

# 信用等级通知书

东方金诚债评字【2020】048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信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“泛海控股股份有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二〇年一月十五日



## 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  
2020年1月15日



## 泛海控股股份有限公司2020年 面向合格投资者公开发行人公司债券（第一期）信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期债券信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AA+	稳定	AA+	2020/1/15	赵一统 <i>赵一统</i>	吕春阳 <i>吕春阳</i>
主体概况		评级模型			

泛海控股股份有限公司（以下简称“泛海控股”或“公司”）主营房地产开发业务和金融业务，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。

### 债券概况

**发行总额：**不超过人民币 50 亿元  
**本期债券发行金额：**不超过人民币 17 亿元，其中基础发行规模为人民币 0.5 亿元，可超额配售不超过人民币 16.5 元(含 16.5 亿元)  
**本期债券期限：**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  
**偿还方式：**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  
**募集资金用途：**偿还公司债券  
**增信措施：**全额无条件不可撤销的连带责任保证担保  
**担保主体：**中国泛海控股集团有限公司  
**担保主体信用等级及展望：**AA+/稳定

### 1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
规模和市场地位	资产总额 (亿元)	15.00	15.00
	营业收入 (亿元)	10.00	4.94
	合同销售金额 (亿元)	10.00	4.94
盈利能力和运营效率	多样性	20.00	16.25
	净资产收益率 (%)	15.00	10.49
	净利润 (亿元)	10.00	6.46
债务负担与保障程度	存货周转率 (%)	5.00	0.89
	资产负债率 (%)	7.50	3.33
	货币资金/短期有息债务 (倍)	7.50	3.03

### 2.基础模型参考等级

AA

### 3.评级调整因素

+1

### 4.主体信用等级

AA+

### 5.增信措施

连带责任保证担保

中国泛海控股集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

### 6.本期债券信用等级

AA+

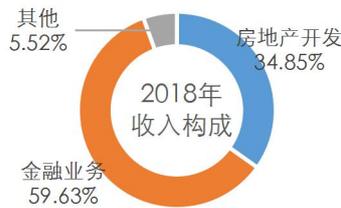
### 评级观点

公司出售北京项目和上海项目后，房地产业务项目布局以武汉为主，业态多样化，在区域市场具有较强的竞争力，在建及拟建项目未来可售面积充足，地段优势明显且土地成本相对较低，未来销售前景较好，金融业务对公司收入和毛利润的贡献保持增长且已成为公司收入和利润的主要来源，中国泛海为本期债券的偿付提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保；另一方面，公司在建项目未来可售面积有所降低；在建和拟建项目未来投资规模较大，面临资金压力；证券业务收益稳定性易受证券市场波动的影响；资产受限比例较高，近年盈利能力有所下降；有息债务规模较大，债务负担较重，未来三年面临债务集中偿付压力。

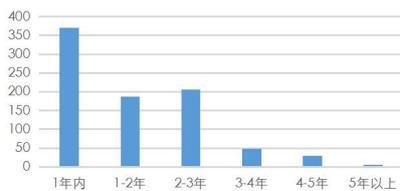
综合分析，公司抗风险能力很强，本期债券到期不能偿付的风险很小。

## 主要指标及依据

### 2018 年收入构成



### 2019 年 6 月末债务期限结构 (单位: 亿元)



### 主要数据和指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额(亿元)	1678.36	1877.75	2120.97	1841.23
所有者权益(亿元)	248.94	274.96	284.30	324.38
全部债务(亿元)	1002.77	1171.61	1216.44	895.21
营业总收入(亿元)	246.71	168.76	124.04	51.70
利润总额(亿元)	42.58	40.49	13.46	24.05
经营性净现金流(亿元)	-152.29	-192.58	92.07	15.37
营业利润率(%)	26.96	27.71	32.99	21.30
资产负债率(%)	85.17	85.36	86.60	82.38
流动比率(%)	232.56	151.19	135.19	151.55
全部债务/EBITDA(倍)	15.12	18.54	31.90	-
EBITDA 利息倍数(倍)	1.06	0.86	0.46	-

注:表中数据来源于公司2016年~2018年的审计报告及2019年1~6月未经审计的合并财务报表。

## 优势

- 公司出售北京项目和上海项目后, 房地产开发业务项目布局以武汉为主, 公司具备多业态开发能力, 在区域市场具有较强的竞争力;
- 受益于公司加大武汉项目推盘规模, 公司房地产开发业务2018年合同销售金额和平均合同销售价格均显著回升;
- 公司在建和拟建房地产项目主要位于武汉, 未来可售面积较为充足, 地段优势明显且土地成本相对较低, 未来销售前景较好;
- 公司金融业务已涵盖证券、信托、保险等主要金融业态, 拥有民生证券、民生信托、亚太财险等核心平台, 整体发展较好, 对公司收入和毛利润的贡献保持增长且已成为公司收入和利润的主要来源;
- 控股股东中国泛海为本期债券到期兑付提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 具有一定的增信作用。

## 关注

- 出售北京项目和上海项目后, 公司在建项目未来可售面积有所降低;
- 公司在建和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下, 面临资金压力;
- 公司证券业务收益稳定性易受证券市场波动的影响;
- 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;
- 受房地产业务结转规模降低的影响, 2018年公司营业总收入和利润总额显著下降, 盈利能力有所降低;
- 公司有息债务规模较大, 债务负担较重, 大部分债务将集中于未来三年到期, 其中未来一年将会出现偿债高峰, 面临集中偿付压力。

## 评级展望

公司评级展望为稳定。鉴于公司土地储备充足, 随着可售项目货值释放, 金融业务稳步发展, 预计未来盈利能力有望好转。

## 评级方法及模型

《东方金诚房地产企业评级方法及模型 (RTFC010201907) 》

## 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
AA+/稳定	AA+	2019/11/4	赵一统、吕春阳	《东方金诚房地产企业评级方法及模型 (RTFC010201907) 》	<a href="#">阅读原文</a>
AA+/稳定	AA+	2016/5/5	朱林、王莹莹	《东方金诚房地产企业评级方法》	<a href="#">阅读原文</a>
AA/稳定	AA	2015/7/10	葛新景、李晓光	(2014年5月)	<a href="#">阅读原文</a>

注:2016年5月5日主体级别由AA调整至AA+,此后至2019年11月4日(最新评级),泛海控股主体信用等级未发生变化,均为AA+/稳定。

## 主体概况

泛海控股股份有限公司（以下简称“泛海控股”或“公司”）主营房地产开发业务和金融业务，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2019年6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，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。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”）。

截至2019年6月末，公司资产总额1841.23亿元，所有者权益324.38亿元，资产负债率为82.38%。2018年及2019年1~6月，公司实现营业总收入分别为124.04亿元和51.70亿元，利润总额分别为13.46亿元和24.05亿元。

## 本期债券概况及募集资金用途

### 本期债券概况

经中国证监会证监许可[2019]579号文核准，公司获准在中国境内向合格投资者公开发行面值总额不超过50.00亿元的公司债，分期发行；其中第一期已于2019年7月9日发行，发行规模5.5亿元，票面利率7.5%，起息日2019年7月9日，期限3（2+1）年；第二期已于2019年12月25日发行，发行规模5.00亿元，票面利率7.5%，起息日2019年12月25日，期限3（2+1）年；本次公司拟发行泛海控股股份有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”），票面总额不超过人民币17亿元，其中基础发行规模为人民币0.5亿元，可超额配售不超过人民币16.5亿元（含16.5亿元）。本期债券的期限为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。本期债券面值100元，按面值发行，发行利率为固定利率。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。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。

中国泛海为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

### 募集资金用途

本期债券所募集资金拟全部用于偿还公司债券。

## 经营环境

### 宏观经济和政策环境

#### 前三季度经济下行压力逐步显现，中美经贸摩擦仍需持续关注

1~9月GDP同比增长6.2%，其中三季度降至6.0%，较上季度下滑0.2个百分点，连续两个季度小幅走低，反映5月之后中美经贸摩擦波澜再起，消费、投资及外需等驱动经济增长的“三驾马车”都在不同程度地受到负面影响。不过，9月以来，伴随逆周期调节力度加大，以及中美经贸摩擦趋向缓和，经济运行已开始出现企稳势头。预计四季度GDP增速将保持在6.0%，2019年GDP增速将为6.2%。未来中美经贸谈判进程仍将是影响短期宏观经济走向的关键因素。

#### 四季度逆周期调节力度将进一步加大，货币政策重点是降低企业融资成本，财政政策将在减税降费和基建提速两方面同时发力

前三季度货币政策总体保持边际宽松态势，严监管效应趋缓，社会融资规模及M2增速均现企稳回升势头。新LPR改革将带动市场化、结构性降息持续深化。此外，当前全球货币政策已转入宽松轨道，不排除年底前后央行下调MLF政策利率的可能。财政政策方面，预计四季度还可能针对企业的减税措施出台，全年减税降费规模有望超过2万亿元，专项债资金对基建提速的作用将有明显体现。总体上看，四季度宏观政策在保持定力的同时，将进一步向稳增长方向倾斜。

### 行业分析

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

#### 房地产行业

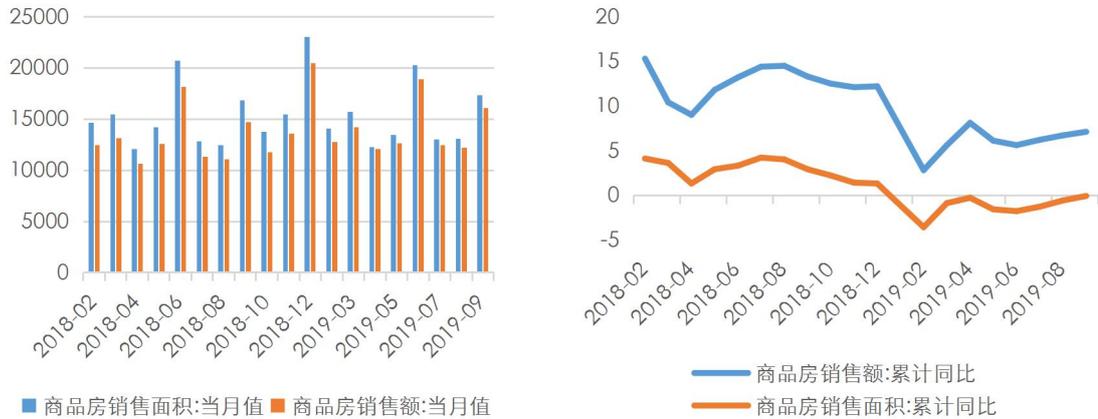
#### 随着楼市调控政策从严以及棚改货币化安置支撑力度减弱，预计四季度全国商品房销售增速将稳中有降

2019年1~9月，国内商品房销售面积和销售额分别为11.92亿平方米和11.15万亿元，分别同比增长-0.10%和7.10%，其中6月份以来商品房销售增速持续反弹。国内商品房销售反弹一方面是去年同期基数逐步走低，另一方面是在融资环境趋紧的情况下，随着“金九银十”传统销售旺季来临，房企为加速现金回流加大了推盘销售力度。

预计四季度国内商品房销售增速将继续承压，但考虑到去年9月开始销售面积基数逐渐走低，预计不存在大幅回落的空间。在政治局会议明确不将房地产作为短期刺激经济手段的背景下，一二线城市调控政策仍将持续从严、资金面依然边际收紧，销售将保持平稳；而三四线城市

市受棚改力度减弱导致楼市需求不足，总体销售稳中有降。

图表 1 全国商品房销售情况（万平方米、亿元、%）



数据来源：国家统计局、wind

**受新开工意愿下降、土地购置疲软及融资渠道仍将严格受限影响，预计四季度房地产投资增速将持续放缓**

2019年前三季度，房企开发投资增速持续回落，全国房地产开发投资完成额为9.80万亿元，同比增长10.5%，主要源于土地投资疲软，新开工增速有所回落；但受施工提速影响，房企开发投资增长仍保持较高规模。受房地产调控政策持续从严、融资环境收紧等因素影响，房企新开工意愿减弱，同时拿地意愿难以显著改善。1~9月，全国房屋新开工面积16.57亿平方米，同比增长8.60%，增速较2019年1~8月降低0.3个百分点；全国房屋施工面积83.42亿平方米，同比增长8.7%，增速较2019年1~8月下降0.10个百分点；土地购置面积1.55亿平方米，同比下降20.20%；土地成交价8186.00亿元，同比下降18.20%。

预计四季度，在房企外部融资受限及调控政策持续从严的情况下，房企债务到期偿付压力加大，对业务规模进一步扩张带来阻碍。此外，房企土地获取将更加谨慎，拿地节奏优化，土地购置和开工建设对投资的支撑力度将有所下降，对房地产开发投资增长起到一定抑制作用。

图表 2 全国房屋新开工及土地购置情况（%）



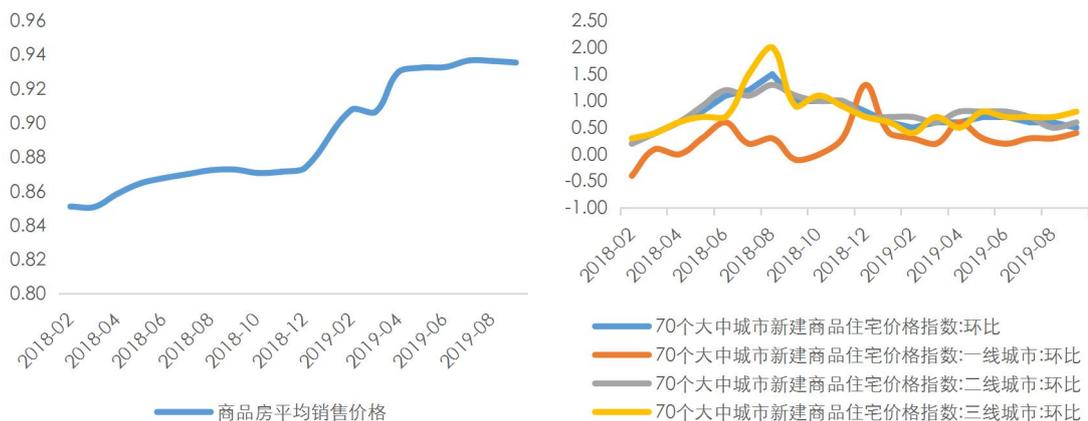
数据来源：国家统计局、wind

**预计 2019 年房价将整体稳定，但棚改货币化安置政策的调整导致其对房价支撑力度减弱，三四线城市房价面临较大压力**

2019 年 1~9 月，国内商品房销售均价为 9354.98 元/平方米，同比增长约 7.19%。2019 年 9 月，房价有所回暖，70 个大中城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.5%，增速较 8 月下降 0.1 个百分点；其中，一线城市受限价政策影响整体较为稳定，新建商品住宅销售价格环比上涨 0.4%，涨幅较上月增长 0.1 个百分点；31 个二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.6%，涨幅较上月提高 0.1 个百分点；35 个三线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.8%，涨幅较上月提高 0.1 个百分点。

预计四季度随着房屋销售面积增速的放缓，房价回暖的趋势将减弱，全国房价将保持稳定。一线城市房地产市场仍将保持较强的政策调控力度，同时住房需求仍较为旺盛，房价整体将保持稳定；热点二线城市受调控政策边际收紧，预计房价存在一定上行压力；三四线城市由于人口及资源向外迁移、前期购买力相对透支等因素，依旧面临调整压力，同时棚改开工数量明显缩减及货币化安置走弱或使需求萎缩，对商品住宅销售的拉动作用将减弱，房价持续上涨动力不足，房价涨幅或将出现回落。

**图表 3 全国商品房销售价格走势情况（万元/平方米、%）**



数据来源：国家统计局、wind

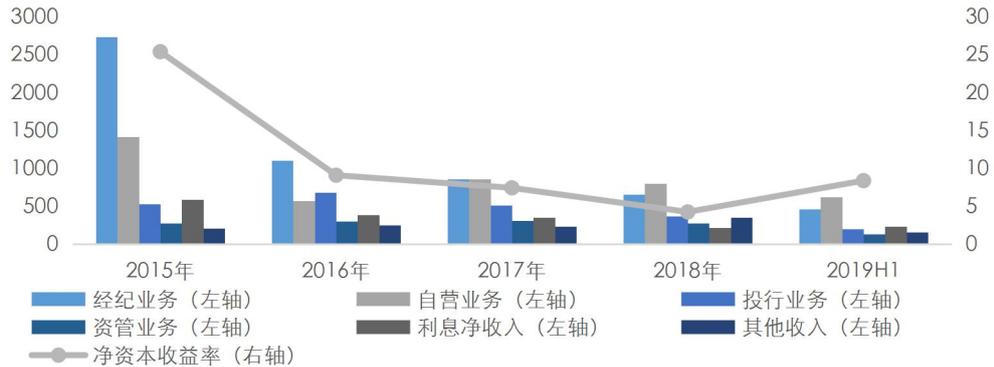
**证券行业**

**证券公司收入受市场环境波动及监管政策的影响尤为明显，其中综合性大券商竞争优势明显，优质客户和项目资源进一步向行业龙头集中**

我国证券行业经过了综合治理整顿和近几年的较快发展，各证券公司的资本实力有所提升，整体经营能力和水平均有了显著进步，但经营业绩受资本市场周期性波动的影响仍较大。2019 年上半年，市场行情回暖，流动性改善，叠加政策利好频频出台，券商营业收入及净利润同比大幅增长，分别同比增长 41.37%和 102.86%。随着资本市场改革逐渐深化，证券行业监管体系将持续完善，政策红利将进一步引导行业稳健向上。但考虑到国内宏观经济下行压力加大，中美贸易摩擦形势尚不明朗，券商营业收入及净利润增速预计将较上半年放缓。同时，需关注个股风险所导致的券商存量资管业务、股票质押业务风险处置压力。

证券行业收入结构逐步多元化，通道型业务收入贡献逐步下降，行业同质化竞争将无以为继，券商间因寻求新的利润增长点而加剧分化。凭借其规模、品牌优势以及创新业务的开拓能力，综合性大券商保持了较强的市场竞争优势，证券行业集中度将持续提升。而部分区域性中小券商对经纪和自营业务依赖度较高，区域性证券公司经纪业务属地优势弱化，而自营业务受市场行情以及其投资风格的影响较大，业务结构不合理、风险管理能力弱的问题将日益突出。

图表 4 证券公司盈利状况<sup>1</sup> (亿元、%)



数据来源：Wind、证券业协会，东方金诚整理

## 信托行业

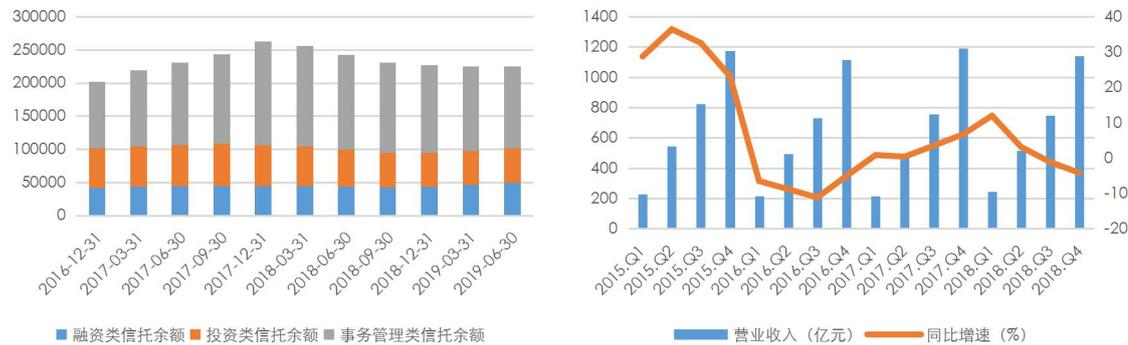
目前信托行业处于主动管理类业务转型的过渡阶段，业务扩张和盈利增长速度放缓，但整体资本充足性仍然保持在较好水平

我国信托行业自诞生以来便依托制度和经营范围优势在国内资产管理行业迅速崛起。2010年~2017年，信托行业管理资产规模从3.04万亿元增长至26.25万亿元。其中，以通道业务为主的事务管理类信托占比逐年上升。2018年以来，在行业监管趋严的形势下，信托公司事务管理类信托规模终止了上升态势，带动行业受托资产规模持续回落，资管新规效果初步显现。截至2018年末，信托行业受托资产余额22.70万亿元，同比下降13.50%。其中，事务管理类信托余额13.25万亿元，同比下降15.33%。

受监管环境趋严和市场信用风险暴露影响，信托行业整体经营风险有所上升。2018年，由于信托资产规模下滑、资本市场波动加剧，信托行业营业收入同比下降4.20%至1140.63亿元，其中信托业务收入同比下降2.91%至781.75亿元。由于募集难度上升，信托公司自有资金承接新发行产品的情况较为普遍，影响了固有资产运用的有效性，而市场行情波动进一步削弱了固有业务收益水平。2018年，信托行业实现利息收入和投资收益合计310.36亿元，同比下降10.64%。同时，随着市场信用环境恶化，信托风险项目数量和规模大幅上升，受托业务和自营投资风险管理难度加大。2018年，全行业信托风险项目余额合计4443.78亿元，同比上升69.05%。

<sup>1</sup> 经纪业务收入=代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）+投资咨询业务净收入；投资银行业务收入=证券承销与保荐业务净收入+财务顾问业务净收入。

图 表 5 全国信托行业情况（亿元、%）



数据来源：Wind、信托业协会，东方金诚整理

## 业务运营

### 经营概况

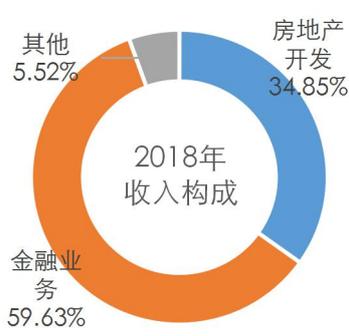
公司营业总收入及毛利润主要来源于房地产开发业务和金融业务，营业收入和毛利润有所降低，毛利率持续提升且处于较高水平，其中金融业务的贡献持续提升

泛海控股主要从事房地产开发业务和金融业务。2016年~2018年，受房地产业务结转规模降低影响，公司营业总收入持续降低。从收入构成看，房地产开发业务和金融业务是公司收入的主要来源，其中房地产开发业务占比持续降低，金融业务收入逐年快速增长；其他业务包含物业管理、物业出租等，收入和占比均较小。同期，公司毛利润持续降低，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，其中房地产开发业务毛利率始终处于较高水平。

2019年1月20日，公司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”）与融创房地产集团有限公司（以下简称“融创房地产”）签署了《协议书》，武汉公司向融创房地产转让其持有的泛海建设控股有限公司（以下简称“泛海建设”）剥离以下资产后的100%股权：（1）泛海建设持有的浙江泛海建设投资有限公司（以下简称“浙江公司”）100%股权、上海御中投资管理有限公司（以下简称“上海御中”）100%股权；（2）泛海建设全资子公司北京泛海东风置业有限公司（以下简称“东风公司”）持有的北京泛海国际居住区2#、3#地块的相关资产和负债，即转让上海董家渡项目（以下简称“上海项目”）及北京泛海国际居住区1#地块项目（以下简称“北京项目”）。截止报告期末，股权转让已办理完毕。本次交易中，融创房地产需现金支付的金额为125.53亿元，分三笔支付，支付比例分别为50%、30%、20%，截至2019年8月28日，融创房地产已支付第一笔款项、第二笔款项及第三笔款项中的2.95亿元。转让北京项目和上海项目后，公司收入仍主要来自于房地产开发业务和金融业务，但是金融业务收入占比及毛利润贡献显著提高，成为公司收入和毛利润的主要来源之一。2019年1~

6月，公司营业总收入中房地产开发业务收入占比大幅下降，金融业务收入占比大幅提升至79.49%；受金融业务占比提高影响，综合毛利率显著提高。

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	2016年		2017年		2018年		2019年1~6月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
房地产开发	176.70	71.63	78.33	46.41	43.22	34.85	7.83	15.14
金融业务	60.49	24.52	84.92	50.32	73.97	59.63	41.10	79.49
其他	6.64	2.69	5.53	3.27	6.85	5.52	2.78	5.37
<b>合计</b>	<b>246.71</b>	<b>100.00</b>	<b>168.76</b>	<b>100.00</b>	<b>124.04</b>	<b>100.00</b>	<b>51.70</b>	<b>100.00</b>
	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>	<b>毛利润</b>	<b>毛利率</b>
房地产开发	73.99	41.87	29.48	37.64	23.43	54.21	3.93	50.18
金融业务 <sup>2</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-
其他	2.02	30.45	2.49	45.09	1.82	26.56	0.79	28.48
<b>合计<sup>3</sup></b>	<b>137.76</b>	<b>55.84</b>	<b>116.89</b>	<b>69.26</b>	<b>99.22</b>	<b>79.99</b>	<b>44.50</b>	<b>86.07</b>

数据来源：公司提供，东方金诚整理

### 房地产开发

公司房地产项目开发经验丰富，具备多业态综合开发能力，出售北京项目和上海项目后，项目布局主要位于武汉以及美国洛杉矶、旧金山、纽约、夏威夷等境外城市的核心地段，在区域市场具有较强的竞争力

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1月22日，泛海控股发布了《泛海控股股份有限公司关于控股子公司武汉中央商务区股份有限公司出售资产的公告》，拟转让上海项目及北京项目。2019年3月，上海项目和北京项目管理权已完成移交。公司转让北京项目和上海项目后，项目布局将主要位于武汉，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。

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。2018年公司住宅结算面积占比95.01%，写字楼结算面积占比4.76%，其他产品类型占比0.24%。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。

受益于武汉项目推盘规模的加大，2018年公司合同销售金额和平均合同销售价格均显著回升，受结转面积降低影响，房地产业务结算收入显著下滑，受益于结算价格提高，业务毛利率有所提升

2016年~2018年，公司房地产开发业务收入和毛利润均逐年降低，主要系房地产业务结

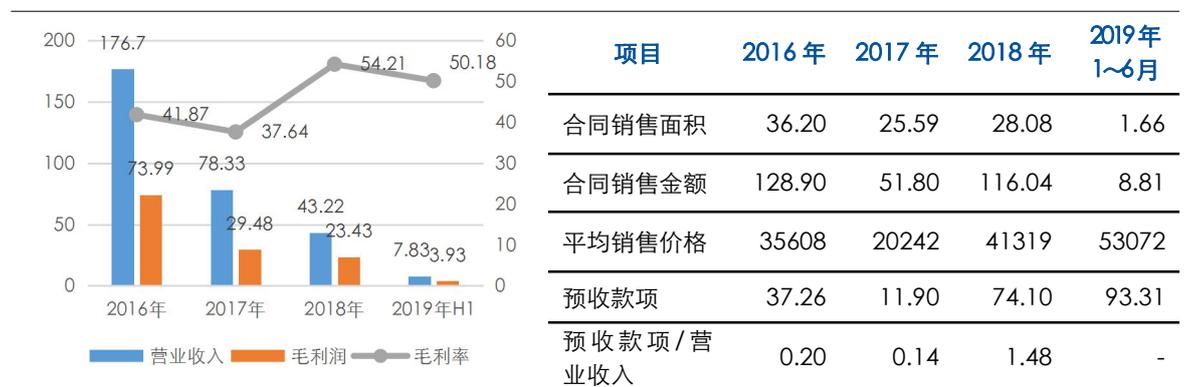
<sup>2</sup> 公司金融业务无直接成本，未计算其毛利润及毛利率。

<sup>3</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%。

转规模有所减少；业务毛利率有所波动，其中2018年公司房地产业务毛利率显著提高，一方面是公司2017年结转项目中写字楼占比较高，且以整售为主，毛利率较低；另一方面是公司2018年结转项目售价较高，且土地成本较低。近年受调控政策及公司出售部分房地产项目影响，公司房地产业务合同销售金额和合同销售面积均总体有所降低；2019年上半年公司合同销售金额和合同销售面积均同比小幅提升。2019年6月末公司预收款项93.31亿元，为2018年营业收入的1.86倍，为未来收入及利润的实现提供了一定的保障。

公司房地产项目平均销售价格有所波动，其中2018年公司平均合同销售价格同比大幅上涨104.15%，系武汉项目<sup>4</sup>销售价格上涨及北京泛海国际居住区二期、上海泛海国际公寓项目（10#地）项目销售价格较高所致。

图表7 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，公司房地产项目主要位于北京、上海和武汉等区域；其中武汉一直是公司合同销售金额的主要来源，北京和上海有所波动。2018年公司房地产业务实现合同销售金额中北京和上海占比显著提高主要系公司取得北京、上海项目预售许可证，加大北京、上海项目销售力度所致。2019年1~6月，公司合同销售金额8.81亿元，主要来自于武汉中央商务区的芸海园项目和北京泛海国际居住区二期项目。

2019年3月，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，未来合同销售金额将主要来自于武汉市。

<sup>4</sup> 2017年，武汉地区项目平均合同销售价格19559元/平方米；2018年，武汉地区项目平均合同销售价格24612元/平方米。

图表 8 公司房地产开发项目分区域销售情况 (单位: 亿元、%)

区域	2016年		2017年		2018年		2019年1~6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
武汉	64.72	50.21	48.84	94.29	57.42	49.48	4.29	48.69
北京	58.16	45.12	0.78	1.51	25.30	21.80	4.52	51.31
深圳	5.18	4.02	2.18	4.21	0.22	0.19	-	-
上海	0.84	0.65	-	-	33.10	28.53	-	-
合计	128.90	100.00	51.80	100.00	116.04	100.00	8.81	100.00

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司已完工项目主要位于武汉、深圳和杭州等地, 业态包括住宅、写字楼、酒店等, 截至2019年6月末, 公司主要已完工项目销售进度91.47%, 总体销售情况良好; 销售物业未来可售面积16.98万平方米, 主要为武汉的芸海园项目、泛海国际SOHO城和碧海园项目, 上述项目未来可售面积分别为9.78万平方米、3.19万平方米和2.07万平方米; 已完工项目总投资额392.83亿元, 累计合同销售金额412.07亿元, 累计销售回款397.69亿元, 回款较好。公司未来可售项目主要位于武汉市, 且地理位置较好, 未来销售情景较好。

**公司出售北京项目和上海项目后在建项目未来可售面积有所降低, 但在建及拟建项目未来可售面积仍较为充足且主要集中于武汉, 地段优势明显且土地成本相对较低, 未来销售前景较好**

从施工和竣工情况来看, 2016年~2018年, 受北京项目开工影响, 公司新开工面积2018年显著提高; 施工面积规模有所降低但仍然较大; 竣工面积波动显著, 其中2018年显著降低, 主要系公司降低施工进度所致。2019年1~6月, 公司无新开工项目; 2019年6月末施工面积较2018年末降低28.48%, 系公司出售北京项目和上海项目所致。

截至2019年6月末, 公司房地产在建项目共计8个, 主要位于武汉, 随着北京项目和上海项目转让, 总规划建筑面积降低至181.72万平方米, 拟售物业总可售面积71.46万平方米, 已售面积33.61万平方米, 未来可售面积37.85万平方米; 在建项目平均合同销售价格17470.01元/平方米, 平均楼面地价3652.74元/平方米, 土地成本相对较低。

公司在建项目未来可售面积主要位于武汉、沈阳、洛杉矶。其中, 武汉CBD项目总规划建筑面积约800多万平方米, 占比最大, 开发周期较长, 是武汉市“十二五”规划中的以金融、保险、贸易、信息、咨询等产业为主的华中地区现代服务业中心, 属武汉市重点建设项目; 武汉CBD项目位于汉口城区的几何中心, 地处内环线和二环线之间, 交通方便, 市政配套完善, 区位优势明显。

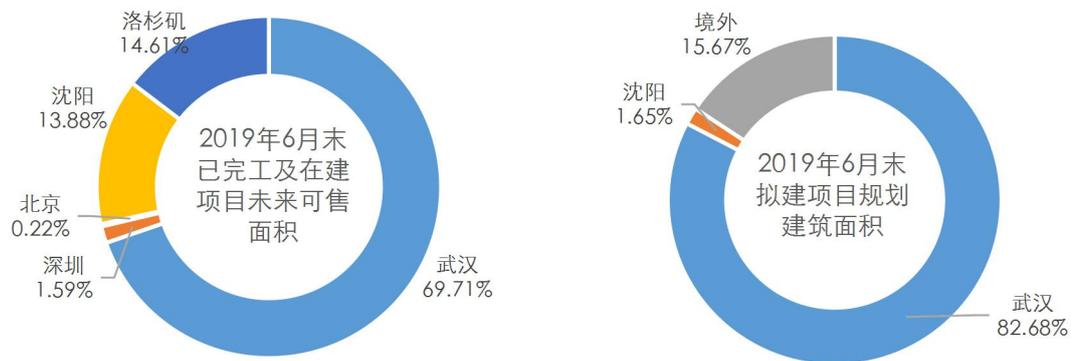
截至2019年6月末, 公司已取得土地证的拟建项目规划建筑面积为434.04万平方米, 其中位于武汉、沈阳的项目均为对应在建项目的滚动式开发的尚未开发部分, 其余为海外项目。公司拟建项目中的5个海外项目, 业态以住宅、酒店、公寓、写字楼等为主, 全部位于美国, 均为2015年和2016年新增, 均通过协议方式获得, 总协议金额为10.07亿美元, 已全部支付。

在拿地方面, 公司现有储备土地均于2016年之前获得, 储备较为充足, 且项目地理位置较

好、土地成本较低。2017年以来，公司房地产业务以释放现有土地价值为主，暂无新增项目，也无拿地计划。截至2019年6月末，除拟建项目外，公司无其他土地储备。

总体来看，公司出售北京项目和上海项目后在建项目未来可售面积有所降低，但在建及拟建项目未来可售面积仍较为充足且主要集中于武汉，地段优势明显且土地成本相对较低，武汉市经济发展前景及人口吸附能力较强，项目未来销售前景较好。

图表9 2019年6月末公司房地产可售项目情况及开工进度（单位：万平方米）



	2016年	2017年	2018年	2019年 1~6月	项目	规划建 筑面积	可售面积	已售面积	未来可售 面积
新开工面积	23.29	14.34	54.33	-	完工项目	356.96	199.13	182.15	16.98
施工面积	378.27	314.96	274.62	196.42	在建项目	181.72	71.46	33.61	37.85
竣工面积	63.77	99.68	1.91	-	拟建项目	434.04	-	-	-

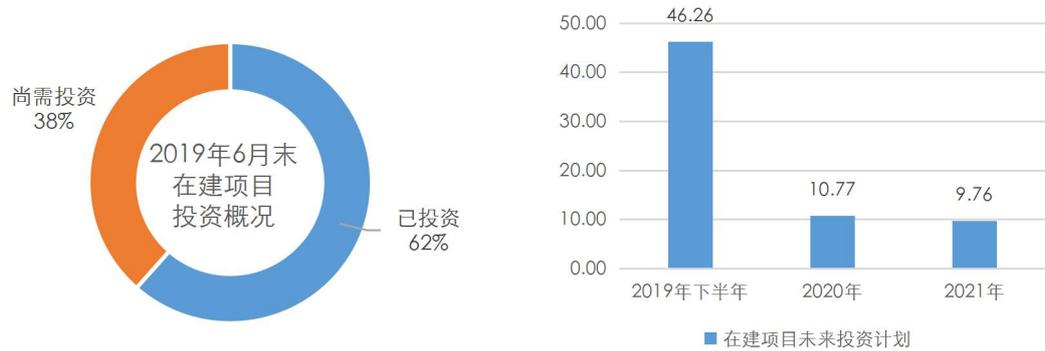
数据来源：公司提供，东方金诚整理

### 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下，面临资金支出压力

从投资情况来看，公司在建项目计划总投资613.14亿元，截至2019年6月末，已累计投入377.13亿元，尚需投资额236.01亿元。从拟建项目看，截至2019年6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，可能面临一定投资压力。北京项目和上海项目转让后，公司国内项目未来投资压力将显著降低，短期资金压力有所缓解，但国内项目未来总投资额规模仍然较高，仍将面临一定资金压力。

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，预计公司美国房地产开发业务面临一定的资金压力。

图表 10 截至 2019 年 6 月末公司在建项目投资情况<sup>5</sup> (单位: 亿元)



	计划总投资	截至 2019 年 6 月末已投资额	尚需投资额
<b>一、国内项目</b>			
武汉 CBD	282.03	203.95	78.08
其中：房地产项目	141.13	82.51	58.62
基础设施建设	140.90	121.44	19.46
沈阳泛海国际居住区	8.00	6.78	1.22
<b>二、海外项目<sup>6</sup></b>			
泛海广场项目	123.74	97.13	26.61
泛海中心项目	199.37	69.27	130.10
<b>合计</b>	<b>613.14</b>	<b>377.13</b>	<b>236.01</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 金融业务

公司金融业务已涵盖证券、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，近年公司金融业务整体发展较好，已成为公司收入和利润的主要来源

经过近几年的系统布局和整合优化，公司金融业务已涵盖证券、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，金融业务平台日趋壮大，金融服务链条不断延展，金融业务综合实力不断增强。

图表 11 公司金融业务运营主体 2018 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	14.58	0.94	0.95
民生信托	23.97	11.08	-
亚太财险	35.47	0.34	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

随着金融布局的日益完善，公司金融业务收入持续增长，其占营业总收入比例持续增长，

<sup>5</sup> 在建项目未来投资支出是基于 2019 年 6 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 2020 年及 2021 年投资计划待定，因此公司在建项目 2020 年及 2021 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不包含已投入的土地成本。

<sup>6</sup> 泛海广场项目和泛海中心项目分别计划总投资 18 亿美元和 29 亿美元，截至 2019 年 6 月末分别已投资 3.57 亿美元和 2.70 亿美元，上述数据均已按照 2019 年 6 月 28 日人民币汇率中间价 6.8747 折算为人民币。

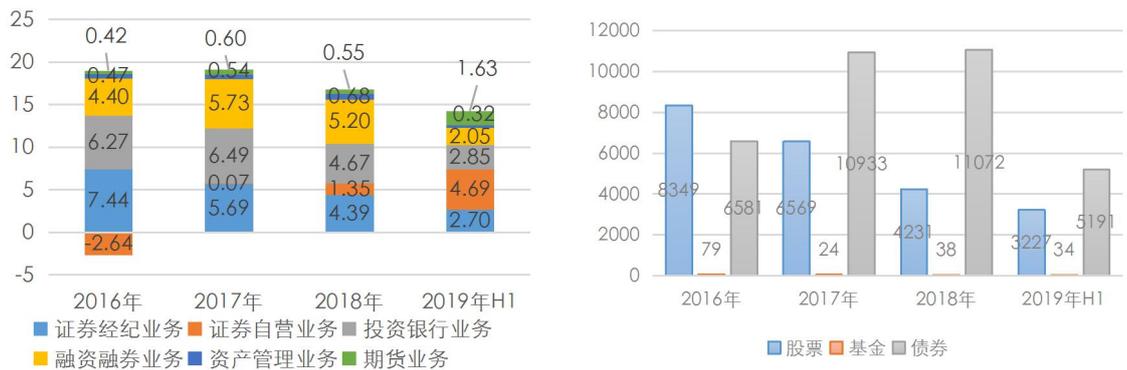
已成为公司收入和利润的主要来源，有效的提高了公司主营获利能力。从收入和利润构成来看，主要来自于证券业务和信托业务，其经营主体分别为民生证券和民生信托。

**受市场成交萎缩、IPO 审核趋严等因素影响，2018 年民生证券收入和净利润均显著下降，市场回暖带动 2019 年上半年民生证券收入和利润显著提高**

公司证券业务主要经营主体为民生证券。2019 年 6 月末，民生证券的资产合计为 480.54 亿元，资产负债率为 77.00%。2018 年，民生证券营业收入和净利润分别同比降低 15.42%和 75.68%，主要是受市场成交萎缩、IPO 审核趋严等因素影响。2019 年上半年，民生证券<sup>7</sup>营业收入和净利润分别为 13.43 亿元和 2.59 亿元，均同比显著增长。

从收入构成看，近年来民生证券的证券经纪业务收入持续下降，但仍然是民生证券收入的主要来源之一；投资银行业务和融资融券业务收入占比持续提高，逐渐成为民生证券收入的主要来源。2018 年，民生证券投资银行业务收入 4.67 亿元，占主营业务收入比例增至 27.73%，融资融券业务收入 5.20 亿元，占主营业务收入比例 30.89%。2019 年上半年，受股票市场回暖影响，民生证券的证券自营业务和投资银行业务收入同比大幅提高，进而带动民生证券营业收入提高。

**图表 12 民生证券收入构成情况及证券经纪业务交易情况<sup>8</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 2018 年末，民生证券在全国设立了 35 家分公司及 51 家营业部。2016 年~2018 年，受市场行情、竞争激烈及开户受限等多种因素影响，民生证券股票、基金、债券交易总额呈下滑趋势，导致经纪业务佣金费收入下滑；同期，民生证券实现经纪业务手续费净收入分别为 5.78 亿元、4.22 亿元和 3.02 亿元。2016 年以来，公司主动适应监管环境的变化，加大创新型业务的开拓力度，投资银行业务和融资融券业务收入及利润快速增加，成为民生证券收入和利润的主要来源之一。2018 年，民生证券继续推进投资银行业务发展，在做好 IPO 业务同时，加大可转换债券的开发力度，完成 2 家 IPO 项目，8 家可转债项目，10 家再融资项目，5 家并购重组项目。

<sup>7</sup> 2018 年上半年，民生证券营业收入和净利润分别为 4.47 亿元和-0.65 亿元。

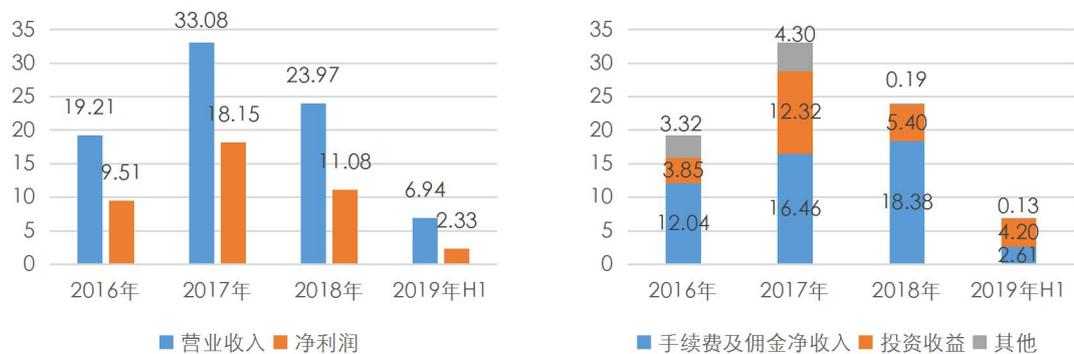
<sup>8</sup> 民生证券收入构成未进行内部抵消。

公司信托业务总体稳定，2018年受资管新规、市场波动等因素影响，信托业务营业收入及净利润有所下降，但资产管理规模仍然较高

公司信托业务主要经营主体为民生信托。2019年6月末，民生信托资产总额144.70亿元，所有者权益102.88亿元，资产负债率28.90%。近年来民生信托营业收入和净利润有所波动，其中2018年下降主要是受资管新规、市场波动等因素影响。2019年上半年民生信托营业收入和净利润同比均显著下降。

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 13 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。2018年, 公司新增信托项目53个, 新增信托本金规模2562.61亿元; 清算信托项目90个, 清算信托本金规模2631.48亿元。2019年1~6月, 公司新增信托项目111个, 新增信托本金规模1283.64亿元; 到期信托项目38个, 到期信托本金规模1114.73亿元。截至2019年6月末, 公司存续信托项目251个, 存续信托本金余额1955.19亿元, 信托资产总额2011.30亿元。

图表 14 2019年6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	41.02	2.04	基础产业	77.97	3.88
贷款	518.77	25.79	房地产	225.25	11.20
交易性金融资产	62.56	3.11	证券市场	65.46	3.25
可供出售金融资产	910.06	45.25	工商企业	657.56	32.69
长期股权投资	190.41	9.47	金融机构	898.37	44.67
其他	288.48	14.34	其他	86.68	4.31
<b>信托资产总计</b>	<b>2011.30</b>	<b>100.00</b>	<b>信托资产总计</b>	<b>2011.30</b>	<b>100.00</b>

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

## 公司治理与战略

公司建立了较为完善的法人治理结构，建立了由股东大会、董事会、监事会和高级管理层组成的治理结构体系。公司根据实际经营情况，设立了多个职能管理部门负责具体事务。泛海控股本部位于北京，主要负责制定公司战略、经营计划、资本运营、重大决策、指导及审批子公司各项业务等。公司具体业务由各子公司负责，各子公司在预算、资金、人事等方面接受本部审核和控制。

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；近年公司加速转型。从金融业务来看，公司已形成以民生证券、民生信托、亚太财险为核心，涵盖证券、信托、保险等主要金融业态的金融板块布局，金融业务综合实力不断增强，成为公司主营业务之一。未来，公司将落实金融监管各项要求，强化风险控制能力，加快综合金融服务体系建设，促进金融业务稳中提质。从房地产业务来看，公司将重点开发武汉中央商务区项目，从城市运营商的角度将项目建设好、运营好、管理好，加快实现公司房地产业务模式由以开发建设为主向投资、开发、运营三位一体的转变。

## 财务分析

### 财务概况

泛海控股提供了2016年~2018年和2019年1~6月合并的财务报表。立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2016年~2018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2019年1~6月财务数据未经审计。

2018年末，公司纳入合并报表范围的主体共183户，较2017年末增加8户。2019年3月，公司完成北京项目和上海项目过户手续。

财政部于2017年修订颁布了《关于印发修订〈企业会计准则第22号——金融工具确认和计量〉的通知》（财会〔2017〕7号）、《关于印发修订〈企业会计准则第23号——金融资产转移〉的通知》（财会〔2017〕8号）、《关于印发修订〈企业会计准则第24号——套期会计〉的通知》（财会〔2017〕9号）及《关于印发修订〈企业会计准则第37号——金融工具列报〉的通知》（财会〔2017〕14号）（上述四项准则下称“新金融工具准则”）。根据财政部要求，境内上市的企业自2019年1月1日起实施新金融工具准则。公司于2019年1月1日起执行新金融工具准则。2019年6月末，公司部分会计科目较期初有所调整。

### 资产构成与资产质量

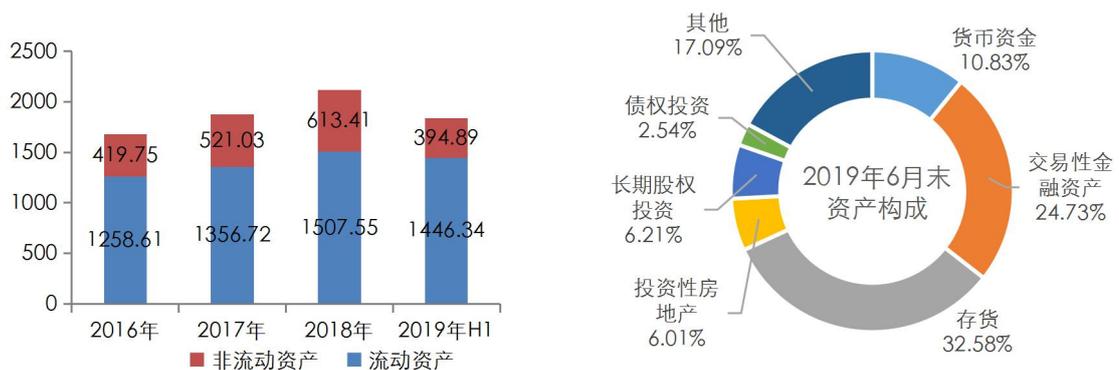
受公司出售北京项目和上海项目的影响，2019年上半年资产规模有所下降，资产结构以存货、货币资金等流动资产为主，资产受限比例较高，对资产流动性和再融资能力形成不利影响

近年来公司资产总额逐年增长，资产构成以流动资产为主。截至2019年6月末，公司资产总额为1841.23亿元，较2018年末降低13.19%，系存货规模大幅降低所致，其中流动资产占

比 78.55%。

2019年6月末,公司流动资产1446.34亿元,存货、货币资金和交易性金融资产占比较大。2016年~2018年末,随着公司加大境内外房地产开发项目工程建设投入,存货保持增长;2018年末,公司存货主要为开发的房地产项目,其中开发成本占比80.45%、开发产品占比10.10%、一级开发成本占比9.39%;计提跌价准备余额12.16亿元,计提项目主要为海外项目;存货周转次数为0.18次、0.07次和0.03次,有所降低且周转速度较慢。2019年6月末,存货期末账面价值较期初大幅降低系公司出售北京项目和上海项目所致。公司货币资金主要为银行存款,近年波动显著;2019年6月末,公司货币资金较期初有所降低,主要系公司偿还公司债所致。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,受民生证券扩大交易性金融资产规模,期末持仓规模扩大影响,交易性金融资产规模快速增长;2019年6月末,受执行新金融工具政策影响,公司交易性金融资产较2018年末大幅增长;2019年6月末,公司交易性金融资产中债券占比37.73%、股权占比11.11%、基金占比20.49%、信托计划占比24.87%。

图表 15 公司资产构成情况 (单位: 亿元)



项目	2016年末	2017年末	2018年末	2019年6月末
货币资金	301.33	192.60	216.40	199.38
存货	668.45	845.14	926.43	599.93
交易性金融资产	104.26	111.89	156.87	455.37
<b>流动资产合计</b>	<b>1258.61</b>	<b>1356.72</b>	<b>1507.55</b>	<b>1446.34</b>
投资性房地产	90.57	106.37	127.99	110.72
长期股权投资	41.64	56.29	101.44	114.33
可供出售金融资产	183.84	223.89	245.65	0.00
债权投资	0.00	0.00	0.00	46.79
<b>非流动资产合计</b>	<b>419.75</b>	<b>521.03</b>	<b>613.41</b>	<b>394.89</b>
<b>资产总额</b>	<b>1678.36</b>	<b>1877.75</b>	<b>2120.97</b>	<b>1841.23</b>

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2019年6月末,受执行新金融工具政策影响,公司主要会计科目变动较大,进而导致公司非流动资产较2018年末大幅降低35.62%。截至2019年6月末,公司非流动资产总额主要由投资性房地产、长期股权投资、债权投资等构成;其中可供出售金融资产、应收款项类投资、

持有至到期投资等科目降为 0.00 亿元，新增债权投资、其他权益工具投资等会计科目。公司投资性房地产受公司投资性物业规模增加及公允价值变动影响保持增长；其中 2018 年由存货转入投资性房地产的物业主要为武汉泛海城市广场二期及杭州泛海钓鱼台酒店。近年来公司长期股权投资保持快速增长，系持有民生银行股份增长所致；其中，2017 年末公司长期股权投资同比增长系 2017 年公司通过二级市场增持民生银行 0.2741% 股份所致；2018 年末，同比增长系公司通过间接全资子公司泛海国际股权投资有限公司非同一控制下企业合并隆亨资本而新增民生银行 H 股 3.40 亿股（持股比例 0.932%）所致。截至 2019 年 6 月末，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 2.312%。债权投资为公司执行新金融工具准则后新增的会计科目，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，2019 年 6 月末为 46.79 亿元。

从当前资产受限情况来看，截至 2019 年 6 月末，公司受限资产 780.43 亿元，主要由存货、投资性房地产、货币资金等构成，占资产总额的比例为 42.39%，占净资产的比例为 240.59%。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 16 截至 2019 年 6 月末公司资产受限明细（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	64.23	199.38	32.22	保证金及借款抵押
交易性金融资产	120.71	455.37	26.51	卖出回购交易质押
存货	395.80	599.93	65.98	借款抵押
其他债权投资	1.01	1.03	97.98	借款抵押
投资性房地产	98.60	110.72	89.06	借款抵押
固定资产	2.27	8.87	25.58	借款抵押
长期股权投资	97.80	114.33	85.54	借款抵押
<b>合计</b>	<b>780.43</b>	<b>1489.63</b>	<b>52.39</b>	-

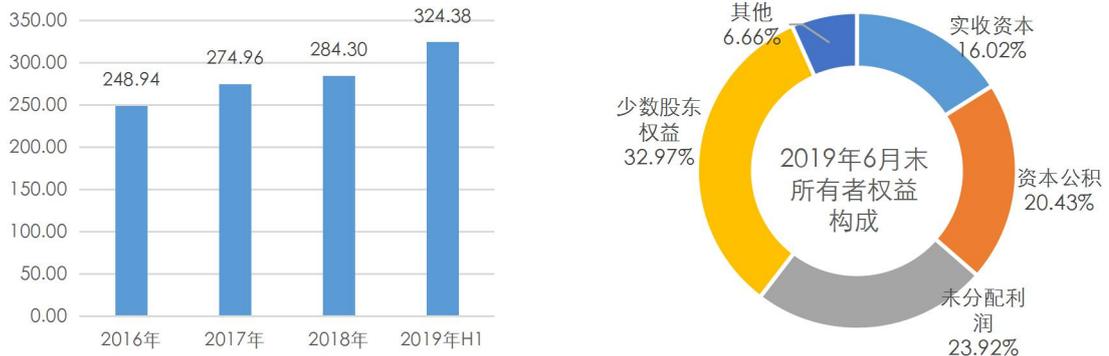
数据来源：公司提供，东方金诚整理

### 资本结构

受益于房地产业务和金融业务的持续良好发展以及少数股东权益增长影响，近年公司所有者权益整体保持增长，资本实力不断增强

2016 年~2018 年末及 2019 年 6 月末，公司所有者权益逐年增加，主要系少数股东权益增长和未分配利润的积累所致。同期末，公司实收资本保持不变；资本公积保持增长；未分配利润逐年增加，系房地产业务和金融业务的经营积累；少数股东权益逐年增长，其中 2018 年末为同比显著增长，主要系公司子公司武汉公司引入战略投资者导致的少数股东权益增加。

图表 17 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

随着出售北京项目和上海项目，公司有息债务总体略有下降但规模仍较大，债务负担较重，大部分债务将集中于未来三年到期，其中未来一年内将会出现偿债高峰，面临集中偿还压力

公司房地产业务的投资建设及金融业务规模的提高使得外部融资需求显著上升，近年来公司负债总额总体增长，负债结构以流动负债为主。2019年6月末，受公司出售房地产项目影响，公司负债总额较期初降低17.41%；其中流动负债占比62.92%。

图表 18 公司负债及有息债务情况（单位：亿元）

项目	2016年末	2017年末	2018年末	2019年6月末
<b>负债总额</b>	<b>1429.42</b>	<b>1602.79</b>	<b>1836.67</b>	<b>1516.85</b>
<b>流动负债</b>	<b>541.21</b>	<b>897.34</b>	<b>1115.17</b>	<b>954.36</b>
其中：预收款项	37.26	11.90	74.10	93.31
一年内到期的非流动负债	68.62	334.54	339.97	144.27
短期借款	54.15	90.50	144.36	164.98
代理买卖证券款	94.36	82.08	71.24	102.15
卖出回购金融资产款	70.79	103.08	62.86	90.98
<b>非流动负债</b>	<b>888.21</b>	<b>705.45</b>	<b>721.50</b>	<b>562.48</b>
其中：长期借款	579.03	393.89	393.04	211.14
应付债券	300.77	301.21	292.75	317.86

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2019年6月末，公司流动负债中一年内到期的非流动负债、短期借款、代理买卖证券款、卖出回购金融资产款、预收款项等占比较高。近年公司短期借款显著增长，主要是公司为了日常经营需要，加大短期债务融资。公司一年内到期的非流动负债波动较大，主要系一年内到期的应付债券波动所致。公司预收款项主要是已售未结算的房屋预售款，受益于2018年销售规模增长期末保持较高规模。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，其中2018年末显著降低系受证券市场波动影响，子公司民生证券经纪业务规模降低所致；2019年6月末，随着经纪业务客户资金大幅增加，公司代理买卖证券款显著提高。受子公司民生证券卖出回购业务规模影响，公司卖出回购金融资产款有所波动。公司其他流动负债受短期应付债券规模影响有所波动，期末22.83亿元，其中短期应付债券

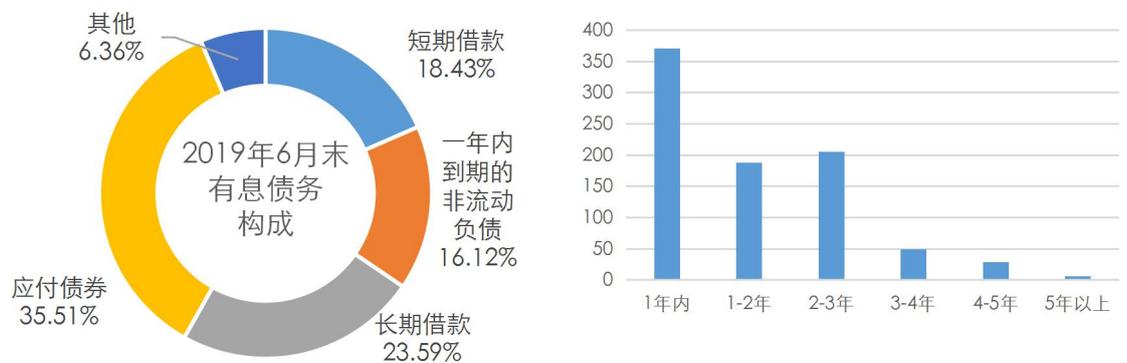
21.95 亿元。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，其中 2019 年 6 月末公司长期借款大幅下降系公司出售北京和上海项目后剥离相关债务所致。2019 年 6 月末，公司应付债券 317.86 亿元，保持较高规模；其中公司债券 168.00 亿元、中期票据 49.67 亿元、次级债 72.00 亿元、资产证券化债务 4.34 亿元、收益凭证 23.85 亿元。

有息债务方面，2016 年~2018 年末，公司全部债务规模逐年增长；2019 年 6 月末，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。2019 年 6 月末，公司有息债务 895.21 亿元，债务结构以长期有息债务规模为主，短期有息债务占比有所下降；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 79.75%和 73.40%，债务负担较重。以公司 2019 年 6 月末有息债务为基础，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，其中未来一年内将会出现偿债高峰，面临集中偿还压力。

对外担保方面，截至 2019 年 6 月末，公司为商品房承购人提供抵押贷款担保累计余额为 73.36 亿元。此外，公司及公司控股子公司曾为泛海建设及东风公司的相关贷款提供了担保，原属于合并范围内担保，但由于武汉公司向融创房地产转让资产事宜，泛海建设及东风公司成为公司合并范围外的公司，在解除公司及公司控股子公司已为泛海建设及东风公司的相关贷款提供的担保之前，截至 2019 年 6 月末，公司形成对外担保（不包括对子公司的担保）余额合计 202.65 亿元。公司除上述情形之外不存在其他对合并报表范围以外公司提供担保的情况。

图表 19 截至 2019 年 6 月末公司全部债务构成及期限结构情况（单位：亿元、%）



项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
短期有息债务	122.97	476.51	508.55	346.44
长期有息债务	879.80	695.10	707.90	548.78
全部有息债务	1002.77	1171.61	1216.44	895.21
资产负债率	85.17	85.36	86.60	82.38
长期债务资本化比率	77.95	71.66	71.35	62.85
全部债务资本化比率	80.11	80.99	81.06	73.40

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 盈利能力

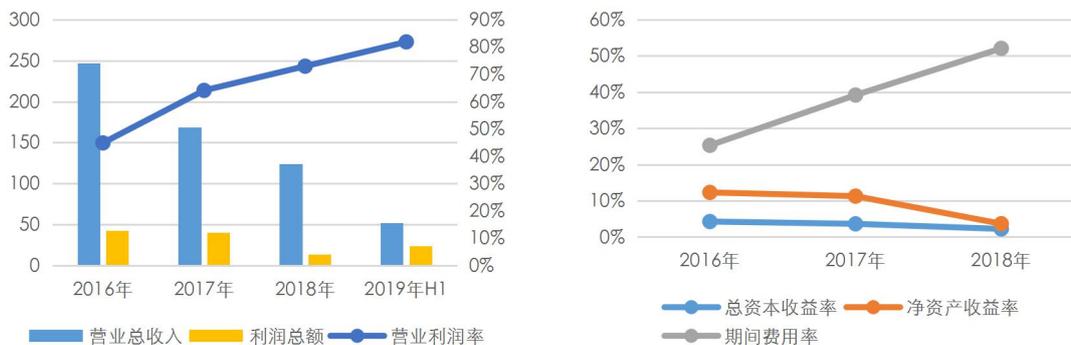
受房地产业务结转规模降低的影响，近年公司营业总收入和利润总额显著下降，盈利能力有所降低，2019年上半年公司盈利能力有所回升，利润主要来自于出售北京项目和上海项目形成的投资收益

2016年以来，公司营业总收入和利润总额显著下降，主要是房地产结转收入及利润降低所致；营业利润率持续提升，系金融业务占比提高所致；受管理费用规模较高影响，期间费用率显著提高；总资本收益率、净资产收益率持续降低，盈利能力有所降低。

此外，2018年，受计提存货跌价损失显著提高影响公司资产减值损失大幅提高。2016年~2018年，公司公允价值变动收益分别为8.53亿元、4.65亿元和2.89亿元，主要是投资性房地产公允价值增长所致。2017年及2018年，公司投资收益分别为12.37亿元和10.26亿元，主要为持有民生银行股权获得的投资收益及战略投资业务取得的股息分红。2016年~2018年，公司营业外收入分别为6.61亿元、3.07亿元和12.64亿元；其中，2016年和2017年，公司营业外收入中长期股权投资利得分别为6.10亿元和2.66亿元，为公司取得民生银行股权时投资成本低于取得投资时应享有的可辨认净资产公允价值产生的收益；2018年，公司营业外收入主要为收购隆亨资本有限公司，收购对价与所享有净资产比例的差异确认了营业外收入。

2019年1~6月，公司营业总收入为51.70亿元，投资收益35.43亿元，投资收益大幅增加主要系出售北京和上海项目所得收益，利润总额为24.05亿元。2019年上半年公司盈利能力有所回升，利润主要来自于投资收益。

图表 20 公司盈利能力情况 (单位: 亿元、%)



科目	2016年	2017年	2018年	2019年1~6月
销售费用	3.42	1.67	1.76	0.55
管理费用	37.23	41.54	39.61	22.17
研发费用	-	-	-	-
财务费用	21.72	22.88	23.20	14.01

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

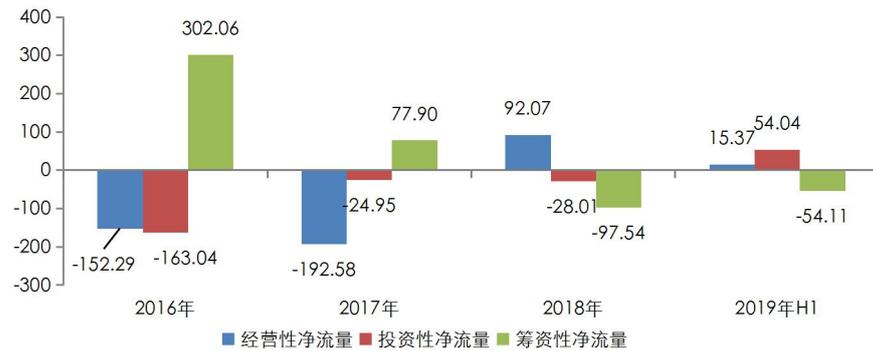
## 现金流

受销售回款及往来款增加影响，2018年公司经营活动净现金流表现为大规模净流入，投资活动现金流出规模较高，对外部融资依赖程度较高

近年来，公司经营性净现金流分别为-152.29亿元、-192.58亿元和92.07亿元，波动较大，其中2018年表现为净流入，主要是公司加大推盘力度，销售回款大幅增加以及土地一级开发成本还款增加所致。公司投资性净现金流表现为净流出，主要是民生信托和民生证券的投资活动支出规模较高所致。同期，公司筹资活动净现金流分别为302.06亿元、77.90亿元和-97.54亿元，其中2018年公司筹资活动净现金流表现为净流出，主要是公司加大还款规模所致；2018年，公司取得借款所收到的现金439.63亿元，同比提高9.24%，发行债券收到的现金205.34亿元，同比提高54.10%。

2019年1~6月，公司经营性净现金流为15.37亿元；投资性净现金流为54.04亿元，主要系公司处置北京和上海项目后收到的款项导致投资活动现金流入规模大幅增长；筹资活动净现金流为-54.11亿元，主要系公司新增借款减少同时加大还款力度所致。

图表 21 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，2016年~2018年末，公司流动比率和速动比率均有所降低；2019年6月末，均有所好转；货币资金对短期债务的覆盖倍数不高，但2017年以来逐年提升。2016年~2018年，公司经营性净现金流对流动负债的保障程度持续好转。

从长期偿债能力指标来看，公司EBITDA利息倍数持续下降；全部债务/EBITDA逐年提高。

图表 22 公司偿债能力主要指标（%、倍）

指标名称	2016年	2017年	2018年	2019年6月
流动比率	232.56	151.19	135.19	151.55
速动比率	109.05	57.01	52.11	88.69
货币资金/短期债务	2.45	0.40	0.43	0.58
经营现金流动负债比	-28.14	-21.46	8.26	-
EBITDA 利息倍数	1.06	0.86	0.46	-
全部债务/EBITDA	15.12	18.54	31.90	-

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2019年12月17日，公司未结清贷款无不良类贷款。截至本报告出具日，公司存续期债券付息正常。

## 本期债券偿债能力

本期债券票面总额不超过17亿元，若按17亿元计算，为公司2019年6月末全部债务和负债总额的1.90%和1.12%，对公司现有资本结构有一定影响。

截至2019年6月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为82.38%和73.40%。本期债券发行后，发行金额若按17亿元计算，公司的负债总额将上升至1533.85亿元，资产负债率将上升至82.54%，全部债务资本化比率上升至73.77%，由于本期债券募集资金将用于偿还公司债券，在不考虑其他因素情况下，本期债券发行后公司新增有息债务风险可控。

以公司2018年的财务数据为基础，如不考虑其他因素，公司EBITDA、经营活动现金流入、经营性净现金流和筹资活动前现金流量净额对本期债券的保护倍数分别为2.24倍、18.81倍、5.42倍和3.77倍。

图表 23 本期债券偿债能力（倍）

偿债指标	2016年	2017年	2018年
EBITDA/本期债券发债额度	3.90	3.72	2.24
经营活动现金流入偿债倍数	12.76	8.51	18.81
经营活动现金流量净额偿债倍数	-8.96	-11.33	5.42
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	-18.55	-12.80	3.77

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 担保能力分析

### 担保方式

本期债券票面总额不超过人民币17亿元。为了确保债券持有人债权的实现，中国泛海为本

期债券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，对本期债券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本期债券本金及利息、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本期债券存续期至本期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、房地产开发及资本投资业务，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）成为中国泛海的控股股东，持股比例89.96%。2006年10月17日，变更为现名。后经多次股权转让、增资，截至2019年6月末，中国泛海注册资本增至200.00亿元，控股股东泛海集团持股98%，实际控制人为自然人卢志强。

中国泛海主要从事金融业务、房地产开发业务、高科技服务业务及资本投资等业务。金融业务包括信托、证券、保险、期货、典当、融资担保和银行等，主要经营主体为民生证券、民生信托、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，项目布局主要位于武汉以及美国洛杉矶、旧金山、纽约、夏威夷等境外城市的核心地段，经营主体为泛海控股。高科技服务业务是2017年公司通过收购美国国际数据集团（International Data Group，以下简称“IDG”）拓展的业务板块，主要从事信息技术研究以及科技媒体、数据和市场营销服务。资本投资业务主要为泛海通过控股、参股等方式进行各类优质业务的战略投资，主要参股公司有中国民生银行股份有限公司（600016.SH，以下简称“民生银行”）、联想控股股份有限公司（3369.HK，以下简称“联想控股”）等。

截至2019年6月末，中国泛海资产总额3030.20亿元，所有者权益568.53亿元，资产负债率81.24%。2018年及2019年上半年，中国泛海实现营业总收入分别为183.58亿元和81.11亿元，利润总额分别为7.01亿元和5.97亿元。

## 担保能力

中国泛海业务较为多元，涵盖了金融、房地产、高科技服务业、战略投资等，经营规模大；金融板块业务已涵盖证券、信托、保险等主要金融业态，拥有民生证券、民生信托、亚太财险等核心平台，整体发展较好；房地产业务在建和拟建房地产项目主要位于武汉，未来可售面积仍然较为充足，地段优势明显且土地成本相对较低，未来销售前景较好；自持物业优质，经营良好，租赁业务收入和利润稳定，可对中国泛海收入和利润形成一定补充；资本投资业务主要投资股权较为优质，投资收益较高，对利润形成有益补充。

同时，东方金诚也关注到，受房地产业务结转规模降低影响，中国泛海营业收入和利润总额显著下降；房地产业务在建和拟建项目未来投资规模较大，在当前融资环境下，面临资金压力；证券业务收益稳定性易受证券市场波动的影响；中国泛海有息债务规模大，债务负担重，大部分债务将集中于2019年至2021年到期，其中2019年将会面临偿债高峰，存在一定的集中偿还压力。

综合考虑，东方金诚评定中国泛海主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定。中国泛海为本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，具有一定的增信作用。

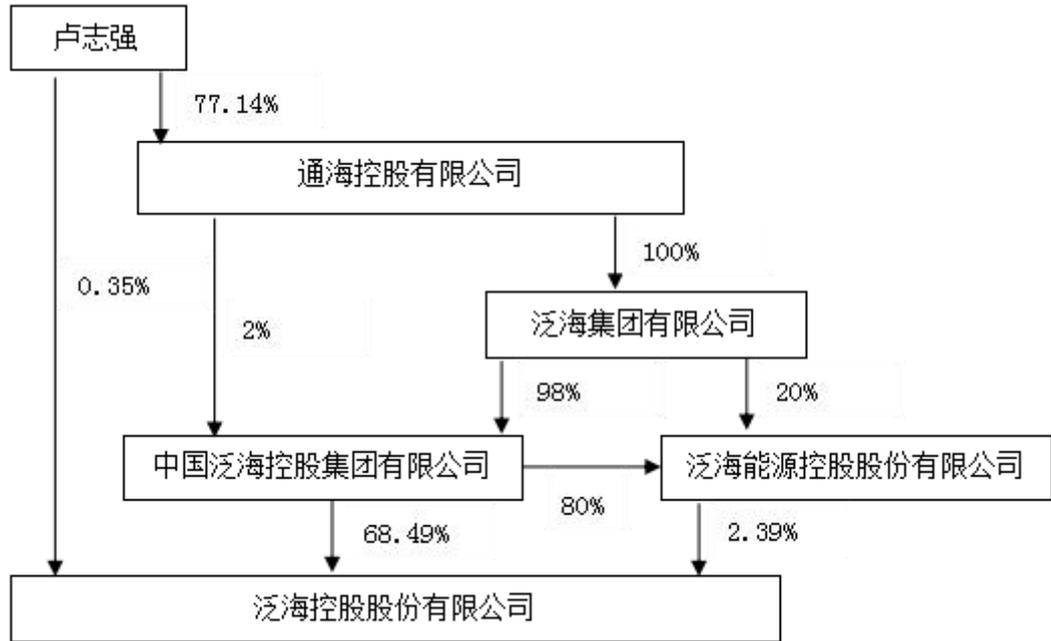
## 综合评价

公司出售北京项目和上海项目后，房地产开发业务项目布局以武汉为主，公司具备多业态开发能力，在区域市场具有较强的竞争力；受益于公司加大武汉项目推盘规模，公司房地产开发业务 2018 年合同销售金额和平均合同销售价格均显著回升；公司在建和拟建房地产项目主要位于武汉，未来可售面积较为充足，地段优势明显且土地成本相对较低，未来销售前景较好；公司金融业务已涵盖证券、信托、保险等主要金融业态，拥有民生证券、民生信托、亚太财险等核心平台，整体发展较好，对公司收入和毛利润的贡献保持增长且已成为公司收入和利润的主要来源；控股股东中国泛海为本期债券的到期兑付提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保，具有一定的增信作用。

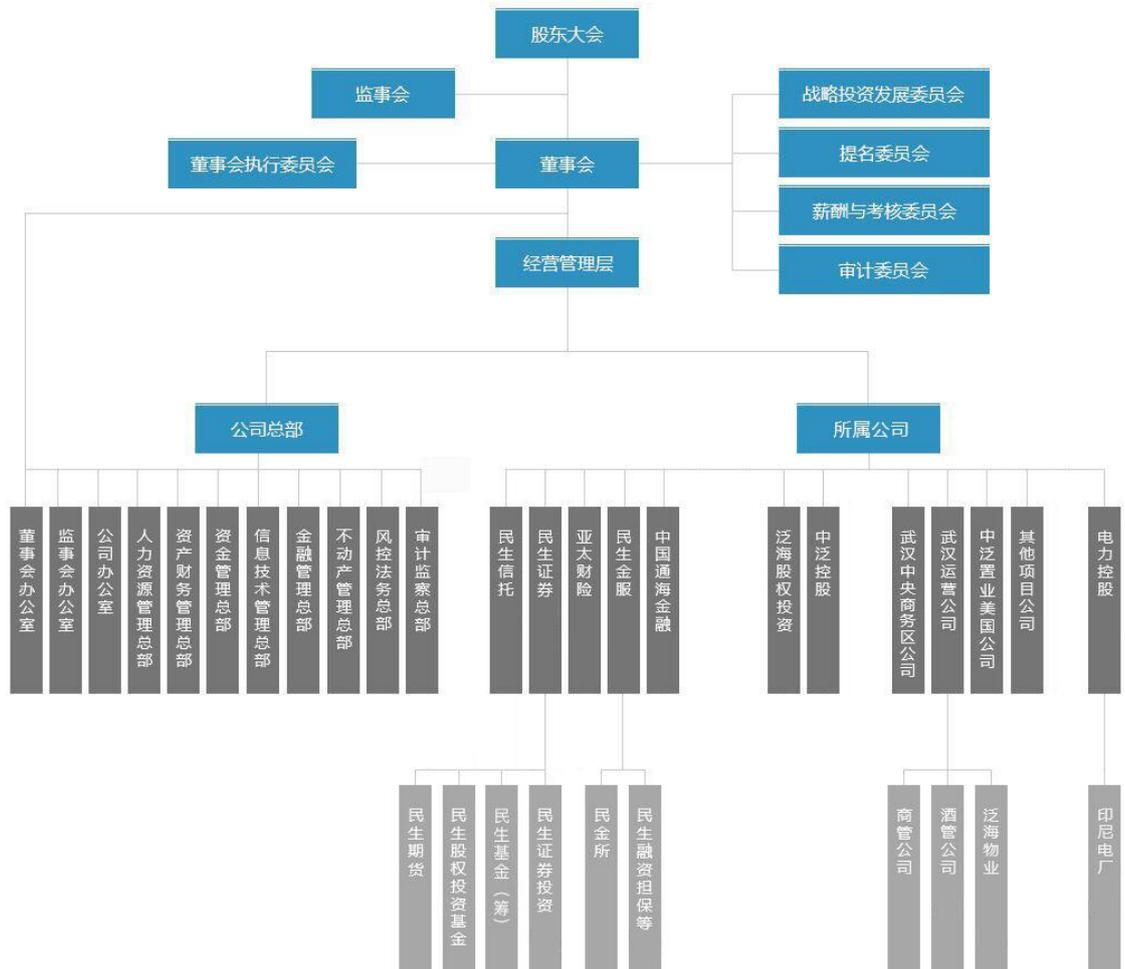
同时，东方金诚也关注到，出售北京项目和上海项目后，公司在建项目未来可售面积有所降低；公司在建和拟建项目未来投资规模较大，在当前房地产市场调控政策环境下，面临资金压力；公司证券业务收益稳定性易受证券市场波动的影响；公司资产受限比例较高，对资产流动性和再融资能力形成不利影响；受房地产业务结转规模影响，2018 年公司营业总收入和利润总额显著下降，盈利能力有所降低；公司有息债务规模较大，债务负担较重，大部分债务将集中于未来三年到期，其中未来一年将会出现偿债高峰，面临集中偿付压力。

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

附件一：截至 2019 年 6 月末公司股权结构图



附件二：截至本报告出具日公司组织结构图



附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年6月
<b>主要财务数据及指标</b>				
资产总额 (亿元)	1678.36	1877.75	2120.97	1841.23
所有者权益 (亿元)	248.94	274.96	284.30	324.38
负债总额 (亿元)	1429.42	1602.79	1836.67	1516.85
短期债务 (亿元)	122.97	476.51	508.55	346.44
长期债务 (亿元)	879.80	695.10	707.90	548.78
全部债务 (亿元)	1002.77	1171.61	1216.44	895.21
营业收入 (亿元)	186.22	83.85	50.07	11.93
利润总额 (亿元)	42.58	40.49	13.46	24.05
净利润 (亿元)	30.57	30.93	10.33	18.94
EBITDA (亿元)	66.32	63.19	38.13	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	-152.29	-192.58	92.07	15.37
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-163.04	-24.95	-28.01	54.04
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	302.06	77.90	-97.54	-54.11
毛利率 (%)	41.50	38.13	50.43	39.63
营业利润率 (%)	26.96	27.71	32.99	21.30
销售净利率 (%)	16.42	36.88	20.63	158.79
总资本收益率 (%)	4.24	3.60	2.21	-
净资产收益率 (%)	12.28	11.25	3.63	-
总资产收益率 (%)	1.82	1.65	0.49	-
资产负债率 (%)	85.17	85.36	86.60	82.38
长期债务资本化比率 (%)	77.95	71.66	71.35	62.85
全部债务资本化比率 (%)	80.11	80.99	81.06	73.40
货币资金/短期债务 (倍)	2.45	0.40	0.43	0.58
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-31.45	-18.57	5.27	-
流动比率 (%)	232.56	151.19	135.19	151.55
速动比率 (%)	109.05	57.01	52.11	88.69
经营现金流流动负债比 (%)	-28.14	-21.46	8.26	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.06	0.86	0.46	-
全部债务/EBITDA (倍)	15.12	18.54	31.90	-
应收账款周转率 (次)	-	6.72	2.99	-
销售债权周转率 (次)	-	6.70	2.98	-
存货周转率 (次)	-	0.07	0.03	-
总资产周转率 (次)	-	0.05	0.03	-
现金收入比 (%)	101.19	56.70	218.99	403.11

#### 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

评级方法为《房地产企业信用评级方法及模型 (RTFC010201907)》

## 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。

## 跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“泛海控股股份有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的存续期内密切关注泛海控股股份有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在泛海控股股份有限公司公布年报后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起的六个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后10个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

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

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站(<http://www.dfratings.com>)和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司  
2020年1月15日



## 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、引用或以其他方式传播。

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其他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。