

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2021】589号

泛海控股股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“20泛控03”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为A，评级展望为负面，同时维持“20泛控03”信用等级为A。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任



程春岩

二〇二一年六月二十五日

## 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（以下简称“该公司”）构成委托关系外，东方金诚、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，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，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2021年6月25日



## 泛海控股股份有限公司主体及 “20泛控03” 2021年度跟踪评级报告

| 主体信用跟踪评级结果 | 跟踪评级日期    | 上次评级结果 | 评级组长 | 小组成员 |
|------------|-----------|--------|------|------|
| A/负面       | 2021/6/25 | A/负面   | 谢瑞   | 汪欢   |

| 债项信用                                          |                                                                                       |        | 评级模型      |       |       |       |  |
|-----------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|--------|-----------|-------|-------|-------|--|
| 债项简称                                          | 跟踪评级结果                                                                                | 上次评级结果 | 1.基础评分模型  |       |       |       |  |
| 20 泛控 03                                      | A                                                                                     | A      | 一级指标      | 二级指标  | 权重（%） | 得分    |  |
| 注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。           |                                                                                       |        | 业务竞争力     | 市场地位  | 24.00 | 16.80 |  |
|                                               |                                                                                       |        |           | 业务多样性 | 16.00 | 11.20 |  |
|                                               |                                                                                       |        | 风险管理和盈利水平 | 资产质量  | 21.00 | 12.60 |  |
| 净资产收益率                                        | 9.00                                                                                  | 0.00   |           |       |       |       |  |
| 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”）主营金融业务和房地产开发业务，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。 | 偿债能力   | 短期债务占比    | 4.50  | 2.25  |       |  |
|                                               |                                                                                       |        | 全部债务资本化比率 | 6.00  | 4.20  |       |  |
|                                               |                                                                                       |        | 资产负债率     | 4.50  | 1.35  |       |  |
|                                               |                                                                                       |        | 净资产       | 15.00 | 15.00 |       |  |
| 2.基础模型参考等级                                    |                                                                                       |        |           |       | AA-   |       |  |
| 3.评级调整因素                                      |                                                                                       |        |           |       | -2    |       |  |
| 4.主体信用等级                                      |                                                                                       |        |           |       | A     |       |  |
| 注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。 |                                                                                       |        |           |       |       |       |  |

注:最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定,可能与评级模型输出结果存在差异。

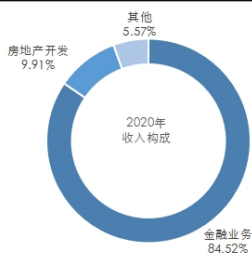
### 评级观点

跟踪期内,金融业务已成为公司收入和利润的主要来源,市场回暖带动证券业务 2020 年收入显著增长,房地产业务项目布局以武汉为主,具备多业态开发能力,在区域市场具有较强的竞争力;另一方面,证券业务收益稳定性易受证券市场波动的影响;信托业务受风险事件影响,跟踪期内出现较大亏损;新冠肺炎疫情对公司 2020 年房地产项目销售、回款、开发进度和结转形成较大负面影响;位于美国的房地产项目垫资严重,且已计提大额减值损失;公司在建和拟建项目未来投资规模较大,面临资金压力;资产受限比例较高,有息债务规模大,2021 年到期有息债务规模大,面临集中偿付压力;控股子公司涉诉及被执行记录明显增多,子公司名下多处不动产被查封及冻结,资产流动性减弱;公司境外美元债部分展期;控股股东中国泛海境内公司债展期,资金流动性压力大。

综合分析,东方金诚维持泛海控股主体信用等级为 A,评级展望为负面,维持“20 泛控 03”信用等级为 A。

## 主要指标及依据

### 2020 年收入构成

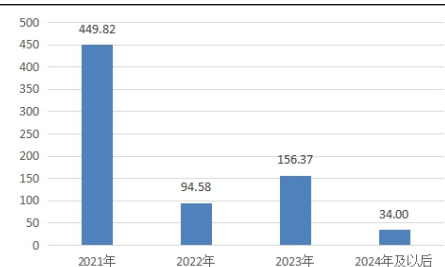


### 主要数据和指标

| 项目             | 2018 年  | 2019 年  | 2020 年  | 2021 年 3 月 |
|----------------|---------|---------|---------|------------|
| 资产总额(亿元)       | 2120.97 | 1778.75 | 1809.91 | 1744.64    |
| 所有者权益(亿元)      | 284.30  | 331.16  | 349.80  | 350.37     |
| 全部债务(亿元)       | 1216.44 | 877.47  | 820.11  | 788.21     |
| 营业总收入(亿元)      | 124.04  | 125.31  | 140.57  | 62.10      |
| 利润总额(亿元)       | 13.46   | 24.06   | -44.97  | 4.31       |
| 经营性净现金流(亿元)    | 92.07   | 55.71   | 83.36   | 34.51      |
| 营业利润率(%)       | 32.99   | 29.65   | 30.81   | 53.75      |
| 资产负债率(%)       | 86.60   | 81.38   | 80.67   | 79.92      |
| 流动比率(%)        | 135.19  | 134.36  | 118.55  | 117.69     |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 31.90   | 15.70   | -153.85 | -          |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 0.46    | 0.73    | -0.08   | -          |

注：表中数据来源于公司 2018 年~2020 年的审计报告及 2021 年 1~3 月未经审计的合并财务报表，2019 年财务数据按照 2020 年审计报告年初数据进行了追溯调整。

### 2020 年末债务期限结构(单位：亿元)



## 优势

- 公司金融业务涵盖证券、信托、保险等主要金融业态，拥有民生证券、民生信托、亚太财险等子公司，跟踪期内金融业务收入保持增长，对公司收入和利润的贡献保持增长；
- 跟踪期内，公司房地产开发业务项目布局以武汉为主，开发经验丰富，具备多业态开发能力，在区域市场具有较强的竞争力。

## 关注

- 公司证券业务收益稳定性易受证券市场波动的影响，跟踪期内，公司对核心金融资产民生证券的持股比例大幅下降；
- 受风险事件影响，信托业务出现较大亏损，不良资产率较高；
- 公司国内房地产项目集中于武汉市，疫情对其开发进度、销售和回款形成一定负面影响，且公司位于美国的房地产项目垫资严重，已计提大额减值损失，旧金山项目涉诉金额较大；
- 公司在建及拟建项目未来投资规模较大，在当前房地产市场调控政策环境影响下，仍将面临较大的资金压力；
- 公司资产受限比例较高，有息债务规模大且非标占比高，其他应付款及对外担保规模大，2021 年到期有息债务规模大，面临集中偿还压力；
- 公司境外美元债利息成本高，且部分出现展期，境内部分借款尚未清偿完毕，控股子公司涉诉及被执行记录明显增多，子公司名下多处不动产被查封及冻结，资产流动性减弱；
- 跟踪期内，控股股东中国泛海所持公司部分股份被冻结和司法拍卖，境内公司债展期，资金流动性压力大。

## 评级展望

公司评级展望为负面。公司境外美元债展期，2021 年到期及回售债券集中，债务偿付压力大，预计未来，受流动性紧张、涉诉及被执行记录增多等负面因素影响，公司经营及财务状况将继续承压。

## 评级方法及模型

《东方金诚国际信用评估有限公司金融投资企业信用评级方法及模型(RTFF005201910)》

## 历史评级信息

| 主体信用等级         | 债项信用等级         | 评级时间      | 项目组     | 评级方法及模型                                         | 评级报告                 |
|----------------|----------------|-----------|---------|-------------------------------------------------|----------------------|
| A/负面           | A              | 2021/5/26 | 谢瑞、汪欢   | 《东方金诚国际信用评估有限公司金融投资企业信用评级方法及模型 (RTFF005201910)》 | <a href="#">阅读原文</a> |
| AA-/负面         | AA-            | 2021/5/18 | 谢瑞、汪欢   |                                                 | <a href="#">阅读原文</a> |
| AA+/继续列入评级观察名单 | AA+/继续列入评级观察名单 | 2021/1/25 | 吕春阳、王黎娅 |                                                 | <a href="#">阅读原文</a> |
| AA+/列入评级观察名单   | AA+/列入评级观察名单   | 2020/7/13 | 吕春阳、赵一统 | 《东方金诚房地产企业评级方法》(2014年5月)                        | <a href="#">阅读原文</a> |
| AA+/稳定         | AA+            | 2016/5/5  | 朱林、王莹莹  |                                                 | <a href="#">阅读原文</a> |
| AA/稳定          | AA             | 2015/7/10 | 葛新景、李晓光 |                                                 | <a href="#">阅读原文</a> |

注：2016年5月5日主体级别由AA调整至AA+，2020年7月13日主体及相关债项级别AA+被列入评级观察名单，2021年5月18日主体级别由AA+调整至AA-，2021年5月26日主体级别由AA-调整至A（最新评级）。

## 本次跟踪相关债项情况

| 债项简称     | 上次评级日期    | 发行金额（亿元） | 存续期                 | 增信措施 | 增信方/主体信用等级/评级展望 |
|----------|-----------|----------|---------------------|------|-----------------|
| 20 泛控 03 | 2021/5/26 | 7.00     | 2020/4/29-2023/4/29 | 无    | -               |

注：“20 泛控 03”附第2年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。



## 跟踪评级安排

按照相关监管要求及泛海控股股份有限公司主体及“20 泛控 03”的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于泛海控股股份有限公司（以下简称“泛海控股”或“公司”）提供的 2020 年度审计报告、2021 年一季度合并财务报表以及相关经营数据，进行本次定期跟踪评级。

## 主体概况

泛海控股主营金融业务和房地产开发业务，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。

泛海控股成立于 1989 年 5 月 9 日，前身为南海石油深圳开发服务总公司物业发展公司，于 1994 年 9 月 12 日在深圳证券交易所上市，其时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，泛海能源控股股份有限公司（以下简称“泛海能源”）受让南油集团持有的 52.50% 法人股，成为公司控股股东。后经多次股权转让、更名和定向增发等，截至 2014 年 4 月 28 日，公司更名为泛海控股股份有限公司，股票简称变更为“泛海控股”，代码为“000046”，控股股东为中国泛海。2016 年 1 月，公司完成非公开发行股票 6.39 亿股，募集资金 57.50 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司总股本为 51.96 亿股，自然人卢志强直接和间接持有公司 71.23% 的股份，为公司实际控制人。

公司金融业务主要包括证券、信托、财险等，运营主体主要为民生证券股份有限公司（以下简称“民生证券”）、中国民生信托有限公司（以下简称“民生信托”）、亚太财产保险有限公司（以下简称“亚太财险”）和中国通海国际金融有限公司（0952.HK，以下简称“中国通海金融”）。公司房地产开发业务以住宅产品为主，涉及写字楼、酒店、大型城市综合体等多个业态，具备多业态综合开发能力；房地产项目主要位于北京、上海、武汉、深圳等经济发达城市及美国，2019 年公司出售位于北京和上海的项目后，项目布局主要集中于武汉及美国。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额 1744.64 亿元，所有者权益 350.37 亿元，资产负债率为 79.92%。2020 年及 2021 年 1~3 月，公司实现营业总收入分别为 140.57 亿元和 62.10 亿元，利润总额分别为 -44.97 亿元和 4.31 亿元。

## 债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2019]579 号文核准，公司于 2020 年 4 月发行 7 亿元公司债，债券简称“20 泛控 03”，票面利率 7.5%，期限 3 年，附第 2 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。截至本报告出具日，“20 泛控 03”募集资金已全部按照募集资金用途使用。

截至本报告出具日，公司按期支付“20 泛控 03”的利息；“20 泛控 03”尚未到回售行权兑付日。

## 宏观经济与政策环境

在低基数和经济修复作用下，2021年一季度GDP增速大幅冲高，短期内物价呈抬头之势。一季度GDP同比增速达到18.3%，两年复合增速为5.0%，整体上延续了去年二季度以来的稳健修复势头，但距疫情前6.0%的增长水平仍有一定差距。一季度经济增长结构改善，原有的“生产强、消费弱”局面有所改观，商品和服务消费加速，而工业生产已过修复高峰点，其中3月出现明显减速迹象。另外，疫情受到稳定控制后，一季度服务业生产和消费正在迅速复苏。预计二季度GDP增速将回落至8.0%左右，两年复合增长率则升至5.5%，消费将成为拉动经济增长的主要动力。值得注意的是，受前期国际大宗商品价格剧烈上升影响，3月PPI同比达到4.4%，CPI同比转正上行。我们判断，二季度物价将延续较快上涨势头。不过，考虑到下半年国际大宗商品价格大幅续升的可能性不大，本轮物价上涨或仅为短期现象。

**二季度宏观政策不会因通胀抬头而明显收紧，货币政策将延续“紧信用、稳货币”格局，今年财政政策力度温和下调**

近期物价上升势头引发监管层关注，但考虑到国内经济修复基础尚需进一步夯实，加之外部不确定性较大，宏观政策整体上将延续“不急转弯”基调。这意味着短期内加息升准的可能性很小，二季度市场利率将继续围绕政策利率小幅波动。在货币投放方面，今年稳定宏观杠杆率目标明确，M2和社融增速在3月恢复回落势头，预计年末这两项指标将分别下调1到2个百分点，信贷投放中“有保有压”的结构性特征将进一步凸显。2021年目标财政赤字率和新增地方政府专项债规模降幅较小，对小微企业的定向减税措施加码。今年首次提出降低政府杠杆率目标，地方政府隐性债务将受到更严格管控，部分弱质平台信用风险值得关注。

## 行业分析

公司主要从事金融业务和房地产开发业务，所属行业主要为证券行业、信托行业和房地产行业。

### 证券行业

**在二级市场交投活跃和政策鼓励企业加大股权融资的利好下，预计证券公司盈利持续改善，行业并购重组的推进将进一步提升行业集中度**

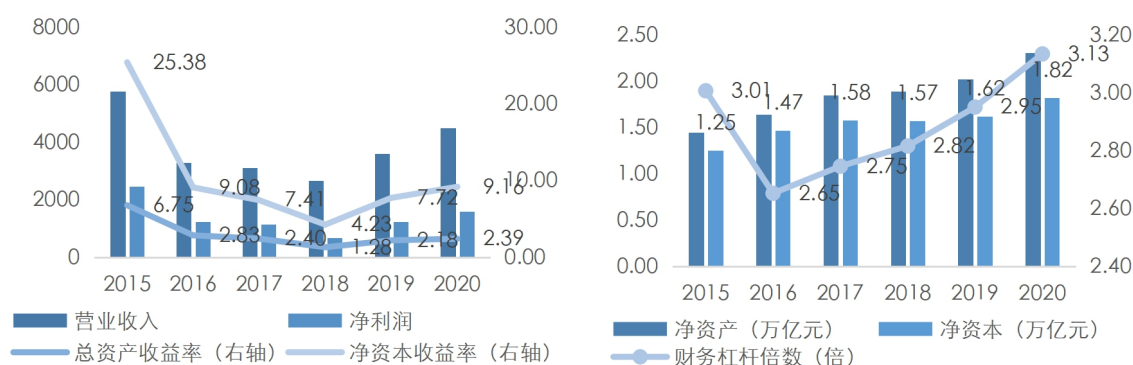
2020年，得益于疫情有效控制、复工复产工作的有序推进，以及支持企业再融资、注册制改革等系列政策出台，一二级市场回暖带动证券公司营业收入和净利润出现回升。证券公司料将持续推进主动管理型资管业务转型，政策支持下IPO、优先股和可转债等品种融资规模同比增加，创业板的试点注册制改革、新三板精选层转板上市机制、再融资政策下上市公司增发逐渐进入实操阶段，投行业务的增加将为券商带来增量业绩。市场转型机遇下，券商资本补充动力明显增强，流动性改善，财务杠杆倍数保持小幅上升的态势，但仍将处于低位，整体行业信用风险较小。

券商具有方向性投资特征的自营业务规模持续增加，市场的变化将导致券商业绩面临较大的波动。券商股票质押业务将处于收缩态势，市场的回暖带动信用风险管理压力减轻，但存量

违约项目处置难度犹存。此外，在合规监管处罚力度全面趋严、民营企业债务危机时有爆发的背景下，民营类券商公司治理缺失（大股东占款）、业务层面缺乏合规程序等问题加速暴露。

在行业竞争格局方面，随着外资控股券商进入、银行系券商的申请设立，及头部券商并购整合形成的航母级券商竞争，行业内部竞争压力增加，业务创新能力较强的全国综合性券商将在行业整合中逐步提高市场占有率。

图表 1 证券公司财务概况（单位：亿元、%）



数据来源：中国证券业协会，东方金诚整理

## 信托行业

随着监管机构规范信托业务回归本源，目前信托行业仍处于向主动管理类业务转型的过渡阶段，信托业务规模持续下降，信托资产结构逐步优化

2020年，信托行业继续响应监管号召，持续推进业务转型，信托业务规模依然延续2018年以来的环比下滑态势。基于前期结构调整效果显现以及“资管新规”过渡期的延长，信托公司业务结构整改压力降低，同时信托行业主动管理能力和市场认知度提升，信托业务规模降幅呈现环比趋缓态势。截至2020年末，全国68家信托公司受托资产规模为20.49万亿元，较2017年末历史峰值减少5.76万亿元，较2020年3季度末环比下降1.79%，降幅较三季度收窄0.18个百分点。

从资产功能来看，2018~2020年事务管理类信托持续三年压降，各年度分别压降2.4万亿元、2.6万亿元和1.5万亿元。随着事务管理类信托规模与占比不断下降，金融机构之间多层嵌套、资金空转现象明显减少。2020年6月，银保监会下发《关于信托公司风险处置相关工作的通知》<sup>1</sup>（以下简称“《通知》”），此后融资类信托业务规模明显收缩。截至2020年3季度末，融资类信托余额为5.95万亿元，4季度末融资类信托余额为4.86万亿元，两个季度合计压降15882.74亿元，扣减2020年1季度和2季度新增融资类信托6135.89亿元，2020年全年共压降近1万亿。

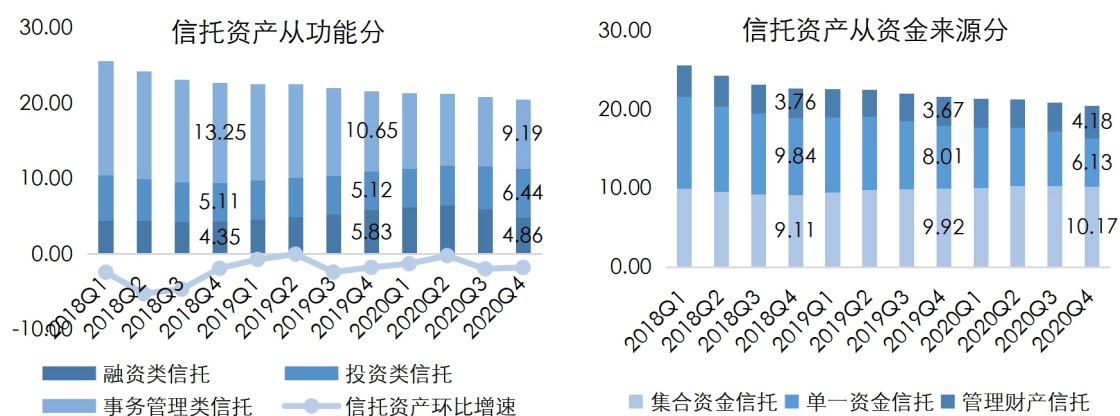
根据《资管新规》要求，资管产品“投资非标资产的终止日不得晚于封闭式资产管理计划到期日或者开放式资产管理计划最近一次开放日”，未来信托行业非标资金池类信托产品受限。根据《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》要求，信托产品非标投资规模及比例

<sup>1</sup> 《通知》要求“信托公司压降违法违规严重、投向不合规的融资类信托业务”。



均受限。未来新发信托产品将增加配置标债产品等标准化产品，对信托公司资产配置能力提出更高的要求，另外以配置标准化债券产品为主的信托产品多以开放式信托产品为主，信托公司信托资产流动性管理能力也面临考验。

图表 2 信托资产构成及增速（单位：万亿元、%）



数据来源：中国信托业协会，东方金诚整理

**信托行业整体资本实力提升，信托赔偿准备金计提力度增强，行业整体风险防控能力提升，同时监管机构接管部分高风险信托公司，有利于行业风险化解**

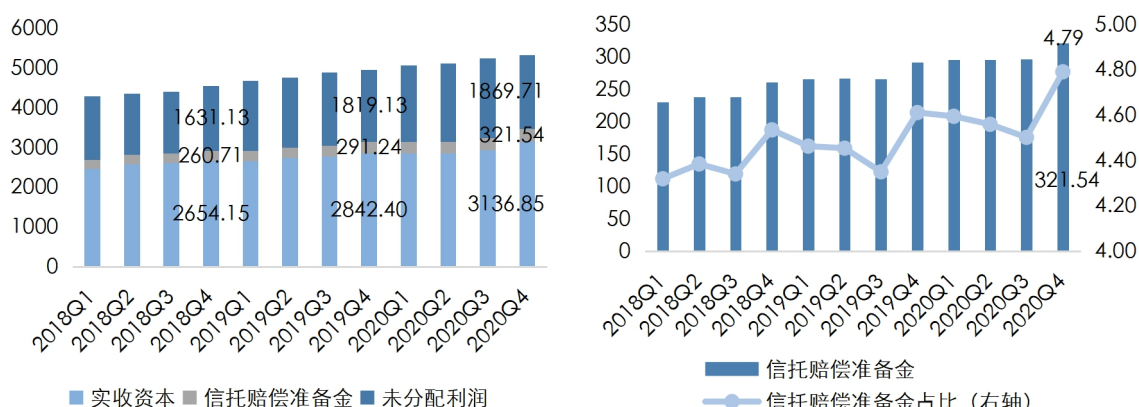
从所有者权益的构成来看，截至 2020 年末，信托业实收资本合计 3136.85 亿元，同比增长 10.36%，信托行业整体资本实力增强。2020 年 5 月，中国银保监会发布《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》，要求资金信托开展的多项业务规模与信托公司净资产紧密联系。在此监管背景下，2020 年相继有 12 家信托公司增资扩股，合计增资额为 266.48 亿元，高于 2018 年和 2019 年。信托行业资本实力增强，有利于信托业务规模扩大，同时也提升了行业整体的风险防控能力。

根据 2020 年 11 月 6 日央行发布的《中国金融稳定报告（2020）》显示，截至 2019 年末，信托公司承担风险管理责任的主动管理型信托资产风险率同比上升 1.75%，达到 3.04%。为进一步提升风险抵御能力，信托公司加大信托赔偿准备计提力度。截至 2020 年末，68 家信托公司赔偿准备金合计规模为 321.54 亿元，同比增长 10.40%。同期末，信托赔偿准备金占所有者权益的比重为 4.79%，较去年同期提升 0.18 个百分点。

同时，监管机构对信托公司的公司治理和信托资金投向等方面的监管力度不断加强，主要聚焦于公司治理不健全、股东违规、违规开展非标资金池信托业务等问题。2020 年 7 月，银保监会对新时代信托股份有限公司和新华信托股份有限公司实施接管<sup>2</sup>，监管高压下，由公司治理不足或信托资产管理不善等原因造成的局部风险仍待出清。

<sup>2</sup>2020 年 7 月，新时代信托股份有限公司、新华信托股份有限公司触发了《中华人民共和国银行业监督管理法》第三十八条和《信托公司管理办法》第五十五条规定的接管条件，为保护保险活动当事人、信托当事人合法权益，维护社会公共利益，中国银行保险监督管理委员会决定对其实施接管。

图表3 信托行业资本实力、信托赔偿准备金规模及占比（单位：亿元、%）



数据来源：中国信托业协会，东方金诚整理

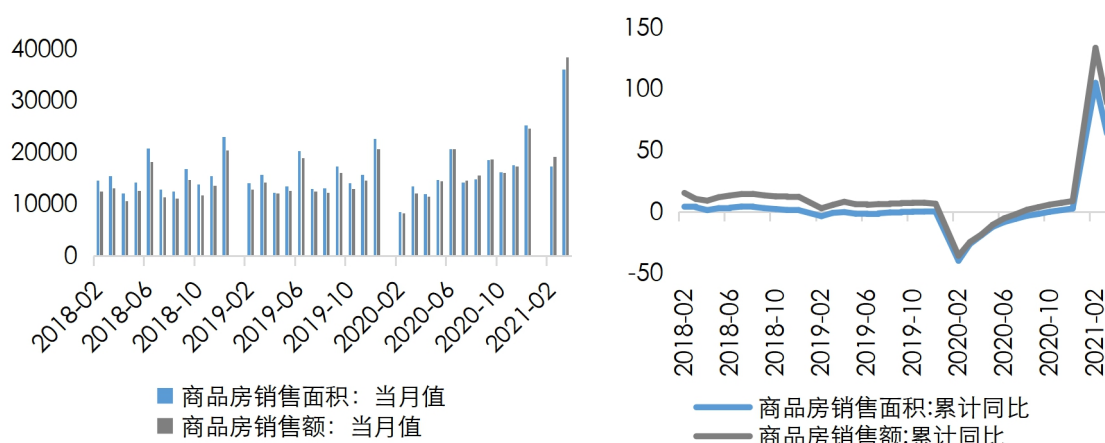
## 房地产行业

国内房地产长效机制趋势确定，预计2021年在置业人口触顶、居民杠杆趋稳、城镇化和都市圈推进、抗全球通胀属性等影响下，销售面积持平或微增

2020年，疫情对房地产行业销售及回款均产生不利影响，但随着国内疫情好转复工深化，供需双向改善助力销售修复，全年商品房销售面积为17.61亿平方米，累计同比增长2.6%，累计增速同比增加2.7个百分点；商品房销售额17.36万亿元，累计同比增长8.7%，累计增速同比增加2.2个百分点。同期，商品房销售均价为9859.5元/平方米，总体呈小幅上涨态势。2021年1~3月，国内商品房销售面积3.60亿平方米，同比增长63.8%，较2019年同期增长20.7%；商品房销售金额3.84万亿元，同比增长88.5%，较2019年同期增长41.9%，疫情恢复后需求端显著向好，一是源于去年疫情基数低，且受到多地政府“就地过年”号召以及多数售楼处春节期间“不打烊”影响；二是在融资政策收紧前，地产开发资金来源、按揭超预期，有利于项目推盘销售；此外，国际疫情不确定下，中国房地产抗通胀保值的属性增强。

预计2021年，随着国内疫情的影响减弱，政策维稳、都市圈发展提速及需求回补将支撑房地产销售增速，同时“三道红线”影响下，房企将以销售回款作为降低杠杆和业务扩张的主要动力，短期内加快推盘回款以降低项目建设及土地购置对外部融资的依赖程度；但另一方面，棚改货币化渐弱、置业人口触顶下滑影响下，销售增速将受到一定抑制。总体来看，2021年销售面积预计持平或微增。

图表 4 全国商品房销售情况（万平方米、亿元、%）



数据来源: Wind

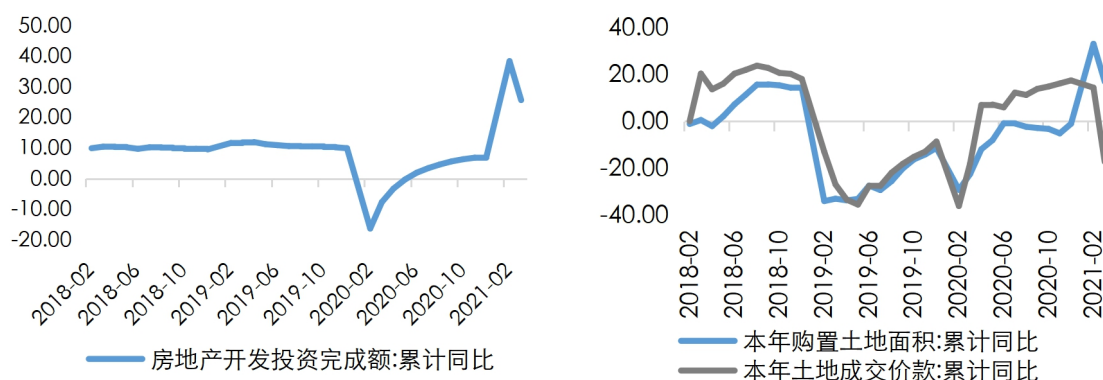
**2020 年房地产开发投资保持较强韧性，预计 2021 年在信贷资金严格管控及房企降杠杆、建安及拿地支出增速放缓下，投资增速高位趋缓**

2020 年，疫情对房地产行业短期内新开工及施工进度、政府土地供应等产生不利影响，制约行业投资增速，随着国内房地产项目有序复工，上半年宽信用下房企到位资金降幅收窄，土地市场供需端均体现回暖态势，新开工及补库存积极，施工保持增长，对房地产开发投资规模实现了拉动，全年国内房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，同比增长 7.00%，累计增速同比下降 2.90 个百分点。2021 年 1~3 月，国内房地产开发投资额 2.76 万亿元，同比增长 25.6%，系推盘节奏加快带动房企新开工节奏，对投资产生了显著拉动，同时去年同期基数较低所致。

一季度房企到位资金改善明显，2021 年 1~3 月，房地产开发企业到位资金 4.75 万亿元，累计同比增长 41.1%，较 2019 年同期增长 21.9%。其中，国内贷款、自筹资金、定金及预收款分别为 0.7 万亿元、1.3 万亿元和 1.8 万亿元，累计同比增速分别为 7.5%、21.0%和 86.1%，外部融资依然是房企投资资金的重要来源，但在房企融资规模逐年增长、债务负担有所增加的背景下，对于房地产企业融资渠道和融资规模的监管趋严，或将对房地产企业融资产生不利影响。

预计 2021 年，作为链接国内大循环的关键齿轮，在房企销售回款回暖及补库存需求带动下，同时新开工及施工进度将有所加快，对投资规模产生支撑；但另一方面，融资管理的长效机制对房地产投资影响将较为显著，融资收紧将抑制房企拿地意愿、拿地能力及建安投资等，土地市场预计将出现降温，整体溢价率有望下行，将对投资增速的持续高增长形成拖累。总体来看，2021 年房地产开发投资增速将高位趋缓。

图表 5 全国房地产开发投资及土地购置情况 (%)



数据来源: Wind

## 业务运营

### 经营概况

跟踪期内, 公司营业总收入及毛利润均有所增长, 毛利率维持较高水平, 金融业务已成为公司收入和利润的主要来源

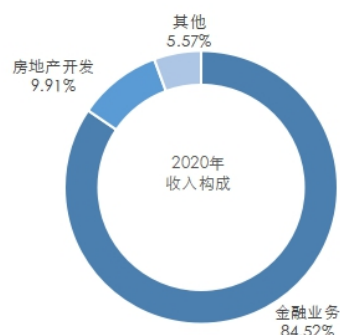
泛海控股主要从事金融业务和房地产开发业务。2020 年, 公司营业总收入为 140.57 亿元, 同比增长 12.17%。跟踪期内, 金融业务收入保持增长, 房地产开发业务占比继续降低, 其他业务包含物业管理、物业出租等, 收入和占比均较小。2020 年, 公司毛利润有所增长, 其中房地产开发业务毛利率贡献有所降低; 综合毛利率保持增长, 主要是受金融业务占比提高影响, 其中房地产开发业务毛利率始终处于较高水平。

2021 年 1~3 月, 公司营业总收入同比增加 165.94%, 主要是去年同期营业总收入受疫情影响大幅下滑所致。同期, 公司毛利润为 54.79 亿元, 综合毛利率保持较高水平。

图表 6 公司营业总收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）

| 类别                | 2018 年 |        | 2019 年 |        | 2020 年 |        |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                   | 收入     | 占比     | 收入     | 占比     | 收入     | 占比     |
| 金融业务              | 73.97  | 59.63  | 96.32  | 76.86  | 118.81 | 84.52  |
| 房地产开发             | 43.22  | 34.85  | 22.09  | 17.63  | 13.93  | 9.91   |
| 其他                | 6.85   | 5.52   | 6.90   | 5.51   | 7.83   | 5.57   |
| 合计                | 124.04 | 100.00 | 125.31 | 100.00 | 140.57 | 100.00 |
| 类别                | 毛利润    |        | 毛利润    |        | 毛利润    |        |
|                   | 毛利润    | 毛利率    | 毛利润    | 毛利率    | 毛利润    | 毛利率    |
| 金融业务 <sup>3</sup> | -      | -      | -      | -      | -      | -      |
| 房地产开发             | 23.43  | 54.21  | 12.43  | 56.28  | 8.07   | 57.92  |
| 其他                | 1.82   | 26.56  | 2.29   | 33.17  | 3.29   | 42.05  |
| 合计 <sup>4</sup>   | 99.22  | 79.99  | 109.50 | 87.38  | 129.96 | 92.45  |

数据来源：公司提供，东方金诚整理



### 金融业务

公司金融业务涵盖证券、信托、保险等主要金融业态，拥有民生证券、民生信托、亚太财险等核心金融平台，已成为公司收入和利润的主要来源

公司金融业务涵盖证券、信托、保险等主要金融业态，拥有民生证券、民生信托、亚太财险等核心金融平台。2020年，公司金融业务收入118.81亿元，同比增长23.35%，其占营业总收入比例持续增长，已成为公司收入和利润的主要来源。从收入和利润构成来看，主要来自于证券业务和保险业务，其经营主体分别为民生证券和亚太财险。

图表 7 公司金融业务运营主体 2020 年经营概况（单位：亿元）

|      | 营业收入  | 净利润   | 归属于母公司净利润 |
|------|-------|-------|-----------|
| 民生证券 | 36.20 | 9.19  | 9.19      |
| 民生信托 | 22.43 | -4.49 | -4.49     |
| 亚太财险 | 55.06 | 1.49  | -         |

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司证券业务主要经营主体为民生证券，2020年市场回暖带动民生证券营业收入和净利润均同比大幅增长

公司证券业务主要经营主体为民生证券。2021年3月末，民生证券的资产合计为495.28亿元，资产负债率为70.67%。2020年，民生证券营业收入和净利润分别同比增长35.13%和72.65%，主要是受市场回暖影响。2021年第一季度，民生证券<sup>5</sup>营业收入和净利润分别为8.16亿元和2.61亿元，均同比有所增加。

跟踪期内，公司对业务板块进行了调整，将原经纪业务、信用业务、期货业务合并归类为财富管理业务；原自营业务、另类投资业务合并归类为投资交易业务；原资产管理业务、私募

<sup>3</sup> 公司金融业务无直接成本，未计算其毛利润及毛利率。

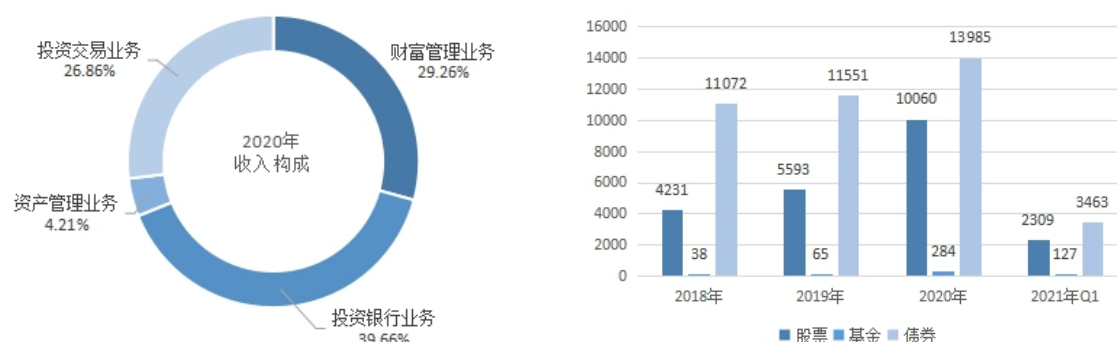
<sup>4</sup> 公司综合毛利润=营业总收入-营业成本，综合毛利率=（营业总收入-营业成本）/营业总收入\*100%。

<sup>5</sup> 2020年一季度，民生证券营业收入和净利润分别为7.38亿元和1.66亿元。



基金管理业务合并归类为资产管理业务。2020年，民生证券投资银行业务收入16.65亿元，占当期主营业务收入的39.66%，财富管理业务收入12.29亿元，占当期主营业务收入的29.26%，投资交易业务收入11.28亿元，占当期主营业务收入的26.86%，投资银行业务、财富管理业务和投资交易业务成为民生证券收入的主要来源。

图表8 民生证券收入构成情况及证券经纪业务交易情况<sup>6</sup>（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

证券经纪业务是民生证券的基础业务，截至2020年末，民生证券在全国设立了38家分公司及48家营业部。2020年，受益于市场回暖影响，经纪业务佣金费显著增长，实现经纪业务手续费净收入5.56亿元，同比增长42.24%。跟踪期内，民生证券投资银行业务快速增长<sup>7</sup>。2020年，完成23个IPO项目（含11个科创板项目），16个再融资项目，3个并购重组项目；截至2020年末，IPO项目在审数量达到43个。2020年，完成了44个债券承销项目，其中金融债实现了从无到有的突破。

跟踪期内，公司转让了部分民生证券股权。公司于2020年9月1日发布《泛海控股股份有限公司关于转让控股子公司民生证券股份有限公司部分股份暨民生证券股份有限公司引进战略投资者的公告》称，公司将以42.29亿元的总价格，向上海张江（集团）有限公司（以下简称“张江集团”）、上海张江高科技园区开发股份有限公司（以下简称“张江高科”）等22家投资者转让民生证券共31.07亿股股份，约占民生证券目前总股本的27.12%。截至本报告披露日，上述股份转让已经完成，公司对民生证券持股比例已由71.64%降至44.52%，民生证券仍为公司合并财务报表范围内企业。

跟踪期内，公司对核心金融业务资产民生证券的持股比例大幅下降，且拟继续转让民生证券股权，但目前公司持有民生证券股权基本处于质押状态，且涉及股权转让纠纷和合同纠纷诉讼

公司于2021年1月22日发布《泛海控股股份有限公司关于转让控股子公司民生证券股份有限公司部分股份的公告》称，公司拟以1.53元/股的价格，向上海沅泉峪企业管理有限公司（以下简称“上海沅泉峪”）转让公司持有的民生证券15.45亿股股份，约占民生证券目前总股本的13.49%，转让总价为23.64亿元。截至本报告披露日，双方就上述交易签署了《民生证券股份有限公司股份转让合同》，上述股份转让完成后，公司对民生证券持股比例将降至

<sup>6</sup>民生证券收入构成未进行内部抵消。

<sup>7</sup>2019年，完成7个IPO项目（含3个科创板项目），8个再融资项目，8个并购重组项目；截至2019年末，IPO项目在审数量达到26个。2019年，完成15个债券承销项目。

31.03%。

此外，公司与三家员工持股平台天津同享咨询服务合伙企业（有限合伙）、天津同成咨询服务合伙企业（有限合伙）、天津同创咨询服务有限合伙（有限合伙），珠海隆门中鸿股权投资基金（有限合伙）等投资者签订了相关股份转让协议，拟向三家员工持股平台转让共计 2.85% 民生证券股份，拟向珠海隆门中鸿股权投资基金（有限合伙）转让民生证券 0.71% 股份。目前上述股权转让尚未具备交割条件。

公司于 2021 年 6 月 1 日发布《泛海控股股份有限公司重大诉讼公告》，以下简称（“重大诉讼公告”）称，洛阳利尔功能材料有限公司（以下简称“洛阳利尔”）以股权转让纠纷为由，将公司诉至法院，案由为 2020 年 12 月，洛阳利尔拟以 1.53 亿元，受让公司持有的民生证券 1 亿股股份，并已全额支付股份转让价款，但双方未能在约定时间内签订正式股份转让协议，洛阳利尔据此对公司提起诉讼。诉讼请求为判令解除公司、洛阳利尔签订的《民生证券股份有限公司股份转让意向协议书》，判令公司返还洛阳利尔已支付的股份转让款 1.53 亿元，判令公司赔偿洛阳利尔的直接损失 207.80 万元及相关诉讼费、保证金和律师费等。

同时，上述重大诉讼公告称，江西瑞京金融资产管理有限公司（以下简称“瑞京资管”）以合同纠纷为由，将公司及公司控股子公司深圳市泛海置业有限公司（以下简称“深圳公司”）诉至法院，案由为 2018 年 7 月，公司与渤海国际信托股份有限公司（以下简称“渤海信托”）签订融资合同，约定公司将公司控股子公司民生证券 5.15% 股权对应的股权收益权转让给渤海信托，并承诺按合同约定进行回购，渤海信托发起设立“渤海·泛海鼎盈集合资金信托计划”并将信托资金用于受让公司转让的股权收益权。公司以民生证券相关股权、房屋产权及公司控股子公司深圳公司持有的部分房屋产权为上述融资提供质押担保，上述合同尚未履行完毕。2020 年 11 月，渤海信托与瑞京资管签署《债权转让协议》，将其对公司享有的债权及其从权利全部转让给瑞京资管。瑞京资管据此对公司和深圳公司提起诉讼。诉讼请求为判令公司向瑞京资管偿付回购本金 2.05 亿元、逾期付款违约金 0.14 亿元及律师费、案件受理费、保全费、保全担保保险费等，判令瑞京资管对公司及深圳公司名下的抵押财产折价或拍卖、变卖价款的优先受偿。截至本报告披露日，上述股权转让纠纷诉讼及合同纠纷尚未判决。

截至 2020 年末，公司持有民生证券 44.52% 股份，约 51.00 亿股，其中 50.81 亿股股份处于质押状态，且涉及股权转让纠纷及合同纠纷诉讼，转让存在一定的难度。

**跟踪期内，公司信托业务资产管理规模仍然较高，营业收入略有下降，受风险事件影响，净利润出现较大亏损，不良资产率较高，未来仍面临持续大额损失风险**

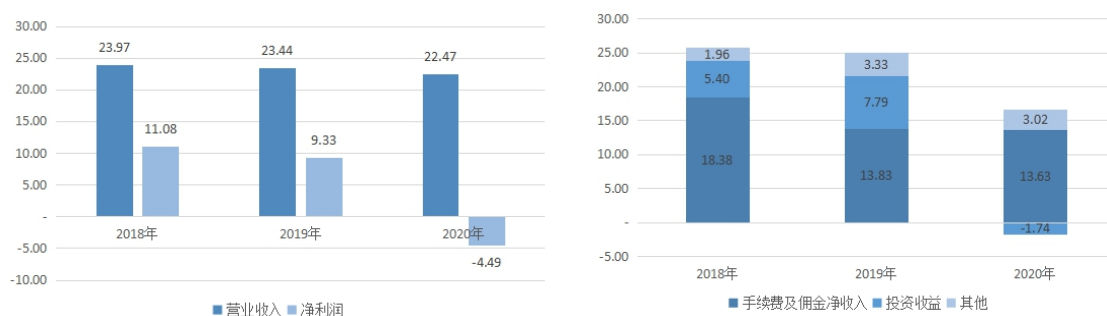
公司信托业务主要经营主体为民生信托。2020 年末，民生信托资产总额 151.74 亿元，所有者权益 98.40 亿元，资产负债率 35.15%。2020 年民生信托营业收入为 22.47 亿元，同比下降 4.10%，主要是受资管新规和市场波动等因素影响；净利润为-4.49 亿元，主要是受风险事件影响，2020 年民生信托计提了 21.14 亿元信用减值损失所致。

截至 2020 年末，公司信用风险资产合计 89.85 亿元，按照信用风险资产五级分类标准，其中正常类资产 40.38 亿元，次级类 30.18 亿元，可疑类 19.29 亿元，不良资产率高达 55.06%。

民生信托目前主要业务有信托业务和固有业务。信托业务品种包括单一资金信托、集合资金信托、财产信托等，信托财产主要用于贷款和投资；固有业务主要为自有资金的同业存款、

发放信托贷款和投资信托产品、资管计划等。从收入构成看，民生信托收入主要来源于手续费及佣金净收入及投资收益。

图表 9 公司民生信托经营概况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司手续费及佣金收入主要来源于在管的信托项目。2020 年，公司新增信托项目 280 个，新增信托本金规模 921.24 亿元；到期信托项目 105 个，到期信托本金规模 585.08 亿元。2021 年 1~3 月，公司新增信托项目 28 个，新增信托本金规模 74.18 亿元；到期信托项目 68 个，到期信托本金规模 220.71 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司存续信托项目 414 个，存续信托本金余额 1850.23 亿元，信托资产总额 1853.28 亿元。

截至 2020 年末，民生信托应到期清算的信托计划和契约型基金累计 113 个，实际清算信托计划和契约型基金 113 个，全部正常清算，截至 2020 年末，民生信託管理的信托计划和契约型基金规模合计为 2133.39 亿元（未经审计）。

图表 10 2021 年 3 月末民生信托信托资产运用与分布表（单位：亿元、%）

| 资产运用     | 金额      | 占比     | 资产分布   | 金额      | 占比     |
|----------|---------|--------|--------|---------|--------|
| 货币资金     | 18.58   | 1.00   | 基础产业   | 97.54   | 5.26   |
| 贷款       | 366.41  | 19.77  | 房地产    | 170.34  | 9.19   |
| 交易性金融资产  | 65.90   | 3.56   | 证券市场   | 304.42  | 16.43  |
| 可供出售金融资产 | 599.83  | 32.37  | 工商企业   | 786.56  | 42.44  |
| 长期股权投资   | 206.04  | 11.12  | 金融机构   | 398.21  | 21.49  |
| 其他       | 596.53  | 32.19  | 其他     | 96.22   | 5.19   |
| 信托资产总计   | 1853.28 | 100.00 | 信托资产总计 | 1853.28 | 100.00 |

数据来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2020 年末，民生信托作为被告涉及案件一宗，诉讼金额约 2.38 亿元，为民生信托主动管理信托计划相关诉讼。2021 年 1 月 18 日一审判决已出，公司根据判决结果预计赔偿金及代理费共 0.4 亿元确认为预计负债。就一审判决结果，公司将提起诉讼，二审法院尚未开庭审理。

公司保险业务主要经营主体为亚太财险，近年来，亚太财险在交通基建工程项目和政保项目领域取得了积极进展，2020 年亚太财险营业收入和净利润均同比大幅增长

亚太财险着力打造个人、法人客户分类管理、闭环运作的经营体系，以金融科技为驱动、加大科技赋能，着力提升客户服务能力。近年来，亚太财险在交通基建工程和政保项目等领域取得了积极进展。

交通建设工程领域,亚太财险成功中标北京大兴机场北线高速公路西延及东延工程(西延段)建筑工程一切险及第三者责任险项目,此外,亚太财险先后中标“济南至微山公路济宁新机场至枣荷高速段施工项目”一揽子保险项目及郑州市轨道交通6号线一期工程建筑安装工程一切险项目,在交通建设工程领域获得了行业认可。

在政保项目领域,亚太财险与山东滕州市医疗保障局签订协议,承保滕州市居民基本医疗保险意外伤害支付项目,为滕州市129万居民提供了达1937.1亿元的基本医疗保险意外伤害保障。滕州市政项目自2018年始,已连续三年在亚太财险续保。项目的连续续保丰富了亚太财险大型政保项目承保经验,有助于其他政保项目的拓展,为承接重大项目背书,扩大了亚太财险品牌影响力和社会公信力。

受益于前期项目的积累,跟踪期内,各项经营业绩指标超预期完成,战略调整取得积极成效。2020年,亚太财险实现营业收入55.06亿元,同比增长23.84%,实现净利润1.49亿元,同比增长50.11%。

## 房地产开发

**公司国内房地产开发业务项目布局以武汉为主,开发经验丰富,具备多业态开发能力,跟踪期内在区域市场仍具有较强的竞争力**

房地产开发业务为公司的传统主业,经营历史较长,公司在北京、上海、深圳和武汉等一线和核心二线城市,以及美国洛杉矶、旧金山、纽约、夏威夷等境外城市的核心地段均有布局。2019年3月,公司转让了上海项目和北京项目,未来公司国内房地产项目布局将主要位于武汉。

公司房地产开发业务以住宅产品为主,涉及写字楼、商业、酒店、大型城市综合体等多个业态,具备多业态综合开发能力,代表项目有北京泛海国际居住区、武汉中央商务区、杭州民生金融中心等。公司产品在空间合理性、住宅理念、以及人性化设计等方面得到了市场和客户的高度认可,具有较强的品牌优势和竞争实力。

### 公司房地产项目集中于武汉市,新冠疫情对其开发进度及结转形成一定负面影响

2020年,公司房地产业务合同销售金额35.15亿元,同比略有下降,主要系出售北京项目和上海项目后可售项目规模降低所致。2020年,公司房地产开发业务收入和毛利润大幅下降,主要是公司房地产项目主要位于新冠肺炎疫情最严重的武汉市,疫情期间武汉市房地产项目施工基本停滞,开发进度放缓,同时2020年起公司按新的地产收入准则确认收入,确认收入时点延后,导致公司房地产项目结转规模显著下降;同期,公司房地产开发业务毛利率仍然较高。2020年末公司预收款项33.43亿元,为2020年营业收入的0.24倍,对未来收入及利润的保障程度一般。

2020年公司房地产项目平均销售价格有所下降,系位于北京的项目销售均价有所下降所致;其中,2020年位于北京项目销售均价81000元/平方米,同比下降30.09%。



图表 11 公司房地产开发业务收入及合同销售情况（单位：亿元、%、万平方米、元/平方米）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

分销售区域看，上海项目和北京项目转让完成后，公司在上海无土地储备，在北京项目仅为北京泛海国际居住区二期（2#地、3#地），房地产项目主要位于武汉市和海外，鉴于海外项目需竣工后才可出售且公司计划出售海外项目，未来合同销售金额将主要来自于武汉市。2020年，公司合同销售金额 35.15 亿元，主要来自于武汉中央商务区的住宅项目和北京泛海国际居住区二期项目。

2021 年一季度，公司房地产业务合同销售金额同比显著增加，主要是去年同期受新冠肺炎疫情影响，武汉市售楼处线下关停，项目销售需求短期内下降严重所致。

图表 12 公司房地产开发项目分区域销售情况（单位：亿元、%）

| 区域 | 2018 年 |        | 2019 年 |        | 2020 年 |        | 2021 年 1~3 月 |        |
|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------|
|    | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     | 金额           | 占比     |
| 武汉 | 57.42  | 49.48  | 27.03  | 75.62  | 32.67  | 92.94  | 7.02         | 99.01  |
| 北京 | 25.30  | 21.80  | 8.69   | 24.31  | 2.26   | 6.43   | -            | -      |
| 深圳 | 0.22   | 0.19   | -      | -      | -      | -      | -            | -      |
| 上海 | 33.10  | 28.53  | -      | -      | -      | -      | 0.07         | 0.99   |
| 抚顺 | -      | -      | 0.02   | 0.07   | 0.22   | 0.63   | -            | -      |
| 合计 | 116.04 | 100.00 | 35.74  | 100.00 | 35.15  | 100.00 | 7.09         | 100.00 |

数据来源：公司提供，东方金诚整理

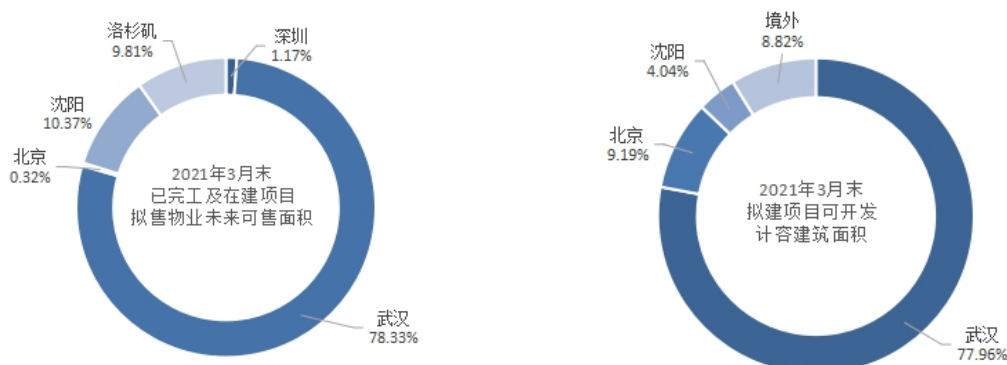
公司以商业性质拟建项目为主的土地储备尚可，住宅项目较少，土地成本相对较低，2021 年可售项目主要位于武汉市、可售面积 81.77 万平方米

从施工和竣工情况来看，2020 年，公司新开工面积为 15.51 万平方米，仍无竣工面积，主要是受融资环境紧张影响公司降低资金投入，同时降低施工进度所致。公司近三年基本无竣工面积，施工进度慢，存在较大延期交房带来的履约罚金风险；施工面积规模有所降低但仍然较大，跟踪期内，受海外疫情及涉诉等事项影响，美国项目基本处于停滞施工状态。

截至 2021 年 3 月末，公司销售物业未来可售面积 81.77 万平方米，其中住宅项目 21.65 万平方米。从项目业态看，已完工项目和在建项目未来可售面积分别为 7.27 万平方米和 74.50 万平方米，主要位于武汉；拟建项目尚未开发，暂无可售面积。从城市分布看，公司未来可售项目主要位于武汉，占比 78.33%；分布于武汉的项目位于汉口城区的几何中心，具有一定的区位优势。截至 2021 年 3 月末，公司已完工房地产项目中自持物业 42.96 万平方米，业态主要为写字楼、酒店等。



图表 13 2021 年 3 月末公司房地产可售项目情况及开工进度 (单位: 万平方米)



|       | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年<br>1~3 月 | 项目   | 规划建<br>筑面积 <sup>8</sup> | 可售<br>面积 <sup>9</sup> | 拟售物业未<br>来可售面积 | 拟售物业<br>中住宅 |
|-------|--------|--------|--------|-----------------|------|-------------------------|-----------------------|----------------|-------------|
| 新开工面积 | 54.33  | -      | 15.51  | -               | 完工项目 | 356.96                  | 251.87                | 7.27           | 2.80        |
| 施工面积  | 274.62 | 196.42 | 135.27 | 128.88          | 在建项目 | 201.39                  | 110.50                | 74.50          | 18.85       |
| 竣工面积  | 1.91   | -      | -      | -               | 拟建项目 | 368.67                  | -                     | -              | -           |

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

截至 2021 年 3 末, 公司已取得土地证的主要拟建项目剩余可开发计容建筑面积为 368.67 万平方米 (以商业性质为主, 美国夏威夷卡波雷西区项目剩余可开发计容建筑面积待定), 其中位于武汉和沈阳的项目均为对应在建项目的滚动式开发的尚未开发部分, 其余为海外项目。公司位于武汉的武汉中央商务区项目总计容建筑面积 414.29 万平方米, 截至 2021 年 3 末, 剩余可开发计容建筑面积为 287.40 万平方米。若考虑到拟建项目, 截至 2021 年 3 月末公司土地储备尚可。同时, 公司现有项目土地均于 2016 年之前获得, 项目地理位置较好、土地成本相对较低。但目前武汉中央商务区项目基本处于借款抵押状态, 2020 年末武汉中央商务区项目受限账面价值 178.46 亿元, 受限比例为 86.55%。

从公司房地产项目可售货值看, 主要来自武汉的芸府、桂府及芸海园等项目。2021 年一季度, 公司房地产项目销售和回款情况良好, 合同销售金额同比有所增加。

总体来看, 公司以商业地产拟建项目为主的土地储备尚可, 土地成本相对较低。公司 2021 年可售项目主要位于武汉市, 从长期来看, 武汉市经济发展前景好, 人口吸附能力较强, 项目销售前景较好。

**公司位于美国的房地产项目垫资严重, 且已计提大额减值损失, 受美国新冠疫情影响, 旧金山项目终止出售, 涉诉金额较大**

从公司拟建海外项目未来投资计划来看, 公司海外项目计划总投资 77.55 亿美元, 大部分项目处于前期设计阶段。美国房地产项目开发中无法在项目竣工前进行预售, 截至 2020 年末, 公司美国地产总投资 194.7 亿元<sup>10</sup>, 目前基本无销售回流, 垫资严重, 且整体转让进度受阻, 预计公司美国房地产开发业务面临较大的资金压力。2020 年美国受新冠肺炎疫情影响较为严重

<sup>8</sup>表中拟建项目规划建筑面积的口径为计容建筑面积。

<sup>9</sup>截至 2021 年 3 月末, 公司已完工房地产项目可售面积含公司拟自持经营部分; 在建项目可售面积变化系项目建设过程中部分项目经营模式 (自持/出售) 未最终确定所致。

<sup>10</sup>主要是洛杉矶泛海广场项目和旧金山泛海中心项目累计投资额。

重，公司美国夏威夷房地产项目和洛杉矶项目等均出现减值迹象，2020年末公司对美国地产项目共计提存货跌价准备13.34亿元。

图表 14 截至 2020 年末公司美国地产项目情况（单位：亿元）

| 项目                    | 规划用途         | 开工时间    | 预计竣工时间  | 预计总投资      | 期末余额   |
|-----------------------|--------------|---------|---------|------------|--------|
| 美国洛杉矶泛海广场             | 住宅、商业、写字楼、酒店 | 2014.11 | 2022.12 | 22.5 亿美元   | 107.11 |
| 美国旧金山泛海中心             | 住宅、商业、写字楼、酒店 | 2016.1  | 2023.03 | 29.7 亿美元   | 87.59  |
| 美国索诺马项目 <sup>11</sup> | 酒店、酒庄、别墅、庄园  | 未定      | 未定      | 4.4 亿美元    | -      |
| 美国夏威夷 KoOlina2#地项目    | 酒店、公寓        | 未定      | 未定      | 14.17 亿美元  | 17.32  |
| 美国夏威夷 KoOlina1#地项目    | 酒店、公寓        | 未定      | 未定      | 21.7 亿美元   | 27.10  |
| 美国夏威夷西区项目             | 商业、住宅        | 未定      | 未定      | 15.6 亿美元   | 9.64   |
| 美国纽约项目                | 酒店、公寓        | 未定      | 未定      | 21.68 亿美元  | 34.17  |
| 合计                    | -            | -       | -       | 129.75 亿美元 | 282.93 |

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司于 2020 年 3 月 30 日发布《泛海控股股份有限公司关于签署境外资产出售《框架协议》的公告》称，公司将把位于旧金山 FirstStreet 和 MissionStreet 的相关境外资产（以下简称“旧金山项目”）出售给非关联第三方 HonyCapitalMezzanineFund2019Limited（以下简称“弘毅”），交易总金额为 12 亿美元，其中 7 亿美元在交割时支付，剩余 5 亿美元作为盈利能力款；交易的尽调期为截至 2020 年 6 月 30 日，交割期为尽调期结束后的 15 日内。

受新型冠状病毒感染肺炎疫情影响，经公司第十届董事会第四次临时会议、第十届董事会第十一次临时会议审议通过，上述交易尽职调查期截止日期延长至 2020 年 12 月 31 日。公司于 2021 年 12 月 31 日发布《泛海控股股份有限公司关于境外全资子公司出售资产交易终止的公告》的公告称，受美国新冠疫情的影响，尽职调查长期难以正常开展，经双方友好协商，同意不再延期，《框架协议》2020 年 12 月 31 日到期终止。

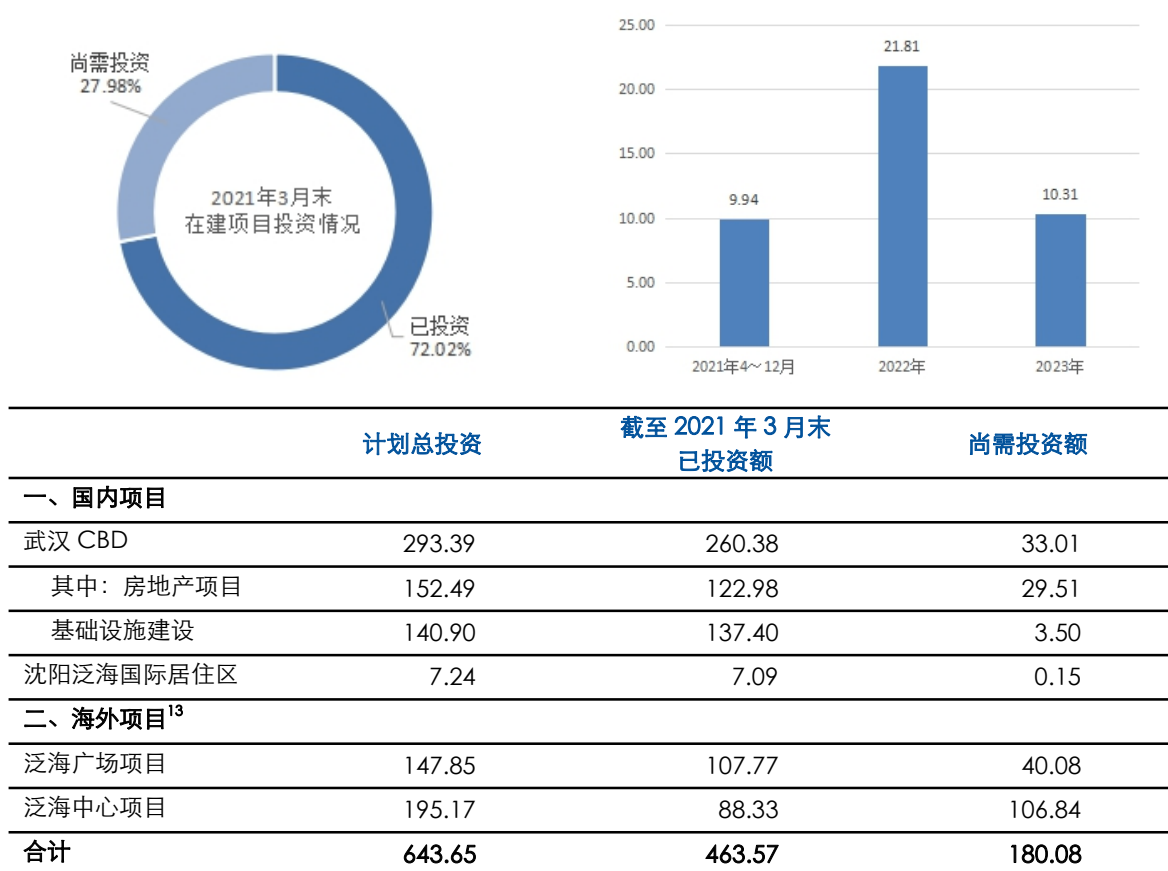
此外，公司于 2021 年 6 月 9 日发布《泛海控股股份有限公司关于境外附属公司泛海中心有限公司涉及重大诉讼的公告》称，公司境外附属公司泛海中心有限公司（以下简称“泛海中心公司”）负责公司美国旧金山项目的开发建设，2016 年 10 月 3 日，泛海中心公司与总包商 SWINERTONWEB COR JV（以下简称“SWJV”）签订了旧金山项目建筑施工总承包合同。总包商 SWJV 以工程款争议为由，将泛海中心公司诉至美国加州高等法院，诉讼标的约为 1.45 亿美元（不含诉讼费用、律师费以及 SWJV 为实现债权而支付的其他费用）。

**跟踪期内，公司在建及拟建项目未来投资规模较大，在当前房地产市场调控政策环境影响下，仍将面临较大的资金压力**

从投资情况来看，公司在建项目计划总投资 643.65 亿元，截至 2021 年 3 月末，已累计投入 463.57 亿元，尚需投资额 180.08 亿元。从拟建项目看，截至 2021 年 3 月末，公司分布于武汉、沈阳的国内拟建项目计划投资金额待定，但是国内拟建项目规模较大，需要较高的投资支出。公司国内项目未来总投资额规模仍然较高，在当前房地产市场调控政策环境下，将面临较大的资金支出压力。

<sup>11</sup>2020 年 8 月，泛海控股境外全资子公司通海投资(旧金山)有限公司以 2600 万美元向非关联方 OA3LLC 转让了美国索诺玛项目，而美国索诺玛项目的收购价 4642.5 万美元。

图表 15 截至 2021 年 3 月末公司在建项目投资情况<sup>12</sup> (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

## 重大事项

跟踪期内, 公司部分借款尚未清偿完毕, 控股子公司涉诉及被执行记录明显增多, 子公司名下多处不动产被查封及冻结, 资产流动性减弱

2021 年 2 月 27 日, 泛海控股发布《泛海控股股份有限公司重大诉讼公告》称, 中英益利资产管理股份有限公司 (以下简称“中英益利”) 以金融借款合同纠纷为由, 将公司及控股子公司武汉中央商务区股份有限公司 (以下简称“武汉公司”) 诉至法院, 案由为 2017 年 1 月, 中英益利发起设立债权投资计划, 为武汉公司募集不超过 40 亿元投资资金, 泛海控股为上述融资提供连带责任保证; 武汉公司以其持有的鄂 (2018) 武汉市江汉不动产权第 0025928 号的国有土地使用权提供抵押担保。根据相关协议、补充协议的约定, 中英益利向武汉公司共发放了投资资金 35 亿元, 截至本报告披露日, 武汉公司尚有借款本金 13.00 亿元未偿还。

2021 年 4 月 3 日, 泛海控股发布《泛海控股股份有限公司关于收到〈执行通知书〉与〈执行裁定书〉的公告》称, 2019 年 4 月, 武汉公司向山东高速环球融资租赁有限公司申请融资 20 亿元, 截至本报告披露日, 上述融资尚未清偿完毕。

<sup>12</sup>在建项目未来投资支出是基于 2021 年 3 月末的情况做出的计划, 相关数据可能随项目开发建设情况有所调整; 因海外项目投资计划待定, 因此公司在建项目 2021 年 4~12 月及 2022 年和 2023 年投资计划中不包含海外项目投资额。武汉 CBD 房地产项目已投资额包含已投入的土地成本。

<sup>13</sup>泛海广场项目和泛海中心项目分别计划总投资 22.5 亿美元和 29.7 亿美元, 均已按照 2021 年 3 月 31 日人民币汇率中间价 6.5713 折算为人民币。

2021年4月24日，泛海控股发布了《泛海控股股份有限公司关于收到〈执行通知书〉与〈执行裁定书〉的公告》称：2018年7月，控股子公司武汉公司及武汉泛海城市广场开发投资有限公司向信达金融租赁有限公司申请融资17.90亿元，截至本报告披露日，上述融资尚未清偿完毕。

#### **跟踪期内，公司境外美元债利息成本高，且到期未能足额兑付**

2021年5月24日，泛海控股发布《泛海控股股份有限公司关于公司境外附属公司发行的美元债券兑付情况的公告》称：因公司受宏观经济环境、房地产行业政策调控、金融行业监管环境和境内外多轮疫情叠加影响，公司当前面临阶段性现金流匹配问题。公司于2021年5月23日到期的2.80亿美元债，发行利率14.5%，公司已通过发行约1.46亿美元私募票据，置换等额面值美元债券并将进行注销，剩余约1.34亿美元债券本金及利息计划在2021年8月23日前兑付。

#### **跟踪期内，控股股东中国泛海所持公司部分股份被冻结和司法拍卖，境内公司债展期，资金流动性压力大**

2021年4月20日，泛海控股发布《泛海控股股份有限公司关于公司控股股东所持公司部分股份被冻结的公告》称，因债务纠纷，债权人向北京市第二中级人民法院申请冻结了中国泛海所持有的泛海控股8.03亿股股份。截至上述公告披露日，中国泛海及其一致行动人（包括公司实际控制人卢志强、公司股东泛海能源控股股份有限公司）合计持有公司37.10亿股股份，占公司股份总数的71.23%，其所持公司10.97亿股股份已被冻结，占其所持股份的29.65%。

2021年6月17日，泛海控股发布《泛海控股股份有限公司关于公司控股股东所持公司部分股份被拍卖的进展公告》称，中国泛海所持有的泛海控股2.94亿股股份由北京市第二中级人民法院于2021年6月14日10时至2021年6月15日10时止，在阿里巴巴司法拍卖网络平台上进行公开拍卖，本次拍卖的股份占公司股份总数的5.66%，占其所持股份的8.26%。本次拍卖分5笔竞拍，每笔拍卖标的物均为公司股份5880万股，其中2笔流拍，3笔被拍卖成交，自然人方泽彬以26248.32万元成交价拍得其中2笔，自然人张宇以13579.16万元成交价拍得其中1笔。本次拍卖结束后，自然人方泽彬和张宇持股比例分别为11.32%和5.66%，均成为公司前十大股东之一。

2021年6月4日，中国泛海发布《关于中国泛海控股集团有限公司2018年公开发行公司债券（第一期）兑付及展期的公告》称：经与投资者协商一致，已进行回售登记的合计票面金额为883,099,000元人民币的“18泛海G1”份额到期日调整为2021年7月20日；未进行回售登记的合计票面金额为116,900,000元人民币的“18泛海G1”份额，按债券原到期日执行，即到期日为2023年6月5日；剩余债券份额本息已于2021年6月4日自行完成兑付。

## **公司治理与战略**

#### **跟踪期内，公司高级管理人员变更频繁**

跟踪期内，公司总股本仍为51.96亿股，控股股东仍为中国泛海控股集团有限公司，实控人仍为自然人卢志强。



2020年9月，潘瑞平辞去公司副总裁职务，不再担任公司及公司控股子公司任何职务；聘任任凯为公司副总裁。

2020年10月，聘任方舟为公司副总裁。

2020年11月，张博辞去公司副董事长、董事、总裁职务，除继续在民生信托担任董事职务，将不在公司及公司其他控股子公司任职；聘任张喜芳为公司总裁。

2021年1月，冯鹤年辞去公司董事职务，除继续在民生证券及其控股子公司任职外，将不在公司及公司其他控股子公司任职；舒高勇申请辞去公司董事、副总裁、董事会秘书职务，不再担任公司及公司控股子公司任何职务。

2021年5月，方舟辞去公司副总裁职务，继续担任公司董事职务，并继续担任公司控股子公司中国通海金融执行董事、董事会副主席、执行委员会主席，民生信托监事会主席等职务；同时聘任潘瑞平为公司副总裁。

### **跟踪期内，公司积极推进民生证券等金融子公司引战，同时加大地产项目优化处置力度**

2014年初，公司提出战略转型，提出将公司打造成涵盖金融、房地产、战略投资等业务的综合性控股上市公司；2020年1月经中国证监会核准，公司行业分类由“房地产”正式变更为“金融业”的子行业“其他金融业”。跟踪期内，金融业务已发展成为公司核心业务，地产板块作为重要板块将着力优化。

跟踪期内，公司控股子公司民生证券引战工作取得重大进展，成功落实上海国资等投资者入股事宜，股权结构获得优化；此外，民生信托、亚太财险等其他金融子公司的引战工作以及融资担保、小额贷款等小金融牌照的股权合作或对外转让工作亦在积极推动中，并取得不同程度进展。未来公司将继续推进金融子公司引战事项，通过引入实力雄厚的股东，提升金融子公司发展实力及发展后劲，同时有效盘活公司资产、增加公司现金流入、改善公司财务状况。

跟踪期内，公司加大对境内外资产进行优化处置力度，完成了美国索诺玛地产项目出售和武汉中央商务区宗地20项目转让，此外部分写字楼类项目转让已进入最后的谈判或协议商讨阶段。未来，在依托湖北省武汉市对武汉中央商务区的“金融城”、“区域金融中心核心集聚区”定位，加快推进项目开发建设运营的同时，公司将采取项目融资、合作开发、股权合作、资产/股权转让等多种灵活方式，常态化、切实可行地推进资产优化处置及引战工作，以有效盘活资产并增加流动性。

## **财务分析**

### **财务概况**

泛海控股提供了2020年和2021年1~3月合并的财务报表。永拓会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2020年合并财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；公司2021年1~3月财务数据未经审计。

财政部于2017年颁布了修订后的《企业会计准则第14号—收入》（以下简称“新收入准则”），公司自2020年1月1日起开始执行新收入准则并调整财务报表列报相关项目情况，



2020 年末，公司部分会计科目较期初有所调整。

公司通过子公司武汉运营公司及深圳公司，分别向通海控股有限公司（系公司控股股东中国泛海之股东）及其子公司收购其持有的泛海经观广告传媒有限公司 100%股权、武汉泛海国际影城有限公司 100%股权及深圳泛海影城有限公司 100%股权。鉴于发生同一控制下企业合并，因此对期初数及上年同期数进行追溯调整。本报告采用的 2019 年数据为追溯调整数据。

2020 年末，公司纳入合并报表范围的公司共 199 户，其中非同一控制下企业合并增加 3 户，新设成立子公司 5 户；处置子公司 1 户。

### 资产构成与资产质量

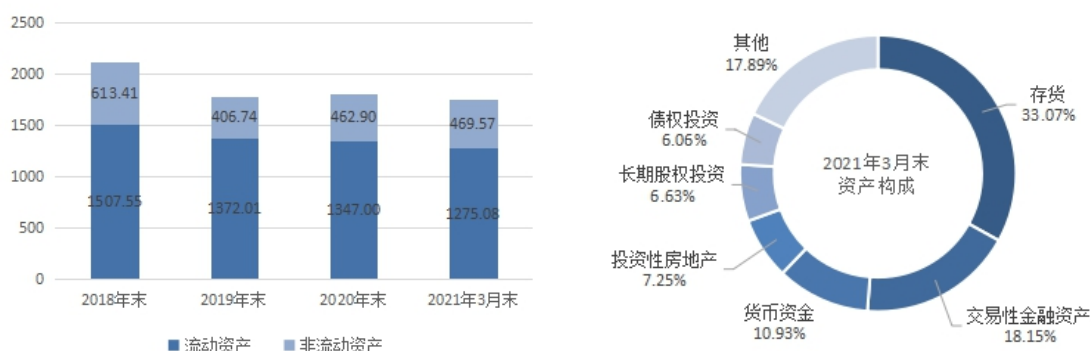
**跟踪期内公司资产规模有所波动，资产仍以存货、交易性金融资产和货币资金等流动资产为主，资产受限比例较高，对资产流动性和再融资能力形成不利影响**

2020 年末公司资产总额 1809.91 亿元，同比增长 1.75%，资产以流动资产为主。截至 2021 年 3 月末，公司资产总额为 1744.64 亿元，其中流动资产占比 73.09%。

2020 年末，公司流动资产 1347.00 亿元，存货、货币资金和交易性金融资产占比较大。2020 年末，公司存货 575.43 亿元，同比下降 5.13%，主要是系境外房地产项目计提存货跌价准备及境内房地产项目开发产品销售结转；公司存货主要为开发的房地产项目，其中开发成本占比 68.78%、开发产品占比 73.97%、一级开发成本占比 13.60%、非房地产业务占比 0.05%；计提跌价准备余额 34.06 亿元，2020 年对于在建项目根据预计未来可收回现值低于账面价值的金额计提存货跌价准备 13.34 亿元；存货周转次数为 0.02 次，周转速度仍较慢。公司货币资金主要为银行存款，跟踪期内有所增加，主要系证券子公司业务存款增加及因引战自有资金增加所致。公司交易性金融资产主要为子公司民生证券自营业务投资的证券，同比略有下降，主要是基金和信托计划的减少；2020 年末，公司交易性金融资产中债券 202.39 亿元、基金 71.51 亿元、股票 58.48 亿元、信托计划 48.22 亿元、其他（资管、不动产投资计划等）12.10 亿元。

2020 年末，公司非流动资产为 462.60 亿元，主要由投资性房地产、长期股权投资和债权投资等构成。2020 年末，公司投资性房地产为 126.72 亿元，受公司投资性物业规模增加及公允价值变动影响略有增长。2020 年末，公司长期股权投资有所减少，系持有民生银行股份减少所致；截至 2020 年末，公司通过全资子公司泛海国际股权投资有限公司持有民生银行 H 股 2.14%。债权投资主要为中国通海金融和民生信托向客户发放的以摊余成本计量的贷款，2020 年末账面余额为 105.69 亿元，其中民生信托针对个别风险项目计提信用减值损失 21.14 亿元。

图表 16 公司资产构成情况（单位：亿元）



| 项目             | 2018 年末        | 2019 年末        | 2020 年末        | 2021 年 3 月末    |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 货币资金           | 216.40         | 183.74         | 193.88         | 190.73         |
| 存货             | 926.43         | 606.57         | 575.43         | 576.94         |
| 交易性金融资产        | 156.87         | 406.21         | 392.70         | 316.72         |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>1507.55</b> | <b>1372.00</b> | <b>1347.00</b> | <b>1275.08</b> |
| 投资性房地产         | 127.99         | 126.05         | 126.72         | 126.56         |
| 长期股权投资         | 101.44         | 121.17         | 116.39         | 115.72         |
| 可供出售金融资产       | 245.65         | -              | -              | -              |
| 债权投资           | -              | 44.38          | 105.69         | 105.79         |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>613.41</b>  | <b>406.72</b>  | <b>462.90</b>  | <b>469.57</b>  |
| <b>资产总额</b>    | <b>2120.97</b> | <b>1778.72</b> | <b>1809.91</b> | <b>1744.64</b> |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从当前资产受限情况来看，截至 2020 年末，公司受限资产 877.03 亿元，主要由存货、交易性金融资产、投资性房地产和长期股权投资等构成，占资产总额的比例为 48.46%，占净资产的比例为 250.72%。公司资产受限比例较高，对资产流动性和再融资能力形成不利影响。

图表 17 截至 2020 年末<sup>14</sup>公司资产受限明细（单位：亿元、%）

| 受限科目      | 受限金额          | 账面价值           | 受限比例         | 受限原因     |
|-----------|---------------|----------------|--------------|----------|
| 货币资金      | 47.40         | 193.88         | 24.45        | 保证金及借款抵押 |
| 交易性金融资产   | 164.36        | 392.70         | 41.85        | 卖出回购交易质押 |
| 存货        | 442.34        | 575.43         | 76.87        | 借款抵押     |
| 长期股权投资    | 100.88        | 116.39         | 86.67        | 借款抵押     |
| 投资性房地产    | 119.77        | 126.72         | 94.52        | 借款抵押     |
| 固定资产      | 2.28          | 9.11           | 25.08        | 借款抵押     |
| <b>合计</b> | <b>877.03</b> | <b>1414.23</b> | <b>62.01</b> | -        |

数据来源：公司提供，东方金诚整理

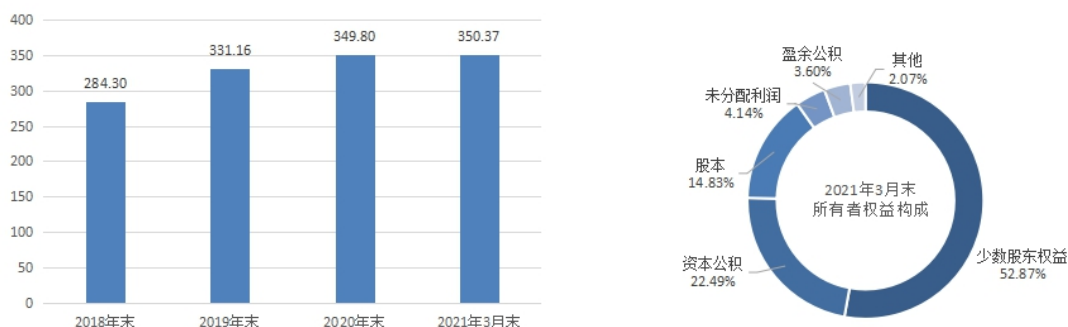
<sup>14</sup>公司未提供 2021 年 3 月末受限资产信息。

## 资本结构

### 受少数股东权益增长影响，跟踪期内公司所有者权益保持增长

2020年末及2021年3月末，公司所有者权益保持增加，主要系少数股东权益和资本公积增长所致。2020年末，公司实收资本保持不变；资本公积较2019年末增长11.70%至78.80亿元，系股本溢价所致；未分配利润大幅减少，系归属母公司所有者的净利润亏损所致；少数股东权益保持增长。

图表 18 公司所有者权益结构情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

### 跟踪期内，公司有息债务有所降低但规模仍然较大，且非标占比高，其他应付款及对外担保规模大，2021 年到期有息债务规模大，面临集中偿还压力

2020年末，公司负债总额较期初略有增长，其中流动负债占比77.82%，公司流动负债中一年内到期的非流动负债、短期借款、卖出回购金融资产款、其他应付款、代理买卖证券款和应付账款等占比较高。2020年末，公司短期借款同比增长9.59%，主要是公司为了日常经营需要，加大短期债务融资；一年内到期的非流动负债同比增长11.78%，主要系一年内到期的应付债券增加所致。公司代理买卖证券款为子公司民生证券接受客户委托，代理买卖股票、债券等金融产品而收到的款项，2020年末，随着经纪业务客户资金增加，公司代理买卖证券款有所增加。受子公司民生证券卖出回购业务规模提高影响，2020年末公司卖出回购金融资产款有所增长。2020年末，公司其他应付款有所减少，主要是土地返还款、购房意向款和往来款减少所致；截至2020年末，公司其他应付款122.78亿元，其中，土地返还款41.39亿元，购房意向款35.44亿元，往来款37.09亿元。公司应付账款主要为应付工程款、预提工程款和应付货币保证金，2020年末，公司应付账款有所增加，主要是应付工程款和应付货币保证金的增加；截至2020年末，公司应付账款55.85亿元，其中，应付工程款20.84亿元，预提工程款16.95亿元，应付货币资金保证金11.73亿元。

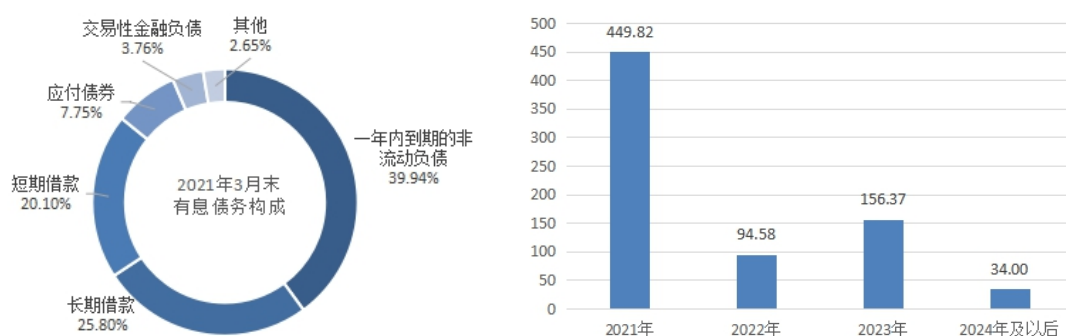
图表 19 公司负债情况（单位：亿元）

| 项目             | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 3 月末 |
|----------------|---------|---------|---------|-------------|
| 负债总额           | 1836.67 | 1447.58 | 1460.10 | 1394.27     |
| 流动负债           | 1115.17 | 1021.14 | 1136.19 | 1083.38     |
| 其中：一年内到期的非流动负债 | 339.97  | 261.74  | 292.57  | 314.80      |
| 短期借款           | 144.36  | 166.67  | 182.65  | 158.41      |
| 代理买卖证券款        | 71.24   | 93.97   | 105.26  | 99.96       |
| 卖出回购金融资产款      | 62.86   | 80.16   | 136.38  | 88.35       |
| 应付账款           | 79.12   | 53.48   | 55.85   | 58.66       |
| 其他应付款          | 125.23  | 169.06  | 122.78  | 104.60      |
| 非流动负债          | 721.50  | 426.44  | 323.91  | 310.89      |
| 其中：长期借款        | 393.04  | 211.45  | 224.15  | 203.37      |
| 应付债券           | 292.75  | 182.68  | 64.28   | 61.11       |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，2020 年末，公司长期借款为 224.15 亿元，同比有所增加；公司长期借款主要为抵押和保证借款，由子公司的存货、股权、投资性房地产作为抵押，公司提供连带责任担保。2020 年末，公司应付债券 64.28 亿元，同比有所下降；其中公司债券 53.49 亿元、中期票据 2.40 亿元、收益凭证 5.86 亿元、应付利息 2.56 亿元。

图表 20 公司全部债务构成及期限结构情况（单位：亿元、%）



| 项目        | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 3 月末 |
|-----------|---------|---------|---------|-------------|
| 短期有息债务    | 508.55  | 466.21  | 512.65  | 502.85      |
| 长期有息债务    | 707.90  | 411.26  | 307.46  | 285.35      |
| 全部有息债务    | 1216.44 | 877.47  | 820.11  | 788.21      |
| 资产负债率     | 86.60   | 81.38   | 80.67   | 79.92       |
| 长期债务资本化比率 | 71.35   | 55.39   | 46.78   | 44.89       |
| 全部债务资本化比率 | 81.06   | 72.60   | 70.10   | 69.23       |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

有息债务方面，随着出售北京项目和上海项目，公司有息债务总体有所下降但规模仍较大。2021 年 3 月末，公司有息债务 788.21 亿元<sup>15</sup>，债务结构以短期有息债务规模为主；剔除预收款项后的资产负债率和全部债务资本化比率分别为 79.50%和 68.25%，债务负担较重。

<sup>15</sup>不包含其他短期有息债务。



从公司债务期限结构<sup>16</sup>来看，在债券不提前回售的情况下，大部分债务将集中于未来三年到期，面临集中偿还压力。2021年公司刚兑债务将主要由2021年到期的信用债、非标融资和应付有息债务利息构成。截至本报告出具日，公司将于2021年内到期/回售的信用债本金42.50亿元，境外高级债券约27.69亿元，非标产品债务规模约为153.07亿元，以及由全部有息债务综合融资成本约8.59%，计算得出2021年利息支出约为60亿元。由此预计，2021年公司刚兑债务金额约为283.26亿元。

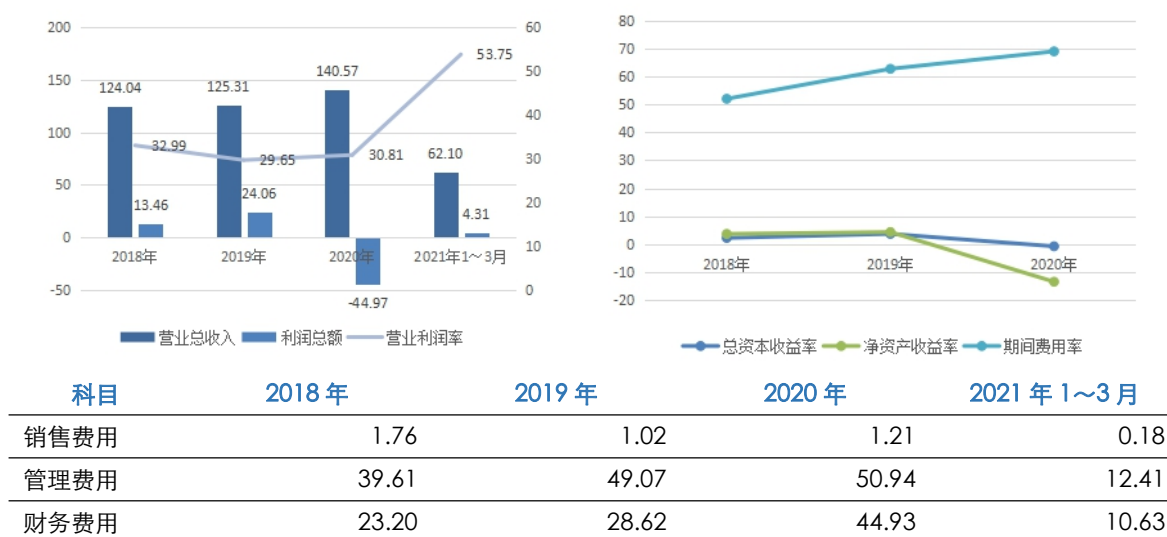
对外担保方面，截至2020年末，公司为商品房承购人提供抵押贷款担保累计余额为65.84亿元。截至2020年末，公司对外担保（不包括对子公司的担保）余额为209.39亿元，担保比率为59.86%，对外担保企业为北京泛海东风置业有限公司和母公司中国泛海，担保金额分别为101.28亿元和108.12亿元。公司对外担保比率较高，存在一定的代偿风险。

### 盈利能力

跟踪期内，公司营业总收入保持增长，受美国地产项目和民生信托风险项目等计提大额减值准备影响，公司利润出现较大亏损，盈利能力下滑

2020年公司营业总收入保持增长，营业利润率有所提高；利润总额为-44.97亿元，主要系公司对美国地产项目、印度尼西亚电厂及相关商誉计提了大额资产减值准备，同时针对民生信托个别风险项目计提了大额减值准备所致。2020年，公司计提资产减值损失19.58亿元，计提信用减值损失25.23亿元。2020年，受财务费用大幅增加影响，公司期间费用率显著提高；总资产收益率、净资产收益率均有所下降，公司盈利能力下滑。

图表 21 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

2021年1~3月，公司营业总收入为62.10亿元，同比增长165.94%，利润总额为4.31亿元，主要是去年同期营业总收入受疫情影响大幅下滑所致。考虑到公司土地储备充足，随着可售项目货值释放，叠加金融业务稳步发展等因素，预计未来盈利能力将有望好转。

<sup>16</sup>公司债务期限结构中不含应付票据、交易性金融负债、应付债券中收益凭证、利息费用及未确认的融资费用等，因此合计值与全部有息债务存在差异。

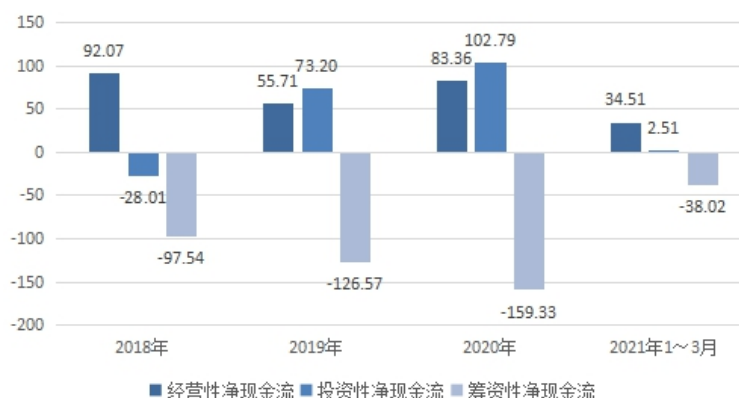
## 现金流

跟踪期内，公司经营性净现金流的流入规模有所增加，投资性净现金流表现为大规模流入，筹资活动净现金流持续为负，融资能力下降明显

2020年，公司经营性净现金流83.36亿元，净流入规模有所增加，主要是回购业务资金净增加额和收取利息、手续费及佣金的现金增加所致；投资性净现金流表现为大额净流入，主要是收回投资所收到的现金大幅增加。同期，公司筹资活动净现金流-159.33亿元，表现为大规模净流出，主要是公司加大还款规模所致，融资能力下降明显；2020年，公司取得借款所收到的现金212.77亿元。

2021年1~3月，公司经营性净现金流为34.51亿元，保持净流入；投资性净现金流为2.51亿元；筹资活动净现金流为-38.02亿元。

图表 22 公司现金流情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

## 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2020年末，公司流动比率和速动比率均有所降低；货币资金对短期债务的覆盖倍数不高，且2020年继续下降；经营性净现金流对流动负债的保障程度有所好转。

根据东方金诚测算，在不考虑资本支出因素情况下，公司2020年刚兑债务规模约为283.26亿元，第一还款来源经营性净现金流对刚兑债务保障能力不高；资产变现方面，公司将继续转让民生证券股权融资约20亿元，出售境内资产约10亿元，公司境外资产处置受疫情影响存在较大不确定性；根据公司融资计划，2021年公司获批境外高级债券额度9.26亿美元等。综合来看，公司短期内将面临较高偿债压力。

从长期偿债能力指标来看，由于公司2020年出现较大亏损，EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA大幅下降，长期偿债能力较弱。

跟踪期内，公司偿债能力减弱，资金流动性压力大。截至本报告出具日，公司于2021年5月23日到期的2.80亿美元债，发行利率14.5%，其中约1.46亿美元已通过发行私募票据，置换等额面值的美元债券并将进行注销，剩余约1.34亿美元债券本金及利息计划在2021年8月23日前兑付。

图表 23 公司偿债能力主要指标（%、倍）

| 指标名称        | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年  | 2021 年 3 月 |
|-------------|--------|--------|---------|------------|
| 流动比率        | 135.19 | 134.36 | 118.55  | 117.69     |
| 速动比率        | 52.11  | 74.96  | 67.91   | 64.44      |
| 货币资金/短期债务   | 0.43   | 0.39   | 0.38    | 0.38       |
| 经营现金流动负债比   | 8.26   | 5.46   | 7.34    | -          |
| EBITDA 利息倍数 | 0.46   | 0.73   | -0.08   | -          |
| 全部债务/EBITDA | 31.90  | 15.70  | -153.85 | -          |

资料来源：公司提供，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 2021 年 5 月 26 日，公司本部未结清贷款无不良类贷款，已结清信贷中存在 8 笔关注类贷款、4 笔不良类贷款。根据公司提供的说明，其中 4 笔关注类和 1 笔不良类贷款主要系银行系统及还款日恰逢周六日等问题所致，另外 4 笔关注类和 3 笔不良类贷款在到期前已于各银行谈定展期方案，公司已于 2007 年之前将相应本息归还。除上述情况外，公司在银行贷款方面不存在其他不良信用记录。截至本报告出具日，公司境内存续债券付息正常，境外美元债部分展期至 2021 年 8 月 23 日兑付。

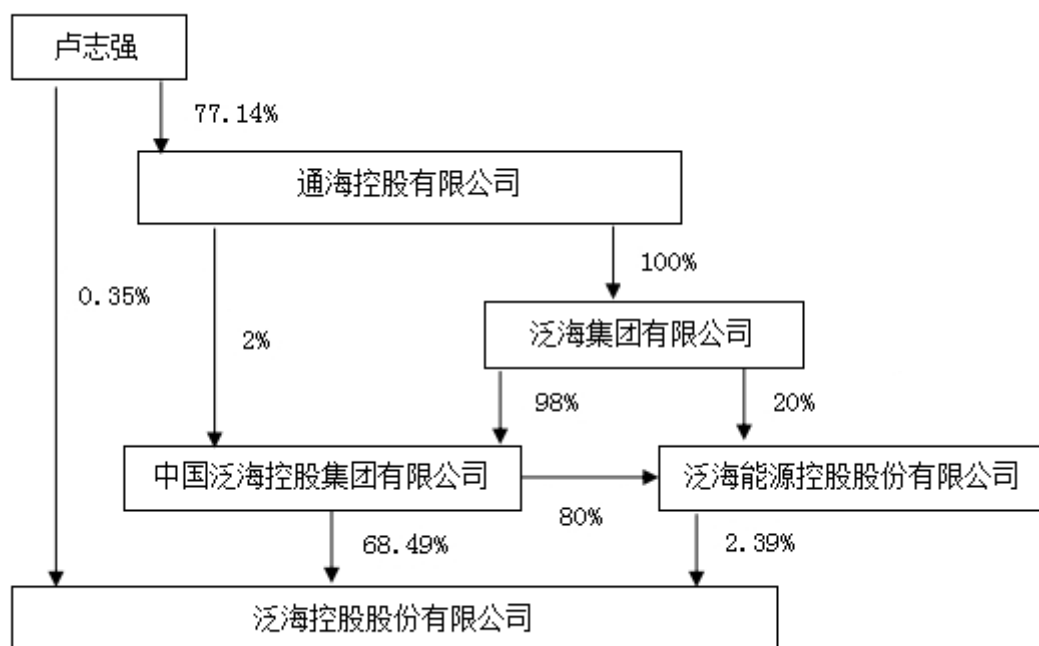
## 抗风险能力及结论

公司金融业务涵盖证券、信托、保险等主要金融业态，拥有民生证券、民生信托、亚太财险等子公司，跟踪期内金融业务收入保持增长，对公司收入和利润的贡献保持增长；跟踪期内，公司国内房地产开发业务项目布局以武汉为主，开发经验丰富，具备多业态开发能力，在区域市场仍具有较强的竞争力。

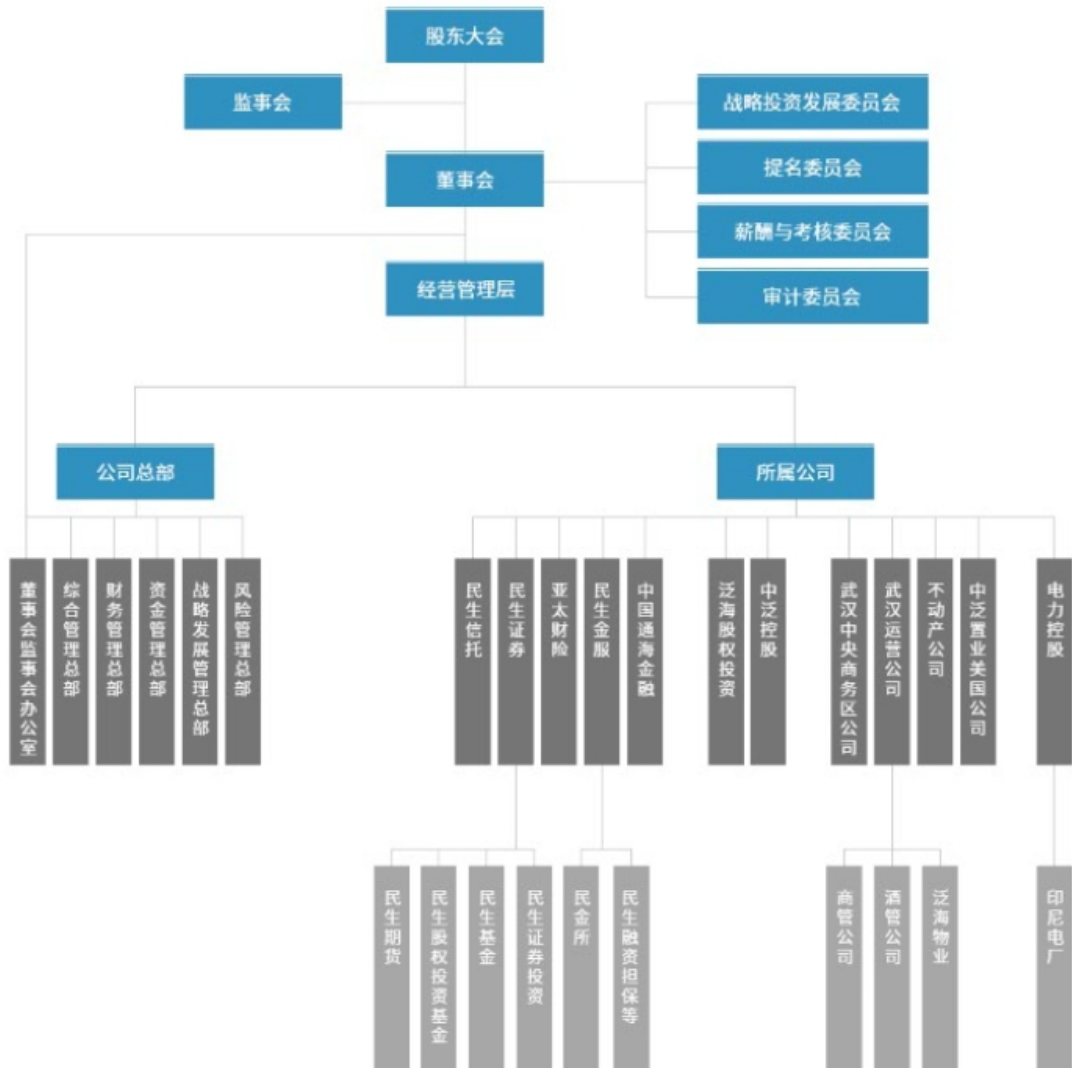
同时，东方金诚也关注到，公司证券业务收益稳定性易受证券市场波动的影响，跟踪期内，公司对民生证券的持股比例大幅下降，且拟继续转让民生证券股权；受风险事件影响，信托业务出现较大亏损，不良资产率较高，未来仍面临持续大额损失风险；公司国内房地产项目集中于武汉市，疫情对其开发进度、销售和回款形成一定负面影响，且公司位于美国的房地产项目垫资严重，已计提大额减值损失，旧金山项目终止出售，涉诉金额较大；公司在建及拟建项目未来投资规模较大，在当前房地产市场调控政策环境影响下，仍将面临较大的资金压力；公司资产受限比例较高，有息债务规模大且非标占比高，其他应付款及对外担保规模大，2021 年到期有息债务规模大，面临集中偿还压力；公司境外美元债利息成本高，且部分出现展期，境内部分借款尚未清偿完毕，控股子公司涉诉及被执行记录明显增多，子公司名下多处不动产被查封及冻结，资产流动性减弱；跟踪期内，控股股东中国泛海所持公司部分股份被冻结和司法拍卖，境内公司债展期，资金流动性压力大。

综上所述，东方金诚维持泛海控股主体信用等级为 A，评级展望负面，并维持“20 泛控 03”信用等级为 A。

附件一：截至 2021 年 3 月末公司股权结构图



## 附件二：截至 2021 年 3 月末公司组织结构图





### 附件三：公司主要财务数据及指标

| 项目名称              | 2018 年  | 2019 年  | 2020 年  | 2021 年 3 月 |
|-------------------|---------|---------|---------|------------|
| <b>主要财务数据及指标</b>  |         |         |         |            |
| 资产总额（亿元）          | 2120.97 | 1778.75 | 1809.91 | 1744.64    |
| 所有者权益（亿元）         | 284.30  | 331.16  | 349.80  | 350.37     |
| 负债总额（亿元）          | 1836.67 | 1447.58 | 1460.10 | 1394.27    |
| 短期债务（亿元）          | 508.55  | 466.21  | 512.65  | 502.85     |
| 长期债务（亿元）          | 707.90  | 411.26  | 307.46  | 285.35     |
| 全部债务（亿元）          | 1216.44 | 877.47  | 820.11  | 788.21     |
| 营业收入（亿元）          | 50.07   | 30.55   | 21.97   | 35.76      |
| 利润总额（亿元）          | 13.46   | 24.06   | -44.97  | 4.31       |
| 净利润（亿元）           | 10.33   | 14.26   | -47.20  | -0.20      |
| EBITDA（亿元）        | 38.13   | 55.89   | -5.33   | -          |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 92.07   | 55.71   | 83.36   | 34.51      |
| 投资活动产生的现金流量净额（亿元） | -28.01  | 73.20   | 102.79  | 2.51       |
| 筹资活动产生的现金流量净额（亿元） | -97.54  | -126.57 | -159.33 | -38.02     |
| 毛利率（%）            | 50.43   | 48.22   | 51.72   | 79.55      |
| 营业利润率（%）          | 32.99   | 29.65   | 30.81   | 53.75      |
| 销售净利率（%）          | 20.63   | 46.70   | -214.85 | -0.57      |
| 总资本收益率（%）         | 2.21    | 3.66    | -0.80   | -          |
| 净资产收益率（%）         | 3.63    | 4.31    | -13.49  | -          |
| 总资产收益率（%）         | 0.49    | 0.80    | -2.61   | -          |
| 资产负债率（%）          | 86.60   | 81.38   | 80.67   | 79.92      |
| 长期债务资本化比率（%）      | 71.35   | 55.39   | 46.78   | 44.89      |
| 全部债务资本化比率（%）      | 81.06   | 72.60   | 70.10   | 69.23      |
| 货币资金/短期债务（倍）      | 0.43    | 0.39    | 0.38    | 0.38       |
| 非筹资性现金净流量债务比率（%）  | 5.27    | 14.69   | 22.70   | -          |
| 流动比率（%）           | 135.19  | 134.36  | 118.55  | 117.69     |
| 速动比率（%）           | 52.11   | 74.96   | 67.91   | 64.44      |
| 经营现金流流动负债比（%）     | 8.26    | 5.46    | 7.34    | -          |
| EBITDA 利息倍数（倍）    | 0.46    | 0.73    | -0.08   | -          |
| 全部债务/EBITDA（倍）    | 31.90   | 15.70   | -153.85 | -          |
| 应收账款周转率（次）        | 2.99    | 2.83    | 2.09    | -          |
| 销售债权周转率（次）        | 2.98    | 2.82    | 2.09    | -          |
| 存货周转率（次）          | 0.03    | 0.02    | 0.02    | -          |
| 总资产周转率（次）         | 0.03    | 0.02    | 0.01    | -          |
| 现金收入比（%）          | 218.99  | 135.01  | 150.10  | 76.14      |

#### 附件四：主要财务指标计算公式

| 指标                | 计算公式                                                                                   |
|-------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| 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 (%)         | $(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$                |
| 销售净利率 (%)         | $\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$                                                |
| 净资产收益率 (%)        | $\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$                                               |
| 总资本收益率 (%)        | $(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$ |
| 总资产收益率 (%)        | $\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$                                                |
| 资产负债率 (%)         | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$                                               |
| 长期债务资本化比率 (%)     | $\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$                              |
| 全部债务资本化比率 (%)     | $\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$                |
| 担保比率 (%)          | $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$                                              |
| EBITDA 利息倍数 (倍)   | $\text{EBITDA} / \text{利息支出}$                                                          |
| 全部债务/EBITDA (倍)   | $\text{全部债务} / \text{EBITDA}$                                                          |
| 货币资金/短期债务 (倍)     | $\text{货币资金} / \text{短期债务}$                                                            |
| 非筹资性现金净流量债务比率 (%) | $(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$             |
| 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 (%)    | $\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$                                    |
| 应收账款周转率 (次)       | $\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$                                                        |
| 销售债权周转率 (次)       | $\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$                                      |
| 存货周转率 (次)         | $\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$                                                          |
| 总资产周转率 (次)        | $\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$                                                          |
| 现金收入比率 (%)        | $\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$                                     |

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销  
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务  
 短期债务=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+其他短期债务  
 全部债务=长期债务+短期债务  
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

## 附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

| 等级  | 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，有较高违约风险   |
| 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 级和 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。

## 权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。