

# 信用等级通知书

东方金诚债评字 [2015]277 号

泛海控股股份有限公司:

受贵公司委托,东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司的信用状况进行了综合分析,评定贵公司主体信用等级为 AA,评级展望为稳定;同时对贵公司拟发行的“泛海控股股份有限公司 2015 年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)”的信用状况进行了综合分析,评定本次债券的信用等级为 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一五年十一月二十四日



# 信用等级公告

东方金诚债评字 [2015]277 号

---

东方金诚国际信用评估有限公司通过对泛海控股股份有限公司和其拟发行的“泛海控股股份有限公司 2015 年面向合格投资者公开发行人公司债券（第二期）”信用状况进行综合分析和评估，确定泛海控股股份有限公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，本次债券信用等级为 AA。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一五年十一月二十四日



## 信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与泛海控股股份有限公司构成委托关系外，东方金诚、评估人员与泛海控股股份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。
- 东方金诚与评估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。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚房地产企业信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因泛海控股股份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企业相关资料主要由泛海控股股份有限公司提供，东方金诚不保证引用资料的真实性及完整性。
- 泛海控股股份有限公司 2015 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）信用等级自本次债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级情况，在有效期内信用等级有可能发生变化。

东方金诚国际信用评估有限公司

2015 年 11 月 24 日



# 泛海控股股份有限公司2015年面向合格投资者 公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

报告编号：东方金诚债评字【2015】277号

## 评级结果

主体信用等级：AA  
评级展望：稳定  
本次债券信用等级：AA

## 债券概况

本次债券发行金额：不超过 35 亿元（含 35 亿元），拟分期发行  
第一期债券发行金额：不低于 5 亿元，不高于 35 亿元  
第一期债券期限：5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权  
偿还方式：每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息  
资金用途：偿还金融机构借款

## 评级时间

2015 年 11 月 24 日

## 评级小组负责人

朱林



## 评级小组成员

李晓光



邮箱：

dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街  
83 号德胜国际中心 B 座 7 层  
100088

## 评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）通过对泛海控股股份有限公司（以下简称“泛海控股”或“公司”）经营环境、竞争力、业务运营、企业管理以及财务状况的综合分析，认为泛海控股房地产开发业态多样，主要项目位于武汉、北京、上海等城市较为核心地段，具有较强的市场竞争力；公司土地储备充足，且土地成本较低，将支持其房地产业务的进一步发展；近年来公司营业总收入保持增长，盈利能力较强；作为一家在深圳证券交易所上市的公司，其建立了合理的法人治理机制和较健全的内部控制制度。同时，东方金诚也关注到，公司房地产开发业务易受宏观经济景气程度和国家宏观调控政策影响；近三年公司期末存货余额较大，面临较大的去库存压力；其有息债务规模增长较快，在建和拟建房地产开发项目所需资金较大，未来债务负担将进一步加重。

东方金诚评定泛海控股主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的评估，东方金诚评定本次债券的信用等级为 AA，该级别反映了本次债券具备很强的偿还保障，到期不能偿还的风险很低。

### 评级结果

主体信用等级：AA  
评级展望：稳定  
本次债券信用等级：AA

### 债券概况

本次债券发行金额：不超过 35 亿元（含 35 亿元），拟分期发行  
第一期债券发行金额：不低于 5 亿元，不高于 35 亿元  
第一期债券期限：5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权  
偿还方式：每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息  
资金用途：偿还金融机构借款

### 评级时间

2015 年 11 月 24 日

### 评级小组负责人

朱林



### 评级小组成员

李晓光



邮箱：

dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街 83 号德胜国际中心 B 座 7 层 100088

### 主要数据和指标

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
资产总额（亿元）	392.48	538.42	708.89	976.39
所有者权益（亿元）	121.88	129.79	125.15	134.81
全部债务（亿元）	179.94	259.95	401.94	570.77
营业收入（亿元）	55.90	72.41	76.16	67.06
利润总额（亿元）	10.43	17.17	22.99	19.59
EBITDA（亿元）	13.73	18.66	26.94	-
营业利润率（%）	48.41	47.18	49.15	59.44
净资产收益率（%）	6.82	9.87	13.30	-
资产负债率（%）	68.95	75.89	82.35	86.19
全部债务资本化比率（%）	59.62	66.70	76.26	80.89
流动比率（%）	307.80	234.08	192.10	229.47
全部债务/EBITDA（倍）	13.11	13.93	14.92	-
EBITDA 利息倍数（倍）	0.84	0.73	0.88	-
EBITDA/本期发债额度（倍） <sup>1</sup>	0.39	0.53	0.77	-

注：数据基于泛海控股股份有限公司 2012 年~2014 年经审计的合并财务报告（三年连审）及 2015 年 1~9 月未经审计的合并财务报表。公司 2014 年度因同一控制下企业合并对之前披露的 2012 年和 2013 年财务报表数据进行了追溯调整。

### 优势

- 公司房地产开发业态多样，主要项目位于武汉、北京、上海等城市较为核心地段，具有较强的市场竞争力；
- 公司土地储备充足，且土地成本较低，将支持其房地产业务的进一步发展；
- 公司近年来营业收入保持增长趋势，整体盈利能力较强；
- 作为一家在深圳证券交易所上市的公司，泛海控股建立了合理的法人治理机制和较健全的内部控制制度。

### 关注

- 公司房地产开发业务易受宏观经济景气程度和国家宏观调控政策影响；
- 公司近三年期末存货余额较大，面临较大的去库存压力；
- 近年来公司有息债务规模增长较快，在建和拟建房地产开发项目所需资金较大，未来债务负担将进一步加重。

<sup>1</sup> 本期发债额度按 35.00 亿元计算

## 主体概况

泛海控股股份有限公司（以下简称“泛海控股”或“公司”）主营房地产开发业务，控股股东为中国泛海控股集团有限公司（以下简称“中国泛海”），实际控制人为自然人卢志强。公司注册地址为北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 C 座 22 层，法人代表卢志强。

泛海控股前身为成立于 1989 年 5 月 9 日的南海石油深圳开发服务总公司物业发展公司，该公司于 1991 年 6 月改制为深圳南油物业发展股份有限公司（以下简称“深南物业”），并于 1994 年 9 月 12 日，在深圳证券交易所挂牌交易，股票简称“深南物 A”，股票代码“0046”，控股股东为深圳南油（集团）有限公司（以下简称“南油集团”）。

1998 年 10 月，深南物业发起人南油集团将其持有深南物业总股本的 52.50% 法人股全部转让给泛海能源控股股份有限公司（以下简称“泛海能源”）。1999 年 7 月，深南物业更名为“光彩建设股份有限公司”，同时股票简称变更为“光彩建设”；2001 年 7 月，公司股票代码变更为 000046；2002 年 4 月，公司更名为“光彩建设集团股份有限公司”（以下简称“光彩建设”）。

2005 年 9 月，泛海能源将其所持光彩建设的 28.17% 股权转让给泛海建设控股有限公司<sup>2</sup>（以下简称“泛海建设控股”），转让后泛海建设控股成为公司第一大股东，泛海建设控股与泛海能源合计持有光彩建设 48.17% 股权。2005 年 12 月，光彩建设更名为泛海建设集团股份有限公司，股票简称变更为“泛海建设”。在历经股权分置改革及多次定向增发后，截至 2009 年末，泛海建设控股持有泛海建设 60.43% 股权，为第一大股东；中国泛海持有泛海建设 13.72% 股权，为第二大股东；泛海能源持股比例为 6.21%，为第三大股东。

2010 年 2 月 11 日，泛海建设控股将持有的公司股份转让给中国泛海，中国泛海持泛海建设总股本比例为 73.67%，为公司第一大股东。2014 年 4 月 28 日，公司更名为泛海控股股份有限公司，股票简称自 2014 年 4 月 30 日起变更为“泛海控股”，股票代码“000046”保持不变。2014 年 7 月，公司完成受让中国泛海、泛海能源持有的民生证券股份有限公司（以下简称“民生证券”）72.999% 股权相关事宜，将业务范围拓展至金融领域。截至 2015 年 9 月末，泛海控股总股本为 455731 万股，自然人卢志强通过个人直接及其旗下子公司中国泛海和泛海能源间接合计持有公司 76.58% 的股份，为公司实际控制人。公司发展历程情况见附件一，截至 2015 年 9 月末公司股权结构、前十大股东情况见附件二和附件三。

2015 年 10 月 10 日，公司发布了《泛海控股股份有限公司 2015 年度非公开发行 A 股股票预案（第二次修订稿）》，拟向包括公司控股股东中国泛海在内的不超过十名（包括十名）的特定投资者非公开发行的股票合计不超过 65864.83 万股，拟募集资金总额不超过 575000 万元。2015 年 10 月 21 日，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）发行审核委员会对公司非公开发行股票的申请进行了审核，根据会议审核结果，公司非公开发行股票申请获得审核通过。公司将在收到

<sup>2</sup> 泛海建设控股为中国泛海全资子公司

中国证监会的书面核准文件后择机发行。

截至 2015 年 9 月末，泛海控股纳入合并报表范围的子公司共 82 家，其中直接控股子公司有 9 家，具体情况见附件四。

截至 2014 年末，泛海控股资产总额 708.89 亿元，所有者权益 125.15 亿元，资产负债率为 82.35%；2014 年，公司实现营业总收入 76.16 亿元，利润总额 22.99 亿元。

截至 2015 年 9 月末，泛海控股资产总额 976.39 亿元，所有者权益 134.81 亿元，资产负债率为 86.19%；2015 年 1~9 月，公司实现营业总收入 67.06 亿元，利润总额 19.59 亿元。

## 本次债券及募集资金用途概况

### 本次债券概况

泛海控股计划于深圳证券交易所发行 2015 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）（以下简称“本次债券”），发行总额不超过 35 亿元（含 35 亿元），拟分期发行，其中第一期金额不低于 5 亿元，不高于 35 亿元（以下简称“本期债券”），本期债券的期限为 5 年，债券存续期第 3 年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券面值 100 元，按面值平价发行，发行利率为固定利率。本期债券每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息。

本期债券无担保。

### 募集资金用途

本次债券所募集资金拟全部用于偿还金融机构借款。

## 宏观经济和政策环境

### 宏观经济

**2015 年前三季度我国宏观经济增速继续放缓，国内经济结构仍处于深层次调整过程中，部分行业需求下降、产能过剩、经济效益下滑等问题较为突出，经济面临较大的下行压力**

根据国家统计局初步核算，2015 年前三季度中国实现国内生产总值（GDP）487774 亿元；按可比价格计算，GDP 同比增长 6.9%，比去年同期下降 0.4 个百分点。总体来看，中国宏观经济增长继续放缓，面临较大的下行压力。

分产业看，国内经济结构仍处于深层次调整过程中，部分行业需求下降、产能过剩、经济效益下滑等问题较为突出，产业转型和升级压力较大。2015 年前三季度，第一产业及第二产业增加值同比增速分别较上年同期回落 0.4 和 1.4 个百分点，第三产业增加值同比增速较上年同期增长 0.5 个百分点；全国规模以上工业增加值同比增长 6.2%，增幅较上年同期回落 2.3 个百分点。2015 年 9 月，全国工业生产

者出厂价格指数（PPI）同比下降 5.9%，已持续 43 个月同比负增长。2015 年 1~9 月份，全国全社会用电量累计 41344 亿千瓦时，同比增长 0.8%，增速较上年同期回落 3.1 个百分点。

2015 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）及房地产开发投资同比名义增长 10.3% 和 2.6%，增幅分别较上年同期回落 5.8 个百分点和 7.9 个百分点，投资对经济增长的拉动作用继续减弱。同期，国内市场销售表现较为稳定，社会消费品零售总额同比名义增长 10.9%，但外贸出口情况仍不容乐观，进出口总额同比下降 8.1%。

### 政策环境

**今年以来，中央政府加大了财政政策实施力度，并多次降低商业银行存贷款利率及存款准备金率，预计未来一段时间内中央政府将继续推进积极的财政政策，货币政策稳中偏松**

在“稳增长、调结构、促改革”的经济发展思路下，2015 年以来，中央政府继续推进新型城镇化建设及棚户区改造，加大了财政政策实施力度。

2015 年上半年，国务院进一步加快推进新型城镇化建设，提出了将江苏、安徽两省和宁波等 62 个城市（镇）列为国家新型城镇化综合试点地区。同时，发改委、外交部和商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，明确了基础设施互联互通为“一带一路”建设的优先发展领域，“一带一路”的发展战略进入全面推进阶段。此外，前三季度，中央政府还加大了对房地产市场健康发展的支持，相继出台了降低首付、放松公积金信贷门槛，取消限外令，降低房屋转让手续费和及时拨付财政资金等推进棚户区改造等相关政策。

前三季度，国际大宗商品价格持续走弱，国内需求总体偏弱，通货紧缩预期有所上升。2015 年 9 月末，广义货币（M2）余额 135.98 万亿元，同比增长 13.1%，狭义货币（M1）余额 36.44 万亿元，同比增长 11.4%。2015 前三季度，我国居民消费价格总水平（CPI）同比增长 1.4%，涨幅较上年同期回落 0.7 个百分点。

今年以来，央行货币政策有所放松，共五次降低商业银行存贷款利率（3 月 1 日、5 月 11 日、6 月 28 日、8 月 26 日和 10 月 23 日）、五次普降金融机构存款准备金率（2 月 4 日、4 月 20 日、6 月 28 日、9 月 6 日和 10 月 23 日）。另外，央行还有针对性地对部分金融机构实施了定向降低准备金率，其中 10 月 23 日宣布为加大金融支持“三农”和小微企业的正向激励，对符合标准的金融机构额外降低存款准备金率 0.5 个百分点，以进一步支持实体经济发展。

综合分析，预计未来一段时间内，中国政府将继续加大财政政策的实施力度，货币政策稳中偏松，宏观经济增长有望企稳筑底。

### 行业及区域经济环境

公司主要从事房地产开发、金融证券业务等，其中房地产业务经营区域主要集中在武汉、杭州、北京、上海和深圳等国内一、二线城市。



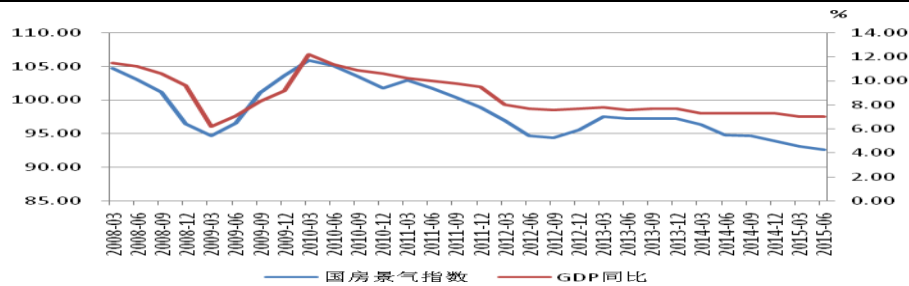
## 房地产行业

### 1. 行业概况

房地产行业是国民经济的基础性行业之一，与建筑、建材、工程机械等 60 余个行业密切相关，属于周期性行业，在国民经济中具有重要地位。随着城镇住房制度改革的深化，个人住房消费成为市场主体，我国房地产行业进入快速发展阶段。根据国家统计局统计，2008 年~2014 年我国房地产开发投资年均复合增长率 20.40%，占全社会固定资产投资比例始终保持在 18% 以上。

房地产行业属于典型的周期性行业，与宏观经济的相关性较高。从近年房地产行业发展来看，在国际经济形势恶化和国内经济增长放缓的背景下，2008 年下半年国内房地产行业景气度迅速下滑。2009 年随着国家宏观调控政策的有效实施，房地产行业景气度触底反弹。2010 年以来，受宏观经济增速放缓等因素影响，我国房地产行业景气度呈下降趋势。

图 1：2008 年~2014 年及 2015 年上半年 GDP 累计同比和国房景气指数



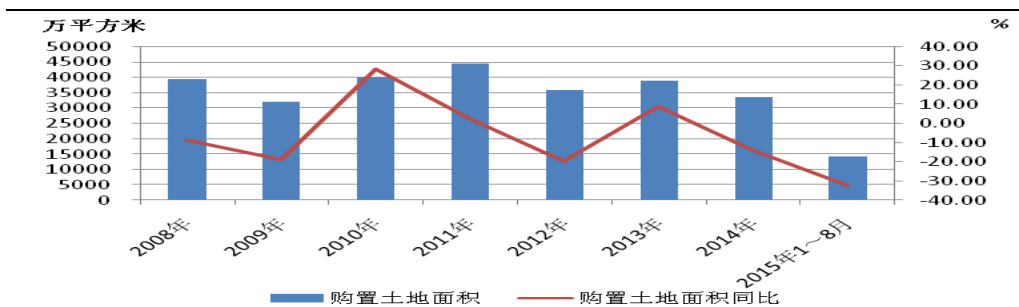
资料来源：国家统计局，东方金诚整理

### 2. 土地供应

土地是房地产主要的成本来源，易受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿的影响。近年来，我国房地产行业土地购置面积随着市场环境变化也呈波动状态，2014 年，全国购置土地面积 33383.03 万平方米，较上年同期下降 14.00%，受 2014 年以来房地产市场景气度下降影响，国内房地产市场成交量较上年同期有所回落，土地市场行情也随之走弱。2015 年 1~8 月，全国购置土地面积 14116.01 万平方米，同比下降 32.10%，购置面积进一步下降。

从具体城市来看，北京、上海及武汉土地市场与全国市场趋势基本一致，2014 年北京、上海和武汉土地购置面积分别为 580.76 万平方米、313.18 万平方米和 227.06 万平方米，同比分别下降了 35.91%、25.47%和 54.80%。2015 年上半年，北京、上海和武汉土地购置面积分别为 127.50 万平方米、88.74 万平方米和 90.55 万平方米，同比分别下降 47.54%、35.00%和 53.30%。

图 2：2008 年~2014 年及 2015 年 1~8 月土地供应指标

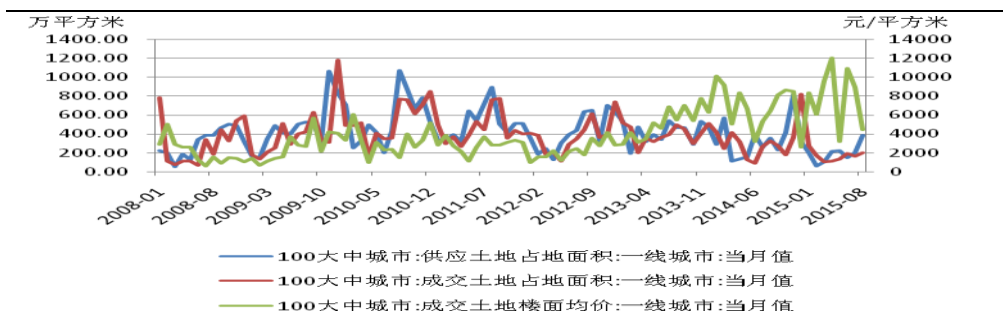


资料来源：国家统计局，东方金诚整理

根据对国内 100 大中城市<sup>3</sup>土地供求情况分析，一线城市土地供不应求，成交量略高于供给量，土地价格不断上升；二三线城市土地供略大于求，土地价格上涨动力不足。

从一线城市来看，土地供应量方面，自 2010 年起呈波动下降趋势，2015 年 8 月，土地供应量仅为 381.04 万平方米左右；土地成交量方面，波动趋势与其土地供给量相匹配，2015 年 8 月土地成交量低于供给量；在成交土地楼面均价方面，一线城市的价格波动增加，2015 年 8 月为 4460.68 元/平方米左右。其中，2015 年 8 月北京、上海土地供应量分别为 104.22 万平方米、35.36 万平方米，土地成交面积分别为 19.15 万平方米和 35.36 万平方米，成交土地楼面地价分别为 13732 万元/平方米和 5330 元/平方米。

图 3：2008 年~2014 年及 2015 年 1~8 月一线城市土地供需状况

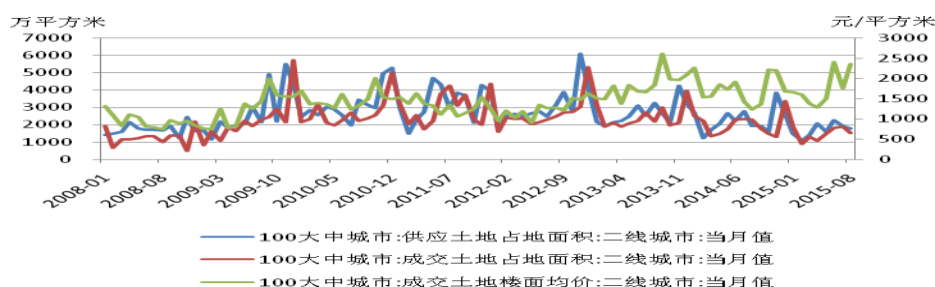


资料来源：国家统计局，东方金诚整理

从二线城市来看，土地供应量方面，近年来波动幅度较大，至 2015 年 8 月为 1791.08 万平方米；土地成交量方面，成交面积 1516.30 万平方米；在成交土地楼面均价方面，自 2014 年以来波动较大，2015 年 8 月为 2365.22 元/平方米。其中，武汉 2015 年 8 月土地供应量为 205.95 万平方米，土地成交面积 140.01 万平方米，成交土地楼面地价为 3826.62 元/平方米。

<sup>3</sup> 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、长沙、济南、青岛、宁波、苏州、厦门、福州、南昌、郑州、合肥、沈阳、大连、长春、哈尔滨、成都、西安、太原、石家庄、珠海、兰州、呼和浩特共 26 个；三线城市包括贵阳、昆明、南宁、海口、银川、乌鲁木齐、无锡、常州、唐山、温州、嘉兴、烟台、佛山、东莞、绍兴、西宁、三亚、湖州、舟山、台州、金华、镇江、扬州、泰州、南通、连云港、保定、廊坊、秦皇岛、包头、北海、赣州、桂林、惠州、湛江、吉林、洛阳、泉州、徐州、宜昌、蚌埠、常德、大理、丹东、济宁、锦州、九江、泸州、牡丹江、南充、平顶山、韶关、襄阳、岳阳、遵义、淮安、盐城、宿迁、衢州、丽水、肇庆、江门、中山、汕头、张家口、淄博、潍坊、马鞍山、绵阳、湘潭，共 70 个。

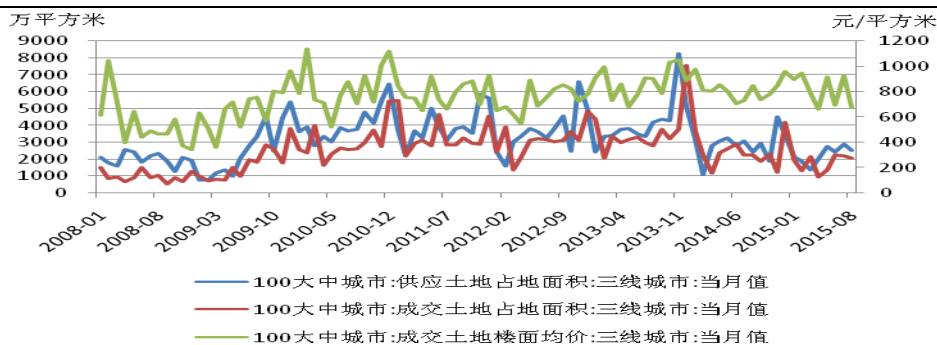
图 4：2008 年~2014 年及 2015 年 1~8 月二线城市土地供需状况



资料来源：国家统计局，东方金诚整理

从三线城市来看，土地供应量方面，三线城市的土地供应面积波动趋势与二线城市相似，2015 年 8 月为 2518.49 万平方米；土地成交量方面，成交面积与供给面积存在一定的不匹配，成交面积低于供给面积；在成交土地楼面均价方面，与二线城市相似波动较大，2015 年 8 月为 674.00 元/平方米。

图 5：2008 年~2014 年及 2015 年 1~8 月三线城市土地供需状况

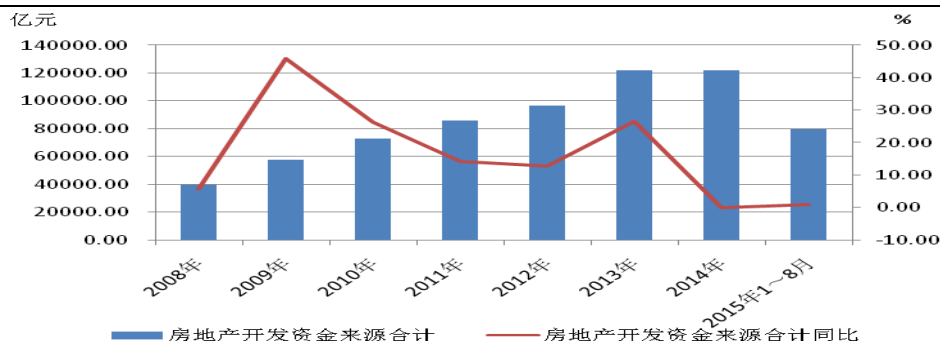


资料来源：国家统计局，东方金诚整理

### 3. 资金来源

从开发资金来源情况来看，受房地产市场整体不景气的影响，全国房地产开发企业资金来源中止多年连续增长态势，行业资金面整体偏紧。2014 年，全国房地产开发投资资金来源累计 121991.48 亿元，同比减少 0.10%<sup>4</sup>。2015 年 1~8 月，全国房地产开发投资资金来源合计 79742.39 亿元，同比增长 0.90%。

图 6：2008 年~2014 年及 2015 年 1~8 月房地产开发投资资金来源

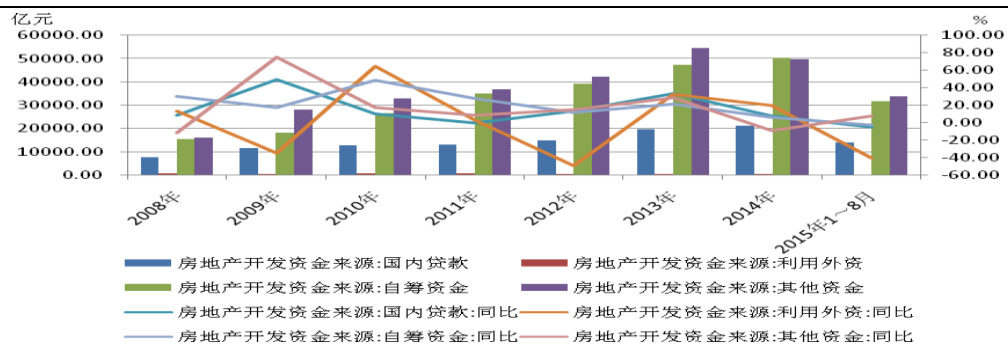


资料来源：国家统计局，东方金诚整理

<sup>4</sup> 2013 年全国房地产开发投资资金来源同比增长率为 26.5%。

从房地产开发资金来源种类来看，2014 年房地产开发投资资金来源合计 121991.48 亿元，国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金的占比分别为 17.41%、0.52%、41.33%和 40.73%，增速较上年同期均有所下降。其中，国内贷款 21242.61 亿元，同比增长 8.00%，增速较上年同期下降 25.10 个百分点；利用外资 639.26 亿元，同比增长 19.70%，增速较上年同期下降 13.10 个百分点；自筹资金 50419.80 亿元，同比增长 6.30%，增速较上年同期下降 15.00 个百分点；其他资金 49689.81 亿元，同比减少 8.80%，增速较上年同期下降 37.70 个百分点。2015 年 1~8 月，房地产开发投资资金来源合计 79742.39 亿元，国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金的占比分别为 17.50%、0.26%、39.87%和 42.37%。

图 7：2008 年~2014 年及 2015 年 1~8 月房地产开发投资主要资金来源种类



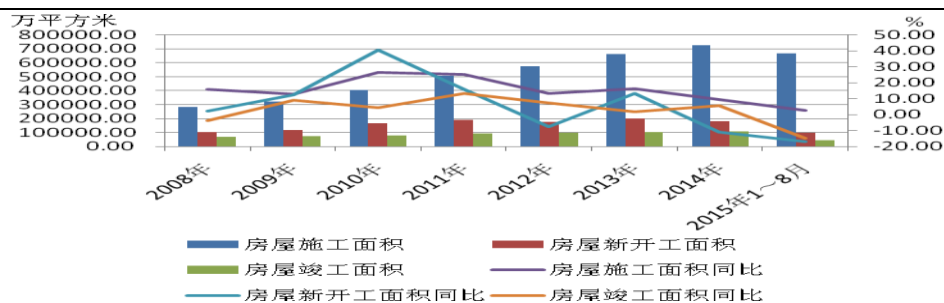
资料来源：国家统计局，东方金诚整理

总体来看，房地产业作为资金密集型行业，在目前国内需求相对疲软的环境下，资金压力逐渐凸显。

#### 4. 市场供需

2014 年，房地产行业景气程度有所下降，房地产开发企业房屋施工面积 726482.34 万平方米，同比增长 9.20%，增速较上年下降 6.90 个百分点，其中，住宅施工面积 515096.45 万平方米，同比增长 5.90%；房屋新开工面积 179592.49 万平方米，同比下降 10.70%，其中住宅新开工面积 124877 万平方米，同比下降 14.40%；房屋竣工面积 107459.05 万平方米，同比增长 5.90%，增速较上年提高 3.90 个百分点，其中住宅竣工面积 80868.26 万平方米，同比增长 2.70%。2015 年 1~8 月，我国房屋施工、新开工及竣工面积增速进一步下滑，分别为 2.50%、-16.80%和 -14.60%。

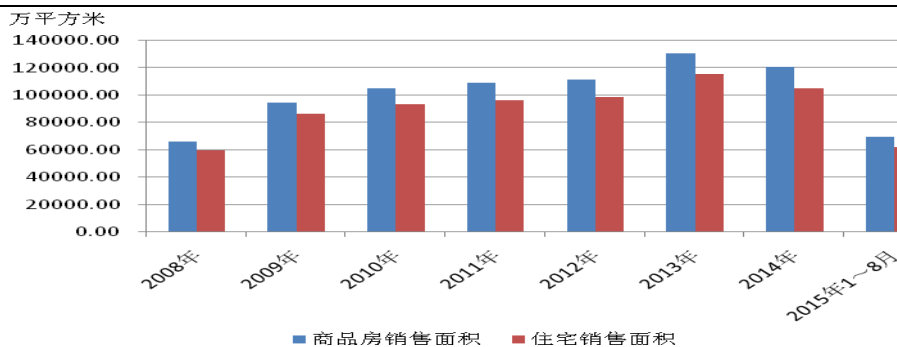
图 8：2008 年~2014 年及 2015 年 1~8 月我国房屋施工、新开工及竣工面积



资料来源：国家统计局，东方金诚整理

从商品房市场需求来看，2008年~2014年全国商品房销售面积年均复合增长率10.58%。2014年，全国商品房销售面积120648.54万平方米，比上年下降7.58%，其中住宅销售面积105181.79万平方米，比上年下降9.11%。2015年1~8月，全国商品房销售面积69674.96万平方米，同比增长7.20%，其中住宅销售61683.09万平方米，同比增长8.00%。

图9：2008年~2014年及2015年1~8月商品房及住宅销售面积



资料来源：国家统计局，东方金诚整理

从供需比例来看，2014年，房屋竣工面积增速高于销售面积增速，竣工面积/销售面积上升至0.89，反映市场短期供求水平的施工面积/销售面积由2013年的5.10上升为6.02，短期供求矛盾上升；反映市场中期供求水平的新开工面积/销售面积下降为1.49，与2013年变化不大。2015年1~8月，短期供求矛盾进一步上升，但中期供求矛盾有所缓解。

表1：2008年~2014年及2015年1~8月全国商品房供需相关指标

单位：倍

年份	竣工面积/销售面积	施工面积/销售面积	新开工面积/销售面积
2008年	1.01	4.29	1.55
2009年	0.77	3.38	1.23
2010年	0.75	3.87	1.56
2011年	0.85	4.63	1.75
2012年	0.89	5.15	1.59
2013年	0.78	5.10	1.54
2014年	0.89	6.02	1.49
2015年1~8月	0.61	9.61	1.37

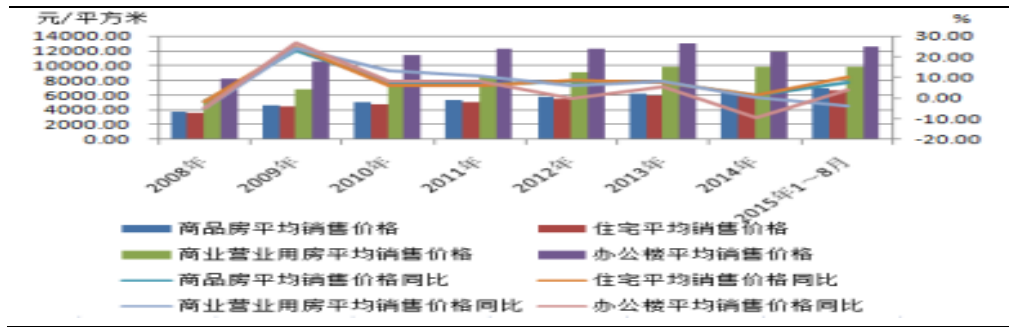
资料来源：国家统计局，东方金诚整理

### 5. 销售价格

从市场价格来看，2008年~2014年我国商品房平均销售价格年均复合增长率为8.86%。受供需失衡影响，2009年房价出现快速上涨，全国商品房平均销售价格为4681.04元/平方米，较2008年涨幅达23.19%，为2001年以来最高；2010年~2013年，我国政府加强了宏观调控，货币政策逐渐收紧，并出台了限购、限价等政策，商品房平均销售价格增速明显放缓；2014年，商品房平均销售价格为6323.53元/平方米，较上年同期变化不大。2015年1~8月，全国商品房平均销售价格为6895.10元/平方米，同比增长7.56%，受国家出台稳定房地产市场相关政策影响，

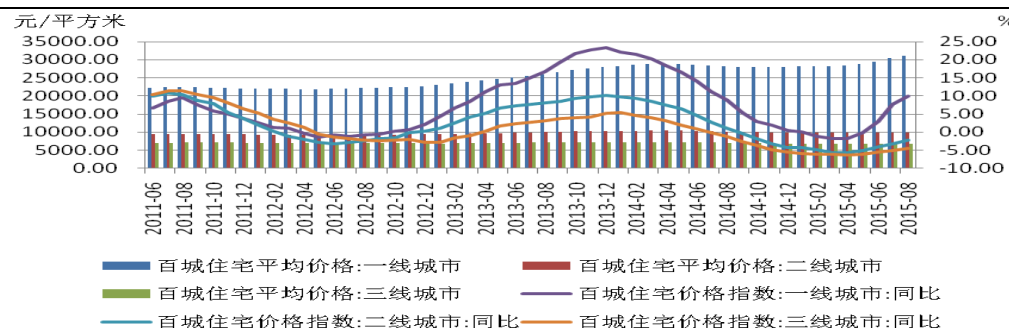
平均销售价格增速有所恢复。

图 10：2008 年~2014 年及 2015 年 1~8 月商品房平均销售价格及增长率



资料来源：国家统计局，东方金诚整理

图 11：全国百城一、二、三线城市平均住宅价格情况

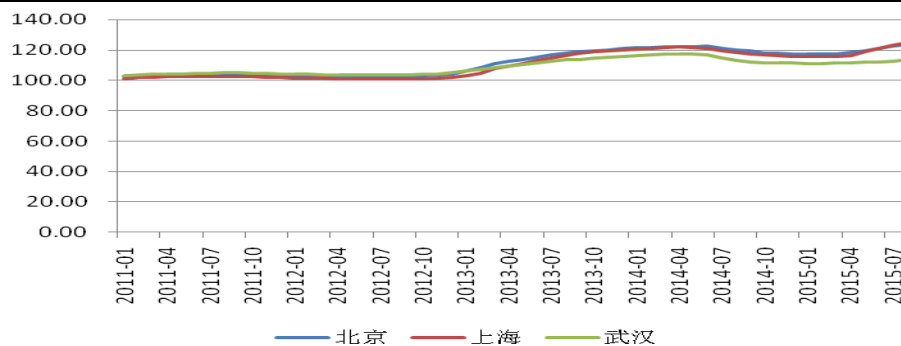


资料来源：国家统计局，东方金诚整理

从近年来百城价格<sup>5</sup>来看，一线城市住宅价格自 2012 年 9 月起快速上升，至 2014 年 4 月达到高点后回落，二、三线城市住宅价格也于 2012 年 12 月起上升，至 2014 年 4 月起回落；2015 年，在利好政策等影响下，我国房地产价格开始反弹，其中一线城市于 2015 年 3 月开始上涨，二、三线城市也分别于 2015 年 5 月和 8 月也开始上涨。

从具体城市来看，北京、上海和武汉与房地产行业总体走势基本一致，各地房地产价格在 2014 年回落后均于 2015 年开始反弹。

图 12：2011 年 1 月以来主要一、二线城市新建住宅价格指数变化情况



资料来源：国家统计局，东方金诚整理

<sup>5</sup> 百城价格指数是反映全国 100 个重点城市在不同时点在售新房价格水平及其不同时点的变化情况，其中价格水平以 100 个城市在售新房样本楼盘报价均值表示。

总体来看，城镇化水平的提高和城镇人口的增长使房地产市场需求持续增长，但房地产行业受宏观经济周期性和国家相关调控政策影响较大，未来1~2年内房地产价格出现大幅上涨的可能性不大；在主要城市中，2015年北京、上海和武汉房地产价格在回落后均开始上涨，区域房地产市场发展基本面较好。

### 行业政策

我国房地产行业具有明显的政策导向性。政府对土地资源的开发和使用计划直接影响到土地供应，进而影响土地价格；政府的各项税费会影响房地产的开发成本，从而作用于房地产价格及房地产业务的开发状况；而政府对房地产交易所采取的政策会在流通环节影响房地产市场的运行。

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。为此自2014年4月以来，多数城市取消了限购政策，截至2015年3月末，仅剩北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市尚未取消限购政策。

2015年3月30日，为稳定房地产市场下滑趋势，中国人民银行、住房城乡建设部、银监会三部委联合下发通知，对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%。同时，公积金贷款政策也做出调整，首次购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缴存职工家庭，为改善居住条件再次申请住房公积金委托贷款购买普通自住房，最低首付款比例为30%。

2015年9月1日，住房城乡建设部、财政部和中国人民银行联合发布关于调整住房公积金个人住房贷款购房最低首付款比例的通知，从9月1日起，对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的居民家庭，为改善居住条件再次申请住房公积金委托贷款购买住房的，最低首付款比例由30%降低至20%。

总体来看，目前房地产行业政策调控方向已从行政手段逐渐转变为长效的经济手段，调控目标已由控制房价过快增长转变为稳定房地产市场下滑趋势，相关政策的实施将对房地产行业稳定发展起到促进作用。

### 竞争格局

房地产行业是资金密集型的行业，对资金的规模和流动性要求比较高。此外，开发资质是决定开发商进入的前提条件。根据《房地产开发企业资质管理规定》，房地产开发企业资质按照企业条件分为一、二、三、四等四个资质等级。

我国房地产企业数量较多，市场相对分散，行业集中度较低，但近年来集中度持续提升。根据中国房地产TOP10研究组发布的《2015中国房地产百强企业研究报告》显示，2014年地产百强企业实现销售总额27007.4亿元，销售面积24978.5万平方米，同比分别增长12.4%和10.3%，高于全国平均水平18.7和17.9个百分点。百强企业2014年市场份额为35.4%，较上一年提高了5.9个百分点，提升幅度为近5年最高，行业延续了“愈大愈快、强者恒强”的发展态势。预计随着土地市场化机制的逐步完善和行业管理的日益规范，对房地产企业综合实力的要求将日益提高，大型房地产企业的市场地位将进一步增强，从而带动行业集中度持续提高。

由于房地产本身具有空间不可转移性，行业竞争也呈现出较强的区域性特征，

部分区域性房地产开发企业，虽然整体规模和资金实力与全国大型房地产企业相比仍有一定差距，但在特定区域市场中仍具有较强的竞争优势。

### 行业关注

#### 房地产开发融资趋于多样化，国家调控政策变化对企业信用质量影响较大

近年来，为满足资金需求，更多的房地产企业从单纯向银行进行项目性贷款走向了多样化筹资，包括在国内外发行长短期债券、票据，通过信托渠道融资等，以满足企业扩张和延长债务期限的资金需求。

房地产企业通常依靠快速的资产周转来偿债和获取盈利，其收入和利润的实现易受国家房地产调控政策的影响，一旦政策调控导致销售放缓，债务杠杆较高的开发商的信用质量将受到进一步削弱。

#### 税收执行力度加强和税制改革会使房地产开发企业的利润空间受到挤压

近年来酝酿的土地增值税清缴所带来的潜在缴税额度增加会影响开发商的现金流。一些开发商的利润将因土地增值税的清缴而下降。

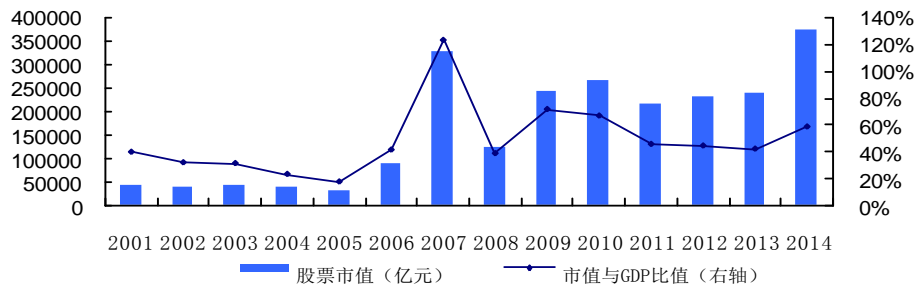
此外，在 2014 年公布的税制改革方案中，国家税务总局提出了对财产行为税（财产行为税类包含房产税）改革等各项具体改革措施。扩大房产税试点范围以及未来推行的全面房产税<sup>6</sup>将会对进一步遏制房地产的投机行为，降低房地产价格，房地产开发企业的利润空间将会受到挤压。

### 证券行业

#### 1. 国内资本市场运行概况

资本市场的产生和发展是中国经济改革的内在要求和必然产物。以上海、深圳两个证券交易所的建立为标志，经过 20 余年的发展，资本市场从无到有，已成为中国社会主义市场经济体系不可或缺的重要组成部分。截至 2014 年末，沪深交易所股票总市值以及债券市场托管市值之和分别为 37.25 万亿元和 28.73 万亿元，与当年国内生产总值的比值分别为 58.53% 和 45.14%。截至 2015 年 8 月末，沪深交易所股票总市值 43.80 万亿元，同比增长 63.02%，债券市场托管市值之和为 32.02 万亿元，同比增长 14.33%。

图 13：2001 年~2014 年沪深证券交易所股票总市值与 GDP 比值变化情况



数据来源：中国证监会，东方金诚整理

<sup>6</sup> 截至 2015 年 9 月末，房地产税正在内部征求意见并不断完善中



资本市场的发展推动了国内经济体制的改革，在优化资源配置、提升经济整体运行效率方面发挥了重要作用。随着多层次资本市场的逐渐形成，国内社会融资结构正发生着深刻的变化。以银行贷款为主的间接融资占比在总体上呈不断下降趋势。2014年，直接融资占当年社会融资规模的比例为17.38%<sup>7</sup>，较2013年上升5.67个百分点。随着中国转变经济增长方式、调整经济结构的推进和深入，资本市场在中长期将面临更加广阔的发展空间。2015年1~8月，社会融资规模10.59万亿元，其中直接融资比例为18.70%，占比进一步上升。

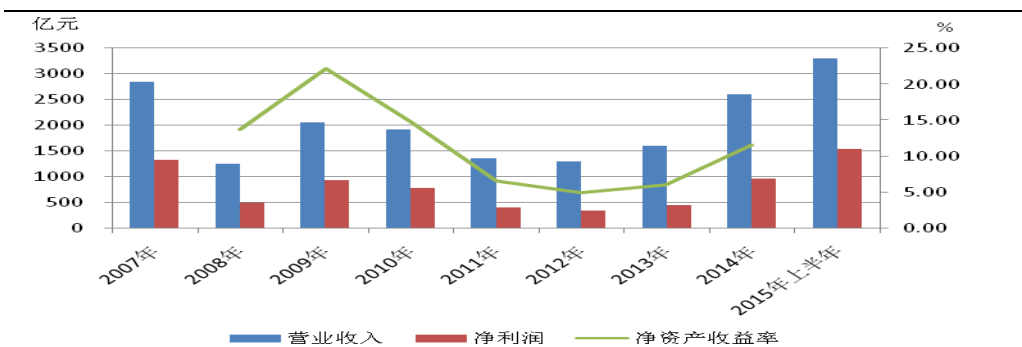
2014年5月8日，国务院发布了《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，提出了加快建设多渠道、广覆盖、严监管、高效率的股权市场，规范发展债券市场，拓展期货市场，着力优化市场体系结构、运行机制、基础设施和外部环境，实现发行交易方式多样、投融资工具丰富、风险管理功能完备、场内场外和公募私募协调发展的总体要求，明确了未来国内资本市场的发展方向和工作重点，标志着涉及资本市场的体制、机制环境将进一步得到改善和优化。

## 2. 证券行业发展概况

随着上市公司股权分置改革、证券公司综合治理等多项基础性制度改革工作的基本完成，国内证券公司历史遗留的一些突出的制度障碍和市场风险得到了有效化解，整体经营能力和水平有了显著进步。截至2015年6月末，国内共有证券公司125家；证券公司资产总额为82700.00亿元，净资产为13000.00亿元，净资本为11400.00亿元。

证券行业经营状况与证券市场景气程度高度相关。近年来，我国证券公司盈利状况随证券市场的景气度上升而有所好转。2015年上半年，受证券市场交易活跃影响，我国证券公司营业收入合计3305.08亿元，同比增长255.27%，净利润合计1531.96亿元，同比增长373.57%。

图 14：2007 年~2014 年证券公司整体盈利状况



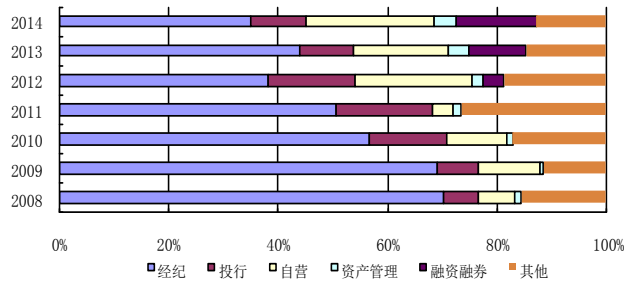
数据来源：中国证券业协会，东方金诚整理

证券经纪业务、投资银行业务和证券自营业务是我国证券公司收入的主要来源。2008年~2012年，受股票市场持续低迷影响，证券经纪业务占比呈逐年下降趋势，自营业务、投资银行业务均出现较大波动。2013年以来，随着创新业务的发展，融资融券业务和资产管理业务占比均有所提高，而传统证券经纪业务收入占

<sup>7</sup> 数据来源中国人民银行《中国货币政策执行报告-2014年第四季度》，计算口径：（企业债券融资+非金融企业境内股票融资）/当年社会融资规模

比于 2014 年有所下降；受股票 IPO 放缓影响，投资银行业务占比有所下降。

图 15：2008 年~2014 年证券公司收入结构



数据来源：中国证券业协会，东方金诚整理

2015 年，主要受年初上涨过快以及国际市场大幅波动等因素影响，我国股票市场出现异常波动。为避免发生系统性风险，相关监管部门已采取多种措施，使股票市场趋于稳定并进入自我修复和自我调节阶段。

总体上看，近年来国内资本市场快速发展，证券公司获得了良好的发展机遇，总体实力有所提升。随着证券行业创新业务的不断发展，证券公司的收入来源将更加多样化，业务结构和收入结构的优化将降低证券公司对证券经纪、投资银行等传统业务的依赖，从而增强证券公司的整体盈利能力。

### 行业政策

在对证券公司监管方面，中国证监会近年来建立了以净资本为核心的证券公司风控监管体系，并以风险管理能力为基础将证券公司进行分类，对不同类别的证券公司实施区别对待的分类监管政策。2012 年初，中国证监会在借鉴国际金融监管改革经验和国内证券公司既有风控指标体系实施效果的基础上，提出了完善证券公司风控指标体系的总体思路，主要包括：建立“逆周期”的调节机制，提升证券公司抗周期性风险的能力；完善净资本的结构和层次，提高资本的利用效率和吸收损失的能力；优化杠杆率、流动性风险监控指标，使对证券公司杠杆水平和流动性的度量更加全面和科学；降低部分业务和优质证券公司风险资本准备计算比例，鼓励证券公司在合规、有效控制风险基础上发展各项业务，提升发展能力和盈利水平。

2011 年下半年以来，基于放松管制、加强监管的思路，中国证监会出台并落实了多项推进证券公司创新发展的政策措施。2012 年 5 月，中国证监会发布《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施》，明确了证券公司创新发展的基本目标，提出了 11 项近期措施，并在实施过程中分解成 36 项具体工作，为证券公司资产管理、自营、代销金融产品、柜台交易、融资融券等多项业务的创新发展创造了良好条件。

2013 年 5 月 13 日，中国证监会发布了《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》，建设现代投资银行、支持业务产品创新、推进监管转型被列为作为今后一段时期推进证券经营机构创新发展的主要任务。该意见的落实必将对增强证券行业的核心竞争力、推动可持续发展起到积极作用。

2014年2月，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，有助于提升证券公司风险管理水平，保持经营的稳定性。

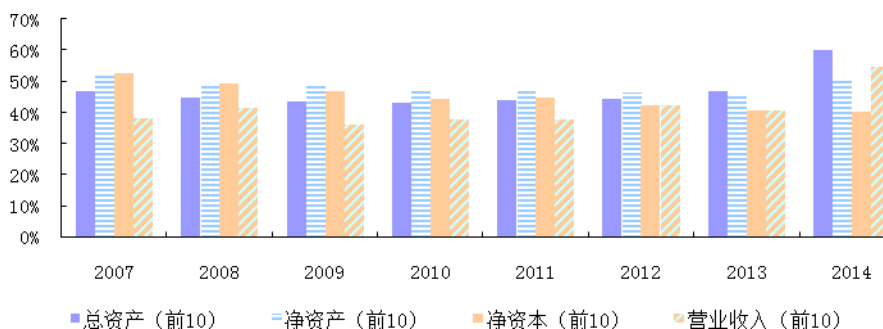
2015年7月12日，为整治部分机构和个人借助信息系统为客户开立虚拟证券账户，借用他人证券账户、出借本人证券账户等扰乱股票市场秩序行为，中国证监会出台了《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》，使股票市场从异常波动逐渐趋于稳定。

### 竞争格局

我国证券行业经过了综合治理整顿和近几年的较快发展，各证券公司的资本实力有所提升，整体经营能力和水平有了显著进步。同时，证券行业内的市场竞争也日益激烈。

近年来，部分行业领先的证券公司通过在市场低谷时期进行收购兼并以及多种途径增资扩股等方式有效地巩固并扩大了经营规模、市场占有率及影响力，使得证券行业保持了较高的行业集中度。2014年，行业领先证券公司在融资融券等创新业务的拓展上具有明显的竞争优势，行业集中度进一步提高。

图 16：2007 年~2014 年证券公司行业集中度情况



数据来源：中国证券业协会，wind，东方金诚整理

另一方面，我国证券公司业务种类相对单一，不同证券公司之间的盈利模式差异化程度较低，导致证券公司对经纪业务、投行业务和自营业务依赖程度过大，同质化竞争现象较为明显。

同时，与国际一流证券公司相比，我国证券公司规模普遍偏小，核心竞争力仍然有待提高。随着国内证券行业对外开放进程的加快，高盛、瑞银、瑞信和摩根大通等国外金融机构通过在我国境内设立办事处、设立合资证券公司、收购等方式在我国境内开展业务。这些实力强大的外资金融机构的加入，进一步加剧了国内证券市场竞争。

### 企业竞争力

公司房地产开发业务经营区域主要集中在武汉、杭州、北京、上海和深圳等国内一、二线城市，土地取得成本较低

公司以房地产开发为主营业务，拥有国家一级房地产开发资质，经营区域主要集中在武汉、杭州、北京、上海和深圳等国内一、二线城市，产品类型涉及住宅、写字楼、商业和酒店等。

从近三年已竣工和在建项目情况来看，公司已竣工项目均位于杭州、青岛、深圳和武汉等城市核心区域；在建项目主要位于武汉、上海和北京等城市核心地段，其中投资金额较大的武汉 CBD 项目位于汉口城区的中心位置，处于城市内环和二环之间；北京泛海国际居住区二期项目位于朝阳区东风乡，紧临东四环，附近有朝阳公园和体育景观公园，离北京 CBD 商圈、燕莎商圈等较近；上海泛海国际公寓项目位于董家渡地区，附近有包括外滩、南京东路商业步行街、豫园商业旅游区等上海著名商业及景观资源。

公司主要通过参与项目所在区域基础设施建设、土地一级开发和旧城改造等方式获取土地，主要土地储备取得时间多在 2008 年之前。由于土地取得时间较早，主要开发项目土地规模均较大，公司土地成本相对较低。

### **公司控股股东中国泛海综合实力很强，在发展过程中公司能够得到股东有力支持**

公司控股股东中国泛海成立于 1988 年 4 月，经营范围涵盖金融、房地产、基础设施项目及产业投资、科技文化、教育、资本经营、资产管理、酒店及物业经营等领域。截至 2014 年末，中国泛海拥有直接控股子公司 15 家；在中国泛海直接及间接子公司中，包括三家上市公司——泛海控股、民生控股股份有限公司（以下简称“民生控股”，股票代码：000416）和中泛控股有限公司（以下简称“中泛控股”，股票代码：0715.HK）。截至 2015 年 9 月末，中国泛海为民生控股第一大股东，对民生控股的持股比例为 22.56%。此外，中国泛海还参股联想控股有限公司等 30 多家企业，参股公司质量较好，公司投资收益较有保证。截至 2014 年末，中国泛海资产总额 1272.31 亿元，所有者权益 312.40 亿元，资产负债率为 75.45%；2014 年，中国泛海全年实现营业总收入 89.01 亿元，利润总额 12.58 亿元。

为实现多元化发展，2014 年 4 月 8 日，泛海控股与股东中国泛海、泛海能源就收购上述股东持有的民生证券股权事项达成协议，约定公司以人民币 32.74 亿元（即每股收购价格为 2.06 元）受让中国泛海、泛海能源持有的民生证券 72.999% 的股权。2014 年 6 月 19 日，公司收到北京证监局《关于核准民生证券股份有限公司变更持有 5% 以上股权的股东的批复》，并于 2014 年 7 月办理完毕民生证券股权过户事宜。

## **业务运营**

### **经营概况**

**泛海控股主要从事房地产开发、金融证券等业务，近年来营业收入、毛利润逐年增长，发展趋势较好**

泛海控股主要从事房地产开发、金融证券业务等<sup>8</sup>。2012 年~2014 年，公司营

<sup>8</sup> 2014 年 7 月，公司完成受让中国泛海、泛海能源持有的民生证券 72.999% 股权相关事宜，形成同一控制

业收入分别为 55.90 亿元、72.41 亿元和 76.16 亿元，逐年增长，从具体收入构成来看，公司营业收入主要来源于房地产开发、金融证券、商品销售、物业管理和物业出租。

2012 年~2014 年，公司房地产开发结转收入分别为 40.53 亿元、54.70 亿元和 55.37 亿元，占营业收入比例分别为 72.50%、75.54%和 72.71%。

2012 年~2014 年，公司金融证券收入分别为 11.47 亿元、13.01 亿元和 15.53 亿元，占营业收入比例分别为 20.52%、17.97%和 20.40%。

公司商品销售业务主要是与房地产开发配套的智能火灾自动报警系统、视频监控系统和楼宇家居系统等产品。2012 年~2014 年，销售收入分别为 2.07 亿元、2.65 亿元和 3.16 亿元，占营业收入比例分别为 3.70%、3.65%和 4.15%。

2012 年~2014 年，公司物业管理收入分别为 1.46 亿元、1.73 亿元和 1.32 亿元，占营业收入比例分别为 2.61%、2.38%和 1.74%；物业出租收入分别为 0.34 亿元、0.24 亿元和 0.57 亿元，占营业收入比例分别为 0.60%、0.33%和 0.74%。

表 2：公司营业收入、毛利润、毛利率构成情况

单位：亿元、%

业务类别	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	55.90	100.00	72.41	100.00	76.16	100.00	67.06	100.00
主营业务	55.86	99.93	72.32	99.87	75.95	99.73	66.84	99.67
房地产开发	40.53	72.50	54.70	75.54	55.37	72.71	38.67	57.67
金融证券	11.47	20.52	13.01	17.97	15.53	20.40	22.90	34.15
商品销售	2.07	3.70	2.65	3.65	3.16	4.15	2.87	4.28
物业管理	1.46	2.61	1.73	2.38	1.32	1.74	0.66	0.99
物业出租	0.34	0.60	0.24	0.33	0.57	0.74	1.73	2.58
其他业务	0.04	0.07	0.09	0.13	0.20	0.27	0.22	0.33
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
综合	36.70	65.66	45.65	63.04	49.80	65.39	49.88	74.38
主营业务	36.68	65.66	45.59	63.04	49.70	65.43	49.74	74.41
房地产开发	24.36	60.11	31.50	57.60	32.70	59.05	24.24	62.67
金融证券 <sup>9</sup>	11.47	-	13.01	-	15.53	-	22.90	100.00
商品销售	0.80	38.88	1.06	40.16	1.28	40.42	1.17	40.64
物业管理	-0.27	-18.32	-0.18	-10.23	-0.17	-12.83	0.03	4.92
物业出租	0.31	92.54	0.19	79.24	0.36	63.93	1.40	81.00
其他业务	0.02	59.39	0.06	67.40	0.11	51.52	0.14	64.01

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从毛利率来看，2012 年~2014 年，公司毛利率分别为 65.66%、63.04%和 65.39%。其中，2012 年~2014 年，受益于土地购置成本较低，公司房地产开发毛利率分别

下的企业合并，将业务范围拓展至金融领域；公司根据财政部 2006 年颁布的《企业会计准则》，对 2012 年度、2013 年度的财务报告进行追溯调整，本报告中涉及金融证券业务 2012 年和 2013 年财务数据为追溯数据。

<sup>9</sup> 公司金融证券业务的营业成本计入期间费用，表中所列的该项业务毛利润未扣除营业成本。

为 60.11%、57.60%和 59.05%，保持较好水平<sup>10</sup>。

2015 年 1~9 月，公司营业收入 67.06 亿元，其中非金融业务营业收入 43.94 亿元；公司毛利润 49.88 亿元，其中非金融业务毛利润 26.84 亿元；公司毛利率为 74.38%。

### 房地产开发

公司房地产开发项目分布于一、二线城市，近三年经营较为稳定，虽然近年来房地产销售保持增长，但当前仍然面临较大的去库存压力

泛海控股为全国性的房地产开发企业，项目地点主要位于北京、上海、武汉等国内一、二线城市，产品类型涉及住宅、写字楼、商业、酒店等，2014 年房地产收入中住宅收入占比为 70.58%，其他产品类型占比 29.42%。

表 3：2012 年~2014 年及 2015 年 1~9 月公司房地产开发业务主要经营数据

指标	2012年	2013年	2014年	2015年1~9月
开发投资金额（亿元）	37.86	60.95	88.18	95.15
新开工面积（万平方米）	50.00	168.44	111.10	27.79
施工面积 <sup>11</sup> （万平方米）	338.00	451.62	561.06	502.15
竣工面积（万平方米）	41.00	57.64	74.34	22.38
合同销售金额（亿元）	51.09	58.44	97.83	91.81
合同销售面积（万平方米）	25.31	31.85	55.84	31.36
平均合同销售价格（元/平方米）	20186	18354	17520	29276
结算销售收入（亿元）	40.53	54.70	55.37	38.67
结算面积（万平方米）	18.67	29.54	31.64	18.19
平均结算价格（元/平方米）	21709	18517	17500	21259
结算成本（亿元）	16.17	23.19	22.68	14.43

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从公司房地产开发相关数据来看，2012 年~2014 年，新开工面积有所波动，施工面积和竣工面积逐年增长。其中，2014 年公司新开工面积出现下降，主要由于公司为应对房地产市场波动，采取压缩新开工面积、重点保障在建项目以应对可能出现的市场风险；近三年来，公司期末合同销售面积相对公司的施工面积和新开工面积较小，反映公司近年销售情况一般，公司面临较大的去库存压力。

2012 年~2014 年，公司合同销售面积、合同销售金额、结算面积、结算销售收入均保持了一定增长。其中，2013 年和 2014 年因武汉主要已竣工项目销售情况较好，公司结算收入继续保持增长。

从销售价格来看，2013 年以来，公司在售产品以武汉地区项目为主，因武汉地区项目平均单价低于其他区域，所以 2013 年公司平均合同销售价格和平均结算价格出现下降。

2015 年 1~9 月，从公司房地产主要经营数据来看，公司房地产业务继续保持较好发展趋势，但施工面积较大，公司面临较大去库存压力。

<sup>10</sup> 2014 年房地产行业大型上市公司中万科、保利地产、招商地产、金地集团毛利率分别为 29.94%、32.03%、37.33%和 28.93%。

<sup>11</sup> “施工面积”中包含部分已毛坯竣工备案但仍在进行精装修续建施工的项目。

### 1. 已竣工项目

近年来公司已竣工项目投资已通过销售收回，目前在售或自持项目地理位置较好，未来销售和经营较有保障。但由于前期基础设施建设投入较大，且采取滚动开发方式，武汉 CBD 建设周期较长，整体建设进度有所滞后

截至 2015 年 9 月末，公司近年来主要已竣工项目有泛海国际中心、名人广场二期、樱海园等，物业类型涉及住宅、写字楼和商业综合体等多种业态。

从已竣工项目区域分布来看，近年来公司已竣工项目全部位于武汉、杭州、深圳和青岛，已竣工面积占比分别为 76.55%、10.27%、9.44%和 3.73%，武汉地区占比较大。

从已竣工项目销售情况来看，截至 2015 年 9 月末，公司主要已竣工项目累计实现合同销售额 207.56 亿元，与总投资额 174.82 亿元相比，整体销售和资金回笼情况较好。

表 4：公司近年来主要已竣工项目情况<sup>12</sup>

单位：万平方米、亿元、元/平方米

项目名称	城市	项目类型	建筑面积	可售面积	总投资额	土地成本	竣工时间	开盘时间	合同销售面积	合同销售金额	平均售价
泛海国际中心	杭州	写字楼	17	13.25	15.25	1597	2011.8	2010.1 2	13.25	37.38	28211
杭州泛海 SOHO 中心	杭州	写字楼	5	-	7.92	1839	2014.6	公司拟自持经营			
青岛名人广场二期	青岛	商业、写字楼	8	5.02	7.38	1049	2014.9	2013.4	正与意向客户商洽		
泛海拉菲花园二期	深圳	住宅、商业	8	5.68	4.14	395	2011.11	2011.7	5.43	13.52	24891
深圳泛海城市广场项目（三期）	深圳	公寓、商业	12	7.99	10.73	781	2015.8	2014.1 0	2.30	7.60	33043
武汉 CBD 已竣工项目合计	武汉	-	164	103.6 8	129.4 0	1570	-	-	91.42	149.06	16305
其中：樱海园	武汉	住宅、商业	29	22.19	15.80	1275	2012.9	2010.6	21.58	34.71	16084
悦海园	武汉	住宅、商业	15	12.00	11.85	2253	2013.12	2012.1 1	11.93	16.52	13847
兰海园	武汉	住宅	11	9.7	12.27	2601	2013.10	2014.3	5.00	12.47	24940
泛海国际 SOHO 城	武汉	写字楼、商业	63	42.31	41.32	1240	2014.1	2012.4	35.71	58.10	16270
泛海城市广场一期	武汉	商业、写字楼	23	-	27.27	1091	2014.5	公司拟自持经营			

<sup>12</sup> 泛海 SOHO 中心位于杭州钱江新城公园路钱塘江边，为规划建设中的杭州市中央商务区；名人广场二期地处青岛市东部新区，位于香港中路和福州南路交汇处，附近分布有青岛市政府、五四广场、国际金融中心、国际新闻中心等，为青岛市的政治、经济、文化、商业中心区域。

香海园	武 汉	住宅、 商业	11	9.34	11.80	2661	2014.12	2014.1 2	9.34	14.94	15996
竹海园	武 汉	住宅、 商业	12	8.14	9.09	2150	2014.12	2013.1 2	7.86	12.32	15674
<b>合计</b>	-	-	<b>214</b>	<b>135.62</b>	<b>174.82</b>	<b>1470</b>	-	-	<b>112.40</b>	<b>207.56</b>	<b>18466</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从具体项目情况来看，除拟整售和自持项目外，公司大部分已竣工项目已基本销售完毕，其余项目也处于正常销售中。截至 2015 年 9 月末，泛海国际中心已全部销售完毕，泛海拉菲花园二期进入尾盘销售阶段，深圳泛海城市广场项目（三期）销售进度为 28.79%，因目前深圳房地产市场发展形势较好，公司此项目土地取得成本较低，未来销售风险不大；青岛名人广场二期项目现正与意向客户进行商洽，该项目位于所处城市核心区域，销售前景较好。

公司近三年其他已竣工项目均属于公司承揽的武汉 CBD 项目的子项目。截至 2015 年 9 月末，上述项目合计投资 174.82 亿元，合同销售金额为 207.56 亿元，整体销售情况较好。

武汉 CBD 项目位于武汉市江汉区中央商务区（以下简称“武汉中央商务区”），处于城市内环和二环之间，距汉口火车站 1.8 公里、武汉经济开发区 17.8 公里、天河机场 21 公里，周边为城市建成区。武汉中央商务区占地 7.41 平方公里，建设总规模约 1300 万平方米，拟建成汇聚会展、零售、酒店、居住等功能的综合性城市中心区，为湖北省和武汉市“十二五”规划重点建设项目。

公司承揽的武汉 CBD 项目占地约 2.67 平方公里（共 27 宗地），占武汉中央商务区总面积约三分之一，公司承担项目所在区域范围内基础设施建设、项目开发及自持物业的运营管理。

武汉 CBD 项目计划总投资 939.92 亿元，总规划建筑面积约 875.91 万平方米，其中商业建筑面积 54.41 万平方米，酒店建筑面积 32.40 万平方米，SOHO 公寓建筑面积 63.00 万平方米，写字楼建筑面积 325.20 万平方米，住宅建筑面积 337.33 万平方米。该项目于 2008 年 10 月开始开工建设，由于项目投资较大，公司采取滚动开发方式，预计 2024 年全部完工。

截至 2015 年 9 月末，武汉 CBD 项目已投资 129.40 亿元，已建成项目如表 4 所示。其中，樱海园、悦海园和竹海园已进入尾盘销售阶段；泛海城市广场一期拟自持经营，未对外销售；兰海园计划总投资约 13.90 亿元，可售面积 9.7 万平方米，项目于 2014 年 3 月开盘销售，截至 2015 年 9 月末，已售 5.00 万平方米，已实现合同销售额 12.47 亿元，销售进展正常。

武汉 CBD 另一已竣工项目——泛海国际 SOHO 城为商业综合体项目，总投资额 41.32 亿元，截至 2015 年 9 月末，销售进度为 84.40%，已实现合同销售额 58.10 亿元，该项目已收回全部投资，且近年来销售价格呈上升趋势，剩余房产销售较有保障。综合来看，武汉 CBD 已建成项目销售情况较好，为项目的后续开发奠定了良好的基础，但由于前期基础设施建设投入较大，且采取滚动开发方式，建设周期较长，该项目存在一定的投资风险，且整体建设进度有所滞后。

## 2. 在建项目



公司在建项目主要处于一、二线城市核心地段，具有地理位置优越、土地成本较低优势，但公司在建项目开发周期较长，后续投资额较大，已实现合同销售金额相对较小，面临一定的资金压力

公司房地产在建项目分布于武汉、北京、上海、杭州、深圳、沈阳和美国洛杉矶等地，物业类型涉及住宅、写字楼和商业综合体等多种业态。截至 2015 年 9 月末，公司在建项目总规划建筑面积约 471.01 万平方米，可售面积 273.37 万平方米，已售面积 30.43 万平方米，累计实现合同销售金额 84.06 亿元，主要来自于武汉 CBD 在建项目、北京泛海国际居住区二期项目。

公司房地产在建项目预计总投资额 823.27 亿元，截至 2015 年 9 月末，公司已投资 323.35 亿元，尚需投资额 499.92 亿元。在资金来源方面，公司自有资金占比一般为 30%，其余来自于银行贷款和信托融资等，同时公司通过资金统筹和预算管理，来满足各项目开发的资金需要。

项目集中度方面，截至 2015 年 9 月末，公司武汉 CBD 在建项目规划建筑面积 351.40 万平方米，占公司在建项目总规划建筑面积比例为 74.61%；预计投资总额 434.93 亿元，占公司在建项目预计总投资额比例为 52.83%，在建项目区域集中度较高。

截至 2015 年 9 月末，公司在建项目情况见附件六。其中，投资规模较大的项目主要为武汉 CBD 在建项目、北京泛海国际居住区二期、上海泛海国际公寓和洛杉矶泛海广场项目。

#### (1) 武汉 CBD 在建项目

武汉 CBD 在建项目为公司承揽的武汉 CBD 项目的后续开发项目，规划建筑面积 351.40 万平方米，预计投资额 434.93 亿元，其中，世贸中心项目、武汉中心项目和芸海园项目投资金额较大。截至 2015 年 9 月末，武汉 CBD 在建项目已投资 111.89 亿元，从资金来源来看，主要是已开发项目的销售回款、银行贷款和其他外部融资。截至 2015 年 9 月末，已竣工项目实现销售回款 149.06 亿元，同时在建项目已实现预售款 40.61 亿元，加之已开盘项目的后续销售，在建项目未来三年投资资金能够得到较好保障。

从物业类型来看，武汉 CBD 在建项目主要为商业综合体、住宅和写字楼。其中商业综合体项目包括国际中心、世贸中心等，总建筑面积 211.23 万平方米，占比 60.11%，合计投资 216.86 亿元，已投资 32.88 亿元。从项目建设进度来看，国际中心项目于 2011 年 1 月开工，于 2012 年 1 月开盘销售，项目进展比较顺利；世贸中心于 2013 年 5 月开工，预计于 2016 年开盘销售；武汉中心项目于 2009 年 9 月开工，项目建设进度有所滞后，主要受市政配套设施建设进度及市场情况影响，公司调整开发节奏所致。从项目预售情况来看，截至 2015 年 9 月末，武汉 CBD 在建商业综合体项目只有国际中心进行预售，国际中心可售面积 12.66 万平方米，已售面积 3.66 万平方米，截至 2015 年 9 月末，销售进度为 28.91%，销售金额 4.76 亿元，平均销售价格为 13005 元/平方米，该项目已售部分为定制销售。鉴于该项目拥有较强的地理位置优势，且项目土地取得成本较低，武汉 CBD 在建商业综合体项目预期收益较好，但部分项目进度有所滞后。

在住宅项目方面，武汉 CBD 在建的住宅项目包括松海园、桂海园、芸海园等，总建筑面积 90.08 万平方米，占比 25.63%，合计投资 82.26 亿元，截至 2015 年 9

月末已投资 11.27 亿元。从项目建设进度来看，松海园于 2011 年 1 月开工，开盘时间为 2014 年 9 月，建设进度有所滞后，主要受市政配套设施建设进度及市场情况影响，公司调整开发节奏所致；桂海园开工时间为 2013 年 1 月，开盘时间为 2015 年 5 月；芸海园开工时间为 2013 年 12 月。在写字楼项目方面，武汉 CBD 在建的写字楼项目包括宗地 17 等，总建筑面积 50.09 万平方米，占比 14.25%，合计投资 36.00 亿元，截至 2015 年 9 月末已投资 3.71 亿元。截至 2015 年 9 月末，宗地 17 可售面积 39.90 万平方米，已售面积 4.05 万平方米，主要为定制销售。

综合来看，武汉 CBD 在建项目进展总体较为顺利，项目建设资金较有保障，预期收益较好，但项目投资金额较大，开发周期较长，未来仍面临一定的销售压力。

#### (2) 北京泛海国际居住区二期

北京泛海国际居住区位于北京市朝阳区东四环外，西邻朝阳公园，北接体育景观公园。项目自 2002 年开始启动，分二期建设，其中一期因拆迁进度较快，已于 2006 年下半年开盘销售，2009 年交付入住完毕。北京泛海国际居住区二期在建部分规划总建筑面积 35.35 万平方米，在建部分主要为住宅。截至 2015 年 9 月末，项目仍在建设中。

北京泛海国际居住区二期项目在建部分投资额 168.64 亿元，截至 2015 年 9 月末已投资金额为 101.57 亿元。该项目住宅部分已于 2014 年 10 月开盘销售，截至 2015 年 9 月末合同销售金额 43.42 亿元，销售面积 5.14 万平方米。

受益于较好的地理位置及近年来北京地区住宅销售价格持续上涨，加之土地成本处于较低水平，该项目预期收益较好。

#### (3) 上海泛海国际公寓

上海泛海国际公寓项目位于上海市黄浦区董家渡地区，西至中华路，南起东江阴街，北至紫霞路，东至南仓街，分为 10#、12#、14# 三个地块，附近拥有包括外滩、南京东路商业步行街、豫园商业旅游区等上海著名商业及景观资源，以住宅为主。

上海泛海国际公寓项目于 2002 年下半年开始启动，公司负责拆迁及开发工作，拆迁按 10#、12#、14# 顺序依次进行。截至 2015 年 9 月末，10# 地块拆迁工作基本完成已开始开发建设，为上海国际公寓在建部分，12# 和 14# 地块处于拆迁准备中。

上海泛海国际公寓项目规划总建筑面积 58.63 万平方米，其中在建部分 22.89 万平方米，拟建六栋高档住宅楼，一栋商住楼和一朵商业楼以及两层地下车库、会所等设施。上海泛海国际公寓项目计划总投资额 262.18 亿元，其中在建部分计划投资额 91.41 亿元，截至 2015 年 9 月末，已投资金额 51.22 亿元，公司计划 2015 年开盘销售。项目在建部分土地成本与目前周边土地价格相比，具有较好的土地成本优势。

考虑到上海泛海国际公寓项目地理位置较好，且土地成本较低，该项目预期收益较好，但项目拆迁部分未来开发面临一定不确定性。

#### (4) 美国洛杉矶泛海广场

2013 年，公司开拓海外业务，美国洛杉矶泛海广场为公司首个国外房地产项目，规划建筑面积 24 万平方米。

美国洛杉矶泛海广场项目位于美国加利福尼亚州南部重要城市洛杉矶市中心

区域，“L. A. LIVE”娱乐区域的入口，斯台普斯中心对面<sup>13</sup>，占地面积 1.87 万平方米，项目涵盖五星级酒店、高档公寓、购物中心，其中公寓部分地上建筑面积约 9.4 万平方米，建成后拟出售，酒店和商业（购物中心）地上建筑面积约 4.4 万平方米，建成后拟自持经营。公司于 2013 年 12 月获取此项目开发权，计划总投资 12.38 亿美元，于 2018 年 5 月竣工，截至 2015 年 9 月末，公司已投资金额为 16.28 亿元，其中 10.97 亿元为土地购买成本。

在建项目未来投资方面，截至 2015 年 9 月末，公司在建项目尚需投资金额合计为 499.92 亿元，投资支出较大的项目主要为武汉 CBD 在建项目、北京泛海国际居住区二期、上海泛海国际公寓项目和美国洛杉矶泛海广场项目。公司在建项目 2016 年~2018 年投资计划分别为 84.16 亿元、92.83 亿元和 67.74 亿元，各年度投资保持在较高水平，但从公司近三年房地产销售资金回笼和在建项目的销售前景来看，未来投资资金能够得到一定保障。

表 5：截至 2015 年 9 月末公司主要在建项目未来投资计划

单位：亿元

项目	总投资额	待投资金额	未来投资计划				合计
			2015 年 10~12 月	2016 年	2017 年	2018 年	
武汉 CBD	434.93	323.04	8.01	59.28	67.91	62.64	197.85
北京泛海国际居住区二期	168.64	67.07	3.38	13.31	9.93	2.09	28.70
东风家园五区(4#-2)项目	40.73	10.73	0.85	3.22	1.72	0.00	5.79
上海泛海国际公寓	91.41	40.19	0.72	6.61	12.53	2.52	22.39
杭州泛海酒店项目	21.21	13.19	1.31	1.12	0.61	0.50	3.54
沈阳泛海国际居住区	7.83	3.45	0.31	0.61	0.12	0.00	1.04
美国洛杉矶泛海广场 <sup>14</sup>	58.52	42.24	1.56	-	-	-	1.56
<b>合计</b>	<b>823.27</b>	<b>499.92</b>	<b>16.14</b>	<b>84.16</b>	<b>92.83</b>	<b>67.74</b>	<b>260.87</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 3. 土地储备

公司土地储备项目主要位于国内一、二线城市及美国等地，储备较为充足，土地取得成本较低，但公司土地储备项目计划投资金额较大，给公司带来一定的资金压力

公司主要土地储备项目分别位于武汉、北京、沈阳和美国旧金山，其中武汉 CBD、北京泛海国际居住区二期和沈阳泛海国际居住区项目为滚动式开发的尚未开发部分，北京泛海国际居住区二期项目还需进行拆迁工作。截至 2015 年 9 月末，公司主要土地储备面积为 453.65 万平方米<sup>15</sup>，土地储备较为充足。

从土地取得方式来看，公司主要通过参与项目所在区域基础设施建设、土地一级开发等方式获取土地，其中规模最大的武汉和北京土地储备项目取得时间均在 2008 年之前。公司主要土地取得时间较早，项目规模均较大，土地成本相对较低。即使考虑公司承担的基础设施建设、土地一级开发等成本支出，公司的土地取得成本仍处于较低水平。

<sup>13</sup> 斯台普斯中心是 NBA 洛杉矶湖人队（L. A. Lakers）与洛杉矶快船队（L. A. Clippers）的共同主场球馆

<sup>14</sup> 美国洛杉矶泛海广场项目 2015 年~2017 年投资计划公司正在制定中。

<sup>15</sup> 未计算 Sonoma 项目。

截至 2015 年 9 月末，公司土地储备项目土地款均已支付，土地证均已取得。

表 6：截至 2015 年 9 月末公司主要土地储备情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

地块名称	地址	土地证取得时间	计划投资	土地储备面积	土地金总额	土地取得方式	规划用途类型
武汉 CBD	武汉中央商务区	2008-2009	297.27	360.65	7.28 <sup>16</sup>	招、拍、挂	住宅、商业、办公
北京泛海国际居住区二期(1#)	北京东四环主干道东侧	2006-2010	205.75	66.86	4.76	协议	住宅、商业、办公
沈阳泛海国际居住区 <sup>17</sup>	沈抚新城东北部	2012-2013	-	4.31	0.99	招、拍、挂	商住
旧金山泛海中心项目 <sup>18</sup>	美国旧金山	2015	106.49	21.83	18.18	协议	公寓、商业、酒店
Sonoma 项目 <sup>19</sup>	美国索诺玛	2015	-	-	2.95	协议	酒店、SPA、酒庄、别墅、庄园

资料来源：公司提供，东方金诚整理

旧金山泛海中心项目位于美国旧金山市，该市为加利福尼亚州第二大城市，是美国西部最大的金融中心和重要的高新技术研发和制造基地。旧金山泛海中心位处旧金山市金融区南端，是旧金山市中心少数可供建设超高层建筑的地块之一，集公寓、商业及酒店等多种业态，总用地面积 5069 平方米，规划总建筑面积约 21.83 万平方米（报批中），计划总投资 16.74 亿美元，公司为取得土地支付了 2.96 亿美元；该项目规划建设两栋超高层塔楼，其中主塔高度约 260 米，建成后将成为旧金山市第二高楼，目前项目处于待建状态。

在土地储备项目的未来投资方面，公司主要土地储备计划总投资 609.51 亿元，其中武汉 CBD 项目 297.27 亿元，北京泛海国际居住区二期(1#)项目 205.75 亿元。上述项目均采用滚动开发方式。综合来看，公司土地储备项目计划投资金额较大，为公司带来较大的资金压力，但主要项目均采用滚动开发的方式，销售前景较好，为项目的后续开发提供了较强的保障。

## 金融证券

近年来公司金融证券业务经营情况较好，主要经营主体民生证券营业收入持续增长

公司金融证券业务主要经营主体为民生证券，2014 年 7 月，公司收购了中国泛海、泛海能源持有的民生证券 72.999% 股权，进入金融证券业务领域。民生证券前身为民生证券有限责任公司，成立于 1986 年，注册地为北京。2004 年民生证券

<sup>16</sup> 武汉 CBD 项目整体出让金总额 18.40 亿元，土地储备的出让金总额是按照规划建筑面积比例分摊计算。

<sup>17</sup> 沈阳泛海国际居住区计划投资额公司正在测算中。

<sup>18</sup> 旧金山泛海中心项目计划总投资 16.74 亿美元，2015 年 9 月 30 日人民币汇率中间价 6.3613 计算，折合人民币为 106.49 亿元。

<sup>19</sup> Sonoma 项目已取得许可，总用地面积 360 英亩，建筑面积和投资额正在规划测算中。

有限责任公司注册为保荐机构，2005 年成为首批股权分置改革保荐试点保荐机构，2012 年 7 月，公司完成股份制改革，正式变更为“民生证券股份有限公司”。截至 2015 年 9 月末，民生证券注册资本 21.77 亿元。

民生证券具备中国证监会批准的证券经纪，证券投资咨询，与证券交易和证券投资活动有关的财务顾问、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、证券投资基金代销、代销金融产品业务、IB 业务、全国中小企业股份转让系统主办券商、实施证券经纪人制度、融资融券业务、中小企业私募债券承销等各项业务资格，是经中国证监会核准的 B 类 BBB 级全国性的综合类证券公司，中华全国工商业联合会直属会员。截至 2014 年末，民生证券资产总额 148.12 亿元，所有者权益 36.66 亿元，资产负债率为 75.25%；2014 年，民生证券实现营业收入 15.66 亿元，利润总额 5.50 亿元。

表 7：2012~2014 年及 2015 年 1~9 月民生证券主要业务营业收入情况

单位：亿元

科目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
营业收入	11.48	12.43	15.66	23.00
证券经纪业务	3.61	5.68	6.77	11.90
投资银行业务	4.60	4.22	3.01	3.97
资产管理业务	0.05	0.13	0.19	0.22
融资融券利息收入	0.02	0.73	1.88	2.97
金融工具投资收益	0.72	1.65	2.08	3.49

资料来源：公司提供，东方金诚整理

民生证券业务收入主要来源于证券经纪业务、投资银行业务、金融工具投资收益及融资融券利息收入等。2014 年证券经纪业务营业收入 6.77 亿元，为民生证券最大收入来源；截至 2014 年末，民生证券设有 58 家营业部，分布在北京、上海、广州、深圳、南京、济南和郑州等地。

民生证券其他业务中，融资融券和资产管理业务 2013 年以来随着金融行业创新业务的发展，收入规模逐年增长，同期，因其自营业务发展较好，金融工具投资收益也逐年增长；但近年来民生证券投资银行业务收入有所波动，主要由于国内一段时间内 IPO 放缓等所致。

2015 年 1~9 月，受益于股票市场交易活跃等因素，民生证券实现营业收入 23.00 亿元，同比增长 122.77%，利润总额 11.48 亿元，同比增长 302.07%。

2015 年 11 月 3 日，泛海控股接到民安财产保险有限公司（以下简称“民安保险”）通知，民安保险收到中国保险监督管理委员会（以下简称“中国保监会”）《关于民安财产保险有限公司变更股东的批复》（保监许可【2015】1054 号），中国保监会同意海航资本集团有限公司将持有的民安保险 20% 股权、上海恒嘉美联发展有限公司将持有的民安保险 20% 股权、宁波君安物产有限公司将持有的民安保险 11% 股权转让给公司间接子公司武汉中央商务区建设投资股份有限公司（以下简称“武汉建设”），转让完成后，公司通过武汉建设持有民安保险 51.00% 股权，金融业务将延伸至保险领域。

## 商品销售

公司商品销售业务主要来自于子公司深圳市泛海三江电子有限公司(以下简称“泛海三江”)。泛海三江成立于 1994 年,是国家级高新技术企业,生产的产品涵盖智能火灾自动报警系统、视频监控系统和楼宇家居系统三个系列。泛海三江在全国设立了 50 余家分支机构,营销网络覆盖全国所有省份,通过设立直属商务技术服务中心和发展合作代理商两种方式在全国开展业务。

2012 年~2014 年及 2015 年 1~9 月,公司商品销售收入分别为 2.07 亿元、2.65 亿元、3.16 亿元和 2.87 亿元。

### 物业管理和物业出租

**公司物业管理、物业出租业务收入规模较小,未来随着部分自持物业投入运营,公司物业出租收入将快速增长**

公司物业管理、物业出租业务由全资子公司泛海物业管理有限公司(以下简称“泛海物业”)负责。泛海物业拥有国家一级物业管理资质,主要从事写字楼、公寓、别墅及高端会所等的物业管理和运营服务,业务范围遍及北京、上海、深圳、杭州、武汉等地。泛海物业在管物业中以公司开发项目为主,截至 2015 年 9 月末,管理物业数量 36 个,管理物业面积 314.73 万平方米,其中 27 个物业为公司开发,涉及物业面积 292.38 万平方米。

2012 年~2014 年,公司物业管理收入分别为 1.46 亿元、1.73 亿元和 1.32 亿元,毛利润分别为-0.27 亿元、-0.18 亿元和-0.17 亿元,由于部分项目入住时间较短入住率不高,公司物业管理业务处于亏损状态;2014 年,公司物业管理收费方式由包干制转变为酬金制<sup>20</sup>,因而收入下降。2015 年 1~9 月,公司物业管理收入为 0.66 亿元,毛利润为 0.03 亿元。

**表 8: 2012 年~2014 年及 2015 年 1~9 月公司物业管理业务情况**

单位:个、万平方米

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
在管物业个数	21	24	27	36
其中:公司开发项目个数	13	15	24	27
在管物业面积	256.16	267.31	298.46	314.73
其中:公司开发项目面积	204.24	212.13	276.11	292.38

资料来源:公司提供,东方金诚整理

公司物业出租收入主要来源于北京光彩国际公寓和泛海物业所属部分房产及利用所管辖项目的库房、广告牌等公共区域出租。2013 年 4 月 18 日,公司与泛海控股有限公司签订了《出资权转让协议书》受让泛海控股有限公司<sup>21</sup>持有的北京光彩置业有限公司 35%出资权和其所有的北京光彩国际公寓 0.74 万平方米商业用房,股权转让完成后公司持有光彩置业 75%股权;光彩置业于 2013 年 4 月 18 日与常新资本投资管理有限公司(以下简称“常新资本”)签订了《商品房转让合同》,购

<sup>20</sup> 包干制是指由业主向物业管理企业支付固定物业服务费用,盈余或者亏损均由物业管理企业享有或者承担的物业服务计费方式。酬金制是指在预收的物业服务资金中按约定比例或者约定数额提取酬金支付给物业管理企业,其余全部用于物业服务合同约定的支出,结余或者不足均由业主享有或者承担的物业服务计费方式。

<sup>21</sup> 2014 年更名为通海控股有限公司

买常新资本所拥有的北京光彩国际公寓 0.71 万平方米商业物业；上述交易事项完成后，公司拥有光彩置业 75% 的出资权，光彩置业拥有北京光彩国际公寓项目全部商业物业，建筑面积共计 1.45 万平方米。

此外，公司近三年已竣工和在建项目中部分物业拟自持经营，主要包括泛海城市广场一期等，其中泛海城市广场一期等可供出租经营面积近 30 万平方米。

2012 年~2014 年及 2015 年 1~9 月，公司物业出租收入分别为 0.32 亿元、0.22 亿元、0.57 亿元和 1.73 亿元。随着泛海城市广场一期等投入运营，公司未来物业出租收入将快速增长。

## 企业管理

### 产权结构

截至 2015 年 9 月末，泛海控股总股本 455731 万股，中国泛海控股集团有限公司持股比例为 73.82%，为公司控股股东，公司实际控制人为自然人卢志强。

### 公司治理

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等的要求，制定了《公司章程》，建立了股东大会、董事会、监事会和独立董事等制度。

股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划等事项。公司董事会由 18 名董事组成，其中独立董事 6 人，设董事长 1 人，副董事长 1~2 人，董事会会议有过半数董事出席方可举行，表决实行一人一票制，作出决议必须经全体董事的过半数通过。公司监事会由 15 名监事组成<sup>22</sup>，包括 10 名股东代表监事，5 名职工代表监事。监事会设主席 1 名、副主席 1~2 名。监事会主席、副主席由全体监事过半数选举产生。公司实行董事会领导下的总裁负责制，总裁负责公司的日常经营和管理工作。公司根据实际经营情况，设立了 11 个职能管理总部、八个产业集团总部、泛海研究院，负责具体事务。

总体来看，公司法人治理结构比较完善，但股权集中度较高。

### 内部管理

泛海控股本部位于北京，主要负责制定公司战略、经营计划、资本运营、重大决策、指导及审批子公司各项业务等。公司具体业务由各子公司负责，在预算、资金、人事等方面接受本部审核和控制。

公司在资产财务管理、资金管理、工程管理、投资管理、内部审计及对外担保等方面建立了一系列的规章制度。在财务管理方面，公司根据国家相关法律法规及公司章程的规定，结合公司实际情况，制定了《资产财务管理基本制度》。公司的资产财务管理工作实行统一管理、分级负责原则，按照制度规定对公司范围内财务工作统一管理、统一指导的基础上，资产财务管理体系中各层级、各岗位按照相应的

<sup>22</sup> 2015 年 10 月 13 日，陈基建先生、冯壮勇先生辞去公司监事职务，因此现任监事为 13 名。该事项未导致公司监事会人数低于法定最低人数，公司将按照有关规定尽快完成新任监事的补选工作并及时履行信息披露义务。

职责和权限履行资产财务管理职责,承担相应的责任。

在资金管理方面,公司对融资、投资和经营环节的职责权限和岗位设置进行明确的规定,建立了严格的授权审批程序。公司的资金实行统一管理制度,各子公司的资金由公司本部统一调度和统筹安排使用;公司本部于每年末按照公司整体发展规划和下一年度经营计划做好整体的资金预算,对资金整体需求、资金保障计划提出可行方案,报董事会审批后执行。

在工程管理方面,为加强对所属开发项目的工程管理,进一步提高工程管理水平 and 建筑产品品质,公司制定了《工程管理制度》,就各部门职责、工程技术、工程进度控制、工程质量监督、工程移交及保修等方面作出了详细规定;公司本部工程管理部负责对全公司各类开发项目的工程技术、工程质量、工程进度管理的支持、指导、服务及监督。

在投资管理方面,为加强投资管理、避免投资决策失误,提高投资效率,公司制定了《投资管理制度》;公司对项目进行投资决策时,需经相关职能部门审签、总裁审批;在投资方向上,公司原则上投资于房地产及配套行业,同时依据发展需要有选择地投资于金融、能源行业。

在内部审计方面,为规范公司经营行业,加强内部控制,增强风险防范能力,确保公司经营目标的全面实现,公司制定了《内部审计制度》,通过制度的执行对公司风险管理、内部控制和公司治理程序进行监督、评价和风险提示,并提出改善建议。

在对外担保方面,公司制定了《担保管理制度》,公司本部对担保实行统一管理,未经公司本部批准,子公司不得对外提供担保,不得相互提供担保。公司原则上不主动对外提供担保,确需对外提供担保的,资产财务管理总部(必要时委托中介机构)要对被担保人的资信状况等进行全面、客观的调查评估,然后报由公司财务总监、风险控制总监、董事会秘书、总裁和董事长审批。

总体来看,公司内部管理制度较为健全。

### 人员素质

公司董事长卢志强先生,64岁,硕士研究生学历,研究员职称;历任泛海控股第三、四、五、六、七届董事会董事长,现任第十二届全国政协常委,中国民间商会副会长,泛海集团有限公司董事长兼总裁,中国泛海控股集团有限公司董事长兼总裁,中国民生信托有限公司董事长,中国民生银行副董事长,联想控股股份有限公司董事,复旦大学校董,中国光彩事业基金会第二届理事会副理事长,泛海控股股份有限公司第八届董事会董事长。

公司董事兼总裁韩晓生先生,57岁,博士研究生,高级会计师职称;历任光彩事业投资集团有限公司副总裁、中国泛海控股集团有限公司副总裁,泛海控股股份有限公司第三届、第五届、第六届董事会董事,泛海控股股份有限公司第七届董事会副董事长兼总裁,泛海控股股份有限公司第八届董事会董事长,中国泛海控股集团有限公司执行董事、执行副总裁;现任中泛控股有限公司董事会主席兼总裁,泛海控股股份有限公司第八届董事会董事兼总裁。

公司财务总监刘国升先生,46岁,经济学硕士,高级会计师职称;历任武汉中央商务区建设投资股份有限公司财务总监等职;现任泛海控股股份有限公司财务



总监。

截至 2015 年 9 月末，公司共有在职员工 6864 人。按学历划分，大专及以上学历占 47.03%，本科学历占 42.06%，研究生及以上学历占 10.91%；按专业划分，金融业务人员占 31.31%，非金融类人员中，房地产开发人员占 66.02%，商业管理人员占 5.62%，酒店管理人员占 0.68%，物业管理人员占 27.68%。

总体来看，公司核心管理人员具备较丰富的房地产开发业务管理经验；公司员工结构较为合理，能够满足公司业务发展的需要。

### 战略规划

泛海控股目前正由房地产上市公司转型为一个综合性业务的上市公司，未来将形成房地产、金融、战略投资等多业并举、联动发展的新业务格局，充分发挥各产业间的协同效应，将公司打造成为一个综合性的产业发展平台。

在房地产业务方面，公司未来几年计划加强成本管理，严格控制产品质量，加大存量土地的开发建设与销售，加快资金回收，促进收入和利润快速增长。

## 财务分析

### 财务概况

公司提供了 2012 年~2014 年及 2015 年 1~9 月合并财务报表。立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2012 年~2014 年财务报表进行了三年连审，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2015 年 1~9 月财务数据未经审计。

2014 年 7 月，公司完成受让中国泛海、泛海能源持有的民生证券 72.999% 股权相关事宜，形成同一控制下的企业合并，公司根据财政部 2006 年颁布的《企业会计准则》，对 2012 年度、2013 年度的财务报表进行了追溯调整。

报表合并范围方面，截至 2015 年 9 月末，公司纳入合并范围的子公司数量为 82 家。

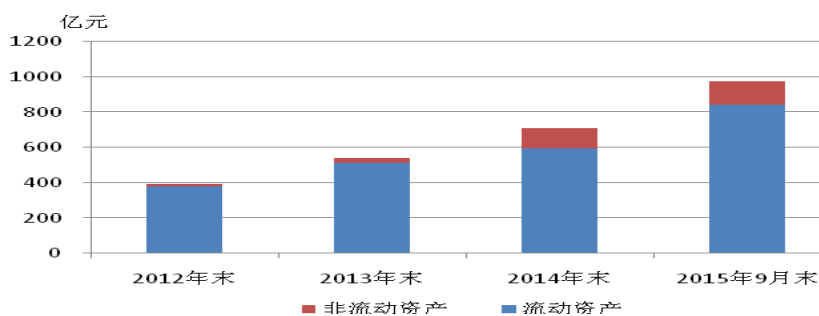
### 资产构成与资产质量

**近三年公司资产规模逐年增长，资产构成以流动资产为主，流动资产中存货、货币资金和融出资金占比较大，总体上公司资产质量较好**

2012 年~2014 年末，公司资产总额分别为 392.48 亿元、538.42 亿元和 708.89 亿元。其中，流动资产占总资产的比重分别为 96.55%、95.28% 和 83.96%，公司资产以流动资产为主，但占比呈逐年下降趋势。

截至 2015 年 9 月末，公司资产总额为 976.39 亿元，其中流动资产 841.40 亿元，占比 86.17%。

图 17：2012 年~2014 年及 2015 年 9 月末公司资产构成

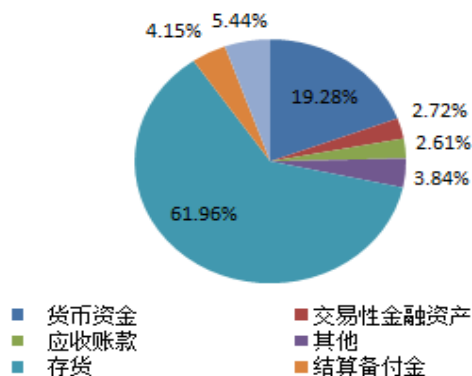


资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

### 1. 流动资产

2012 年~2014 年末，公司流动资产分别为 378.94 亿元、513.00 亿元和 595.17 亿元。截至 2014 年末，公司流动资产中占比较大的项目依次为存货、货币资金和融出资金，占比分别为 61.96%、19.28%和 5.44%，合计占流动资产总额的比例为 86.68%。

图 18：截至 2014 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2012 年~2014 年末，公司存货逐年增加，分别为 238.38 亿元、304.27 亿元和 368.79 亿元。截至 2014 年末，泛海控股的存货主要为开发的房地产项目 368.33 亿元，其中开发成本为 265.09 亿元，占房地产存货的比例为 71.97%，开发产品 39.16 亿元，占房地产存货的比例为 10.63%，土地一级开发成本 63.93 亿元，占比 17.36%。公司存货中主要房地产项目处于一、二线城市核心区，项目土地获取时间较早，存货资产具有较好的升值空间，资产质量较好。

2012 年~2014 年末，公司货币资金增长较快，分别为 80.00 亿元、81.37 亿元和 114.74 亿元，其中非金融业务中货币资金分别为 36.48 亿元、49.46 亿元和 54.06 亿元。

截至 2014 年末，公司货币资金中现金和银行存款合计占比为 96.41%；公司其他货币资金 4.12 亿元，占比为 3.59%，其中履约保证金为 1.44 亿元。

2012 年~2014 年末，公司融出资金分别为 1.30 亿元、14.17 亿元和 32.37 亿元。公司融出资金客户主要为个人，2014 年末对个人融资占比为 99.54%；公司在融出资金时需客户提供担保措施，2014 年末融出资金担保物价值合计 86.58 亿元，

其中资金 1.25 亿元，证券 85.33 亿元。

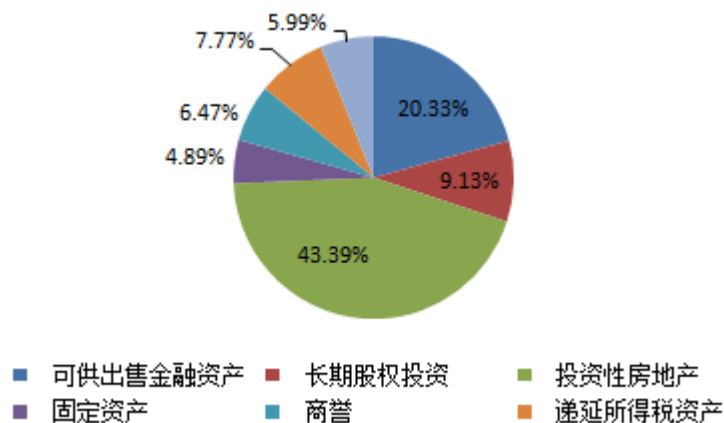
2012 年~2014 年末，结算备付金分别为 9.60 亿元、9.54 亿元和 24.70 亿元。2014 年末，结算备付金主要为证券经纪业务客户备付金 21.34 亿元，其他为期货经纪业务客户备付金及信用备付金等。

截至 2015 年 9 月末，公司流动资产为 841.40 亿元，其中存货、货币资金和融出资金占比分别为 53.39%、29.88%和 3.62%，合计占流动资产比例为 86.90%。

## 2. 非流动资产

2012 年~2014 年末，公司非流动资产分别为 13.54 亿元、25.43 亿元和 113.72 亿元。截至 2014 年末，公司非流动资产以投资性房地产、可供出售金融资产、长期股权投资和递延所得税资产为主，占比为 43.39%、20.33%、9.13%和 7.77%，合计占非流动资产比例为 80.62%。

图 19：截至 2014 年末公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2012 年~2014 年末，公司投资性房地产公允价值分别为 0.90 亿元、6.62 亿元和 49.35 亿元，2014 年公司部分自持物业建成竣工，因而投资性房地产增幅较大。截至 2014 年末，公司用于抵押或担保的投资性房地产 29.98 亿元。

表 9：截至 2014 年末公司主要投资性房地产情况

单位：亿元、%

物业名称	所处城市	建筑面积	入账金额
泛海喜来登酒店	武汉	6.86	10.01
泛海城市广场一期	武汉	22.21	15.93
泛海国际中心	杭州	3.45	8.30
光彩国际公寓部分底商	北京	1.45	5.58

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

2012 年~2014 年末，公司可供出售金融资产分别为 0.78 亿元、1.99 亿元和 23.12 亿元。2014 年末公司可供出售金融资产中可供出售债务工具 5.35 亿元，可供出售权益工具 17.77 亿元。可供出售权益工具中按成本计量的账面余额 10.96 亿元，主要为 2014 年 5 月公司全资子公司泛海控股集团资产管理有限公司参与认购中国民生投资股份有限公司（以下简称“中民投”）股份，认购股份总额 10 亿股（发行价格为每

股1元), 占中民投总股本2.00%。

2012年~2013年末, 公司无长期股权投资, 2014年末公司长期股权投资为10.38亿元, 主要为2014年5月公司全资子公司浙江泛海建设投资有限公司(以下简称“浙江公司”)出资人民币10亿元参与中国民生信托有限公司(以下简称“民生信托”)增资, 增资完成后浙江公司持有民生信托25%的股权。

2012年~2014年末, 公司递延所得税资产增长迅速, 分别为4.40亿元和7.72亿元和8.84亿元; 公司递延所得税资产主要为未弥补的亏损、预提费用等产生的暂时性差异、土地增值税暂时性差异等。

截至2015年9月末, 公司非流动资产134.99亿元, 构成情况与2014年末相比变化不大。

### 资本结构

**近年来公司所有者权益略有波动; 公司拟非公开发行股票, 如发行成功, 公司所有者权益将大幅增加**

2012年~2014年末, 公司所有者权益分别为121.88亿元、129.79亿元和125.15亿元, 其中2014年末公司所有者权益有所下降主要受资本公积下降影响。截至2014年末, 公司所有者权益中实收资本为45.57亿元, 资本公积16.34亿元, 盈余公积5.34亿元, 未分配利润23.24亿元。

2012年~2014年末, 公司资本公积分别为49.01亿元、49.00亿元和16.34亿元。2014年公司发生同一控制下企业合并收购控股了民生证券, 并对2012年末及2013年末财务报表进行了追溯调整, 追溯调整期间公司将民生证券所有者权益计入资本公积; 2014年公司完成收购并支付民生证券收购价款32.74亿元, 因此相应冲减了资本公积, 导致2014年末公司资本公积大幅下降。

截至2015年9月末, 公司所有者权益为134.81亿元。根据公司披露的《泛海控股股份有限公司2015年度非公开发行A股股票预案第二次修订稿》, 公司拟非公开发行股票合计不超过65864.83万股, 募集资金总额不超过575000万元。如本次非公开发行股票的实施, 公司所有者权益将大幅增加。

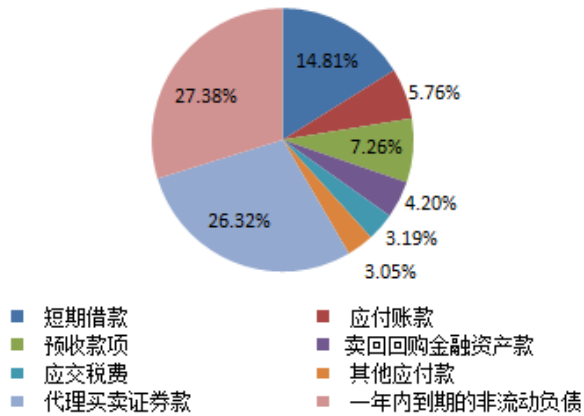
**近年来公司有息债务规模快速增长, 债务结构以长期有息债务为主, 公司目前债务负担较重**

2012年~2014年末, 公司负债总额增长较快, 分别为270.60亿元、408.63亿元和583.74亿元, 其中流动负债占比分别为45.49%、53.63%和53.08%。

2015年9月末, 公司负债总额841.58亿元, 流动负债占比为43.57%。

2012年~2014年末, 公司流动负债分别为123.11亿元、219.15亿元和309.83亿元。截至2014年末, 公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债、代理买卖证券款、短期借款、应付账款和预收款项构成, 上述各项占流动负债的比例分别为28.36%、24.14%、13.93%、8.13%和6.79%, 合计占流动负债总额的比重达81.34%。

图 20：2014 年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2012年~2014年末，公司一年内到期的非流动负债分别为22.21亿元、53.62亿元和87.85亿元。截至2014年末，公司一年内到期的非流动负债全部由一年内到期的长期借款组成，其中保证和抵押借款为30.66亿元，保证借款为32.52亿元，抵押借款为24.68亿元。

2012年~2014年末，公司代理买卖证券款分别为38.21亿元、31.28亿元和74.79亿元。2014年受证券市场行情较好，经纪业务较多影响，公司代理买卖证券款金额较高。

2012年~2014年末，公司短期借款分别为10.41亿元、17.08亿元和43.16亿元，全部为非金融业务发生的借款。截至2014年末，公司短期借款中抵质押借款39.13亿元，占比90.66%；保证借款4.03亿元，占比9.34%。

2012年~2014年末，公司应付账款增长迅速，分别为11.00亿元、18.49亿元和25.18亿元。2014年末，公司应付账款中主要为预提工程款和应付工程款，占比分别为80.96%和16.66%。

2012年~2014年末，公司预收款项分别为3.55亿元、7.62亿元和21.04亿元，全部为非金融业务发生的预收款项。截至2014年末，公司预收款项主要为预收房款20.37亿元，占预收款项比例为96.77%。

截至2015年9月末，公司流动负债金额为366.67亿元。其中一年内到期非流动负债、代理买卖证券款、短期借款、预收款项和应付账款的占比分别为20.43%、33.72%、5.53%、17.94%和5.78%。

2012年~2014年末，公司非流动负债分别为147.49亿元、189.48亿元和273.92亿元，2014年末公司非流动负债主要为长期借款和应付债券。

2012年~2014年末，公司长期借款分别为115.44亿元、189.25亿元和243.60亿元，全部为非金融业务发生的借款。截至2014年末，公司长期借款主要由保证和抵押借款、抵押借款及保证借款等组成，占非流动负债比例为88.93%。

表 10: 截至 2014 年末公司长期借款情况

单位: 亿元、%

借款类别	年末余额	占比
保证和抵押借款	178.80	73.40
抵押借款	61.05	25.06
保证借款	3.75	1.54
<b>合计</b>	<b>243.60</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

2012 年末公司应付债券 31.89 亿元, 2013 年末无应付债券, 2014 年末公司应付债券 27.33 亿元。2014 年公司控股子公司民生证券分别发行了 4.05 亿元“14 民生 01”次级债券和 4.2 亿元“14 民生 02”次级债, 公司全资子公司泛海建设国际控股有限公司(以下简称“国际控股”)在香港发行了 3.2 亿美元境外企业债。

截至 2015 年 9 月末, 公司非流动负债 474.91 亿元, 其中长期借款 331.39 亿元, 占比为 74.04%; 应付债券 120.27 亿元, 占比为 25.33%, 合计占比达 99.36%。截至 2015 年 9 月末, 公司存续债券情况如下:

表 11: 截至 2015 年 9 月末公司存续债券情况

单位: 亿元、%

名称	发行人	债券类型	起息日	到期日	本金	票面利率	付息方式
14 民生 02	民生证券	证券公司债	2014 年 10 月 17 日	2016 年 10 月 17 日	4.20	7.00	每年付息一次
15 民生 01	民生证券	证券公司债	2015 年 3 月 20 日	2016 年 3 月 20 日	10.00	6.20	一次还本付息
15 民生 02	民生证券	证券公司债	2015 年 4 月 16 日	2017 年 4 月 16 日	6.00	6.80	每年付息一次
15 民生 03	民生证券	证券公司债	2015 年 6 月 17 日	2017 年 6 月 17 日	15.00	6.10	每年付息一次
OCEANWIDE N1909	国际控股	境外企业债	2014 年 9 月 8 日	2019 年 9 月 8 日	3.2 亿美元	11.75	每年 3 月 8 日和 9 月 8 日付息两次
OCNWDE15 N2008	泛海控股 国际 2015 有限公司	境外企业债	2015 年 8 月 11 日	2020 年 8 月 11 日	4.0 亿美元	9.625	每年 2 月 11 日和 8 月 11 日付息
15 海控 01	泛海控股	私募债	2015 年 9 月 24 日	2018 年 9 月 24 日	40	7.6	每年付息 1 次

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2012 年~2014 年末, 公司资产负债率分别为 68.95%、75.89%和 82.35%, 若考虑到预收账款和收入结转因素, 调整后的资产负债率<sup>24</sup>分别为 68.29%、74.93%和

<sup>23</sup> 英文名称为 Oceanwide Holdings International 2015 Co., Ltd.

<sup>24</sup> 调整后资产总额=财务报表资产总额-预收账款\*(1-当期房地产业务毛利率); 调整后负债总额=财务报

80.35%。受公司房地产业务开发规模扩大融资需求增加等因素影响，公司资产负债率逐年上升。

2012年~2014年末，公司全部债务分别为179.94亿元、259.95亿元和401.94亿元，全部债务以长期有息债务为主，占比分别81.87%、72.80%和67.40%；2014年末，公司长期有息债务为长期借款和应付债券；受短期借款、一年内到期的非流动负债增长较快影响，公司短期有息债务占比上升。2012年~2014年末，公司长期债务资本化比率分别为54.73%、59.32%和68.40%，全部债务资本化比率分别为59.62%、66.70%和76.26%。总体来看，受房地产开发支出较大等因素影响，公司债务负担逐年加重；2014年以来由于公司短期借款增加及部分长期有息债务即将到期导致一年内到期非流动负债大幅增长，公司短期债务还款压力增大。

表 12：公司债务结构情况

单位：亿元、%

项目	2012年	2013年	2014年	2015年9月
短期有息债务	32.62	70.70	131.01	98.89
长期有息债务	147.32	189.25	270.93	471.88
全部债务	179.94	259.95	401.94	570.77
长期债务资本化比率	54.73	59.32	68.40	77.78
全部债务资本化比率	59.62	66.70	76.26	80.89

资料来源：公司提供，东方金诚整理

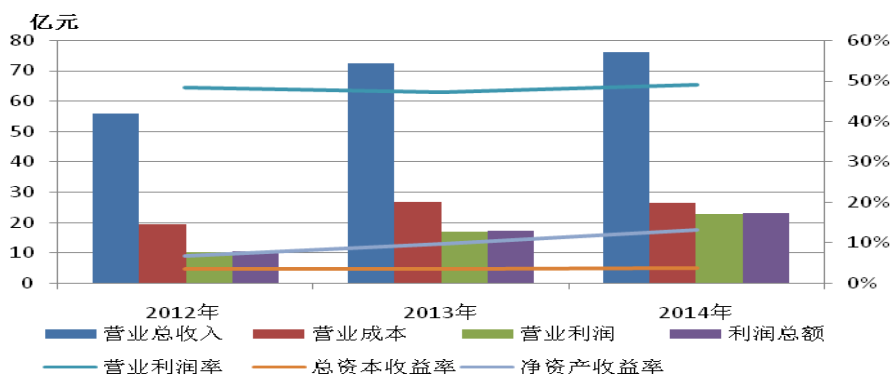
截至2015年9月末，公司资产负债率为86.19%，调整后的资产负债率为81.51%，较2014年末略有上升；公司全部债务为570.77亿元，其中长期债务占比为82.67%；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为80.89%和77.78%，债务负担有所加重。如公司2015年非公开发行股票成功，公司债务负担将得到一定缓解。

### 盈利能力

公司近年来营业总收入、利润总额持续增长，整体盈利能力较强；未来随着金融证券业务的进一步发展及所开发房地产项目销售的增加，公司盈利能力将进一步增强

2012年~2014年，公司的营业总收入分别为55.90亿元、72.41亿元和76.16亿元，逐年增长；其中非金融业务收入分别为44.43亿元、59.50亿元和60.63亿元，非金融业务中房地产开发收入分别为40.53亿元、54.70亿元和55.37亿元。同期，公司营业利润率分别为48.41%、47.18%和49.15%，较为稳定。

图 21：2012 年~2014 年公司收入和盈利情况



资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

2012 年~2014 年，公司营业税金及附加分别为 9.64 亿元、11.49 亿元和 12.37 亿元，占营业总收入比例分别为 17.25%、15.87%和 16.24%。公司营业税金及附加主要为土地增值税和营业税，2014 年分别为 8.04 亿元和 3.73 亿元；公司主要房地产项目土地取得时间较早成本较低，目前土地增值幅度较大因而在销售时需缴纳土地增值税金额较高。

2012 年~2014 年，受财务费用变化影响，公司期间费用规模及占营业收入比例均有所波动。2012 年及 2014 年公司财务费用较高主要由于长期借款增加且部分项目融资利息未资本化所致。

表 13：2012 年~2014 年公司期间费用情况

单位：亿元、%

项目	2012 年	2013 年	2014 年
销售费用	1.38	2.00	2.51
管理费用	12.68	14.13	13.14
财务费用	2.90	1.04	3.45
期间费用合计	16.96	17.17	19.10
期间费用占营业收入比例	30.34	23.71	25.08

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2012 年~2014 年，公司利润总额分别为 10.43 亿元、17.17 亿元和 22.99 亿元，净利润分别为 8.31 亿元、12.81 亿元和 16.64 亿元，其中非金融业务利润总额分别为 9.67 亿元、15.67 亿元和 17.49 亿元，非金融业务净利润分别为 7.78 亿元、11.79 亿元和 12.58 亿元。2012 年~2014 年，公司总资本收益率分别为 3.63%、3.49%和 3.79%，净资产收益率分别为 6.82%、9.87%和 13.30%，资产盈利能力总体呈上升趋势。

2015 年 1~9 月，公司营业总收入 67.06 亿元，营业利润率为 59.44%，公司利润总额 19.59 亿元，净利润 14.34 亿元。

## 现金流

近年来公司非金融业务经营性现金流持续净流出，受房地产业务和对外收购

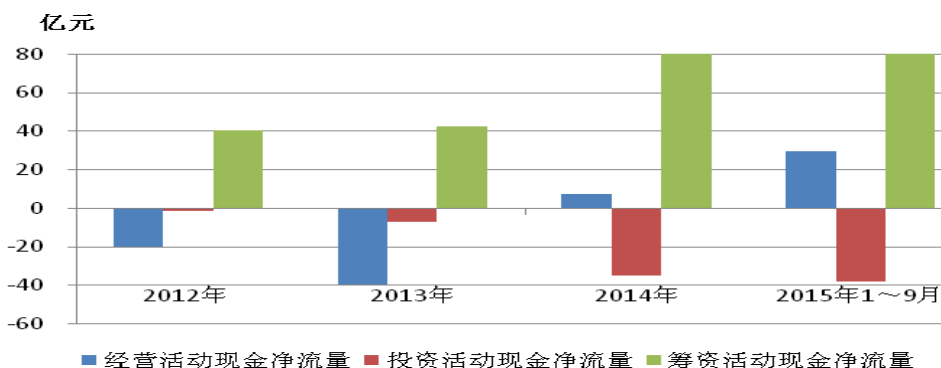


### 资金需求较大影响, 外部融资规模较大

2012年~2014年, 公司经营活动现金流入逐年增多, 分别为62.84亿元、83.13亿元和143.94亿元, 其中非金融业务经营活动现金流入分别为50.51亿元、60.63亿元和75.64亿元, 金融业务经营活动现金流入分别为12.33亿元、22.50亿元和68.30亿元, 公司经营活动现金流入主要为房地产开发现金流入及代理买卖证券收到的现金等。

经营活动现金流出分别为82.67亿元、122.81亿元和136.66亿元, 其中非金融业务经营活动现金流出分别为67.21亿元、88.89亿元和104.33亿元, 金融业务经营活动现金流出分别为15.46亿元、33.92亿元和32.33亿元, 公司经营活动现金流出主要是房地产开发成本支出等。2012年~2014年, 公司收到的其他与经营相关的现金分别为4.67亿元、8.67亿元和9.01亿元, 主要为非金融业务保证金、押金及与往来款等; 公司支付的其他与经营活动有关的现金分别为18.72亿元、12.09亿元和10.47亿元, 主要为金融业务付现费用及非金融业务保证金、往来款等。2012年~2014年, 公司经营性净现金流分别为-19.84亿元、-39.68亿元和7.28亿元, 受金融业务现金流入较大影响, 2014年经营性净现金流为净流入。公司房地产开发项目前期投资较大, 项目开发周期较长, 随着房地产开发投入逐年增多, 经营性现金流流出也逐年增多, 2014年受金融证券业务现金流入较大影响, 公司经营活动现金流入大幅增加, 若剔除金融证券业务影响, 近三年公司非金融业务经营活动现金流状况欠佳。

图 22: 2012 年~2014 年及 2015 年 1~9 月公司现金流情况



资料来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

投资活动现金流方面, 2012年~2014年, 公司投资性现金流入分别为37.77万元、90.45万元和8.01亿元, 2014年投资性现金流入主要为出售部分子公司股权所致; 同期, 投资性现金流出分别为1.64亿元、7.37亿元和42.88亿元, 2014年主要受收购民生证券、认购中民投股权及增资民生信托等影响, 公司投资性现金流出金额较大。2012年~2014年, 公司投资性净现金流分别为-1.64亿元、-7.36亿元和-34.88亿元。

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入分别为95.79亿元、147.27亿元和301.22亿元, 主要为取得借款所收到的现金; 筹资活动产生的现金流出分别为55.55亿元、104.74亿元和218.02亿元, 2014年公司筹资性现金流出主要为偿还债务所支付的现金149.00亿元、分配利润和偿付利息

34.49 亿元及支付其他与筹资活动有关的现金 34.53 亿元等。2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 40.25 亿元、42.53 亿元和 83.20 亿元，受房地产业务资金需求影响，公司筹资活动现金流量净额逐年增加。

2015 年 1~9 月，公司经营性净现金流为 29.75 亿元，投性活动净现金流为 -38.17 亿元，筹资活动净现金流为 145.86 元。

### 偿债能力

公司债务以长期债务为主，因房地产在建项目销售前景较好，公司土地储备充足且成本较低，其实际偿债能力很强

2012 年~2014 年，从流动比率、速动比率及经营性现金流动负债比等短期偿债能力指标来看，公司短期偿债能力一般。

2012 年~2014 年，公司 EBITDA 逐年增加，分别为 13.73 亿元、18.66 亿元和 26.94 亿元；但 EBITDA 利息倍数及全部债务/EBITDA 均处于较弱水平。尽管公司部分长期偿债能力指标表现欠佳，但考虑到公司债务以长期债务为主，其房地产在建项目销售前景较好，同时土地储备较多，土地取得成本较低，项目收益和整体盈利能力较有保障，公司实际长期偿债能力很强。

表 14：2012 年~2014 年公司偿债能力主要指标

指标名称	2012 年	2013 年	2014 年
流动比率 (%)	307.80	234.08	192.10
速动比率 (%)	114.18	95.24	73.07
经营现金流动负债比 (%)	-16.11	-18.11	2.35
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.84	0.73	0.88
全部债务/EBITDA (倍)	13.11	13.93	14.92

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

### 过往债务履约情况

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2015 年 10 月 16 日，公司存在四笔次级类信贷记录，主要为展期还款所致，发生时间在 2004~2006 年，均已于当年结清。

表 15：截至 2015 年 10 月 16 日公司信用信息报告中次级记录情况

单位：万元

序号	种类	借款金额	贷款日期	到期日期	结清日期	五级分类	备注
1	流动资金贷款	8000	2004/6/4	2005/6/4	2005/6/3	次级	-
2	流动资金贷款	8000	2005/6/3	2005/9/3	2006/9/6	次级	展期归还
3	流动资金贷款	3000	2004/9/21	2005/9/21	2006/9/6	次级	展期归还
4	其他贷款	2860	2005/8/9	2006/3/30	2006/8/3	次级	展期归还

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

截至 2015 年 9 月末，公司及子公司共发行债券 7 只，其中发行金额为 32 亿元的 5 年期“09 泛海债”已于 2014 年 11 月 13 日到期兑付；目前在存续的分别为控股子公司民生证券发行的 4.2 亿元“14 民生 02”证券公司债、10.00 亿元“15 民

生 01” 证券公司债、6.00 亿元 “15 民生 02” 证券公司债、15.00 亿元 “15 民生 03” 证券公司债、子公司国际控股发行的 3.2 亿美元境外企业债券、泛海控股国际 2015 有限公司发行的 4.0 亿美元境外企业债券及公司发行的 40.00 亿元私募债，到期日分别为 2015 年 8 月 15 日、2016 年 10 月 17 日、2016 年 3 月 20 日、2017 年 4 月 16 日、2017 年 6 月 17 日、2019 年 9 月 8 日、2020 年 8 月 11 日和 2018 年 9 月 24 日。截至 2015 年 9 月末，公司存续债券付息情况正常。

## 本次债券偿债能力

本次债券拟发行额度不超过 35 亿元（含 35 亿元），若按 35 亿元计算，为公司 2015 年 9 月末全部债务和负债总额的 6.13%和 4.16%，对公司现有资本结构影响不大。

截至 2015 年 9 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 86.19%和 80.89%。由于本次债券募集资金将全部用于偿还金融机构贷款，在不考虑其他因素情况下，本次债券发行后公司新增有息债务风险可控。本次债券发行后，公司的负债总额将上升至 876.58 亿元，资产负债率将上升至 86.67%，全部债务资本化比率上升至 81.80%，债务负担有所加重。

以公司 2014 年的财务数据为基础，如不考虑其他因素，公司 EBITDA、经营活动现金流入、经营性净现金流和筹资活动前现金流量净额对本次债券的保护倍数分别为 0.67 倍、3.60 倍、0.18 倍和 -0.69 倍，公司本次债券各项偿债能力指标一般。

表 16：本次债券偿债能力指标

偿债指标	单位：倍		
	2012 年	2013 年	2014 年
EBITDA/本次发债额度	0.39	0.53	0.77
经营活动现金流入偿债倍数	1.80	2.38	4.11
经营活动现金流量净额偿债倍数	-0.57	-1.13	0.21
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	-0.61	-1.34	-0.79

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

以公司现有债务为基础，本期债券按 35 亿元计算，存续期内公司在 2017 年到期中需偿还的长期债务为 242.40 亿元，存在一定的集中偿还压力（见下表）。

表 17：截至 2015 年 9 月末公司长期债务本金到期限结构情况

债务到期时间	单位：亿元		
	长期债务本金 到期偿还金额	本期债券本金 到期偿还金额	合计
2016 年	35.00	-	35.00
2017 年	242.40	-	242.40
2018 年	90.00	-	170.00
2019 年	39.96	-	39.96
2020 年	55.40	35.00	90.40
合计	462.75	35.00	497.75

资料来源：公司提供，东方金诚整理

在本次债券存续期内<sup>25</sup>，公司到期债务偿还的资金来源主要为房地产开发、金融证券和其他业务的现金收入，以及外部融资的净现金流入。随着公司在建项目和拟建房地产项目的开盘销售，以及金融证券业务的进一步发展，公司的盈利能力和收入获现能力将进一步增强，加之股东支持和公司较强的再融资能力，公司具有较强的到期债务偿还能力。综合来看，本次债券的违约风险很低。

## 抗风险能力

泛海控股主要从事房地产开发业务，拥有国家一级房地产开发资质，作为全国性房地产开发企业，泛海控股房地产开发业态多样，主要项目位于武汉、北京、上海等城市较为核心地段，具有较强的市场竞争力；公司土地储备充足，且土地成本较低，将支持其房地产业务的进一步发展；近年来公司营业总收入保持增长，盈利能力较强；作为一家在深圳证券交易所上市的公司，其建立了合理的法人治理机制和较健全的内部控制制度。

同时，东方金诚也关注到，公司房地产开发业务易受宏观经济景气程度和国家宏观调控政策影响；近三年公司期末存货余额较大，面临较大的去库存压力；其有息债务规模增长较快，在建和拟建房地产开发项目所需资金较大，未来债务负担将进一步加重。

## 结论

综上所述，公司偿债能力很强，本次债券不能按期还本付息的风险很低。

东方金诚评定泛海控股主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的评估，东方金诚评定本次债券的信用等级为 AA，该级别反映了本次债券具备很强的偿还保障，到期不能偿还的风险很低。

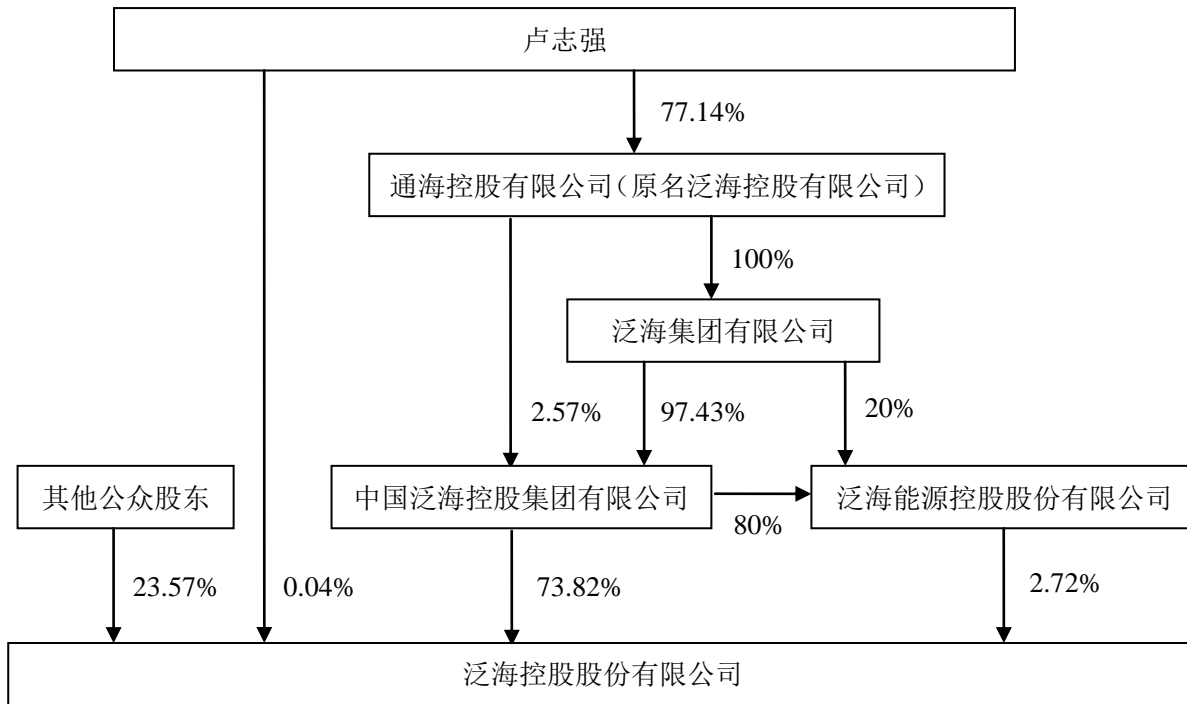
<sup>25</sup> 假设本次债券 35.00 亿元全部于 2015 年发行

## 附件一：公司发展历程

时间	事项	内容
1989年5月9日	成立	公司前身为南海石油深圳开发服务总公司物业发展公司，由深南油集团投资成立，注册资本为人民币300万元，实收资本1万元人民币
1991年6月	改组	公司改组为深圳南油物业发展股份有限公司
1994年5月3日	发行股票	公司向社会发行人民币普通股1300万股，每股面值1元，每股发行价6.3元
1994年9月12日	上市	公司股票在深圳证券交易所挂牌交易，股票简称“深南物A”，股票代码“0046”
1998年10月	股东变更	南油集团将其持有的占公司总股本52.50%的法人股全部转让给泛海能源
1999年7月	更名	公司更名为光彩建设股份有限公司，股票简称变更为“光彩建设”，股本为204887825.00元
2001年4月	配股	公司以1999年末总股本204887825股为基数向全体股东每10股配售3股，实际配售39196516股，配股后股本变更为244084341.00元
2002年4月	更名	公司更名为光彩建设集团股份有限公司，股票简称不变
2004年7月	送转股	公司以2003年末总股本244084341股为基数，向全体股东每10股送红股1股，资本公积金每10股转增1股，送转股后总股本增至292901209股，股本变更为292901209.00元
2005年7月	送转股	公司以2004年末总股本292901209股为基数，向全体股东每10股送红股1股，资本公积金每10股转增1股，送转股后总股本增至351481450股，股本变更为351481450.00元
2005年9月	股权转让	泛海能源将持有的公司99004473股转让给泛海建设控股，转让后泛海建设控股成为公司第一大股东。泛海建设控股与泛海能源合计持有光彩建设集团股份有限公司48.17%的股份
2005年12月	更名	公司更名为泛海建设集团股份有限公司，股票简称变更为“泛海建设”
2006年3月	股权分置改革	泛海建设实施股权分置改革，股权分置改革后，有限售条件的泛海建设控股和泛海能源合计持股比例由48.17%变为36.76%
2006年12月	定向增发	公司向泛海建设控股定向增发40000万股，增发完成后，公司股本总额变更为751481450.00元，泛海建设控股持股比例为61.07%
2008年1月	非公开发行	公司以非公开发行股份收购资产方式向泛海建设控股发行380366492股，发行完成后，公司总股本变更为1131847942.00元，泛海建设控股持股比例为74.15%
2008年4月	送转股	公司以总股本1131847942股为基数，向全体股东每10股送红股6股，资本公积金每10股转增4股，送转股后总股本增至2263695884股，注册资本变更为2263695884.00元
2009年	股权变更	中国泛海受让泛海建设控股持有的公司13.72%股权，截至2009年末，泛海建设控股、中国泛海和泛海能源持有公司的股权比例分别为60.43%、13.72%和6.21%
2010年1月18日	股权激励	根据公司股票期权激励计划，公司首批激励对象（部分董事、监事）获授股份已行权。本次行权股份共14960000.00股。公司总股本增加至2278655884.00股。
2010年2月11日	大股东变更	泛海建设控股将持有的公司股份过户给中国泛海，中国泛海持有公司1678579976.00股，占公司总股本的73.67%，为公司第一大股东

2011年5月21日	送转股	公司以总股本 2278655884 股为基数，向全体股东每 10 股送红股 2 股，资本公积金每 10 股转增 8 股，送转股后总股本增至 4557311768 股。
2011年9月	注册地址变更	公司在北京市工商行政管理局完成相关工商变更登记手续，并取得了北京市工商行政管理局换发的《企业法人营业执照》，公司注册地址变更为北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 C 座 22 层
2014年4月	更名	公司更名为泛海控股股份有限公司，股票简称变更为“泛海控股”，股票代码“000046”不变

附件二：截至 2015 年 9 月末泛海控股股权关系图



附件三：截至 2015 年 9 月末泛海控股前十大股东持股情况

单位：%、万股

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量
中国泛海控股集团有限公司	境内法人	73.82	336420
中国证券金融股份有限公司	境内法人	2.99	13626
黄木顺	自然人	2.87	13084
泛海能源控股股份有限公司	境内法人	2.72	12400
中央汇金投资有限公司	境内法人	1.13	5165
鹏华资产-浦发银行-鹏华资产长石投资金润 22 号资产管理计划	其他	0.68	3104
原绍彬	自然人	0.66	3000
联讯证券-光大银行-联讯证券联新 1 号集合资产管理计划	其他	0.65	2977
国元证券股份有限公司约定购回专用账户	其他	0.60	2744
深圳市川业世纪投资有限公司	境内法人	0.41	1846
<b>合计</b>	-	<b>86.53</b>	<b>394367</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理



附件四：截至 2015 年 9 月末泛海控股纳入合并报表范围的子公司情况

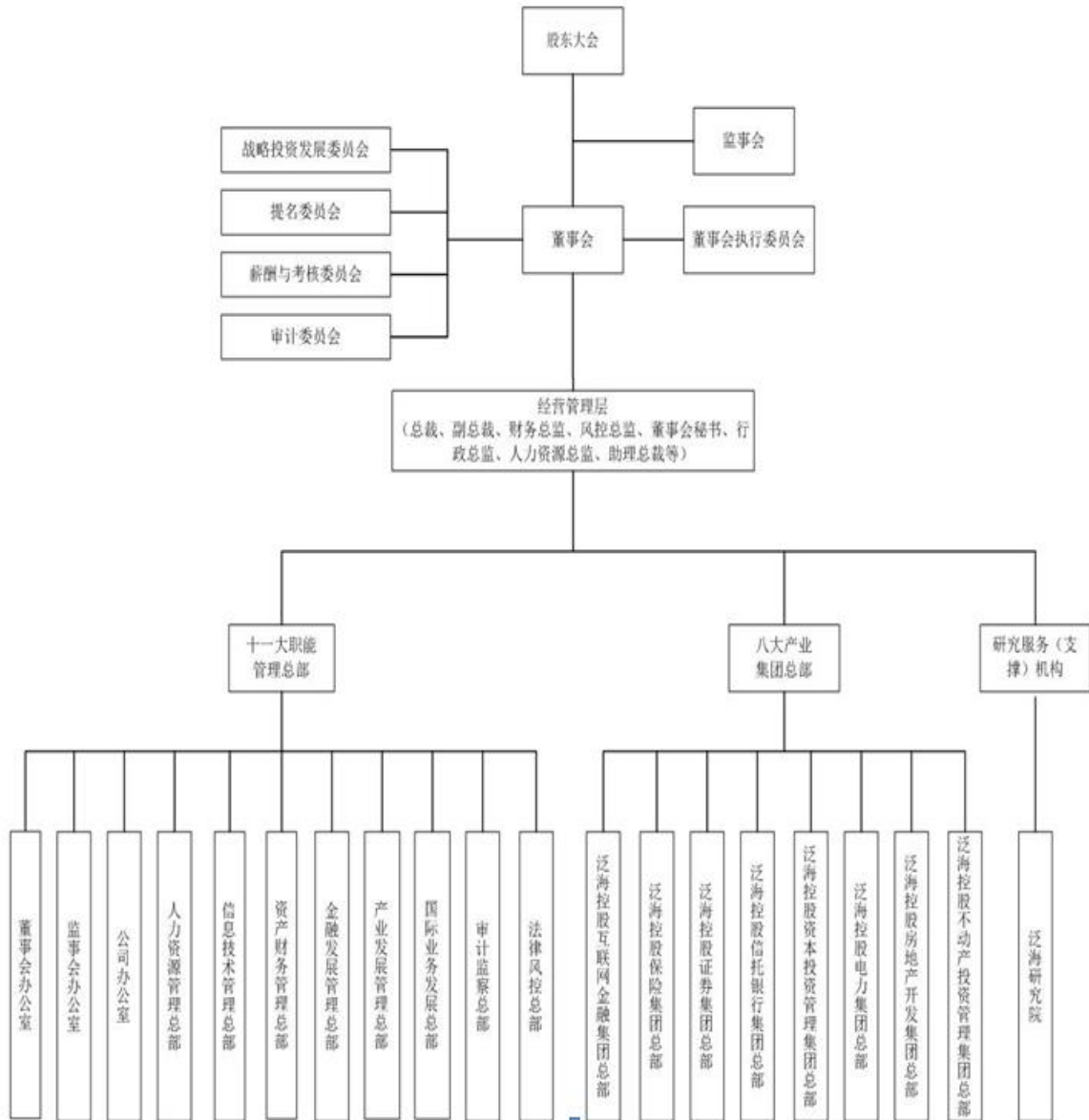
单位：%

序号	子公司名称	注册地	业务性质	持股比例	
				直接	间接
1	武汉中央商务区建设投资股份有限公司	武汉市	房地产开发	98.12	1.88
2	武汉中心大厦开发投资有限公司	武汉市	房地产开发	-	100.00
3	武汉泛海城市广场开发投资有限公司	武汉市	房地产开发	-	100.00
4	武汉泛海商业经营管理有限公司	武汉市	商业管理	-	100.00
5	武汉泛海国际影城有限公司	武汉市	广播影视服务	-	100.00
6	武汉龙盛开发投资有限公司	武汉市	房地产开发	-	100.00
7	北京泛海东风置业有限公司	北京市	房地产开发	-	100.00
8	北京星火房地产开发有限责任公司	北京市	房地产开发	-	100.00
9	通海建设有限公司	上海市	房地产开发	-	100.00
10	浙江泛海建设投资有限公司	杭州市	房地产开发	-	100.00
11	深圳市光彩置业有限公司	深圳市	房地产开发	-	100.00
12	泛海建设集团青岛有限公司	青岛市	房地产开发	-	70.00
13	沈阳泛海建设投资有限公司	抚顺市	房地产开发	-	100.00
14	大连泛海建设投资有限公司	大连市	房地产开发	-	100.00
15	大连黄金山投资有限公司	大连市	房地产开发	-	100.00
16	北京光彩置业有限公司	北京市	房地产开发		75.00
17	北京泛海信华置业有限公司	北京市	房地产开发	100.00	-
18	北京山海天物资贸易有限公司	北京市	商品销售	100.00	-
19	泛海商业地产经营管理有限公司	北京市	商业管理	90.00	10.00
20	泛海控股集团资产管理有限公司	北京市	项目投资	100.00	-
21	北京金多宝建筑工程有限公司	北京市	装修工程承揽	-	100.00
22	泛海物业管理有限公司	北京市	物业服务	90.00	10.00
23	泛海物业管理武汉有限公司	武汉市	物业服务	-	100.00
24	深圳市泛海三江电子有限公司	深圳市	电子产品生产	75.00	-
25	深圳市泛海三江科技发展有限公司	深圳市	软件开发销售	-	100.00
26	民生证券股份有限公司	北京市	证券	73.00	-
27	民生通海投资有限公司	北京市	投资	-	100.00
28	民生证券投资有限公司	北京市	投资	-	100.00
29	民生期货有限公司	北京市	期货	-	82.00
30	民生惠富达创新精选集合资产管理计划	北京市	资管计划	-	50.76
31	民生惠富达避险回报策略集合资产管理计划	北京市	资管计划	-	10.00
32	民生智信 1 号分级集合资产管理计划	北京市	资管计划		20.00
33	China Oceanwide Group Limited 中泛集团有限公司【原泛海控股（香港）有限公司】	香港	投资控股	100.00	-
34	Oceanwide Real Estate International Investment Co., Ltd.	英属维尔京群岛	房地产开发	-	100.00
35	Oceanwide Real Estate Group (USA) Corp.	美国	房地产开发	-	100.00

36	Oceanwide Plaza LLC (USA) 原 (Tohigh Construction Investment, LLC)	美国	房地产开发	-	100.00
37	Oceanwide Holdings International Investment Co., Ltd.	英属维尔京群岛	投资控股	-	100.00
38	Oceanwide Holdings USA Corp.	美国	房地产开发	-	100.00
39	Oceanwide Center LLC 原 (Tohigh Property Investment, LLC)	美国	房地产开发	-	100.00
40	Oceanwide Holdings International Development Co., Ltd	英属维尔京群岛	投资控股	-	100.00
41	Oceanwide Holdings SF Co. Ltd	美国	房地产开发	-	100.00
42	Tohigh Investment SF LLC	美国	房地产开发	-	100.00
43	Oceanwide Real Estate International Co., Ltd.	英属维尔京群岛	投资控股	-	100.00
44	Oceanwide Real Estate International Holdings Co., Ltd	英属维尔京群岛	投资控股	-	100.00
45	Oceanwide Holdings International 2015 Co., Ltd.	英属维尔京群岛	投资控股	-	100.00
46	Oceanwide Holdings International Finance Co., Ltd	英属维尔京群岛	投资控股	-	100.00
47	Oceanwide Holdings International Financial Development Co., Ltd.	英属维尔京群岛	投资控股	-	100.00
48	Oceanwide Holdings International Capital Investment Co., Ltd.	英属维尔京群岛	投资控股	-	100.00
49	Oceanwide Holdings International Capital Co., Ltd	英属维尔京群岛	投资控股	-	100.00
50	Oceanwide Holdings International Co., Ltd	英属维尔京群岛	投资控股	-	100.00
51	China Oceanwide Holdings Limited (中泛控股 0715.HK)	百慕达	投资控股	-	59.65
52	China Oceanwide Technology Investments Limited	开曼群岛	暂时未有业务	-	100.00
53	China Oceanwide International Capital Investments Management Limited	英属维尔京群岛	投资	-	100.00
54	China Oceanwide International Investment Management Limited	英属维尔京群岛	投资控股	-	100.00
55	China Oceanwide International Capital Hong Kong Limited	香港	管理咨询	-	100.00
56	China Oceanwide International Asset Management Limited	英属维尔京群岛	投资	-	100.00
57	China Oceanwide Property Holdings Limited	英属维尔京群岛	投资控股	-	100.00
58	Jeanwell Development Limited	香港	投资物业经营	-	100.00
59	Grand Hover International Development Limited	香港	投资物业经营	-	100.00
60	China Oceanwide Property International Development Limited	香港	投资控股	-	100.00
61	Choicy Development Ltd	英属维尔京群岛	暂时未有业务	-	88.00
62	上海港陆房地产开发有限公司	上海	投资物业经营	-	88.00
63	China Oceanwide International Consultants Limited	英属维尔京群岛	暂时未有业务	-	80.00
64	China Oceanwide Property Asia-Pacific Limited	英属维尔京群岛	暂时未有业务	-	80.00
65	China Oceanwide Property Sino Limited	香港	投资控股	-	100.00
66	上海浦港房地产开发有限公司	上海	投资物业经营	-	80.00

			营		
67	China Oceanwide Real Estate Development Holdings Limited	英属维尔京群岛	投资控股	-	100.00
68	China Oceanwide Real Estate Development I Limited	英属维尔京群岛	投资控股	-	100.00
69	China Oceanwide Real Estate Development II Limited	英属维尔京群岛	投资控股	-	100.00
70	China Oceanwide Real Estate Development III Limited	英属维尔京群岛	投资控股	-	100.00
71	China Oceanwide Real Estate Development IV Limited	英属维尔京群岛	投资控股		100.00
72	China Oceanwide Power Investment Holdings Limited	英属维尔京群岛	投资控股	-	100.00
73	China Oceanwide Power Investment I Limited	英属维尔京群岛	投资控股	-	100.00
74	China Oceanwide Power Investment II Limited	英属维尔京群岛	投资控股	-	100.00
75	China Oceanwide Power Investment III Limited	英属维尔京群岛	投资控股	-	100.00
76	China Oceanwide Power Investment IV Limited	英属维尔京群岛	投资控股	-	100.00
77	China Oceanwide Power Investment (Hong Kong) II Limited	香港	投资控股		100.00
78	China Oceanwide Power Investment (Hong Kong) III Limited	香港	投资控股		100.00
79	China Oceanwide Power Investment (Hong Kong) IV Limited	香港	投资控股		100.00
80	PT Banyuasin Power Energy	印尼	电力	-	85.00
81	China Oceanwide International Financial Limited	英属维尔京群岛	投资控股		100.00
82	China Oceanwide Capital Management Limited	英属维尔京群岛	投资控股		100.00

附件五：截至 2015 年 9 月末泛海控股组织结构图



附件六：截至 2015 年 9 月末公司主要在建项目情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

项目名称	地理位置	项目类型	总建筑 面积	开工 时间	计划投 资额	已投 资额	可售 面积	已售 面积	土地 成本	开盘 时间	合同销 售金额
武汉 CBD 在建项目	武汉中央商务区	综合	351.4	-	434.93	111.89	218.45	25.25	1323	-	40.61
其中：泛海城市广场二期	-	公寓、商业	21.99	2011.6	17.26	4.31	9.2	-	1246	2015	-
碧海园	-	住宅、商业	7.42	2011.1	7.1	1.76	5.11	-	1949	2015	-
财富中心	-	写字楼	9.63	2011.1	8.19	2.83	7.15	-	1748	2015	-
国际中心	-	综合	24.05	2011.1	23.83	5.64	12.66	3.66	1175	2012.1	4.76
世贸中心	-	综合	125.35	2013.5	118.58	5.05	67.88	-	1144	2016	-
武汉中心	-	综合	36.66	2009.9	55.15	17.26	14.32	-	1469	2016	-
宗地 17	-	写字楼	40.46	2014.6	27.81	0.88	39.9	4.05	1238	2014.8	5.54
松海园	-	住宅、商业	13.45	2011.1	9.77	4.80	9.35	9.29	1123	2014.9	14.95
桂海园	-	住宅、商业	29.2	2013.1	25.3	4.51	22.51	8.25	1266	2015.5	15.36
芸海园	-	住宅、商业	40.01	2013.12	40.09	0.21	30.37	-	1862	2017 年	-
宗地 23-1	-	商业	3.18	2011.1	2.04	0.62	-	-	1293	不销售	-
基础设施建设	-	-	-	2007	99.81	64.03	-	-	-	-	-
北京泛海国际居住区二期 (在建部分)	北京东四环东侧	住宅、商业	35.35	2010.1	168.64	101.57	29.66	5.14	19927	2014.10	43.42
东风家园五区(4#-2)项目	北京东四环东侧	住宅	13.28	2013.9	40.73	30.00	-	-	6707	保障房	-
上海泛海国际公寓	上海董家渡区域	公寓、商业	22.89	2011.1	91.41	51.22	10.05	-	15124	2015	-
杭州泛海酒店	杭州钱江新城公园路钱塘江 边	综合	10.36	2012.9	21.21	8.02	-	-	1262	不销售	-
沈阳泛海国际居住区	沈抚新城东北部	住宅、商业	13.73	2013.4	7.83	4.38	7.31	0.04	1030	2015.8	0.03

洛杉矶泛海广场项目	美 国 洛 杉 矶	公寓、商业、酒 店	24	2014.11	58.52 <sup>26</sup>	16.28	7.9	-	1441 美元/ 平方米	2016	-
<b>合计（平均）</b>	-	-	<b>471.01</b>	-	<b>823.27</b>	<b>323.35</b>	<b>273.37</b>	<b>30.43</b>	<b>3697</b>	-	<b>84.06</b>

<sup>26</sup>洛杉矶泛海广场项目计划投资额 9.20 亿美元，按 2015 年 9 月 30 日人民币汇率中间价 6.3613 换算为 58.52 亿人民币。

附件七：合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2012 年末	2013 年末	2014 年末	2015 年 9 月末 (未经审计)
流动资产：				
货币资金	800026.29	813671.33	1147367.68	2514353.39
交易性金融资产	176606.52	207973.19	161882.46	349590.12
应收票据	152.00	113.57	399.13	139.09
应收账款	39351.58	105191.23	155148.14	148783.48
预付款项	196416.90	229928.79	126131.64	72079.11
应收利息	4073.71	6793.72	8927.25	14282.99
应收股利	2.98	-	80.33	-
其它应收款	40337.88	28841.00	29553.71	109678.07
买入返售金融资产	3400.08	421812.51	24187.49	72276.88
存货	2383758.10	3042706.65	3687932.46	4492229.80
其他流动资产	17261.36	17822.71	18975.27	75879.39
结算备付金	95959.82	95403.00	246984.47	228480.70
融出资金	13006.75	141749.97	323662.56	304822.36
存出保证金	19063.08	17951.86	20498.44	31359.24
衍生金融资产	-	-	-	0.44
流动资产合计	3789417.04	5129959.55	5951731.04	8413955.03
非流动资产：				
可供出售金融资产	7828.78	19871.77	231185.29	354558.68
持有至到期投资	11000.00	17500.00	18000.00	13200.00
长期股权投资	-	-	103782.70	111896.61
投资性房地产	8996.51	66245.05	493451.59	494436.88
固定资产	37029.85	36510.44	55629.71	56870.92
在建工程	682.62	474.25	582.39	709.56
无形资产	3088.74	3196.64	3360.62	3149.70
开发支出	-	-	-	-
商誉	8154.44	8154.44	73555.70	76200.69
长期待摊费用	2654.03	1596.45	1083.61	696.49
递延所得税资产	43990.29	77150.46	88408.58	104727.09
其他非流动资产	12000.00	23582.68	68139.64	133482.32
非流动资产合计	135425.27	254282.18	1137179.82	1349928.93
资产总计	3924842.31	5384241.73	7088910.86	9763883.97

附件七：合并资产负债表（续表）

单位：万元

项目名称	2012 年末	2013 年末	2014 年末	2015 年 9 月末 (未经审计)
流动负债：				
短期借款	104104.00	170798.00	431602.09	202711.28
拆入资金	-	20000.00	31600.00	10000.00
交易性金融负债	29711.86	7618.59	4229.64	10206.44
应付短期融资款	-	-	-	37162.19
应付账款	110031.25	184913.00	251801.25	212045.69
预收款项	35451.06	76190.38	210370.44	657705.56
卖回回购金融资产款	44700.00	544514.02	132874.43	90870.00
应付职工薪酬	20495.70	21648.36	29146.24	41424.53
应交税费	110525.39	113322.33	152894.72	106403.43
应付利息	20857.19	10542.00	21240.45	38416.87
应付股利	193.70	46.78	40.99	40.99
其他应付款	116017.37	148462.42	136871.60	150128.96
代理买卖证券款	382104.80	312834.86	747900.89	1236471.27
信用交易代理买卖证券款	2101.91	10078.82	37690.99	103615.81
一年内到期的非流动负债	222050.00	536224.45	878518.00	749045.50
其他流动负债	32766.92	34320.37	31466.12	20456.96
流动负债合计	1231111.17	2191514.39	3098255.76	3666705.49
非流动负债：				
长期借款	1154361.00	1892459.90	2435997.00	3516024.66
应付债券	318856.70	0.00	273268.93	1202730.61
递延所得税负债	1508.39	2221.42	29794.09	30013.97
其他非流动负债	0.00	0.00	90.00	
非流动负债合计	1474926.09	1894818.12	2739150.02	4749078.69
负债合计	2706037.26	4086332.51	5837405.78	8415784.18
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本(或股本)	455731.18	455731.18	455731.18	455731.18
资本公积	490099.19	490036.55	163438.11	197403.44
其他综合收益	1.21	221.43	-453.16	2154.02
盈余公积	39153.22	48179.33	53368.35	53368.35
一般风险准备	8012.76	8394.73	22928.43	22928.43
未分配利润	86003.36	156211.23	232384.74	282245.30
外币报表折算差额	-	-	-	-
归属母公司所有者权益合计	1087013.67	1167169.18	927397.65	1013830.72
少数股东权益	131791.39	130740.04	324107.43	334269.07
股东权益合计	1218805.06	1297909.22	1251505.07	1348099.79
负债与股东权益合计	3924842.31	5384241.73	7088910.86	9763883.97



附件八：合并利润表

单位：万元

项目名称	2012年	2013年	2014年	2015年1~9月 (未经审计)
一、营业总收入	559011.20	724118.96	761585.25	670594.61
其中：营业收入	559011.20	724118.96	761585.25	670594.61
其中：△利息收入	12027.83	11532.73	22485.58	28614.03
△手续费及佣金收入	87916.67	105914.00	107066.33	166152.20
减：营业成本	191976.05	267600.48	263548.68	171814.53
△利息支出	-	-	-	-
△手续费及佣金支出	-	-	-	-
营业税金及附加	96423.94	114886.72	123684.94	100204.30
销售费用	13803.40	19952.03	25147.52	23972.26
管理费用	126779.57	141300.15	131390.37	138421.87
财务费用	29015.89	10407.16	34450.27	68985.93
资产减值损失	-48.69	3583.96	4576.12	78.82
加：公允价值变动收益	1667.53	2767.20	48355.98	-
投资收益	-161.76	0.00	943.10	28083.60
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-	-	-1209.58	7664.91
汇兑收益	-	-	-	-
二、营业利润	102566.81	169155.66	228086.44	195200.49
加：营业外收入	1937.95	3078.11	1996.23	830.43
减：营业外支出	228.74	506.57	196.54	136.11
其中：非流动资产处置损失	57.17	124.54	111.14	35.73
三、利润总额	104276.02	171727.21	229886.12	195894.80
减：所得税	21159.71	43603.57	63459.23	52516.43
加：未确认的投资损失	-	-	-	-
四、净利润	83116.31	128123.64	166426.89	143378.37
归属于母公司所有者的净利润	81978.24	125571.05	155868.89	118220.24
少数股东损益	1138.07	2552.59	10558.00	25158.13

附件九：合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2012年	2013年	2014年	2015年1~9月 (未经审计)
<b>一、经营活动产生的现金流量</b>				
销售商品、提供劳务收到的现金	451310.05	568725.63	674551.15	896756.40
处置交易性金融资产净增加额	-39891.22	-51125.74	68059.10	-183610.95
回购业务资金净增加额	38462.32	76192.87	-17862.34	-89324.15
向其他金融机构拆入资金净增加额	-	18842.85	9875.11	-21653.45
代理买卖证券收到的现金净额	17372.92	-	460519.28	545052.44
收取利息、手续费及佣金的现金	114013.26	131398.12	153548.83	174566.09
收到税费返还	386.40	561.69	600.80	483.54
收到的其他与经营活动有关的现金	46696.30	86727.38	90066.92	227067.98
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>628350.03</b>	<b>831322.81</b>	<b>1439358.85</b>	<b>1549337.90</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	378628.92	738220.81	773286.62	611638.21
支付利息、手续费及佣金的现金	15420.39	9576.28	16034.23	29497.50
支付给职工以及为职工支付的现金	102122.90	108002.84	111832.21	95626.85
支付的各项税费	130318.37	192888.52	178791.96	229117.52
支付的其他与经营活动有关的现金	187219.80	120874.99	104722.86	331801.87
融出资金净增加额	13006.75	-	181912.59	-45796.56
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>826717.14</b>	<b>1228121.52</b>	<b>1366580.48</b>	<b>1251885.39</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-198367.11</b>	<b>-396798.72</b>	<b>72778.37</b>	<b>297452.51</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量</b>				
收回投资所收到的现金	-	-	75083.43	63165.93
取得投资收益所收到的现金	-	-	816.98	5574.77
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	19.54	90.45	52.83	0.95
处置子公司及其他营业单位所收到的现金净额	18.23	-	4098.08	-
收到的其他与投资活动有关的现金	-	-	-	25355.92
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>37.77</b>	<b>90.45</b>	<b>80051.32</b>	<b>94097.57</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	4471.33	33122.43	8045.04	50558.97
投资所支付的现金	11955.09	40610.19	322542.60	425127.47
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	-	-	81761.21	-
支付的其他与投资有关的现金	-	-	16468.57	103.20
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>16426.42</b>	<b>73732.63</b>	<b>428817.41</b>	<b>475789.64</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-16388.65</b>	<b>-73642.17</b>	<b>-348766.09</b>	<b>-381692.07</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流</b>				
吸收投资所收到的现金	-	0.30	-	128564.21
取得借款所收到的现金	957937.00	1425791.90	2637019.49	2076387.78
发行债券收到的现金	-	-	272644.68	960698.59
收到的其他与筹资活动有关的现金	-	46860.00	102521.13	120061.37
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>957937.00</b>	<b>1472652.21</b>	<b>3012185.30</b>	<b>3285711.95</b>
偿还债务所支付的现金	329028.00	626266.00	1490004.40	1335751.42

分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	172468.07	311554.58	344865.24	401724.57
支付其他与筹资活动有关的现金	53975.38	109579.33	345309.32	89597.21
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>555471.45</b>	<b>1047399.91</b>	<b>2180178.96</b>	<b>1827073.20</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>402465.55</b>	<b>425252.30</b>	<b>832006.34</b>	<b>1458638.76</b>
<b>四、汇率变动对现金的影响额</b>	<b>-2.15</b>	<b>-262.51</b>	<b>-3648.42</b>	<b>10168.64</b>
<b>五、现金和现金等价物净增加额</b>	<b>187707.65</b>	<b>-45451.10</b>	<b>552370.20</b>	<b>1384567.83</b>

附件十：合并现金流量表附表

单位：万元

将净利润调节为经营活动现金流量	2012年	2013年	2014年
1、净利润	83116.31	128123.64	166426.89
资产减值准备	-48.69	3583.96	4576.12
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4217.82	4145.71	3962.56
无形资产摊销	724.99	869.90	980.46
长期待摊费用摊销	1762.15	1776.78	1089.45
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	52.05	88.68	63.71
固定资产报废损失	0.77	0.11	22.07
公允价值变动损失（减：收益）	-9746.25	4124.82	-53152.80
财务费用	29372.08	11411.03	36814.20
投资损失	161.76	-19566.54	-1048.80
递延所得税资产减少	-36975.59	-36208.77	-11258.12
递延所得税负债增加	981.50	559.86	27037.71
存货的减少	-305315.29	-411990.34	-685706.89
经营性应收项目的减少	1302.72	-524664.33	262628.55
经营性应付项目的增加	74545.99	498387.62	266728.59
其他	-42519.43	-57440.85	53614.67
经营活动产生的现金流量净额	-198367.11	-396798.72	72778.37
<b>2、不涉及现金收支的投资和筹资活动</b>			
债务转入资本	-	-	-
一年内到期的可转换公司债券	-	-	-
融资租入固定资产	-	-	-
<b>合计</b>	-	-	-
<b>3、现金与现金等价物净增加情况</b>			
现金的期末余额	847656.57	802205.47	1354575.67
减：现金的期初余额	659948.92	847656.57	802205.47
加：现金等价物的期末余额	-	-	-
减：现金等价物的期初余额	-	-	-
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>187707.65</b>	<b>-45451.10</b>	<b>552370.20</b>

附件十一：主要财务指标

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
<b>盈利能力</b>				
营业利润率(%)	48.41	47.18	49.15	59.44
总资本收益率(%)	3.63	3.49	3.79	-
净资产收益率(%)	6.82	9.87	13.30	-
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	68.95	75.89	82.35	86.19
长期债务资本化比率(%)	54.73	59.32	68.40	77.78
全部债务资本化比率(%)	59.62	66.70	76.26	80.89
流动比率(%)	307.80	234.08	192.10	229.47
速动比率(%)	114.18	95.24	73.07	106.96
经营现金流动负债比(%)	-16.11	-18.11	2.35	-
EBITDA 利息倍数(倍)	0.84	0.73	0.88	-
全部债务/EBITDA(倍)	13.11	13.93	14.92	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.12	-0.18	-0.07	-
筹资前现金流量净额利息保护倍数(倍)	-8.16	-58.47	-8.24	-
<b>经营效率</b>				
销售债权周转次数(次)	-	10.00	5.84	-
存货周转次数(次)	-	0.10	0.08	-
总资产周转次数(次)	-	0.16	0.12	-
现金收入比(%)	80.73	78.54	88.57	-
<b>增长指标</b>				
资产总额年平均增长率(%)	-	37.18	34.39	-
营业收入年平均增长率(%)	-	29.54	16.72	-
利润总额年平均增长率(%)	-	64.69	48.48	-
<b>本次债券偿债能力</b>				
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.39	0.53	0.77	-
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	1.80	2.38	4.11	-
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.57	-1.13	0.21	-
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.61	-1.34	-0.79	-

附件十二：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
<b>盈利指标</b>	
毛利率	$(\text{营业收入}-\text{营业成本})/\text{营业收入}\times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入}-\text{营业成本}-\text{营业税金及附加})/\text{营业收入}\times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润}+\text{利息费用})/(\text{所有者权益}+\text{长期有息债务}+\text{短期有息债务})\times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润}/\text{所有者权益}\times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额}/\text{利润总额}\times 100\%$
<b>偿债能力指标</b>	
资产负债率	$\text{负债总额}/\text{资产总计}\times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务}/(\text{长期有息债务}+\text{短期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务}/(\text{长期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额}/\text{所有者权益}\times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA}/\text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务}/\text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{全部债务}$
期内长期债务偿还能力	$\text{期内}(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{期内应偿还的长期有息债务本金}$
流动比率	$\text{流动资产合计}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计}-\text{存货})/\text{流动负债合计}\times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/(\text{当年利息支出}+\text{当年应偿还的全部债务本金})$
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	$\text{营业收入}/(\text{平均应收账款净额}+\text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本}/\text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入}/\text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金}/\text{营业收入}\times 100\%$
<b>增长指标</b>	
资产总额年平均增长率	
净资产年平均增长率	(1) 2 年数据: $\text{增长率}=(\text{本期}-\text{上期})/\text{上期}\times 100\%$
营业收入年平均增长率	(2) n 年数据: $\text{增长率}=\left[\frac{\text{本期}}{\text{前 n 年}}\right]^{1/(n-1)}-1 \times 100\%$
利润总额年平均增长率	
<b>本次债券偿债能力</b>	
EBITDA/本次发债额度	$\text{EBITDA}/\text{本次发债额度}$
经营活动现金流入量偿债倍数	$\text{经营活动产生的现金流入量}/\text{本次债券到期偿还额}$
经营活动现金流量净额偿债倍数	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{本次债券到期偿还额}$
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{本次债券到期偿还额}$

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

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

### 附件十三：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

## 关于泛海控股股份有限公司2015年面向合格投资者 公开发行公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的评级业务管理制度，东方金诚将在“关于泛海控股股份有限公司2015年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”的存续期内密切关注泛海控股股份有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在泛海控股股份有限公司公布年报后的两个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后10个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向泛海控股股份有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，泛海控股股份有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如泛海控股股份有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，先后在交易所网站、东方金诚网站(<http://www.dfratings.com>)和监管部门指定的其他媒体上予以公告，并根据监管要求向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司

2015年11月24日

