

信用等级公告

联合[2015]289号

中国泛海控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国泛海控股集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

中国泛海控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

中国泛海控股集团有限公司拟公开发行的 2015 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：陈伟

分析师：孙研 张奇

二〇一五年六月十七日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

Http: // www.unitedratings.com.cn

中国泛海控股集团有限公司 公开发行 2015 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA
 发行人主体信用等级：AA
 评级展望：稳定
 本次发行规模：不超过 40 亿元（含 40 亿元）
 债券期限：不超过 6 年（含 6 年）
 评级时间：2015 年 6 月 17 日

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国泛海控股集团有限公司（以下简称“泛海集团”或“公司”）的评级反映了其作为国内大型民营综合类企业集团，在经营规模、产业布局、多元化经营等方面具有突出优势。

同时联合评级也关注到，房地产市场趋于疲软且出现分化，公司债务规模快速扩张，债务负担进一步加重，资金成本上升，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，投资涉及地产、金融、能源等多个领域，土地与项目储备丰富，投资企业质地优良，发展前景良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险较低。

优势

1. 公司作为大型投资控股企业，产业布局广泛，房地产业务实现快速增长，房地产项目储备充足，成本优势明显。
2. 公司资产规模持续增长，资产结构保持稳定，整体资产质量良好。
3. 公司持有较多优质股权，近年来获得较大规模的投资收益，对利润形成有效补充。

关注

1. 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. 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；公司经营性净现金流波动大且持续为负；公司资金成本显著上升，财务风险加大。
3. 公司投资收益对公司利润影响大。
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。

主要财务数据：

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15.03
资产总额 (亿元)	786.60	1,013.48	1,272.31	1,373.23
所有者权益 (亿元)	218.59	261.89	312.40	306.12
长期债务 (亿元)	297.48	393.16	436.56	531.48
全部债务 (亿元)	417.36	549.54	724.29	816.17
营业收入 (亿元)	65.42	85.18	89.01	17.09
净利润 (亿元)	4.72	10.36	7.00	-1.04
EBITDA (亿元)	39.77	49.42	49.52	--
经营性净现金流 (亿元)	-16.66	-100.93	-20.15	-12.47
营业利润率 (%)	46.86	48.36	50.74	64.92
净资产收益率 (%)	2.21	4.31	2.44	-0.34
资产负债率 (%)	72.21	74.16	75.45	77.71
全部债务资本化比率 (%)	65.63	67.72	69.87	72.72
流动比率	2.11	2.02	1.62	1.73
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.97	0.91	0.80	--
EBITDA/全部债务(倍)	0.10	0.09	0.07	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.99	1.24	1.24	--

注：

1. 公司 2015 年 1 季度财务报告未经审计，相关指标未年化；
2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

分析师

刘洪涛

电话：010-85172818

邮箱：liuht@unitedratings.com.cn

张雪

电话：010-85172818

邮箱：zhangx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层 (100022)

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与中国泛海控股集团有限公司构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因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。

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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由中国泛海控股集团有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次债券信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，联合评级将持续关注发行人动态；若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

中国泛海控股集团有限公司（以下简称“泛海集团”或“公司”）属于集团型民营企业，于1988年4月注册成立。2006年10月17日，公司更名为“中国泛海控股集团有限公司”。历经多次股权转让和增资，截至2014年底，公司注册资本为780,000万元，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（原名“泛海控股有限公司”，后于2014年3月更名为现名）持股比例为2.57%。公司实际控制人为卢志强。（见附件1）

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

公司目前下设董事会办公室、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2014年底，公司拥有职工7,668人；纳入合并范围一级子公司15家，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”；证券简称“泛海控股”，证券代码000046）、民生控股股份有限公司（以下简称“民生控股”；证券简称“民生控股”，证券代码000416）和中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”；证券简称“民生银行”，证券代码600016）。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，公司合并资产总计1,272.31亿元，负债合计959.91亿元，股东权益（含少数股东权益）312.40亿元。2014年公司实现营业收入89.01亿元，净利润（含少数股东损益）7.00亿元；经营活动产生的现金流量净额为-20.15亿元，现金及现金等价物增加额74.93亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总计1,373.23亿元，负债合计1,067.11亿元，股东权益（含少数股东权益）306.12亿元。2015年1~3月，公司实现营业收入17.09亿元，净利润（含少数股东损益）-1.04亿元；经营活动产生的现金流量净额为-12.47亿元，现金及现金等价物增加额37.33亿元。

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

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“中国泛海控股集团有限公司公开发行2015年公司债券”，发行规模为不超过40亿元（含40亿元），债券期限为不超过6年（含6年），可以为单一期限品种，也可以是多种期限的混合品种；本次债券采取公开发行方式，在获中国证监会核准后，可以一次发行或分期发行。本次公开发行公司债券为固定利率债券，具体票面利率及其付息方式，提请股东会授权董事会与主承销商根据市场询价协商确定。本次公开发行的债券可以向公司股东配售，具体配售安排（包括是否配售、配售比例等）提请股东会授权董事会根据发行时的市场情况以及发行具体事宜确定。

本次债券单利按年付息、到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，将用于补充公司营运资金、偿还债务、调整负债结构、项目投资等。

三、行业分析

公司是大型民营企业集团，经过二十多年的发展，形成了以房地产业为龙头，金融、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。

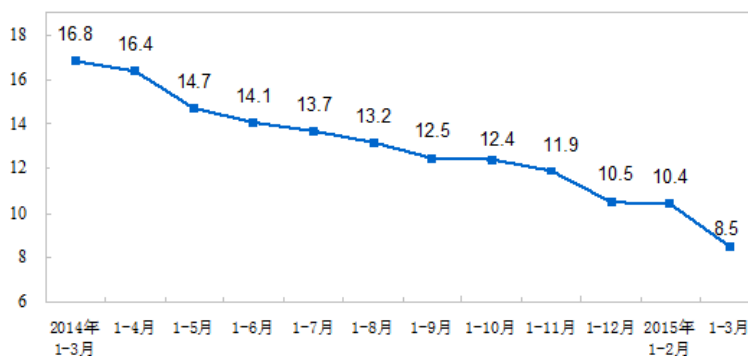
1. 房地产行业

行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响，表现低迷。后随着金融危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是2011年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年9月~11月一二线城市价格均出现一定程度的下跌。2012年，受2011年行业低迷影响，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓，全年房地产开发投资71,804亿元，比上年增长16.19%，增速较2011年放缓11.86个百分点；商品房施工面积57.3亿平方米，比上年增长13.2%，增幅同比减小12个百分点；新开工面积17.7亿平方米，比上年减少7.3%，增幅同比减小23.5个百分点。进入2013年，中国房地产市场景气度有所回升，2013年，全国房地产开发投资86,013.38亿元，同比增长19.79%，增速同比提高3.6个百分点。2014年以来，我国房地产行业增速不断放缓，2014年，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，全国房地产开发投资95,035.61亿元，名义同比增长10.49%，较2013年同期增速大幅下滑9.30个百分点。2015年1至3月份，全国房地产开发投资16,651亿元，同比名义增长8.5%（扣除价格因素实际增长9.5%）。其中，住宅投资11,156亿元，增长5.9%。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.0%。预计未来一段时间，房地产市场呈现一定的下降回调态势。

图 1 2010~2015 年一季度我国房地产开发投资及其同比增速 单位: 亿元、%



资料来源: 统计局网站

总体看, 房地产业是我国经济的重要支柱产业, 但受宏观经济波动和调控政策影响, 近年来发展波动较大。

市场供需

(1) 土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源, 会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力, 加之需求端的限购等政策, 导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化, 直接影响土地市场需求。

2011年开始, 受国家对房地产企业的严厉调控政策影响, 土地市场呈现出明显低迷的态势, 但当年全国土地出让收入却仍高达3.15万亿元, 创历史新高, 北京、上海等地已经进入土地收入“千亿俱乐部”。2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势。全国300个城市土地共成交近12亿平方米, 较上年同期下降14.6%, 其中, 住宅用地成交3.8亿平方米, 同比下降23.1%。同时, 随着三、四线城市库存日益饱和, 房企逐渐回归一、二线城市。2012年下半年以来, 一线城市土地溢价率持续走高, 也带动了住宅楼面均价结构性上涨。2012年全国300个城市住宅用地楼面均价为1,347元/平方米, 同比上涨7.4%, 其中12月达1,675元/平方米, 为2010年4月调控以来最高值。受供应量增加影响, 2013年土地成交量较2012年增加, 住宅类用地涨幅较明显。2013年全国300个城市共成交土地37,208宗, 成交面积143,569万平方米, 同比增加10%; 土地出让金总额为31,304.5亿元, 同比增加50%。

2013年重点城市地价升高, 带动楼面均价整体水平明显高于上年。全国300个城市土地成交楼面均价1,174元/平方米, 同比上涨27%。2013年重点城市“地王”频出, 住宅类用地与商办类用地表现强势, 楼面均价领涨。2013年全国土地平均溢价率全面上涨, 尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生, 但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%, 较上年同期上涨8个百分点。

进入2014年, 受到房地产销售增速回落和各地限购影响导致房价下跌, 各地土地出让情况出现恶化, 土地出让溢价率和楼面地价明显回落, 如下图所示。2014年12月, 全国一线城市土地出让溢价率为24.97%, 较2013年12月下降近6个百分点; 一线城市楼面地价2,600.72元/平方米, 较2013年12月下降58.54%。根据中国指数研究院发布数据显示, 2014年全国300个城市土地成交面积10.3亿平方米, 同比减少31%, 与2013年相比, 2014年300个城市土地出让金总额为2.34万亿, 下降27%。2015年一季度, 中国300个城市土地出让金总额为4,068亿元, 同比减少43%。

总体看，土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年受宏观调控和市场供需影响，土地价格有所波动，但整体保持在较高水平。值得注意的是，2013年由于土地供应量较大，土地成本较高，未来可能会造成大量房源同阶段上市，给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

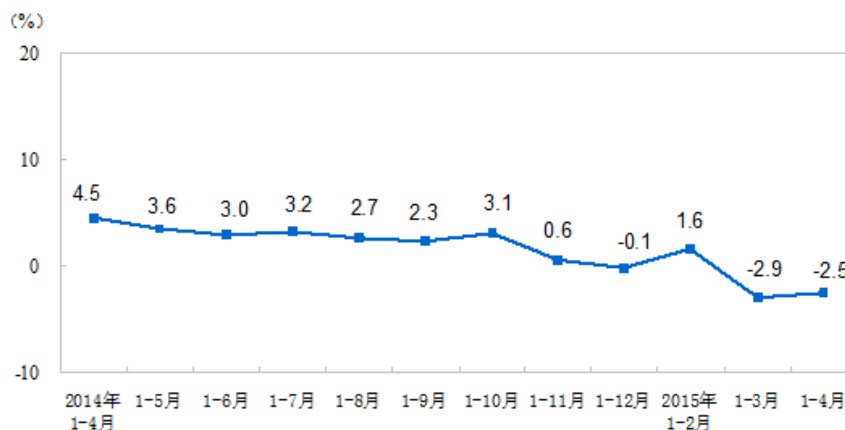
（2）开发资金来源状况

2008年以来，由于需求面观望情绪浓厚，商品房成交量大幅下降，订金、预收款和个人按揭贷款在房地产投资开发资金中的占比下降，而从紧的货币政策也使得房地产商取得贷款的难度加大、成本增加。从房地产资金来源情况看，房地产开发企业资金来源总体增速增长。据国家统计局数据显示，2014年，房地产开发企业到位资金121991亿元，比上年下降0.1%，1-11月份为增长0.6%，2013年为增长26.5%。其中，国内贷款21243亿元，增长8.0%；利用外资639亿元，增长19.7%；自筹资金50420亿元，增长6.3%；其他资金49690亿元，下降8.8%。在其他资金中，定金及预收款30238亿元，下降12.4%；个人按揭贷款13665亿元，下降2.6%。

2015年1-4月份，房地产开发企业到位资金36279亿元，同比下降2.5%，降幅比1-3月份收窄0.4个百分点。其中，国内贷款7341亿元，下降4.8%；利用外资108亿元，下降6.8%；自筹资金14386亿元，增长0.1%；其他资金14444亿元，下降3.7%。在其他资金中，定金及预收款8461亿元，下降6.2%；个人按揭贷款4327亿元，增长2.1%。

总的来看，偏紧的货币供应，使房地产业的资金来源更为紧张，作为资金密集型企业，房地产企业的资金压力已经显现。

图2 全国房地产开发企业本年资金到位增速 单位：%



资料来源：国家统计局

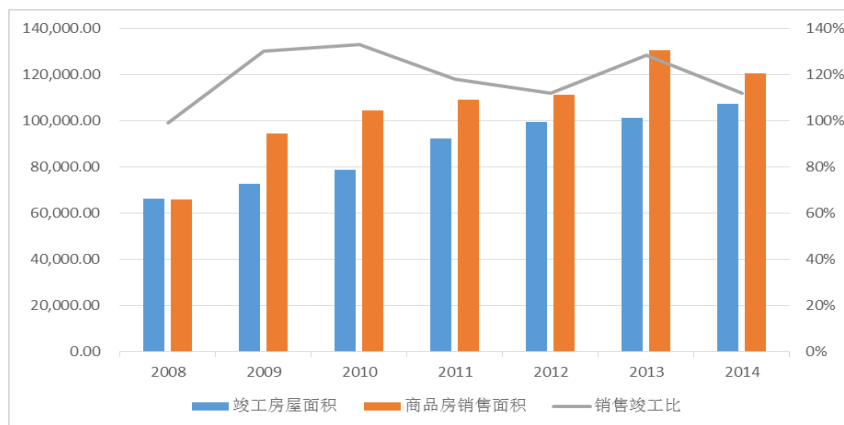
总的来看，偏紧的货币供应，使房地产业的资金来源更为紧张，作为资金密集型企业，房地产企业的资金压力已经显现。

（3）市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2012年全国房地产开发企业房屋施工面积57.34亿平方米，比上年增长13.2%；房屋新开工面积17.73亿平方米，下降7.3%；房屋竣工面积9.94亿平方米，增长7.3%；其中，住宅竣工面积79,043万平方米，增长6.4%。与此同时，在一系列房地产市场调控政策作用下，全年商品房销售面积11.13亿平方米，

比上年增长 1.8%；其中，住宅销售面积增长 2%，办公楼销售面积增长 12.4%，商业营业用房销售面积下降 1.4%。商品房销售额 6.45 万亿元，增长 10%；其中，住宅销售额增长 10.9%，办公楼销售额增长 12.2%，商业营业用房销售额增长 4.8%。2013 年统计数据显示，房屋竣工面积 10.14 亿平方米，增长 2.0%，增速下降 0.5 个百分点；其中，住宅竣工面积 7.87 亿平方米，下降 0.4%。2013 年，商品房销售面积 13.06 亿平方米，同比增长 17.3%，增速较上年回落 0.5 个百分点。2013 年房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。

图3 2008~2014年全国商品住宅供求情况 单位：万平方米

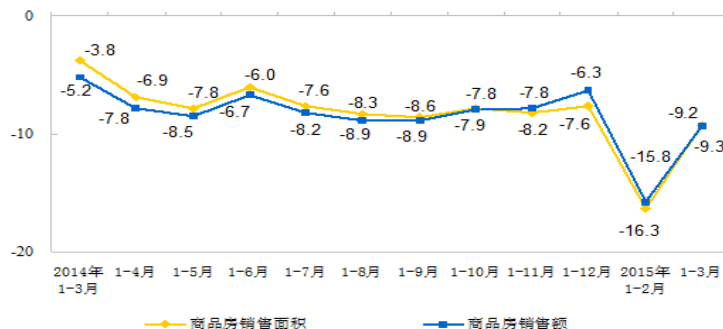


资料来源：国家统计局、联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于1说明供不应求，小于1说明供大于求。

2014年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014年，商品房销售面积120649万平方米，比上年下降7.6%，降幅比1-11月份收窄0.6个百分点，2013年为增长17.3%。其中，住宅销售面积下降9.1%，办公楼销售面积下降13.4%，商业营业用房销售面积增长7.2%。商品房销售额76292亿元，下降6.3%，降幅比1-11月份收窄1.5个百分点，2013年为增长26.3%。其中，住宅销售额下降7.8%，办公楼销售额下降21.4%，商业营业用房销售额增长7.6%。2015年1-4月份，行业销售出现一定程度回暖，商品房销售面积26,385万平方米，同比下降4.8%，降幅比1-3月份收窄4.4个百分点。其中，住宅销售面积下降5.0%，办公楼销售面积下降13.6%，商业营业用房销售面积增长5.2%。商品房销售额17,739亿元，下降3.1%，降幅比1-3月份收窄6.2个百分点。其中，住宅销售额下降2.2%，办公楼销售额下降13.3%，商业营业用房销售额增长0.1%。

图4 全国商品房销售面积和销售额增速情况 单位：%

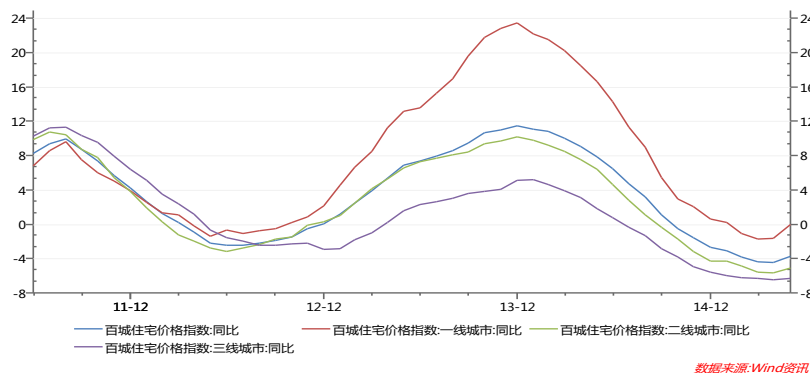


资料来源：国家统计局

(4) 销售价格情况

从商品房销售价格看，2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、天津、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨，结束了连续9个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米，同比上涨11.51%。2014年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014年末百城住宅均价为10,542元/平方米，同比下跌2.69%。进入2015年，随着国家改变房地产调控思路，商品房销售价格止跌回稳，如下图所示。

图5 近年来年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况 单位：%



资料来源: Wind资讯

总的来看，从2008年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013年也已经基本确立了持续上涨趋势，但2014年以来房价上涨趋势得以扭转，2015年房价出现底部企稳迹象。

竞争格局

从2003年至今，房地产市场已经走过了黄金10年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

进入2014年，行业集中度进一步提升。2014年房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别提高到17.49%和23.49%，较上年分别提高了4.22个和5.24个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到10.26%和13.51%，较上年分别提高了1.89和2.39个百分点（详见下表）。

表1 2010~2014年前20名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
前10大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%	17.49%
前20大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	23.49%
前10大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	10.26%
前20大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.51%

资料来源: 联合评级搜集整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表2 2015年中国房地产开发公司测评前10强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团有限公司	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2011年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。2011年1月，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1月26日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要内容包括提高二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年1,000万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令也推向全国等等。2011年1月27日，中国财政部表示，自2011年1月28日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

2012年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。进入2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。2009年以来主要的房地产调控政策如表3所示。

表3 2011年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2011年1月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011年1月	国务院“新国八条”
2013年2月	国务院“新国五条”
2013年3月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2015年3月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015年3月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限

资料来源：联合评级搜集整理

2014年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。2014年4月至5月间，无锡、天津、宁波、武汉、郑州等城市相继取消或者放松了当地的限购政策，以维护房地产市场的稳定健康发展。

2015年全国两会期间，国务院总理李克强在《政府工作报告》中指出，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。2015年3月27日国土部、住建部联合下发通知优化今年住房及用地供应结构。3月30日，央行联合住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例：二套房商业性贷款最低首付款比例调整为不低于40%，同时调整了住房公积金贷款政策，首套普通自住房公积金贷款最低首付款比例为20%；对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的，最低首付款比例为30%。3月30日，财政部也联合国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限：个人将购买2年以上（含2年）的普通住房对外销售的，免征营业税。

总体看，为促进房地产行业的健康发展，2015年房地产行业调控政策已有所放宽，将在一定程度上缓解房价向下调整趋势。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望在不断调整中完善和改进，行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

行业关注

资金链日趋紧张

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性。随着银行等金融机构贷款逐步收紧，房企更多地开始依靠项目销售等回款作为资金来源。但在长期的“限购”和“限贷”政策下，进入2014年我国房地产销售情况开始转淡，销量和价格均出现同比下降，影响房地产企业的回款能力和现金流，部分房企的资金链越发紧张。

资金成本上升

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2013年房地产行业平均负债率有所上升，139家房企的平均负债率为63.15%，相较于2012年的61.64%上升了近两个百分点，逾四成房企资产负债率超过70%。在宏观经济增速放缓，市场资金面偏紧常态化的情况下，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

房企利润率下降

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的 60% 需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013 年 5 月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

参股商业银行，转型金融化地产公司

由于近年来受调控政策影响，国内信贷环境偏紧，众多房地产企业纷纷拓展新的融资渠道，参股银行便成为了一种新的尝试。一方面，参股银行可以更好地满足企业客户在金融服务方面的需求，也是企业顺应未来房地产行业“金融业+加工业”发展趋势的有效转型；另一方面，参股银行可以使企业与银行间的业务关系更加紧密，为房企的融资创造便利条件。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

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。我国证券市场经过逾 20 年的发展逐渐走向成熟和壮大，伴随证券市场的发展，我国证券行业也经历了从无到有、不断规范完善、日趋发展的过程。

股票市场方面，中小板和创业板分别于 2004 年和 2009 年设立；新三板自 2012 年开始启动扩容并于 2013 年扩大至全国，截至 2014 年底挂牌企业数量达 1,579 家；区域性股权交易市场建设也在持续推进中，截至 2014 年末全国共建有区域性股权交易市场超过 60 家，可交易股份总量达 130.94 亿股，总市值达 820.53 亿元。根据 WIND 资讯统计数据，截至 2014 年底，上交所和深交所

上市的公司共有 2,613 家，股票市场总市值为 37.25 万亿元，同比增加 61.29%，2014 年股票证券化率为 67.34%，A 股成交额为 73.77 万亿元。

债券市场方面，我国已建立了交易所债券市场和银行间债券市场。此外，证券公司柜台市场也开始发展，2012 年底，开展柜台市场试点工作，截至 2014 年末共有 42 家试点证券公司获得柜台市场试点资格，目前柜台市场以资产管理计划和衍生品交易为主。根据 WIND 资讯统计数据，截至 2014 年底债券余额为 35.92 万亿元，2014 年现券交易成交金额为 40.33 万亿元，回购交易成交金额为 312.11 万亿元；衍生品市场方面，根据中国期货业协会统计数据，2013 年场内商品期货和场内股指期货的成交额分别为 127.97 万亿元和 164.02 万亿元；场内国债期货也于 2013 年 9 月正式启动，2014 年成交额为 0.88 万亿元。

2004 年~2007 年，证券行业监管机构对行业进行了综合治理，有效化解了历史遗留问题，证券行业开始了健康有序的发展。近年来，监管机构推动证券行业创新发展，证券公司家数、全行业营业收入、净利润、总资产、净资产和净资本保持增长趋势。根据中国证券业协会公布的经营数据显示，2014 年，120 家证券公司共实现营业收入 2,602.84 亿元，同比增长 63.45%，实现净利润 965.54 亿元，同比增长 119.34%；截至 2014 年底，120 家证券公司总资产为 4.09 万亿元，净资产为 9,205.19 亿元，净资本为 6,791.60 亿元，较 2013 年末分别增长 96.63%、22.11%和 30.49%。

表 4 2012 年~2014 年证券行业概况

项 目	2012 年/2012 年末	2013 年/2013 年末	2014 年/2014 年末
证券公司家数(家)	114	115	120
盈利家数(家)	99	104	119
盈利家数占比(%)	86.84	90.43	99.17
营业收入(亿元)	1,294.71	1,592.41	2,602.84
净利润(亿元)	329.30	440.21	965.54
总资产(万亿元)	1.72	2.08	4.09
净资产(亿元)	6,943.46	7,538.55	9,205.19
净资本(亿元)	4,970.99	5,204.58	6,791.60

数据来源：中国证券业协会

总体看，证券市场的快速发展一定程度上推动了我国经济的增长，未来随着证券市场的持续发展，证券场所肩负的融资、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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是大型民营企业集团，经过三十年的发展，形成了以金融产业为龙头，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。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。

公司在金融领域的主要投资包括银行、证券、期货、信托、保险、典当、保险经纪等。公司主要投资控股的金融机构有民生证券股份有限公司、中国民生信托有限公司（以下简称“民生信托”），民安财产保险有限公司、民生期货有限公司、北京民生典当有限责任公司、民生保险经纪有限公司；参股的金融机构有中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）、广西北部湾银行股份有限公司等多家金融企业。

房地产业务是公司主要产业之一，上市公司泛海控股（股票代码 000046）是公司房地产业务的经营主体。泛海控股目前拥有 20 家所属子公司，开发的项目分布于北京、深圳、武汉、上海、杭州、青岛、大连、沈阳等中心城市，拥有可开发面积超过 800 万平方米的项目储备。

电力产业是公司根据自身发展战略需要和国家能源发展战略实施的新投资领域。目前投资的重点项目有印尼电厂项目、陕西红墩界煤电一体化项目等。

目前中国泛海控股集团投资和涉及的重点公司和项目有联想控股股份有限公司、民生控股股份有限公司、中信绵阳科技城产业投资基金、上海金融发展投资基金、澳大利亚铜矿项目、长白山国际旅游度假区项目等。

总体看，公司业务发展呈现多元化布局，整体竞争能力较强。

2. 人员素质

截至 2015 年 3 月底，公司主要高级管理人员包括董事长兼总裁 1 人、执行董事兼执行副总裁 2 人、副总裁兼董事会秘书 1 人、副总裁兼风险控制总监 1 人、副总裁兼董事长助理 2 人、副总裁 5 人、助理总裁 4 人。公司高管人员全部具有大学本科以上学历。

公司董事长兼总裁卢志强先生，1951 年 12 月出生，中共党员，复旦大学经济学硕士，现任全国政协常委、中国民间商会副会长、泛海公益基金会副理事长、中国光彩事业基金会副理事长、中国民生银行副董事长等职。卢志强先生多年来荣获全国首批“优秀中国特色社会主义事业建设者”、“中华慈善奖”特别贡献奖、“2009 中国企业十大卓越管理年度人物”、“2012 年中国企业社会责任杰出企业家”、2014 年“全国社会扶贫先进个人”，“中国光彩事业 20 周年突出贡献奖”等多项荣誉。

截至 2015 年 3 月底，公司拥有职工 7,668 人，从学历程度看，本科及以上学历员工占 51.60%，大专学历占 16.17%，中专及以下学历占 32.26%；从年龄构成看，30 岁以下员工占 43.78%，30~50 岁占 55.02%，50 岁以上占 1.20%。

总体看，公司高层领导具有深厚的专业背景和丰富的管理经验；公司员工平均年龄较低，员工素质及结构符合公司主营行业特点，能够满足公司发展需求。

五、公司管理

1. 法人治理结构

按照《公司法》的规定，公司治理结构由四个部分组成，即股东会、董事会、监事会和经理层。股东大会系公司权力机构。公司设董事会，对股东大会负责。公司董事会由 13 名董事组成，设董事长 1 人，副董事长 1 人。公司设监事会，监事会由 5 名监事组成，监事会设监事会主席 1 人，副主席 1 人。公司设总经理 1 名，由董事长提名，董事会聘任或解聘。公司设董事会秘书，由董事长提名，董事会聘任或解聘。目前，公司实际控制人任公司董事长并兼任总裁。

股东会由全体股东组成，是公司的权力机构。董事会对股东会负责，董事、执行董事由各股东单位委派，股东会会议选举通过。董事会行使执行股东会决议、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司的年度财务预算方案、决算方案等职权。公司设监事会，监事会对公司经营活动和高级管理人员实行监督的常设机构，对全体股东负责。监事会行使列席董事会会议、对董事会决议提出质询并要求答复、检查本公司的经营和财务状况等职权。

公司设总裁，总裁直接对董事会负责，从事公司正常业务及公司内部日常经营管理工作，副总裁协助总裁开展工作。

总体看，公司治理结构相对健全。

2. 管理水平

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

公司所建立的主要管理制度包括以下方面：

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

其中已执行制度包括资产、财务、会计基本管理制度、财务预算管理制度、内部会计控制制度、货币资金内部控制制度、成本费用管理制度、固定资产管理制度、或有事项管理制度、会计档案管理制度、会计人员管理制度、会计人员行为规范及准则、财产清查管理制度及信托融资实施办法等 13 项管理制度。

(2) 风险控制类制度，此类制度主要作用在于为公司的风险管理建立规范、有效的风险控制体系，提高风险防范能力，保证公司安全、稳健运行，提高经营管理水平。

其中已经执行制度包括合同管理制度、内部审计管理规定、全面风险管理制度、反舞弊管理办法、审计工作操作办法等 12 项管理制度。

(3) 公司治理制度，此类制度旨在规范公司股东会、董事会、监事会及专门委员会的组织和行为，提高公司决策机构的议事及决策效率，统一公司整体战略部署和发展目标，促进公司增强核心竞争力和可持续发展能力。

其中已执行的制度包括股东会议事规则、董事会议事规则、监事会工作细则、所属公司战略规划管理办法等 9 项管理制度。

(4) 子公司管理方面，公司采用如下管理模式：

对于非金融类非上市控股子公司，公司采取直属管理的模式：财务管理方面，对所属子公司单线直控管理，各子公司财务总监均由总公司直接委派，财务部门中层干部实行总公司备案制，同时对子公司实行预算管理；资金管理方面，公司采取高度集中集权式管理，子公司所有大额资金调度必须经由总公司批准；投融资管理方面，公司以总部作为统一融资平台，由子公司针对每个项目上报融资方案并做筹资预算，经由集团决策统一开展融资行为。经营管理方面，公司总部直接向子公司下达经营计划。

对于金融类非上市控股子公司及上市子公司，公司根据《公司法》及相关监管机构的规定，通过董事会实施对子公司的管理。

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

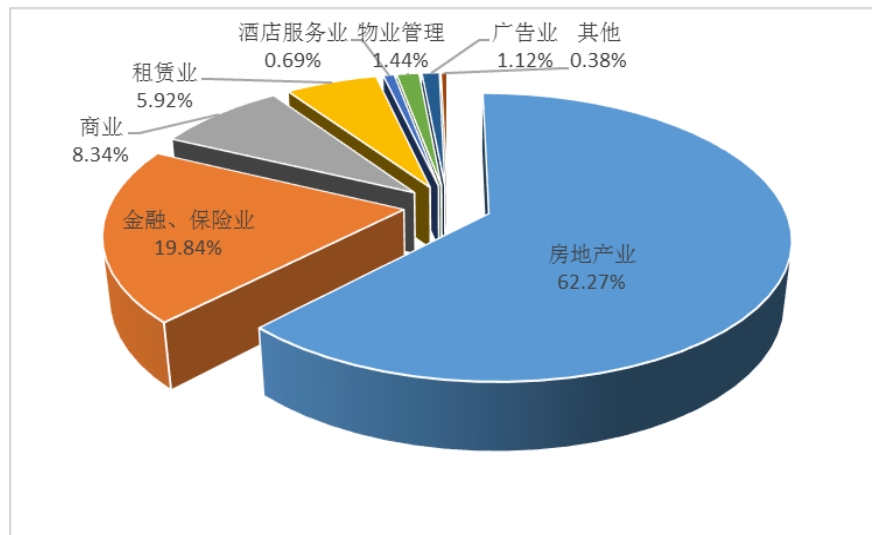
总体来看，公司管理体制完善，对于下属控、参股公司的管控较为严格，能够及时了解及掌握下属公司经营情况并有效作出反应。但是由于公司控股、参股企业较多，且公司还在不断扩大投资领域，对未来其管理效率提出了一定的挑战。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是大型民营企业集团，经过二十多年的发展，形成了以房地产为龙头，金融、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。2012~2014年，公司收入规模逐年增长，分别为65.42亿元、85.18亿元和89.01亿元，收入构成以房地产业、金融保险业和商业为主，近三年合计占营业收入比重均超过85%，公司主营业务突出。

图6 公司营业收入构成



资料来源：审计报告

近三年，公司房地产板块营业收入分别为40.53亿元、54.91亿元和55.42亿元，占公司营业收入的比重均超过60%。2012年，房地产市场呈现触底反弹格局，公司跟踪市场变化，灵活调整销售政策，制定了以销售为核心的总体策略，使当年房地产销售收入大幅增长，2013年，公司继续以项目销售为先导，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，其中，商业住宅销售收入为24.43亿元，占当年公司营业收入比重为28.68%，写字楼及其他商业物业的销售收入为30.48亿元，占营业收入的35.78%，2014年销售收入与2013年基本持平。公司金融、保险业板块收入和商业板块收入实现了连续3年的持续增长。

表5 2012~2014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			2014年		
	收入	占比	毛利率	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	64.46	57.45	55.42	62.27	58.93
金融、保险业	10.15	15.52	99.94	14.49	17.01	99.77	17.66	19.84	99.70
商业	6.90	10.55	24.18	7.25	8.51	24.03	7.43	8.34	27.54
租赁业	4.04	6.17	99.37	4.80	5.64	99.42	5.27	5.92	96.86
物资贸易	-	-	-	-	-	-	-	-	-
酒店服务业	1.04	1.59	62.45	0.74	0.87	60.84	0.62	0.69	67.31
物业管理	1.42	2.16	-24.50	1.57	1.84	-20.99	1.28	1.44	-16.29
广告业	1.21	1.85	37.26	1.02	1.20	33.50	1.00	1.12	46.92
其他	0.13	0.21	63.52	0.40	0.47	82.61	0.34	0.38	66.24
合计	65.42	100.00	62.71	85.18	100.00	62.59	89.01	100.00	65.52

资料来源：审计报告

毛利率方面，2012~2014年，公司整体毛利率保持相对稳定，分别为62.71%、62.59%和65.52%；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%，较上年略有增长；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%，较上年变化不大；商业板块毛利率为27.54%，较上年增长3.51个百分点。

总体看，公司主营业务突出，近年来收入规模逐年增长，毛利率基本稳定，且保持较高水平。

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。泛海控股目前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。

房地产开发业务

房地产开发方面，近三年，受国家宏观经济运行及房地产调控政策影响，泛海控股房地产开发规模波动较大。2012年初，在严格的宏观调控政策下，购房者观望情绪浓厚，房地产市场延续了2011年末低迷的态势，成交量持续下降，市场处于深度调整期，经济增长幅度收窄，下行压力不断加大。进入二季度，中央政府加大了对刚性住房需求的政策支持力度，市场预期开始转变，百城价格指数于6月首次止跌，楼市逐步筑底企稳，并不断向好发展，年底前后，部分一二线城市楼市回暖迹象明显。针对市场走势和政策变化，泛海控股适时把握开发节奏，调整开发规模，适当压缩新开工面积，当年在施总建筑面积338万平方米，其中新开工面积50万平方米；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，缩短销售去化与资金回笼周期，当年在施总建筑面积451.62万平方米，其中新开工面积168.44万平方米。2014年，公司项目在施面积561.06万平方米，新开工面积111.10万平方米，竣工面积74.34万平方米，销售结算收入55.37亿元。公司各重点项目建设进展顺利，其中美国洛杉矶项目于2014年11月24日实现前期工程开工；受益于公司所属北京东风乡项目、上海董家渡10号地块项目拆迁工作取得的重大突破，北京东风乡项目、上海董家渡10号地块项目建设进展顺利。

表6 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	2014年	2015年1-3月
在施面积	338.00	451.62	561.06	486.72
新开工面积	50.00	168.44	111.10	0
竣工面积	41.00	57.64	74.34	0
签约销售面积	25.31	31.85	55.84	4.77
销售结算面积	18.67	29.54	31.64	4.15
销售结算收入	40.53	54.7	55.37	7.37

资料来源：公司提供

房地产销售方面，面对房地产宏观调控等多重因素影响下的房地产市场，泛海控股自2012年初制定了以销售为核心的总体策略，通过营销创新、渠道拓展、深度挖掘客户等方法，使公司当年实现房地产销售的大幅增长，全年累计实现签约销售收入51.09亿元，签约销售面积25.31万平方米，销售结算面积18.67万平方米，累计结算收入40.53亿元；2013年，泛海控股继续以项目销售为先导，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58.44亿元，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。2014年，国内房地产市场进入调整周期，市场成交平淡。截至2014年底，泛海控

股累计实现签约销售收入 97.83 亿元，签约销售面积 55.84 万平方米，销售结算面积 31.64 万平方米，累计实现结算收入 55.37 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 年及 2014 年签约销售收入主要来自武汉，分别占当年签约销售金额的 68.56% 和 97.58%。

表 7 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	46,799.00	7.38	33,991.81	6.79	住宅
武汉 SOHO 国际城 (宗地 11、12)	117,044.00	19.18	165,878.02	27.09	写字楼
武汉悦海园 (居住区)	77,763.00	11.36	9,240.99	1.38	住宅
武汉悦海园 (商业区)	4,291.37	1.35	546.73	0.17	商业
武汉竹海园	4,651.43	0.74	55,811.24	8.77	住宅
武汉松海园	0	0	49,883.13	7.71	住宅
武汉兰海园	0	0	25,117.69	6.04	住宅
武汉香海园	0	0	93,378.33	14.94	住宅
杭州泛海国际中心	47,623.88	13.34	-	0.25	写字楼 (车位)
深圳拉菲花园二期	20,301.75	5.01	564.58	0.15	住宅
深圳泛海城市中心	0	0	5,877.82	1.76	综合体
东风家园五区	0	0	3,135.45	2.13	住宅
泛海国际居住区 2# 地块	0	0	7,514.55	6.52	住宅

资料来源: 公司提供

在建项目方面，截至 2015 年 3 月底，泛海控股在建项目主要集中在北京、武汉、上海、美国洛杉矶等地，主要包括：泛海国际居住区项目 (2#、3# 土地)、武汉中央商务区世贸中心、沈阳泛海国际居住区、美国洛杉矶泛海广场项目等。在建房地产项目建筑面积合计 484.22 万平方米，截至 2015 年 3 月底已累计完成投资 281.47 亿元 (计入存货—开发成本)，公司房地产开发业务投资规模大，未来面临一定的投资压力。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，但房地产市场受宏观政策影响大，该类项目的预期销售实现存在一定不确定性。

表 8 2015 年 3 月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	截至 2015 年 3 月底 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	2.93	2016 年 3 月
碧海园	1.08	7.42	7.1	1.00	1.33	2015 年 12 月
财富中心	1.03	9.63	8.19	1.74	2.11	2015 年 12 月
国际中心	3.01	24.05	23.83	4.27	5.14	2016 年 5 月
世贸中心	21.31	125.35	181.34	2.48	3.09	2023 年 3 月
武汉中心	2.81	36.66	62.12	11.69	13.30	
宗地 17	4.37	40.46	33.46	0.17	0.26	2017 年 12 月
松海园	3.08	13.45	9.77	2.02	2.67	2015 年 9 月
桂海园	8.03	29.20	25.3	1.44	2.28	2016 年 3 月
芸海园	9.49	40.01	40.09	0.09	0.16	2019 年 5 月
宗地 23-1	1.25	3.18	2.04	0.47	0.53	2016 年 3 月
基础设施建设	--	--	99.81	54.34	58.22	2023 年 11 月

泛海国际居住区 2#、3# 地块	17.51	25.78	103.70	68.30	70.40	2017 年 12 月
东风家园五区	5.54	23.86	54.31	44.72	46.71	2016 年 8 月
上海泛海国际公寓 (10#)	4.39	22.89	91.41	42.39	43.33	2017 年 12 月
杭州泛海酒店	1.56	10.33	21.44	6.57	6.65	2016 年 6 月
深圳泛海城市广场项目 (三期)	2.48	12.23	10.73	6.31	6.77	2015 年 8 月
沈阳泛海国际居住区	21.94	13.73	7.83	3.44	3.66	2017 年 8 月
洛杉矶泛海广场项目	1.87	24	12.38 亿美元	11.40	11.93	2018 年 5 月
合计	113.79	484.22	--	265.07	281.47	

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，公司现有土地主要来自非公开发行大股东资产注入。截至 2015 年 3 月底，公司土地储备面积合计 481.45 万平方米，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，2014 年泛海控股收购了美国旧金山项目，占地面积 21.83 万平方米。

表 9 截至 2015 年 3 月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	360.84
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	18.59
旧金山	旧金山泛海中心项目	写字楼、公寓、酒店	21.83

资料来源：公司提供

总体看，公司顺应国家行业政策调整及市场变化，适时调整经营策略，通过控制开发规模及加快项目去化速度，实现销售面积及销售收入的大幅增长。公司在建项目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。但联合评级也关注到，2014 年以来，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北京东风乡绿隔地区第二宗地、大连泛海国际休闲度假项目和金龙湾水上旅游项目，截至 2015 年 3 月底累计投资 65.38 亿元，目前尚未实现收入。

表 10 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 2015 年 3 月底已完成投资
东风乡绿隔地区第二宗地	115.00	50.16	51.33
大连泛海国际休闲度假项目	14.00	8.54	8.67
金龙湾水上旅游项目	23.41	5.23	5.38
合计	152.41	63.93	65.38

资料来源：公司提供

北京东风乡绿隔地区第二宗地土地面积 49.04 万平方米，拟开发地上建筑面积约 45.99 万平方米，总投资 115 亿元。截至 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 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，公司计划通过摘牌或协议出让获取土地，再进行项目的二级开发建设。

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

公司房产租赁经营物业主要为北京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，北京民生金融中心实现出租收入 4.93 亿元，同比增长 5.8%，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 5.67 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%，较上年下降 4.53 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、民生信托等作为运作平台。

截至 2014 年底，公司对民生信托直接持股 59.65%，间接持股 25%。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，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。

2014 年民生证券实现营业收入 15.66 亿元，其中经纪业务 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；截至 2014 年底，民生证券合并资产总额 148.12 亿元，其中客户资金存款 57.70 亿元、客户备付金 22.76 亿元；负债总额 111.46 亿元，其中代理买卖证券款 78.56 亿元；所有者权益 36.66 亿元，母公司口径下净资本 29.53 亿元。2014 年，民生证券实现净利润 4.06 亿元。

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，公司金融板块主要控股、参股公司如下表所示：

表 11 截至 2014 年底公司金融板块主要控、参股公 (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	217,731	间接持股 72.999%
北京民生典当有限责任公司	5,000	间接持股 100%
民生保险经纪有限公司	5,000	间接持股 100%
民生银行股份有限公司	3,403,965	直接持股 2.46%
广西北部湾银行股份有限公司	325,000	6.09%
郑州银行股份有限公司	143,393	0.474%
中国民生信托有限公司	100,000	直接持股 59.65%，间接持股 25%
民生财富投资管理有限公司	10,000	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。

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。

民生证券有限责任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。

总体来看, 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甲醇制烯烃项目和新能凤凰(滕州)能源项目等。

包头甲醇制烯烃项目

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

该项目采用中科院大连物化所甲醇制烯烃技术, 建设年产 30 万吨聚乙烯和 30 万吨聚丙烯, 同时年副产 8.3 万吨 C4 和 3 万吨 C5。

该项目包括甲醇制烯烃(MTO)装置、PP、PE 等生产装置和配套的公用工程、辅助生产装置, 实施计划大体分为项目前期工作阶段、勘探和设计工作阶段、设备材料采购及施工前期准备工作阶段、施工安装工作阶段及试车与考核验收工作阶段共五个阶段, 项目建设周期为 3 年。

根据可行性研究报告的测算, 该项目建成投产后可在十五年内实现销售总收入 981.90 亿元, 年平均销售收入为 65.46 亿元, 扣除各项成本及税费后年均实现税后利润 7.40 亿元。该项目总投资 59.79 亿元, 预计 2016 年达到投产和商业运营。

该项目在发展规划、产业政策、区域经济促进、环境生态、经济影响等方面均符合国家相关规定及要求, 项目具有良好的社会效益和经济效益。

新能凤凰(滕州)能源项目

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

该项目占地 985 亩, 建设内容为 72 万吨/年甲醇。该项目于 2006 年 7 月正式开工建设, 2009 年 12 月 24 日第一条生产线年产 36 万吨甲醇装置投料试车成功, 顺利产出合格甲醇产品; 二期 36 万吨甲醇生产线于 2011 年 12 月已建设完成, 目前两条生产线已经并行达产, 运行平稳。项目公司还积极销售液氧、液氮、液氩及电等副产品, 2014 实现营业收入 15.99 亿元。

印尼棉兰燃煤电站工程项目

印度尼西亚棉兰工业园 2×165MW 燃煤电厂项目位于北苏门答腊省棉兰市境内，由棉兰工业园区管理公司（以下简称“KIM 公司”）以工业园区自备电厂形式提出，运营模式为 BOT。中国泛海绿能国际投资有限公司（以下简称“泛海绿能”）与上海电力建设有限责任公司、PT. GARDA SAYAP GARUDA 于 2013 年 9 月成立项目公司，联合投资建设棉兰电厂项目。目前，项目公司 PT. Mabar Elektrindo 已经和印尼国家电力公司（PLN）签署了锁定项目开发以及锁定电价的《前置协议》（Head of Agreement）。该项目的建设将有效缓解棉兰工业园区的供电紧张局势，为棉兰工业园区进一步发展提供条件，同时可提高北苏门答腊电网供电可靠性，增强电网抵御严重自然灾害的能力。

截至目前，该项目已获得国家发展和改革委员会《境外投资项目备案证明》（发改办外资备字[2014]41 号）。

根据国家发展和改革委员会《境外投资项目备案证明》（发改办外资备字[2014]41 号），该项目总投资 5.67 亿美元（人民币 35.09 亿元），其中泛海绿能投资比例为 60%。该项目于 2014 年 3 月开工，截至 2014 年底，该项目已完成红树林清根、吹砂回填、真空预压等场地预处理工作，部分岩土钻孔工作，水准、地形图初步测量，设备监造招标开标等工作，计划于 2017 年建成投运。

该项目将与 PLN 签订为期 30 年的《购售电协议》，年利用小时数为 7008 小时，该项目将向印尼国家电网输送电力 21.02 亿度/年。通过测算，该项目运营期为 30 年，总营业收入预计为 48.22 亿美元，年均营业收入预计为 1.61 亿美元，年均净利润预计为 0.24 亿美元。

6. 文化传媒板块

公司文化传媒产业主要以北京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 443.41 万份，其中零售 230.58 万份，占发行量的 52%，征订 212.84 万份，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，联合评级也注意到，经观信成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；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，公司还通过控股、参股的方式进行各类优质业务的战略投资。主要包括联想控股股份有限公司、民生控股、中信产业基金管理公司、上海金融发展投资基金、绵阳科技城产业投资基金、天津赛富创业投资基金、澳大利亚铜矿项目、长白山国际旅游度假区项目等。其中除民生控股为控股子公司外，其他均为参股公司。

民生控股

民生控股（股票代码：000416）注册资本 5.32 亿元，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。

2014 年，民生控股商品零售实现营业收入 4.27 亿元。投资理财方面，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，同期上升 0.97 亿元。2014 年，民生控股实现利润总额和净利润分别为 1.30 亿元和 1.00 亿元，分别同比上升 364.29% 和 334.78%。

截至 2015 年 3 月底，民生控股资产总计 11.5 亿元，负债合计 2.75 亿元，权益合计 8.74 亿元；2015 年 1~3 月，民生控股实现营业收入 0.08 亿元，利润总额 0.16 亿元。

澳大利亚铜矿项目

澳大利亚 CuDECO Ltd. (ASX: CDU) 为澳大利亚上市公司，2015 年中期报告（2014 年 7 月至 2014 年 12 月）实现营业收入 4.3 万美元，期末总资产 4.76 亿美元。泛海集团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，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。目前，Rockland 项目于 Las Minerals 矿田的第一阶段挖掘已经完成，目前矿石库存已达逾 100 万吨，正在进行第二阶段挖掘，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，公司已与 CuDECO 签署铜矿包销协议，拥有稳定的资源销售收益。

8. 经营效率

随着公司生产经营规模的扩大，2012~2014 年，公司所有者权益稳步增长，三年复合增长率 19.29%；总资产规模逐年增长，三年复合增长率 25.54%。

伴随近年来公司收入较快增长，应收款项和存货保持增长，从经营效率指标来看，公司 2012~2014 年应收账款周转率持续下降，存货周转次数波动明显，总资产周转次数小幅下降，2014 年分别为 6.35、0.09、和 0.08。

总体看，公司近三年的经营效率一般。

9. 经营关注

楼盘去化压力以及市场竞争加剧，对公司提出了更高的要求

由于 2014 年新开工数和土地销量下降，2015 年供应量增幅将有所降低，但供过于求的局面依然存在，市场面临系统性风险。房地产将由价格竞争转向质量、品质、差异化等的价值竞争。从当前的市场需求层面来看，消费者的观念正在从简单的居住空间，上升为精神享受，生活方式的转变。从当前市场的供给层面来看库存高企、去化压力以及房企之间的竞争迫使企业开始转向以质量、品质、差异化等的价值竞争这对公司的地产项目质量及去化速度，提出了更高的要求。

资金压力大

公司在建房地产、土地一级开发、能源及投资并购等项目未来资金需求规模大，将面临较大的投资压力。

业务范围广，管理难度加大

公司形成了以房地产为龙头，金融、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。虽然目前公司建立了健全的管理制度体系和组织运行模式，但是随着公司业务规模的进一步扩大，在人员管理、财务管理以及资源整合等方面将对公司提出更高的要求。如果公司管理层素质及管理水平不能适应公司规模迅速扩张的需要，管理制度、组织模式不能随着公司规模扩大而及时进行调整和完善，将影响公司的应变能力和发展活力，进而削弱公司的市场竞争力。

10. 未来发展

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

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

做好能源项目建设，未来五年包头煤制烯烃项目及印尼电厂将成为能源板块发展的主要方向，公司加快能源项目建设，逐步形成稳定生产及集团现金流入、利润的稳定来源。

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

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

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

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年财务数据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意见的审计意见。从合并范围变化来看，2012 年末公司纳入合并范围的子公司共计 14 家；2013 年末纳入合并范围的子公司共计 16 家，其中公司新成立一级子公司中国民生信托有限公司和泛海国际投资（美国）有限公司并将其纳入合并范围内；2014 年纳入合并范围的子公司共计 15 家，其中新增民生财富投资管理有限公司和泛海美术馆，公司将民生保险经纪有限公司和北中国泛海控股集团有限公司

京民生典当有限责任公司转让予民生控股股份有限公司，将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，故将不在纳入合并报表范围。公司提供的 2015 年 3 月财务报表未经审计。整体看，公司合并范围有一定变化，财务报表有一定的可比性。

截至 2014 年底，公司合并资产总计 1,272.31 亿元，负债合计 959.91 亿元，股东权益（含少数股东权益）312.40 亿元。2014 年公司实现营业收入 89.01 亿元，净利润（含少数股东损益）7.00 亿元；经营活动产生的现金流量净额为-20.15 亿元，现金及现金等价物增加额 74.93 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总计 1,373.23 亿元，负债合计 1,067.11 亿元，股东权益（含少数股东权益）306.12 亿元。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 17.09 亿元，净利润（含少数股东损益）-1.04 亿元；经营活动产生的现金流量净额为-12.47 亿元，现金及现金等价物增加额 37.33 亿元。

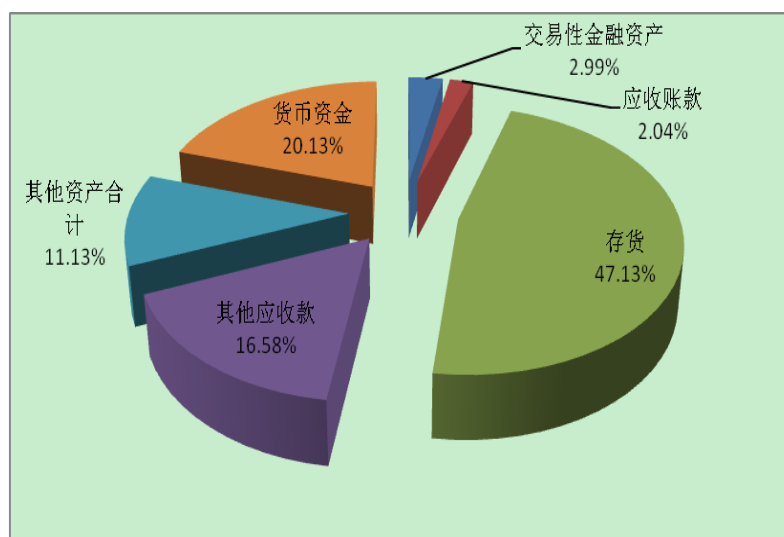
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模稳步增长，年复合增长 27.18%，截至 2014 年底，公司资产规模达 1,272.31 亿元，其中流动资产占比 61.19%，非流动资产占比 38.81%，公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产分别为 514.27 亿元、662.93 亿元和 778.56 亿元，年复合增长 23.04%，流动资产增长，主要是货币资金、交易性金融资产、存货和其他应收款上涨所致。截至 2014 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 20.13%）、交易性金融资产（占 2.99%）、应收账款（占 2.04%）、存货（占 47.13%）和其他应收款（占 16.58%）构成。

图 7 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2012~2014 年，公司货币资金有较大增加，年均复合增长 27.50%。截至 2014 年底，公司货币资金为 156.73 亿元，主要为银行存款（占比 99.47%）、其他货币资金（占比 0.52%）和现金（占比 0.01%）。

2012~2014 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 24.65%。截至 2014 年底，公司存货为 366.90 亿元，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。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。

2012~2014年，公司其他应收款基本保持持平，年均复合增长3.55%。截至2014年底，公司其他应付款129.05亿元，主要为公司与关联单位往来款等。账龄结构方面，2014年底公司其他应收款以1年以内账龄为主，占66.66%，1~2年占24.59%，2~3年占2.53%，3年以上占6.22%。公司其他应收款前五名客户合计占其他应收款总额73.28%；公司其他应收款共计提坏账准备1.42亿元。

2012年~2014年，公司应收账款快速增长，年均复合增长93.23%，主要系应收售房款增长所致。截至2014年底，公司应收账款15.86亿元，其中账龄在一年以内的占95.53%，主要为应收售房款等。应付账款前五名客户合计占应收账款总额34.99%；公司对应收账款共计提坏账准备0.82亿元。

2012~2014年，公司结算备付金快速增长，年均复合增长61.07%。截至2014年底，公司结算备付金为24.70亿元，较上年增长159.26%，全部为民生证券的结算备付金。

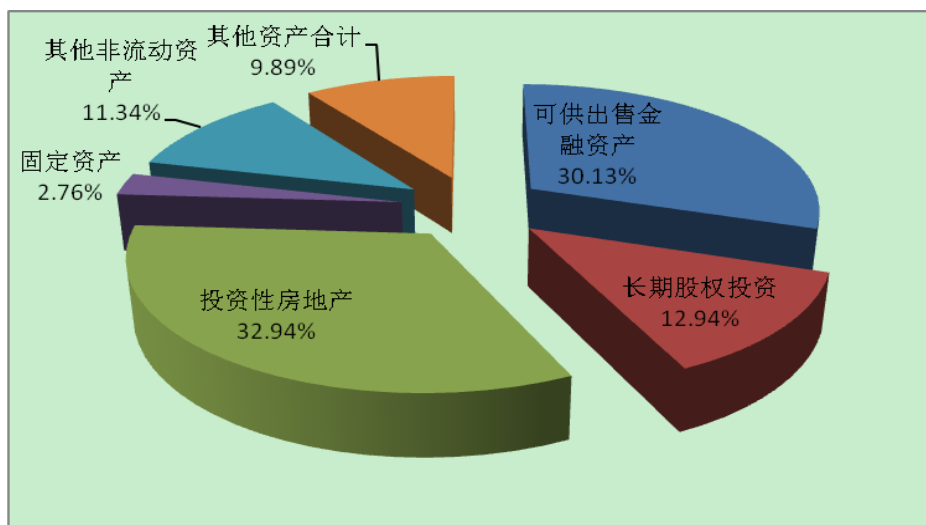
2012~2014年，公司交易性金融资产波动增长，年均复合增长11.45%。截至2014年底，公司交易性金融资产23.31亿元，主要为民生证券与民生信托的交易性金融资产，其中交易性债券投资14.27亿元、交易性权益工具投资2.11亿元、其他6.93亿元。

2012~2014年，公司预付款项呈波动下降态势，年均复合减少16.18%。截至2014年底，公司预付款项15.04亿元，主要系泛海控股预付工程款。从账龄结构来看，截至2014年底，公司预付款项1年以内的占比57.05%，1~2年占0.99%，2~3年占2.77%。预付款项前五名客户合计占预付款项总额67.18%。

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长34.65%。截至2014年，公司非流动资产同比增长40.85%，主要是由于增加了可供出售金融资产、投资性房地产和商誉等所致；主要由可供出售金融资产（占比30.13%）、长期股权投资（占比12.94%）、投资性房地产（占比32.94%）、固定资产（占比2.76%）和其他非流动资产（占比11.34%）构成。

图8 截至2014年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2012年~2014年，公司可供出售金融资产大幅增长，年均复合增长52.39%。截至2014年底，公司可供出售金融资产为148.77亿元，其中主要系可供出售权益工具109.60亿元（占73.67%）。

2012~2014年，公司长期股权投资基本持平，年均复合增长2.95%。截至2014年底，公司长期股权投资63.89亿元，全部为对联营企业的投资，具体投资明细如下表所示：

表 12 2014 年末公司长期股权投资明细 (单位: 万元、%)

被投资单位	投资成本	年初余额	增减变动	期末余额	持股比例
1、联想控股有限公司	190,065.68	568,704.33	64,673.72	633,378.05	20
2、三亚金色海滩置业有限公司	1,000.00	936.05	0.59	936.64	20
3、西安市临潼区秦陵景区旅游巴士运营有限公司	245.00	760.01	84.24	844.31	49
4、泛海酒店投资管理有限公司	5,000.00	0.00	3,782.70	3,782.70	50
合计	196,310.68	570,400.38	68,541.25	638,941.70	--

资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长28.98%。截至2014年底，公司投资性房地产162.63亿元，同比增加39.4%，主要系自用房地产和存货转入所致。

2012~2014年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长12.78%。截至2014年底，公司固定资产13.63亿元，主要由房屋及建筑物、动力及通用设备、办公用品及设备、融资租赁固定资产及其他构成，规模与结构基本保持稳定。截至2014年底，公司固定资产累计折旧8.39亿元。

2012~2014年，公司在建工程持续增长，年均复合增长41.19%。截至2014年底，公司在建工程6.91亿元，其中主要由包头能源公司甲醇制烯烃项目工程2.55亿元和九州映红公司秦皇酒店及剧院项目3.69亿元组成。

2012年~2014年，公司商誉大幅增长，年均复合增长80.12%。截至2014年底，公司商誉15.02亿元，主要是公司收购企业投资成本与该企业交易日可辨认净资产份额之间的差额以商誉列示所致。

2012年~2014年，公司其他非流动资产快速增长，年均复合增长54.14%。截至2014年底，公司其他非流动资产为56.01亿元，主要系预缴土地注资产生的土地增值税（1.81亿元）、预付投资款（5亿元）、信托受益权（中信融金27.19亿元）和回购溢价款（中信融金21.46亿元）。

总体来看，近年来，公司资产规模持续增长，资产结构保持稳定，以流动资产为主，但存货占比较大，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。

3. 负债及所有者权益

2012~2014年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长30.00%。截至2014年底，公司负债合计959.91亿元，较年初增长了27.72%。债务结构方面，截至2014年底，公司流动负债和非流动负债分别占比50.09%和49.91%。

流动负债

2012~2014年底，公司流动负债快速增长，年复合增长率40.34%。截至2014年底，公司流动负债480.82亿元，主要由短期借款（占17%）、应付账款（占5.4%）、代理买卖证券款（16.34%）、预收款项（4.59%）、其他应付款（占4.99%）和一年内到期的非流动负债（占42.59%）等构成。

2012年~2014年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长29.41%。截至2014年底，公司短期

借款81.75亿元，其中保证借款9.48亿元、抵押借款为0.31亿元、质押借款45.26亿元、抵质押借款19亿元、质押保证借款7.5亿元和抵押担保借款0.2亿元。

2012~2014年，随公司业务规模扩张，公司应付账款快速增长，年均复合增长率为44.94%。截至2014年底，公司应付账款为25.97亿元，主要为工程款，账龄在1年以内的占93.62%。

2012~2014年，公司预收款项快速增长，年均复合增长率127.89%，截至2014年底，公司预收款项22.08亿元，主要为预收售房款。从账龄来看，1年以内（含1年）的预收款项占比85.55%，1年以上的占比4.45%。

2012年~2014年，公司代理买卖证券款快速增长，年均复合增长42.99%。截至2014年底，公司代理买卖证券款78.56亿元，较年初增长143.28%，主要系期末证券市场行情较好，经纪业务好转所致。

2012~2014年，公司其他应付款逐年减少，年均复合减少27.52%。截至2014年底，公司其他应付款24.00亿元，主要为预提土地增值税及往来款等。从账龄看，1年以内（含1年）的占42.63%、1至2年（含2年）的占31.13%、2年以上的占26.24%。

2012~2014年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长率69.84%，截至2014年底，公司一年内到期的非流动负债204.76亿元，全部为一年内到期的长期借款。

非流动负债

2012年~2014年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长21.62%。截至2014年底，公司非流动负债479.09亿元，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%）等构成。

2012~2014年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长26.94%。截至2014年底，公司长期借款379.28亿元，其中保证借款11.90亿元、质押借款104.24亿元、抵押借款171.69亿元、抵押、质押借款4.65亿元、质押、保证借款25亿元及抵押、担保借款61.80亿元。公司长期借款多集中于2016年和2017年到期，有一定的集中还款压力。

2012年~2014年，公司应付债券规模基本持平，年均复合减少3.88%，截至2014年底，公司应付债券55.33亿元，具体情况如下表所示：

表 13 截至 2014 年末公司应付债券情况表（单位：万元）

债券名称	发行日期	债券期限	发行金额	期末余额
11 中国泛海债	2011.12.13	6/10 年	280,000.00	280,000.00
01 民生次级债	2014.8.13	1 年	45,000.00	41,509.73
02 民生次级债	2014.10.16	2 年	42,000.00	42,000.00
美元债	2014.09.08	5 年	189,460.32	189,759.21
合计			551,960.13	553,268.93

资料来源：公司审计报告

从有息债务来看，2012~2014年，公司全部债务年均复合增长31.37%。截至2014年底，公司全部债务为724.29亿元，其中短期债务占39.73%，长期债务占60.27%，公司债务结构以长期债务为主。

从债务负担情况来看，2012~2014年，公司资产负债率保持较高水平，分别为72.21%、74.16%和75.45%；公司长期债务资本化比率呈波动态势，分别为57.64%、60.02%和58.29%；公司全部债务资本化比率逐年增长，分别为65.63%、67.72%和69.87%。

总体看，公司近年有息债务规模逐年增长，债务负担逐渐加重，债务结构以长期债务为主，公司整体债务水平较高。

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益（含少数股东权益）稳步增长，年均复合增长率为19.55%。截至2014年底，公司所有者权益（含少数股东权益）312.40亿元，归属于母公司所有者权益合计250.33亿元。归属于母公司所有者权益中，实收资本占31.16%、资本公积占12.97%、其他综合收益占17.61%、盈余公积占1.84%、未分配利润占36.42%，其他综合收益及未分配利润占比较大，公司所有者权益稳定性一般。

截至2015年3月底，公司所有者权益（含少数股东权益）306.12亿元，其中归属于母公司所有者权益合计241.68亿元，较年初减少3.46%，主要系未分配利润减少所致。

总体看，近年来公司所有者权益整体呈增长态势，归属于母公司的所有者权益占比较大，所有者权益中其他综合收益及未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司营业收入稳步增长，年均复合增长16.64%。2014年，公司实现营业收入89.01亿元，收入构成以房地产业、金融保险业和商业为主，分别占营业收入的62.27%、19.94%和8.34%；同期公司营业成本也同步增长，年均复合增长12.17%；公司实现营业利润13.80亿元，净利润7.00亿元（归属于母公司所有者净利润0.29亿元）；营业利润率和净资产收益率分别为50.74%和2.44%。

2012~2014年，公司期间费用逐步增长，年均复合增长10.11%。2014年，公司期间费用为58.31亿元，同比增长13.57%，其中，销售费用为3.48亿元，管理费用为18.55亿元，财务费用为36.29亿元。2014年，公司期间费用占营业收入比重达65.52%，期间费用对公司利润侵蚀明显。

非经常性损益方面，公司为投资控股型集团企业，除主业带来的收入外，还可获得较大规模的投资收益和公允价值变动收益。2012~2014年，公司获得公允价值变动收益逐年下降，年复合下降31.32%，截至2014年底，公司获得公允价值变动收益7.98亿元，其中投资性房地产的公允价值变动产生收益8.00亿元，交易性金融资产公允价值变动损失0.02亿元。2011~2014年，公司投资收益复合增长29.05%，2014年公司获得投资收益20.24亿元，主要由权益法确认的联想控股的投资收益和交易性金融资产减持收益等构成。

2012年~2014年，公司营业利润、利润总额和净利润波动增长，年均复合增长分别为8.92%、6.70%和21.77%。截至2014年底，公司总资本报酬率和总资本收益率分别为4.55%和4.17%。

2015年1~3月，公司实现营业收入17.09亿元，营业利润0.13亿元，净利润-1.04亿元；总资本收益率和净资产收益率分别为-0.10%和-0.34%。

总体看，公司收入规模逐年增长，主业盈利能力持续增强；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，其中投资收益占比较高。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2012~2014年，公司经营活动产生的现金流入快速增长，年复合增长率为61.98%，其中收取利息、手续费及佣金的现金和收到其他与经营活动有关的现金增长较快，年均复合增长分别为30.02%和124.12%。2012~2014年，公司经营活动产生的现金流出快速增长，年复合增长率为55.34%，其中购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金增长较快，年均复合增长率分别为35.21%和55.34%。2012年~2014年，公司经营活动产生的现金

流量净额分别为-16.66亿元、-100.93亿元和-20.15亿元。2012~2014年，公司现金收入比分别为86.64%、80.81%和88.63%，收入实现质量一般。

投资活动现金流方面，2012~2014年，公司投资活动现金流量净额分别为-22.96亿元、-34.81亿元和-33.46亿元。2012年~2014年，公司投资活动现金流入波动减少，年均复合减少12.79%，其中收回投资收到的现金和处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额减少较快，年均复合减少20.36%和18.97%。2012年~2014年，公司投资活动现金流出波动减少，年均复合减少3.25%，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减少较快，年均复合减少26.97%，支付其他与投资活动有关的现金增加较快，年均复合增长48.04%。

筹资活动现金流方面，2012年~2014年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为38.73亿元、136.93亿元和128.90亿元，年均复合增长82.43%。2012年~2014年，公司筹资活动现金流入年均复合增长50.86%，其中取得借款所收到的现金增长较快，年均复合增长50.92%；公司筹资活动现金流出年均复合增长44.02%，其中偿还债务支付的现金占比较大，年均复合增长50.68%。

2015年3月底，公司现金收入比为50.03%，公司收现质量有一定下降。2015年1~3月，经营活动现金流量净流出12.47亿元；公司投资活动以投资支付的现金（52.69亿元）为主，公司投资活动现金流表现为净流出41.26亿元，投资保持在较大规模；筹资活动现金净流入90.96亿元，公司对外融资需求较大。

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，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。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年，公司流动比率和速动比率逐年减小，截至2014年底，分别为1.62和0.86，2015年3月底为1.73和0.91。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。2012~2014年，公司经营现金流表现为净流出，经营现金流流动负债比分别为-6.83%、-30.69%和-4.19%。虽然公司经营现金流流入及现金类资产规模较大，但公司短期支付压力仍较大。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年，公司EBITDA波动上升，分别为39.77亿元、49.42亿元和49.52亿元。2012~2014年，公司EBITDA利息倍数分别为0.97倍、0.91倍和0.80倍；公司EBITDA全部债务比呈波动上升态势，分别为0.10倍、0.09倍和0.07倍。综合考虑，公司整体偿债能力有所减弱。

公司对外担保为二级子公司泛海信华、北京光彩、深圳光彩、武汉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，截止2014年12月31日累计余额为21.59亿元，截至2015年3月31日累计余额为16.92亿元。公司或有负债规模小。

公司与多家商业银行、信托公司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，整体融资渠道较为通畅，但考虑到公司用于抵质押借款资产占比较高，筹资空间受到一定限制。

总体看，公司债务规模增长较快，公司短期支付压力较大，长期偿债能力有所减弱，整体偿债能力有待提升。

7. 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 3 月 24 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

八、本次公司债偿债能力分析

1. 本次公司债的发行对目前负债的影响

公司本次公司债券发行额度为 40 亿元，分别占 2015 年 3 月底公司长期债务和全部债务的 7.53% 和 4.90%，对公司现有债务影响较小。

截至 2015 年 3 月末，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 77.71%、72.72% 和 63.45%，以公司 2015 年 3 月末财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期公司债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 78.34% 和 73.66%，公司债务负担有所加重。

2. 本次公司债偿债能力分析

2012 年~2014 年，公司 EBITDA 分别为分别为 12.59 亿元、49.42 亿元和 49.52 亿元，分别为本期公司债发行额度的 0.99 倍、1.24 倍和 1.24 倍；经营活动现金流入量分别为 95.22 亿元、111.42 亿元和 249.83 亿元，分别为本期公司债发行额度的 2.38 倍、2.79 倍和 6.25 倍；经营活动现金流量净额均为负值，对本期公司债不具备保障能力。公司 EBITDA、经营活动现金流入量对本期公司债券覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司资产规模较大、综合实力强、发展前景良好等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力强。

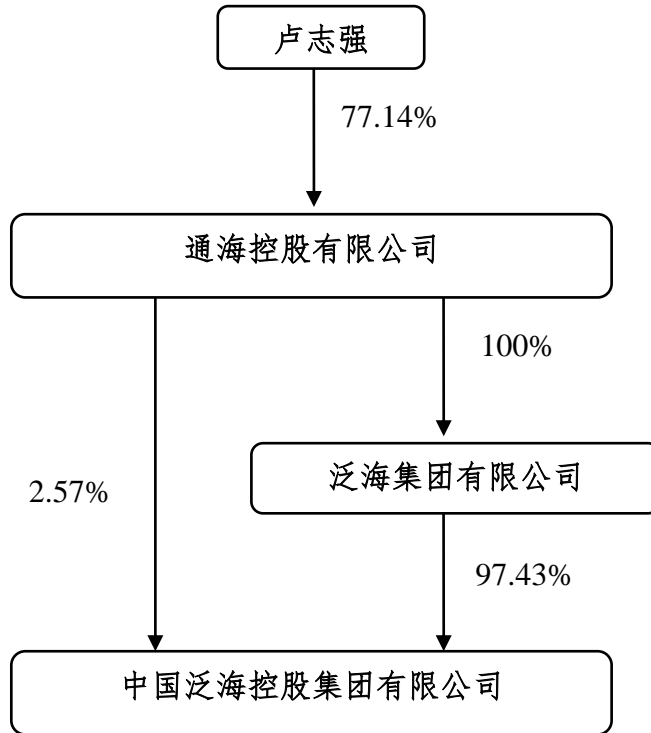
九、综合评价

公司作为国内大型民营综合类企业集团，在经营规模、产业布局、多元化经营等方面具有突出优势。同时，联合评级也关注到，房地产市场趋于疲软且出现分化，公司债务规模快速扩张，债务负担进一步加重，资金成本上升，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。

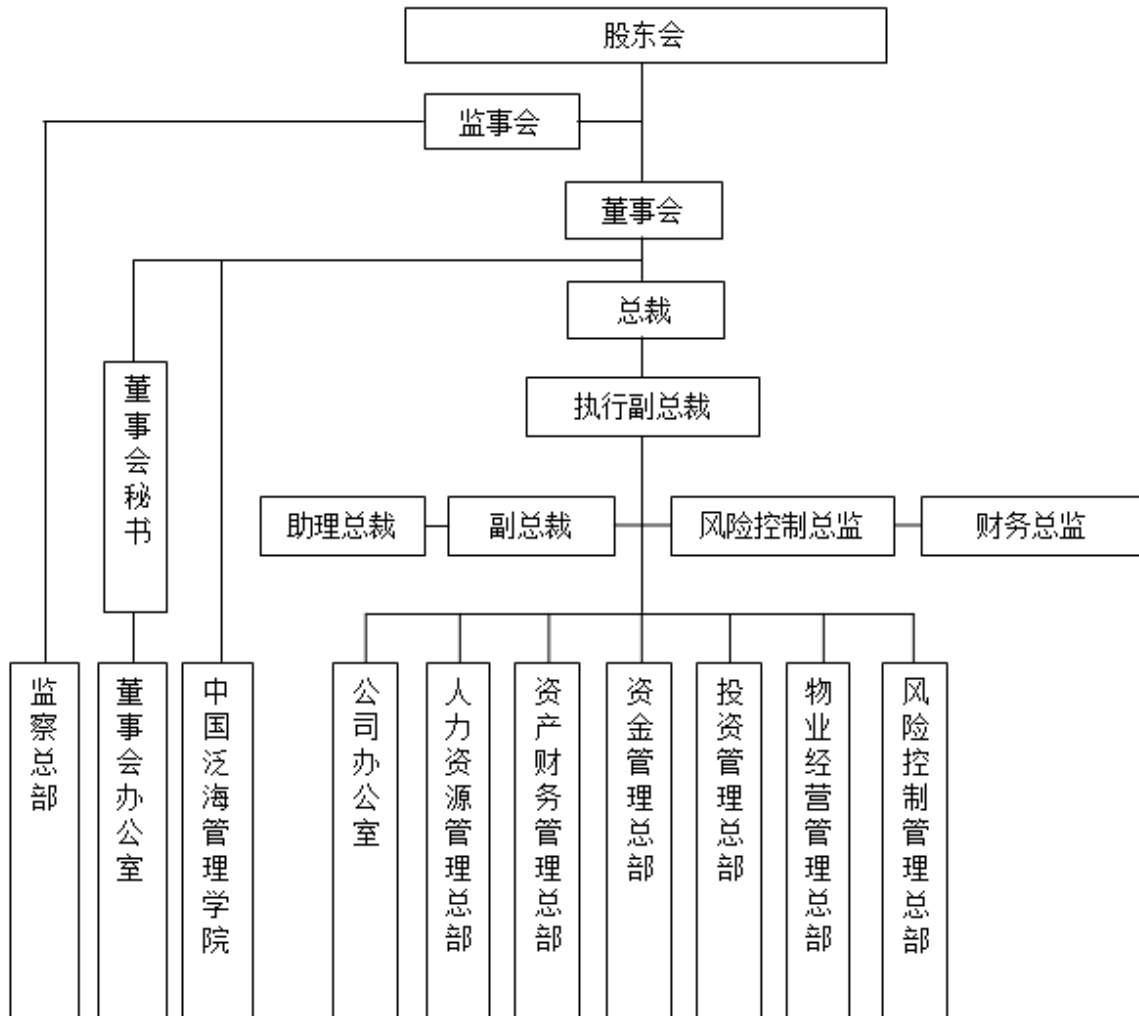
公司资产规模较大，综合实力强，投资涉及地产、金融、能源等多个领域，土地与项目储备丰富，投资企业质地优良，发展前景良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本次公司债券到期不能偿还的风险较低。

附件 1 中国泛海控股集团有限公司股权结构图



附件 2 中国泛海控股集团有限公司组织结构图



附件 3-1 中国泛海控股集团有限公司
2012 年~2015 年 3 月合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动资产：					
货币资金	964,077.70	1,035,976.69	1,567,264.59	27.50	2,021,796.04
结算备付金	95,203.86	95,265.14	246,984.47	61.07	165,306.62
交易性金融资产	187,701.28	303,704.05	233,132.11	11.45	337,017.32
应收票据	152.00	113.57	399.13	62.04	86.91
应收账款	42,488.76	107,913.00	158,647.55	93.23	146,114.73
预付款项	214,015.19	238,640.37	150,351.39	-16.18	152,769.32
买入返售金融资产	0.00	421,712.51	24,187.49		10,624.99
融出资金	0.00	141,749.97	323,662.56		429,732.80
应收利息	3,697.72	6,788.69	11,338.53	75.11	11,907.81
应收股利	19,637.98	15,966.00	334.48	-86.95	0.00
存出保证金	19,026.14	17,927.24	20,498.44	3.80	32,604.80
其他应收款	1,203,560.71	1,195,993.26	1,290,482.80	3.55	999,675.59
存货	2,361,524.97	3,027,651.32	3,669,034.66	24.65	4,035,773.42
一年内到期的非流动资产	0.00	4,533.40	17,647.52		19,201.02
其他流动资产	31,623.57	15,337.89	71,606.44	50.48	162,616.62
流动资产合计	5,142,709.86	6,629,273.09	7,785,572.15	23.04	8,525,228.00
非流动资产：					
可供出售金融资产	640,653.27	930,927.89	1,487,726.53	52.39	1,442,808.14
持有至到期投资	11,000.00	17,500.00	22,400.00	42.70	28,600.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00		0.00
长期股权投资	602,897.47	570,400.45	638,941.70	2.95	655,519.80
投资性房地产	977,609.25	1,166,624.27	1,626,318.59	28.98	1,626,462.91
固定资产	107,201.31	129,278.50	136,349.31	12.78	135,396.77
期货会员资格投资	140.00	140.00	140.00	0.00	140.00
生物性资产	0.03	0.03	0.03	0.00	0.03
在建工程	34,651.66	50,380.26	69,077.23	41.19	76,170.43
工程物资	0.00	257.08	257.08	--	257.08
固定资产清理	0.00	0.00	0.00		0.27
无形资产	11,884.71	12,177.85	12,315.45	1.80	12,756.45
开发支出	0.00	0.00	0.00		0.00
商誉	46,294.01	84,383.74	150,198.13	80.12	150,473.97
长期待摊费用	10,485.10	10,696.19	14,651.20	18.21	15,701.32
递延所得税资产	44,755.19	179,820.15	218,997.03	121.21	225,978.44
其他非流动资产	235,753.33	352,978.75	560,124.13	54.14	836,836.63
非流动资产合计	2,723,325.33	3,505,565.14	4,937,496.42	34.65	5,207,102.26
资产总计	7,866,035.19	10,134,838.23	12,723,068.57	27.18	13,732,330.26

附件 3-2 中国泛海控股集团有限公司
2012 年~2015 年 3 月合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动负债：					
短期借款	488,099.25	457,322.64	817,452.09	29.41	699,405.88
交易性金融负债	0.00	0.00	4,229.64		3,873.37
衍生金融负债	0.00	0.00	7.90	0.00	0.00
应付票据	840.00	11,260.00	8,000.00	208.61	8,000.00
应付账款	123,606.87	199,356.25	259,665.26	44.94	221,544.78
卖出回购金融资产款	44,700.00	544,014.03	132,874.43	72.41	155,544.88
代理买卖证券款	384,206.70	322,913.69	785,591.88	42.99	1,042,229.42
应付货币保证金	30,844.19	33,579.12	31,420.21	0.93	36,770.55
预收款项	42,520.88	86,600.15	220,817.78	127.89	280,561.00
应付职工薪酬	22,006.28	25,136.48	38,424.39	32.14	30,257.50
应交税费	114,597.88	118,094.97	168,741.43	21.35	126,568.37
应付利息	20,861.68	10,542.00	21,240.45	0.90	28,358.88
应付股利	1,843.70	1,696.78	458.90	-50.11	2,594.55
其他应付款	456,789.57	362,265.72	239,983.74	-27.52	19,233.34
一年内到期的非流动负债	709,846.40	1,095,224.45	2,047,617.00	69.84	2,135,616.50
其他流动负债	421.24	20,983.66	31,664.03	766.99	138,166.76
流动负债合计	2,441,184.65	3,288,989.94	4,808,189.14	40.34	4,928,725.76
非流动负债：					
长期借款	2,353,861.00	3,619,759.90	3,792,775.92	26.94	4,641,853.40
应付债券	598,856.70	280,000.00	553,268.93	-3.88	654,863.63
长期应付款	22,067.76	31,844.07	19,515.44	-5.96	18,042.05
专项应付款	2.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
预计负债	200.00	136.80	0.00	-100.00	0.00
递延收益	0.00	0.00	90.00		440.00
递延所得税负债	263,958.07	295,184.05	425,210.98	26.92	407,817.37
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00		19,392.61
非流动负债合计	3,238,945.53	4,226,924.82	4,790,861.27	21.62	5,742,409.06
负债合计	5,680,130.18	7,515,914.77	9,599,050.41	30.00	10,671,134.82
所有者权益：					
股本	605,828.35	780,000.00	780,000.00	13.47	780,000.00
资本公积	434,482.08	258,443.64	324,771.96	-13.54	326,492.67
减：库存股	0.00	0.00	0.00		0.00
专项储备	0.00	0.00	0.00		0.00
其他综合收益	0.00	115,127.67	440,855.18		380,941.04
盈余公积	46,081.99	46,081.99	46,081.99	0.00	46,081.99
未分配利润	652,416.74	908,655.07	911,579.05	18.20	883,284.21
外币报表折算差额	2,716.85	0.00	0.00	-100.00	0.00
归属于母公司所有者权益合计	1,741,526.01	2,108,308.37	2,503,288.18	19.89	2,416,799.91
少数股东权益	444,379.00	510,615.09	620,729.99	18.19	644,395.53
所有者权益合计	2,185,905.02	2,618,923.47	3,124,018.16	19.55	3,061,195.44
负债和所有者权益总计	7,866,035.19	10,134,838.23	12,723,068.57	27.18	13,732,330.26

中国泛海控股集团有限公司

附件 4 中国泛海控股集团有限公司
2012 年~2015 年 1~3 月合并利润表
(单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 1~3 月
一、营业收入	654,230.02	851,763.30	890,061.51	16.64	170,917.79
减: 营业成本	243,945.92	318,641.57	306,913.35	12.17	39,934.31
营业税金及附加	103,711.72	121,168.83	131,554.54	12.63	20,020.35
销售费用	23,633.78	29,973.95	34,766.99	21.29	9,181.03
管理费用	156,304.58	176,831.96	185,477.81	8.93	55,031.26
财务费用	301,032.80	306,641.12	362,895.22	9.80	90,232.46
资产减值损失	113.68	3,592.75	12,689.59	956.53	-321.81
加: 公允价值变动收益	169,333.04	126,535.25	79,865.94	-31.32	5,746.05
投资收益	121,543.95	154,279.94	202,403.96		38,757.37
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	50,661.12	97,052.05	48,262.97		13,518.09
汇兑收益(损失以“-”号添列)	-2.19	-30.99	3.74		4.25
二、营业利润(亏损以“-”号填列)	116,362.33	175,697.31	138,037.65	8.92	1,347.85
加: 营业外收入	2,321.62	30,742.17	3,917.48	29.90	148.57
减: 营业外支出	8,168.08	24,716.16	16,124.54	40.50	209.95
其中: 非流动资产处置损失	390.09	140.36	144.19	-39.20	4.77
三、利润总额(亏损总额以“-”号填列)	110,515.87	181,723.33	125,830.59	6.70	1,286.47
减: 所得税费用	63,294.20	78,140.91	55,806.53	-6.10	11,698.42
四、净利润(净亏损以“-”号填列)	47,221.68	103,582.42	70,024.06	21.77	-10,411.96
其中: 归属于母公司所有者的净利润	22,433.08	67,442.56	2,931.70	-63.85	-28,294.88
少数股东损益	24,788.59	36,139.86	67,092.36	64.52	17,882.93
五、每股收益:					
(一) 基本每股收益					
(二) 稀释每股收益					
六、其他综合收益	59,119.76	-61,751.87	336,790.96	138.68	-46,744.03
七、综合收益总额	106,341.43	41,830.54	406,815.02	95.59	-57,155.98
归属于母公司所有者的综合收益总额	81,520.71	6,754.88	328,659.20	100.79	-88,209.02
归属于少数股东的综合收益总额	24,820.73	35,075.66	78,155.82	0.00	31,053.04

附件5 中国泛海控股集团有限公司
2012年~2015年3月合并现金流量表
(单位:人民币万元)

项目	2012年	2013年	2014年	变动率(%)	2015年1~3月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	566,797.29	688,318.43	788,882.73	17.98	85,505.98
处置交易性金融资产净增加额	-51,860.53	-70,536.02	68,059.10	--	-76,850.93
收取利息、手续费及佣金的现金	115,372.66	173,584.08	195,027.18	--	51,986.15
拆入资金净增加额	0.00	18,842.85	9,875.11	--	28,203.94
回购业务资金净增加额	31,903.20	72,381.03	-17,862.34	--	38,132.90
收到的税费返还	574.97	682.84	713.70	11.41	63.30
收到其他与经营活动有关的现金	289,392.36	230,928.80	1,453,598.26	124.12	485,346.36
经营活动现金流入小计	952,179.94	1,114,202.01	2,498,293.74	61.98	612,387.69
购买商品、接受劳务支付的现金	452,410.17	673,414.52	827,067.67	35.21	327,395.59
支付利息、手续费及佣金的现金	15,349.32	8,609.22	16,084.31	2.37	6,445.41
支付给职工以及为职工支付的现金	118,770.12	124,663.05	135,207.10	6.70	47,026.64
支付的各项税费	173,844.57	209,590.20	199,660.25	7.17	89,405.26
支付其他与经营活动有关的现金	358,428.24	1,107,266.09	1,521,814.06	106.05	266,864.40
经营活动现金流出小计	1,118,802.41	2,123,543.08	2,699,833.38	55.34	737,137.30
经营活动产生的现金流量净额	-166,622.47	-1,009,341.06	-201,539.64	9.98	-124,749.61
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	652,509.85	177,808.44	413,871.35	-20.36	112,047.83
取得投资收益收到的现金	29,466.49	46,714.09	90,661.66		8,684.27
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	131.48	90.46	86.32	-18.97	3.30
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	18.23	0.00	5,003.33	1,556.55	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	295.89	105,174.84	9,445.73	465.00	2,236.03
投资活动现金流入小计	682,421.95	329,787.83	519,068.39	-12.79	122,971.42
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	36,286.29	76,386.04	19,352.75	-26.97	7,221.52
投资支付的现金	863,856.93	595,275.03	719,965.52	-8.71	526,893.16
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	88,376.79		0.00
支付其他与投资活动有关的现金	11,837.77	6,185.18	25,944.41		1,499.17
投资活动现金流出小计	911,981.00	677,846.25	853,639.47	-3.25	535,613.84
投资活动产生的现金流量净额	-229,559.05	-348,058.42	-334,571.08	20.72	-412,642.42
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	1,875.24	173,815.23	3,000.00	5,084.89	0.00
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	272,644.68		100,000.00
取得借款收到的现金	2,406,713.64	3,849,070.09	5,041,230.73		1,481,781.08
收到其他与筹资活动有关的现金	0.26	113,342.65	164,859.98	79,616.37	90,350.48
筹资活动现金流入小计	2,408,589.14	4,136,227.97	5,481,735.40	50.86	1,672,131.56
偿还债务支付的现金	1,539,117.45	1,937,728.75	3,494,357.96	50.68	586,258.13
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	392,967.08	537,555.51	610,815.66	24.67	152,912.94
支付其他与筹资活动有关的现金	89,189.23	291,667.11	87,544.02	-0.93	23,334.16
筹资活动现金流出小计	2,021,273.75	2,766,951.38	4,192,717.64	44.02	762,505.23
筹资活动产生的现金流量净额	387,315.39	1,369,276.60	1,289,017.76	82.43	909,626.33
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	4.78	-1,086.59	-3,631.92		1,019.44
五、现金及现金等价物净增加额	-8,861.34	10,790.52	749,275.12		373,253.74
加: 期初现金及现金等价物余额	1,019,813.36	1,014,406.93	1,025,197.45	0.26	1,772,408.54
六、期末现金及现金等价物余额	1,010,952.02	1,025,197.45	1,774,472.57	32.49	2,145,662.28

附件 6 中国泛海控股集团有限公司
2012 年~2014 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	47,221.68	103,582.42	70,024.06	21.77
加: 资产减值准备	113.68	3,585.30	12,674.40	955.89
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	12,424.33	15,905.32	16,091.72	13.81
无形资产摊销	751.06	962.24	1,172.81	24.96
长期待摊费用摊销	2,251.12	2,369.39	1,642.84	-14.57
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	11.07	116.63	82.56	173.06
固定资产报废损失	314.05	3.25	98.36	-44.04
公允价值变动损失	-169,333.04	-126,535.25	-27,344.79	-59.81
财务费用	302,269.02	299,303.76	360,975.12	9.28
投资损失	-114,382.76	-134,186.21	-181,523.82	25.98
递延所得税资产减少	-36,963.94	-34,720.24	-39,180.90	2.96
递延所得税负债增加	-40,916.64	32,768.67	30,497.37	
存货的减少	-277,510.24	-415,197.85	-685,092.89	57.12
经营性应收项目的减少	-806,589.04	-1,878,313.97	-953,248.30	8.71
经营性应付项目的增加	912,642.13	1,196,159.42	1,191,052.84	14.24
其他	1,075.06	-75,143.94	538.99	-29.19
经营活动产生的现金流量净额	-166,622.47	-1,009,341.06	-201,539.64	9.98
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3.现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	1,010,952.02	1,025,197.45	1,774,472.57	32.49
减: 现金的期初余额	1,019,813.36	1,014,406.93	1,025,197.45	0.26
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	-8,861.34	10,790.52	749,275.12	

附件 7 公司主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
经营效率				
应收账款周转次数（次）	19.67	10.78	6.35	1.09
存货周转次数（次）	0.11	0.12	0.09	0.01
总资产周转次数（次）	0.09	0.09	0.08	0.01
现金收入比率（%）	86.64	80.81	88.63	50.03
盈利能力				
总资本收益率（%）	5.40	5.48	4.55	-0.10
总资产报酬率（%）	5.26	5.28	4.17	0.01
净资产收益率（%）	2.21	4.31	2.44	-0.34
主营业务毛利率（%）	62.71	62.50	65.51	--
营业利润率（%）	46.86	48.36	50.74	64.92
费用收入比（%）	73.52	60.28	65.52	90.36
财务构成				
资产负债率（%）	72.21	74.16	75.45	77.71
全部债务资本化比率（%）	65.63	67.72	69.87	72.72
长期债务资本化比率（%）	57.64	60.02	58.29	63.45
偿债能力				
EBITDA 利息倍数（倍）	0.97	0.91	0.80	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.09	0.07	--
经营现金债务保护倍数（倍）	-0.04	-0.18	-0.03	-0.02
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数（倍）	-0.09	-0.25	-0.07	-0.07
流动比率（倍）	2.11	2.02	1.62	1.73
速动比率（倍）	1.14	1.10	0.86	0.91
现金短期债务比（倍）	0.96	0.86	0.63	0.83
经营现金流动负债比率（%）	-6.83	-30.69	-4.19	-2.53
经营现金利息偿还能力（倍）	-0.41	-1.86	-0.33	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力（倍）	-0.97	-2.50	-0.87	--
本期公司债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.99	1.24	1.24	--

附件 8 有关计算指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 9 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 中国泛海控股集团有限公司 公开发行 2015 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，每年中国泛海控股集团有限公司审计报告出具后 2 个月内对中国泛海控股集团有限公司公开发行 2015 年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国泛海控股集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中国泛海控股集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

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

如中国泛海控股集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至中国泛海控股集团有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站和证券交易所网站予以公布并同时报送中国泛海控股集团有限公司、监管部门、交易机构等。

联合信用评级有限公司

二零一五年六月十七日

