

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0468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“17 泛海 MTN001”、“18 泛海 MTN001”、“19 泛控 01”、“19 泛控 02”、“20 泛控 01”、“20 泛控 02”和“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 C，同时维持“17 泛海 MTN001”、“18 泛海 MTN001”、“19 泛控 01”、“19 泛控 02”、“20 泛控 01”、“20 泛控 02”和“20 泛控 03”信用等级为 C。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任



二〇二二年六月二十四日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不对资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2022年6月24日



泛海控股股份有限公司主体及 相关债项2022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	
C		2022/6/24	C	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.是否满足模型假设否			
17 泛海 MTN001	C	C	受评主体持续经营存在重大不确定性，不满足模型假设。			
18 泛海 MTN001	C	C	2.基础评分模型			
19 泛控 01	C	C	一级指标	二级指标	权重（%）	得分
19 泛控 02	C	C	业务竞争力	市场地位	24.00	-
20 泛控 01	C	C		业务多样性	16.00	-
20 泛控 02	C	C	风险管理和盈利水平	资产质量	21.00	-
20 泛控 03	C	C		净资产收益率	9.00	-
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”。			偿债能力	短期债务占比	4.50	-
				全部债务资本化比率	6.00	-
				资产负债率	4.50	-
				净资产	15.00	-
主体概况			3.基础模型参考等级-			
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。			4.评级调整因素-			
			公司流动性极为紧张，已存在大规模债务逾期，部分债券已到期未偿付，公司 2021 年审计报告提示与持续经营相关的重大不确定性			
			5.主体信用等级C			
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：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”。

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。

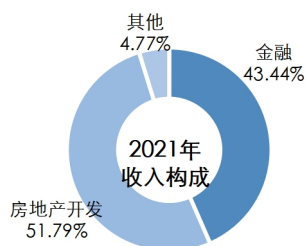
评级观点

跟踪期内，公司存在大额到期未偿付款项，全部债务规模仍较大，存续信用债均已逾期未足额兑付，流动性极为紧张；公司对民生证券的持股比例下降至 31.03%，且所持民生证券股份有限公司均因涉诉被法院冻结，自 2021 年 8 月起不再将民生证券纳入公司合并财务报表的合并范围；受投资的金融资产发生风险确认公允价值变动损失和投资损失影响，2021 年民生信托收入大幅下降，当期计提大额信用减值损失，净利润亏损规模扩大；跟踪期内，公司房地产项目施工进度缓慢，位于美国的房地产项目垫资严重，累计计提减值损失 56.80 亿元；在建及拟建项目未来投资规模较大，面临资金支出压力；货币资金大幅下降，资产受限比例高，对资产流动性和再融资能力形成不利影响；永拓会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021 年财务报表进行了审计，并出具了保留意见的审计报告。

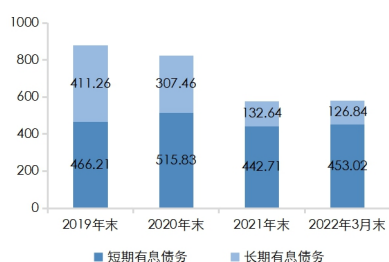
综合分析，东方金诚维持泛海控股主体信用等级为 C，并维持“17 泛海 MTN001”、“18 泛海 MTN001”、“19 泛海 01”、“19 泛海 02”、“20 泛海 01”、“20 泛海 02”和“20 泛海 03”信用等级为 C。

主要指标及依据

2021 年收入构成



公司有息债务结构（单位：亿元）



主要数据和指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	1778.75	1820.01	1102.45	1098.84
所有者权益(亿元)	331.16	349.80	137.73	128.02
全部债务(亿元)	877.47	823.29	575.35	579.86
营业总收入(亿元)	125.31	140.57	149.23	22.84
利润总额(亿元)	24.06	-44.97	-130.90	-10.51
经营性净现金流(亿元)	55.71	83.36	106.25	-0.13
营业利润率(%)	29.65	30.81	40.35	26.39
资产负债率(%)	81.38	80.78	87.51	88.35
流动比率(%)	134.36	118.23	77.35	75.85
全部债务/EBITDA(倍)	15.70	-154.44	-7.63	-
EBITDA 利息倍数(倍)	0.73	-0.08	-1.27	-

注：表中数据来源于公司 2019 年~2021 年的审计报告及 2022 年 1~3 月未经审计的合并财务报表，2019 年财务数据为 2020 年审计报告期初数；2020 年财务数据为 2021 年审计报告期初数。

关注

- 跟踪期内，公司存在大额到期未偿付款项，全部债务规模仍较大，存续信用债均已逾期未足额兑付，流动性极为紧张；
- 公司对民生证券的持股比例下降至 31.03%，且所持股份均因涉诉被法院冻结，自 2021 年 8 月起民生证券不再纳入公司的合并范围；
- 受投资的金融资产发生风险确认公允价值变动损失和投资损失影响，2021 年民生信托收入大幅下降，当期计提大额信用减值损失，亏损规模扩大，期末不良资产率较高，未来仍面临持续大额损失风险；
- 受车险综改、河南客户水灾等因素影响，公司保险业务 2021 年出现较大亏损；
- 跟踪期内，公司房地产项目施工进度缓慢，位于美国的房地产项目垫资严重，累计计提减值损失 56.80 亿元；
- 公司在建及拟建项目未来投资规模较大，在当前房地产市场持续调控及行业融资环境偏紧的背景下，考虑到公司当前流动性紧张、再融资能力弱，面临较大资金压力；
- 控股股东中国泛海持有公司股份被质押比例极高且被完全冻结，公司存在实际控制人变更风险；
- 公司货币资金大幅下降，资产受限比例高，对资产流动性和再融资能力形成不利影响；
- 永拓会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021 年财务报表进行了审计，并出具了保留意见的审计报告。

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
C	C	2021/8/30	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)》	阅读原文
BB/负面	BB	2021/8/27	谢瑞、汪欢		阅读原文
A/负面	A	2021/5/26	谢瑞、汪欢		阅读原文
AA-/负面	AA-	2021/5/18	谢瑞、汪欢		阅读原文
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		阅读原文
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)	阅读原文
AA+/稳定	AA+	2016/5/5	朱林、王莹莹		阅读原文
AA/稳定	AA	2015/7/10	葛新景、李晓光		阅读原文

注：经过多次级别调整，2021年8月30日公司主体信用等级被下调至C。

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
17 泛海 MTN001	2021/8/30	14.00	2017/3/20-2022/3/20	-	-
18 泛海 MTN001	2021/8/30	7.00	2018/8/29-2023/8/29	-	-
19 泛控 01	2021/8/30	5.50	2019/7/9-2022/7/9	连带责任保证担保	中国泛海/终止评级
19 泛控 02	2021/8/30	5.00	2019/12/25-2022/12/25	连带责任保证担保	中国泛海/终止评级
20 泛控 01	2021/8/30	12.00	2020/1/23-2023/1/23	连带责任保证担保；实际控制人卢志强个人担保；股权质押担保	中国泛海/终止评级
20 泛控 02	2021/8/30	4.00	2020/2/27-2023/2/27	连带责任保证担保	中国泛海/终止评级
20 泛控 03	2021/8/30	7.00	2020/4/29-2023/4/29	-	-

注：“17 泛海 MTN001”和“18 泛海 MTN001”附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权；
“19 泛控 01”、“19 泛控 02”、“20 泛控 01”、“20 泛控 02”和“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；
因公司未能按期、足额偿付“18 泛海 MTN001”回售部分债券本息及未回售部分债券利息，触发了“17 泛海 MTN001”之交叉保护条款，“17 泛海 MTN001”兑付日由2022年3月20日调整至2021年12月1日；
“19 泛控 02”、“20 泛控 02”和“20 泛控 03”已分别于2021年12月27日、2022年2月28日和2022年4月29日摘牌。

跟踪评级原因

根据相关监管要求及泛海控股股份有限公司（以下简称“泛海控股”或“公司”）相关债项的跟踪评级安排，东方金诚进行本次定期跟踪评级¹。

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2022年3月末，公司总股本为519620.07万股，中国泛海持有公司股份317724.76万股，占公司总股本的61.146%，是公司的控股股东，自然人卢志强直接和间接持有公司约63.88%的股份，为公司实际控制人。根据公司发布的相关公告，截至2022年4月12日，中国泛海及其一致行动人泛海能源（不包括公司实际控制人卢志强）合计持有公司330124.76万股，占公司总股本的63.532%；累计被质押330116.76万股，占其持有公司股份的99.998%，占公司总股本的63.530%；同时中国泛海持有的公司股份已经全部被冻结。

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”），其中民生证券自2021年8月起不再纳入公司合并报表范围，但公司仍持有其约31.03%股份，系其第一大股东。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2022年3月末，公司资产总额1098.84亿元，所有者权益128.02亿元，资产负债率为88.35%。2021年及2022年1~3月，公司实现营业总收入分别为149.23亿元和22.84亿元，利润总额分别为-130.90亿元和-10.51亿元。

¹ 公司未安排访谈，本报告根据公司提供的年度报告等相关资料撰写。

债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国银行间市场交易商协会“中市协注[2016]MTN641号”文核准，公司于2017年3月发行14.00亿元中期票据，债券简称“17 泛海 MTN001”，票面利率为6.49%，期限5年，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，起息日为2017年3月20日，到期日为2022年3月20日，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；于2018年8月发行7.00亿元中期票据，债券简称“18 泛海 MTN001”，票面利率为8.50%，期限5年，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，起息日为2018年8月29日，到期日为2023年8月29日，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

经中国证监会证监许可[2019]579号文核准，公司于2019年7月发行5.50亿元公司债，债券简称“19 泛控 01”，票面利率7.50%，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；于2019年12月发行5.00亿元公司债，债券简称“19 泛控 02”，票面利率7.50%，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；于2020年1月发行12.00亿元公司债，债券简称“20 泛控 01”，票面利率7.50%，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；于2020年2月发行4.00亿元公司债，债券简称“20 泛控 02”，票面利率7.50%，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；于2020年4月发行7.00亿元公司债，债券简称“20 泛控 03”，票面利率7.50%，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，“17 泛海 MTN001”、“18 泛海 MTN001”、“19 泛控 01”、“19 泛控 02”、“20 泛控 01”、“20 泛控 02”和“20 泛控 03”募集资金均已全部按照募集资金用途使用。

截至付息日及回售部分兑付日终，公司未能按照约定筹措足额偿付资金，不能按期足额偿付“17 泛海 MTN001”、“18 泛海 MTN001”、“19 泛控 01”、“19 泛控 02”、“20 泛控 01”、“20 泛控 02”和“20 泛控 03”应付利息及回售部分债券本金，上述债券均已构成实质性违约。其中，“19 泛控 02”、“20 泛控 02”和“20 泛控 03”已分别于2021年12月27日、2022年2月28日和2022年4月29日摘牌。

宏观经济与政策环境

疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中3月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位数高增长。2022年一季度GDP同比增速为4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度GDP增速较2021年四季度回升0.8个百分点，主要原因

是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长6.5%，明显高于同期GDP增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在3月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在4月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度GDP同比增速将小幅回落至4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3月PPI同比涨幅达到8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费偏缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3月CPI同比涨幅仅为1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达1.5万亿元的增值税留抵退税政策在4月1日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%，较上年小幅下调0.4个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

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

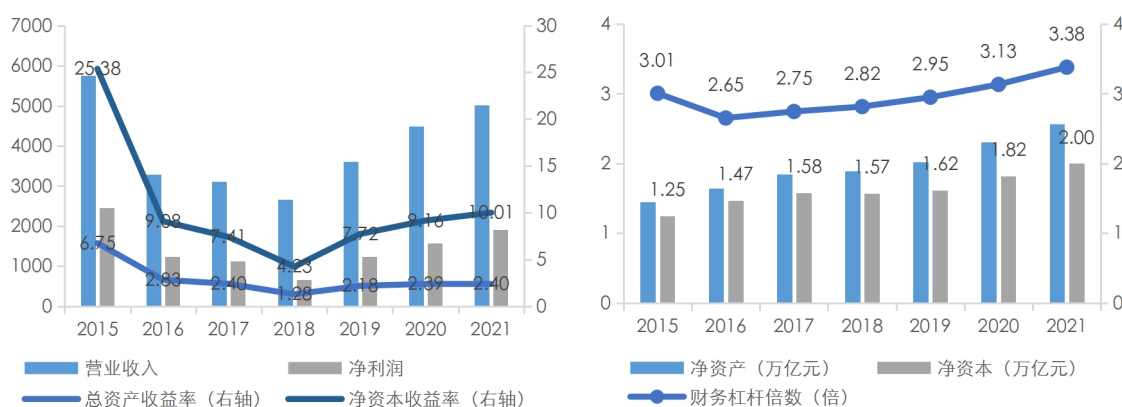
政策红利有望拓宽券商展业空间，预计证券公司盈利持续改善，差异化转型持续深入，未来行业马太效应或将更加凸显

2021年，在深化金融供给侧结构性改革下，多项利好资本市场政策出台，券商展业空间进一步打开，多业务驱动证券公司营业收入和净利润在高基数下保持增长态势，行业景气度延续。随着券商投顾增长较快，公募业务贡献高盈利，以及居民财富向资本市场转移趋势的加持，证券公司持续推进主动管理型资管业务转型。政策支持下券商财富管理、投行等轻资产业务差异化竞争将持续深入，同时监管趋严将使投行业务两极分化更趋明显。券商资本补充动力明显增强，公司次级债规模大幅上升，行业流动性保持较好水平，财务杠杆倍数保持上升但仍处于低位，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，在结构性行情的加持下，自营业务持续超过经纪业务成为券商第一大收入来源。证券公司股质业务风险基本化解，两融业务收入贡献持续上升，券商信用质量延续向好态势，但市场波动加剧将对自营业务产生负面影响。此外，在监管处罚力度全面趋严且合规管控成为券商增资、融资及业务拓展的重要影响因素下，券商行业两极分化进一步加剧，部分民营类券商公司治理缺失、投行等业务缺乏合规程序等问题加速暴露。

在行业竞争格局方面，资本市场改革推动证券行业差异化、特色化竞争格局的形成。大型券商加大业务多元化布局，市场地位稳固，未来行业马太效应或将更加凸显。中小券商内部分化加剧，随着科创板、创业板及北交所注册制改革举措的落地，具有地域优势及特色化发展优势券商将明显受益于政策红利。此外，伴随我国金融市场对外开放持续深化，外资券商加速布局中国市场，行业竞争态势进一步加剧。

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

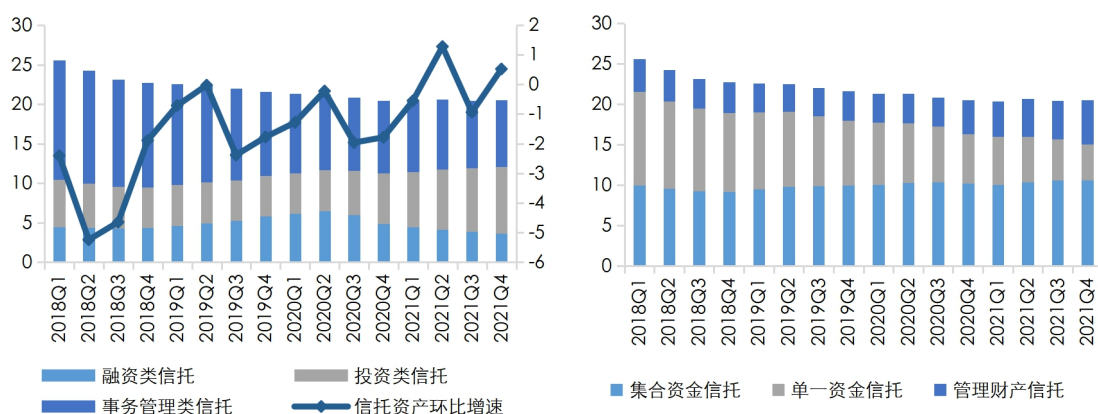
随着监管机构对信托行业监管加强和规范，目前信托行业仍处于向主动管理类业务转型的过渡阶段，信托业务规模下降趋势放缓，信托资产结构逐步优化

2021年，信托行业继续响应监管号召，持续推进业务转型，信托资产规模整体仍然延续下行趋势。但随着“资管新规”过渡期接近尾声，信托公司业务结构整改已取得一定成效，行业主动管理能力提升，信托业务规模降幅呈现环比趋缓态势。截至2021年末，信托业受托管理的信托资产余额20.55万亿元，同比增长0.29%，增速系2018年行业下行期以来首次止跌回升。

从资产功能来看，2018~2021年事务管理类信托持续压降，各年度分别压降2.4万亿元、2.6万亿元、1.5万亿元和0.72万亿元。截至2021年末，事务管理类信托规模为8.47万亿元，较上年末下降7.85%，占信托资产总额的比重进一步下降至41.20%，占比较上年末下降3.64个百分点。随着事务管理类信托规模与占比不断下降，且内部结构发生较大变化，逐步由通道信托驱动的事务管理类信托向服务信托驱动的事务管理类信托转型，金融机构之间多层嵌套、资金空转现象明显减少。2020年以来，银保监会陆续公布和下发《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）和《关于信托公司风险处置相关工作的通知》²（以下简称“《通知》”），融资类信托业务规模明显收缩，投资类信托业务成为主动管理信托最主要的产品形式。截至2021年末，信托行业融资类、投资类余额分别为3.58万亿元、8.50万亿元，较上年末分别下降26.28%和增长31.92%。

根据《资管新规》和《征求意见稿》要求，未来信托行业非标资金池类信托和融资类产品规模受限，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

² 《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”。

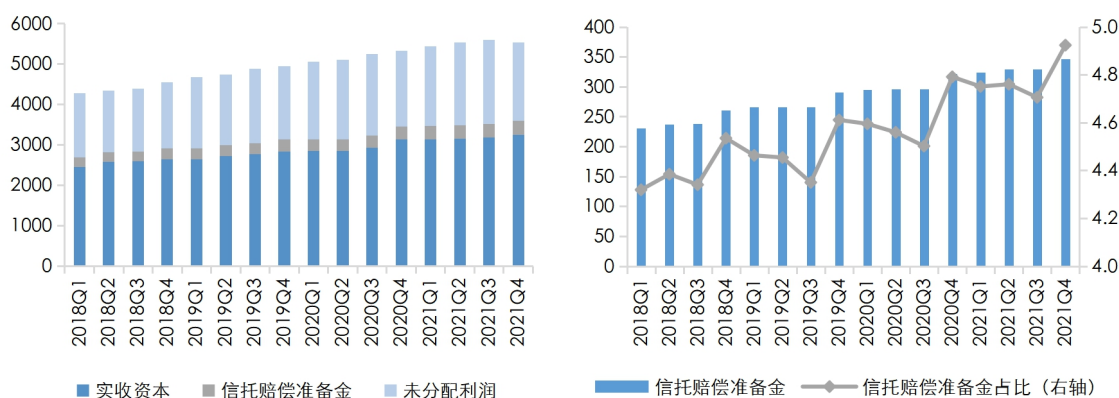
信托行业整体资本实力提升，随着信托赔偿准备金计提力度增强和问题信托公司的不断出清，行业整体风险防控能力提升

从所有者权益的构成来看，截至 2021 年末，信托业实收资本合计 3256.28 亿元，同比增长 3.81%，信托行业整体资本实力持续增强。由于《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。2021 年信托行业增资热度有所减缓，全年合计有 11 家信托公司增资扩股（包括利润或资本公积转增），合计增资金额为 149.79 亿元，较 2020 年大幅减少 143.22 亿元。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%。2021 年以来，由于实体经济和房地产行业信用风险持续暴露，信托行业风险化解压力仍然较大。根据 2021 年 4 月 16 日，中国东方资产管理股份有限公司发布的《中国金融不良资产市场调查报告（2021）》测算，信托资产实际风险率水平在 5% 以上。为进一步提升风险抵御能力，信托公司加大信托赔偿准备金计提力度。截至 2021 年末，信托公司赔偿准备金合计规模为 346.28 亿元，较年初增长 5.04%，占净资产的比重为 4.92%。

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、异地经营、房地产信托风险等问题。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³；2021 年 2 月，大连市人民政府会同金融管理部门派出工作组指导、督促华信信托公司治理建设和风险处置工作⁴；2021 年 6 月，四川信托实际控制人因背信运用受托财产罪被刑事拘留。监管高压下，预计行业公司治理和信托资产管理将进一步规范，整体风险将逐步出清。

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

³ 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。

⁴ 同月，华信信托相关工作人员因违规发放贷款、背信运用受托财产等犯罪行为，受到公安部门传唤到案。

房地产行业

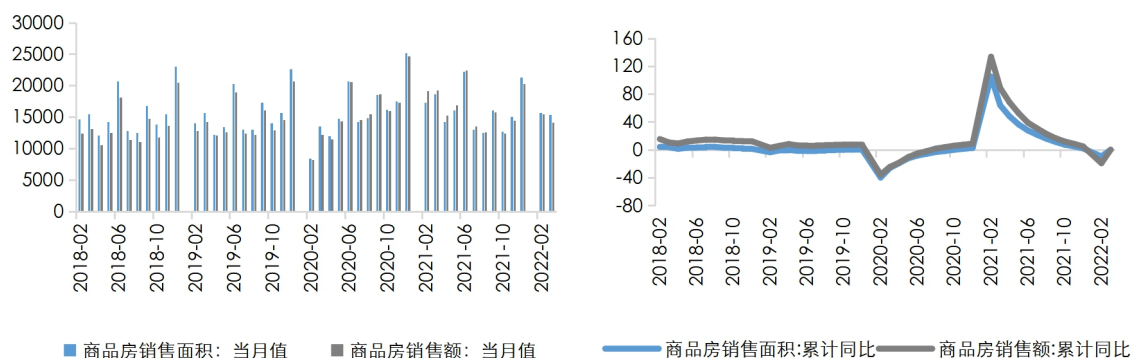
2022年第一季度房地产销售同比下降，预计在房企资金紧张、市场信心短期尚难恢复的综合影响下，下游需求仍将偏弱，全年销售面积难有显著回升

2021年，行业销售规模继续保持增长，但市场需求下降叠加房企债务负担加重导致的推盘销售节奏放缓等因素影响，销售业绩呈现“前高后低”，全年商品房销售面积为17.94亿平方米，累计同比增长1.9%；商品房销售额18.19万亿元，累计同比增长4.8%。同期，商品房销售均价为10139.1元/平方米，总体呈小幅上涨态势。2022年1~3月，行业继续调整，行业呈现“量价齐跌”态势，销售增速有所下滑，国内商品房销售面积3.10亿平方米，同比下降13.8%；商品房销售金额2.97万亿元，同比下降22.7%，销售下降主要系房企资金紧张，部分企业财务风险尚未化解，同时2021年第一季度基数较高所致。

2022年1~3月，房地产开发企业到位资金3.82万亿元，累计同比下降19.6%。其中自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款分别为1.24万亿元、1.23万亿元和0.64万亿元，累计同比增速分别为-4.8%、-31.0%和-18.8%。

当前房地产行业仍处于深度调整阶段，政策仍维持“房住不炒”的总基调不变。信贷方面，房企的合理融资需求将逐步得到支持，但现阶段部分房企债务负担依然较大，存在流动性压力，市场信心的修复仍需一定时间；同时，在资金紧张的情况下，建安投资和拿地支出难以维持高速增长，供应不足将对销售规模产生限制，总体来看，2022年房地产行业下游需求仍将偏弱，销售面积增速难有显著回升。

图表4：全国商品房销售情况（万平方米、亿元、%）



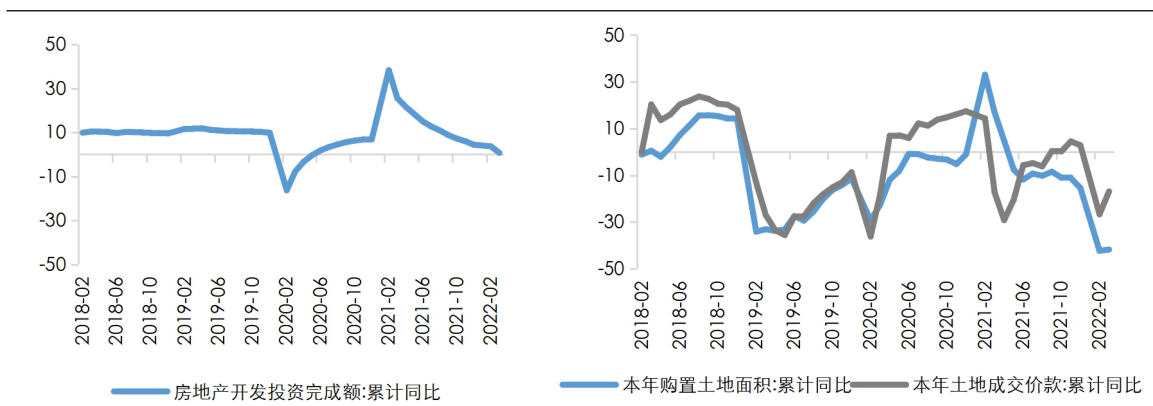
数据来源：Wind，东方金诚整理

一季度国内房地产开发投资增速同比有所下滑，考虑到房企资金紧张导致拿地规模有限且建安支出乏力，预计全年投资增速或将继续下降

2021年，银行“两道红线”和房企“三道红线”的出台使得房企资金面收紧，22个重点城市采取“双集中”供地也对企业土地拓展形成挑战，全年国内房地产开发投资完成额14.76万亿元，同比增长4.40%，累计增速同比下降2.60个百分点。2022年1~3月，国内房地产开发投资额2.78万亿元，同比增长0.70%，累计增速同比下降24.90个百分点。投资增速的下降

主要系房企在手资金紧张同时融资环境收紧，导致房企土地购置意愿和能力均显著下降，同时新开工和竣工进度受到较大负面影响，对投资增速形成拖累。

图表 5：全国房地产开发投资及土地购置情况（%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

预计 2022 年，作为链接国内大循环的关键齿轮，在“保施工、保交付”的前提下，房企将加大项目销售回款力度，同时仍存在一定补库存需求，将对新开工及施工形成一定支撑；但另一方面，房企资金链紧张叠加下游需求不足，房企对项目新开工将保持谨慎态度，同时资金紧张以及房企信用风险爆发导致的关联行业波动下，项目施工进度难有保障，建安投资支出或将走弱；拿地方面，房企拿地能力和拿地意愿依旧不足，预计高流拍率和低溢价率仍将成为土地市场的常态，土地市场短期内难有显著回暖，拿地规模的下降使得投资规模失去有力支撑，预计全年投资增速将继续下降，或将出现负增长。

房地产金融长效机制稳步推进，部分前期依赖高杠杆经营的房企信用风险加速暴露，目前“稳地产”信号不断释放，长期看有助于促进行业平稳健康发展

我国房地产行业政策敏感度高，受行业调控政策影响较大，行业政策倾向于“左手去泡沫，右手稳投资”。房地产融资和土地供应等调控政策陆续出台，2020 年 8 月，针对房企融资端的“三道红线”率先提出；2020 年末，中国人民银行、中国银保监会发布的《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，再增“两道红线”；2021 年以来，国内 22 个重点城市的住宅土地挂牌进行了“两集中”的调控方式等。房地产金融长效机制稳步推进，涉房贷款投放增速持续收敛，重点城市按揭贷款利率有所上行。房企在信托、信用债、海外债、银行端融资呈现“全面受阻”的特点。

2022 年 3 月，政府工作报告提出：继续保障好群众住房需求，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。

此外，2022年3月，国务院金融委召开专题会议，关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。有关部门要切实承担起自身职责，积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策。随即，央行、银保监会、证监会、外汇局、财政部等五部委也相继释放“稳地产”信号，重点围绕着防范化解房地产市场风险，积极推动房地产行业转变发展方式，促进房地产业良性循环和健康发展等方面。

随着房地产金融长效机制稳步推进，2021年以来部分前期依赖高杠杆经营的房企信用风险加速暴露，同时对于土地储备质量不佳的房企将面临较大的融资难度和销售回款压力，对债务偿付的保障程度相对较弱，信用风险将有所上升，风险出清加剧；另一方面，一季度中央多部委密集表态“稳地产”，对房企合理融资以及促进住房消费健康发展方面将起到重要的指导作用，有助于化解行业分析，长期来看有利于促进国内房地产市场行业稳定、健康发展。

行业盈利能力总体有所下滑，行业集中度提升，预计未来土地储备质量好、品牌影响力大、具有明显外部支持的房企具有更强的竞争优势

2021年以来，国内房地产企业盈利能力总体有所下滑，主要是房地产结转项目的拿地成本总体有所上升，同时施工及材料价格有所上涨，但下游需求不足及部分城市的调控政策导致销售价格的上涨一定程度受到限制，且部分企业为缓解流动性压力、加大项目回款，降价销售部分项目，导致利润水平下降。

在行业盈利下滑、部分企业风险加剧的情况下，行业内企业分化加剧，部分土地储备质量好、融资能力强、销售回款情况好的企业抵御风险能力明显更强，根据克而瑞地产研究院发布的相关榜单，2021年TOP10房企销售操盘金额门槛达到2879.5亿元，同比增幅达19.8%，较2019年增长42%。TOP20和TOP30房企的销售操盘金额门槛也分别同比提升9.2%和2.5%，行业龙头房企继续保持规模优势。

展望2022年，房企将从过去的“高杠杆、高周转、高利润”的模式逐步向“低负债、高品质、合理利润”的模式转变，将摒弃过往的“规模为王”，力争控制有息债务、加强资金管理、促进项目回款、改善项目盈利水平，在此背景下，具有很强品牌影响力、土地储备充足且土地储备质量好、产品竞争力强、具有明显外部支持的房企将具有更强的竞争优势。

业务运营

经营概况

2021年公司营业总收入有所增长，毛利润有所下降，房地产开发业务收入及占比均大幅增长，公司综合毛利率有所下降，金融业务仍是公司利润的主要来源

泛海控股主要从事金融业务和房地产开发业务。2021年，公司营业总收入为149.23亿元，同比增长6.16%。2021年，公司金融业务收入大幅下降，占当期营业收入的比重降至43.44%。其中，受民生信托投资的金融资产发生风险确认公允价值变动损失及投资损失影响，信托业务收入大幅下降至-28.13亿元；公司自2021年8月起不再将民生证券纳入合并财务报表范围，

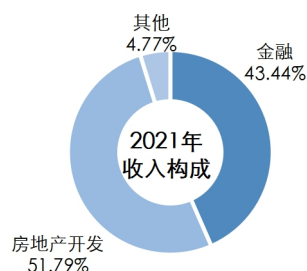
2021 年证券业务收入同比下降 20.11%。2021 年，公司房地产开发业务收入大幅增长，占当期营业收入的比重增加至 51.79%，主要系境内部分资产的处置收入增加所致；其他业务包含物业管理、物业出租等，收入和占比均较小。2021 年，公司毛利润有所下降，其中房地产开发业务毛利润贡献大幅增加；综合毛利率有所下降，主要是受金融业务占比下降影响，其中房地产开发业务毛利率始终处于较高水平。

2022 年 1~3 月，公司营业总收入为 22.84 亿元，同比减少 63.23%，主要系去年同期营业总收入受出售武汉中央商务区项目宗地 20 结算金额较大影响大幅增长，且去年同期民生证券尚未出表，其投行及经纪业务收入及投资收益较大所致。同期，公司毛利润为 17.23 亿元，综合毛利率略有下降。

图表 6：公司营业收入、毛利润及毛利率情况⁵（单位：亿元、%）

业务类别	2019 年		2020 年		2021 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
金融业务	96.32	76.86	118.81	84.52	64.83	43.44
房地产开发	22.09	17.63	13.93	9.91	77.28	51.79
其他	6.90	5.51	7.83	5.57	7.12	4.77
合计	125.31	100.00	140.57	100.00	149.23	100.00
业务类别	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
金融业务 ⁶	-	-	-	-	-	-
房地产开发	12.43	56.28	8.07	57.92	47.97	62.07
其他	2.29	33.17	3.29	42.05	2.84	39.87
合计	109.50	87.38	129.96	92.45	115.64	77.49

资料来源：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、亚太财险等金融平台，是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。2021 年，公司金融业务收入 64.83 亿元，同比减少 45.43%，占当期营业总收入比重有所下降。从收入构成来看，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。

⁵ 因四舍五入为亿元，数据存在一定误差，下同。

⁶ 公司金融业务无直接成本，未计算其毛利润及毛利率。

图表 7：公司金融业务运营主体 2021 年经营概况（单位：亿元）

运营主体	营业收入	净利润	归属于母公司净利润
民生证券	47.26	12.24	12.23
民生信托	-28.10	-38.33	-3.83
亚太财险	60.94	-4.95	-

数据来源：公开资料，东方金诚整理

公司证券业务主要经营主体为民生证券，跟踪期内，公司对民生证券的持股比例下降至 31.03%，且所持民生证券股份均因涉诉被法院冻结，公司自 2021 年 8 月起不再将民生证券纳入公司合并财务报表的合并范围，对民生证券的长期股权投资改为按权益法核算

公司证券业务主要经营主体为民生证券。2021 年 1 月 21 日，泛海控股与上海沅泉峪企业管理有限公司（以下简称“上海沅泉峪”）签署了《民生证券股份有限公司股份转让合同》，公司向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。2021 年 7 月，上海沅泉峪的证券公司股东资格获得中国证券监督管理委员会审批通过，公司按约定完成股份交割后，对民生证券的持股比例由 44.52% 降至 31.03%。

2021 年 8 月 17 日，民生证券召开 2021 年第一次临时股东大会，审议通过了《关于选举杨振兴先生为公司董事的议案》，杨振兴先生由民生证券股东上海沅泉峪提名。民生证券董事会由 11 名董事组成，包括 8 名股东代表董事和 3 名独立董事。董事改选后，泛海控股提名的独立董事为 2 名，股东代表董事为 3 名。

2021 年 8 月 20 日，泛海控股召开第十届董事会第三十六次临时会议，审议通过了《关于民生证券股份有限公司不再纳入公司合并报表范围的议案》。鉴于对民生证券持股比例下降且在其董事会中的股东代表董事席位已低于半数，不能继续控制其董事会相关决策，泛海控股决定不再将民生证券纳入公司合并财务报表的合并范围。本次事项完成后，泛海控股按照股权比例享有民生证券的股东权益不受影响，对民生证券的长期股权投资改为按权益法核算。

截至 2021 年末，公司持有民生证券 35.55 亿股股份，持股比例为 31.03% 股份，均因涉诉⁷被法院冻结。2021 年末，民生证券总资产为 550.26 亿元，资产负债率为 72.24%。2021 年，在深化金融供给侧结构性改革下，多项利好资本市场政策出台，券商展业空间进一步打开，证券行业景气度延续，民生证券营业收入和净利润分别同比增长 30.12% 和 33.28%。分业务板块⁸来看，投资银行业务、投资交易业务和财富管理业务是民生证券收入的主要来源。2021 年，民生证券投资银行业务收入 20.62 亿元，同比增长 23.84%；投资交易业务收入 15.42 亿元，同比增长 36.70%；财富管理业务收入 12.49 亿元，同比增长 1.65%。

⁷ 中山证券有限责任公司因与公司发生债券交易纠纷，将公司诉至法院。后向法院申请冻结了公司持有的武汉公司 89.22% 股权、民生证券 31.03% 股权。上述交易纠纷涉案金额 0.50 亿元，截至本报告披露日，仍处于一审进行中。

此外，杨延良以公司及实际控制人卢志强未按照各方签订的《谅解备忘录》的约定办理民生证券 1.96 亿股股份交割手续为由，向上海仲裁委员会提出仲裁申请。后向上海仲裁委员会申请冻结了公司持有的民生证券 1.96 亿股股权。截至本报告披露日，上述事项仍处于仲裁进行中。

⁸ 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、私募基金管理业务合并归类为资产管理业务。

证券经纪业务是民生证券的基础业务，截至 2021 年末，民生证券在全国设立了 38 家分公司及 48 家营业部。2021 年，公司经纪业务佣金费保持较快增长，实现经纪业务手续费净收入 6.42 亿元，同比增长 15.56%。

2021 年，民生证券正式落户上海，依托上海打造国际金融中心与金融创新先试先行的政策优势，持续加大对科创板、创业板等 IPO 企业覆盖力度，重点布局了长三角、珠三角和环渤海三个经济核心区域，聚焦生物医药、通信电子及高端制造等战略性新兴产业，持续推动各类项目拓展及储备，投资银行业务综合实力持续增强。2021 年，民生证券累计过会 IPO 项目 27 个，过会家数位居行业第 4 位；累计发行 IPO 项目 31 个，发行家数位居行业第 5 名。截至 2021 年末，民生证券已过会未发行 IPO 项目 8 个，在审 IPO 项目 37 个。2021 年，民生证券共完成公司债、企业债、ABS 等各类债券承销项目 61 个，其中公司债承销金额排名稳步上升，ABS 承销金额行业排名同比大幅上升 27 位；绿色债实现了从无到有的突破。

投资交易业务方面，2021 年 11 月，全国银行间同业拆借中心批准民生证券在银行间市场正式开展现券做市业务，固定收益业务全牌照经营取得了突破性进展。2021 年，民生证券在银行间现券交易量为 3.70 万亿元，在国开行金融债承销团中券商排名第 9 名；在农发行金融债承销团中券商第 6 名；在进出口行金融债承销团中券商排名第 3 名。民生证券通过全资子公司民生证券投资有限公司（以下简称“民生投资”）开展另类投资业务，2021 年，民生投资共新增投资 16 个，其中股权投资类项目 4 个，科创板跟投 12 个；前期参与的 4 家企业成功上市，4 家企业通过了上市委审核。

跟踪期内，公司对民生信托的持股比例略有下降，受投资的金融资产发生风险确认公允价值变动损失和投资损失影响，2021 年民生信托收入大幅下降，当期计提大额信用减值损失，亏损规模扩大，期末不良资产率较高，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，2021 年 8 月，《北京银保监局关于中国民生信托有限公司变更股权及调整股权结构的批复》（京银保监复〔2021〕668 号）同意武汉中央商务区股份有限公司（以下简称“武汉公司”）将持有的 5.9455% 股权⁹转让至江苏洋河酒厂股份有限公司。2021 年 12 月，上述股权变动完成工商登记变更，武汉公司对民生信托持股比例降至 76.76%。截至 2021 年末，泛海控股间接持有民生信托 87.48% 的股权。

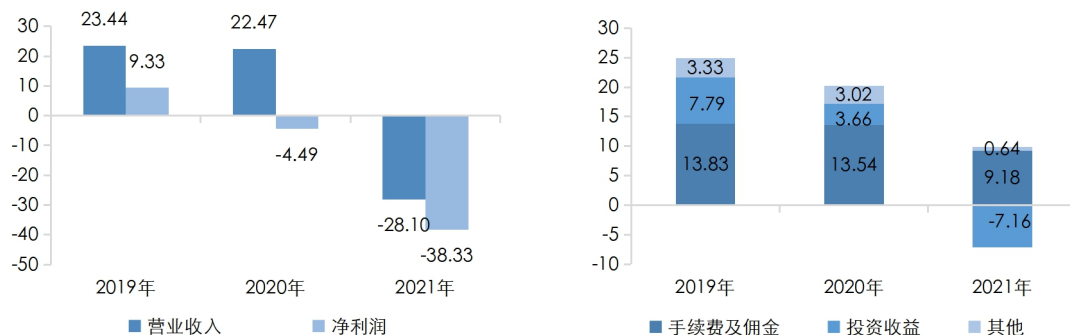
2021 年末，民生信托资产总额 100.64 亿元，所有者权益 58.41 亿元，资产负债率 41.96%。2021 年，民生信托营业收入为-28.10 亿元，同比大幅下降，主要系民生信托投资的金融资产发生风险，确认公允价值变动损失和投资损失所致；当期民生信托公允价值变动收益为-28.89 亿元、投资收益为-7.16 亿元。2021 年，民生信托净利润为-38.33 亿元，主要是受风险事件影响，当期民生信托计提了 12.22 亿元信用减值损失所致。

截至 2021 年末，公司信用风险资产合计 62.58 亿元，按照信用风险资产五级分类标准，其中正常类资产 19.64 亿元，次级类 3.98 亿元，可疑类 38.19 亿元，损失类 0.78 亿元，不良资产率高达 61%。

⁹ 转让价 6.5 亿元。

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 8：民生信托经营概况（单位：亿元）



数据来源：公开资料，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。2021 年，公司新增信托项目 35 个，新增信托本金规模 377.09 亿元；到期信托项目 179 个，到期信托本金规模 726.17 亿元。截至 2021 年末，公司存续信托项目 310 个，存续信托本金余额 1207.99 亿元，信托资产总额 1220.89 亿元。

图表 9：2021 年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	15.53	1.27	基础产业	33.54	2.75
贷款	207.11	16.96	房地产	111.85	9.16
交易性金融资产	25.72	2.11	证券市场	140.87	11.54
可供出售金融资产	342.24	28.03	工商企业	597.43	48.93
长期股权投资	188.28	15.42	金融机构	270.88	22.19
其他	442.02	36.21	其他	66.32	5.43
信托资产总计	1220.89	100.00	信托资产总计	1220.89	100.00

数据来源：公开资料，东方金诚整理

跟踪期内，民生信托因营业信托纠纷等原因引发多宗诉讼，截至 2021 年 12 月 31 日，涉诉信托项目规模余额为 277.19 亿元。泛海控股针对其中二审未决诉讼计提了预计负债，针对一审未判决的诉讼及尚未进入司法程序的潜在营业信托纠纷等事项，因无法判断承担相关责任的可能性，泛海控股未就这些事项确认预计负债，公司未来仍面临持续大额损失风险。

公司保险业务主要经营主体为亚太财险，受益于前期项目的积累，2021年亚太财险营业收入保持增长，但受车险综改、河南客户水灾等因素影响，出现较大亏损

公司保险业务主要经营主体为亚太财险，跟踪期内，民生信托通过“以物抵债”的形式取得亚太财险原股东新华联控股有限公司持有的20%股权。截至2021年末，泛海控股通过武汉公司和民生信托间接持有亚太财险71.00%的股权。

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。受益于前期项目的积累，2021年，亚太财险实现营业收入60.94亿元，同比增长12.38%；但受车险综改、河南客户水灾等因素影响，赔付支出大幅增加，2021年净利润为-4.95亿元。

2021年，亚太财险持续优化风险管理制度体系，进一步完善了风险管理的顶层设计、大类风险管理、风险管理市场约束、风险评估、风险报告、应急管理以及风险管理工具等内容。亚太财险根据中长期发展规划、年度经营目标及当前风险状况，结合外部监管形势，对2021年风险偏好体系进行了研究与规划，形成《亚太财产保险有限公司2021年度风险偏好陈述书》，总体风险偏好定位为“保持定力深化转型提质换挡稳健经营”。

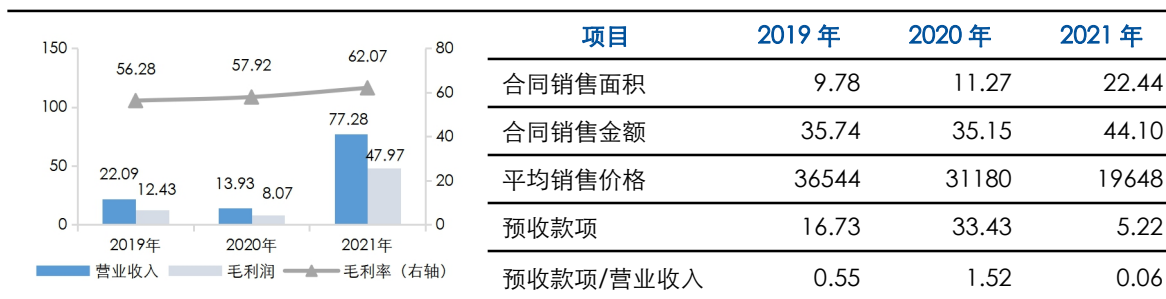
房地产开发

跟踪期内，公司国内房地产开发业务项目布局仍以武汉为主，受益于出售武汉的部分土地，2021年公司房地产开发业务收入和毛利润均大幅增长，毛利率保持较高水平

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。

图表 10：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）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

根据公司年报披露的主要房地产项目销售情况，2021年，公司主要房地产项目合同销售金额44.10亿元，同比增长25.46%，主要系出售武汉中央商务区宗地20土地收入30.66亿元。

2021年，公司房地产开发业务收入和毛利润分别为77.28亿元和47.97亿元，较2020年大幅增长，主要系2020年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2020年房地产项目结转规模较低所致；同期，公司房地产开发业务毛利率仍然较高。2021年末公司预收款项5.22亿元，为2021年营业收入的0.06倍，对未来收入及利润的保障程度较低。2021年公司房地产项目平均销售价格大幅下降，主要系武汉中央商务区宗地20项目销售均价较低所致。

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。

跟踪期内，公司房地产项目施工进度缓慢，位于美国的房地产项目垫资严重，累计计提减值损失56.80亿元，在建及拟建项目未来投资规模较大，在当前房地产市场持续调控及行业融资环境偏紧的背景下，考虑到公司当前流动性紧张、再融资能力弱，面临较大资金支出压力

从施工和竣工情况来看，2021年公司仍无竣工面积，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，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。考虑到公司当前流动性紧张、再融资能力弱，项目施工进度存在重大不确定性。

截至2021年末，公司主要销售物业未来可售面积27.50万平方米，其中住宅项目9.03万平方米，主要为位于抚顺的泛海国际居住区项目。从城市分布看，公司未来可售项目主要位于武汉、抚顺和洛杉矶，其中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年末，公司主要自持物业可出租面积39.37万平方米，业态主要为商业、写字楼和酒店等，期末累计已出租面积31.40万平方米，平均出租率约79.77%。

截至2021年末，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384.13万平方米，其中位于武汉、北京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年末，剩余可开发计容建筑面积为269.36万平方米；但目前武汉中央商务区项目基本处于借款抵押状态，截至2021年末，武汉中央商务区项目受限账面价值177.80亿元，受限比例高。

从投资情况来看，截至2021年末，公司主要在建项目计划总投资约459.17亿元，已累计投入378.28亿元，尚需投资额约80.89亿元。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125.35亿美元，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2021年末，公司美国地产累计投资104.93亿元¹⁰，目前基本无销售回流，垫资严重，且整体转让进度受阻，公司美国房地产开发业务面临很大的资金压力。美国经济受新冠肺炎疫情疫情影响较为严重，公司美国夏威夷房地产项目和洛杉矶项目等均有所减值，2021年公司对美国地产项目计提存货跌价准备37.40亿元，累计计提存货跌价准备56.80

¹⁰ 主要是洛杉矶泛海广场项目累计投资额，2021年旧金山泛海中心项目已出表。

亿元，未来仍面临较大的减值损失。在当前房地产市场持续调控及行业融资环境偏紧的背景下，考虑到公司当前流动性紧张、再融资能力弱、货币资金规模极为有限，未来项目投资支出将面临较大资金支出压力。

图表 10：截至 2021 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	开发成本 期末余额
美国洛杉矶泛海广场	住宅、商业、写字楼、酒店	2014.11	2025.04	22.5 亿美元	104.85
美国旧金山泛海中心 ¹¹	住宅、商业、写字楼、酒店	2016.10	2023.12	29.7 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	17.04
美国夏威夷 KoOlina1#地项目	酒店、公寓	未定	未定	21.7 亿美元	26.63
美国夏威夷西区项目	商业、住宅	未定	未定	15.6 亿美元	9.46
美国纽约项目	酒店、公寓	未定	未定	21.68 亿美元	33.39
合计	-	-	-	125.35 亿美元	371.86

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司治理与战略

控股股东中国泛海持有公司股份被质押比例极高且被完全冻结，公司存在实际控制人变更风险，公司存在多笔被执行信息，或将对公司生产经营产生不利影响

截至 2022 年 3 月末，公司总股本为 519620.07 万股。根据公司发布的相关公告，截至 2022 年 4 月 12 日，中国泛海及其一致行动人泛海能源（不包括公司实际控制人卢志强）合计持有公司 330124.76 万股，占公司总股本的 63.532%；累计被质押 330116.76 万股，占其持有公司股份的 99.998%，占公司总股本的 63.530%；同时中国泛海持有的公司股份已经全部被冻结。公司存在实际控制人变更的风险。

经中国执行信息公开网查询，截至本报告出具日，公司存在多笔被执行信息，或将对公司生产经营产生不利影响。

2021 年 8 月 27 日，公司收到中国证券监督管理委员会北京监管局（以下简称“北京证监局”）《关于对泛海控股股份有限公司采取出具警示函措施的决定》（〔2021〕123 号），因未及时披露中原银行的重大诉讼且在相应《对外担保公告》中信息披露不准确，未及时披露中英利益的重大诉讼和未能清偿到期重大债务的违约情况、未及时披露重大合同后续进展、未及

¹¹ 经公司 2021 年 5 月 21 日召开的第十届董事会第三十次临时会议审议通过，公司境外全资子公司泛海控股国际投资有限公司（以下简称“泛海控股国际投资”）发行 27510 股优先股，其股东中泛集团有限公司（以下简称“中泛集团”）以其对泛海控股国际投资的 4 亿美元债权为对价认购上述优先股。中泛集团将其持有的上述优先股作为其全资子公司泛海控股国际发展第五有限公司认购非关联第三方 Fountain Alternative Investment SPC - Fountain Alternative Investment SP2（以下简称“基金”）的 4 亿美元优先级份额的对价，即将上述优先股转让给基金的全资子公司 Atlantis Bright Investment Management Limited。据此，公司持有的泛海控股国际投资股权（含其项下旧金山泛海中心项目、88 First Street SF LLC）由合并并表转变成以权益法核算。

时披露民生证券股权被冻结事项。

因上述信息披露违规事项，2021年9月24日，公司相关人员收到北京证监局《关于对宋宏谋采取出具警示函措施的决定》（〔2021〕145号）、《关于对张喜芳采取出具警示函措施的决定》（〔2021〕144号）、《关于对舒高勇采取出具警示函措施的决定》（〔2021〕143号）、《关于对陆洋采取出具警示函措施的决定》（〔2021〕142号）。

2022年6月6日，公司收到北京证监局《关于对泛海控股股份有限公司采取出具警示函措施的决定》〔2022〕96号，因未及时披露相关借款逾期情况、未及时披露股权质押情况。

未来公司将继续以保障公司核心业务发展、防范和化解重大风险为基本目标，持续推进资产优化处置和引战工作

战略发展方面，公司将继续以保障公司核心业务发展、防范和化解重大风险为基本目标，以武汉市规划打造区域金融中心为契机，依托公司武汉中央商务区等优质地产项目以及民生信托和亚太财险等核心金融子公司，通过合作开发、股权转让、资产转让等多种方式灵活开展资产优化处置及引战工作，尤其是优先处置境外项目，压降境外资产规模，以期优化公司资产负债结构，提升公司经营活力，尽早实现战略突围。

财务分析

财务概况

泛海控股提供了2021年审计报告和2022年1~3月未经审计的财务报表。永拓会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“永拓”）对公司2021年合并财务报表进行了审计，并出具了保留意见的审计报告，形成保留意见的基础主要包括以下两个方面。（一）与持续经营相关的重大不确定性：泛海控股2021年发生净亏损130.88亿元，截至2021年12月31日，泛海控股货币资金账面余额36.81亿元，其中受限资金8.37亿元；有息负债账面余额572.88亿元，其中短期借款128.90亿元、一年内到期非流动负债311.33亿元。此外，2021年泛海控股公司出现未能偿付到期债务情形，截至2021年12月31日累计未能如期偿还债务本息合计168.58亿元，相关负债的债权人有权按照相关融资协议要求泛海控股公司偿还相关负债。上述情况表明存在可能导致对泛海控股持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性。（二）子公司未决诉讼事项的影响：子公司民生信托因营业信托纠纷等原因引发多宗诉讼，涉诉信托项目规模余额277.19亿元。截至2021年12月31日，泛海控股管理层针对其中二审未决诉讼计提了预计负债；针对一审未判决的诉讼及尚未进入司法程序的潜在营业信托纠纷等事项，因无法判断承担相关责任的可能性，泛海控股公司管理层未就这些事项确认预计负债。永拓无法就上述诉讼及潜在诉讼事项可能导致的损失金额获取充分、适当的审计证据，也无法确定是否有必要对相关财务报表金额及披露进行调整。

公司自2021年1月1日起执行财政部2018年修订的《企业会计准则第21号-租赁》（以下简称“新租赁准则”），首次执行新租赁准则后，公司2021年度财务报表的预付款项、其他应收款、使用权资产、应付账款、一年内到期的非流动负债和租赁负债等相关科目期初数有所

调整，本报告采用的 2020 年数据为 2021 年审计报告中的期初数据。

2021 年末，公司纳入合并报表范围的公司共 194 户，其中非同一控制下企业合并增加 2 户，新设成立子公司 2 户；注销子公司 4 户，处置子公司 15 户。

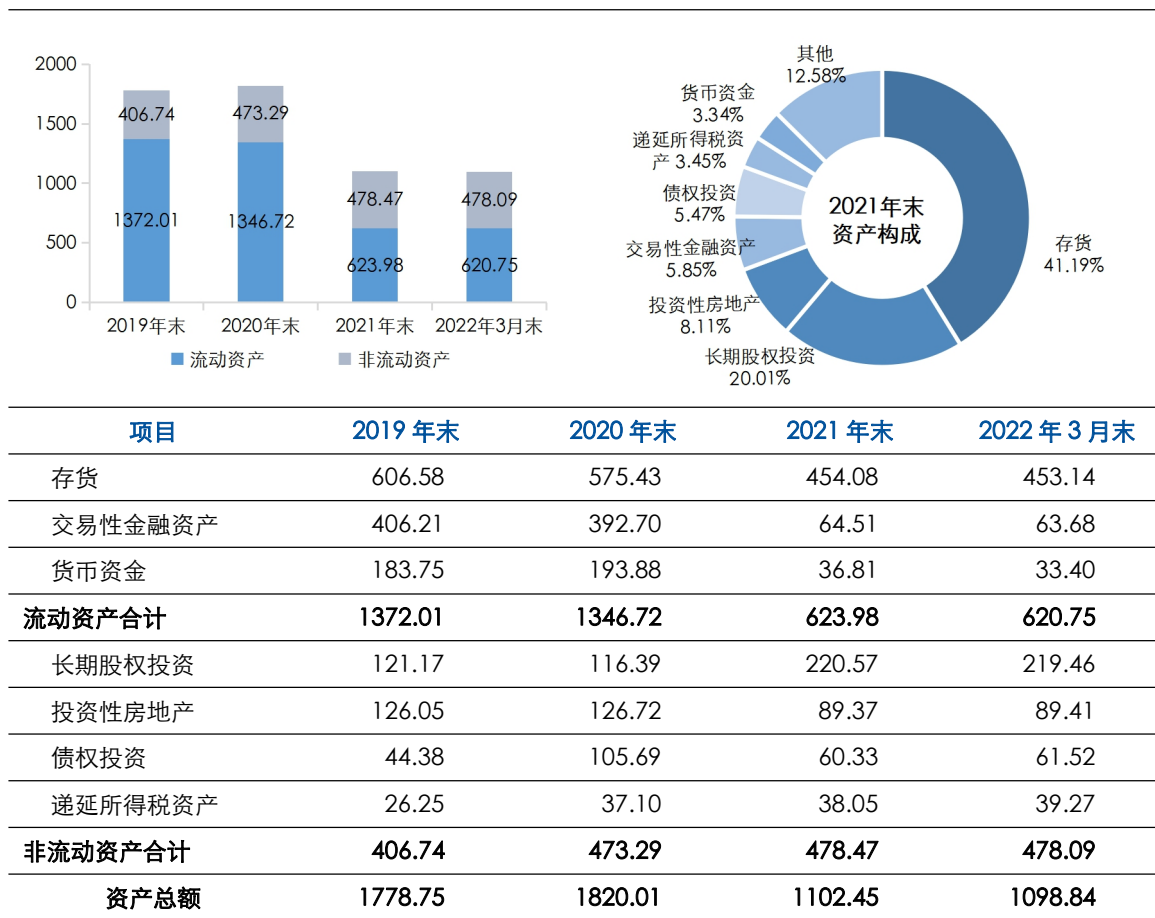
资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模大幅下降，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，货币资金大幅下降，资产受限比例高，资产流动性和再融资能力弱

2021 年末，公司资产总额 1102.45 亿元，同比减少 39.43%，资产以流动资产为主。截至 2022 年 3 月末，公司资产总额为 1098.84 亿元，其中流动资产占比 56.49%。

2021 年末，公司流动资产 623.98 亿元，存货、交易性金融资产和货币资金占比较大。2021 年末，公司存货 454.08 亿元，同比下降 21.09%，主要是系美国旧金山泛海中心等项目转出、境外房地产项目计提存货跌价准备及境内房地产项目销售结转所致；公司存货主要为开发的房地产项目，其中开发成本占比 69.39%、开发产品占比 12.75%、一级开发成本占比 17.78%、非房地产业务占比 0.08%；累计计提跌价准备余额 56.80 亿元，2021 年公司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 37.40 亿元；存货周转次数为 0.07 次，周转速度仍较慢。公司交易性金融资产主要系民生证券自营业务投资的证券，2021 年末大幅下降，主要系民生证券自 2021 年 8 月起不再纳入公司合并范围所致；2021 年末，公司交易性金融资产包括基金 25.83 亿元、股票 11.92 亿元、信托计划 18.14 亿元、其他金融资产（理财产品、不动产投资计划、资管支持计划等）8.61 亿元。公司货币资金主要为银行存款，受民生证券出表影响，证券业务客户存款大幅下降，2021 年末，货币资金期末余额 36.81 亿元，其中受限的货币资金为 8.37 亿元，包括司法冻结 5.97 亿元和履约保证金 2.40 亿元。2022 年 3 月末，公司流动资产为 620.75 亿元，较 2021 年末变化不大。

图表 11：公司资产构成情况（单位：亿元）



2021 年末，公司非流动资产为 478.47 亿元，主要由长期股权投资、投资性房地产和债权投资等构成。公司长期股权投资均为对合营及联营企业进行的投资，2021 年末公司长期股权投资大幅增长，主要系民生证券及泛海控股国际投资当期由合并范围内子公司转为权益法核算的联营企业及合营企业所致。公司投资性房地产主要为对外出租的物业项目，2021 年末公司投资性房地产为 89.37 亿元，同比大幅减少，主要系处置杭州泛海钓鱼台酒店、杭州民生金融中心及北京光彩国际公寓部分底商等物业项目所致；其中未办妥产权证书的投资性房地产账面价值 12.23 亿元，用于抵押或被冻结的投资性房地产账面价值为 84.54 亿元，受限比重极高。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，2021 年末账面余额为 60.33 亿元，同比大幅减少，主要系民生信托及中国通海金融针对风险项目计提大额减值准备所致，期末累计计提信用减值准备 42.67 亿元。2022 年 3 月末，公司非流动资产为 478.09 亿元，较 2021 年末变化不大。

从资产受限情况来看，截至 2021 年末，公司受限资产 663.08 亿元，主要由存货、长期股权投资和投资性房地产等构成，占资产总额的比重为 60.15%，占净资产的比重为 481.44%。公司资产受限比例高，资产流动性和再融资能力弱。

图表 12：公司 2021 年末受限资产情况（单位：亿元）

受限资产	受限金额	受限原因
存货	356.39	借款抵押或涉诉被冻结
长期股权投资	204.06	借款质押或涉诉被冻结
投资性房地产	84.54	借款抵押或涉诉被冻结
货币资金	8.37	保证金或涉诉被冻结
交易性金融资产	6.08	借款质押
固定资产	1.37	借款抵押或涉诉被冻结
其他非流动资产	1.27	民生信托信保基金
其他权益工具投资	1.00	中国信托登记有限公司权益份额被冻结
合计	663.08	-

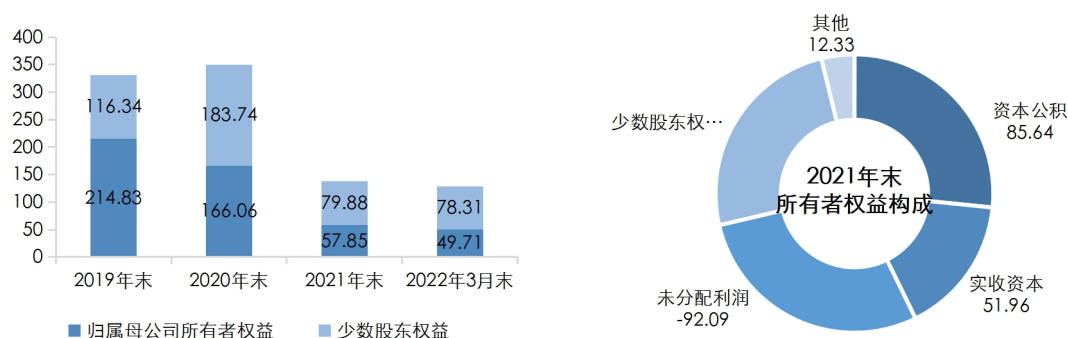
数据来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

受未分配利润及少数股东权益下降影响，跟踪期内，公司所有者权益大幅减少，资本实力减弱

跟踪期内，由于未分配利润及少数股东权益的下降，公司所有者权益大幅减少，资本实力减弱。2021 年末，公司所有者权益为 137.73 亿元，同比减少 60.63%，其中实收资本、资本公积和少数股东权益占比较高。2021 年末，公司实收资本保持不变；资本公积较 2020 年末增长 8.68%至 85.64 亿元，系股本溢价所致；未分配利润为-92.09，系当期净利润大额亏损所致；少数股东权益为 79.88 亿元，同比减少 56.52%。

图表 13：公司所有者权益构成情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

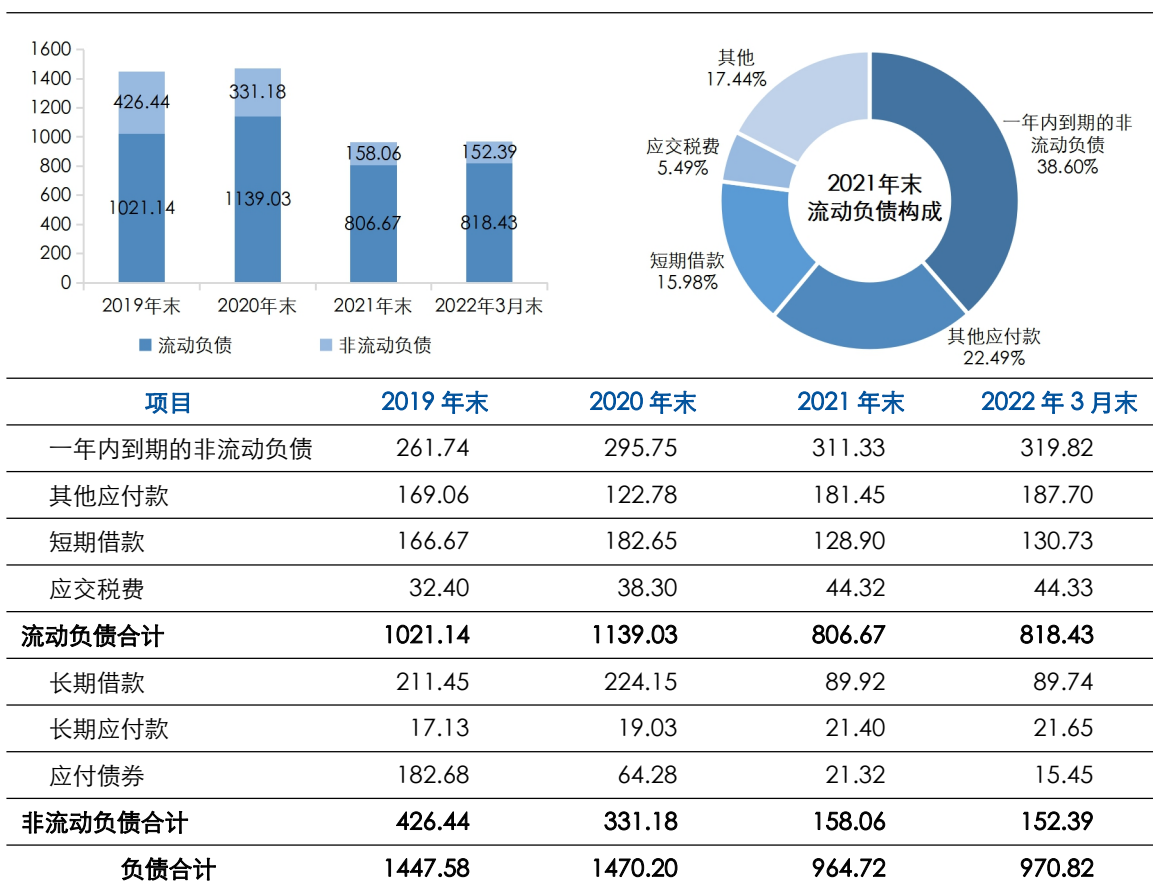
跟踪期内，公司存在大额到期未偿付款项，全部债务规模仍较大，存续信用债均已逾期未足额兑付，流动性极为紧张

跟踪期内，公司负债总额有所下降，主要系民主证券出表后卖出回购金融资产款和代理买卖证券款大幅下降所致。2021 年末，公司负债总额 964.72 亿元，同比下降 34.38%，其中流动负债占比增加至 83.62%。2022 年 3 月末，公司负债总额为 970.82 亿元，其中流动负债占比进一

步增加至 84.30%。

2021 年末和 2022 年 3 月末，公司流动负债分别为 806.67 亿元和 818.43 亿元，其中一年内到期的非流动负债、其他应付款和短期借款占比较高。2021 年末，公司一年内到期的非流动负债 311.33 亿元，其中一年内到期的长期借款 197.98 亿元（利率区间为 1.8%至 20%）、一年内到期的应付债券 79.47 亿元，存在已逾期未偿还的各类借款本金 130.46 元；短期借款为 128.90 亿元，同比减少 29.43%，主要为抵押和保证借款，期末已逾期未偿还的短期借款总额为 24.61 亿元；其他应付款 181.45 亿元，同比增加 47.79%，系应付往来款及应付利息增加，2021 年末其他应付款中往来款 77.15 亿元、土地返还款 44.48 亿元、购房意向款 33.51 亿元，期末重要的已逾期未支付的利息为 9.49 亿元。

图表 14：公司负债构成情况（单位：亿元）

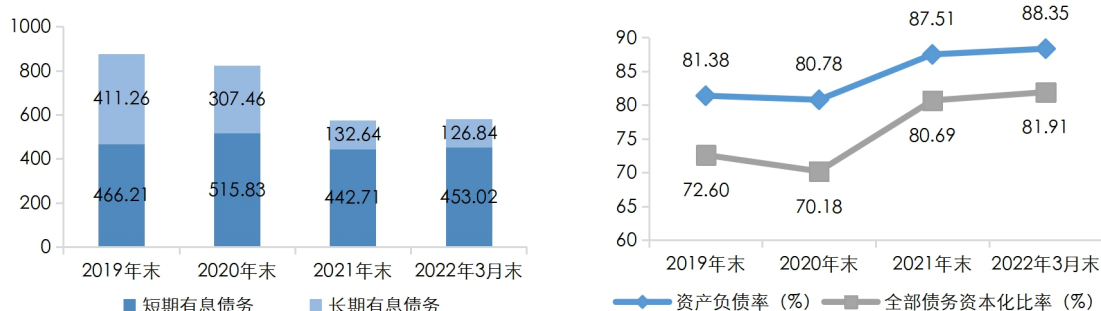


数据来源：公司提供，东方金诚整理

2021 年末和 2022 年 3 月末，公司非流动负债分别为 158.06 亿元和 152.39 亿元，其中长期借款、长期应付款和应付债券占比较高；跟踪期内，随着部分长期借款及应付债券转至一年内到期的非流动负债，公司非流动负债大幅下降。2021 年末，公司长期借款为 89.92 亿元，同比大幅下降，系偿还借款及转入一年内到期非流动负债所致；公司长期借款利率区间为 4.9%至 11%，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，中国泛海及实际控制人、公司提供连带责任担保。2021 年末，公司应付债券 21.32 亿元，同比大幅下降，系重分类至一年内到期的非流动负债所致，其中公司债券 19.83 亿元、中期票据 0.59 亿元、应

付利息 0.91 亿元。

图表 15：公司有息债务及期限结构（单位：亿元）



2021 年末公司融资期限结构

项目	融资余额 ¹²	平均融资成本	1 年之内	1~2 年	2~3 年	3 年以上
银行贷款	222.20	7.34%	154.98	37.80	4.96	24.46
非银行类贷款	176.60	10.59%	146.95	22.54	7.11	-
债券	100.04	9.81%	73.04	27.00	-	-
信托融资	29.56	9.45%	29.56	-	-	-
票据	14.96	7.71%	14.37	0.59	-	-
合计	543.36	8.98%	418.90	87.93	12.08	24.46

数据来源：公司提供，东方金诚整理

有息债务方面，公司有息债务总体有所下降但规模仍较大，短期有息债务占比有所增加。2022 年 3 月末，公司有息债务 579.86 亿元¹³，其中短期有息债务比重为 78.13%；资产负率率为 88.35%；若考虑到预收账款因素，剔除预收账款的资产负率率¹⁴为 87.21%；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 81.91%和 49.77%。

从公司 2021 年末的融资期限结构来看，公司将于未来 1 年内到期的融资余额为 418.90 亿元，占期末融资余额的 77.09%。考虑到公司土地储备去化不佳，同时再融资能力弱，已发生大额债务逾期，截至 2021 年末公司累计未能如期偿还债务本息合计 168.58 亿元，公司流动性极为紧张。

对外担保方面，截至 2021 年末，公司为商品房承购人提供抵押贷款担保累计余额为 65.36 亿元。截至 2021 年末，公司对外担保（不包括对子公司的担保）余额为 128.94 亿元，担保比率为 93.61%，对外担保企业为母公司中国泛海、北京泛海东风置业有限公司和天津鑫宏远创建建筑装饰工程有限公司，担保金额分别为 107.42 亿元、18.52 亿元和 3.00 亿元。此外，公司对子公司的担保余额为 230.06 亿元；子公司之间的相互担保余额 103.89 亿元。公司对外担保比率较高，存在较大的代偿风险。

¹² 公司融资余额中不含交易性金融负债、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。

¹³ 不包含其他短期有息债务。

¹⁴ 剔除预收账款的资产负率率=调整后的负债总额/调整后的资产总额*100%，其中调整后资产总额=财务报表资产总额-预收账款（或合同负债）；调整后负债总额=财务报表负债总额-预收账款（或合同负债）。

盈利能力

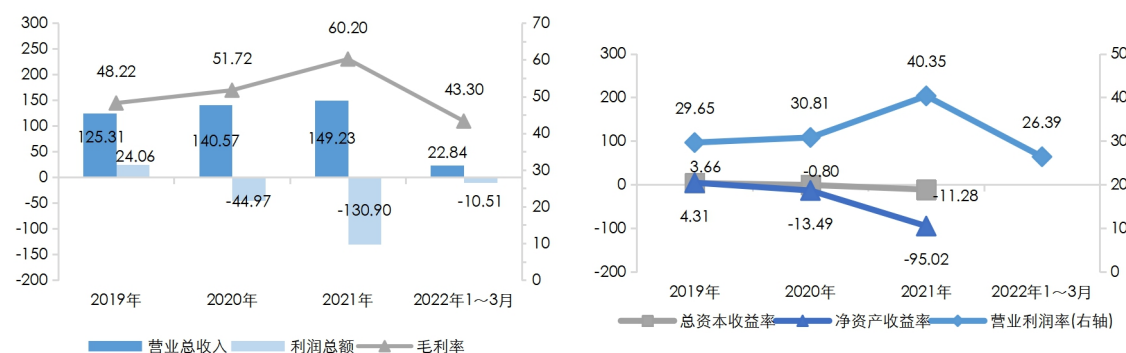
跟踪期内，公司营业总收入保持增长，以财务费用、管理费用为主的期间费用和以资产减值、信用减值为主的非经常损益对利润形成严重侵蚀，公司出现大额亏损，盈利能力弱

2021年，公司营业总收入保持增长，但利润总额和净利润仍为亏损状态，盈利能力弱。2021年，公司营业收入149.23亿元，同比增长6.16%；利润总额和净利润分别为-130.90亿元和-130.88亿元，同比分别减少85.93亿元和83.67亿元；总资本收益率和净资产收益率分别为-11.28%和-95.02%，同比均大幅下降，公司盈利能力弱。

期间费用方面，2021年公司期间费用合计96.43亿元，同比略有下降；其中财务费用为51.37亿元，同比增长14.35%，主要系费用化借款利息的增加；管理费用为44.10亿元，同比减少13.43%，主要系当期民生证券出表相应减少管理费用所致。2021年，公司期间费用率为96.43%，仍保持较高水平。

非经常性损益方面，公司资产减值损失主要为存货跌价损失、在建工程减值损失和商誉减值损失等，2021年，公司资产减值损失为-44.77亿元，损失额度同比大幅增加25.19亿元，其中存货跌价损失-37.40亿元，主要系对美国地产项目计提的减值准备，在建工程减值损失和商誉减值损失分别为-3.21亿元和-4.16亿元。同期，公司信用减值损失为-25.20亿元，主要为债权投资减值损失-21.34亿元和坏账损失-3.78亿元。2021年公司投资收益为-6.37亿元，同比减少11.40亿元，其中处置长期股权投资产生的投资收益为-10.80亿元。

图表 16：公司盈利能力情况（单位：亿元、%）



项目	2019年	2020年	2021年	2022年1~3月
销售费用	1.02	1.21	0.96	0.06
管理费用	49.07	50.94	44.10	5.25
财务费用	28.62	44.93	51.37	9.71
期间费用合计	78.70	97.07	96.43	15.02
期间费用占营业收入的比重	257.64	441.83	114.25	151.83

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2022年1~3月，公司营业总收入为22.84亿元，同比减少63.23%；利润总额和净利润分别为-10.51亿元和-9.53亿元，同比分别减少14.82亿元和9.32亿元。

总体来看，跟踪期内，公司盈利能力进一步减弱，同时财务费用、资产减值损失、信用减值损失和投资收益均对利润形成侵蚀，公司净利润大额亏损。当前公司流动性极为紧张，已存在大额到期未偿付款项，再融资能力弱，土地储备去化程度不佳，预计短期盈利难有显著改善。

现金流

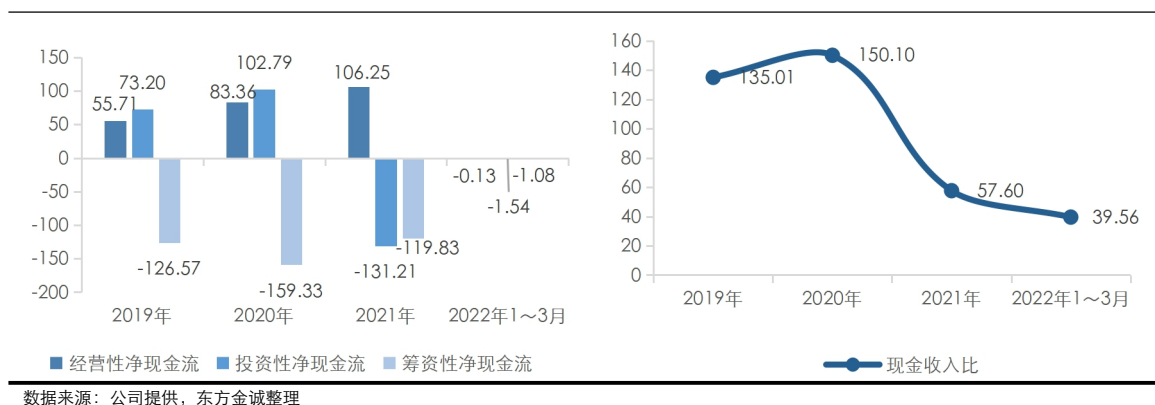
跟踪期内，公司经营性净现金流的流入规模有所增加，受民生证券出表影响，投资性净现金流转为大额净流出，筹资活动净现金流持续为负，融资能力弱

2021年，公司经营性净现金流106.25亿元，净流入规模有所增加，主要系当期房地产项目销售流入增加，且购买商品、接受劳务支付的现金同比有所减少所致；同期，公司现金收入比为57.60%，同比下降92.50个百分点。

2021年，公司投资性净现金流转为大额净流出，主要系民生证券出表，其在出表日所持现金及现金等价物金额体现为现金流出所致；同期，公司筹资活动净现金流-119.83亿元，净流出规模略有减少，主要系当期偿还借款及利息流出同比有所减少；2021年，公司取得借款所收到的现金下降至49.42亿元。

2022年1~3月，公司经营性净现金流为-0.13亿元，转为净流出；投资性净现金流为-1.54亿元；筹资活动净现金流为-1.08亿元。

图表 17：公司现金流情况（单位：亿元、%）



偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2021年末，公司流动比率和速动比率均持续下降；货币资金对短期有息债务的覆盖程度进一步下降，2021年末为0.08倍；经营性净现金流对流动负债的保障程度有所增加。

从长期偿债能力指标来看，由于公司2021年出现大额亏损，EBITDA利息倍数大幅下降；全部债务/EBITDA继续未负，长期偿债能力较弱。

总体来看，跟踪期内，公司盈利能力进一步下降，有息债务规模仍较大，债务负担重，已存在大额已到期未偿付债务，流动性极为紧张，债务偿付能力弱。

图表 18：公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

指标名称	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率	134.36	118.23	77.35	75.85
速动比率	74.96	67.71	21.06	20.48
经营现金流动负债比	5.46	7.32	13.17	-
EBITDA 利息倍数	0.73	-0.08	-1.27	-
全部债务/EBITDA	15.70	-154.44	-7.63	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

担保能力分析

担保方式

中国泛海为“19 泛控 01”、“19 泛控 02”、“20 泛控 01”、“20 泛控 02”的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，并出具了担保函。

中国泛海在该担保函中承诺，对“19 泛控 01”、“19 泛控 02”、“20 泛控 01”、“20 泛控 02”的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人承担保证责任的保证范围为“19 泛控 01”、“19 泛控 02”、“20 泛控 01”、“20 泛控 02”的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的合理费用。中国泛海所承担保证责任期间为“19 泛控 01”、“19 泛控 02”、“20 泛控 01”、“20 泛控 02”存续期至债券到期日届满后的两年为止。

担保人概况

中国泛海主营金融业务、房地产开发、高科技服务及资本投资等业务，控股股东为泛海集团有限公司（以下简称“泛海集团”），实际控制人为自然人卢志强。

中国泛海成立于 1988 年，前身为中国电子玻璃有限公司，初始注册资本 566.00 万元。1999 年 12 月，经增资，泛海集团（原名山东泛海集团公司）成为公司控股股东，持股比例 89.96%。2006 年 10 月 17 日，公司变更为现名，后经多次股权转让及增资，截至 2021 年末，中国泛海实收资本 200.00 亿元，控股股东泛海集团持股 98.00%，实际控制人为自然人卢志强。

中国泛海主要从事金融、房地产开发及资本投资等业务。金融业务包括信托、证券、保险、期货、典当、融资担保和银行等，主要经营主体仍主要为民生证券、民生信托及亚太财险。房地产业务以住宅开发为主，涉及写字楼、酒店、购物中心等多业态，项目主要位于武汉，经营主体为上市子公司泛海控股。资本投资业务主要投资标的为中国民生银行股份有限公司（600016.SH）和联想控股股份有限公司（3369.HK）。

截至 2021 年末，中国泛海资产总额 2053.59 亿元，所有者权益 315.02 亿元，资产负债率 84.66%。2021 年，中国泛海实现营业总收入 209.04 亿元，利润总额-195.51 亿元。

担保能力

2021年8月27日，东方金诚对担保主体中国泛海进行了不定期跟踪评级，下调中国泛海主体信用等级为BB，评级展望维持负面。2021年8月30日，根据相关监管规定及东方金诚评级业务相关制度，东方金诚决定终止对“19泛控01”、“19泛控02”、“20泛控01”、“20泛控02”担保主体中国泛海的信用评级。

中国泛海为“19泛控01”、“19泛控02”、“20泛控01”、“20泛控02”的到期兑付提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，增信作用有限。

过往债务履约情况

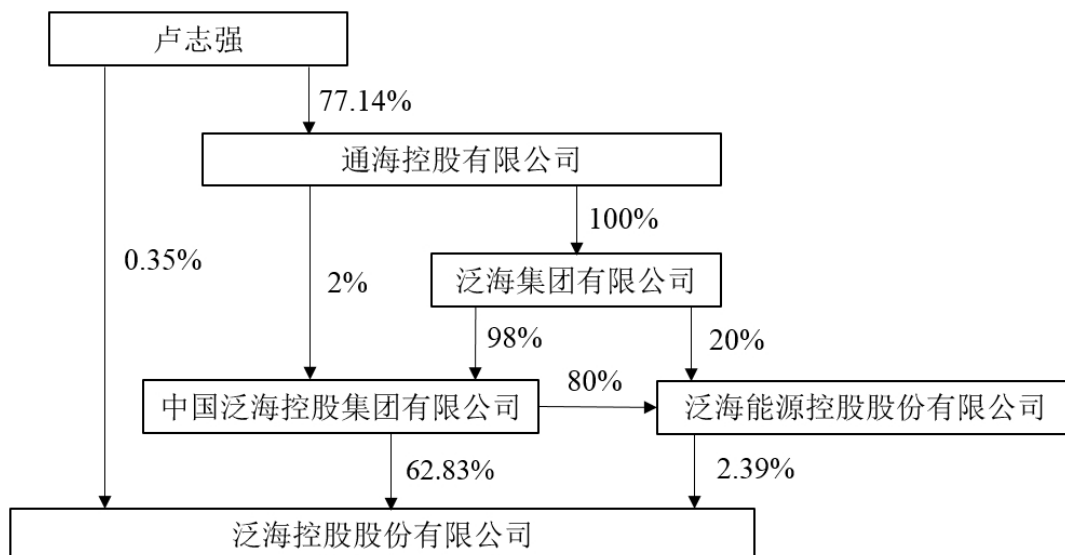
公司未提供《企业信用报告》，根据永拓会计师事务所（特殊普通合伙）出具的公司2021年度财务审计报告，截至2021年12月31日，公司累计未能如期偿还债务本息合计168.58亿元（不含利息）。

抗风险能力及结论

跟踪期内，公司存在大额到期未偿付款项，全部债务规模仍较大，存续信用债均已逾期未足额兑付，流动性极为紧张；公司对民生证券的持股比例下降至31.03%，且所持股份均因涉诉被法院冻结，自2021年8月起民生证券不再纳入公司的合并范围；受投资的金融资产发生风险确认公允价值变动损失和投资损失影响，2021年民生信托收入大幅下降，当期计提大额信用减值损失，亏损规模扩大，期末不良资产率较高，未来仍面临持续大额损失风险；受车险综改、河南客户水灾等因素影响，公司保险业务2021年出现较大亏损；跟踪期内，公司房地产项目施工进度缓慢，位于美国的房地产项目垫资严重，累计计提减值损失56.80亿元；公司在建及拟建项目未来投资规模较大，在当前房地产市场持续调控及行业融资环境偏紧的背景下，考虑到公司当前流动性紧张、再融资能力弱，面临较大资金压力；控股股东中国泛海持有公司股份被质押比例极高且被完全冻结，公司存在实际控制人变更风险；公司货币资金大幅下降，资产受限比例高，对资产流动性和再融资能力形成不利影响；永拓会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2021年财务报表进行了审计，并出具了保留意见的审计报告。

综上所述，东方金诚维持泛海控股主体信用等级为C，同时维持“17泛海MTN001”、“18泛海MTN001”、“19泛控01”、“19泛控02”、“20泛控01”、“20泛控02”和“20泛控03”信用等级为C。

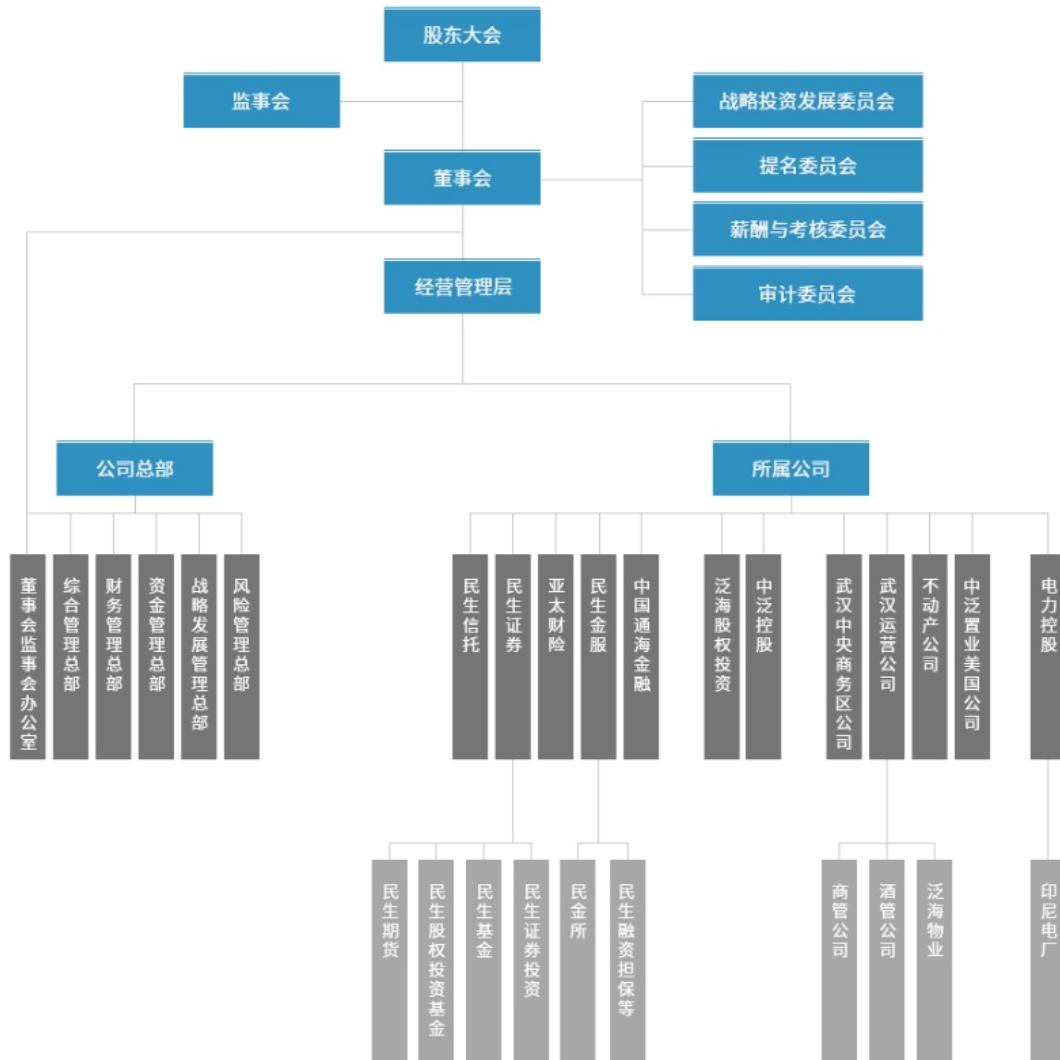
附件一：截至 2021 年末公司股权结构图¹⁵



¹⁵ 股权结构图源自泛海控股 2021 年度审计报告；

根据公司发布的相关公告，截至 2022 年 4 月 12 日，中国泛海持有泛海控股 61.15% 的股份。

附件二：公司组织结构图¹⁶



¹⁶ 组织结构图源自泛海控股官网。

附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月 (未经审计)
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	1778.75	1820.01	1102.45	1098.84
所有者权益 (亿元)	331.16	349.80	137.73	128.02
负债总额 (亿元)	1447.58	1470.20	964.72	970.82
短期债务 (亿元)	466.21	515.83	442.71	453.02
长期债务 (亿元)	411.26	307.46	132.64	126.84
全部债务 (亿元)	877.47	823.29	575.35	579.86
营业收入 (亿元)	30.55	21.97	84.40	9.89
利润总额 (亿元)	24.06	-44.97	-130.90	-10.51
净利润 (亿元)	14.26	-47.20	-130.88	-9.53
EBITDA (亿元)	55.89	-5.33	-75.44	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	55.71	83.36	106.25	-0.13
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	73.20	102.79	-131.21	-1.54
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-126.57	-159.33	-119.83	-1.08
毛利率 (%)	48.22	51.72	60.20	43.30
营业利润率 (%)	29.65	30.81	40.35	26.39
销售净利率 (%)	46.70	-214.85	-155.07	-96.29
总资本收益率 (%)	3.66	-0.80	-11.28	-
净资产收益率 (%)	4.31	-13.49	-95.02	-
总资产收益率 (%)	0.80	-2.59	-11.87	-
资产负债率 (%)	81.38	80.78	87.51	88.35
长期债务资本化比率 (%)	55.39	46.78	49.06	49.77
全部债务资本化比率 (%)	72.60	70.18	80.69	81.91
货币资金/短期债务 (%)	39.41	37.59	8.31	7.37
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	14.69	22.61	-4.34	-
流动比率 (%)	134.36	118.23	77.35	75.85
速动比率 (%)	74.96	67.71	21.06	20.48
经营现金流动负债比 (%)	5.46	7.32	13.17	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.73	-0.08	-1.27	-
全部债务/EBITDA (倍)	15.70	-154.44	-7.63	-
应收账款周转次数 (次)	2.83	2.09	7.46	-
存货周转次数 (次)	0.02	0.02	0.07	-
总资产周转次数 (次)	0.02	0.01	0.06	-
现金收入比 (%)	135.01	150.10	57.60	39.56

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 (%)	$\text{货币资金} / \text{短期债务} \times 100\%$
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

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。