跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1158 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将中国泛海控股集团有限公司的主体长期信用等级由AA调整为AA^+，评级展望为稳定，并将“11中国泛海债01/11泛海01”和“11中国泛海债02/11泛海02”的信用等级由AA调整为AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十八日

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)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

中国泛海控股集团有限公司公司债券跟踪评级报告

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：2016 年 6 月 28 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	133.98	183.26	435.04
资产总额(亿元)	980.54	1273.17	1994.37
所有者权益合计(亿元)	237.27	314.00	364.85
长期债务(亿元)	393.16	431.15	930.19
全部债务(亿元)	602.53	741.35	1258.93
营业收入(亿元)	85.18	89.01	140.98
利润总额 (亿元)	12.65	14.23	95.09
EBITDA(亿元)	43.61	51.17	147.32
经营性净现金流(亿元)	-100.67	-18.62	-39.71
营业利润率(%)	48.36	50.74	52.62
净资产收益率(%)	2.04	2.90	25.02
资产负债率(%)	75.80	75.34	81.71
全部债务资本化比率(%)	71.75	70.25	77.53
流动比率(%)	204.11	160.59	212.62
全部债务/EBITDA(倍)	13.82	14.49	8.55
经营现金流动负债比(%)	-31.40	-3.84	-5.93

注：1. 公司 2014 年财务数据采用差错调整后的 2015 年年初数；
2. 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；
3. 长期应付款中融资租赁款调整至长期债务。

分析师

孙宏辰　景 雪
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，受益于房地产行业景气度回暖及货值较高的北京项目逐步推盘销售，房地产板块销售业绩同比显著提升且受益于具有优势的土地成本，毛利率保持较高水平；金融板块发展迅速，收入及利润增长显著，完成收购亚太财产保险有限公司的股权，使公司金融业务种类更加丰富；公司资产总额快速增长，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，公司债务规模大幅扩张、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。

子公司泛海控股股份有限公司非公开发行股票，一定程度上优化了公司资本结构，降低了负债水平。

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，北京及上海房地产项目盈利水平高，对未来业绩提供了有效支撑；公司投资企业质地优良，发展前景良好。

跟踪期内，公司EBITDA及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，联合资信将公司主体长期信用等级由AA调整为AA^+，评级展望为稳定，并将“11中国泛海债01/11泛海01”和“11中国泛海债02/11泛海02”的信用等级由AA调整为AA^+。

优势

1. 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，为后期盈利奠定基础。

2. 跟踪期内，公司金融板块发展迅速，收入及利润增长显著，对亚太财产保险有限公司股权的收购丰富了公司金融业务种类。
3. 跟踪期内，公司资产规模快速增长，资产结构保持稳定，整体资产质量良好。
4. 2016 年 1 月，子公司泛海控股股份有限公司非公开发行股票募集资金，优化了公司资本结构。
5. 公司 EBITDA 及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，公司债务规模扩张迅速，债务负担进一步加重，期间费用对利润侵蚀明显。
2. 公司利润主要来自于调整联想控股股票会计核算方式产生的投资收益。
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“11 中国泛海债 01/11 泛海 01”、“11 中国泛海债 02/11 泛海 02”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 2015 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（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 2015 年底，公司拥有 12 家纳入合并范围一级子公司，其中全资子公司 5 家，控股子公司 7 家。公司下属全资、控股和参股子公司中包含 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 2015 年底，公司持股比例分别为 73.82%和 22.56%；民生银行为公司参股子公司，截至 2015 年底公司持股比例 2.30%，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 2015 年底，公司持股比例为 16.98%。

截至 2015 年底，公司资产总额 1994.37 亿元，所有者权益 364.85 亿元（含少数股东权益 89.58 亿元）；2015 年实现营业总收入 140.98 亿元，利润总额 95.09 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

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 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，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

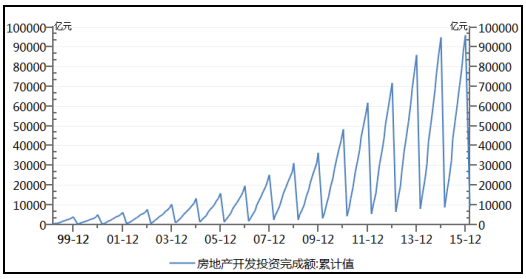
四、行业及区域经济环境

1. 房地产行业

2015 年以来，在延续 2014 年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，房地产开工面积增速和房地产投资增速依然地位徘徊，全国房地产市场区域分化严重，国房景气指数低位震荡。随着大量利好政策逐步出台，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，市场难以呈现爆发式增长。

房地产开发方面，2015 年，全国房地产开发投资额增速较上年继续回落，全年房地产开发投资 9.60 万亿元，较上年增长 1.0%。其中，住宅投资 6.46 万亿元，占房地产开发投资总额的 67.3%。2015 年，全国房屋新开工面积 15.4 亿平方米，同比下降 14.0%，其中，住宅新开工面积 10.7 亿平方米，同比下降 14.6%。

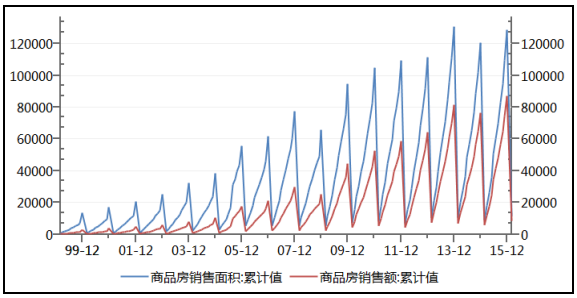
图 1　房地产开发投资完成额



资料来源：Wind 资讯

房地产销售方面，在政策不断利好的刺激下，全国整体的房地产销售情况温和回暖。2015 年，全国商品房销售面积和销售额同比均有所增长。全国商品房销售面积为 12.85 亿平方米，同比增长 6.5%，销售额为 8.73 万亿元，同比增长 14.4%。房地产供求对比方面，2015 年，中国房地产市场区域分化仍较为严重，整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。其中，一线城市仍房价畸高，部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩、库存较高，房价下行压力较大。

图 2　商品房销售面积与销售额



资料来源：Wind 资讯

宏观调控政策方面，2015 年国家进一步导向稳增长、调结构，积极聚焦于促消费，鼓励自住和改善性需求。2015 年 2 月 5 日，中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施。2015 年 3 月 1 日起，央行年内首次降息 0.25 个百分点。2015 年 3 月 30 日，央行、住建部、银监会联合下发《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关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，发布了二套首付降为 40%，首套房公积金贷款首付降为 20%，二套房公积金贷款首付降为 30%，财政部、国税总局将个人出售住房免征营业税由 5 年调整为 2 年以上。2015 年 4 月 20 日起，央行再次下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，降准之后，购房者申请房贷的限制更为宽松。2015 年 5 月 11 日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整，这一调整使商业房贷利率调整到了 5.65%，住房公积金贷款利率调整到 3.75%。2015 年以来，多次降息降准，提振了市场信心。2015 年 10 月 29 日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对居住功能需求和住房的升级需求。

2016 年以来，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政。2 月 2 日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知明确，在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点。2 月 19 日，财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，明确对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1%的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5%的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1%的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 2%的税率征收契税。营业税方面，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征营业税。从相关数据来看，2016 年 1~2 月，全年房地产开发投资 9051.79 亿元，同比增长 3.00%，其中住宅投资 6027.52 亿元；房屋施工面积 60.35 亿平方米，同比增长 5.90%，其中住宅施工面积 41.46 亿平方米；房屋新开工面积 1.56 亿平方米，同比增长 9.70%；竣工面积 1.39 亿平方米，同比增长 28.90%。销售方面，2016 年 1~2 月，全国商品房销售额 8576.81 亿元，同比增长 43.60%。相关政策的出台刺激了购房需求，一定程度减缓三、四线城市库存高企的压力，2016 年以来中国房地产市场有所回暖。

总体看，2015 年以来房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。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。

商业地产现状

商业地产作为经营性物业，主要受到国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力的影响；同时，由于商业地产的投资属性突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。我国房地产调控政策主要针对住宅物业，商业地产受房地产调控政策影响相对较小，因此，近年来我国商业地产发展速度较快。

从物业选址方面，住宅开发可选地块较多，区域分布较广；商业物业对城市规划和商圈依赖性较强，可供应土地量相对较小，物业形态受经营规划和所在区位的影响较大。从规划设计看，商业物业的客户结构与住宅物业差异较大，住宅物业以自住为主，投资需求占比不高；商业物业的投资属性远高于住宅物业，商业物业的个性化特点鲜明，各种不同业态对物业的设计规划要求不同，因此在考虑未来物业形象和定位时，既要考虑终端消费者的消费需求，也要保持对未来投资者的吸引力，商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从建成后的资金回笼情况看，商业物业由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产。

从全国商业地产的增速来看，2008 年之后，由于“四万亿”刺激政策和宽松货币政策的共同作用，我国经济保持较高增长速度，商业地产行业景气度随之提升，2009 年和 2010 年，全国商业营业用房销售面积同比大幅增加 24.20%和 29.90%，远超同期 GDP 增速。随后，由于我国货币政策逐渐转向稳健，经济增速逐步回落，商业地产行业景气度也波动回落，2014 年全国商业营业用房销售面积和销售金额同比分别增长 7.20%和 7.60%。进入 2015 年，由于我国经济转型持续深入，国民经济增速进一步放缓，商业地产行业景气度持续下滑，全国商业营业用房销售面积和销售金额分别仅较上年同期增长 1.90%和下降 0.70%。

从租金水平上看，一线城市，尤其是核心商圈，由于人流较大、新增地块有限，商业地产处于供不应求状态，2008 年以来租金保持稳步上涨，但自 2013 年后租金水平有较大回落；另外 11 城市零售物业平均首层租金水平自 2008 年后较为稳定，但受宏观经济影响及城市供给较多、竞争较为激烈影响，2013 年后出现迅速下跌情形。

2. 证券行业概况

证券市场发展

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。历经 20 多年的发展，我国证券市场初步形成以股票市场、债券市场及衍生品市场为主的市场格局，市场规模快速扩大，参与主体不断丰富，市场层次建设和监管体制改革取得一定成效。截至 2014 年末，我国境内上市公司数量达 2613 家，股票总市值达 37.25 万亿元，股票有效账户 1.42 亿户；我国债券存量余额 35.32 亿元，其中银行间债券市场存量余额占比 81.34%，我国银行间市场现券交割量 30.98 亿元。随着证券市场的持续发展，证券市场所肩负的融资、定价、优化资源配置等功能将进一步发挥。证券市场持续快速发展将为国内证券公司的业务创新和发展提供较广阔的市场空间。

证券市场主体及竞争格局

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。证券公司是证券市场主要的机构参与者，提供证券市场投融资及投资管理等中介服务。截至 2014 年底，我国共有 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；截至 2015 年 9 月底，我国共有 124 家证券公司，全行业资产总额 6.71 万亿元，净资产 1.35 万亿元，净资本 1.16 万亿元，证券行业资产总额、净资产和净资本较 2014 年末均上升。

由于业务种类和主要收入来源趋同，证券公司间的同质化竞争激烈。截至 2014 年末，资产总额、净资产、净资本、营业收入以及净利润排名前 10 家的证券公司合计占全行业的比重分别为 49.62%、45.48%、41.14%、41.84%和 46.62%。随着证券专业化程度的提高，规模和经验较高的大中型证券公司将获得更大的竞争优势，行业集中度可能进一步上升。

我国金融业实行分业经营体制，但随着各种创新业务品种和模式的推出，商业银行、保险公司和其他非银行金融机构也在向证券公司传统业务领域渗透，证券公司面临行业竞争加剧的风险。

证券公司业务

我国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。证券经纪业务是我国证券公司目前最主要的业务组成部分，由于市场竞争加剧，经纪业务市场平均佣金率不断下滑，但仍是证券公司收入的主要来源。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。目前，证券公司的投资银行业务仍以证券承销与保荐业务为主；管理业务初步形成了包括集合资产管理、定向资产管理及专项资产管理等在内的产品体系。证券公司开展的创新业务主要包含柜台交易业务、基金代销业务、公募基金业务、融资融券业务、证券约定购回式证券交易、债券质押式报价回购业务等。

总体看，证券公司在国内资本市场快速发展过程中获得了良好的发展机遇，传统业务持续较快发展，新业务机会不断增多，市场竞争格局不断变化。未来几年，随着多种鼓励创新和监管放松政策的持续落实，证券公司的收入结构有望得到优化，但目前股票市场的波动使证券公司短期内的盈利水平承压较大。

证券公司风险

证券公司普遍将完善公司治理结构作为风险管理的重要组成部分，明确了不同主体在风险管理上的职能；通过制定基本风险管理制度、内部控制制度或定期制作风险评估报告，明确风险管理的具体方法；依据监管要求，各证券公司已建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，以及定期或不定期的压力测试和敏感性分析机制，为公司决策提供依据，风险管理能力较行业综合治理之前有了明显的进步。现阶段我国证券公司面临的主要风险包括市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险和法律及政策风险。市场风险是证券公司面临的最主要的风险，主要包括价格风险、利率风险和汇率风险。信用风险主要来自交易、债券投资业务以及融资融券业务中的客户违约风险。流动性风险主要指证券公司在经营过程中，如受市场变化、信用等级下调、资产负债期限结构不匹配等因素的影响可能产生流动性风险。操作风险与证券公司的制度建设、员工素质以及技术投入等管理因素密切相关。法律风险是指证券公司的经营行为违反了相关法律法规而造成损失的风险。政策风险主要指国家宏观政策或行业监管政策的变动对证券公司业务范围、经营方式、市场竞争等影响而产生损失的风险。

2012 年以来，证监会出台多项措施支持行业创新，包括提高证券公司理财类产品创新能力、放宽业务范围和投资方式限制、扩大代销金融产品范围、鼓励券商参与场外市场建设和中小企业私募债试点等，对证券公司加强业务创新、调整盈利结构、转变经营发展模式具有积极推动作用。此外，证监会还通过降低净资本扣减比例和风险资本准备计算标准等措施放松对证券公司的净资本要求。2014 年 10 月，经中国证监会批准，沪深证券交易所发布《证券公司短期公司债券业务试点办法》，准许证券公司在交易所债券市场试点发行短期公司债券，这对证券公司拓宽融资渠道、提高财务杠杆起到积极作用。中国证券业协会发布并实施了《证券公司全面风险管理规范》及《证券公司流动性风险管理指引》，要求证券公司建立

全面风险管理体系，设立首席风险官，安排专职人员、专门部门开展流动性、市场、信用、操作等风险的管理工作；针对流动性管理，新设流动性覆盖率和净稳定资金率等两项监管指标，要求证券公司按期达到指标要求。这标志着证券公司已进入全面风险管理时代。

总体看，未来一段时间，证券公司将迎来业务创新和发展的良好外部机遇，资本实力、管理水平、创新能力以及人才储备等因素是影响证券公司市场竞争力的主要因素。

五、基础素质分析

截至 2015 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 2015 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显著增长，整体竞争实力强。

六、管理分析

跟踪期内，公司原助理总裁王彤女士及助理总裁冯壮勇先生离任，主要系集团内部调动。此外，公司在其他高管人员及管理体制方面未发生变化。

七、重大事项

经中国证券监督管理委员会《关于核准泛海控股股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2015]3113 号），子公司泛海控股 2016 年 1 月向包括公司在内的 9 名特定投资者非公开发行股票 63888.89 万股，发行价格为 9.00 元/股，募集资金总额 57.50 亿元，扣除发行费用 0.53 亿元后，募集资金净额为 56.97 亿元。此次非公开发行后，泛海控股总股本变更为 519620.06 万股，公司持有泛海控股股份 346002.95 万股，占泛海控股总股本的 66.59%。截至 2016 年 2 月底，上述股本变更的工商手续已办理完成。此次非公开发行一定程度上优化了公司的资本结构，降低了负债水平，将体现于公司 2016 年一季度财务报表中。

八、经营分析

1. 经营概况

2015 年，公司收入规模大幅增长，达 140.98 亿元，同比增长 58.39%。收入构成以房地产业及金融保险业为主。2015 年，公司房地产板块实现收入 86.72 亿元，同比增长 56.48%，主要受结算收入增加影响；占公司营业总收入的比重为 61.52%。2015 年，伴随子公司民生证券及民生信托收入显著增长，公司金融、保险业板块收入 38.85 亿元，同比大幅增长 120.00%，该板块比重由 2014 年的 19.84%提升至 27.56%。2015 年，公司租赁业板块收入较快增长，为 8.23 亿元，同比增长 56.24%，主要系物业出租率提高所致。2015 年，公司商业板块收入 4.19 亿元，同比下降 43.52%，主要原因系子公司民生控股 2014 年底减持青岛利达商厦股权。公司其余板块收入规模不大，对整体营业收入影响小。

毛利率方面，2015 年，公司整体毛利率为 63.41%，较 2014 年降低 2.09 个百分点；房地产业务方面，由于公司拿地较早，成本较低，该业务板块毛利率仍较高，2015 年为 48.36%，较 2014 年减少 10.57 个百分点，主要系征地拆迁成本上升所致；金融保险业务方面，由于行业特点，整体毛利率高，2015 年为 95.46%；同期，公司租赁业毛利率为 91.08%，商业板块毛利率为 42.43%。

总体看，跟踪期内，公司营业收入大幅增

长，毛利率有所降低但仍保持较高水平。

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	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产业	55.42	62.27	*58.93*	86.72	61.52	*48.36*
金融、保险业	17.66	19.84	*99.70*	38.85	27.56	*95.46*
租赁业	5.27	5.92	*96.86*	8.23	5.84	*91.08*
商业	7.43	8.34	*27.54*	4.19	2.98	*42.43*
酒店服务业	0.62	0.69	*67.31*	0.53	0.38	*68.20*
物业管理	1.28	1.44	*-16.29*	0.94	0.66	*0.18*
广告业	1.00	1.12	*46.92*	0.98	0.70	*45.76*
其他	0.34	0.38	*66.24*	0.53	0.38	*53.32*
合计	**89.01**	**100.00**	***65.52***	**140.98**	**100.00**	***63.41***

资料来源：公司审计报告

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，2015 年，泛海控股继续发挥房地产业务既有优势，加快项目价值释放，当年在施总建筑面积 468.31 万平方米，同比下降 16.53%，其中新开工面积 24.79 万平方米，同比下降 77.69%，主要系本年度新开工不分析项目暂未取得土地证，未列入本年数据统计所致；当年完成主体竣工面积 89.11 万平方米，同比增长 19.87%。

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	2014 年	2015 年
在施面积	561.06	468.31
新开工面积	111.10	24.79
主体竣工面积	74.34	89.11
销售结算面积	31.64	35.18
销售结算收入	55.37	86.63

资料来源：公司提供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，2015 年，泛海控股实现签约销售面积 46.91 万平方米，同比下降 14.54%，签约销售收入 150.85 亿元，同比增长 54.20%，签约销售区域主要集中于北京市及武汉市。公司房地产签约销售金额中，一线城市金额占当年签约销售金额的 56.22%。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，目前已有平安银行、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。2015 年，泛海控股签约销售金额中住宅占 78.79%，商业、公寓及写字楼占 21.21%。2015 年，泛海控股销售结算面积 35.18 万平方米，同比增长 11.19%；销售结算收入 86.63 亿元，较 2014 年显著增长 56.46%，主要由于结转项目均价较高所致。

截至 2015 年底，泛海控股房地产项目可售面积共计 67.81 万平方米，其中北京泛海国际居住区（二期）项目 9.93 万平方米，上海泛海国际公寓项目 0.69 万平方米，武汉中央商务区项目住宅业态共计 26.44 万平方米。根据 2015 年各项目销售情况，北京泛海国际居住区（二期）签约均价 8.27 万元/平方米，上海泛海国际公寓签约均价 8.22 万元/平方米，武汉中央商务区住宅业态签约均价 1.98 万元/平方米，仅上述三项未来即可实现收入 140.17 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、沈阳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。2015 年，公司房地产板块由于前期拆迁成本增加，毛利率

有所下降，为 48.36%，仍保持在较高水平。

表 3　2014～2015 年泛海控股主要房地产销售项目（单位：平方米、亿元）

销售项目	区域	2014 年签约面积	2014 年签约金额	2015 年签约面积	2015 年签约金额	项目类型
武汉泛海国际居住区樱海园	武汉	33991.81	6.79	11319.34	3.38	住宅
武汉 SOHO 国际城		165878.02	27.09	77175.90	14.31	写字楼
武汉泛海国际居住区悦海园		9240.99	1.38	1899.79	0.29	住宅
武汉城市广场三期商业		546.73	0.17	-	-	商业
武汉竹海园		55811.24	8.77	19828.37	3.06	住宅
武汉松海园		49883.13	7.71	39390.01	6.54	住宅
武汉兰海园		25117.69	6.04	31138.18	7.95	住宅
武汉香海园		93378.33	14.94	-	-	住宅
武汉桂海园		-	-	110718.02	21.30	住宅
武汉城市广场二期公寓		-	-	10058.05	1.73	公寓
宗地 17		40500.00	5.54	50000.00	7.45	写字楼
宗地 14		57500.00	8.59	-	-	写字楼
杭州泛海国际中心	杭州	-	0.25	-	-	写字楼（车位）
深圳拉菲花园二期	深圳	564.58	0.15	-	-	住宅
深圳泛海国际中心		5877.82	1.76	24952.79	8.51	综合体
北京泛海国际居住区二期（星火）	北京	3135.45	2.13	24600.00	19.11	住宅
北京泛海国际居住区二期（东风）		7514.55	6.52	61700.00	52.29	住宅
上海泛海国际公寓	上海	-	-	5959.00	4.90	住宅
沈阳泛海国际居住区	沈阳	-	-	390.57	0.03	住宅
合计	-	**548940.34**	**97.83**	**469130.02**	**150.85**	-

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2015 年底，泛海控股在建项目主要集中在北京、武汉、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。2014 年在建项目中，松海园及深圳泛海城市广场项目（三期）已于跟踪期内竣工。截至 2015 年底，在建房地产项目建筑面积合计 456.82 万平方米，截至 2015 年底已累计完成投资 364.27 亿元，未来仍需投资 92.55 亿元。公司房地产开发业务尚需投资规模大，未来面临较大的筹资压力。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 2015 年底泛海控股主要在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目	区域	占地面积	建筑面积	总投资	截至 2015 年底已投资	预计竣工时间
泛海城市广场二期	武汉	3.04	21.99	17.26	2.23	2016 年 8 月
碧海园		1.08	7.42	7.10	2.10	2016 年 1 月
财富中心		1.03	9.63	8.19	3.26	2016 年 1 月
国际中心		2.92	24.37	28.76	12.34	2016 年 5 月
世贸中心		21.31	125.35	118.58	6.49	2023 年
武汉中心		2.80	36.66	55.15	21.78	2017 年 12 月
泛海时代中心（宗地 17）		4.29	38.71	38.35	1.28	2018 年 10 月
桂海园		8.03	29.20	25.3	6.20	2016 年 6 月
芸海园		10.78	40.70	43.10	0.57	2017 年 12 月
宗地 23-1		1.25	3.18	2.04	0.67	2017 年 4 月
武汉中央商务区基础设施建设		-	-	120.52	62.09	2019 年

北京泛海国际居住区 2#、3#地块	北京	17.52	25.78	127.87	102.18	2017 年 12 月
北京东风家园五区		5.54	22.85	109.86	57.39	2016 年 6 月
上海泛海国际公寓（10#）	上海	4.39	22.89	91.41	54.63	2018 年 5 月
杭州泛海酒店	杭州	1.56	10.36	21.21	9.90	2016 年 6 月
沈阳泛海国际居住区	沈阳	21.94	13.73	5.09	2.48	2017 年 12 月
洛杉矶泛海广场项目	洛杉矶	1.87	24.00	14.40 亿美元	18.68	2018 年 9 月
合计		**109.35**	**456.82**	-	**364.27**	-

资料来源：公司提供

注：表中各项目已投资数据为剔除当期结转部分剩余在建部分的投资额。

土地储备方面，泛海控股现有土地主要来自非公开发行大股东资产注入。截至 2015 年底，公司土地储备面积合计 230.52 万平方米。公司国内土地储备主要位于北京、武汉等一二线城市，全部为商住用地，具有较强的升值潜力。此外，2015 年泛海控股收购美国旧金山 Frist & Mission 项目、美国夏威夷 Ko Olima 度假区酒店以及美国索诺玛项目，合计增加土地储备 153.10 万平方米。

表 5　截至 2015 年底泛海控股土地储备情况

（单位：万平方米）

地块名称	地址	待开发土地面积	规划用途
武汉中央商务区项目	武汉中央商务区	63.00	住宅、商业、办公
北京泛海国际居住区二期（1#地）	北京东四环主干道东侧	7.52	住宅、商业、办公
沈阳泛海国际居住区	沈抚新城东北部	6.90	住宅、商业
美国旧金山泛海中心（即美国 First & Mission 项目）	美国旧金山	0.51	写字楼、酒店、商业、公寓
美国夏威夷 Ko Olina 度假区酒店	美国夏威夷 Ko Olina 度假区	6.92	酒店、公寓
美国索诺马项目	美国索诺马郡	145.67	酒店、酒庄、别墅、庄园
合计	-	**230.52**	-

资料来源：泛海控股股份有限公司 2015 年年报。

注：尚有上海董家渡 12 号地、14 号地及大连等项目处于一级开发或拆迁阶段，纽约项目已签订协议但尚未取得相关权证。

总体看，跟踪期内，公司加速项目价值释放，实现销售面积及销售收入的稳定增长。公司待开发土地以海外项目为主，国内在建项目及土地储备多位于北京、武汉、上海、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。同时，公司积极布局海外房地产项目，缓释房地产业务的经营风险。但联合资信也关注到，2015 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

公司土地一级开发业务采取一、二级联动模式。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 2015 年底公司土地一级开发情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至2015年底已完成投资	截至2015年底项目进展情况
北京东风乡绿隔地区第二宗地	115.00	58.63	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	9.80	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	7.70	D 区填海施工，E、F 填海未开工
合计	**152.41**	**76.13**	-

资料来源：公司提供

北京东风乡绿隔地区第二宗地土地面积 49.04 万平方米，拟开发地上建筑面积约 45.99 万平方米，总投资 115.00 亿元。截至 2015 年底已累计完成投资 58.63 亿元（计入存货—开发成本），目前正在进行土地一级开发。

泛海国际休闲度假项目位于大连市旅顺口区，项目采用人工岛与半岛相结合的填海造地方案，计划填海造地总面积为 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 2015 年底

已完成投资 9.80 亿元（计入存货—开发成本），目前 A、B、C 区已完成填海工作，G、H 区正处于填海工程施工中，F1 区填海未开工；项目完工后由政府进行土地收储及二级市场出让，公司具有二级开发转让优先摘牌权利，公司计划通过摘牌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 2015 年底，已完成投资 7.70 亿元（计入存货—开发成本）。

3. 房产租赁板块

公司房产租赁板块自持物业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。

2015 年，民生金融中心实现出租收入 6.24 亿元，同比增长 26.57%，其中，写字楼出租率为 99.75%，较上年上升 3.15 个百分点，商业出租率为 83.73%，较上年下降 9.18 个百分点；山东齐鲁商会大厦实现出租收入 0.67 亿元，出租率为 76.37%，较上年上升 5.78 个百分点。

4. 金融业务板块

2015 年，公司将民生财富投资管理有限公司（以下简称“民生财富”）股权转让予子公司泛海控股，公司对民生财富不再直接持股，变为间接持股 100%；民生财富股权账面价值 35066.61 万元，评估价值 35079.72 万元，以现金形式结算。民生财富成立于 2014 年，定位于为中国的高净值人群提供专业化、个性化的财富管理服务，经营范围包括投资管理；资产管理；项目投资；投资咨询（中介除外）等。截至 2015 年底，除北京总部外，民生财富在上海、深圳、广州等 10 个城市设立了办公地。2015 年，民生财富实现营业收入 1.81 亿元，同比增长 925.44%，实现净利润 0.10 亿元。

跟踪期内，公司金融业务板块主要收入来源于子公司民生证券股份有限公司（以下简称“民生证券”）和中国民生信托有限公司（以下简称“民生信托”）。2015 年，民生证券实现收入 30.29 亿元，同比增长 93.40%；其中归属于公司所有营业收入 25.52 亿元，同比增长 95.02%。民生证券营业收入中，手续费及佣金收入 20.82 亿元，利息收入 3.50 亿元，投资收入 5.15 亿元。2015 年，民生证券实现利润总额 16.29 亿元，同比增长 195.96%。

表 7　截至 2015 年底公司金融板块主要控、参股公司

（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例
民生证券股份有限公司	458061	间接持股 87.645%
北京民生典当有限责任公司	16400	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	3648534	直接持股 2.30%
广西北部湾银行股份有限公司	438414	直接持股 6.09%
郑州银行股份有限公司	394193	间接持股 0.17%
中国民生信托有限公司	300000	直接持股 59.65%，间接持股 25%
民生财富投资管理有限公司	35000	间接持股 100%
民生期货有限公司	43600	间接持股 100%
亚太财产保险有限公司	200138	间接持股 51%

资料来源：公司提供

注：1. 跟踪期内，民生财富投资管理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；

2. 郑州银行股份有限公司注册资本系截至 2014 年底数据。

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民生信托等。2015 年，民生信托实现营业收入 10.82 亿元，其中利息收入 0.71 亿元，手续费及佣金收入 7.97 亿元，投资收入 2.12 亿元，公允价值变动收益-0.04 亿元，净利润 3.91 亿元；归属于公司所有的营业收入 8.68 亿元，同比增长 117.45%。民生信托各类风险监管指标保持良好，截至 2015 年底，民生信托净资产 35.94 亿元，净资本 29.86 亿元，风险资本 14.56 亿元，净资本覆盖率 205.08%，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及广西北部湾银

行。截至 2015 年底，公司对民生银行和广西北部湾银行持股比例分别为 2.30%和 6.09%。

2015 年，泛海控股间接全资子公司武汉中央商务区建设投资股份有限公司（简称“武汉中央商务区”）出资 10.20 亿元收购亚太财产保险有限公司（以下简称“亚太财险”）51%股权，获得了中国保监会批准。目前，亚太财险在战略规划、组织架构、关键人员方面已依照安排作出优化调整。2016 年，泛海控股拟以自有资金参与亚太财险增资，使其注册资本由 20 亿元增至 100 亿元，将极大增强亚太财险行业竞争力。此外，泛海控股参与发起设立亚太再保险和亚太互联网人寿，相关筹建工作依计划稳步推进，有望于 2016 年内实现财险、再保险、互联网保险等业态协同发展的保险板块综合布局。

总体来看，跟踪期内，公司金融保险板块主要运营主体民生证券及民生信托的利润规模大幅增长，盈利能力有所增强；对亚太财险的收购丰富了公司金融业务种类，金融板块发展潜力大。

5. 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、经观文化传媒有限公司（以下简称“经观文化”）、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。其中除经观文化及民生控股为控股子公司外，其他均为参股公司。

经观文化为公司文化传媒板块的主要运营平台，拥有《经济观察报》及相关新媒体平台的独家广告经营权。

继 2014 年民生控股实现战略转型以来，金融服务业务收入已成为民生控股的重要利润来源。2015 年，民生控股实现营业收入 2.35 亿元，较 2014 年下降 50.43%；其中，投资与资产管理收入 1.80 亿元；典当业务收入 0.49 亿元，同比增长 90.77%。2015 年，民生控股实现利润总额 0.36 亿元，同比下降 71.98%，净利润 0.23 亿元，同比下降 76.75%。

印尼棉兰燃煤电站工程项目方面，该项目于 2014 年 3 月开工，自 2014 年 12 月 19 日印尼国家电力公司（PLN）与项目正式签署购售电协议（PKS）以来，项目已于 2015 年 11 月 2 日开始打桩，2016 年 3 月 8 日完成第一砼混凝土浇灌，截至目前现场工期控制情况良好，建设进度依计划推进。项目预计总营业收入 48.22 亿美元，年均营业收入 1.61 亿美元，年均净利润 0.24 亿美元，计划于 2017 年底建成投运。

此外，跟踪期内，公司其他能源类投资项目基本保持稳定运营，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 2015 年底，公司持有该公司约 5486 万股，占其总股本 17.39%，是其核心战略投资者和第一大股东。CuDECO 全资持有 Rocklands 铜矿项目，该项目占地面积 2200 公顷，是一个世界级的铜/钴和黄金资源项目，根据最新的可行性研究报告，总探明、控制和推断的资源量为 56.7 百万吨@0.64%铜。另外，矿区也发现含有磁铁矿资源，将被纳入未来的开采计划，资源储量为 1.78 亿吨@15.1%磁铁矿。目前，Rocklands 项目于 Las Minerals 矿田已进行过前期的挖掘，目前矿石库存已达逾 220 万吨。矿区的主要基础设施和设备安装大部分已完成，选矿厂电力设施也已通电，现正进行调试，预计 2016 年 6 月份将正式营运。此外，公司已与 CuDeco 签署铜矿包销协议，未来将拥有稳定的资源销售收益。

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。2015 年累计实现营业收入 12.19 亿元。

九、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2015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。

十、财务分析

公司提供的 2014～2015 年财务报表经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留的审计意见。

由于公司境外一级子公司中国泛海国际投资有限公司 2014 年度审计调整，以及母公司调整上年度投资收益、补提盈余公积，公司对财务报表中部分科目的 2014 年期末数及 2015 年期初数进行了会计差错调整。

合并范围方面，2015 年，公司新成立一级子公司 2 家：民丰资本投资管理有限公司，注册资本 10.00 亿元，公司对其持股比例 100.00%；泛海资本投资管理有限公司，注册资本 100.00 亿元，公司对其持股比例 100.00%。同时，民生财富投资管理有限公司股权转让予泛海控股股份有限公司，公司对其不再直接持股；原小股东对泛海绿能投资有限公司增资，公司对其失去控制权；泛海建设控股有限公司注销并吸收合并至母公司，上述三家公司本期不再纳入合并范围。公司合并范围的变化对财务数据可比性影响较小。

截至 2015 年底，公司资产总额 1994.37 亿元，所有者权益 364.85 亿元（含少数股东权益 89.58 亿元）；2015 年实现营业总收入 140.98 亿元，利润总额 95.09 亿元。

1. 盈利能力

2015 年，公司实现营业总收入 140.98 亿元，同比增长 58.39%，主要系房地产项目收入结转增加、金融保险业务较快发展所致。2015 年，受房地产项目结转收入增加影响，公司房地产业务实现收入 86.72 亿元，同比增长 56.48%；金融保险业务板块收入大幅增长，为 38.85 亿元，同比增长 120.00%；商业板块实现营业收入 4.19 亿元，同比下降 43.52%。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。

2015 年，公司营业成本为 51.58 亿元，同比增长 68.06%，主要为房地产业务成本。同期，公司营业利润率为 52.62%，同比上升 1.88 个百分点。

期间费用方面，2015 年，公司期间费用为 84.22 亿元，同比增长 44.42%，其中销售费用 5.90 亿元，同比增长 69.70%；管理费用 28.29 亿元，同比增长 52.54%；由于利息净支出增加较多，同比增长 41.42%，导致财务费用增长较快，2015 年达到 50.02 亿元，同比增长 37.84%。2015 年，公司期间费用率达 59.74%，同比下降 5.78 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，2015 年，公司公允价值变动收益 4.24 亿元，同比下降 46.91%，其中投资性房地产的公允价值变动产生收益 0.71 亿元，股票、债券、基金等交易性金融资产公允价值变动收益 3.53 亿元。2015 年，公司获得投资收益 102.18 亿元，同比增加 80.29 亿元，主

要为调整长期股权投资核算方式产生的投资收益 83.48 亿元。2015 年，联想控股于香港上市，公司将所持联想控股股票转入可供出售金融资产科目按市价折算，与原长期股权投资科目核算账面金额之差额 83.48 亿元计入投资收益。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。

2015 年，公司营业外收入有所增长，为 0.59 亿元，同比增长 49.43%，主要为税收返还和政府补助 0.37 亿元；营业外支出 0.23 亿元，同比下降 85.82%，其中主要为处置非流动资产净损失 0.17 亿元。

2015 年，公司利润总额 95.09 亿元，同比增加 80.86 亿元，主要源于调整联想控股股权核算方式产生的投资收益 83.48 亿元；公司当年按税法及相关规定计算的当期所得税为 12.74 亿元，递延所得税调整 8.93 亿元，所得税费用 3.81 亿元；同期公司净利润 91.27 亿元。

盈利指标方面，2015 年，公司营业利润率、总资本收益率、净资产收益率分别为 52.62%、8.70%、25.02%，均呈增长态势。

跟踪期内，公司收入及净利润规模大幅增长；公司投资收益对利润规模影响大。期间费用规模大，对利润增长形成拖累；剔除非经常性收益后，公司主业利润亏损。但未来随着盈利水平良好的北京、上海等项目竣工结转，公司利润水平有望增强。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015 年，随着公司收入规模的扩大，经营活动现金流入量继续保持增长，为 267.35 亿元，同比增长 7.01%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金 143.13 亿元，主要为售房款；收取利息、手续费及佣金的现金为 39.66 亿元，回购业务资金净增加额 6.66 亿元，处置交易性金融资产净增加额为-27.23 亿元；收到其他与经营活动有关的现金 106.38 亿元，主要为民生证券代理买卖证券收到的现金净额 41.99 亿元以及关联往来款。公司现金收入比为 101.52%，同比增加 12.89 个百分点，收入实现质量有所改善。经营活动现金流出方面，2015 年，公司经营活动现金流出 307.06 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 118.29 亿元，同比增长 43.02%，主要系公司房地产开发投资增长所致；支付其他与经营活动有关的现金为 131.34 亿元，同比下降 13.70%，主要为关联方往来款及金融业务相关支出。2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-39.71 亿元，净流出规模较上年有所扩张。

投资活动方面，2015 年，公司投资活动现金流入 167.94 亿元，同比大幅增长 223.55%，其中主要为收回投资收到的现金 150.32 亿元，占比 89.51%，包括收回民生控股投资及收益 64 亿元（主要为国债逆回购业务）、民生信托 54 亿元信托计划款、公司本部收回理财投资 10.00 亿元等。同期，公司投资活动现金流出 323.83 亿元，同比增长 298.50%，其中投资支付的现金占比大，为 286.91 亿元，占比 88.60%，主要包括民生控股 70.00 亿元（主要为国债逆回购业务），泛海能源 55.00 亿元（中信事通恒运项目），民生信托 62.00 亿元，中国泛海本部理财投资 14.00 亿元等。2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-155.88 亿元。

筹资活动方面，2015 年，公司筹资活动现金流入 912.95 亿元，较上年显著增长 66.54%，其中主要为取得借款收到现金 581.92 亿元，发行债券收到的现金 291.21 亿元。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本金及利息，2015 年筹资活动现金流出总计 495.96 亿元，其中偿还债务支付的现金为 396.53 亿元，占比 79.95%。

跟踪期内，公司房地产业务收入规模扩大、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，公司经营活动现金流依然表现为净流出；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 2015 年底，公司资产总额 1994.37 亿元，同比增长 56.65%，其中流动资产占 71.42%，占比有所上升，非流动资产占 28.58%，资产结构以流动资产为主，与 2014 年基本一致。

截至 2015 年底，公司流动资产 1424.42 亿元，同比大幅增长 82.70%，主要源于货币资金、其他应收款和存货的增长。公司流动资产主要以货币资金（占 26.98%）、其他应收款（占 22.34%）和存货（占 36.12%）为主。

截至 2015 年底，公司货币资金 384.31 亿元，同比增长 142.84%，其中银行存款 379.37 亿元。

截至 2015 年底，公司结算备付金 30.54 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 2015 年底，公司交易性金融资产 50.67 亿元，主要为民生证券与民生信托的交易性金融资产。

截至 2015 年底，公司应收账款为 15.29 亿元，同比下降 3.59%。其中账龄在 1 年以内的占比为 97.87%，主要为应收售房款等。公司应收账款坏账准备 0.70 亿元。

截至 2015 年底，公司融出资金 48.74 亿元，同比增长 50.59%，主要系公司两融业务规模扩大所致；构成上，公司融出资金主要为民生证券对个人融出资金 47.64 亿元，其余为对机构融出资金。公司融出资金计提减值准备 986.74 万元。

截至 2015 年底，公司其他应收款 318.20 亿元，同比增长 147.57%，主要源于公司业务发展、相关往来款增加。公司其他应收款净额中，账龄在 1 年以内的占 86.06%，1~2 年的占 3.37%，2~3 年的占 7.02%，3 年以上的占 3.55%。集中度上，公司其他应收款前 5 名单位合计应付 256.18 亿元，占其他应收款总额的 80.52%。总的看，公司其他应收款账龄较短且集中度较高，存在一定回收风险。

截至 2015 年底，公司存货 514.53 亿元，同比增长 40.23%，主要系公司地产项目拆迁成本及海外购地增加所致。公司存货中，房地产项目和非房地产项目分别为 513.05 亿元和 1.47 亿元；其中，房地产开发成本 459.87 亿元，开发产品 53.04 亿元。公司存货共计提跌价准备 424.08 万元。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 2015 年底，公司其他流动资产为 41.08 亿元，同比显著增长 473.42%，主要系民生证券购买银行理财产品增加所致；其中主要包括银行理财产品 23.83 亿元（占比 58.01%）、信托理财产品 6.71 亿元（占比 16.34%）、以及信托贷款 3.86 亿元（占比 9.40%）。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 569.95 亿元，同比增长 15.48%，主要系可供出售金融资产的增加所致。公司非流动资产以可供出售金融资产（占 50.49%）和投资性房地产（占 30.12%）为主。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 287.76 亿元，同比增长 94.60%，主要由于联想控股上市后，公司所持其股权比例降低，从长期股权投资转入可供出售金融资产科目核算；其中主要为可供出售权益工具投资 249.39 亿元，占比 86.67%。

截至 2015 年底，公司投资性房地产 171.65 亿元，同比增长 5.54%，增长主要来自于自用房地产及存货转入。

截至 2015 年底，公司在建工程 13.54 亿元，同比增长 89.95%，主要系公司加大对电力工程项目投资所致。

截至 2015 年底，公司商誉 27.28 亿元，同比增加 12.54 亿元。2015 年，公司子公司收购亚太财险股权，投资成本与亚太财险交易日可辨认净资产份额之差额以商誉列示，导致公司

当期商誉增加 11.91 亿元。

截至2015年底，公司其他非流动资产16.34亿元，同比下降70.72%，主要系公司所投信托项目结束、受益权转出所致。

总体看，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 2015 年底，公司所有者权益合计 364.85 亿元，同比增长 16.19%，主要来源于未分配利润的增加。

所有者权益结构方面，截至 2015 年底，公司实收资本和资本公积分别占 21.38%和 5.01%，其他综合收益占比 1.50%，盈余公积占比 3.39%，未分配利润占 44.16%，少数股东权益占 24.55%，公司所有者权益稳定性较弱。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额 1629.52 亿元，同比增长 69.89%。其中，流动负债占比为 41.11%，非流动负债占比为 58.89%，负债结构转为以非流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债 669.95 亿元，同比增长 37.99%，主要来自应付账款、预收款项、代理买卖证券款和其他应付款的增长。

截至2015年底，公司短期借款69.01亿元，同比下降 21.38%，其中质押、保证借款 27.78 亿元，占比 40.26%；质押借款 19.70 亿元，占比 28.55%；保证借款 13.58 亿元，占比 19.68%。

截至2015年底，公司应收账款60.88亿元，同比增长 134.04%，主要源于应付拆迁款的增加。公司应付账款中，账龄在 1 年以内的占 91.80%，1~2 年的占 6.88%，2~3 年的占 0.63%，3 年以上的占 0.69%，账龄较短。

截至2015年底，公司预收款项56.65亿元，同比增长 156.57%，主要系房地产销售增加所致。账龄在 1 年以内的预收款项为 47.19 亿元，1 年以上的为 7.66 亿元。

截至 2015 年底，公司代理买卖证券 120.93 亿元，同比增长 53.93%，主要是民生证券经纪业务增加所致。

截至 2015 年底，公司其他应付款 54.48 亿元，同比增长 141.13%，主要系暂估税款及预付投资款所致。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债224.52亿元，均为一年内到期的长期借款。

截至 2015 年底，公司非流动负债 959.57 亿元，同比增长 102.58%，主要由长期借款（占 60.60%）、应付债券（占 36.52%）和递延所得税负债（占 3.06%）组成。

截至 2015 年底，公司长期借款 581.52 亿元，同比增长 55.81%，其中抵押借款 172.58 亿元，占比 29.68%；质押借款 192.09 亿元，占比 33.03%；抵押、担保借款 89.55 亿元，占比 15.40%。

截至 2015 年底，公司应付债券 347.80 亿元，同比增加 292.48 亿元。截至 2015 年底，公司合并范围内新增“15泛海01”、“15泛海债”、“15 海控 01”等多个品种债券共计 12 支，期末余额合计 295.36 亿元。

截至 2015 年底，公司有息债务规模达 1258.93 亿元，同比增长 69.82%，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使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 73.89%。

截至2015年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 81.71%、77.53%和 71.83%，分别较上年上升 6.37 个、7.28 个和 13.97 个百分点，公司整体债务负担有所加重。

跟踪期内，公司债务规模快速扩张，债务负担重。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，2015 年，公司流动比率和速动比率分别为 212.62%、135.82%，流动资产的快速增长使上述指标较 2014 年有所上升。2015 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。考虑到公司货币资金充足，持有金融资产流动性强且规模较大，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力看，2015 年，公司 EBITDA 为 147.32 亿元，同比增长 187.93%，全部债务/EBITDA 下降至 8.55 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 28.00 亿元。2015 年公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为 147.32 亿元和 267.35 亿元，分别为上述存续债券应偿还本金的 5.26 倍和 9.55 倍。公司 EBITDA 及经营活动现金流入量对上述存续债券保障能力较强。

截至 2015 年底，公司对外担保额度 55.88 亿元，具体系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 15.32%，公司或有负债风险一般。

公司与多家商业银行、信托等金融机构保持良好合作关系，截至 2015 年底，公司在金融机构的授信额度为 59.44 亿元，已使用 43.19 亿元。此外，公司拥有泛海控股和民生控股 2 家上市控股子公司，直接融资渠道通畅。

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 2016 年 6 月 14 日，公司无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

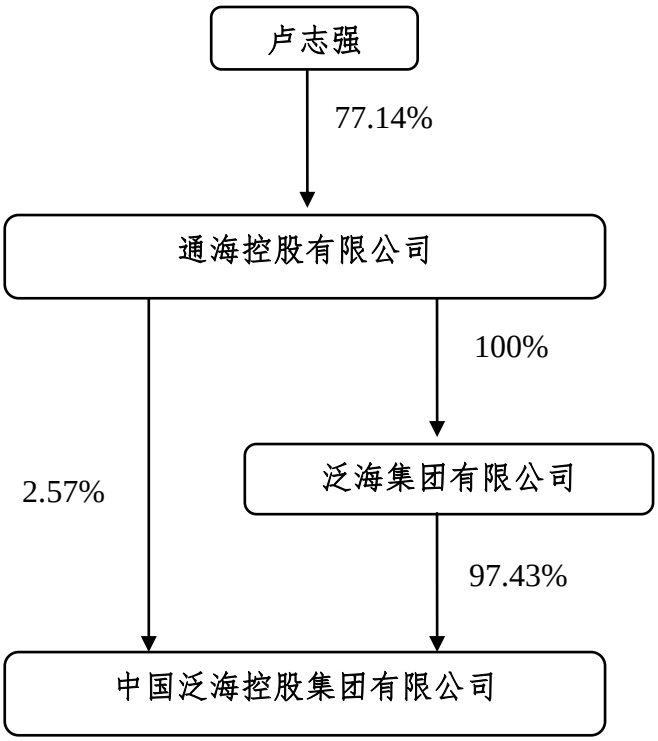
6. 抗风险能力

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。

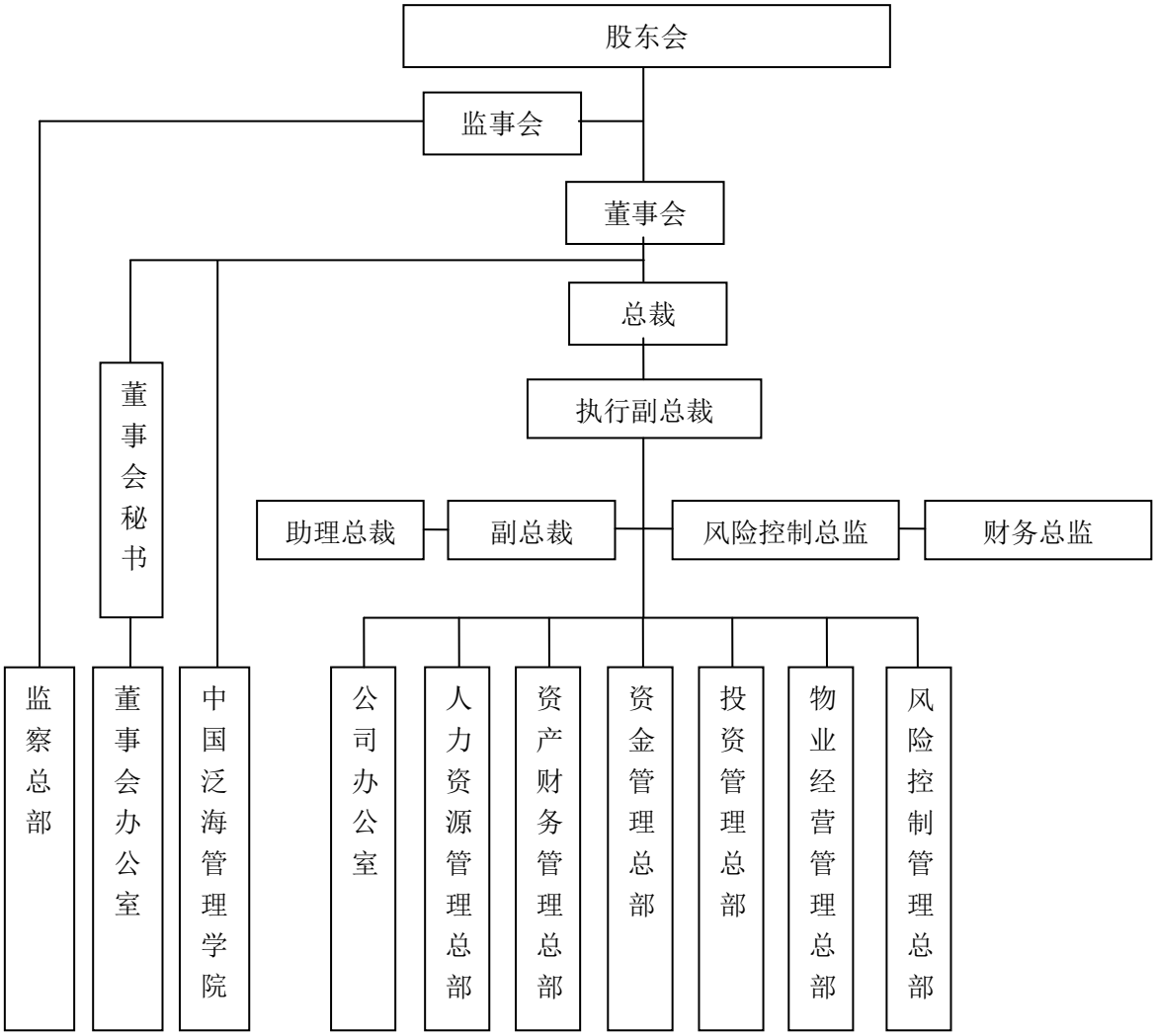
十一、结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AA调整为AA^+，评级展望为稳定，并将“11中国泛海债01/11泛海01”和“11中国泛海债02/11泛海02”的信用等级由AA调整为AA^+。

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　2015 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%	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	21313.825	90.00%	投资管理
北京经观文化传媒有限公司	北京	5000.00	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
中国民生信托有限公司	北京	100000.00	59.65%	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
泛海美术馆	北京	3000.00	100.00%	展览

注：北京经观文化传媒有限公司原名为北京经观信成广告有限公司，自 2015 年 11 月 03 日起更名为现名；

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2012 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	133.98	183.26	435.04
资产总额(亿元)	980.54	1273.17	1994.37
所有者权益(亿元)	237.27	314.00	364.85
短期债务(亿元)	209.37	310.20	328.74
长期债务(亿元)	393.16	431.15	930.19
全部债务(亿元)	602.53	741.35	1258.93
营业收入(亿元)	85.18	89.01	140.98
利润总额(亿元)	12.65	14.23	95.09
EBITDA(亿元)	43.61	51.17	147.32
经营性净现金流(亿元)	-100.67	-18.62	-39.71
财务指标			
销售债权周转次数(次)	11.31	6.67	9.02
存货周转次数(次)	0.10	0.07	0.15
总资产周转次数(次)	0.10	0.08	0.09
现金收入比(%)	80.81	88.63	101.52
营业利润率(%)	48.36	50.74	52.62
总资本收益率(%)	4.03	4.18	8.70
净资产收益率(%)	2.04	2.90	25.02
长期债务资本化比率(%)	62.36	57.86	71.83
全部债务资本化比率(%)	71.75	70.25	77.53
资产负债率(%)	75.80	75.34	81.71
流动比率(%)	204.11	160.59	212.62
速动比率(%)	109.79	85.02	135.82
经营现金流动负债比(%)	-31.40	-3.84	-5.93
全部债务/EBITDA(倍)	13.82	14.49	8.55

注：1. 公司 2014 年财务数据采用差错调整后的 2015 年年初数；
2. 卖出回购金融资产款及其他流动负债中折入资金调整至短期债务；
3. 长期应付款中融资租赁款调整至长期债务。

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/营业收入×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
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。