

金融业务扩张激进 泛海控股实质违约

——2021 年 8 月债券市场违约与信用风险事件报告

研发部 武博夫 赵家楠

摘要：2021 年 8 月，债券市场共有 4 支债券发生违约，涉及发行人 4 家，其中泛海控股为当月首次违约发行人。除债券违约事件之外，本月西藏金租与新文化传媒首次发生债券展期；紫光芯盛与阳光 100 中国境外美元债违约；吉林铁投银行借款付息逾期；6 家贵州省城投企业发行人纳入被执行人名单。

一、违约事件

2021 年 8 月，债券市场¹共有 4 支债券发生违约，违约债券本金余额共 34.1 亿元，涉及发行人 4 家。其中，泛海控股股份有限公司（以下简称“泛海控股”）为当月首次违约发行人。

8 月 30 日，泛海控股所发行中期票据“18 泛海 MTN001”回售与付息违约，公司另一支中期票据“17 泛海 MTN001”因此触发交叉违约。“18 泛海 MTN001”发行总额 7 亿元，票面利率 8.5%，此次回售本金 6.41 亿元，利息 5950 万元；“17 泛海 MTN001”发行总额 14 亿元，2020 年 3 月部分回售后余额 5.4 亿元，同时票面利率由 6.49%上调至 7.5%。

此前，泛海控股及其控股股东中国泛海控股集团有限公司（以下简称“中国泛海”）公司债券“18 泛海 G1”、“19 泛控 01”于 2021 年 6~7 月分别展期。除境内债券外，泛海控股采用跨境担保结构发行的境外美元债券“泛海控股 14.5% N20210523”（代码：4532.HK）已于 2021 年 5 月违约，并且泛海控股未能于约定的 8 月 23 日之前偿付违约债券本息。

截至 2021 年 8 月末，包括已违约和展期债券在内，泛海控股与中国泛海 2 家发行人境内待偿付债券共 16 支，本金余额共 119.81 亿元；中国泛海境内资产支持证券共 3 期，本金余额共 72.146 亿元（含次级）；泛海控股以跨境担保方式发行的境外美元债共 2 支，待偿付本金共 4.95 亿美元。

¹ 如无特别说明，本文中“债券市场”仅限境内市场。

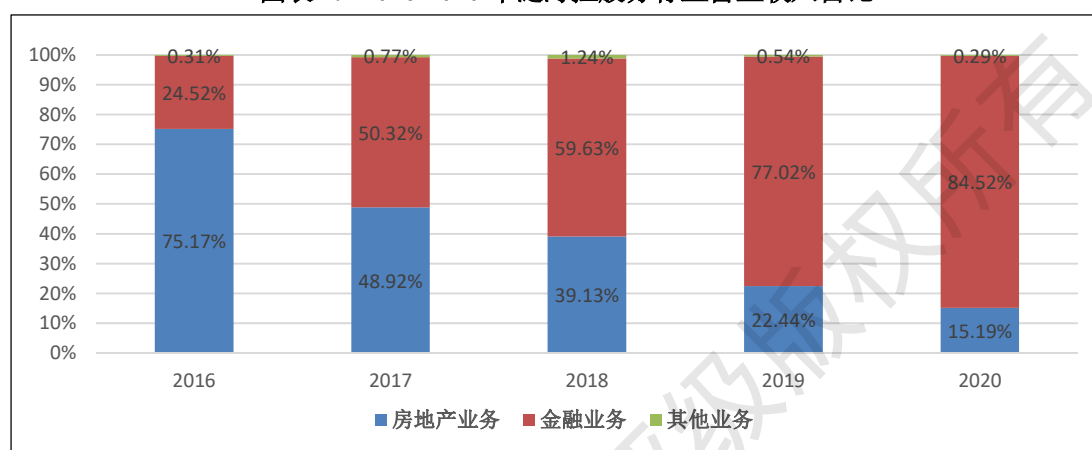
（一）发行人介绍

泛海控股前身为 1989 年成立的为南海石油深圳开发服务总公司物业发展公司，1994 年公司股票在深交所上市发行（代码：000046.SZ），此后经多次股权变动，截至目前中国泛海对泛海控股持股比例 68.49%，公司实际控制人为卢志强。

作为中国泛海旗下两家上市平台之一（另一家为民生控股 000416.SZ），泛海控股集中了中国泛海核心的房地产业务与金融业务。其中房地产为泛海控股传统业务，开发项目涉及住宅、写字楼、商业、酒店于城市综合体等多种业态。近年来泛海控股对名下多个房地产项目陆续出让处置，房地产业务规模逐渐下降，同时公司收购了多家金融机构，涉及证券、信托、保险等多个领域，业务重心逐步转向金融业务。

泛海控股 2012 年收购民生信托并于 2013 年 4 月对其进行重组，2014 年 7 月与中国泛海共同收购民生证券 72.999% 股份，2015 年 11 月收购亚太财险 51% 股份，此外泛海控股多次对名下金融机构进行增资。随着非金融类业务规模占比的持续下降，泛海控股已逐渐转型为金融控股集团企业。2020 年，泛海控股营业收入 140.57 亿元，其中房地产业务占比 15.19%，保险、证券与信托等金融业务占比 84.52%。

图表 1. 2016-2020 年泛海控股分行业营业收入占比



资料来源：Wind，新世纪评级整理

（二）违约演进

2020 年下半年以来，泛海控股资金链暴露出紧张态势，信用状况持续恶化。2020 年 10 月，泛海控股曾计划对 32 亿元到期中票“15 泛海 MTN001”进行置换，但最终仍按时足额偿付中票本息。2021 年初，泛海控股及中国泛海陆续出现多起债务偿付风险事件，导致公司资产涉诉冻结。2021 年 5 月，泛海控股采用

跨境担保方式发行的 1.34 亿美元的境外债券违约。2021 年 6 月以来，泛海控股及中国泛海多支到期债券展期。

在债务压力下，泛海控股试图通过资产处置变现缓解债务偿付压力。此前，公司曾于 2019 年 1 月向融创房地产集团有限公司出让旗下部分一线城市储备地块，包括上海董家渡项目、北京泛海国际项目 1 号地块等，交易总对价 148.87 亿元。2021 年上半年，泛海控股加快资产处置速度，包括以约 30 亿元转让武汉中央商务区宗地 20 项目、以约 22 亿元出售了浙江泛海建设投资有限公司 100% 股权等。

除收缩房地产业务外，公司也着手处置金融资产。7 月 20 日，泛海控股于武汉金融控股（集团）有限公司（以下简称“武汉金控”）签订意向协议，计划向武汉金控出让民生证券不低于总股数 20% 的股份，但由于公司所持民生证券股份质押率较高且因涉诉司法冻结等因素影响，泛海控股与武汉金控最终于 9 月 10 日终止该资产出售事宜。

图表 2. 泛海控股违约演进关键事件

时间	事件
2021 年 3 月 2 日	中国泛海披露，公司已出现由于债务纠纷导致涉诉和资产冻结
4 月 20 日	中国泛海持有泛海控股股份被部分冻结
4 月 24 日	泛海控股披露，子公司出现贷款逾期
5 月 26 日	境外美元债违约
6 月 7 日	中国泛海“18 泛海 G1”回售展期
7 月 5 日	中国泛海持有的部分泛海控股股份被司法拍卖
7 月 7 日	泛海控股拟向融创剥离其持有的民生信托股权等资产
7 月 9 日	“19 泛控 01”兑付日展期至 2022 年 1 月 9 日；中国泛海披露，实际控制人卢志强存在被强制执行
7 月 20 日	于武汉金控签订意向协议，计划出让民生证券不低于总股数 20% 的股份
8 月 27 日	“18 泛海 MTN001”兑付不确定性公告
8 月 29 日	泛海控股公告披露，民生证券已不再纳入合并范围
8 月 30 日	“18 泛海 MTN001”到期兑付违约

资料来源：新世纪评级根据公开资料整理

图表 3. 泛海控股评级调整历史

评级机构	主体级别	展望与观察	变动方向	评级日期
鹏元	AA-	稳定	首次	2009-03-17
	AA-	稳定	维持	2014-05-23
联合信用	AA-	稳定	首次	2010-04-23
东方金诚	AA	稳定	首次	2014-07-10
	AA+	稳定	级别上调	2016-05-05
	AA+	稳定	维持	2020-06-23
	AA+	/	列入观察名单	2020-07-13

评级机构	主体级别	展望与观察	变动方向	评级日期
	AA+	/	列入观察名单	2021-01-25
	AA-	负面	级别下调	2021-05-18
	A	负面	级别下调	2021-05-26
	A	负面	维持	2021-06-25
	BB	负面	级别下调	2021-08-27
	C	/	级别下调	2021-08-31

资料来源：Wind，新世纪评级整理

（三）违约原因简析

1. 高杠杆下债务负担不断积聚

自 2014 年向金融控股集团企业转型以来，泛海控股持续大规模收购金融机构并进行增资，公司资金需求明显上升，外部融资规模大幅增加，财务杠杆持续攀升，债务负担不断积聚。2015~2018 年，公司现金流量表中投资支付的现金规模分别为 66.22 亿元、606.79 亿元、617.59 亿元和 467.45 亿元，同期末公司债务总额分别为 685.70 亿元、1002.77 亿元、1171.61 亿元和 1216.44 亿元，债务规模持续攀升。沉重的债务负担导致泛海控股财务费用规模大幅增加，2020 年财务费用达 44.93 亿元，对净利润形成极大侵蚀；另一方面，随着还本付息压力的上升，泛海控股债务结构持续恶化，债务趋于短期化，进一步加剧了债务偿付压力。

2. 疫情冲击导致房地产业务经营恶化

虽然泛海控股近年来在房地产领域持续收缩业务规模，但是公司在建项目仍存在较大的资金压力。截至 2021 年 3 月末，公司国内在建项目计划总投资 643.65 亿元，待投资额仍高达 180.08 亿元。在出售上海、北京储备地块后，泛海控股房地产业务集中于武汉市与美国。受新冠疫情冲击影响，2020 年公司相关项目的施工与销售进度大幅放缓。截至目前，泛海控股垫资规模较高的美国项目由于新冠疫情以及诉讼纠纷影响已基本陷入停滞，导致公司 2020 年计提资产减值损失 19.58 亿元，资产变现处置难度加大，公司流动性压力进一步上升。

3. 金融业务风控不严且存在大规模的自融现象

泛海控股部分金融业务资产质量不佳，特别是信托业务、财富管理业务的风险持续增加。自被收购以来，民生信托资产规模与业务规模快速增长，但同时也暴露出严重的风控问题。由于民生信托底层资产发生风险事件，泛海控股 2020 年计提信用减值损失 25.23 亿元。除业务扩展激进遭遇“踩雷”外，泛海控股金融业务风险与其大规模的自融现象有关。2021 年 2 月以来，泛海控股金融板块子公司中，民生信托、民生财富与泛海投资基金等所发行的类资金池产品出现大

范围逾期，规模超过 300 亿元以上。据媒体报道披露，在逾期理财产品中，泛海投资基金产品规模约 55 亿元，底层资产实际投向泛海控股自身所发行债券。

二、信用风险事件

（一）债券展期

2021 年 8 月，债券市场共有 4 支债券首次发生展期，分别为“18 西藏租赁债 01”、“16 文化 01”、“18 晟晏 01”与“17 九通 01”，本金余额共 42.70 亿元。其中，“18 西藏租赁债 01”与“16 文化 01”的发行人西藏金融租赁有限公司（简称“西藏金租”）与上海新文化传媒集团股份有限公司（简称“新文化传媒”）为首次发生债券展期。

（二）境外债券违约

2021 年 8 月，共有 2 家中资企业境外债券违约，分别为紫光集团有限公司（以下简称“紫光集团”）境外子公司紫光芯盛有限公司（以下简称“紫光芯盛”）9.5 亿美元付息违约，以及阳光 100 中国控股有限公司（以下简称“阳光 100 中国”）（股票代码：2608.HK）2 亿美元可转换公司债本息兑付违约。

8 月 6 日，紫光集团公告披露，紫光芯盛在香港联交所发行 2 支境外美元债券付息违约，违约利息规模 650 万美元。紫光芯盛共发行 3 支美元债券，其中 10.5 亿美元“紫光芯盛 4.75% B20210131”（代码：4413.HK）已于 2021 年 1 月 31 日到期兑付违约，其余 2 支“紫光芯盛 5.375% B20230131”（代码：4414.HK）和“紫光芯盛 6.5% B20280131”（代码：4415.HK）本金余额分别为 2 亿美元和 7.5 亿美元。紫光芯盛所发行的 3 支境外美元债券均由紫光集团提供跨境担保。

8 月 11 日，阳光 100 中国 2 亿美元可转债“阳光 100 中国 6.5% CB20210811”（代码：5696.HK）兑付违约。8 月 25 日，由于未能在 10 个工作日的宽限期之内偿付违约可转债，阳光 100 中国在香港联交所另一支 1.2 亿美元票据“阳光 100 中国 13% N20220629”（代码：40749.HK）触发交叉违约，同时标普也将阳光 100 中国的长期信用等级由 SD 级下调至 D 级。此前，3 月 1 日，阳光 100 中国对在新加坡证券交易所发行的 7.5 亿港元“阳光 100 中国 4.8% CB2023”折价回购，构成低价交易（distressed exchange）违约。

截至 2021 年 8 月末，除上述违约债券与已回购债券之外，阳光 100 中国待偿付债券共 4 支，本金余额共 3.896 亿美元，分别将于 2021 年 12 月与 2022 年 6 月到期兑付。除境外美元债之外，截至 2021 年 8 月末，阳光 100 中国为境内

经营主题广西万通房地产有限公司(以下简称“万通地产”),待偿付债券共 5 支,均为非公开发行公司债,本金余额共 31.02 亿元。

(三) 银行借款付息逾期

8 月 19 日,吉林市铁路投资开发有限公司(以下简称“吉林铁投”)被披露银行借款付息逾期。此前,吉林铁投在 2021 年初已出现欠息与担保逾期。根据吉林铁投 2021 年 1 月 29 日的企业信用报告,公司本部存在未结清欠息 2027 万元,同时公司作为保证人承担的还款责任余额 134.79 亿元,其中关注类余额 26.3 亿元,不良类余额 5.92 亿元。

(四) 列入被执行人名单

2021 年 8 月,6 家贵州省城投企业因债务涉诉纠纷被列入被执行人名单,分别位于遵义市、六盘水市、安顺市等地区。从行政层级来看,除遵义交旅投资(集团)有限公司、安顺市国有资产管理有限公司为地级市国资委下属城投企业之外,其余 4 家均为区县级城投企业。

图表 4. 6 家纳入被执行人名单的贵州省城投企业情况 (2021 年 8 月)

发行人	所在区域	城投层级	所在市/区/县 2020 年 GDP (亿元)	所在市/区/县 2020 年 GDP 同比增速	所在市/区/县 2020 年一般公 共预算 (亿元)	所在市/区/县 2020 年一般 公共预算同 比增速	截至 2021 年 8 月末发行 人存续债券 余额 (亿 元)
安顺市国有资产管理 有限公司	安顺市	地级市	966.74	3.1%	67.03	3.7%	4.40
贵州钟山开发投资 有限责任公司	六盘水市 钟山区	地级市 辖区	309.17	2.7%	13.33	-20.39%	18.80
遵义市红花岗城市 建设投资经营有限 公司	遵义市红 花岗区	地级市 辖区	425.17	1.9%	16.19	-17.08%	8.54
普定县夜郎国有资 产投资营运有限责 任公司	安顺市普 定县	县	136.43	0.9%	5.25	-11.87%	11.20
贵州水城经济开发 区高科开发投资有 限公司	六盘水市 水城区	地级市 辖区	1339.62	4.5%	108.95	2.0%	12.17
遵义交旅投资(集 团)有限公司	遵义市	地级市	3720.05	4.6%	258.66	1.7%	64.46

资料来源:新世纪评级根据公开资料整理

贵州省地方政府经济财政实力显著分化,城投债务偿还保障性相对较低。从经济增速来看,遵义市与六盘水市水城区的 GDP 增速分别达到 4.6%和 4.5%,其余均在 4%以下,其中普定县仅为 0.9%。从财政收入来看,2020 年安顺市一般

公共预算同比增长 3.7%，而普定县、遵义市红花岗区和六盘水市钟山区均出现较大幅度下滑，分别同比下降 11.87%、17.08%和 20.39%。

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。