

跟踪评级公告

联合[2012] 1034 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中国泛海控股集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“11中国泛海债01”和“11中国泛海债02”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十一月二十七日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

中国泛海控股集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 中国泛海债 01	18 亿元	2011/12/13-2017/12/13	AA	AA
11 中国泛海债 02	10 亿元	2011/12/13-2021/12/13	AA	AA

跟踪评级时间: 2012 年 11 月 27 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年
现金类资产(亿元)	151.65	134.94	115.57
资产总额(亿元)	546.74	568.87	661.33
所有者权益(亿元)	200.79	193.81	203.72
长期债务(亿元)	136.40	106.78	173.35
全部债务(亿元)	204.28	245.04	334.84
营业总收入(亿元)	41.12	38.41	43.88
利润总额(亿元)	49.88	18.75	11.47
EBITDA(亿元)	59.21	29.81	28.34
经营性净现金流(亿元)	-9.37	-39.66	-71.23
营业利润率(%)	27.06	27.70	32.50
净资产收益率(%)	17.02	7.31	2.14
资产负债率(%)	63.28	65.93	69.19
全部债务资本化比率(%)	50.43	55.84	62.17
流动比率(%)	188.64	151.46	165.05
全部债务/EBITDA(倍)	3.45	8.22	11.81
EBITDA 利息倍数(倍)	3.82	1.78	1.44
经营现金流流动负债比(%)	-4.86	-15.62	-27.12

分析师

高景楠

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www. lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 面对严峻的经济形势以及从严从紧的房地产调控政策, 中国泛海控股集团有限公司(以下简称“公司”)适时调整经营策略, 加快项目开发力度, 房地产开发各项指标显著增长; 金融、商业等其他业务板块保持平稳, 公司收入规模较快增长, 毛利率水平呈上升趋势。公司资产规模平稳增长, 现金类资产充足; 较大规模的投资收益和公允价值变动收益对公司利润形成有效补充; 经营活动现金流入规模大, 对“11 中国泛海债”保障能力较强。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 跟踪期内, 房地产市场调控常态化, 证券市场低迷; 较大规模的投资支出导致公司整体偿债能力有所下降; 未来投资支出仍然较大等因素对公司经营及发展带来的不利影响。

跟踪期内, 公司金融、能源、地产等项目及股权投资进一步加大, 投资企业质地优良, 发展前景良好。

公司“11 中国泛海债”分 3+3 年和 5+5 年两个品种发行, 分品种发行的交易结构有效缓解了集中偿还压力。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“11 中国泛海债 01”和“11 中国泛海债 02”AA 的信用等级。

优势

1. 公司作为大型投资控股公司, 产业布局完善, 跟踪期内房地产板块实现较快增长, 其他业务板块保持平稳。
2. 跟踪期内, 公司收入规模继续增长, 主业盈利能力有所增强。
3. 跟踪期内, 公司资产规模平稳增长, 资产结构保持稳定, 整体资产质量良好。
4. 跟踪期内公司进一步加大股权投资力度,

持有较多优质股权，有望带动公司营收规模的持续增长。

5. 公司EBITDA和经营活动现金流入量对“11中国泛海债”保障能力较强；分品种发行的交易结构有效降低了本期债券的集中偿付压力。

关注

1. 房地产行业受到政府持续的调控政策，公司业务易受到市场环境变化的影响。
2. 跟踪期内，公司期间费用快速增长，对利润侵蚀进一步加重；加之投资收益大幅减少，公司利润规模较大下降。
3. 公司往来款显著增长，导致公司经营性净现金流出规模进一步加大。
4. 公司债务规模较快扩张，债务负担进一步加重；整体偿债能力有所下滑。
5. 未来公司各业务板块计划投资规模仍然较大，存在一定的融资压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中国泛海控股集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国泛海控股集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因中国泛海控股集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国泛海控股集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于中国泛海控股集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

中国泛海控股集团有限公司(以下简称“泛海集团”或“公司”)属于集团型民营企业，于1988年4月注册成立。2006年10月17日，公司更名为中国泛海控股集团有限公司。历经多次股权转让和增资，2009年9月17日，公司注册资本增至605828.35万元，其中泛海集团有限公司持股比例为96.70%，泛海控股有限公司¹持股比例为3.30%。公司实际控制人为卢志强。

公司经营范围涵盖金融、房地产、基础设施项目及产业投资、科技文化、教育、资本经营、资产管理、酒店及物业经营等领域。公司下设总裁办公室、人力资源管理总部、资产财务管理总部、风险控制管理总部、公共关系管理总部、投资管理总部、物业经营管理总部、和公益事业管理总部等8个职能部门。

截至2011年底，公司合并范围一级全资、控股子公司13家，参股子公司8家，其中包括三家上市公司——泛海建设集团股份有限公司(以下简称“泛海建设”)、民生投资管理股份有限公司(以下简称“民生投资”)和民生银行股份有限公司(以下简称“民生银行”)。其中泛海建设和民生投资为公司的控股子公司，截至2011年底公司持股比例分别为73.67%和22.56%；民生银行为公司参股子公司，截至2011年底公司持股比例2.62%，公司系民生银行前10大股东之一；此外公司还参股了联想控股有限公司，截至2011年底公司持股比例为28.90%。

¹泛海控股有限公司原名通海控股有限公司，2010年更为现名。

截至2011年底，公司(合并)资产总额661.33亿元，所有者权益合计203.72亿元(其中少数股东权益42.61亿元)；2011年公司实现营业总收入43.88亿元，利润总额11.47亿元。

公司地址：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心C座23层；法定代表人：卢志强。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响，制造业投资在2011年一直保持高速增长，在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下，导致工业产成品库存在趋势上持续上升，2011年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言，2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》，2011年国内生产总值471564亿元，比上年增长9.2%。其中，第一产业增加值47712亿元，增长4.5%；第二产业增加值220592亿元，增长10.6%；第三产业增加值203260亿元，增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%，第二产业增加值比重为46.8%，第三产业增加值比重为43.1%。

2011年，中国全社会固定资产投资311022亿元，比上年增长23.6%，扣除价格因素，实际增长15.9%。其中，固定资产投资(不含农户)301933亿元，增长23.8%；农户投资9089亿元，增长15.3%。东部地区投资130319亿元，比上年增长20.1%；中部地区投资70783亿元，增长27.5%；西部地区投资71849亿元，增长28.7%；东北地区投资32687亿元，增长30.4%。

2012年前三季度，中国国民经济运行总体平稳，实现国内生产总值353480亿元，同比增

长 7.7%，增幅比上年同期回落 1.4 个百分点。其中，一季度增长 8.1%，二季度增长 7.6%，三季度增长 7.4%，环比增速持续回落。根据国家统计局发布的统计数据，2012 年 1-9 月，固定资产投资（不含农户）256933 亿元，扣除价格因素同比增长 18.8%。其中，东部地区投资同比增长 18.4%，中部地区增长 25.8%，西部地区增长 24.1%。

2. 政策环境

财政政策方面，2011 年全年公共财政收入 103740 亿元，比上年增长 20639 亿元，增长 24.8%；其中税收收入 89720 亿元，增加 16510 亿元，增长 22.6%。2011 年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012 年 3 月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012 年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012 年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计 1.38 万亿元，同比增长 19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计 1.51 万亿元。2012 年前三季度，中国财政收入累计 90588 亿元，同比增长 10.9%，增幅比上年同期回落 18.8 个百分点，增幅明显回落的主要原因为经济增长放缓及企业效益下滑、价格涨幅回落、结构性减税政策力度较大等；前三季度，中国财政累计支出 84119 亿元，同比增长 21.1%。

货币政策方面，2011 年，央行货币政策较为频繁，年度内 6 次上调存款准备金率，3 次

上调存贷款基准利率。根据 2011 年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011 年年末，中国广义货币供应量 M2 余额为 85.2 万亿元，同比增长 13.6%，增速比上年低 6.1 个百分点。人民币贷款余额同比增长 15.8%，增速比上年低 4.1 个百分点，比年初增加 7.47 万亿元。2011 年社会融资规模为 12.83 万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 8.01%，比年初上升 1.82 个百分点。2012 年 1~7 月，央行 3 次下调存款准备金率，并于 7 月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。根据 2012 年第三季度《中国货币政策执行报告》，截至 2012 年 9 月底，中国广义货币供应量 M2 余额为 94.4 万亿元，同比增长 14.8%。人民币贷款余额同比增长 16.3%，比年初增加 6.72 万亿元，同比多增 1.04 万亿元。前三季度社会融资规模为 11.73 万亿元。金融机构贷款利率继续下行，9 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.97%，比 6 月份下降 0.09 个百分点。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011 年 3 月 16 日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》；2011 年 9 月 7 日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011 年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012 年 5 月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、基础素质分析

公司是大型民营企业集团，经过二十多年的发展，形成了金融、房地产、能源、文化传媒和战略投资“4+1”产业发展体系，公司拥有全资、控股、参股子公司 50 多家，业务分布于北京、上海、深圳、杭州、武汉、青岛、西安的多个重点城市和香港地区，产业布局完整。

跟踪期内，公司资产规模平稳扩张，资产结构保持稳定；收入继续增长，主业盈利能力有所增强；股权投资进一步增加。

总体看，公司整体竞争实力强。

五、经营管理分析

1. 经营分析

公司是大型民营企业集团，经过二十多年的发展，形成了金融、房地产、能源、文化传媒和战略投资“4+1”产业发展体系，业务分布于北京、上海、深圳、杭州、武汉、青岛、西安等多个重点城市和香港地区。

跟踪期内，公司主营业务构成无重大变化。2011 年，公司实现营业总收入 43.88 亿元，同

比增长 14.25%，公司主要业务板块收入均不同程度增长。收入结构来看，2011 年，公司营业总收入仍以房地产业和金融保险业为主。2011 年，公司房地产业务收入 16.97 亿元，同比增长 18.70%，占营业总收入的比重为 38.67%，与上年占比基本一致，房地产业务仍然是公司第一大收入来源；金融保险业收入实现 12.33 亿元，同比微增 1.70%，占营业总收入的 28.10%，占比下降 3.48 个百分点，为公司第二大收入来源；公司第三大收入来源仍为商业收入，占比 15.60%，由于民生投资于 2011 年 7 月将持有的青岛国货丽达购物中心有限公司 45%股权全部转让给青岛才高集团，公司 2011 年商业板块收入增幅较小，仅为 0.41%。

毛利润方面，2011 年公司实现毛利润 27.37 亿元，同比增长 21.57%。与收入结构不同，公司第一大利润来源为金融保险业，占毛利润合计的 45.03%；房地产业实现毛利润 9.56 亿元，占比 34.91%。2011 年，公司毛利率 62.37%，较上年上升 3.75 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司收入及主业盈利规模均较快增长，毛利率水平呈上升趋势。

表 1 公司营业总收入及毛利润构成（单位：亿元，%）

业务分类	2010 年			2011 年			2011 年收入 增速	2011 年毛利润 增速
	收入	毛利润	毛利率	收入	毛利润	毛利率		
房地产业	14.30	7.28	50.95	16.97	9.56	56.31	18.70	31.20
金融、保险业	12.13	12.12	99.95	12.33	12.33	99.96	1.70	1.71
文化传媒业	0.95	0.45	47.77	1.27	0.55	43.59	33.59	21.89
商业	6.82	0.77	11.30	6.84	1.13	16.49	0.41	46.45
工业	1.46	0.55	37.51	2.22	0.98	44.40	51.88	79.78
房产租赁业	0.81	0.78	95.76	2.58	2.55	99.05	218.03	228.95
其他	1.95	0.57	28.97	1.68	0.27	16.28	-14.14	-51.76
合计	38.41	22.52	58.62	43.88	27.37	62.37	14.25	21.57

资料来源：公司提供

注：1、金融、保险业收入为净收入；

2、公司商业收入主要来自于控股子公司民生投资，民生投资于 2009 年纳入公司合并范围，该公司收入主要来源于青岛国货汇海丽达购物中心有限公司及青岛国货丽达购物中心有限公司的商业销售收入，其中，民生投资于 2011 年 7 月将持有的青岛国货丽达购物中心有限公司 45%股权全部转让给青岛才高集团；

3、公司其他业务收入包括物资贸易、酒店服务、物业管理等。

房地产板块

2010年以来,国家出台了“国十一条”、“国十条”、“新国十条”以及“新国八条”等调控政策,在信贷逐步收紧和政府加大调控执行力度的背景下,开发商的资金链将受到影响,旨在抑制房价非理性上涨,中长期有利于规范市场健康发展。全国房地产开发景气指数(以下简称“国房景气指数”)回落,全国商品房面积和销售金额增速均有所放缓。根据国家统计局统计,2011年12月,国房景气指数为98.89,而2010年12月该指数为101.79;2012年4月,国房景气指数进一步回落至95.62,比2011年底回落3.27个百分点。2011年,全国商品房销售面积10.99亿平方米,同比增长4.9%,但增速比上年回落5.7个百分点;2012年1~9月,全国商品房销售面积68441万平方米,同比下降4.0%。2011年,全国商品房销售额59119亿元,增长12.1%,但增速比上年回落6.8个百分点;2012年1~9月,全国商品房销售额40354亿元,同比增长2.7%。总体看,从严从紧的房地产调控政策使得房地产市场改变过去十余年高成长的趋势性增长格局,在经历“以价换量”的调整新阶段后,未来将呈现逐步复苏的发展态势。

公司房地产开发业务的主要载体为泛海建设,泛海建设房地产销售收入占公司合并口径房地产板块收入的95%以上,另外,公司子公司泛海实业股份有限公司也从事少量房地产项目的开发,收入规模较小。

泛海建设目前的主要业务为房地产业务、物业管理、物业租赁、消防及安防产品生产和销售,以及建筑设备、建筑装饰材料的购销。其中,房地产业务由其下属房地产项目开发公司负责运营,物业管理、物业租赁业务由其子公司泛海物业管理有限公司(以下简称“泛海物业”)经营,电子产品及建材经营分别由子公司三江电子和北京山海天物资贸易有限公司(以下简称“山海天”)负责经营。泛海建设目前的房地产项目和物业管理、物业租赁业务主

要集中在北京、深圳、青岛、武汉、上海、杭州等地区。

房地产开发业务

2011年,面对较为严峻的经济形势及市场行情,泛海建设适时调整发展策略,适当加快各地项目开发进度,加大销售力度,加速资金回流。2011年,泛海建设全年在建及开复工面积近411万平方米,较上年增加一倍,其中,2011年新开工面积195万平方米,同比增长106.90%;主体竣工面积39万平方米,较上年的4.01万平方米增幅剧烈;全年实现销售结算面积9.88万平方米,同比增长86.06%。2011年,泛海建设全年实现营业收入20.03亿元,同比增长24.49%,其中房地产销售收入16.83亿元,同比增长23.48%。

表2 泛海建设房地产业务经营情况

项目	2010年 (亿元)	2011年 (亿元)	同比增速 (%)
营业收入	16.25	20.03	24.49
其中:房地产销售收入	13.63	16.83	23.48

资料来源:泛海建设年报

表3 泛海建设房地产开发主要指标

(单位:万平方米)

指标	2010年	2011年
开工面积	94.25	195
主体竣工面积	4.01	39
销售结算面积	5.31	9.88

资料来源:公司提供

公司开发项目定位于高端客户群,项目主要分布在北京、上海、深圳、杭州、武汉、青岛、大连等国内中心城市的中心地段,由于拿地较早,成本较低,项目盈利能力强,近几年公司房地产业务毛利率均保持在50%以上,2011年房地产业务毛利率为56.31%,较上年进一步上升5.36个百分点。

公司房地产开发项目产品类型以住宅为主,同时还涉及写字楼、公寓、多层及高层商住楼等。2011年公司主要销售项目包括:武汉泛海国际居住区樱海园项目、杭州泛海国际中

心项目和深圳泛海拉菲花园二期项目等，其中，8.98万平方米，2011年销售面积0.75万平方米，杭州泛海国际中心为商业地产项目，可售面积待销售面积8.23万平方米。

表 4 2011 年公司主要房地产销售项目

销售项目	2011 年销售面积 (平方米)	2011 年销售 金额 (亿元)	2011 年结算收入 (亿元)
武汉泛海国际居住区樱海园项目	34195.23	5.15	11.30 (结算面积 81829.44 平方米)
杭州泛海国际中心项目	7467.10	2.40	2.40
深圳泛海拉菲花园二期项目	9522.45	2.52	2.52

资料来源：公司提供

目前，公司在建项目主要集中在北京、武汉、杭州、上海、青岛等地，在建项目主要为武汉泛海城市广场一期项目、武汉泛海国际居住区樱海园二期项目、武汉泛海国际城项目、青岛泛海国际购物中心项目、北京泛海国际居住区二期项目、杭州 SOHO 中心项目、上海泛海国际公寓项目等。其中，武汉泛海城市广场一期、青岛泛海国际购物中心、杭州 SOHO 中心等为商业地产项目。

表 5 截至 2011 年底泛海建设主要在建项目

区位	开发主体	项目名称	建筑面积 (㎡)	总投资(万元)	截至 2011 年底已完成 投资(万元)	预售时间	2012 年预 计可售面 积(万平 米)	完工时间
武汉	武汉泛海城市广场开发投资有限公司	武汉泛海城市广场(一期)	301600	259482	114000	—	0	2013.4.
武汉	武汉王家墩中央商务区建设投资股份有限公司	武汉泛海国际居住区樱海园(二期)	165000	93800	46764	2011.7.30	3	2012.12
武汉	武汉王家墩中央商务区建设投资股份有限公司	武汉泛海国际城(宗地 11)	309200	185622	67695	2012.5.15	12.6	2012.12
青岛	泛海建设集团青岛有限公司	青岛泛海国际购物中心	77000	73800	25827	2012.07	0	2013.6
北京	北京泛海东风置业有限公司	北京泛海国际居住区二期(2#、3#地块)	257796	640010	325389	—	0	
北京	北京星火房地产开发有限责任公司	北京泛海国际居住区二期(4#地块)	193811	254719	100852.78	—	0	
杭州	浙江泛海建设投资有限公司	杭州 soho 中心	50900	105000	12237.04	—	0	2013.6
上海	通海建设有限公司	上海泛海国际公寓(董家渡 10 号地块)	219900	617387	262262	—	0	
合计			1575207	2229820	955026.82	--	15.6	--

资料来源：公司提供

一级开发业务

目前公司一级开发项目主要为北京星火房地产开发有限责任公司(以下简称“星火公司”)东风乡绿隔地区第二宗地和大连泛海国际休闲度假项目,目前尚未实现收入。

东风乡绿隔地区第二宗地位于泛海国际居住区东南部,该项目占地面积 19.23 公顷,总建筑面积约 80 万平方米,目标定位为集购物、餐饮、娱乐、休闲、商住等为一体的泛海国际城市商业新中心,成为北京东区的商业项目典范。项目预计总投资约 71.22 亿元,截至 2012 年 6 月底已累计完成投资 35.76 亿元,预计于 2013 年底完成土地一级开发,预计一级开发收益约为 5 亿元。2011 年,根据北京市政府、市规划委的要求,该项目结合星火火车站进行了综合一体化的设计,在新的方案中,拟考虑利用第二宗地的部分用地,建设 23 万平方米农民定向安置用房,以彻底解决东风乡绿隔地区的农民整体拆迁问题。2012 年初,北京市政府、市规划委原则同意了 23 万平方米定向安置房用地规划调整事宜,第二宗地的余下用地将结合星火火车站同步开发建设。

泛海国际休闲度假项目位于大连市旅顺口区旅顺军港东部,项目采用人工岛与半岛相结合的填海造地方案,计划填海造地总面积为 96.03 公顷,形成陆域总面积约为 89.03 公顷,预计新增城市建设用地约 82 万平方米。该项目是集原生态湿地公园、大型人造沙滩、度假公寓、海景体验社区、半岛式七星级酒店、海景体验社区、游艇码头、游艇会所、水上餐厅、商场、娱乐中心等一体的商业生活配套服务区。该项目已取得海域使用权证,总投资约 14 亿元,截至 2012 年 6 月底已完成投资 3.43 亿元,目前正处于一级开发阶段,主要是填海造地,项目完工后由政府进行土地收储及二级市场出让,公司具有二级开发转让优先摘牌权利,公司计划通过摘牌获取土地后再进行项目的二级开发建设。

2007 年 12 月 26 日,泛海建设与北京京海

名悦房地产有限公司签订《合作开发协议》,共同出资 2 亿元成立项目公司山西泛海建设投资有限公司(泛海建设持股 92%)对太原尖草坪区约 300 亩土地实施一级开发。经太原市国土部门两次挂牌,但因种种原因中止,山西公司至今未能按计划取得该标的土地,上述标的土地仍处在中止挂牌出让状态。鉴于山西公司短期内无法取得上述标的土地,为节约管理成本,集中公司资源用于在建重点项目的开发建设,经公司 2012 年 4 月 10 日召开的第七届董事会第十三次临时会议审议,公司董事会决定终止山西公司的运作。

土地储备

2011 年,公司无新增土地储备。截至 2011 年底,公司土地储备面积合计 696 万平方米,多位于各大城市中心区域,以武汉为主,全部为商住用地,具有较强的升值潜力。

表 6 2011 年底公司土地储备情况

(单位:万平方米)

区位	项目名称	产品形态	建筑面积	土地证取得时间
江汉区王家墩商务区	武汉城市广场(二期、三期)	商业	36.32	宗地 2: 2008.3 宗地 3: 2008.3
江汉区王家墩商务区	武汉泛海国际 SOHO 城(宗地 12)	商住	32.36	2008.9
江汉区王家墩商务区	武汉香海园、兰海园	商住	22.33	2008.3
江汉区王家墩商务区	武汉碧海园	商住	5.69	2009.8
江汉区王家墩商务区	武汉中心	商业	34.4	2008.9
江汉区王家墩商务区	武汉其它项目	商住	419.12	08-09
南山区	深圳拉菲花园三期	商住	11.67	2008.7
黄浦区董家渡	上海 12#、14#地块	商住	--	--
江干区钱江新城	杭州酒店	商住	10.36	2008.1

朝阳区东风乡	北京泛海国际居住区二期(1#地块)	商住	43.11	2006.11
旅顺口区	大连泛海国际休闲度假项目	商住	41.85	2010.12 (海域使用权证)
旅顺口区	大连金龙湾水上旅游项目	商住	38.80	2010.12 (海域使用权证)
合计			696	--

资料来源：公司提供

注：大连泛海国际休闲度假项目和大连金龙湾税收旅游项目建筑面积均指填海形成陆地面积。

总体看，跟踪期内，泛海建设顺应国家行业政策调整，适时调整经营策略，加快项目开发力度，2011年开复工面积及竣工面积均大幅增长；同时加大销售力度，销售结算面积及房地产销售收入较快上升。公司在建项目多位于北京、武汉、上海、青岛、杭州等中心城市的中心地段，具备一定成本优势，且2012年开始杭州泛海国际中心、武汉泛海城市广场、青岛泛海国际购物中心、杭州SOHO中心等商业地产项目逐步进入收获期，将为公司发展提供稳定的资金支持。公司土地储备规模较大，且具备区位优势 and 成本优势，未来升值潜力大。但同时值得注意的是，国家对城市房地产调控政策持续偏紧，尤其是公司房地产项目多位于政策影响较大的一线城市，对项目的顺利销售形成一定风险，且公司在建房地产项目投资金额较大，对公司形成一定资金压力。

房产租赁板块

公司房产租赁经营主体主要为民生金融中心和山东齐鲁商会大厦，分别由公司本部和山东齐鲁商会大厦有限公司持有运营，主要用于写字楼及配套商业的出租。

2011年，民生金融中心实现出租收入2.42亿元，其中，写字楼出租率为88.63%，商业出租率为69.35%；山东齐鲁商会大厦实现出租收入0.27亿元，出租面积3.45万平方米，出租率为

51.54%。

金融保险板块

2011年，持续低迷的市场环境使得投资者观望气氛浓重，证券行业交易量大幅萎缩，全年证券市场震荡下挫，沪指跌幅高达21.68%，两市股基交易量同比下降23%；证券行业平均佣金率持续下滑，年佣金降幅达25%。

交易量的萎缩以及佣金水平的下滑导致中国证券公司2011年出现经纪和自营业务业绩不同程度滑坡。根据中国证券业协会统计，截至2011年底，中国109家证券公司总资产1.57万亿元，同比下降20.30%，净资产6302.55亿元；2011年全年实现营业收入1359.50亿元，同比下降28.86%，主要来源于佣金持续下滑导致的经纪业务净收入的减少。2011年证券公司经纪业务净收入688.87亿元，同比下降35.90%，证券承销与保荐及财务顾问业务净收入241.38亿元，受托客户资产管理业务净收入21.13亿元，证券投资收益49.77亿元。

中国证券行业经过数年的发展，现已进入了业务转型升级的关键时期，虽然短期内行业经纪、自营业务占绝大比重的局面不会根本改变，但从行业面临的政策环境、市场环境以及券商内生需求来看，业务转型是大势所趋。券商的业务转型主要包括两方面：一是着力发展新业务，二是传统业务模式的变化。目前，每家券商都已意识到转型的迫切性，2012年转型的预期好于2011年。其中，大券商由于创新业务开展较早、资本实力雄厚，其转型将快速推进，并取得较好效果；中小券商则需要寻找局部突破口，在部分业务的开展上创造领先优势，以提高业绩。

公司金融保险业务主要以民生证券为平台。

2011年，公司受让了中国船东互保协会持有的民生证券有限责任公司5.51%股权，公司对其持股比例自上年的61.289%变更为66.799%。民生证券的业务板块包括经纪业务、投资银行业务、研究业务、证券投资业务、固定收益业

务、资产管理业务、以融资融券为代表的新业务等七个方面。2011年，民生证券新增营业网点10家，截至2011年底，民生证券合计拥有证券营业网点44家。

2011年，民生证券共实现收入11.99亿元，较上年的12.51亿元同比下降4.16%。其中，受2011年证券市场交易量萎缩以及证券行业经纪佣金率持续下降影响，2011年民生证券经纪业务收入继续下滑，全年实现收入（手续费收入）40709.91万元，较2010年减少27296.22万元，2011年，公司平均经纪佣金率为0.98%，较2010年的1.25%下降了21.88%；2011年，民生证券投资银行业务继续保持快速发展的势头，投资银行业务收入快速增长47.37%，实现收入59273.83万元，利润12503.24万元；证券投资业务实现收入-7283.42万元，利润-7459.21万元；固定收益业务（债券销售+固定收益投资）大幅增长，实现收入5529.41万元，同比增长98.26%，利润3561.86万元。

在中国证券业协会统计的2011年111家证券公司业绩排名中，公司净资产排名第48位，总资产第57位，净资产第49位，三项排名较上年的43位、56位和43位均有所下降。

表7 截至2011年底公司金融板块主要控、参股公司
(单位：万元)

公司名称	注册资本	持股比例
民生证券有限责任公司	217731	直接持股 66.799%， 间接持股 6.20%
北京民生典当有限责任公司	5000	直接持股 55%，间接 持股 45%
民生保险经纪有限公司	5000	直接持股 53%，间接 持股 47%
民生银行股份有限公司	2671473	直接持股 2.62%
广西北部湾银行股份有限公司	200000	间接持股 9%
郑州银行股份有限公司	143393	间接持股 0.47%

资料来源：公司 2011 年审计报告

除民生证券外，公司主要投资控股的金融机构还包括：民生典当有限责任公司和民生保险经纪有限责任公司，参股的金融机构包括：民生银行、广西北部湾银行股份有限公司（以

下简称“广西北部湾银行”）等多家金融企业。其中，民生典当有限责任公司和民生保险经纪有限公司为控股子公司，民生银行、广西北部湾银行股份有限公司和郑州银行股份有限公司则为直接或间接参股公司。

截至2011年底，公司对民生银行和广西北部湾银行持股比例分别为2.62%和9%，获得分红收益分别为6989万元和810万元，同比分别增加4076.8万元和270万元。

总体来看，跟踪期内，受证券行业市场环境低迷影响，公司金融保险板块主要运营主体民生证券收入下降；但公司参控股其他金融业务发展良好，对公司金融保险板块收入形成一定补充。

能源板块

能源产业是公司根据自身发展战略需要和国家科技、能源发展战略实施的新投资领域，目前投资和涉及的重点项目有包头煤化工项目、新能凤凰（滕州）能源项目和山西省靖边县红墩界煤矿项目等。

包头煤化工项目

公司包头煤化工项目由全资子公司泛海能源投资包头有限公司运营。

该项目分为煤制甲醇和煤田开发两部分，是中国泛海在清洁煤炭利用上的投资项目。煤制甲醇项目落户包头市土右旗，内蒙古自治区政府将为其配套白彦花煤矿。该项目备案核准规模为180万吨/年甲醇装置、配套公用工程和辅助生产设施，原计划2012年基本建成60万吨/年甲醇启动项目，然而在目前国内甲醇产能相对过剩的背景下，甲醇市场持续低迷，而下游产品烯烃的供求缺口则相对较大，故公司调整了发展战略，在原规划的基础上新增了60万吨/年烯烃装置项目。为了配合烯烃的生产，公司对原计划进行了调整：①60万吨/年甲醇启动项目预计2012年底前开工，2015年开始商业化运作；②60万吨/年烯烃项目预计2013年开工，2016年开始商业化运作；③120万吨/年甲醇项目预计2013年开工，2016年开始商业化运作。

煤田项目位于包头市达茂旗，根据总体规划，公司将在达茂旗白彦花煤田建设年产1200万吨规划的大型露天矿，以及配套的褐煤提质项目，以便有效解决褐煤利用问题，项目预计总投资约为26亿元，由于煤炭所开采煤主要用于上述煤化工项目上游原材料，因此具体工程进度及完工时间将根据上述煤化工项目进度进行调整。

总体来看，包头公司的煤—甲醇—烯烃一体化项目前期手续的主要文件已齐备，全面施工的准备工作已完成，地方政府的同期配套设施也已到位，项目已完全具备全面建设的基础条件，将在2016年完成年产60万吨甲醇和60万吨烯烃项目整体建设及试运行。

新能凤凰（滕州）能源项目

新能凤凰（滕州）能源项目是山东省政府确立的重点建设项目，该项目以洁净煤技术为核心，采用自主知识产品煤化工技术，建设甲醇深加工项目，延伸甲醇等煤化工产品产业链，生产煤基清洁燃料等下游煤化工产品。该项目由新能凤凰（滕州）能源有限公司负责，公司通过旗下泛海能源投资股份有限公司持有其45%的股权。

项目位于鲁南煤化工基地，占地 985 亩，建设内容为 38 万吨/年 DMF、15 万吨/年甲醇，项目建设步骤为：先建设两条年产 36 万吨/甲醇生产线，其中 57 万吨甲醇转换为 38 万吨 DMF，剩余 15 万吨甲醇进行销售。该项目于 2006 年 7 月正式开工建设，2009 年 12 月 24 日第一条生产线年产 36 万吨甲醇装置投料试车成功，顺利产出合格甲醇产品。二期 36 万吨甲醇生产线于 2011 年 12 月基本建设完成，目前两条生产线已经并行达产。

红墩界煤矿项目

红墩界煤矿项目为泛海能源投资股份有限公司拟投资建设的核心项目。红墩界井田位于陕西榆横矿区（南区）的西北部，地处靖边县城北部的陕蒙接壤地区。地质资源储量 19.93 亿吨，可建设年产 1000 万吨的特大型现代化煤

矿。该井田是榆横矿区煤层厚度最大、资源最丰富的井田，井田内未发现小煤矿开采。

2011 年底，泛海能源与中信信托就成立能源投资集合信托计划达成协议，中信信托会为红墩界项目提供融资支持，该信托计划已于 2012 年 1 月 20 日成立，预计期限为 10 年。

2011 年 3 月份开始，红墩界项目在完成普查、详查等工作后展开精查工作，并于 2012 年 5 月份完成精查报告评审工作，为后期项目设计打下坚实基础，该项目目前仍处于前期规划阶段。

总体来看，由于中国经济的快速发展，煤炭在能源结构中的优势地位在未来相当一段时间内不会改变，煤炭资源作为不可再生的稀缺资源，煤田开采行业前景良好。但是，由于项目投资较大，投资回报期较长，预计会在 10 年以上，且项目由于要支付矿业权价款、等额还本等的需要，在投产初期几年内均发生短期借款，因此上述项目面临着一定的资金风险，也对公司提出较高的资金支持要求，在一定程度上增加其财务负担。

文化传媒板块

公司文化传媒产业主要以经观信成广告有限公司（以下简称“经观信成”）为发展平台。

经观信成旗下拥有北京经世经观有限公司 1 家全资子公司，并拥有《经济观察报》的经营权及发行权，拥有《经济观察报》全部广告代理、论坛以及发行的收益。

2011 年，《经济观察报》全年发行 745 万份，同比增长 14.44%。其中零售 420 万份，占发行量的 56%；征订 237 万份，占发行量的 32%。与同类媒体相比，《经济观察报》2011 年广告占版率为 22%，在财经媒体中排名第一。2011 年，《经济观察报》广告市场份额为 23%（每周 1 刊），21 世纪为 30%（每周 5 刊），第一财经为 29%（每周 6 刊），中经为 9%（每周 1 刊）。

总体来看，经济观察报作为中国最具影响力的财经报纸之一，拥有较好的市场声誉和较高的市场占有率；经观信成广告客户涵盖了绝

大部分最具实力的中国本土企业及跨国公司在华分支机构、以及 4A 广告公司；核心高管具有 10 年以上大型企业管理经验，骨干员工行业经验普遍在 8 年以上，拥有专业的媒体队伍；在公司接手后该公司拥有了充足的资金来源，为其未来的发展和竞争提供了有力的保障。

但是，联合资信也注意到，经观信成广告公司还存在一定的发展制约因素，具体表现为：公司资源单一，以《经济观察报》为核心资源，缺乏竞争媒体的多媒体平台协同的效应；收入结构单一，主营收入主要来源于大型企业品牌形象平面广告；公司报纸发行规模绝对量较少，虽然经济观察报每期阅读率排名第一，但是由于以周刊的形式出版，且报纸主要面向小众市场，发行规模受到限制，与南方报业集团等媒体企业还有较大差距。

另外，公司下属陕西九州映红实业发展有限公司投资项目“秦文化旅游区-国际旅游度假区”正在建设。该项目规划开发总面积约 20 平方公里，为集文化体验、旅游综合服务和综合地产为一体的大型综合文化地产项目，通过旅游产品与城市功能联动发展，打造集文化体验、田园度假、温泉养生、山地运动、现代农业、商务会议、景观居住于一体的国际旅游度假区。项目总投资 34.61 亿元，截至 2012 年 6 月底已累计投入资金 5.99 亿元。

其他板块

除上述四大产业板块外，公司还通过控、参股的方式进行各类优质业务的战略投资。主要包括联想控股有限公司、大连万达商业地产股份有限公司、民生投资、中信产业基金管理有限公司、绵阳科技城产业投资基金、天津赛富创业投资基金、澳大利亚铜矿项目、长白山国际旅游度假区项目、大连金石国际旅游度假区项目、西双版纳国际旅游度假区项目等。其中除民生投资为控股子公司外，其他均为参股公司。

民生投资

民生投资主要从事商品零售业务，以及利

用闲置资金进行短期投资理财和委托贷款、购买信托产品等对外投资业务。

民生投资于 2011 年 7 月将持有的青岛国货丽达购物中心有限公司 45% 的股权全部转让给青岛才高集团。目前只保留位于青岛城阳区的青岛国货汇海丽达购物中心有限公司一家商业公司。

2011 年，民生投资商品零售实现主营业务收入 6.60 亿元，同比减少 3.17%。其中，青岛国货汇海丽达购物中心有限公司实现营业收入 5.07 亿元，实现净利润 0.31 亿元；青岛国货丽达购物中心有限公司实现净利润 0.06 亿元。

投资理财方面，2011 年在证券市场整体出现大幅下跌的形势下，民生投资及时调整持仓结构，严格控制投资规模，交易性金融资产公允价值变动收益和投资收益均较上年同期大幅增长，2011 年民生投资公允价值变动收益和投资收益分别由上年的 -62.35 万元和 198.96 万元增加至 345.44 万元和 1513.20 万元，带动民生投资净利润达 5248.93 万元，同比增长了 78.32%。

澳大利亚铜矿项目

澳大利亚 CuDECOLtd. (ASX: CDU) 为澳大利亚上市公司，设计年产 10 万吨铜矿。2011 年，公司旗下泛海国际资源投资有限公司投资 6 亿港元认购其增发的 2120 万股无限制权利股票，成为该公司最大的战略投资者和第二大股东。当前，CuDECOLtd. 旗下 Rocklands 铜矿正在加快建设，预计 2013 年初正式投产。此外，公司已与上市公司签署铜矿包销协议，拥有一部分稳定的资源销售收益。

总体来看，跟踪期内，公司进一步加大股权投资力度，短期内增加了投资压力，长期内被投资企业盈利后可有效带动公司营收规模的增长。

2. 管理分析

跟踪期内，公司人员及管理方面无其他重大变化。

三、募集资金使用情况

公司于2011年12月13日发行人民币债券28亿元，为6年期附第3年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权（品种一）和10年期附第5年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权（品种二）。品种一的发行规模为18亿元，品种二的发行规模为10亿元。公司计划将募集资金中的19.4亿元用于第十二届全国冬季运动会分赛场抚松长白山国际滑雪中心项目，3亿元用于偿还银行贷款，5.6亿元用于补充公司营业资金。抚松长白山国际滑雪中心项目建设主体为长白山国际旅游度假区开发有限公司，该公司由公司、大连万达集团股份有限公司、大连一方集团有限公司、亿利资源集团有限公司、联想控股有限公司、北京用友科技有限公司、融科物业投资有限公司共同出资组建，其中公司持股27.50%。项目总投资为126.59亿元，其中项目单位自筹解决73.59亿元，各股东单位按照持股比例投入资金，其余资金通过申请银行贷款解决。截至2012年6月底，该项目已累计完成投资约80亿元，其中使用募集资金8.8亿元。

六、财务分析

公司提供的2010年度和2011年度财务报表经中磊会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2011年，公司合并范围及股权比例变化情况如下：①增加泛海国际资源投资有限公司一家全资子公司，该公司于香港投资设立，业务范围为能源资源项目开发及投资控股，注册资本为2亿港元；②公司吸收合并泛海建设控股有限公司子公司泛海建设集团股份有限公司，泛海建设集团股份有限公司由公司二级子公司变为一级子公司，公司对泛海建设集团股份有限公司持股比例为73.67%，本项合并对公司合并报表最终结果无差异性影响；③公司受让了

中国船东互保协会持有的民生证券有限责任公司5.51%股权，公司对其持股比例自上年的61.289%变更为66.799%；④公司原一级子公司泛海投资股份有限公司更名为泛海能源投资股份有限公司。总体看，跟踪期内公司合并范围变化不大，合并范围的变化对财务数据可比性影响小。

截至2011年底，公司（合并）资产总额661.33亿元，所有者权益合计203.72亿元（其中少数股东权益42.61亿元）；2011年公司实现营业总收入43.88亿元，利润总额11.47亿元。

1. 盈利能力

2011年，公司实现营业总收入43.88亿元，同比增长14.25%，主要系房地产业及房产租赁业增加导致营业收入增加所致；2011年，由于民生证券收入略有下滑，公司获得的利息收入、手续费及佣金收入与上年基本持平，占营业总收入的比重由上年的31.32%下降至27.68%。

2011年，受盈利能力较强的房地产业收入较快上升影响，公司营业成本同比增速低于营业收入增速，营业利润率较上年提高4.80个百分点，达到32.50%。公司主业盈利能力有所提高。

2011年，公司期间费用继续大幅增加11.30亿元，达到34.45亿元，主要系财务费用和管理费用增加所致。2011年公司债务规模扩大导致利息支出增加，加之财务顾问费增加，公司财务费用同比增长64.98%。期间费用的快速增长，导致其对主业利润侵蚀进一步加重，期间费用占营业总收入的比重由上年的60.26%上升至78.50%。

公司为投资控股型集团企业，除主业带来的收入外，还可获得较大规模的投资收益和公允价值变动收益。2011年，公司获得公允价值变动收益16.41亿元，主要为投资性房地产的公允价值变动产生的收益。2011年，公司获得投资收益7.96亿元，较上年减少8.35亿元，主要系联想控股利润下滑导致公司获得投资收益减

少，以及2010年公司处置部分股权产生收益而2011年未发生此类事项所致。受财务费用增加以及投资收益减少影响，公司利润总额及净利润分别较上年减少7.28亿元和9.80亿元，2011年公司实现利润总额和净利润分别为11.47亿元和4.37亿元。

表8 公司投资收益主要来源（单位：亿元）

项目	2010年	2011年
长期股权投资	13.59	2.23
可供出售金融资产	1.68	0.82
其他	1.03	4.91
合计	16.31	7.96

资料来源：公司审计报告附注

2011年，净利润的大幅下降导致总资本收益率和净资产收益率分别下降了2.04个百分点和5.17个百分点，两项指标值分别为3.49%和2.14%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模持续增长，主业盈利能力有所增强；投资性房地产增值导致公允价值变动收益大幅增加；同时受长期股权投资收益大幅下降，以及期间费用增加影响，公司利润大幅减少。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2011年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为26.97亿元，同比下降20.27%，主要系由预收房款减少导致预收账款下降，以及应收账款有所增加所致，相应的，公司现金收入比由上年的128.26%下降至84.99%。2011年公司收到其他与经营活动有关的现金80.22亿元，较上年大幅增加，主要系关联单位往来款大幅增加所致，公司收到其他与经营活动有关的现金主要为：往来款、收到退回的土地拍卖保证金、动迁补偿款等。收到其他与经营活动有关的现金的大幅增长带动公司2011年经营活动现金流入规模大幅增加45.33亿元，达到118.76亿元。2011年公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金以及支付其他与经营活动有关的现金为主，其中支付其他与经营活动有关的现金

134.77亿元，同比增长103.34%，主要系关联单位往来款增加所致，公司支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款、支付的土地拍卖保证金、民生证券代理买卖证券款净减少额等。2011年公司经营活动现金净流出规模进一步增至71.23亿元。

投资活动方面，2011年公司投资活动现金流入22.50亿元，同比增长285.04%，主要系收回投资收到现金18.87亿元所致，公司收回投资收到的现金主要为收到新地能源股权转让款、以及买卖交易性金融资产收回的现金等。公司投资支付现金36.78亿元，导致投资活动现金流出增至40.58亿元，主要为收购新能凤凰、长白山等公司的股权转让款。2011年公司投资活动现金流量净额-18.08亿元。

随着2011年经营活动现金净流出量的大幅增长，筹资活动前现金流量净额表现为净流出89.31亿元，公司对外融资需求进一步加大。

筹资活动方面，2011年公司加大了资金筹措力度，银行借款规模大幅增长，同时通过发行公司债券，公司筹资活动现金流入大幅增长122.39亿元，达到265.03亿元。2011年公司筹资活动现金流量净额74.72亿元。

总体看，跟踪期内，公司融资压力进一步加大，通过加大银行借款以及发行债券满足资金需求，导致债务规模显著扩张。公司未来几年投资规模较大，仍面临较大的外部融资压力。

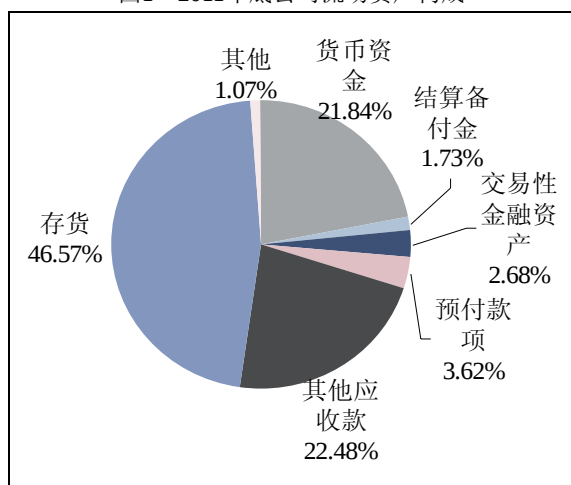
3. 资本及债务结构

2011年，公司资产总额继续平稳增长，截至2011年底，公司合并资产总额661.33亿元，同比增长16.25%。其中，流动资产占65.54%，非流动资产占34.46%，公司资产以流动资产为主，结构与上年相比变化不大。

截至2011年底，公司流动资产433.42亿元，同比增长12.68%，主要系其他应收款和存货增加所致。公司流动资产结构仍以货币资金（占21.84%）、其他应收款（占22.48%）和存货（占46.57%）为主，但由于其他应收款和存货增加

以及货币资金有所减少，其他应收款和存货占比有所上升，货币资金占比有所下降。

图1 2011年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2011年底，公司货币资金94.67亿元，同比下降9.00%，主要系其他货币资金和银行存款分别减少5.14亿元和4.35亿元所致。2011年底公司货币资金主要以银行存款为主，占99.36%，其他货币资金和现金很少。2011年底，泛海建设的动迁专用资金、履约保障金等受限货币资金由上年的5.13亿元大幅减少至0.18亿元，导致其他货币资金迅速下降。

2011年底，公司结算备付金7.49亿元，同比下降57.30%，全部为民生证券的客户备付金和自有备付金，2011年证券市场行情下滑，民生证券客户备付金大幅减少；公司交易性金融资产均为民生证券的债券、股票和基金产品，2011年底公司交易性金融资产11.63亿元，规模与上年基本一致。

2011年底，公司应收账款2.19亿元，主要为应收售房款和广告上刊款等；预付账款15.69亿元，同比增长24.29%，主要系随着公司项目投资的增大，预付工程款增加所致。

公司其他应收款主要系与股东单位和关联单位的往来款，2011年底随着往来款项增加以及应收转让联想控股9.6%股权款尾款11.78亿元，公司其他应收款增长53.01%。2011年底公司其他应收款账面余额97.44亿元，其中1年以

内占83.55%，1-2年占3.58%，2-3年占1.83%，3年以上占11.34%。其他应收款前5名合计欠款金额61.78亿元，占其他应收款余额的63.40%，主要为股东单位泛海集团有限公司和关联方常新资本投资管理有限公司的往来款，以及联想股权转让款。考虑到其他应收款主要为与股东单位的往来款，其坏账风险较低。2011年底，公司对其他应收款计提1.83亿元坏账准备。

截至2011年底，公司存货账面余额201.86亿元，同比增长17.39%，主要系公司房地产项目开发进度加快导致在产品（包括开发成本和一级开发成本）和产成品（房地产开发产品）增加所致。公司未计提存货跌价准备。联合资信注意到，由于公司房地产项目开发周期较长，后续项目销售也受行业景气度影响而具有一定的不确定性；此外，公司目前在建项目投资规模增大，项目投资支出集中，与之对应的在售项目如果不能顺利进行销售，对公司存货变现能力将造成一定的负面影响。

截至2011年底，公司非流动资产合计227.91亿元，同比增长23.73%，主要系可供出售金融资产、投资性房地产以及长期股权投资增加所致。公司非流动资产结构与上年相比变化不大，以投资性房地产、长期股权投资、可供出售金融资产为主，分别占36.05%、33.00%和21.51%。

2011年底，公司可供出售金融资产49.03亿元，同比增长34.70%，其中民生银行公允价值变动导致可供出售金融资产增加6.08亿元；2011年公司认购澳大利亚Cudoco Limited公司增发的2120万股无限制权利股票，成为该公司最大战略投资者和第二大股东，澳大利亚Cudoco Limited公司为澳大利亚上市公司，2011年底公司对其所持股份公允价值5.15亿元；2011年由于新华联不动产股份有限公司在深交所公开上市，公司对其由长期股权投资转入可供出售金融资产，期末公允价值2.19亿元。

2011年底，公司长期股权投资75.21亿元，同比增长14.99%，主要为对联想控股有限公司、

广西北部湾银行股份有限公司、新能凤凰（滕州）能源有限公司和长白山国际旅游度假区开发有限公司等的股权投资。2011年，公司受让新能矿业有限公司对新能凤凰（滕州）有限公司27.5%的股权，使公司持股比例由上年的17.5%增加至45%，股权受让款3.3亿元计入长期股权投资；对长白山国际旅游度假区开发有限公司投资增加至5.28亿元，增加新能矿业有限公司、上海金融发展投资基金等长期股权投资3.72亿元。

截至2011年底，公司投资性房地产82.16亿元，同比增长25.49%，系民生金融中心和齐鲁商会大厦公允价值增加所致。

由于融资需要，公司已将部分资产用于抵押或质押，抵押或质押资产主要为土地、建筑物（包括房产项目和投资性房地产）及可供出售金融资产。截至2011年底，公司（合并口径）被抵押或质押账面价值总和209.36亿元，占其资产总额的31.66%。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模平稳增长，资产结构保持稳定；流动资产以现金类资产和存货为主，其中现金类资产115.57亿元，较上年略有减少，但仍保持较大规模，受房地产项目开发进度加快影响，存货中拟开发土地、房地产在产品 and 产成品占比进一步加大；公司进一步加大股权投资，长期股权投资平稳增长。跟踪期内，公司整体资产质量良好。

截至2011年底，公司所有者权益203.72亿元，同比增长5.12%。其中归属于母公司所有者权益161.12亿元，同比增长5.51%，主要来源于资本公积的增加。公司归属于母公司所有者权益以实收资本、资本公积和未分配利润为主，分别占37.60%、20.14%和39.46%，由于资本公积的增加，资本公积占比较上年有所上升，公司所有者权益稳定性有所提高。2011年底，公司资本公积增加9.13亿元，主要系民生银行等公允价值变动以及2011年底公司增加对澳大利亚Cudeco Limited公司、海通不动产股份有限公司等投资带来的资本公积增加。

截至2011年底，公司负债总额457.61亿元，同比增长22.01%，主要来源于长、短期借款，以及应付债券等有息债务的增长。由于长期借款、应付债券的大幅增长，公司非流动负债占比较上年上升10.33个百分点，占比为42.62%，流动负债占比57.38%。

截至2011年底，公司流动负债262.59亿元，同比增长3.40%。其中短期借款104.89亿元，增加15.51亿元，主要系信用借款和信托借款增加所致；民生证券代理买卖证券款36.68亿元，较上年减少22.84亿元；其他应付款38.98亿元，同比增加13.12亿元，主要系新增应付新地能源工程技术有限公司股权转让款5.46亿元、应付武汉中央商务区投资控股集团有限公司剩余投资款2.72亿元，以及关联单位往来款增加所致；预收款项2.09亿元，同比下降70.69%，主要系2012年以来房地产市场调控，导致公司当年预收房款大幅减少所致。

截至2011年底，公司非流动负债195.02亿元，同比增长61.04%，主要源于长期借款和应付债券的增加。2011年底，公司长期借款增加38.52亿元，主要系股权质押借款增加所致；应付债券59.83亿元，系泛海建设于2009年11月发行的32亿元公司债券，以及公司2011年12月发行的28亿元公司债券。

2011年底，公司全部有息债务合计334.84亿元，同比增长36.65%，公司债务规模较快扩大。从债务结构来看，受长期借款和应付债券大幅增加影响，2011年底公司长期债务占比上升至51.77%，短期债务占比下降至48.23%，债务结构有所改善。

2011年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为69.19%、62.17%和45.97%，指标值均较上年有所上升，整体债务负担进一步加重。

总体来看，跟踪期内，公司债务规模较快扩张，债务负担进一步加重；但有息债务的增加主要来自长期债务的增长，债务结构有所改善。未来公司投资规模仍然较大，预计债务负

担将进一步加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011年，由于流动资产较快增长，流动比率和速动比率同比有所上升，分别为165.05%和88.18%，但联合资信注意到，2011年底公司流动资产的增长主要来自于存货和其他应收款的增加，资产流动性受应收款项回收以及存货顺利出售影响较大；2011年，公司经营活动产生的现金净流出量规模进一步增大，经营现金流动负债比为-27.12%，公司短期支付压力有所上升。考虑到公司经营活动现金流入规模大幅增加，以及现金类资产规模仍然较大，公司短期支付能力仍处于适宜水平。

从长期偿债能力指标看，受利润总额有所下降影响，2011年公司EBITDA亦同比下降4.92%，为28.34亿元，EBITDA利息倍数由上年的1.78倍下降至1.44倍；由于有息债务规模较快增长，全部债务/EBITDA由上年的8.22倍上升至11.81倍。综合考虑，公司整体偿债能力有所下降。

截至2011年底，公司为参股单位新能凤凰（滕州）能源有限公司的1.84亿元借款提供保证担保。新能凤凰（滕州）能源有限公司目前经营正常，上述担保事项或有负债风险较低。

截至2011年底，公司无授信额度。公司拥有泛海建设和民生投资2家上市控股子公司，直接融资渠道通畅。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业基本信用信息报告》（报告编号：[B-201208267572]），截至2012年8月14日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司作为中国大型民营企业集团，经过二十多年的发展，形成了“4+1”的多元化产业发展体系，公司整体竞争实力较强；公司治理结

构完善，高管层管理经验丰富；公司各业务板块稳定增长，资产规模平稳扩张，主要盈利能力较强；受投资规模较大影响，公司整体偿债能力有所下降，但仍处于合理水平。总体看，公司自身经营状况良好，财务风险较低。基于对公司自身经营和财务风险，以及宏观经济及行业环境的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

七、债券偿债能力

公司于2011年12月13日发行公司债券28亿元（以下简称“本期债券”）。2011年公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为28.34亿元和118.76亿元，分别为本期债券偿还本金的1.01倍和4.24倍。公司EBITDA对本期公司债券保障能力适宜，经营活动现金流入量对本期公司债券保障能力较强。

公司为投资控股型集团企业，除主业带来的收入外，还可获得较大规模的投资收益和公允价值变动收益，投资活动现金流入量规模较大但波动剧烈，2011年为22.50亿元，较上年大幅增加，投资活动产生的现金回报对公司偿债能力形成补充。此外，本期债券分3+3年和5+5年两个品种发行，有效缓解了集中偿还的风险。

八、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11中国泛海债01”、“11中国泛海债02”AA的信用等级。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	1362829.97	1040364.21	946731.97	-16.65
结算备付金	95675.70	175498.02	74931.11	-11.50
交易性金融资产	43802.46	114922.45	116254.35	62.91
应收票据		10.00	28.50	
应收账款	4524.52	9136.85	21944.03	120.23
预付款项	207641.34	126268.71	156938.42	-13.06
应收利息	209.56	1676.23	2015.18	210.10
应收股利	160.00	1000.00	2260.00	275.83
存出保证金	14185.43	18601.72	17788.20	11.98
其他应收款	370832.63	636817.04	974414.14	62.10
存货	1534489.96	1719650.46	2018636.64	14.70
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	1019.82	2665.70	2248.52	48.49
流动资产合计	3635371.39	3846611.38	4334191.06	9.19
非流动资产：				
可供出售金融资产	497091.12	364003.60	490314.56	-0.68
持有至到期投资	80045.75			
长期应收款				
长期股权投资	531993.41	654085.48	752145.46	18.90
期货会员资格投资	140.00	140.00	140.00	0.00
投资性房地产	574556.07	654766.75	821645.02	19.58
固定资产	69897.30	74367.66	108887.51	24.81
在建工程	7802.71	17674.06	26122.63	82.97
工程物资				
固定资产清理	0.21	0.06	0.19	-3.47
油气资产				
无形资产	6831.90	12657.46	11331.61	28.79
开发支出			294.05	
商誉	56643.81	48538.39	46294.01	-9.60
长期待摊费用	3948.49	6409.82	11523.18	70.83
递延所得税资产	3078.96	9429.35	10436.81	84.11
其他非流动资产				
非流动资产合计	1832029.72	1842072.63	2279135.04	11.54
资产总计	5467401.10	5688684.01	6613326.10	9.98

附件 1-2 合并资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	635330.00	893744.00	1048857.00	28.49
交易性金融负债				
应付票据	1840.00	2108.00	790.00	-34.48
应付账款	107568.89	106492.93	101704.62	-2.76
预收款项	4205.22	71198.91	20865.52	122.75
卖出回购金融资产款	59563.78	29000.00	12000.00	-55.12
代理买卖证券款	678634.12	595275.97	366833.78	-26.48
应付期货保证金	12994.32	23871.67	26455.43	42.69
应付职工薪酬	8246.44	12670.01	17064.28	43.85
应交税费	80401.98	48746.31	70905.30	-6.09
应付利息	3442.94	10010.78	3132.08	-4.62
应付股利	5.79	813.02	1843.70	1685.10
其他应付款	292839.28	258513.66	389752.72	15.37
一年内到期的非流动负债	41630.00	486750.00	565300.00	268.50
其他流动负债	423.64	423.64	421.18	-0.29
流动负债合计	1927126.39	2539618.90	2625925.60	16.73
非流动负债：				
长期借款	1046640.62	749978.12	1135159.40	4.14
应付债券	317327.83	317805.47	598312.31	37.31
长期应付款			27944.10	
专项应付款				
预计负债	200.00	200.00	200.00	0.00
递延所得税负债	168253.11	143009.03	188535.29	5.86
其他非流动负债				
非流动负债合计	1532421.56	1210992.63	1950151.10	12.81
负债合计	3459547.95	3750611.52	4576076.70	15.01
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	605828.35	605828.35	605828.35	0.00
资本公积	391029.14	233210.72	324473.76	-8.91
专项储备				
盈余公积	37187.89	44496.84	46081.99	11.32
未分配利润	559917.89	643499.15	635740.45	6.56
外币报表折算差额			-927.02	
归属于母公司所有者权益合计	1593963.26	1527035.05	1611197.53	0.54
少数股东权益	413889.89	411037.43	426051.87	1.46
所有者权益合计	2007853.15	1938072.49	2037249.40	0.73
负债和所有者权益总计	5467401.10	5688684.01	6613326.10	9.98

附件 2 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、营业总收入	411207.82	384107.33	438847.18	3.31
其中: 营业收入	290490.65	263799.59	317374.49	4.52
利息收入	6270.37	8951.00	13331.99	45.81
已赚保费				
手续费及佣金收入	114446.79	111356.74	108140.70	-2.79
减: 营业成本	168058.62	158951.37	165122.38	-0.88
利息支出				
手续费及佣金支出				
营业税金及附加	43832.50	31782.95	49111.96	5.85
销售费用	11805.19	14453.75	20277.96	31.06
管理费用	84570.87	110826.36	149040.24	32.75
财务费用	97942.18	106173.16	175168.09	33.73
资产减值损失	-415.56	10894.02	856.54	
加: 公允价值变动收益(损失以“一”号填列)	75077.29	73073.34	164102.92	47.84
投资收益(损失以“一”号填列)	433542.63	163059.81	79565.07	-57.16
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	42.95	101932.29	19504.78	2031.06
汇兑收益(损益以“一”号添列)	-1.02	-27.73	-44.83	563.45
二、营业利润(亏损以“一”号填列)	514032.91	187131.14	122893.18	-51.10
加: 营业外收入	3530.66	8764.39	2776.73	-11.32
减: 营业外支出	18803.63	8362.80	10955.84	-23.67
三、利润总额(亏损总额以“一”号填列)	498759.94	187532.72	114714.07	-52.04
减: 所得税费用	156966.78	45893.18	71063.91	-32.71
四、净利润(净亏损以“一”号填列)	341793.16	141639.54	43650.16	-64.26
其中: 归属于母公司所有者的净利润	284933.24	120764.79	27598.58	-68.88
少数股东损益	56859.92	20874.75	16051.58	-46.87

附件 3-1 合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	296903.72	338344.06	269747.91	-4.68
处置交易性金融资产净增加额	30004.90	9326.86	-6558.14	
收取利息、手续费及佣金的现金	136046.96	134154.09	139452.74	1.24
拆入资金净增加额		-5.41	-0.49	
回购业务资金净增加额	-26649.08	-31593.40	-17720.99	-18.45
收到的税费返还	218.62	255.78	510.81	52.86
收到其他与经营活动有关的现金	112522.89	283852.02	802180.41	167.00
经营活动现金流入小计	549048.00	734334.00	1187612.24	47.07
购买商品、接受劳务支付的现金	173312.64	271664.29	379784.77	48.03
支付利息、手续费及佣金的现金	14840.20	14682.31	17568.80	8.81
支付给职工以及为职工支付的现金	48907.64	67606.40	90909.26	36.34
支付的各项税费	167611.49	114189.56	63945.43	-38.23
支付其他与经营活动有关的现金	238036.63	662783.03	1347679.92	137.94
经营活动现金流出小计	642708.60	1130925.59	1899888.19	71.93
经营活动产生的现金流量净额	-93660.60	-396591.60	-712275.94	175.77
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	575662.73	47499.59	188725.90	-42.74
取得投资收益收到的现金	6857.04	10749.96	30821.02	112.01
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	800.07	156.03	15.19	-86.22
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	5000.00		1025.06	-54.72
收到其他与投资活动有关的现金	62264.09	36.38	4437.64	-73.30
投资活动现金流入小计	650583.93	58441.95	225024.81	-41.19
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	17025.39	44109.20	30534.28	33.92
投资支付的现金	463698.14	174563.99	367797.86	-10.94
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	2800.00	0.00	1936.26	-16.84
支付其他与投资活动有关的现金	1188.46	-1808.08	5568.95	116.47
投资活动现金流出小计	484711.99	216865.11	405837.35	-8.50
投资活动产生的现金流量净额	165871.94	-158423.16	-180812.54	
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	205310.00	58511.07	6000.00	-82.90
取得借款收到的现金	1934960.00	1101209.00	2247166.40	7.77
发行债券收到的现金	317440.00		277760.00	-6.46
收到其他与筹资活动有关的现金	168830.82	266705.16	119350.00	-15.92

筹资活动现金流入小计	2626540.82	1426425.23	2650276.40	0.45
偿还债务支付的现金	1554802.26	711372.50	1484268.12	-2.29
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	126463.48	176662.89	225734.86	33.60
支付其他与筹资活动有关的现金	179830.49	272274.88	193069.12	3.62
筹资活动现金流出小计	1861096.22	1160310.26	1903072.11	1.12
筹资活动产生的现金流量净额	765444.60	266114.96	747204.29	-1.20
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-1.02	-23.54	-86.30	820.53
报表合并范围变更影响现金流入				
五、现金及现金等价物净增加额	837654.92	-288923.32	-145970.49	
加：期初现金及现金等价物余额	615850.75	1453512.91	1165783.85	37.59
六、期末现金及现金等价物余额	1453505.67	1164589.58	1019813.36	-16.24

附件 3-2 合并现金流量表（续）
 （单位：人民币万元）

补充资料	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量：				
净利润	341793.16	141639.54	43650.16	-64.26
加：资产减值准备	-411.12	10857.02	856.54	
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5995.88	7727.10	12003.88	41.49
投资性房地产折旧				
无形资产摊销	490.11	652.42	719.95	21.20
长期待摊费用摊销	-1194.62	1117.34	2046.79	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	95.44	91.00	61.21	-19.91
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	4.76	141.52	26.10	134.25
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	-74461.74	-73073.34	-164102.92	48.45
财务费用（收益以“-”号填列）	133529.54	108349.16	171493.72	13.33
投资损失（收益以“-”号填列）	-417119.37	-152723.22	-79565.07	-56.33
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-1712.04	-6350.39	-995.13	-23.76
递延所得税负债的增加（减少以“-”号填列）	-7658.45	-4388.78	44297.13	
存货的减少（增加以“-”号填列）	6922.37	-115984.50	-230345.99	
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	603304.59	-428116.10	-1370709.26	
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-686710.03	165341.99	809034.14	
其他	3470.92	-51872.37	49252.80	276.70
经营活动产生的现金流量净额	-93660.60	-396591.60	-712275.94	175.77
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3.现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	1453505.67	1164589.58	1019813.36	-16.24
减：现金的期初余额	615850.75	1453512.91	1165783.85	37.59
加：现金等价物的期末余额				
减：现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	837654.92	-288923.32	-145970.49	

附件 4 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年
经营效率			
销售债权周转次数(次)	53.30	56.19	28.20
存货周转次数(次)	0.10	0.10	0.09
总资产周转次数(次)	0.09	0.07	0.07
现金收入比(%)	102.21	128.26	84.99
盈利能力			
营业利润率(%)	27.06	27.70	32.50
总资本收益率(%)	10.61	5.53	3.67
净资产收益率(%)	17.02	7.31	2.14
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	40.45	35.52	45.97
全部债务资本化比率(%)	50.43	55.84	62.17
资产负债率(%)	63.28	65.93	69.19
偿债能力			
流动比率(%)	188.64	151.46	165.05
速动比率(%)	109.02	83.75	88.18
经营现金流动负债比(%)	-4.86	-15.62	-27.12
EBITDA 利息倍数(倍)	3.82	1.78	1.44
全部债务/EBITDA(倍)	3.45	8.22	11.81
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.04	-0.23	-0.27
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.47	-3.31	-4.54

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 现金类资产=货币资金+结算备付金+存出保证金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	含 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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。