.31 亿元，所有者权益 312.40 亿元（含少数股东权益 62.07 亿元）；2014 年实现营业总收入 89.01 亿元，利润总额 12.58 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

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年

增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 房地产行业

2014 年中国房地产市场步入调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。在此背景下，中央政策以“稳”为主，更关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房需求，稳定住房消费。各地则因时因地灵活调整，加速房地产市场化转型；限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。

进入 2014 年，房地产行业外部大环境正在酝酿变化，众多经济体制中深层次的矛盾开始凸显，土地、财税以及一些不与地产直接相关的制度，如利率汇率的决定、投融资制度等的改革，都对房地产市场的发展产生了一定的影响。2014 年中国房地产市场持续低迷。其中，房地产开发方面，2014 年，全国房地产开发投资额增速创近五年新低。全年房地产开发投资 9.5 万亿元，同比增长 10.5%，增速较 2013 年回落 9.3 个百分点。其中，住宅投资 6.4 万亿元，增长 9.2%，增幅较 2013 年回落 10.2 个百分点；办公楼投资 0.6 万亿元，增长 21.3%，增速较 2013 年回落 16.9 个百分点；商业营业用房投资 1.4 万亿元，增长 20.1%，增速较 2013 年回落 8.2 个百分点。2014 年，全国房屋新开工面积同比持续下降，全年全国房屋新开工面积为 18.0 亿平方米，同比下降 10.7%，其中，住宅新开工面积 12.5 亿平方米，同比下降 14.4%。全国房屋施工面积 72.6 亿平方米，同比增长 9.2%。全国房屋竣工面积 10.7 亿平方米，同比增长 5.9%。房地产销售方面，全国商品房销售面积和销售额同比双降。2014 年，全国商品房销售面积为 12.1 亿平方米，同比下降 7.6%，销售额为 7.6 万亿元，同比下降 6.3%。分物业来看，仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长。住宅销售面积为 10.5 亿平方米，同比

下降 9.1%，销售额为 6.2 万亿元，同比下降 7.8%；办公楼销售面积为 2498 万平方米，同比下降 13.4%，销售额为 2944 亿元，同比下降 21.4%；商业营业用房销售面积为 9075 万平方米，同比增长 7.2%，销售额为 8906 亿元，同比增长 7.6%。房地产供求对比方面，2014 年市场整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。20 个代表城市成交量同比下降 8.6%，供应量同比增长 3.2%，销供比为 0.82，较 2013 年的 0.93 明显下降。其中，北京当年成交减少而供应增加，销供比仅为 0.64，与 2013 年 1.53 的水平差距较大；上海、广州、武汉也由 2013 年的供需基本平衡转为 2014 年的供大于求，销供比分别下降至 0.80、0.70、0.88。2014 年前三季度，市场销售下降、供应增加，推动整体库存持续攀升，出清周期延长。进入四季度，销售有所回升，库存仍高位盘整，截至 2014 年 12 月底，20 个代表城市可售面积为 18782 万平方米，环比增长 1.8%，较 2013 年同期增长 25.5%，为近五年以来最高水平。

宏观调控政策方面，2014 年，在全国房地产行业整体降温的大背景下，宏观调控理念正在逐步发生变化。

首先，新常态下中央调控更注重市场化，以金融手段鼓励自住性住房消费。中央调控强调长期性及稳定性，着眼深化各项改革。新型城镇化、土地制度改革、金融制度改革等与房地产市场长期发展相关的制度建设成为两会工作报告重点。据此，2014 年中央出台房地产相关政策均以注重长期未定发展的制度建设为主，未再出台新的短期行政手段。年末中央工作会议再度未直接提及房地产，房地产调控去行政化趋势明显。中央多轮表态推进金融体制改革，货币政策注重精准定向微调。自 2014 年 4 月以来，央行明确指出要持续实施稳健的货币政策，继续深化金融体制改革，并贯彻定向调控要求；5 月 30 日，国务院常务会议提出要保持货币信贷和社会融资规模合理增长，加大“定向降准”措施力度。二季度以来，央行多次定向调整释放流动性，推进金融市场发展；

年末央行对金融机构存款统计口径进行调整，拓宽存贷比指标中的存款口径从而增强整体流动性。同时监管层允许已上市房地产企业在银行间市场发行中期票据，表明监管层对于房地产融资的态度从原来的单向打压转为双向调节，中型房企的资金压力得到缓解。此外，支持自住性刚需，差别化信贷政策自 2010 年以来首度放松。9 月 30 日，央行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（以下简称“‘930’新政”），对个人住房贷款需求的支持力度大幅提升：首套房贷利率下限重回基准利率的 0.7 倍；已有一套住房并已结清相应购房贷款后再次申请贷款的，银行执行首套房贷款政策。上述对首套房“认贷不认房”界定标准较此前“认贷又认房”大幅放宽。

其次，限购退出后金融财政政策主导，地方政策因地因时多轮灵活调整。2014 年初，各地房地产市场持续分化，热点一二线城市仍在加强监管；二季度以来多个城市陆续取消限购，仅五市（北京、上海、广州、深圳、三亚）未放开；三季度各地限购放开步伐加快，或定向或全面取消限购，同时限购放松力度也逐渐加大，多个城市出现再次调整，限购政策由局部调整向全面放开。

此外，金融信贷、公积金政策跟进调整，财税补贴鼓励自住刚需。地方政策调整更加灵活，重点加大信贷支持力度，三季度以来，限购集中退出，部分城市短期成交回升，但仍未扭转整体下行趋势。在经济偏弱、旺季不旺的背景下，以信贷为主的利好政策陆续出台，意在扭转市场预期，刺激市场需求。9 月底央行“930”新政出台后，地方信贷政策放松成大势。全国多地调整公积金政策，降门槛、增额度促进需求释放。继三季度取消限购、“930”新政放松信贷后，通过公积金支持自住需求成为各地进一步调整的主要手段。10 月 9 日中央出台《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，随后多个省市陆续跟进。据不完全统计，2014 年以来对公积金调整放宽的省市已近 40 个。同

时在央行降息后，各地相应央行要求，公积金贷款利率普遍下调 0.25 个百分点。

户籍、土地改革、不动产统一登记进程加快，长效机制顶层设计有序推进。11 月《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》出台，提出稳定完善农村土地承包关系，规范引导农村土地经营权有序流转。同时，国土资源部正式发布《节约集约利用土地规定》和《关于推进土地节约集约利用的指导意见》，对大力推进节约集约用地进行整体部署，实现“控总量、挤存量、提质量”，东部地区特别是优化开发的三大城市群地区将以盘活存量为主，率先压减新增建设用地规模。

2015 年一季度，在延续 2014 年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足背景下，宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构，房地产方面则积极聚焦于促销费，鼓励自住和改善性需求。央行实行灵活适度的货币政策，连续降准降息，降低二套房首付，构建宽松的金融信贷环境，减轻购房压力，提升消费能力。两会定调稳定住房消费，中央地方供需两端政策齐出，刺激需求促进库存去化，改善性需求获重大支持。去库存、促消费、稳增长是 2015 年房地产政策的主要基调，未来货币政策仍有望趋于宽松，地方或可因城施策出台进一步刺激措施。从行业相关指标看，自 2014 年下半年多重政策推动下，2015 年一季度，市场成交回暖，供需呈现双增长，成交增幅高于供应，带动销供比小幅增长，20 个代表城市成交量同比增长 6.5%，供应量同比增长 3.8%，销供比为 1.1，同比小幅增长 0.03。库存方面，据初步统计，截至 2015 年 3 月底，20 个代表城市可售面积为 17348 万平方米，环比下降 1.8%，较 2015 年 1 月的高点回落 3.7%，但从绝对量来看，库存仍位于历史较高水平。

2015 年 3 月 30 日，由中国人民银行、住房城乡建设部、中国银行业监督管理委员会联合下发的通知（以下简称“330 新政”）对居民购买二套房首付比例进行了调整。330 新政指出，拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居

民家庭，购买二套房最低首付款比例调整为不低于 40%；公积金贷款买首套房最低首付款比例为 20%，公积金贷款买二套房，已结清一套购房贷款的，最低首付款比例为 30%。330 新政及降准等政策对房地产需求的带动效果明显，4 月单月销售面积、销售额同比转降为增，新开工、到位资金同比降幅收窄，但开发投资增速加快回落，企业投资信心仍显不足。

总体看，2014 年以来，由于宏观经济增速低于预期、银行信贷紧缩等因素影响，全国房地产市场整体呈现降温趋势。在此背景下，宏观调控政策导向促房地产市场化转型，深化改革建立长效机制推进稳增长。自 2014 年下半年，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策及 330 新政等，使市场出现缓慢回暖迹象。但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，因此市场难以呈现爆发式增长。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

2. 证券业

证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融体系中占据重要地位。证券公司是证券市场重要的中介机构，与证券市场的发展相辅相成。除了提供证券市场投融资及投资管理等中介服务，证券公司作为机构投资者也是证券市场主要的机构参与者。证券业协会根据证券公司未经审计财务报表数据统计显示，截至 2014 年底，国内共有 120 家证券公司，全行业资产总额 4.09 万亿元，净资产 9205.19 亿元，净资本 6791.60 亿元，证券行业资产总额、净资产和净资本较 2013 年底均有所上升。

近年来，国内证券公司的对外开放稳步推进。外资参股证券公司包括两种方式，一是参与新设合资证券公司，二是战略入股证券公司。截至目前，共有十余家合资证券公司获准设立。此外，根据合格境外机构投资者(QFII)管理办法，外资还可以依法通过QFII购买上市证券公司股权。2012年，证监会放宽了外方股东对合资证券公司的持股比例上限，缩短了合资证券公司扩大业务范围的经营年限，有利于合资证券公司业务发展。另一方面，部分证券公司也积极实施“走出去”策略。截至目前，已有二十余家证券公司经批准通过新设或收购方式在中国香港设立证券子公司，开展跨境证券业务，包括证券承销、经纪、自营、资产管理等业务。

国内的证券公司逐步形成了主要由经纪业务、投资银行业务、资产管理业务及自营业务组成的业务结构。证券经纪业务是国内证券公司目前最主要的业务组成部分，是收入的主要来源。近年来，投资银行业务和资产管理业务发展较快，收入持续增长，融资融券、股指期货、证券直投等创新性业务对证券公司的盈利贡献度也在不断增强。2014年，得益于证券市场活跃度的回升、IPO业务的重启以及融资融券业务的快速发展，证券公司盈利情况较上年明显提升，全行业实现营业收入2602.84亿元，净利润965.54亿元。

五、基础素质分析

截至2014年底，公司注册资本为78.00亿元，其中泛海集团有限公司持股比例为97.43%，通海控股有限公司持股比例为2.57%。公司实际控制人为卢志强。

跟踪期内，公司继续保持以金融产业为龙头，房地产、电力、资本投资管理协调发展的多元化产业结构和业务格局。截至2014年底，公司拥有全资、控股、参股子公司40余家，业务分布于北京、上海、深圳、杭州、武汉、青

岛、包头、西安、大连等国内多个城市和香港地区以及美国、澳大利亚、印尼等国。公司产业布局完整。跟踪期内，公司资产及收入规模均保持稳定增长，整体竞争实力强。

六、管理分析

跟踪期内，公司在高管人员及管理体制等其他方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

2014年，公司收入规模继续保持增长，为89.01亿元，同比增长4.50%。收入构成以房地产业、金融保险业和商业为主，增长主要来自金融保险业务板块。2014年，公司房地产板块营业收入55.42亿元，同比增长0.93%，占公司营业总收入的比重为62.27%，当年公司进一步强化“以营销为龙头”，以“快速去化”为基本原则的经营理念，使公司该板块营业收入保持稳定。2014年，伴随国内证券市场活跃度的回升，公司实现金融、保险业板块收入17.66亿元，同比增长21.84%。2014年，公司商业板块收入稳中有增，为7.43亿元，同比增长2.45%。公司其余板块收入变动不大，对整体营业收入影响小。

毛利率方面，2014年，公司整体毛利率为65.52%，与2013年相比增长2.93个百分点；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，2014年为58.93%，较2013年相比增长1.48个百分点；金融保险业务方面，由于行业特点，整体毛利率高，2014年为99.70%；商业板块毛利率为27.54%。

总体看，跟踪期内，公司整体营业收入和毛利率均保持稳定增长，且毛利率保持较高水平。

表1 2013~2014年公司营业总收入和毛利构成(单位:亿元、%)

业务板块	2013年			2014年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产业	54.91	64.47	57.45	55.42	62.27	58.93
金融、保险业	14.49	17.01	99.77	17.66	19.84	99.70
租赁业	4.80	5.64	99.42	5.27	5.92	96.86
商业	7.25	8.51	24.03	7.43	8.34	27.54
酒店服务业	0.74	0.87	60.84	0.62	0.69	67.31
物业管理	1.57	1.84	-20.99	1.28	1.44	-16.29
广告业	1.02	1.20	33.50	1.00	1.12	46.92
其他	0.40	0.47	82.61	0.34	0.38	66.24
合计	85.18	100.00	62.59	89.01	100.00	65.52

资料来源:审计报告

2. 房地产板块

公司从事房地产行业二十余年,逐步形成了独有的房地产业务发展优势。跟踪期内,房地产板块在公司业务构成中依然占据重要地位。公司房地产开发业务的主要载体为泛海控股。

房地产业务

房地产开发方面,2014年,泛海控股充分发挥房地产业务既有优势,加大项目开发力度,加速项目价值释放,当年在施总建筑面积561.06万平方米,同比增长24.23%,其中新开工面积111.10万平方米,同比下降34.04%;当年完成主体竣工面积74.34万平方米,同比增长28.97%。开发区域方面,除原有北京、武汉、深圳、杭州等城市外,跟踪期内,泛海控股加快实施海外战略,其首个海外地产项目—美国洛杉矶泛海城市广场已于年内开工,随后于2014年12月,泛海控股成功签约美国旧金山First & Mission项目,将在核心区域建成旧金山市第二高的地标性建筑。

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	2013年	2014年
在施面积	451.62	561.06
新开工面积	168.44	111.10
主体竣工面积	57.64	74.34
销售结算面积	29.54	31.64
销售结算收入	54.70	55.37

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1中房地产业务收入略有差异。

房地产销售方面,2014年,泛海控股进一步强化“以营销为龙头”,以“快速去化”为基本

原则的经营理念,当年实现签约销售面积55.84万平方米,同比增长75.32%,签约销售收入97.83亿元,同比增长67.63%,签约销售区域主要集中于武汉市,占当年签约销售金额的88.95%。考虑到武汉项目体量大、业态丰富的特点,泛海控股对该项目销售采取“整售策略”,并且效果显著,截至目前,平安银行、邮储银行等多家机构均通过此方式先后入驻武汉中央商务区。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。2014年,泛海控股签约销售金额中住宅占55.64%,商业及写字楼占42.56%。2014年,泛海控股销售结算面积31.64万平方米,销售结算收入55.37亿元,较2013年均小幅增长。

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,2014年房地产业务毛利率为59.05%(与公司2014年房地产业务毛利率58.93%略有差异)。

表 3 2013~2014 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	2014 年销售面积	2014 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	33991.81	6.79	住宅
武汉 SOHO 国际城	117044.00	19.18	165878.02	27.09	写字楼
武汉泛海国际居住区悦海园	77763.00	11.36	9240.99	1.38	住宅
武汉城市广场三期商业	4291.37	1.35	546.73	0.17	商业
武汉竹海园	4651.43	0.74	55811.24	8.77	住宅
武汉松海园	-	-	49883.13	7.71	住宅
武汉兰海园	-	-	25117.69	6.04	住宅
武汉香海园	-	-	93378.33	14.94	住宅
宗地 17	-	-	50000.00	5.54	写字楼
宗地 14	-	-	57500.00	8.59	写字楼
杭州泛海国际中心	47623.88	13.34	-	0.25	写字楼（车位）
深圳拉菲花园二期	20301.75	5.01	564.58	0.15	住宅
深圳泛海城市广场	-	-	5877.82	1.76	综合体
东风家园五区	-	-	3135.45	2.13	住宅
泛海国际居住区 2#地块	-	-	7514.55	6.52	住宅
合计	318474.43	58.36	558440.34	97.83	-

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2014 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、洛杉矶等地，主要包括泛海城市广场二期、碧海园、财富中心等各类项目。在建房地产项目建筑面积合计 484.25 万平方米，截至

2014 年底已累计完成投资 265.07 亿元，公司房地产开发业务尚需投资规模大，未来面临一定的筹资压力。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 截至 2014 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 2014 年底已投资	预计竣工时间
泛海城市广场二期	3.04	21.99	17.36	2.23	2016 年 3 月
碧海园	1.08	7.42	7.10	1.00	2015 年 12 月
财富中心	1.03	9.63	8.19	1.74	2015 年 12 月
国际中心	3.01	24.05	23.83	4.27	2016 年 5 月
世贸中心	21.31	125.35	181.34	2.48	2023 年 3 月
武汉中心	2.81	36.66	62.12	11.69	
宗地 17	4.37	40.46	33.46	0.17	2017 年 12 月
松海园	3.08	13.45	9.77	2.02	2015 年 9 月
桂海园	8.03	29.20	25.3	1.44	2016 年 3 月
芸海园	9.49	40.01	40.09	0.09	2019 年 5 月
宗地 23-1	1.25	3.18	2.04	0.47	2016 年 3 月
基础设施建设	-	-	99.81	54.34	2023 年 11 月
泛海国际居住区 2#、3#地块	17.51	25.78	103.70	68.30	2017 年 12 月
东风家园五区	5.54	23.86	54.32	44.72	2016 年 8 月
上海泛海国际公寓（10#）	4.39	22.89	91.41	42.39	2017 年 12 月
杭州泛海酒店	1.56	10.36	21.44	6.57	2016 年 6 月
深圳泛海城市广场项目（三期）	2.48	12.23	10.73	6.31	2015 年 8 月
沈阳泛海国际居住区	21.94	13.73	7.83	3.44	2017 年 8 月
洛杉矶泛海广场项目	1.87	24.00	12.38 亿美元	11.40	2018 年 5 月
合计	113.79	484.25	-	265.07	-

资料来源：公司提供

注：1、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；

2、杭州泛海酒店总投资额 21.44 亿元为根据项目最新规划测算；

3、沈阳泛海国际居住区总投资额为沈阳泛海国际居住区中首期及展示区部分对应的投资额，对应建筑面积约为 11.18 万平方米。

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 2014 年底，公司土地储备面积合计 481.31 万平方米，较上年底有所减少，系陆续投入开发，不再纳入土地储备统计口径所致。公司土地储备主要位于北京、上海、武汉等一二线城市，全部为商业、住宅等用地，具有较强的升值潜力。此外，2014 年 12 月泛海控股收购美国旧金山 Frist & Mission 项目，该项目将在核心区域建成旧金山市第二高地标性建筑。

表 5 截至 2014 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	面积
武汉	武汉王家墩地块	商服、住宅、公共设施、公共建筑用地等	360.65
北京	东风乡 1#、2#、3#地块	住宅、商业、办公、配套、地下仓储、地下车库	75.88
抚顺	沈抚新城地块	商业、商住	4.31
上海	董家渡聚居区 10#地块	住宅	18.64
旧金山	旧金山泛海中心项目	写字楼、公寓、酒店	21.83
合计	-	-	481.31

资料来源：公司提供

注：表中“面积”指标是指项目总规划建筑面积扣减已开工的建筑面积。

总体看，跟踪期内，公司加大开发力度，并积极调整营销策略，实现销售面积及销售收入的稳定增长。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，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，公司房地产板块未来投资规模大，将面临较大资金压力。

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 截至 2014 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2014年底已完成投资	截至2014年底项目进展情况
东风乡绿隔地区第二宗地	115.00	50.16	项目正在进行土地一级开发
大连泛海国际休闲度假项目	14.00	8.54	A、B、C 区填海完成，G、H 区填海施工，F1 填海未开工
金龙湾水上旅游项目	23.41	5.23	D 区填海施工，E、F 填海未开工
合计	152.41	63.93	-

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，拟开发地上建筑面积约 45.99 万平方米，总投资 115.00 亿元。截至 2014 年底已累计完成投资 50.16 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，计划填海造地总面积为 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 2014 年底已完成投资 8.54 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 两区填海未开工。该项目总投资 23.41 亿元，截至 2014 年底，已完成投资 5.23 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。

2014 年，民生金融中心实现出租收入 4.93 亿元，同比增长 5.79%，其中，写字楼出租率为 96.60%，较上年小幅下降 1.27 个百分点，商业出租率为 92.91%，较上年提升 6.67 个百分点；山东齐鲁商会大厦实现出租收入 0.53 亿元，出租率为 70.59%，较上年减少 4.53 个百分点。

4. 金融业务板块

2014 年，公司将民生证券股份有限公司（以下简称“民生证券”）股权转让予子公司泛海控股，公司对民生证券不再直接持股，变为间接持股 72.999%。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 2014 年底，民生证券合计拥有证券营业网点 44 家。

伴随着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。2014 年，民生证券共实现收入 15.66 亿元，同比上升 19.76%。其中主要包括经纪业务收入 7.73 亿元，投资银行业务收入 3.04 亿元，自营业务收入 2.20 亿元，融资融券业务收入 1.82 亿元。

表 7 截至 2014 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	217731	间接持股 72.999%
北京民生典当有限责任公司	5000	间接持股 100%
民生保险经纪有限公司	5000	间接持股 100%
民生银行股份有限公司	3403965	直接持股 2.46%
广西北部湾银行股份有限公司	325000	直接持股 6.09%
郑州银行股份有限公司	143393	间接持股 0.474%
中国民生信托有限公司	100000	直接持股 59.65%， 间接持股 25%
民生财富投资管理有限公司	10000	直接持股 100%

资料来源：公司提供

注：民生保险经纪有限公司因转让予民生控股股份有限公司，公司对其不再直接持股；北京民生典当有限责任公司因转让予民生控股股份有限公司，公司对其不再直接持股；民生证券股份有限公司因转让予泛海控股股份有限公司，公司对其不再直接持股。

除民生证券外，公司主要投资控股的金融机构还包括：北京民生典当有限责任公司、民生保险经纪有限公司和中国民生信托有限公司（以下简称“民生信托”）等。2014 年，民生信托实现营业收入 4.68 亿元，其中信托业务收入 3.38 亿元，利息收入 0.60 亿元，投资业务收入 0.71 亿元，公允价值变动收益及其他 -0.02 亿元，净利润 1.87 亿元。民生信托各类风险监管指标保持良好，截至 2014 年底，净资产 32.52 亿元，净资本 30.58 亿元，风险资本 6.84 亿元，净资本覆盖率 447.04%，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 2014 年底，公司对民生银行和广西北部湾银行持股比例分别为 2.46% 和 6.09%。

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. 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。

2014 年，《经济观察报》全年发行 4434137 份，其中零售 2305751 份，占发行量的 52%，征订 2128385 份，占发行量的 48%。与同类媒体相比，《经济观察报》2014 年广告占版率为 14%，在财经媒体中排名第一。2014 年，《经济观察报》广告市场份额为 32%（每周 1 刊），21 世纪为 26%（每周 5 刊），第一财经为 25%（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。

6. 其他板块

除上述几大产业板块外，公司还通过控、参股的方式进行各类优质业务的战略投资。主要包括联想控股股份有限公司、民生控股、中信产业投资基金管理有限公司、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。

2014 年，民生控股实现战略转型，主营业务由商品零售业务变更为包括典当业务、保险经纪业务等在内的中小金融服务，金融服务业务收入将逐步成为民生控股的重要利润来源。2014 年，民生控股商品零售实现营业收入 4.27 亿元，同比下降 11.53%；典当业务收入 0.26 亿元，同比增加 235.10%；民生保险经纪保费规模 0.17 亿元，同比增加 294.61%，佣金收入 0.03 亿元，同比增加 468.25%。2014 年，民生控股证券投资收益和公允价值变动收益合计实现 0.87 亿元，较 2013 年同期上升 0.97 亿元。2014 年，民生控股实现利润总额 1.30 亿元，同比上升 371.51%，净利润 1.00 亿元，同比上升

335.56%。

印尼棉兰燃煤电站工程项目方面，自 2014 年度 1 月份开始，泛海能源控股股份有限公司（以下简称“泛海能源”）会同咨询公司对棉兰项目进行了几十次的技经测算和评价分析，与印尼国家电力公司谈判小组经过了多轮谈判，最终使得对方全面接受泛海能源提出的技术方案、投资概算及电价水平，并签署谈判会议纪要。经过审议，印尼国家电力公司正式批准棉兰项目谈判会议纪要并于 4 月 24 日签署锁定电价的《Head of Agreement》（HOA），将购售电协议（PKS）中的电价水平、运行模式、建设工期、运行年限等进行了详细规定。12 月 19 日，PKS 正式完成签署。公司协调上海电建、西南设计院各方对项目备选场地进行现场勘查，对进场道路选择、土地洽购等事宜开展现场调研，通过多轮谈判，最终达成了地价锁定协议，于年内完成了土地购买手续。项目已于 12 月份已开始吹沙回填地基处理工作。

此外，跟踪期内，公司其他能源类投资项目经营基本保持稳定，无重大变化。其中，澳大利亚 CuDECO Ltd. (ASX: CDU) 为澳大利亚上市公司，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 2014 年底，公司持有该公司约 3086 万股，占其总股本 13.1%，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 2200 公顷，是一个世界级的铜/钴和黄金资源项目，铜矿推断资源为 2.72 亿吨（品位 0.7%），其中还包括丰富的金、银、碲和铀等资源。一个全新的储量为 3.3 亿吨（品位 14%）的磁铁矿资源已被探明，将纳入未来的开采计划。Rockland 项目于 Las Minerals 矿田正进行第二阶段挖掘，分别挖至 LM1 矿坑和 LM2 矿坑的 70 米深和 30 米深，仍然处于高品位矿石区域。矿区的主要基础设施和设备安装大部分已完成，其他未完成部分正在加快建设，预计 2015 年 7 月份正式投产（截至 2014 年底实现收入 4.3 万美元）。此外，公

公司已与 CuDECO 签署铜矿包销协议，拥有稳定的资源销售收益。

新能凤凰（滕州）能源项目于 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。2014 年累计实现营业收入 15.99 亿元。

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 2014 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。

九、财务分析

公司提供的 2013~2014 年财务报表经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。

合并范围方面，2014 年，公司新成立一级子公司 1 家：民生财富投资管理有限公司，注册资本 10000.00 万元，公司对其持股比例 100.00%；结构化主体 1 家：泛海美术馆，注册资本 3000.00 万元，公司对其持股比例

100.00%，业务范围为展览；同时，因民生保险经纪有限公司、北京民生典当有限责任公司转让予民生控股股份有限公司，民生证券有限责任公司转让予泛海控股股份有限公司，公司对其不再直接持股。公司合并范围的变化对财务数据可比性影响较小。

截至 2014 年底，公司资产总额 1272.31 亿元，所有者权益 312.40 亿元（含少数股东权益 62.07 亿元）；2014 年实现营业总收入 89.01 亿元，利润总额 12.58 亿元。

1. 盈利能力

2014 年，公司实现营业总收入 89.01 亿元，同比增长 4.50%。2014 年，公司金融保险业务板块收入在行业活跃度回升的带动下，营业收入实现显著增长，为 17.66 亿元，同比增长 21.84%，为公司营业总收入来源的重要补充；公司房地产业务实现收入 55.42 亿元，同比增长 0.93%；商业板块实现营业收入 7.43 亿元，同比小幅增长 2.45%。公司其他板块业务经营正常，在营业总收入中占比较小，对公司盈利能力影响不大。

2014 年，公司营业成本为 30.69 亿元，同比小幅下降 3.68%，主要为房地产业务成本。同期，公司营业利润率为 50.74%，同比增长 2.38%。

期间费用方面，2014 年，公司期间费用为 58.31 亿元，同比增长 13.57%，其中销售费用 3.48 亿元，同比增长 15.99%；管理费用 18.55 亿元，同比增长 4.89%；由于利息净支出增加较多，同比增长 19.75%，导致财务费用增长较快，2014 年达到 36.29 亿元，同比增长 18.35%。2014 年，公司期间费用率达 65.52%，同比增加 5.24 个百分点，期间费用对公司利润侵蚀明显。

非经常性损益方面，2014 年，公司公允价值变动收益 7.99 亿元，同比下降 36.88%，其中投资性房地产的公允价值变动产生收益 8.01 亿元，股票、债券、基金等交易性金融资产公允价值变动损失 0.02 亿元。2014 年，公司获得投

资收益 20.24 亿元，同比增长 31.19%，其中主要为长期股权投资收益 7.74 亿元、可供出售金融资产投资收益 3.36 亿元、交易性金融资产投资收益 9.01 亿元。公司非经常性损益对公司利润形成贡献度高，但其波动性较大。

2014 年，公司营业外收入及营业外支出均减少，其中营业外收入 0.39 亿元，同比下降 87.26%，其中主要为税收返还和政府补助 0.31 亿元；营业外支出 1.61 亿元，主要为赞助、捐赠支出 1.58 亿元。

2014 年，公司利润总额 12.58 亿元，同比小幅下降 0.55%；公司当年按税法及相关规定计算的当期所得税为 7.92 亿元，递延所得税调整 -2.34 亿元，所得税费用 5.58 亿元；同期公司净利润 7.00 亿元，同比增长 44.72%。

盈利指标方面，2014 年，公司营业利润率、总资产收益率、净资产收益率分别为 50.74%、3.99%、2.24%，总资产收益率与 2013 年基本持平，营业利润率及净资产收益率均小幅增长。

总体看，跟踪期内，公司收入及净利润规模有所增长，受益于房地产土地成本较低及金融业务毛利率高，公司营业利润率较高且保持稳定增长；公司战略投资带来的股权投资效益为公司利润形成重要补充，但其波动较大。联合资信同时关注到，公司财务费用规模大，对利润增长形成拖累。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 -20.15 亿元，较上年净流出规模有所收窄。经营活动现金流入方面，2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 78.89 亿元，同比增长 14.61%，主要为房地产板块房屋销售款；公司现金收入比为 88.63%，同比增长 7.82 个百分点，收入实现质量一般；2014 年，公司收取利息、手续费及佣金的现金为 19.50 亿元，回购业务资金净增加额 -1.79 亿元，处置交易性金融资产净增加额为 6.81 亿元；2014 年，公司收到其他与经营活动有关的现金

为 145.36 亿元，主要包括民生证券代理买卖证券收到的现金净额 46.05 亿元，收回上海市规划项目投标款 49.60 亿元，收到泛海集团有限公司往来款 27.33 亿元，以及其他单位往来款；2014 年，公司经营活动现金流入为 249.83 亿元，同比增长 129.17%。经营活动现金流出方面，2014 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金 82.71 亿元，同比增长 22.82%，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；2014 年，支付其他与经营活动有关的现金为 152.18 亿元，同比增长 40.83%，主要包括民生证券融出资金净增加额 18.19 亿元，民生信托客户贷款及垫款 4.00 亿元，支付泛海集团有限公司往来款 29.11 亿元，支付关联方常新资本投资管理有限公司往来款 27.03 亿元，支付上海市规划项目投标款 49.60 亿元，支付润海投资公司往来款 1.00 亿元；2014 年，公司经营活动现金流出为 269.98 亿元，同比增长 28.76%。

投资活动方面，2014 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 -33.46 亿元，与上年净流出规模基本持平。2014 年投资活动现金流入 51.91 亿元，同比增长 57.39%，其中收回投资收到的现金占比大，为 41.39 亿元，占比 79.73%，主要包括收回民生控股投资及收益 14.76 亿元、经观信成 2.24 亿元理财产品、民生信托 10.76 亿元信托计划款、泛海能源 4.86 亿元大连万达股权投资款及收益、民生财富 0.41 亿元、公司本部本部 8.35 亿元（出售民生可转债收回投资 3.08 亿元，收回宏信证券理财投资 3.60 亿元，收回联恒永信投资款 0.23 亿元，收回绵阳基金投资款 0.60 亿元等）。2014 年，公司投资活动现金流出 85.36 亿元，同比增长 25.93%，其中投资支付的现金占比大，为 72.00 亿元，占比 84.34%，主要包括民生控股 12.84 亿元（国债逆回购 8.81 亿元，股票投资 4.03 亿元）、民生信托 14.07 亿元信托计划、泛海能源 15.72 亿元、民生财富 0.95 亿元、泛海控股 22.25 亿元（支付中民投出资款 2%股权 10.00

亿元，预付民安保险股权收购款 5.00 亿元，支付收购武汉公司股权款 1.12 亿元，购买中信股份股票 6.13 亿元）等。

筹资活动方面，2014 年，公司筹资活动现金流量净额为 128.90 亿元。2014 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 548.17 亿元，其中取得借款收到现金 504.12 亿元，占比 91.96%。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本金及利息，2014 年筹资活动现金流出总计 419.27 亿元，其中偿还债务支付的现金为 349.44 亿元，占比 83.34%。

总体看，跟踪期内，公司房地产业务开发规模扩大、金融类业务现金流及各类往来款对其他与经营活动有关的现金影响大，公司经营现金流依然表现为净流出，但规模有所收窄；公司各类投资支出有所增长，伴随收回投资现金流入规模的扩大，投资净现金流出与上年基本持平；公司经营及投资活动资金需求大，主要依赖外部融资满足资金需求；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 2014 年底，公司资产总额 1272.31 亿元，同比增长 29.76%，其中流动资产占 61.19%，非流动资产占 38.81%，资产结构以流动资产为主，与 2013 年基本一致。

截至 2014 年底，公司流动资产 778.56 亿元，同比增长 18.99%，主要源于结算备付金、应收票据、应收利息和货币资金的增长。公司流动资产主要以货币资金（占 20.13%）、其他应收款（占 16.58%）和存货（占 47.13%）为主。

截至 2014 年底，公司货币资金 156.73 亿元，同比增长 51.28%，其中银行存款 155.90 亿元。

截至 2014 年底，公司结算备付金 24.70 亿元，同比增长 159.26%，均为子公司民生证券的结算备付金。

截至 2014 年底，公司交易性金融资产 23.31 亿元，主要为民生证券与民生信托的交易性金融资产。

截至 2014 年底，公司应收账款为 15.86 亿元，同比增长 47.01%，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 95.53%，主要为应收售房款等。公司应收账款坏账准备 0.82 亿元。

截至 2014 年底，公司新增融出资金 32.37 亿元，主要为民生证券对个人融出资金 32.22 亿元，其余为对机构融出资金。

截至 2014 年底，公司存货 366.90 亿元，同比增长 21.35%，房地产项目和非房地产项目分别为 366.41 亿元和 0.49 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 2014 年底，公司其他流动资产为 7.16 亿元，同比下降 87.72%，其中主要包括信托贷款 3.96 亿元，占比 55.30%；银行理财产品 1.47 亿元，占比 20.54%；信托理财产品 1.30 亿元，占比 18.15%。

截至 2014 年底，公司非流动资产合计 493.75 亿元，同比增长 51.36%，主要系可供出售金融资产、投资性房地产、长期股权投资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 30.13%）、长期股权投资（占 12.94%）、投资性房地产（占 32.94%）和其他非流动资产（占 11.34%）为主。

截至 2014 年底，公司可供出售金融资产 148.77 亿元，同比增长 109.13%，其中主要系可供出售权益工具投资 141.01 亿元，占比 94.78%。

截至 2014 年底，公司投资性房地产 162.63 亿元，同比增长 39.40%。

截至 2014 年底，公司其他非流动资产 56.01

亿元,同比增长 58.68%,主要系泛海能源认购的“中信融金能源集合信托计划”次级收益权及回购溢价款。

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 2014 年底,公司所有者权益合计 312.40 亿元,同比增长 31.66%,主要来源于其他综合收益和未分配利润的增加,其中其他综合收益 44.09 亿元(其中可供出售金融资产公允价值变动损益 44.39 亿元),未分配利润 91.16 亿元,同比增长 37.15%。

所有者权益结构方面,截至 2014 年底,公司实收资本和资本公积分别占 24.97%和 10.40%,其他综合收益占比 14.11%,未分配利润分别占 29.18%,少数股东权益占 19.87%,公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2014 年底,公司负债总额 959.91 亿元,同比增长 29.15%。其中,流动负债占比为 50.09%,非流动负债占比为 49.91%,负债结构与 2013 年相比流动负债占比增加。

截至 2014 年底,公司流动负债 480.82 亿元,同比增长 49.99%,主要来自短期借款、代理买卖证券及一年内到期的非流动负债的增长。

截至 2014 年底,公司短期借款 81.75 亿元,同比增长 93.16%,其中质押借款 45.26 亿元,占比 55.37%;抵押、质押借款 19.00 亿元,占比 23.24%;保证借款 9.48 亿元,占比 11.59%。

截至 2014 年底,公司预收款项 22.08 亿元,同比增长 156.07%,其中主要为预收售楼款(泛海控股合并报表中预收售楼款为 20.36 亿元)。账龄在 1 年以内的预收款项为 18.89 亿元,1 年以上的为 3.19 亿元。

截至 2014 年底,公司代理买卖证券 78.56

亿元,同比增长 143.28%,主要是期末证券市场行情较好,经纪业务好转所致。

截至 2014 年底,公司一年内到期的非流动负债 204.76 亿元,均为一年内到期的长期借款。

截至 2014 年底,公司非流动负债 479.09 亿元,同比增长 13.34%,主要由长期借款(占 79.17%)、应付债券(占 11.55%)和递延所得税负债(占 8.88%)组成。

截至 2014 年底,公司长期借款 379.28 亿元,同比增长 4.78%,其中抵押借款 171.69 亿元,占比 45.27%;质押借款 104.24 亿元,占比 27.48%;抵押、担保借款 61.80 亿元,占比 16.29%。

截至 2014 年底,公司应付债券 55.33 亿元,其中“11 中国泛海债”28.00 亿元、“01 民生次级债”4.15 亿元、“02 民生次级债”4.20 亿元、美元债 18.98 亿元。

截至 2014 年底,公司有息债务规模达 740.73 亿元,同比增长 22.94%,为满足公司经营及投资活动的资金需求,公司对外融资规模扩大是整体有息债务增长较快。从债务结构看,公司有息债务以长期债务为主,占比 58.94%。

截至 2014 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 75.45%、70.34%和 58.29%,分别较上年下降 0.36 个、1.41 个和 4.07 个百分点。考虑到公司代理买卖证券款不构成实质负债,公司实际债务负担略低于上述指标值,但公司整体债务负担依然较重。

总体来看,跟踪期内,公司债务规模快速扩张,债务负担依然较重。有息债务以长期债务为主,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,2014 年,公司流动比率和速动比率分别为 161.92%、85.62%,流动负债规模增长较快使上述指标较上年有所下降。2014 年,公司经营活动现金流表现为净流

出，对流动负债不具备保障能力。整体看，跟踪期内，公司仍面临较大短期支付压力。

从长期偿债能力看，2014 年，公司 EBITDA 为 49.52 亿元，同比增长 13.55%，全部债务/EBITDA 为 14.96 倍，同比增加 1.14 个百分点。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 28.00 亿元。2014 年公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为 49.52 亿元和 249.83 亿元，分别为上述存续债券应偿还本金的 1.77 倍和 8.92 倍。公司 EBITDA 对上述存续债券保障能力一般，经营活动现金流入量对上述存续债券保障能力较强。

截至 2014 年底，公司对外担保额度 21.59 亿元，具体系公司二级子公司北京泛海信华置业有限公司、北京光彩置业有限公司、深圳市光彩置业有限公司、武汉王家墩中央商务区建设投资股份有限公司按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保，担保比率为 6.91%，公司或有负债规模小。

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 2015 年 6 月 23 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

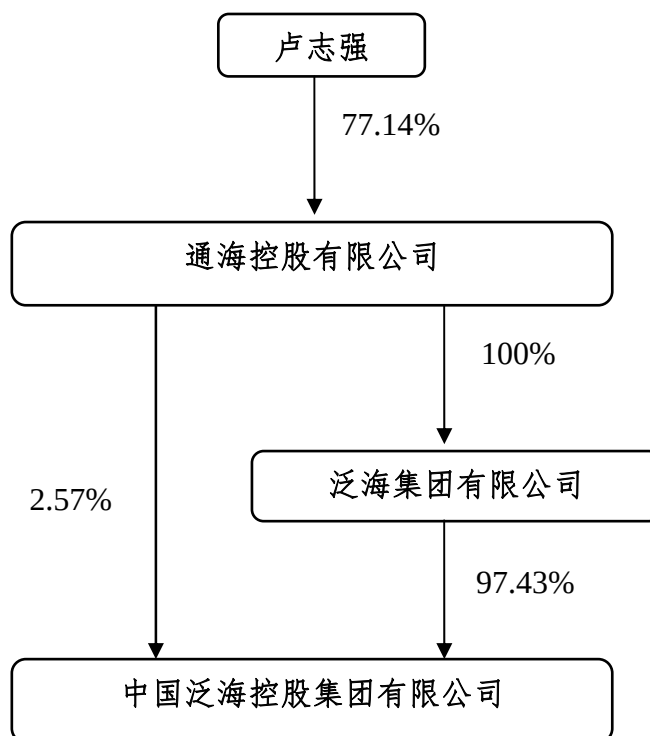
公司作为中国大型民营企业集团，经过二十多年的发展，形成了以金融产业为龙头，地产、能源、文化传媒及战略投资协调发展的多元化产业结构和业务格局，公司整体竞争实力较强。基于对公司自身经营和财务风险，以及宏观经济及行业环境的综合判断，公司整体抗

风险能力较强。

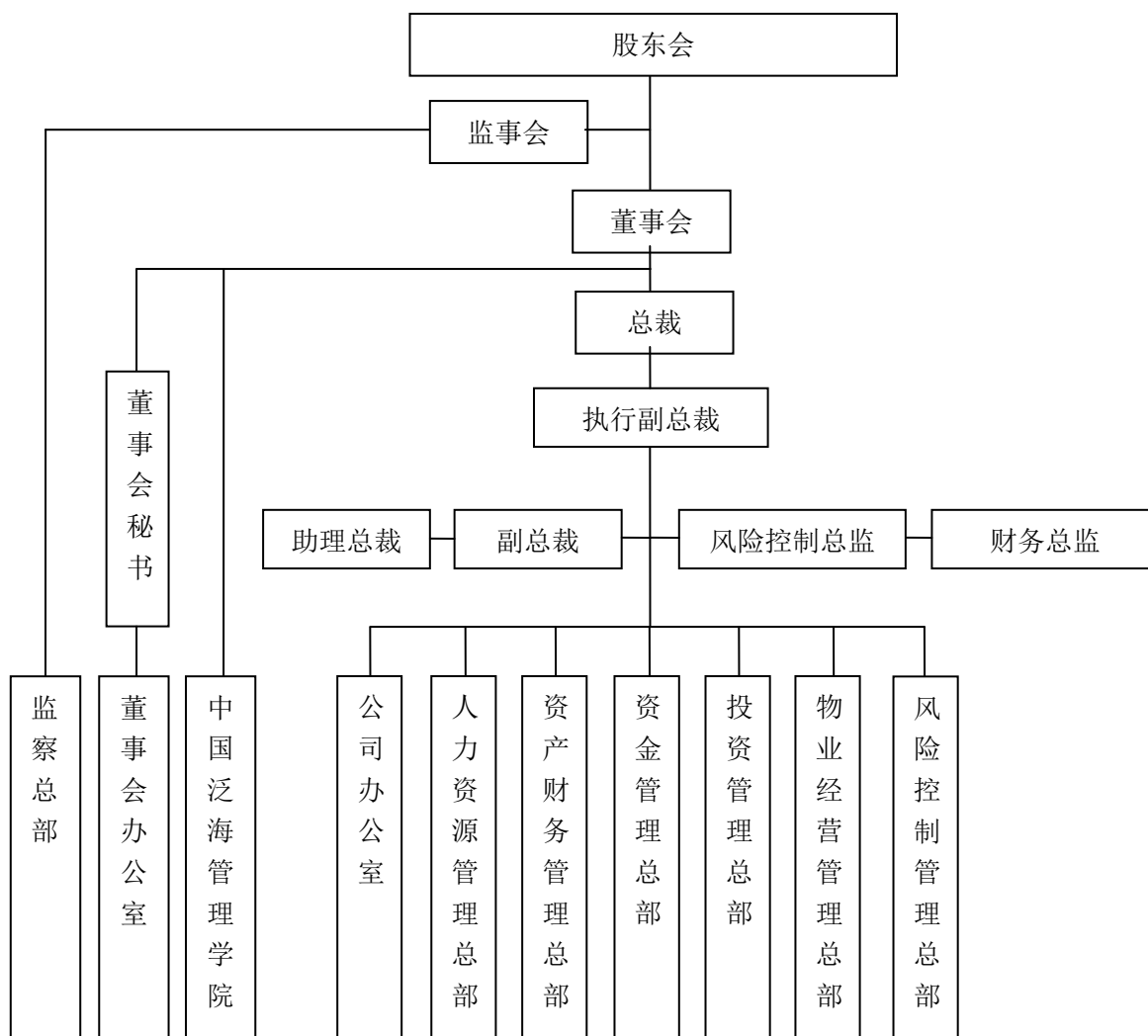
十、结论

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 2014 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	业务性质
泛海建设控股有限公司	北京	240000.00	74.17%	房地产开发
泛海控股股份有限公司	北京	455731.18	73.67%	房地产开发
泛海能源控股股份有限公司	北京	200000.00	80.00%	投资管理
泛海实业股份有限公司	潍坊	52528.00	94.21%	投资管理
民生控股股份有限公司	青岛	53187.15.799%	22.56%	投资管理
泛海能源投资包头有限公司	包头	50000.00	100.00%	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%	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%	投资管理
北京经观信成广告有限公司	北京	500.00	100.00%	广告业务
中国泛海国际投资有限公司	香港	19980.00 美元	100.00%	投资管理
泛海绿能投资有限公司	北京	10000.00	80.00%	投资管理
中国民生信托有限公司	北京	100000.00	69.30%	信托业务
泛海国际投资（美国）有限公司	美国	990.00 美元	100.00%	投资管理
民生财富投资管理有限公司	北京	10,000.00	100.00%	理财销售
泛海美术馆	北京	3,000.00	100.00%	展览

注：1.泛海控股股份有限公司原名为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；

2.民生控股股份有限公司原名为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；

3.泛海能源控股股份有限公司原名为泛海能源投资股份有限公司，自 2014 年 5 月 9 日起更名为现名。

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	115.19	133.98	180.08
资产总额(亿元)	786.60	980.54	1272.31
所有者权益(亿元)	218.59	237.27	312.40
短期债务(亿元)	124.35	209.37	304.18
长期债务(亿元)	297.48	393.16	436.56
全部债务(亿元)	421.83	602.53	740.73
营业总收入(亿元)	65.42	85.18	89.01
利润总额(亿元)	11.05	12.65	12.58
EBITDA(亿元)	39.97	43.61	49.52
经营性净现金流(亿元)	-16.66	-100.67	-20.15
财务指标			
销售债权周转次数(次)	15.34	11.31	6.67
存货周转次数(次)	0.07	0.10	0.11
总资产周转次数(次)	0.08	0.10	0.08
现金收入比(%)	86.64	80.81	88.63
营业利润率(%)	46.86	48.36	50.74
总资本收益率(%)	5.01	4.03	3.99
净资产收益率(%)	2.16	2.04	2.24
长期债务资本化比率(%)	57.64	62.36	58.29
全部债务资本化比率(%)	65.87	71.75	70.34
资产负债率(%)	72.21	75.80	75.45
流动比率(%)	210.66	204.11	161.92
速动比率(%)	113.93	109.79	85.62
经营现金流动负债比(%)	-6.83	-31.40	-4.19
全部债务/EBITDA(倍)	10.55	13.82	14.96

注：1. 公司 2015 年一季度财务数据未经审计；

2. 公司其他流动负债中的短期融资券已调整计入短期债务；

3. 融资租赁款等有息债务已计入全部债务。

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	
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% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
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	(营业总收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业总收入×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
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%

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。