

以小博大的控股版图

# 中信国安集团“身世”之谜

本报记者 余燕明 卢志坤 北京报道

2018年底,北京中关村银行股份有限公司(下称“中关村银行”)向北京市第四中级人民法院申请了诉前财产保全,请求冻结中信国安集团有限公司(下称“中信国安集团”)银行存款逾3亿元,或者查封、扣押等值的其他财产,中关村银行为此项诉前财产保全申请提供了担保。

日前,中信国安集团一位人士

告诉《中国经营报》记者,与中关村银行的贷款并无逾期或违约事项发生,也不涉及双方在具体借贷条款上的认定差异。“此前中信国安集团与中关村银行在沟通过程中态度都不好,以至于把事情闹大了。主要是双方沟通和态度问题。”

这位人士也进一步透露,中信国安集团与中关村银行双方已经完成了和解,近期会向法院申请撤销上述裁定。但他没有具体透露双方

沟通的内容,以及具体的借款合同、资金用途。

但中信国安集团仍然受到广泛关注。这家背靠央企中信集团的控股企业在2014年前后进行改制重组之后,其辗转引入的外部股东与中信国安集团之间存在交叉持股的关联关系,以及当时5家外部股东以较低对价获取中信国安集团绝对多数股权,诸多线索所引发的市场疑虑,从未间断。

## 混改引入的外部股东

引入的5家外部股东,其中2家通过股权质押从中信国安集团融资,另外3家与中信国安集团存在交叉持股。

2012年中信集团决定对中信国安集团实行改制重组,引进外部投资者进行增资扩股。2014年,中信国安集团正式完成了改制重组,新引入的5家民营股东以现金的方式对中信国安集团增资80亿元,中信集团持股比例由100%降至不足21%。

中信国安集团最初引入的5家民营股东分别包括华泰汽车集团有限公司、广东中鼎集团有限公司、河南森源集团有限公司、北京乾融投资(集团)有限公司、天津市万顺置业有限公司。

但不久之后,2014年~2015年间,上述前4家民营股东开始陆续退出,转让了当初取得的中信国安集团全部股权,对应股权受让方则为黑龙江鼎尚装饰工程有限公司(下称“鼎尚装修”)、北京合盛源投资管理有限公司(下称“北京合盛源”)、瑞煜(上海)股权投资基金合伙企业(有限合伙)(下称“瑞煜基金”)、共和控股有限公司(下称“共和控股”)。

目前,鼎尚装修、北京合盛源、瑞煜基金与共和控股这4家外部股东合计持有中信国安集团逾69%的股权。中信国安集团的第一大股东仍为中信集团,但其对外确认,中信国安集团既无控股股东,也不存在

实际控制人。

据记者逐一查询中信国安集团辗转引入的5家外部股东的背景,鼎尚装修与北京合盛源均向中信国安集团附属公司出清了所持中信国安集团股权以换取融资;而北京合盛源、瑞煜基金与中信国安集团之间则存在交叉持股的关联关系。

工商登记信息显示,鼎尚装修持有中信国安集团接近20%的股权,该公司实际控制人是一名自然人股东,其名下只有鼎尚装修一家企业。鼎尚装修如今已经更名为黑龙江鼎尚投资管理有限公司,经营范围也从建筑装饰装修工程变更为投资等业务。鼎尚装修在2014年受让中信国安集团股权后,2016年底,其将所持中信国安集团约一半股权(占中信国安集团10%股权比例)质押予巨合(上海)股权投资基金合伙企业(有限合伙)(下称“巨合基金”)获取融资。

巨合基金是中信国安集团绝对控股的一家基金公司,且主要由其出资,这意味着鼎尚装修从中信国安集团或巨合基金管理的资金获取了融资。北京合盛源也向巨合基金质押了所持中信国安集团全部股权,该公司持股比例约为18%。北京合盛源穿透后的出资方包括自然

人股东马晓、毛德一,以及中信国安(北京)基金管理有限公司(下称“中信国安基金”)管理的一只基金,基金主要出资方为大业信托。

自然人股东毛德一是核心人物。根据工商资料显示,毛德一是中信国安集团的董事之一,同时也是中信国安基金的董事兼总经理。由于中信国安集团参股了中信国安基金,而北京合盛源穿透后的出资方包括中信国安基金,这意味着中信国安集团与北京合盛源之间存在交叉持股情形,构成关联关系。

瑞煜基金持有中信国安集团约16%的股权。瑞煜基金的出资方是由中非信银(上海)股权投资管理有限公司(下称“中非信银基金”)担任执行事务合伙人的一只基金,资金来自平安信托。中非信银基金是中信国安集团参股投资的一家基金公司,这同样意味着中信国安集团与瑞煜基金存在交叉持股的痕迹,并产生关联。

不过,记者无从获知北京合盛源、瑞煜基金的主要出资方大业信托、平安信托的资金性质,属于实际股权投资或债权投资,以及中信国安集团参股基金在其中是否仅作为通道方。上述中信国安集团人士没有向记者作进一步说明。

## 以小博大

中信国安集团的少数股东权益偏高,主要由于其对纳入公司合并范围内的子公司持有较少的股权比例。

2014年前后中信国安集团进行的改制重组,5家民营股东以80亿元现金出资,取得了该公司逾79%的股权,而2012年底中信国安集团经审计的合并股东权益超过了155亿元,这5家民营股东以较低成本获取绝对多数股权的改制重组,让中信国安集团颇受质疑。

2014年,中信国安集团最终完成增资扩股时,其对外作过详细解释。公司称截至当时评估基准日2012年底(中信国安集团改制重组始于2012年),中信国安集团合并总资产为826亿元,合并总负债671亿元,合并股东权益155亿元。其中,归属于唯一股东中信集团的权益为10.6亿元,其余主要归属于合并报表单位其他股东的权益。

另外经过审计机构及评估机构出具的相关报告,还有国家有关主管部门备案,2012年底中信国安集团母公司股东权益评估值为21.2亿元,与中信国安集团母公司股东权益账面值比较,增值约1倍,并以此评估值作为增资扩股的定价基础。

一位审计专业人士向记者分析,当时中信国安集团归属母公司股东权益评估值为21.2亿元,5家民营股东以80亿元现金增资扩股,扣除少数股东权益,中信国安集团的净资产增加至101.2亿元,增资扩股完成后,归属中信集团21.2亿元的股东权益评估值对应持有中信国安集团约21%股



在改制后,中信国安集团的国有股份降至不足21%。图为中信国安集团旗下公司开发的地产项目展台。 本报资料室/图

权,这一股权比例合理。

他进一步解释,根据2012年底的财务数据,增资扩股之前,中信国安集团合并股东权益为155亿元,但归属唯一股东中信集团的股东权益仅为10.6亿元,少数股东权益比重超过了93%,虽然中信集团对中信国安集团母公司持股100%,但所占公司合并股东权益不到10%。

“虽然合并股东权益较高,但由于中信国安集团对并表子公司所持股权比例偏低,导致合并报表的少数股东权益过高,降低了母公司股东可以享有的权益。”这位审计专业人士表示。记者查询了中信国安集团最近三年及一期的资产负债情况。到2018年一季度末,中信国安集团合并股东权益超过444亿元,其中归属于母公司股东权益为139亿元,对应比重分别为31%。2015年~2017年这一比例分别为45%、39%、34%,逐年降低。相当于中信国安集团过去3年多时间,合并股东权益里,公司归属于母公司股东权益比重在降低,少数股东权益比重在增加。

与之对应的是归属于母公司股东的净利润,其比重同样在降低。2018年一季度,中信国安集团实现了约1亿元净利润,其中归属于母公司股东的净利润逾7042万元,所占比重为67%,

2015年~2017年这一比例约为63%、39%、27%。

中信国安集团的少数股东权益偏高,主要由于其对纳入公司合并范围内的子公司持有较少的股权比例。换言之,中信国安集团以更少的股权比例和投资成本,“以小博大”地构建了规模庞大的控股版图。

到目前为止,中信国安集团纳入合并范围内的重要子公司包括白银有色集团股份有限公司(601212.SH,下称“白银有色”)、中信国安葡萄酒业股份有限公司(600084.SH,下称“中葡股份”)、中信国安信息产业股份有限公司(000839.SZ,下称“中信国安”)、白银有色产业集团有限责任公司、中信国安化工有限公司等。

其中,中信国安集团对白银股份的直接持股比例仅为32%,白银有色2018年一季末的股东权益超过了100亿元;中信国安集团对中葡股份的合计持股比例为44%左右,中葡股份截至2018年一季末的股东权益逾23亿元;中信国安集团对中信国安的间接持股比例约36%,2018年一季末中信国安的股东权益逾75亿元。

针对公司少数股东权益偏高及“以小博大”的投资控股方式,中信国安集团没有向记者作出回复,也没有评价这种状况可能产生的影响。

## 摒弃传统地产开发模式

# 泛海控股出售京沪项目聚焦武汉CBD

本报记者 卢志坤 北京报道

1月21日,泛海控股(000046.SZ)公告披露,将把北京、上海存量地产项目出售给融创地产。根据公开信息披露,此次交易泛海控股将从融创地产获得148.87亿元(其中现金125.53亿元)的交易对价;融创地产在获得土地的同时,也将承接

## “顺势而为”转型轻资产运营

2018年是市场流动性颇为紧张的一年,从年初开始,频发的企业信用违约,让市场的神经几乎紧绷了一整年。民营企业、中小房企,高比例股权质押,在市场上几乎成为高风险的代名词。

在“去杠杆”的大潮之下,包括海航、万达等多家曾经一度高歌猛进的企业停住了前进的脚步。对于一向稳健的泛海而言,市场也一度有了资金链紧绷的传言。在融资收紧的大环境下,经历过多轮周期考验和市场风浪的泛海尽管受到波及,但全部按期偿还了所有到期债务,挺了过来。泛海控股从2017年就开始着手去杠杆、防风险。公司在2017年中报中表示,下一阶段公司将把进一步降低资产负债率、优化资产负债结构作为工作重点,并充分发挥自身资产质量优良、所涉行业多元等优势,积极尝试创新融资方式,为公司寻求丰富、稳定的资金渠道,同时借机探索新的资产经营方式,更好地分散经营风险、提高收益。

泛海控股去杠杆、防风险的努力在2018年发挥了效果。Wind数据显示,截至2018年前三季度,泛海控股剔除预收账款后的资产负债率下降超过2个百分点。与此同时,据不完全统计,

标的公司的存量债务。由此笔交易带来的资产变化,将使泛海控股的资产负债率大幅降低至行业平均水平以下。

业内认为,这笔数百亿体量的交易,显示了泛海控股地产板块甩掉“沉睡资产”,轻装上阵的谋划,也隐含着泛海摒弃传统地产开发模式,并借武汉CBD项目“改头换面”的意图。

## “顺势而为”转型轻资产运营

泛海在2018年按时足额偿还了各类债务超过71亿元。

2018年10月3日,国际评级机构标准普尔宣布,将泛海控股的长期主体信用评级从“CCC”上调至“CCC+”。标普还在评级报告中进一步表示,在泛海引入战略投资者工作上取得重要进展,负债率明显下降,盈利能力显著提升后,标准普尔将会考虑把公司的评级恢复或提升至B级甚至更高的水平。

在这一形势下,2018年底的泛海控股面临两种选择。一方面,流动性已逐渐宽裕的泛海可以继续推进北京、上海项目的开发;另一方面,泛海也可以选择更为彻底的轻资产运营方式。

时间来到2019年初,泛海融创的大交易为上述假设揭晓了答案,泛海控股选择以时间换空间,将北京、上海的优质地产的价值一次性释放,同时聚焦武汉CBD项目,作为战略转型的平台资产。回过头来看,前述泛海控股2017年中报对于未来经营方向的表述非常到位。战略性地出售京沪地产项目,“充分发挥自身资产质量优良”的优势,聚集武汉CBD,这意味着泛海可以腾出更多资源“探索新的资产经营方式”。

## 聚焦武汉CBD

体量庞大业态丰富,同时又得到地方政府鼎力支持的武汉CBD项目,显然是泛海地产板块谋变最合适的平台。近年来,泛海控股在金融、战略投资、战略投资板块动作频频,加之整个宏观政策的转向,使得泛海控股在武汉CBD项目上多少有些难以聚焦。

而在转让北京、上海地产项目后,武汉CBD成为泛海控股国内地产板块唯一的平台型资产。泛海控股在近期公告中表示,公司将聚焦于自身优势更为突出、发展空

间更为广阔且更符合公司未来发展战略的武汉CBD项目,并可依托武汉CBD更好地促进公司金融、战略投资、不动产运营和资产管理等各项业务的联结,落实业务板块间互惠互进、共同发展的经营理念,推动公司向多元化业务形态构成的综合型控股公司深入转型。

溯源武汉CBD的发展历程可以发现,泛海十余年前对该项目的期待就不同于一般地产项目。武汉CBD项目位于汉口核心城区,上世纪90年代当地政府就制定了搬迁

王家墩机场,建设辐射华中地区的博览、金融中心的规划目标。泛海以企业之力接手这一特大城市CBD项目后,曾聘请普华永道完成了对武汉CBD项目财务可行性研究,战略商业计划等一系列规划,用现在的话说,泛海在武汉CBD项目中扮演着城市运营商的角色。

城市运营商,某种意义上也是轻资产运营的一种方式。纵观目前国内外比较成功的城市运营商,运营方式大体上包括夯实城市基础设施、聚拢产业、推动价值提升

三个阶段。武汉CBD经过多年的开发运营,目前大致处于第一阶段向第二阶段过渡的状态。

公开数据显示,目前已有超过1500家企业入驻武汉CBD,这些企业以金融服务、文化创意、休闲娱乐、商贸会展等现代服务业为主。近年来,包括招商银行、平安银行、邮储银行分支机构入驻,使得武汉CBD显现出区域性金融中心的雏形。而马云在2018年初的到访,更为武汉CBD加上了“智慧城市”前景的期待。

与单纯的城市运营商不同的是,泛海控股在金融和战略投资上已经具备扎实的基础,相信这也是泛海留下武汉CBD这块“试验田”的重要原因。纵观泛海目前的产业布局,武汉CBD今后很可能将成为公司未来业务的重要载体。未来,泛海地产板块也可依托于武汉中央商务区的良好基础和优势,站在城市运营商的角度,实现公司房地产业务模式的转型升级。

此外,在武汉大平台上,泛海控股的金融、战投板块,具体包括证券、信托、保险和股权投资业务,或许也将有机会在武汉CBD寻求更大发展空间,从而使这家综合性上市公司各业务板块互相促进,共同做优做强。



图为泛海控股在武汉CBD项目。

## 卢志强的新地产战略考量

在业内人士看来,泛海此举也是去地地产化的重要动作。所谓去地地产化,不是不做地产业务,而是放弃那种拿地盖楼的传统模式,这已是行业龙头的共识。但与地产行业中的一些大块头相比,泛海还有金融和战略投资这两手牌,去地地产化后的泛海会有更多的战略腾挪空间。

上述业内人士表示,在现在的形势下“去地地产化”,或许是顺应了天时地利人和那句老话。

有评论分析认为,泛海出售核心资产给融创,是卢志强商业生涯的一次低谷。上述业内人士就此分析表示,梳理卢志强商业生涯的脉络,就不难发现这位商界大佬一向目光长远,对于业务

的取舍和平衡也成就了卢氏的商业逻辑。

公开资料显示,创业30多年来,卢志强一直坚持金融、地产、投资这三个大方向。在金融板块,卢志强“取”了民生银行,对民生保险、海通证券做了“舍”,所谓“有舍才有得”,后来的事实证明机会还是青睐了这位执着的战略家。

分析人士认为,与卢志强过往那些做了减法的资产相比,这次交易的资产其实体量并不算特别庞大,基本没有超过整个泛海体系资产的10%。泛海减去这10%,不至于伤筋动骨,但若将置换出来的财力、物力和人力投入到泛海眼下更迫切的领域,或许将发挥意想不到的效果。