



2010年双月刊
总第四十四期

资信评估

Credit Rating

4

上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

SHANGHAI
BRILLIANCE

资 信 评 估

Credit Rating

(内部刊物, 仅供参考)

主办: 上海新世纪资信评估
投资服务有限公司

地址: 上海市汉口路 398 号
华盛大厦 14F

邮编: 200001

电话: 021-63501349

传真: 021-63500872

网址: <http://www.shxsj.com>

Email: mail@shxsj.com

本刊编辑部声明: 本刊所刊载
全部内容版权归新世纪所有,
非经同意不得作任何形式转载
或复制。文中所有观点仅代表
研究人员个人观点。

目 录

资信论坛

- 01 2010 年上半年短期融资券和企业债券市场分析
报告

行业动态

- 12 证券资信评级专业委员会成立 11 人入选首
届成员
13 沪评级机构: 进军海外取决于人民币国际化

公司新闻

- 14 公司总裁朱荣恩与标普总裁 Deven Sharma
会面
14 新世纪总裁朱荣恩等受邀聘为中国证券业协会证
券资信评级专业委员会委员
14 新世纪应邀参加交易商协会第一期中小企业集
合票据培训
15 新世纪参加亚洲资信评估协会会议

分析报告

- 16 2010 年 7 月 -8 月发行债券评级汇编
17 2010 年 7 月 -8 月信用评级报告概要
29 2010 年 7 月 -8 月跟踪评级汇编

2010年上半年短期融资券和企业债券市场分析报告

信息研究部

一、宏观环境

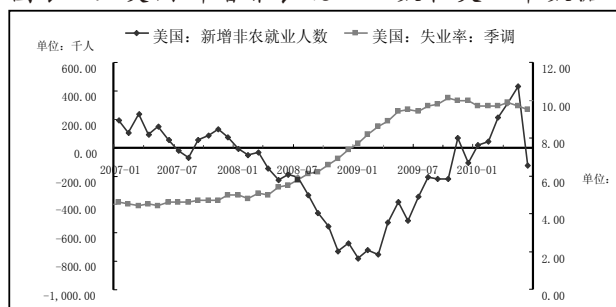
1. 世界经济复苏进程延缓，影响中国出口及宏观政策调整

欧洲爆发主权债务危机，经济陷入低迷。2008年金融危机后，各国、各地区政府纷纷加入救市，使得国家债务迅速上升，欧元区内原本就债务负担较重的国家首当其冲。2009年四季度，希腊爆出巨量政府债务或将无力清偿（2009年希腊公共部门财政债务和财政赤字占GDP比重分别为115.1%和-13.6%，远超欧盟60%和3%的上限），此后包括西班牙、葡萄牙、爱尔兰、比利时、意大利等欧洲国家均一定程度陷入了主权债务危机的漩涡。主权债务危机在欧洲的蔓延，显示了欧元区作为一个经济共同体的内在制度缺陷，即单一央行、单一货币、统一货币政策下，财政政策和经济发展状况的不一致。基于危机的蔓延和破坏力，德国等欧盟主导国一反最初的态度，积极推动债务问题的解决。欧盟适时出台了7500亿欧元的救助方案，希腊、爱尔兰、西班牙、英国等国家均出台了相关的紧缩计划，在一定程度上使债务危机有所缓和。但欧洲国家基本经济面存在的问题，紧缩性政策的广泛实施，单一货币、统一货币政策以及受惠国“道德风险”和“搭便车”对救助效果的削弱，都将影响欧洲经济的复苏。预计欧洲经济在较长一段时间内仍将处于低迷状态，制约其进口及消费的复苏，并将会对全球经济复苏产生拖累作用。

美国经济呈现复苏态势，但总体复苏力度偏弱。2009年美国GDP（2005价）同比下降2.4%，但从季度看，GDP增长（环比折年率，2005价）分别为-6.4%、-0.7%、2.2%和5.6%，

趋好态势明显。2010年一季度GDP增长（环比折年率，2005价）为2.7%，继续保持增长。除GDP数据外，美国房屋销售数据、个人消费数据和就业数据总体上也表现出向好的趋势。但从GDP、住房市场、就业等相关表现看，数据缺乏稳定性，显示经济复苏势头不够稳固。以就业为例，虽然新增非农就业人数比较强劲，2010年5月份新增非农就业人数达到了43.3万人，超过了本轮危机前的数字，但市场反应整体悲观，原因在于非农就业大幅增长主要源于人口普查带来的41.1万人的临时就业，而传统行业如建筑、零售等就业人数依然呈现下滑趋势。2010年6月份数据验证了市场的担忧，新增就业人数为-12.5万人。且从失业率看仍处于高位运行，2009年三季度以来失业率为9.5%—10.1%。

图表1：美国新增非农就业人数和失业率数据



数据来源：wind 数据库

有别于上述主要经济体，新兴市场国家在本次经济危机后的复苏表现相对较为突出，在低利率环境中，其较为强劲的资本开支需求，不但带动了自身的发展，也为深陷泥潭的发达国家带来了溢出效应。受益于亚洲市场需求的拉动，日本在出口推动下保持复苏态势。但就全球经济来看，复苏态势仍趋延缓。

欧洲债务问题及为此提出的紧缩计划，加上美国经济复苏力度的不足，将延长全球经济复苏的时间和进程，这会对中国经济、政策抉择等产生影响。具体而言：第一，影响中国经济的复苏力度，主要表现在出口方面。虽然当前中国出口显示出比较强的复苏态势，但在两大出口目的地消费力度不足的情况下，出口增长不具有持续性和稳定性。第二，对政策面的影响。欧洲债务问题的爆发影响国内风险意愿倾向，同时受经济结构调整、政府投资收缩、民生问题强化以及外部经济复苏趋缓等的影响，国内经济增速可能放缓。中国政策制定者在进行政策调整时，会考虑上述因素，政策的抉择将更为谨慎，这包括刺激经济政策的退出、加息政策的出台等。第三，欧洲债务危机令各国政府高度关注债务问题，对中国而言地方政府债务问题已引起市场和监管层的警觉。如银监会等部门清查地方融资平台债务问题，2010年6月10日国务院发文要求加强地方政府融资平台公司的管理，7月初发改委暂停了对地方融资平台的发债申请。



2. 中国经济持续回暖，但增幅趋于放缓，经济转型压力增大

2010年以来，中国经济继续延续了2009年下半年以来的复苏势头。2010年一季度GDP同比增长11.90%，较上年同期增加5.7个百分点；进出口总额同比增长44.08%，较上年同期24.95%的降幅有明显改善；2010年1-5月工业企业实现利润1.54万亿元，同比增长81.64%，

而上年同期则是下降22.85%。

从经济增长的三大引擎看，投资驱动效应明显减弱；出口拉动力增强，但可持续性较弱；消费增长势头稳定，依赖耐用消费品的拉动。再加上中国经济结构调整、节能环保等方面面临压力，预计未来经济增长将呈稳步态势。

2009年四万亿投资刺激中国经济快速反弹，社会固定资产投资占GDP比重一度高达85%。2010年基于政府主动调整、市场惯性回落以及房地产市场调控，投资规模较2009年度明显下降。2010年1-5月城镇固定资产投资6.74万亿元，同比增长25.90%，增速较上年同期回落7个百分点，且增幅呈现逐月回落态势。投资规模回落至常态，对经济的驱动效应弱化。出口方面，从数据上看已恢复至危机前的水平。

2010年1-5月累计出口5677.41亿美元，同比增长33.21%；其中5月份出口1122.28亿美元，同比增长48.55%，增幅创年内新高。中国对美国、欧洲、东盟的出口绝对值达到了2008年6月的水平，尤其是5月对美国出口额接近了2008年9月的峰值水平。但我们也注意到，随着欧洲债务危机的影响逐步显现、国际贸易中的保护主义抬头、国内经济的增长可能放缓，再加上2009年翘尾因素效应减弱，预计下半年出口增幅会有所回落，出口高增长的趋势不具备可持续性。考虑到我国出口产品中低附加值产品、资源类产品占比较大的特点，未来出口产品结构的调整势在必行，也会对出口总额产生影响。

消费方面，2010年1-5月社会消费品零售总额累计6.03万亿元，同比增长18.18%，比上年同期提高3.18个百分点。剔除春节的扰动因素，1-5月份社会零售消费一直维持稳步增长的趋势。从消费结构看，拉动消费增长的主要是汽车以及住房带动下的耐用消费品。目前耐用消费品增速高于非耐用品增速，1-5月汽车消费在限额以上批发零售业零售额的占比持续上升，成为拉动整体消费增长的主要动力，且这

种格局短期内难以改变。

全球经济危机再次给中国以深刻启示，必须改变依靠投资和出口拉动的粗放式经济增长模式，调整经济结构，实现传统产业升级，激发新兴产业发展潜力。同时我们在经济转型中面临资源、环境压力，民生事业滞后，区域和城乡发展不平衡，解决这些问题有助于经济长期的可持续发展，但在短期内可能会使经济增速放缓。



3. 预期通胀压力显现，货币政策显现从紧态势，但未来政策适当宽松

2010年以来，随着中国经济的复苏，当前面临一定的预期通胀压力。剔除2月份春节因素的影响，消费价格指数（CPI）呈现逐月上升的态势，5月份更是达到了3.1%，超过了3%的警戒线。特别是同比来看，食品价格同比上升6.1%，涨幅创2008年11月以来的新高（剔除春节价格的影响）。从工业品出厂价格指数（PPI）走势看，也是逐月上涨，从1月份的4.32%上涨到5月份的7.13%。但从CPI和PPI上涨具体动因看，受翘尾因素和滞后因素影响较大。从环比因素看，食品价格近3个月来维持下滑趋势，农产品批发价格加速下滑；随着国际大宗商品价格的下滑，国内原材料价格也将逐步向国际市场靠拢。

2010年以来，管理层保持“适度宽松”的

货币政策，但从实际操作看更像适度从紧。具体措施包括：（1）3次上调存款准备金率。央行分别于1月18日、2月25日和5月10日三次上调存款准备金率合计1.5个百分点。5月10日上调后大型金融机构存款准备金率达到了17%，距历史最高值17.5%仅一步之遥。（2）通过公开市场操作回收流动性。央行在公开市场操作方面以回收流动性为主，央行1月4日至5月30日累计回笼货币3580亿元，21周中14周实现净回笼，且净投放主要集中在春节前后几周。从发行利率看，3月期和1年期央票利率呈现稳步走高的态势，分别由年初的1.37%、1.76%上升至1.57%、2.09%。此外央行还于4月8日重启已暂停22个月的三年期央票以回收流动性。（3）信贷投放正常化。2010年计划新增信贷投放7.5万亿元，较2009年9.6万亿元下降22%。（4）调整信贷投放节奏和投向。将原“4:3:2:1”的投放节奏均衡为“3:3:2:2”，以避免年初信贷大量投放导致通胀压力。2010年1-5月新增贷款4.01万亿，其中一季度为2.6万亿，基本达到了控制投放节奏的效果。在信贷投向方面，对房地产开发、按揭、地方融资平台贷款等加以控制，以配合宏观调控，控制信贷风险。

尽管上半年资金回笼力度较大，但在货币政策实施上仍较谨慎。5月中下旬依赖资金价格明显上涨，公开市场操作也从净回笼转为净投放以缓解市场流动性。以Shibor数据为例，根据WIND数据，各期限Shibor进入6月份以来均创出半年新高，其中Shibor1个月品种于6月25日达到了4.0525%，而年初该值仅为1.7728%。出于缓解市场流动性，支持农行IPO申购资金需要等目的，六月份以来的连续六周央行在公开市场均为货币净投放，累计投放达7430亿元。随着市场预期中国经济放缓，欧洲危机滞后影响的显现以及市场流动性的趋紧，管理层有意识地释放流动性，同时对于加息政策的使用也更为谨慎，下半年加息可能性下降，即使面对预期通胀压力存在加息可能，但加息力度和频率可能较小。

二、2010 年上半年短期融资券发行情况分析

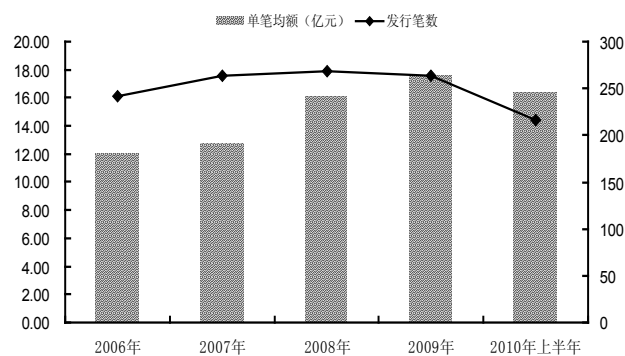
1. 发行规模

自短期融资券推出以来至 2010 年 6 月末，短期融资券共发行 1337 期（含证券公司短期融资券），累计融资额达 20208.50 亿元，是近年来企业直接债务融资的最主要品种。

2010 年上半年短期融资券发行规模较 2009 年上半年大幅增加，共发行 216 期合计 3536.35 亿元，发行期数同比增加 91.15%，发行额度同比大幅增加 142.60%。截至 2010 年 6 月末，短期融资券市场存量总额为 6153.90 亿元，较 2009 年末增加了 1592.85 亿元。

2010 年上半年短期融资券单笔平均发行额度为 16.37 亿元，较 2009 年上半年的 13.26 亿元有所上升，其中发行额度在 30 亿元以上的短期融资券有 29 期，占比为 13.43%，而去年同期为 7.96%。

图表 2：2006~2010 年上半年短期融资券发行情况比较

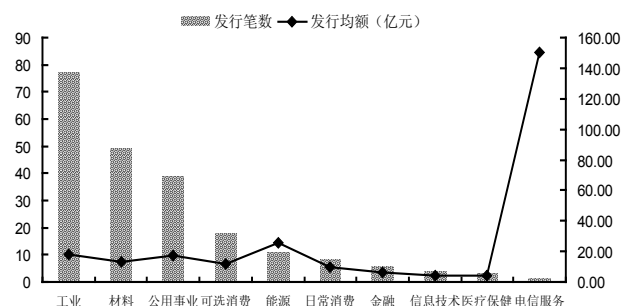


数据来源：wind 数据库，中国债券信息网

2. 发行人行业分布

以全球行业分类标准（GICS）一级行业作为分类依据，2010 年上半年短期融资券的发行人主要涉及 10 大行业，尤其集中于工业领域，其发行笔数和发行额度占比分别达到 35.65% 和 39.77%。而以 GICS 四级行业作为分类依据，短期融资券发行人则主要集中于电力、公路与铁路、建筑与工程、煤炭与消费用燃料、钢铁、海港与服务等领域。

图表 3：2010 年上半年短期融资券行业分布



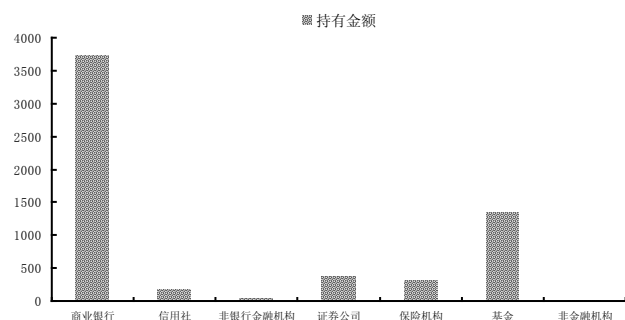
数据来源：wind 数据库，中国债券信息网

3. 持有者结构

截至 2010 年 6 月末，商业银行依然是短期融资券最大的持有者，其持有规模为 3727.77 亿元，占比达到 60.58%。基金公司次之，持有规模为 1338.12 亿元，占比 21.74%。信用社、保险机构、证券公司和其他持有人的持有规模相对较小。与 2009 年 6 月末相比，商业银行的持有比例有所上升，而基金公司的持有比例则基本保持不变。



图表 4：2010 年上半年短期融资券持有者结构

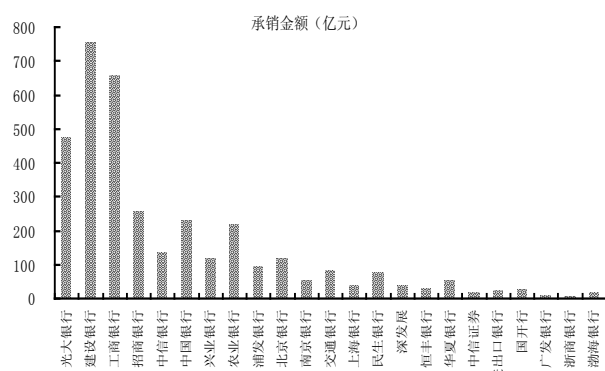


数据来源：wind 数据库，中国债券信息网

4. 主承销商分布

2010 年上半年共有 22 家商业银行和 1 家证券公司参加了短期融资券的主承销或联席主承销。从承销金额来看，由于建设银行与工商银行联席主承销了 3 期共 600 亿元铁道部短期融资券而使两者的总承销金额达到 752.50 亿元和 659.50 亿元，合计占到短期融资券发行总额的 39.93%，遥遥领先于其他承销商。

图表 5：2010 年上半年短期融资券主承销商分布

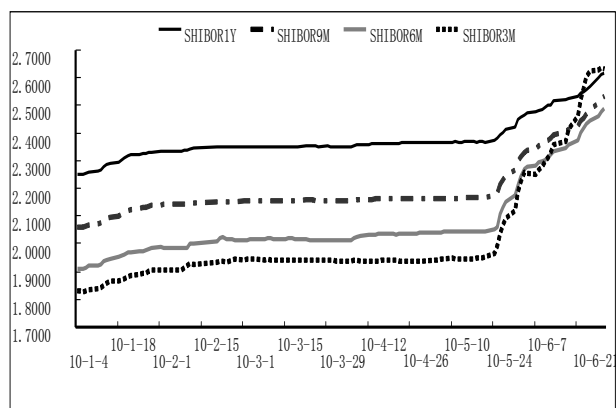


数据来源：wind 数据库，中国债券信息网

5. 发行利率

2010 年上半年作为短期融资券利率参考基准的 Shibor 利率整体呈上升趋势，尤其进入 5 月下旬以来，随着市场对加息预期的增强，各期限品种 Shibor 利率快速上涨。

图表 6：2010 年上半年主要期限 SHIBOR 利率走势

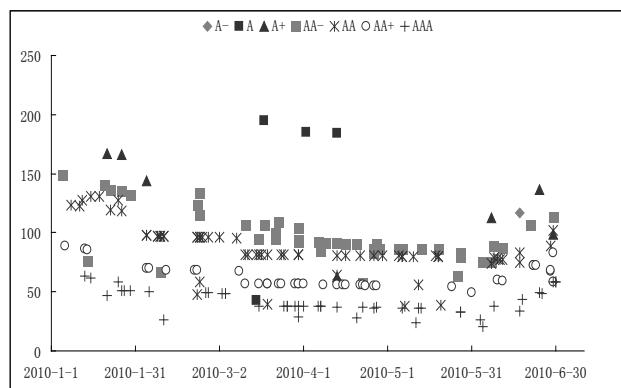


数据来源：wind 数据库，中国债券信息网

在短券的定价机制方面，2009 年下半年起，交易商协会通过对非金融企业债务融资工具（主要是短期融资券和中期票据）的定价进行利率下限指导，先后进行至少 4 次发行利率指导。而在 2010 年 6 月 4 日，交易商协会通过了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具定价估值工作指引》，债券一级市场利率定价估值全面推行，加之银行间债券市场资金面趋紧，短期融资券发行利率和利差空间大幅提高。



图表 7：2010 年上半年一年期短期融资券发行利差情况

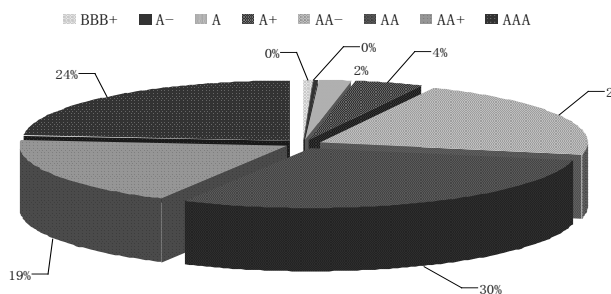


数据来源：wind 数据库，中国债券信息网

6. 信用等级

2010 年上半年发行的短期融资券的主体信用等级共有 8 个级别，涵盖了从 BBB+ 至 AAA 的所有信用等级。同 2009 年上半年相比，低信用等级债券的占比有所增加，尤其是 BBB+、A-、A、A+ 这四个主体级别的发行数量虽仍然很少，但已经较去年上半年有所增加。

图表 8：2010 年上半年短期融资券主体信用等级分布情况



数据来源：wind 数据库，中国债券信息网

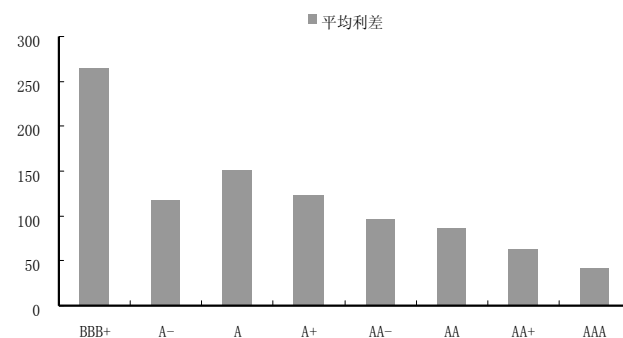
图表 10：2010 年上半年各家评级公司主要等级利差均值和标准差

	新世纪		大公		联合		中诚信	
	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差	均值	标准差
AA-	91.47	9.84	93.4	22.7	100.45	20.94	97.29	23.19
AA	77.32	21.17	83.12	23.95	87.69	18.72	90.45	20.29
AA+	63.89	13.37	58.58	6.96	64.9	11.38	63.8	6.54
AAA	47.94	13.36	37.83	14.23	43.3	9.96	41.49	8.23

数据来源：wind 数据库，中国债券信息网

从信用等级与利差的对应情况来看，各级别的平均利差呈现比较强的层次性和区分度，除了 A- 级的 10 联宜 CP01 是由集团担保而使利差达到 AA 级左右以外，其余短期融资券在相同或相近的时间段内均明显地呈现级别越高、利差越低的特征。

图表 9：2010 年上半年短期融资券各主体信用等级对应的平均利差



数据来源：wind 数据库，中国债券信息网

而从各家评级公司评定的主要信用等级对应的发行利差和标准差情况看，上半年发行的短期融资券中，在 AA- 级和 AA 级，新世纪资信的均值最小，投资者认可程度较高。其他 AA+、AAA 等主体信用等级上，各评级机构在一级市场上利差均值和标准差差异性较小。总体而言，2010 年上半年各级别发行利率仍主要受交易商协会短券发行定价机制影响，相同主体信用等级发行利差接近，整体利差均值、标准差结果可参照性一般。

二、2010年上半年企业债券发行情况分析

2010年上半年信用债市场总体发展平稳，发行规模较上年的爆发式增长有所回落，但不同期限产品存在差异。上半年企业债发行72只，金额合计1405.50亿元，占上年全年发行金额的33.05%；短期融资券发行216只，金额合计3536.35亿元，占上年全年发行金额的76.68%；中期票据发行116只，金额合计2890亿元，占上年全年发行金额的41.98%。

从债券市场收益率来看，上半年债券市场收益率出现分化，短期品种收益率先降后升，中长期品种收益率则持续走低。短期品种受资金面影响大，二季度资金面的趋紧带动了短期品种收益率的上行；中长期品种受基本面因素影响较大，市场对经济放缓的担忧，传导到债券市场使中长期资金成本走低。

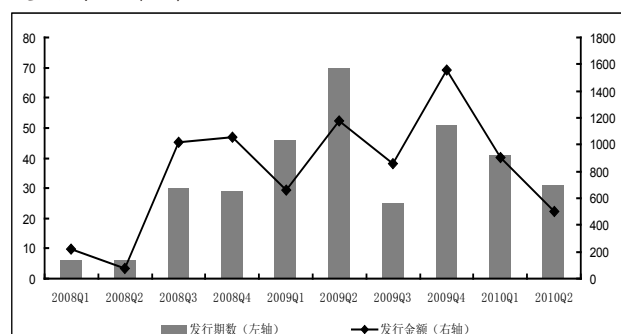
图表 11：2007-2010 年上半年企业债券市场发行基本情况

	2007 年	2008 年	2009 年	2009 年上半年	2010 年上半年
发行期数	89	71	190	114	72
发行金额（亿元）	1719.86	2366.90	4252.33	1836.83	1405.50
单笔发行规模（亿元）	19.32	33.34	22.38	16.11	19.52

数据来源：中国债券信息网，新世纪整理

从近三年的发行情况看，就季节而言并没有明显的集中发行规律，见图表 12。

图表 12：2008 年 -2010 年上半年企业债券各季度发行基本情况



数据来源：中国债券信息网，新世纪整理

2008年一、二季度发行期数和规模都处于低位，2009年三季度则是发行低位，四季度虽然发行期数低于二季度，但由于国家电网公

1. 企业债市场发行规模回落，单笔发行金额重心下移

2009年度，为应对国际金融危机中国政府实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，出台了4万亿刺激计划。2009年国内大规模基础设施建设的资金需求促使企业债券市场一片火热，债券发行期数和规模均创历史新高。2010年以来监管层对前期债券市场井喷式的增长进行收缩，企业债券发行开始向常态回落，上半年共有63家企业（含1只中小企业集合债，视为一个发行主体）发行了72笔债券，发行金额达到了1405.50亿元，单笔发行规模为19.52亿元，发行期数、发行金额分别较上年同期下降明显。

司和南方电网公司合计400亿元企业债券在本季度集中发行，导致发行金额处于近三年内的季度最高值。2010年一季度一定程度上延续了2009年的发行节奏，但进入二季度以来发行金额和发行期数均呈明显的下降趋势，单笔发行规模也从一季度的22.13亿元下降至16.08亿元，单笔发行金额重心下移。

2. 发行期限相对长期化，回售等含权条款被广泛运用

从企业债券的期限结构看，2010年上半年债券的期限结构与2009年保持稳定，7年期和10年期无论在发行期数还是发行金额上，都占据主导地位。2010年上半年7年期和10年期发行期数占比合计为77.78%（其中5+2年、5+5年和7+3年含权债券发行24期，占比33.33%），发行金额占比合计为78.52%。有别

于公司债中 5 年期品种最受青睐，中期票据中 5 年期和 3 年期占绝大部分，企业债券发行期限呈现长期趋势，债券发行主体更青睐通过企业债来进行长期融资。同时从图表 13 可以看出，10 年期以上的债券发行金额占比明显高于发行

期数占比，表明期限偏长的债券单笔发行规模相对较大。国家电网（上半年发行 400 亿元）、南方电网（上半年发行 100 亿元）等大型企业倾向于长期融资，以匹配其资产期限结构，同时利用当前较低的发行利率以锁定融资成本。

图表 13：2010 年上半年企业债券期限结构

	3 年	5 年	6 年	7 年	8 年	10 年	15 年
发行期数	1	1	9	34	3	22	2
发行期数占比 (%)	1.39	1.39	12.50	47.22	4.17	30.56	2.78
发行金额 (亿元)	2	15	100	445.50	35	658	150
发行金额占比 (%)	0.14	1.07	7.11	31.70	2.49	46.82	10.67

数据来源：Wind 资讯，新世纪整理

2010 年上半年发行的 72 只企业债券中，含有回售、调整票面利率、提前偿还等特殊条款的有 62 只，占比达 86.11%。其中附回售加调整票面利率的有 42 只，占比达 58.33%；提前偿还的有 16 只，占比达 22.22%。表明特殊条款设计能降低债券投资者的风险，其债券的销售相对更为容易，因而受到了市场的欢迎。就具体条款看，回售加调整票面利率条款中，回售选择权给与了投资者选择的自由，存在增加债券投资者投资收益的潜在可能，因而更受市场青睐；提前偿付虽能降低投资者风险，但投资者缺乏自主选择权，影响投资收益，并潜藏再投资风险。

3. 信用等级分布总体呈上移态势，债券级别高度集中于 AA 及以上等级

从信用等级分布看，2010 年上半年发行的 72 期企业债券中，发行主体信用等级除 3 只是 A+ 级外，其余均为 AA- 及以上级别，其中 AA 级占比最高，达到 36.62%；发行债券信用等级除 2 只是 AA 以下外，其余均为 AA 及以上级别，其中占比最高的是 AA+，为 48.61%，AA 及以上等级占比合计达到 97.22%。通过主体信用等级分布与债券信用等级分布比较可以看出，信用等级更集中于高等级，债券发行人通过担保、资产抵押和质押等方式使其债券级别获得了提升。2010 年上半年债券信用等级高于主体信用等级的比例为 66.20%，其余均为债券级别和主体级别一致，没有债券级别低于主体级别的现象。

图表 14：2010 年上半年信用等级分布情况

		A+	AA-	AA	AA+	AAA
发行主体	期数	3	15	26	13	14
	占比 (%)	4.23	21.13	36.62	18.31	19.72
发行债券	期数	1	1	12	35	23
	占比 (%)	1.39	1.39	16.67	48.61	31.94

数据来源：Wind 资讯，新世纪整理

注：2010 年上半年发行了一只集合债券“武中小债”，未计入主体信用等级的统计中

将 2010 年上半年信用等级分布与 2009 年进行比较，发现信用等级分布总体上有上移态势，且债券信用等级高度集中于 AA 及以上级别。主体最低信用等级从 2009 年的 A 级提高至 2010 年上半年的 A+ 级，同时 AA- 级以下占

比从 2009 年的 7.41% 下降为 4.23%。主体级别向 AA 级集中，占比从上年度的 29.10% 提高至 36.62%。从债券信用等级看，AA 及以上级别合计占比进一步提高，从 2009 年的 96.31% 上升至 97.22%。

图表 15：2009 年信用等级分布情况

		A	A+	AA-	AA	AA+	AAA
发行主体	期数	1	13	39	55	30	51
	占比 (%)	0.53	6.88	20.63	29.10	15.87	26.98
发行债券	期数	—	2	5	41	72	70
	占比 (%)	—	1.05	2.63	21.58	37.89	36.84

数据来源：Wind 资讯，新世纪整理。

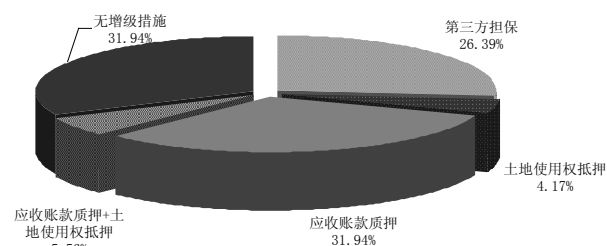
注：2009 年发行了一只集合债券“大连中小债”，未计入主体信用等级的统计中

随着企业债券发行监管体制市场化程度的加强，市场预期债券发行主体以及债券信用等级趋于多样化，但从当前情况看这种情况并没有出现。引起这种现象的主要原因是：相关政策在投资门槛中对级别的高要求；部分发行主体在 2009 年经济复苏中经营、财务状况呈现趋好态势，信用品质得到进一步改善。在相关政策没有实质性改革、债券市场发展缓慢的背景下，信用等级难以出现多元化分布结构。

4. 增信方式多样化，政策调控给应收账款质押增级带来风险

近三年，企业债券增信方式趋于多样化，主要运用的增信方式有第三方担保、应收账款质押、土地使用权抵押、偿债基金等，很多债券发行人还组合运用相关增信措施，致力于提高信用等级，降低融资成本。2010 年上半年发行的 72 期企业债券中，有增级措施的达 49 期，其中应收账款质押和第三方担保分别为 23 期和 19 期，占比分别达到了 31.94% 和 26.39%。表明市场对应收账款质押和第三方担保的增级方式较为认可。

图表 16：2010 年上半年不同增信方式发行期数占比



数据来源：Wind 资讯，新世纪整理

应收账款质押成为 2010 年上半年最主要的增级方式，与发行企业中地方政府融资平台公司占比较高密切相关。采用该方式的 27 期（含 4 期组合增级债券）债券中全部为地方政府融资平台公司。随着地方债务问题逐步受到市场各方的高度关注，中央层面为此专门出台相关措施。6 月 10 日国务院下发《国务院关于加强地方融资平台公司管理有关问题的通知》（国发[2010]19 号），明确提出要“坚决制止地方政府违规担保承诺行为”，“除法律和国务院另有规定外，地方各级政府及其所属部门、机构和主要依靠财政拨款的经费补助事业单位，均不得以财政性收入、行政事业等单位的国有资产，或其他任何直接、间接形式为融资平台公司融资行为提供担保”。但对于地方政府提供担保的细节问题和具体操作层面的问题，该通知并没有明确。可以预期的是，原主要应用于城投类企业融资的增级方式——应收账款质押，未来的使用力度会大幅度下降，市场对第三方担保的依赖程度会有所上升。

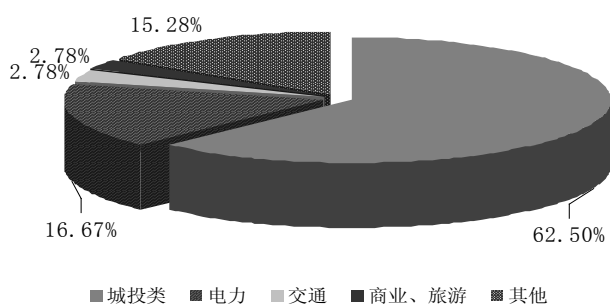
5. 城投类债券占比依然较高，但未来受调控影响趋于下降

2010 年上半年企业债券发行主体合计为 63 家，发行债券合计为 72 期，发行金额合计为 1405.50 亿元。其中中央企业发行 12 期共计 609 亿元，地方企业发行 59 期共计 794.50 亿元，集合债券发行 1 期 2 亿元。可以看出，中央企业发行数量少，但单笔发行金额大，其总规模仍然和地方企业债券相当。

受益于上一年度积极财政政策和各地区大量基建工程的拉动，地方企业融资需求旺盛，地方债券尤其是城投类债券仍占据了企业债券

发行的最大比重。上半年共有 43 家城投类公司发行 45 期企业债券，金额合计为 592 亿元，发行主体家数、发行期数和发行金额的占比分别为 69.35%、62.50% 和 42.12%。从 43 家城投类公司所属地方政府的行政级别看，地级市 25 家，占比为 58.14%；省会级城市 10 家，占比为 23.26%；直辖市 5 家，占比为 11.63%；其余 3 家为县级市，占比为 6.97%。

图表 17：2010 年上半年发行期数按行业统计



数据来源：中国债券信息网，新世纪整理

注：1、行业统计中未包括 1 只集合债券。

2、对城投企业准确定义存在困难，统计中我们将核心业务为城市基础设施建设、土地开发、园区开发等业务的融资平台视为城投企业。

进入 2010 年以来，地方债务问题日渐受到市场各方的高度关注，各相关监管部门均加大了对城投类企业债务风险的控制。2010 年 6 月 10 日国务院下发《国务院关于加强地方融资平台公司管理有关问题的通知》，从清理核实地方债务、对地方融资平台进行规范、加强融资平台贷款管理、制止地方政府违规担保承诺、加强组织领导确保落实等五个方面进行明确。该政策的出台有助于规范政府融资平台公司的运作，防范地方政府的债务风险。7 月 5 日国家发改委暂停了对地方融资平台的发债申请，且那些已获批复但“未在 6 月 10 日前公告发行的”城投债，被要求重新审核。从城投债发行节奏看，45 期城投类企业债券中 27 只发行于一季度，18 只发行于二季度。尤其是六月份以来仅有 3 只城投债发行，且 6 月 10 号以来就没有新城投

债发行。这表明未来随着政策面的变化，城投企业发债会有所抑制。

6. 债券发行利率下行，市场定价同时参考债券等级和主体等级

从企业债发行利率来看，受中长期债券品种收益率持续走低的影响，上半年发行的 72 期企业债券利率水平总体上呈现下行态势。我们以占比最大的 7 年期和 10 年期债券为例，不考虑资金面、特定时点、股市债市跷跷板效应、债券特殊条款设计和信用增级方式以及部分季度发行量少导致平均发行利率波动偏大等方面因素的影响，各个信用等级的一级市场发行利率总体上呈现下行态势（如图表 19 所示）。由于目前发行成本相对较低，且潜在加息可能性仍然存在，发行人倾向于选择长期的债券来锁定融资成本，这同时也导致了债券发行期限趋于长期化。

从相同级别不同期限对比来看，2010 年上半年总体上可以看出 10 年期平均发行利率高于 7 年期平均发行利率。但无论就债券信用等级还是主体信用等级而言，均有部分数据显示在相同信用等级情况下 10 年期平均发行利率反而低于 7 年期平均发行利率。这主要是受一些扰动因素影响所致（如统计样本总体偏少，市场对不同担保方式、信用等级等认可程度不一样，而统计样本刚好具有一定的特殊性等）。

从不同信用等级来看，相同期限下，级别越低，平均发行利率越高，无论债券信用等级还是主体信用等级，AAA 的融资成本优势均明显大于 AA+ 和 AA 级的债券。这一定程度上也验证了信用评级的正确性，即信用级别与发行利率呈反向关系，级别越高，融资成本越低。

此外，从同期限下债券信用等级与主体信用等级的发行利率对比可以看出，对于同一债券信用等级，在主体信用等级较高时，发行利率更低，更能获得市场青睐，这主要因为市场在债券发行定价时，不仅参考债券信用等级，而且还参考主体信用等级。

图表 18：2009-2010 年上半年企业债券一级市场平均发行利率情况（%）

		债券信用等级			主体信用等级		
		AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
7 年期	09Q1	5.19	5.53	6.92	4.78	5.34	5.76
	09Q2	4.74	5.52	6.15	4.42	4.96	5.41
	09Q3	5.44	6.45	6.39	5.00	5.45	6.24
	09Q4	5.63	6.95	7.73	4.68	5.40	7.01
	10Q1	4.49	6.37	7.03	4.45	5.27	6.25
	10Q2	4.65	5.78	6.25	—	5.19	5.82

		债券信用等级			主体信用等级		
		AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
10 年期	09Q1	4.49	4.99	6.88	3.88	4.99	5.88
	09Q2	4.76	4.99	5.95	4.57	4.96	5.40
	09Q3	4.81	5.20	6.70	4.81	5.20	5.80
	09Q4	4.91	6.49	7.60	4.91	5.10	6.98
	10Q1	4.67	6.20	7.10	4.63	5.00	6.23
	10Q2	4.77	5.70	6.08	4.48	5.38	5.65

数据来源：中国债券信息网，新世纪整理

三、后市展望

1. 未来经济仍将保持稳定增长

受外围经济错综复杂、整体需求难见复苏的影响，加上在经历多年的高速发展后，国内经济面临结构调整、产业升级、民生发展滞后、收入改革困难、城乡地区差异扩大等方面的压力；从短期看，当前房地产调控初对房地产行业直接影响外，还会间接对水泥、钢铁、家电等行业产生影响；人民币升值和外需减缓影响中国的出口；在上一年度的爆发式增长后，投资对经济的拉动作用趋弱。尽管如此，当前经济增长的动力并没有缺失，且经济增长的三驾马车对经济的驱动作用更趋于平衡；国家产业改革和结构调整，有助于经济的长远发展；当前国家宏观调控留有余地，国家对宏观经济保持较强的调控能力。预计 2010 年下半年中国经济仍将保持稳定增长态势。

2. 债券市场不断创新，广度和深度持续拓展

根据中国银行间交易商协会统计，截至 2010 年 6 月末，国内债券市场存量已达 19.7 万亿元，市场整体交易量为 38.8 万亿元。

2010 年 8 月，中国银行间债券市场向各相关金融机构下发了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具私募发行规则》的规范性文件。继 2005 年短期融资券和 2008 年中期票据推出之后，中国债券市场制度建设方面又将迈出一大步，即改变目前债券市场单一依靠公募市场的局面，在发行方式上引入私募发行，进而形成公募与私募市场“两轮齐转”的局面。

中国人民银行 2010 年 8 月 18 日起允许境外央行或货币当局、港澳地区人民币清算行、境外跨境贸易人民币结算参加行等三类机构，以人民币投资境内银行间债券市场，债券市场投资主体进一步扩大，债券市场向广度和深度不断拓展。

3. 下半年企业债发行规模将有所扩大，中小企业集合债券有望成为新增长点

在 2010 年下半年经济增速可能适当放缓的情况下，财政刺激政策有望加强。上半年企业债仅发行 1405.50 亿元，若按照国家发改委“今年企业债的发行规模不低于去年”的标准，则下半年约需发行 2800 亿元的企业债，发行节奏预计加快。

出于防范金融风险的考量，2010 年 6 月 10 日，国务院下发了《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》，发改委于 6 月份暂时停批了城投债的发行。随着相关政策的陆续出台，城投债的发行预计将重新启动，增信方式应监管要求会做出适当的调整，应收账款质押等方式可能被取消，但发行规模不会下降。

国家高度重视中小企业融资问题，大力倡导改善中小企业融资环境，并对中小企业融资提供切实的支持。就债券市场而言，专门针对中小企业的融资手段有中小企业短期融资券、中小企业集合票据等。受益于政策面的支持，中小企业集合债券等针对中小企业的创新型债券产品，有望成为债券市场新的增长点。

证券资信评级专业委员会成立 11 人入选首届成员

中国证券业协会证券资信评级专业委员会于 2010 年 7 月 19 日在北京召开成立大会暨一届一次会议。中国证券业协会会长黄湘平向证券资信评级专业委员会第一届 11 位委员颁发了聘书。中国证监会机构监管部的有关负责人出席了成立大会。协会副会长兼秘书长陈自强主持了会议。

委员会一届一次会议审议了《证券资信评级专业委员会工作规则（草案）》，并讨论了今年的工作计划和工作安排。

据了解，自中国证监会于 2007 年 8 月发布《证券市场资信评级业务管理暂行办法》以来，先后核准了中诚信证券评估有限公司、上海新世纪资信评估投资服务有限公司、鹏元资信评估有限公司、大公国际资信评估有限公司、联合信用评级有限公司等五家证券资信评级机构从事证券市场资信评级业务。该五家评级机构都已加入协会，成为协会会员。两年多来，中国证监会每年都开展现场检查，建立了监管和诚信档案，逐家落实业务制度和监管要求。中国证券业协会发挥自律管理的职能，实现了证券资信评级机构基本信息和基本业务制度的公示，提高了透明度。各个评级机构加强了自我约束，并且于 2009 年 9 月共同签署了《自律公约》，向社会公开宣示，接受社会的监督。

11 人当选第一届证券资信评级专业委员会成员

这 11 位委员分别是大公国际资信评估有限公司董事长关建中，大公国际资信评估有限公司副总裁艾仁智，上海新世纪资信评估投资服务有限公司总裁朱荣恩，上海新世纪资信评估投资服务有限公司评级总监张明海，中诚信证券评估有限公司总经理周浩，中诚信证券评估有限公司副总经理、信评委主席陈斌，鹏元资信评估有限公司总裁贲悦，鹏元资信评估有限公司副总裁、评级总监周沅帆，联合信用评级有限公司总经理、信评委主任张志军，联合信

用评级有限公司副总经理、评级总监万华伟，中国证券业协会证券研究与咨询公司会员部主任潘志坚。

证监会：三方共同努力推动证券评级行业健康发展

证监会机构部有关负责人表示，近几年一直探索在证券评级行业形成“行政监管、行业自律和公司自我约束相结合”的监管机制。证券资信评级专业委员会的成立，是行业自律的新举措，是形成这种监管机制的重要环节。评级机构作为资本市场中介机构，加强自我约束非常重要，要逐渐探索形成“制度完备、流程控制、风险管理、过程留痕、竞争有序”的自我约束机制。该负责人提出，评级机构自身要增强实力，自律组织要强化行业自律，监管部门要加强监管和支持证券评级机构的发展，三方共同努力，推动证券评级行业健康发展。

黄湘平：促进评级行业的规范发展

中国证券业协会会长黄湘平表示，评级专业委员会是我国评级行业的第一个自律组织，是应行业的建议和呼声成立的，体现了证券评级机构要求合作发展、加强自律的意愿和共识。黄会长认为，委员会的成立为行业提供了研究和业务支持平台、业务规则和行业自律规范的制订平台、开展投资者教育的平台和对外交流的平台。黄湘平希望委员会成立后能切实开展工作，发挥应有作用，解决行业面临的共同问题，促进评级行业的规范发展。

他说，委员会要根据行业发展需要，在吸收借鉴国外评级行业发展的经验和教训的基础上，拟定我国评级行业的执业规范；密切关注我国证券市场发展中的热点难点问题并加以研究，持续跟踪国际评级行业新动态；积极发挥桥梁作用，维护行业利益；督促各机构合规经营，树立良好的市场形象。（中国证券报）

沪评级机构：进军海外取决于人民币国际化

金融海啸后，全球多国重新审视信贷评级的监管，国际三大信贷评级机构标准普尔、穆迪及惠誉势将受到史无前例的挑战，不少意见更认为现在正是中国信贷评级机构增加在国际舞台话语权的黄金机会；然而，对于内地信贷评级机构而言，人民币国际化才是让它们“走出去”的关键。

国际三大机构发展引证

以上海为基地、被视为内地四大信贷评级机构之一的上海新世纪资信评估投资服务有限公司总裁朱荣恩在沪接受本报专访时表示，“走出去”海外发展战略是伴随着人民币国际化而发展的，例如海外企业获准在境内发行人民币债券、内地企业获准在境外发行人民币债券。

“没有人民币国际化，境内评级机构难以成为像三大国际评级机构那样具有国际影响力的机构，从这三家机构的发展便可见一斑，以美元的国际储备和结算货币地位作为基础，它们才得以做强做大。”身兼上海财经大学信用研究中心主任的朱荣恩说。

今年五月，三菱东京日联银行在内地银行间债券市场发行十亿元人民币债券，创外资在内地市场发债的先河，而新世纪正是为这次发行提供评级的机构。

内地当局要求在境内发行的人民币债券必须取得信贷评级，但对于境外发行则没有规定。至今无论是财政部、内地金融机构或境外金融机构内地子公司在香港发行的人民币债券，都没有为债券发行申请评级服务。

再者，虽然香港的人民币融资成本较低，但倘若企业要把资金汇进内地，必须经过外管局的严格审批，加上香港人民币存款只有八百五十亿元，根本不足以支持大规模的发行活动。可见内地信贷评级机构的海外发展非常

受制于人民币国际化步伐。

朱荣恩认为，“走出去”也可以是替亚洲各国共同合作发展的担保基金提供信贷评级服务。

他所指的是亚洲开发银行“亚洲债券市场倡议”（ABMI）计划中的“信贷担保和投资安排”（CGIF）。东盟十国和中国、日本及韩国的财长今年五月决定成立规模达七亿美元的基金，通过提供担保、提高企业的信贷评级，鼓励本币债券的发行。

冀三年达国际水平

新世纪成立十八年，是全国两家拥有全牌照的信贷评级机构之一，即取得人民银行、国家发展和改革委员会、中国证监会和中国保监会等相关评级服务的资格。

朱荣恩希望于未来三年无论在理念、技术还是人才等方面，都能够达到国际水平，同时拥有中国特色的评级机构，并会重点打造其品牌。

他解释，由于内地经济仍在改革的阶段，在评级的理念方面仍要考虑国内的因素，例如中小企业集合债券和政府公共融资平台债券等，在国际上还没有，但在内地已经出现，因此，为这些国内独有的集资工具提供信贷评级时，必须考虑中国的特点。（香港信报）



新世纪总裁朱荣恩 与标普总裁 Deven Sharma 会面

2010年7月26日，新世纪总裁朱荣恩教授会见了标准普尔（Standard and Poor's）总裁 Deven Sharma。标准普尔亚太区总裁、执行董事总经理 Thomas G.Schiller 和标准普尔大中华区总裁、董事总经理周彬也出席了本次会见。



新世纪总裁朱荣恩等 受邀聘为中国证券业协会证券资信评级 专业委员会委员

2010年7月19日，中国证券业协会证券资信评级专业委员会在北京召开成立大会暨一届一次会议。中国证券业协会黄湘平会长向证券资信评级专业委员会第一届11位委员颁发了聘书。

新世纪总裁朱荣恩、评级总监张明海受邀聘为中国证券业协会证券资信评级专业委员会第一届委员。

2010年新世纪中期工作会议召开

2010年新世纪中期工作会议于2010年7月14日召开。

总裁朱荣恩、常务副总裁丁豪樑分别总结了公司2010年上半年度工作，并布置了2010年下半年度工作目标及近期具体工作。

新世纪应邀参加交易商协会 第一期中小企业集合票据培训

中国银行间市场交易商协会（简称“交易商协会”）于2010年6月24至25日在北京和园景逸大酒店举办了第一期中国银行间市场中小企业集合票据培训班。

新世纪技术副总监叶盛、副总裁胡小波应邀成为交易商协会第一期中小企业集合票据培训讲师。叶盛、胡小波分别做了题为《中小非金融企业集合票据业务培训》和《中小非金融企业集合票据项目实务操作建议》的讲座。

《医药经济报》转载新世纪发布的 《中国医药行业信用分析报告》

《医药经济报》于2010年7月23日起分期全文转载新世纪公共融资评级部总经理曹明所撰写的《中国医药行业信用分析报告》。

《医药经济报》是由国家食品药品监督管理局主管，SFDA南方医药经济研究所主办的医药行业内的权威媒体。

新世纪发布 《2010年7月中国制药行业特别评论》

新世纪于2010年8月6日发布《2010年7月中国制药行业特别评论》，这是继新世纪于6月2日发布2010年中国房地产、银行、港口、电力和医药行业信用分析报告后推出的又一行业信用分析报告种类。

新世纪将陆续在公司网站发布其他的行业特别评论，以更及时的表达公司对相关行业信用状况的分析观点，更好的为投资者服务。

新世纪参加亚洲资信评估协会会议

2010年6月29日，新世纪派代表参加了亚洲资信评估协会（ACRAA）在马尼拉举行的会议。

会议主题是“信用评级机构与监管机构”及“推进亚洲债券市场中的发展和整合”（Conference on Credit Rating Agencies and Regulators, Advancing the Development and Intergration of Asian Bond Markets）。



新世纪应邀参加 民生银行融资发债培训

2010年7月15日，新世纪技术副总监叶盛应邀参加为民生银行融资发债培训会培训。

叶盛做了题为《信用评级中的尽职调查》的专题讲座，得到了与会者的高度肯定。

新世纪参与编写的 《中国银行间债券市场信用评级行业年度报告》（2009）出版

继参与编写首部中国评级行业年度报告《中国银行间债券市场信用评级行业年度报告》（2008）后，新世纪再次参与2009年中国银行间债券市场信用评级年度报告的编写。该书共分为五个部分、三个专题。

第一部分简要描述了2009年银行间债券市场信用评级行业所处的市场环境、政策法规及监管环境，同时专题介绍了2009年重要的创新产品——中小非金融企业集合票据；

第二部分从评级机构基础建设、评级业务发展及市场表现、评级结果的迁移等角度介绍了2009年银行间债券市场信用评级行业的发展现状，并在此基础上专题介绍了债券信用增进方式；

第三部分重点探讨了银行间债券市场信用评级行业发展过程中面临的问题，并专题介绍了评级机构开展信用评级的流程与内部管控体系；

第四部分对国际信用评级行业发展及监管方式的变化进行了简要介绍，以资借鉴；

第五部分则尝试对我国评级行业发展方向进行分析和展望。

报告还在附录中公示了银行间债券市场信用等级符号体系以及2009年银行间债券市场信用评级行业大事记，并将本年度银行间债券市场债券发行情况、相关信用评级情况以及具有NRSRO资质的评级机构名单列成附表，供读者参考。



2010年7月-8月发行债券评级汇编

短期融资券	发行日期	债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
2010年农六师国有资产经营有限责任公司第一期短期融资券	2010-7-15	A-1	AA	稳定	2010-5-31
2010年浙江富润股份有限公司第一期短期融资券	2010-7-26	A-1	A	稳定	2010-5-5
2010年四川省港航开发有限责任公司第一期短期融资券	2010-7-30	A-1	AA-	稳定	2010-5-28
2010年广东汕头超声电子股份有限公司第一期短期融资券	2010-8-13	A-1	AA-	稳定	2010-7-6
2010年上海申通地铁股份有限公司第一期短期融资券	2010-8-19	A-1	AA+	稳定	2010-7-1
2010年上海华谊(集团)公司第一期短期融资券	2010-8-31	A-1	AA+	稳定	2010-6-30
2010年广东水电二局股份有限公司第一期短期融资券	2010-9-3	A-1	AA-	稳定	2010-6-2

中期票据	发行日期	债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
2010年中国葛洲坝集团公司第一期中期票据	2010-8-12	AA+	AA+	稳定	2010-6-30
2010年中国农业发展集团总公司第一期中期票据	2010-8-30	AA+	AA+	稳定	2010-5-14
2010年安徽皖维高新材料股份有限公司第二期中期票	2010-9-2	AA	AA	稳定	2010-8-9

企业债券	发行日期	债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
2010年平湖市城市发展投资(集团)有限公司公司债券	2010-8-2	AA	AA-	稳定	2010-6-23
2010年嵊州市投资控股有限公司公司债券	2010-8-2	AA	AA-	稳定	2010-6-23
2010年重庆交通旅游投资集团有限公司公司债券	2010-8-4	AA+	AA+	稳定	2010-7-2
2010年无锡产业发展集团有限公司公司债券	2010-8-27	AA+	AA	稳定	2010-5-18

农六师国有资产经营有限责任公司 2010 年度第一期短期融资券信用评级报告

概要

评级结果: A-1

主要财务数据

项目	2007年	2008年	2009年	2010年3月
母公司数据:				
总资产(亿元)	30.62	46.69	51.51	56.43
流动负债(亿元)	2.07	10.30	13.79	18.70
股东权益(亿元)	28.54	31.74	33.06	33.07
净利润(亿元)	1.4	1.64	0.73	0.01
合并数据:				
货币资金(亿元)	4.64	5.18	7.00	10.46
资产总额(亿元)	56.81	77.92	87.28	91.79
负债总额(亿元)	24.96	44.57	47.63	52.06
归属于母公司的所有者权益(亿元)	30.64	31.75	33.15	33.13
营业收入(亿元)	29.66	23.72	27.44	3.58
归属于母公司的净利润(亿元)	1.40	1.65	0.73	0.01
经营性现金净流量(亿元)	4.28	0.48	8.23	1.71
EBITDA(亿元)	2.79	3.52	3.17	0.13
资产负债率(%)	43.94	57.20	54.57	56.72
流动比率(%)	114.46	105.11	115.45	115.44
现金比率(%)	25.85	17.37	27.64	37.66
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	22.09	1.96	27.77	-
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	10.66	-64.55	21.29	-
EBITDA/利息支出	4.04	3.88	2.73	-

注:根据农六师国资公司2007-2009年审计报告和未经审计的2010年一季度财务数据整理、计算。

评级观点

■优势:

●农六师国资公司主营业务获取现金的能力较强,有助于公司偿债资金的积累。

●农六师国资公司流动资产中的存货变现能力较强,且货币资金存量较大,对即期债务的偿还提供了一定的支撑。

●农六师国资公司在经营中能获得新疆兵团及农六师资金、业务等方面的支持。

■风险:

●农六师国资公司近三年的营业收入和经营性现金流受其棉花业务影响而产生较大的波动。

●农六师国资公司近三年持续进行的固定资产投资使其投资活动现金流出现规模较大,增强了融资需求。

●棉花和农资销售模式的调整使农六师国资公司的相关业务市场竞争压力增加。

●受行业景气度影响,农六师国资公司焦炭产业2009年以来销售收入减少,盈利能力下降。

农六师国有资产经营有限责任公司主体长期信用评级报告

概要

评级结果: AA 评级展望: 稳定

主要财务数据

项目	2007年	2008年	2009年	2010年3月
母公司数据				
资产总额(亿元)	30.62	46.69	51.51	56.43
负债合计(亿元)	2.08	14.95	18.45	23.36
股东权益(亿元)	28.54	31.74	33.06	33.07
净利润(亿元)	1.4	1.64	0.73	0.01
合并数据				
货币资金(亿元)	4.64	5.18	7.00	10.46
总资产(亿元)	56.81	77.92	87.28	91.79
总负债(亿元)	24.96	44.57	47.63	52.06
归属于母公司的所有者权益(亿元)	30.64	31.75	33.15	33.13
营业收入(亿元)	29.66	23.72	27.44	3.58
归属于母公司的净利润(亿元)	1.40	1.65	0.73	0.01
经营性现金净流量(亿元)	4.28	0.48	8.23	1.71
EBITDA(亿元)	2.79	3.52	3.17	-
EBITDA/利息支出(倍)	4.04	3.88	2.73	-
EBITDA/刚性负债(倍)	0.15	0.14	0.10	-
现金比率(%)	25.85	17.37	27.64	37.66
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	16.97	1.37	17.86	-
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	8.19	-45.09	13.69	-
资产负债率(%)	43.94	57.20	54.57	56.72
流动比率(%)	114.46	105.11	115.45	115.44
利息保障倍数(倍)	3.08	3.15	1.86	-
净资产收益率(%)	5.00	6.29	2.97	-

注:根据农六师国资公司2007-2009年审计报告和未经审计的2010年一季度财务数据整理、计算。

评级观点

■优势:

●国家推动新疆实现跨越式发展的各项政策举措将为农六师国资公司主要业务的发展带来良好机遇。

●新疆兵团及农六师能在资金、业务等方面给予农六师国资公司一定的支持,有助于公司的持续经营和发展。

●农六师国资公司拥有的煤炭资源为其能源及煤化工业务的稳定发展提供了较强的保障。

●农六师国资公司能源及煤化工业务通过百花村整体上市的方案已经获批,重组后既能拓宽融资渠道,做大做强能源及煤化工产业,完成公司业务的进一步转型,也可促进公司治理结构和内部管理的持续改善。

■风险:

●新疆兵团及农六师2009年以来在棉花产销、农业生产资料销售等方面实行的市场化调整措施使农六师国资公司相关业务面临的竞争压力加大。

●农六师国资公司受棉花购销业务波动的影响,近三年营业收入和经营性现金流波动较大;焦炭业务因市场低迷和煤气综合配套改造等原因未能满负荷生产,经营效益不佳,短期内经营压力较大。

●农六师国资公司的能源及煤化工业务安全生产和环境保护压力较大。

●农六师国资公司资产中占比较大的无形资产(农业用地部分)变现能力不强。

●农六师国资公司近年来负债规模逐年递增,未来的资本性支出压力仍较大。

浙江富润股份有限公司 2010 年度第一期短期融资券信用评级报告

概要

评级结果：A-1

主要财务数据

项目	2007年	2008年	2009年	2010年3月
公司数据:				
总资产(亿元)	4.60	4.68	4.87	4.90
流动负债(亿元)	0.56	0.56	0.64	0.67
所有者权益(亿元)	4.03	4.12	4.23	4.23
净利润(亿元)	0.35	0.23	0.24	0.00
公司合并数据:				
货币资金(亿元)	2.74	3.17	3.33	3.08
总资产(亿元)	11.07	12.77	13.09	14.29
总负债(亿元)	4.79	6.68	6.68	7.76
所有者权益(亿元)	6.28	6.09	6.42	6.53
营业收入(亿元)	5.25	6.62	8.21	2.09
净利润(亿元)	0.78	0.02	0.61	0.09
经营性现金净流量(亿元)	0.36	0.79	0.60	-0.12
EBITDA(亿元)	1.41	0.69	1.34	-
流动负债(亿元)	4.76	6.64	0.63	7.41
资产负债率(%)	43.26	52.30	50.99	54.32
流动比率(%)	97.63	72.62	82.91	85.07
现金比率(%)	61.05	47.87	52.66	-
利息保障倍数(倍)	4.69	1.09	3.81	-
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	8.86	13.79	9.20	-
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	7.92	1.29	11.39	-
EBITDA/利息支出	6.04	2.14	5.51	-
EBITDA/流动负债	0.34	0.12	0.21	-

注：根据浙江富润经审计 2007~2009 年财务报表及未经审计 2010 年 3 月财务数据整理、计算。

评级观点

- 优势：
 - 浙江富润长期从事纺织、印染业务，在品牌和技术上具有一定的优势。
 - 浙江富润通过股权投资新增了钢管生产业务，并已成为公司一个新的收入增长点。
 - 浙江富润财务结构稳健，货币资金较为充裕，能够为短期债务的偿还提供基本支撑。
- 风险：
 - 纺织、钢管业易受经济环境影响。目前我国纺织业、钢管业均存在产能过剩问题，加之受金融危机影响，未来的不确定因素较多。
 - 浙江富润 2009 年度纺织业务订单下降明显。
 - 浙江富润债务期限结构不合理，短期刚性债务规模偏大。

浙江富润股份有限公司主体长期信用评级报告

概要

评级结果：A 评级展望：稳定

主要财务数据

项目	2007年	2008年	2009年	2010年3月
公司数据				
总资产(亿元)	4.60	4.68	4.87	4.90
总负债(亿元)	0.56	0.56	0.64	0.67
所有者权益(亿元)	4.03	4.12	4.23	4.23
净利润(亿元)	0.35	0.23	0.24	0.00
公司合并数据				
货币资金(亿元)	2.74	3.17	3.33	3.08
总资产(亿元)	11.07	2.77	13.09	14.29
总负债(亿元)	4.79	6.68	6.68	7.76
所有者权益(亿元)	6.28	6.09	6.42	6.53
营业收入(亿元)	5.25	6.62	8.21	2.09
净利润(亿元)	0.78	0.02	0.61	0.09
经营性现金净流量(亿元)	0.36	0.79	0.60	-0.12
EBITDA(亿元)	1.41	0.69	1.34	-
EBITDA/利息支出(倍)	6.04	2.14	5.51	-
EBITDA/刚性负债(倍)	0.53	0.16	0.28	-
现金比率(%)	61.05	47.87	52.66	-
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	8.83	13.72	8.93	-
非筹资性现金净流入与负债总额比率(%)	7.90	1.28	11.06	-
资产负债率(%)	43.26	52.30	50.99	54.32
流动比率(%)	97.63	72.62	82.91	85.07
利息保障倍数(倍)	4.69	1.09	3.81	-
净资产收益率(%)	12.07	1.44	9.41	-

注：根据浙江富润经审计 2007~2009 年财务报表及未经审计 2010 年 3 月财务数据整理、计算。

评级观点

- 优势：
 - 浙江富润长期从事纺织、印染业务，在品牌和技术上具有一定的优势。
 - 浙江富润通过股权投资新增了钢管生产业务，并已成为公司一个新的收入增长点。
 - 浙江富润目前的负债经营程度适中，货币资金较为充裕，能够为短期债务的偿还提供基本支撑。
- 风险：
 - 纺织、钢管业易受经济环境影响。目前我国纺织业、钢管业均存在产能过剩问题，加之受金融危机影响，未来的不确定因素较多。
 - 浙江富润主导产品的市场价格和生产要素价格波动较大，公司盈利稳定性较弱。
 - 浙江富润债务期限结构不合理，短期刚性债务规模偏大。

四川省港航开发有限责任公司 2010 年度第一期短期融资券信用评级报告

概要

评级结果：A-1

主要财务数据

项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 3 月
母公司数据:				
资产总额 (亿元)	24.86	28.94	30.32	30.03
负债合计 (亿元)	2.06	3.74	2.32	2.17
股东权益 (亿元)	22.80	25.20	28.01	27.86
净利润 (亿元)	0.16	0.03	0.20	-0.04
合并数据:				
货币资金 (亿元)	4.27	7.72	4.04	4.22
资产总额 (亿元)	56.04	69.88	77.03	79.00
负债总额 (亿元)	28.54	39.33	42.97	44.68
所有者权益 (亿元)	27.50	30.56	34.06	34.32
营业收入 (亿元)	2.64	3.59	5.57	1.25
净利润 (亿元)	0.89	0.51	0.82	0.11
经营性现金净流量 (亿元)	1.70	2.67	3.17	1.00
EBITDA (亿元)	2.27	2.93	4.20	-
EBITDA/ 利息支出	0.81	0.77	2.08	-
EBITDA/ 刚性负债	0.09	0.09	0.12	-
现金比率 (%)	151.18	133.80	99.06	76.08
经营性现金净流入与负债总额比率 (%)	6.36	7.86	7.71	-
非筹资性现金净流入与负债总额比率 (%)	-11.33	-21.16	-18.51	-
资产负债率 (%)	50.93	56.28	55.79	56.55
流动比率 (%)	399.24	261.96	297.30	209.35
利息保障倍数 (倍)	0.55	0.48	1.24	-
净资产收益率 (%)	3.39	1.74	2.54	-

注 1: 根据四川港航 2007 ~ 2009 年经审计的财务数据和未经审计的 2010 年一季度财务数据整理、计算。注 2: 2007 年数据为 2008 年度审计报告期初数据或上年数。

评级观点

- 优势:
 - 水电业务作为四川港航的核心业务, 是其现阶段收入和利润的主要来源和重要保障, 产生的经营活动现金流充裕, 可对短期债务偿还提供有力支撑。
 - 四川港航近年来主营业务收入持续增长, EBITDA 显著增加, 对短期刚性债务和利息支出的偿付保障提高。
 - 四川港航财务结构稳健, 资本实力较强, 资产流动性较好, 货币资金较充裕, 债务结构不断优化, 短期偿债压力较小。
 - 四川港航融资渠道较畅通, 与多家商业银行建立了良好的合作关系, 能够对四川港航本次短期融资券的按期偿还提供保障。
- 风险:
 - 四川港航发电资产集中于嘉陵江流域, 嘉陵江来水量的变化会对其经营绩效产生重要影响。
 - 四川港航的资产周转率偏低, 营收规模较小, 而中长期刚性债务规模相对较大, 公司面临一定的集中偿债压力。
 - 四川港航未来一段时间内的资本性支出规模较大, 增加了其投融资压力。

四川省港航开发有限责任公司主体长期信用评级报告

概要

评级结果：AA- 评级展望：稳定

主要财务数据

项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 3 月
母公司数据				
总资产 (亿元)	24.86	28.94	30.32	30.03
总负债 (亿元)	2.06	3.74	2.32	2.17
股东权益 (亿元)	22.80	25.20	28.01	27.86
净利润 (亿元)	0.16	0.03	0.20	-0.04
合并数据				
货币资金 (亿元)	4.27	7.72	4.04	4.22
总资产 (亿元)	56.04	69.88	77.03	79.00
总负债 (亿元)	28.54	39.33	42.97	44.68
所有者权益 (亿元)	27.50	30.56	34.06	34.32
营业收入 (亿元)	2.64	3.59	5.57	1.25
净利润 (亿元)	0.89	0.51	0.82	0.11
经营性现金净流量 (亿元)	1.70	2.67	3.17	1.00
EBITDA (亿元)	2.27	2.93	4.20	-
EBITDA/ 利息支出 (倍)	0.81	0.77	2.08	-
EBITDA/ 刚性负债 (倍)	0.09	0.09	0.12	-
现金比率 (%)	151.18	133.80	99.06	76.08
经营性现金净流入与流动负债比率 (%)	66.99	62.06	64.43	-
非筹资性现金净流入与流动负债比率 (%)	-119.34	-167.11	-154.68	-
资产负债率 (%)	50.93	56.28	55.79	56.55
流动比率 (%)	399.24	261.96	297.30	209.35
利息保障倍数 (倍)	0.55	0.48	1.24	-
净资产收益率 (%)	3.39	1.74	2.54	-

注 1: 根据四川港航 2007 ~ 2009 年经审计的财务数据和未经审计的 2010 年一季度财务数据整理、计算。

注 2: 2007 年数据为 2008 年度审计报告期初数据或上年数。

评级观点

- 优势:
 - 四川港航以发展四川省内河航运为主线, 形成了水电、港口、航运三类业务平台, 并在政策、资金、税收等方面得到了地方政府和股东的持续支持, 巩固了其行业地位和综合实力。
 - 水电业务是四川港航的核心业务, 是其现阶段收入和利润的主要来源。水电开发长期受国家政策的重点扶持, 为四川港航水电业务的经营与发展提供了良好的外部环境。
 - 四川港航水电机组的单位发电成本具备较强的成本竞争优势, 从而为公司保持盈利能力与现金流的稳定性提供了有力支持。
 - 随着航电项目有序投入运营, 四川港航经营规模持续增长, 盈利能力增强, 经营活动现金流较充裕, 对偿还到期债务具有较好的保障能力。
- 风险:
 - 四川港航主要发电资产集中于嘉陵江流域, 嘉陵江来水量变化将对公司经营稳定性构成一定压力。
 - 四川港航的固定资产周转率偏低, 营收规模较小, 而刚性债务规模相对较大。
 - 四川港航在建的水电业务和港口业务处于投资高峰期, 未来随着项目的推进, 公司的投融资压力将增大。
 - 四川港航港口业务已建成及在建产能消化压力很大。
 - 尽管目前风险仍相对可控, 但较大规模的对外担保不利于四川港航的财务风险控制。

广东汕头超声电子股份有限公司 2010 年度第一期短期融资券信用评级报告

概要

评级结果：A-1

主要财务数据

项目	2007年	2008年	2009年	2010年3月
母公司数据:				
资产总额(亿元)	18.98	17.56	19.25	19.05
流动负债(亿元)	2.75	2.87	4.51	4.45
股东权益(亿元)	12.89	13.70	14.41	14.30
净利润(万元)	579.04	9159.30	7317.96	11.70
合并数据:				
货币资金(亿元)	5.83	2.02	3.64	4.40
资产总额(亿元)	32.59	28.66	30.77	31.42
负债总额(亿元)	16.68	11.70	12.61	13.04
所有者权益(亿元)	15.91	16.96	18.17	18.38
营业收入(亿元)	23.04	24.29	22.95	6.49
净利润(亿元)	1.37	1.39	1.43	0.32
经营性现金净流入量(亿元)	2.38	2.30	3.32	0.64
EBITDA(亿元)	3.37	3.58	3.60	-
资产负债率(%)	51.18	40.83	40.97	41.51
流动比率(%)	134.28	117.21	123.74	127.52
现金比率(%)	47.43	31.26	40.95	-
利息保障倍数(倍)	3.33	3.89	5.63	-
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	21.36	19.55	29.14	-
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	7.00	2.83	24.92	-
EBITDA/利息支出	5.41	6.43	9.85	-
EBITDA/利息支出	12.49	-10.18	11.56	-
EBITDA/流动负债	0.54	-0.55	0.3	-

注:根据超声电子经审计的2007-2009年及未经审计的2010年一季度财务数据整理、计算。

评级观点

■ 优势:

● 超声电子作为国内主要的印制线路板及中小屏液晶显示器的生产企业之一,在生产规模、技术水平、市场地位等方面具有一定的竞争优势。

● 超声电子盈利能力较强,EBITDA对利息支出和短期债务的保障程度较好;且公司经营环节现金流量较为充沛,能为债务的到期偿付提供必要的保障。

● 超声电子资产流动性较强,流动资产具有较好的变现能力,公司目前较充裕的货币资金储备能对短期债务的偿付形成一定支撑。

● 超声电子直接融资能力较强,并与多家银行保持了良好的合作关系,间接融资渠道也较畅通。公司目前负债水平较低,财务结构较稳健,后续债务融资空间较大。

■ 风险:

● 国内外宏观经济以及电子信息产业下游市场需求的波动,会对超声电子的经营状况产生直接影响。

● 超声电子应收账款欠款客户集中度较高,主要客户信用质量若出现波动,将直接影响到公司资金回笼。

● 超声电子债务期限结构欠合理,短期刚性负债规模较大。

广东汕头超声电子股份有限公司主体长期信用评级报告

概要

评级结果：AA- 评级展望：稳定

主要财务数据

项目	2007年	2008年	2009年	2010年3月
母公司数据:				
总资产(亿元)	18.98	17.56	19.25	19.05
总负债(亿元)	6.08	3.86	4.84	4.75
所有者权益(亿元)	12.89	13.70	14.41	14.30
净利润(万元)	579.04	9159.30	7317.96	11.70
合并数据:				
货币资金(亿元)	5.83	2.02	3.64	4.40
总资产(亿元)	32.59	28.66	30.77	31.42
总负债(亿元)	16.68	11.70	12.61	13.04
所有者权益(亿元)	15.91	16.96	18.17	18.38
营业收入(亿元)	23.04	24.29	22.95	6.49
净利润(亿元)	1.37	1.39	1.43	0.32
经营性现金净流入量(亿元)	2.38	2.30	3.32	0.64
EBITDA(亿元)	3.37	3.58	3.60	-
EBITDA/利息支出(倍)	5.41	6.43	9.85	-
EBITDA/刚性负债(倍)	0.33	0.40	0.50	-
现金比率(%)	47.43	31.26	40.95	-
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	15.06	16.23	27.29	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	4.93	2.35	23.34	-
资产负债率(%)	51.18	40.83	40.97	41.51
流动比率(%)	134.28	117.21	123.74	127.52
利息保障倍数(倍)	3.33	3.89	5.63	-
净资产收益率(%)	10.00	8.43	8.14	-

注:根据超声电子经审计的2007-2009年及未经审计的2010年一季度财务数据整理、计算。

评级观点

■ 优势:

● 随着电子信息产业振兴规划出台,以及3G通信产业的快速发展,国内电子元器件行业获得了结构性发展机会,超声电子面临的市场前景趋好。

● 超声电子在印制电路板、液晶显示器细分市场具有生产规模、技术研发、产品质量和品牌等方面的综合竞争优势。

● 得益于良好的经营积累和可供出售金融资产公允价值上升,2009年超声电子自有资本实力进一步增强,公司目前负债经营程度较低,财务结构较稳健。

● 超声电子资产总体质量较好,流动资产变现能力较强;公司经营环节现金流保持充沛,且目前货币资金存量较充裕,可为其债务偿还提供有效保障。

■ 风险:

● 全球经济复苏过程中仍存在诸多不确定因素,经济增长的可持续性和电子元器件行业景气回升情况将对超声电子经营、盈利产生直接影响。

● 铜等主要原材料价格的波动会对超声电子成本控制形成一定压力。

● 超声电子应收账款数量较大且欠款客户集中度相对较高,一旦主要客户经营出现明显波动,信用质量下降,将对公司的现金流回笼产生负面影响。

上海申通地铁股份有限公司 2010 年度第二期短期融资券信用评级报告

概要

评级结果：A-1

主要财务数据

项目	2007年	2008年	2009年	2010年3月
货币资金(亿元)	0.16	0.21	0.15	0.14
资产总额(亿元)	11.00	12.93	12.96	13.72
负债总额(亿元)	1.51	3.16	2.63	3.18
所有者权益(亿元)	9.49	9.77	10.33	10.53
营业收入(亿元)	8.70	8.82	8.41	1.98
净利润(亿元)	1.23	0.79	1.02	0.21
经营性现金净流入量(亿元)	1.57	1.87	1.91	0.37
EBITDA(亿元)	1.92	1.55	1.82	-
资产负债率(%)	13.74	24.46	20.28	23.21
流动比率(%)	42.14	9.76	8.66	6.45
现金比率(%)	11.04	6.71	5.80	4.31
利息保障倍数(倍)	24.34	10.62	16.19	-
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	98.10	80.22	65.99	12.66
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	67.75	65.30	-37.55	-
EBITDA/利息支出	31.73	15.16	21.72	-

注：根据申通地铁 2007 ~ 2009 年经审计的财务数据以及 2010 年一季度未经审计的财务数据整理、计算。

评级观点

- 优势：
 - 申通地铁主营业务的现金获取能力强，能够为短期债务的偿付提供较强保障。
 - 申通地铁近年来主营业务发展趋势良好，保持了较强的盈利能力，EBITDA 良好的增长为公司偿债能力奠定了良好的基础。
 - 申通地铁目前的负债经营程度低，具有较大的融资空间。
- 风险：
 - 随着运营时间的延长，申通地铁的车辆维修费用逐年增加，而营业收入增长有限甚至负增长，公司盈利能力受到削弱。
 - 上海轨道交通网络化运营后换乘客流比例增大，造成平均票价下降，对申通地铁的业绩产生一定的不利影响。
 - 申通地铁的债务期限结构不尽合理，资产流动性明显不足。

上海申通地铁股份有限公司主体长期信用评级报告

概要

评级结果：AA+ 评级展望：稳定

主要财务数据

项目	2007年	2008年	2009年	2010年3月
货币资金(亿元)	0.16	0.21	0.15	0.14
总资产(亿元)	11.00	12.93	12.96	13.72
总负债(亿元)	1.51	3.16	2.63	3.18
所有者权益(亿元)	9.49	9.77	10.33	10.53
营业收入(亿元)	8.70	8.82	8.41	1.98
净利润(亿元)	1.23	0.79	1.02	0.21
经营性现金净流入量(亿元)	1.57	1.87	1.91	0.37
EBITDA(亿元)	1.92	1.55	1.82	-
EBITDA/利息支出(倍)	31.73	15.16	21.72	-
EBITDA/刚性负债(倍)	1.75	0.91	0.89	-
现金比率(%)	11.04	6.71	5.80	4.31
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	97.52	79.86	65.83	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	67.35	65.00	-37.26	-
资产负债率(%)	13.74	24.46	20.28	23.21
流动比率(%)	42.14	9.76	8.66	6.45
利息保障倍数(倍)	24.34	10.62	16.19	-
净资产收益率(%)	13.52	8.21	10.18	-

注：根据申通地铁 2007 ~ 2009 年经审计的财务数据以及 2010 年一季度未经审计的财务数据整理、计算。

评级观点

- 优势：
 - 申通地铁控股股东申通集团是上海市城市轨道交通网络建设的投资主体，并负责城市轨道交通线路的运营，能获得上海市政府在资金上和政策上的大力支持。申通集团在维修、资产使用、车辆租赁等方面给予公司有力支持。
 - 申通地铁从事的业务属于公共交通业，能得到政府一定的扶持。
 - 申通地铁经营的上海地铁一号线贯通上海市南北，是上海市最早开通运营的地铁，也是最繁忙、客流量最大的轨道交通线路，在上海的轨道交通线路中具有较大的先发优势和地理位置优势。
 - 近年申通地铁通过购买及租赁列车、扩能改造等方式以扩大运能，取得了较好的经济效益。
 - 申通地铁负债经营程度低，盈利状况良好，现金获取能力强，能够对到期债务的偿付提供较好保障。
- 风险：
 - 上海市地面公共交通条件的改善将分流部分客流，将给申通地铁的经营带来一定的不利影响。
 - 上海轨道交通网络化运营后换乘客流比例增大，造成平均票价下降，申通地铁的经营面临一定的压力。
 - 申通地铁经营业务单一，对申通集团的依存度高，自身抗风险能力较弱。
 - 申通地铁的资产流动性差。

上海华谊（集团）公司 2010 年度第一期短期融资券信用评级报告

概要

评级结果：A-1

主要财务数据

项目	2007年	2008年	2009年	2010年3月
母公司数据:				
资产总额 (亿元)	174.35	183.35	188.62	187.79
流动负债 (亿元)	26.70	34.10	54.09	53.55
股东权益 (亿元)	129.77	129.85	113.09	113.08
净利润 (亿元)	2.42	1.54	4.10	-0.02
合并数据:				
货币资金 (亿元)	48.30	58.29	42.90	40.68
资产总额 (亿元)	392.78	418.24	399.67	415.06
负债总额 (亿元)	203.68	234.85	212.52	225.53
所有者权益 (亿元)	189.10	183.39	187.15	189.53
营业收入 (亿元)	328.49	368.40	310.11	88.72
净利润 (亿元)	4.63	-0.71	2.31	2.64
经营性现金净流入量 (亿元)	21.02	13.82	27.32	-1.97
EBITDA (亿元)	27.28	25.74	28.75	-
资产负债率 (%)	51.86	56.15	53.17	54.34
流动比率 (%)	108.80	98.12	80.22	83.55
现金比率 (%)	43.98	43.76	25.18	22.23
利息保障倍数 (倍)	1.91	0.90	1.51	-
经营性现金净流入与流动负债比率 (%)	15.82	9.10	16.39	-
非筹资性现金净流入与流动负债比率 (%)	-6.15	-5.47	12.40	-
EBITDA/利息支出	4.64	3.11	5.25	-

注：根据发行人华谊集团经审计的 2007~2009 年及未经审计的 2010 年一季度的财务报告数据整理计算。

评级观点

■ 优势:

● 华谊集团是我国规模最大的化学品制造商之一，核心业务优势较明显，目前已初步形成产业一体化格局，可以充分利用上下游产业链，提高整体抗风险能力。

● 华谊集团资产流动性较好，货币资金储备充裕，EBITDA 对刚性债务和利息支出的保障程度较高，整体偿债能力较强。

● 华谊集团经营环节现金回笼能力强，形成了较充裕的经营性现金净流入量，可为短期债务的偿付提供必要的保障。

● 华谊集团银行信用记录良好，再融资能力强，可为即期债务的偿还提供一定的外部支持。

■ 风险:

● 化工行业竞争激烈，能源及原材料价格波动较大，可能对华谊集团未来经营业绩产生不利影响。

● 虽然华谊集团 2009 年控制了投资规模，但未来的投资支出规模仍较大，存在一定的资本支出压力。

● 随着国家对能源和安全环保的日益重视，化工行业面临严峻的资源和安全环保压力。

上海华谊（集团）公司主体长期信用评级报告

概要

评级结果：AA+ 评级展望：稳定

主要财务数据

项目	2007年	2008年	2009年	2010年3月
母公司数据				
总资产 (亿元)	174.35	183.35	188.62	187.79
总负债 (亿元)	44.58	53.50	75.53	74.71
所有者权益 (亿元)	129.77	129.85	113.09	113.08
净利润 (亿元)	2.42	1.54	4.10	-0.02
公司合并数据				
货币资金 (亿元)	48.30	58.29	42.90	40.68
总资产 (亿元)	392.78	418.24	399.67	415.06
总负债 (亿元)	203.68	234.85	212.52	225.53
股东权益 (亿元)	189.10	183.39	187.15	189.53
营业收入 (亿元)	328.49	368.40	310.11	88.72
净利润 (亿元)	4.63	-0.71	2.31	2.64
经营性现金净流入量 (亿元)	21.02	13.82	27.32	-1.97
EBITDA (亿元)	27.28	25.74	28.75	-
EBITDA/利息支出 (倍)	4.64	3.11	5.25	-
EBITDA/刚性负债 (倍)	0.25	0.19	0.21	-
现金比率 (%)	43.98	43.76	25.18	22.23
经营性现金净流入与负债总额比率 (%)	11.04	6.30	12.21	-
非筹资性现金净流入与负债总额比率 (%)	-4.29	-3.79	9.24	-
资产负债率 (%)	51.86	56.15	53.17	54.34
流动比率 (%)	108.80	98.12	80.22	83.55
利息保障倍数 (倍)	1.91	0.90	1.51	-
净资产收益率 (%)	2.51	-0.38	1.25	-

注：根据发行人华谊集团经审计的 2007~2009 年及未经审计的 2010 年一季度的财务报告数据整理计算。

评级观点

■ 优势:

● 长期来看，国家对能源节约和环境保护的重视以及循环经济战略的提出，将加快化工行业的兼并重组。作为上海市重要的大型化工企业集团，华谊集团凭借规模、技术及产业链优势，面临良好的发展契机。

● 华谊集团主业突出，主要产品市场占有率较高；近年来公司加大了资产整合力度，在全国范围内布局产业基地，主要产品产能得到进一步提升，“五个板块、八大平台”的产业格局初步形成。

● 随着国内经济回暖，化工行业景气度有所回升，但化工产品价格仍处于历史相对低位。受此影响，华谊集团营业收入规模有所下降，但盈利能力提高，经营效益明显改善。

● 华谊集团资本实力雄厚，财务结构稳健，资产质量较好，经营性现金流充足，整体偿债能力较强。

● 华谊集团对投资性现金流出的严格控制，以及对大规模银行借款的到期偿付，有利于减轻其资金压力，提高其应对外部不利经济环境的能力。

■ 风险:

● 国内 PVC、烧碱、轮胎等行业产能扩张较快，华谊集团未来面临激烈的市场竞争风险。

● 华谊集团作为大型国有企业，仍存在部分破产企业再清理、富余人员安置、资产整合等问题。

● 石油、橡胶等能源、原材料价格的较大波动对华谊集团整体经营状况产生较大影响。

广东水电二局股份有限公司 2010 年度第一期短期融资券信用评级报告

概要

评级结果：A-1

主要财务数据

项目	2007年	2008年	2009年	2010年3月
母公司数据:				
总资产(亿元)	23.30	30.09	37.93	41.13
流动负债(亿元)	13.80	16.75	22.03	25.18
所有者权益(亿元)	9.13	13.28	13.99	14.22
净利润(亿元)	0.77	0.78	0.82	0.20
公司合并数据:				
货币资金(亿元)	2.87	3.73	5.28	2.89
总资产(亿元)	28.51	35.23	44.23	48.59
总负债(亿元)	19.19	21.77	30.16	34.31
所有者权益(亿元)	9.32	13.46	14.07	14.28
营业收入(亿元)	22.02	23.64	32.33	10.80
净利润(亿元)	0.77	0.77	0.86	0.18
经营性现金净流量(亿元)	0.66	-1.04	3.12	-3.78
EBITDA(亿元)	1.73	2.31	2.65	-
资产负债率(%)	67.31	61.80	68.18	70.62
流动比率(%)	124.56	125.55	128.28	121.30
现金比率(%)	20.08	21.15	24.31	11.18
利息保障倍数(倍)	4.48	2.57	2.70	-
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	5.21	-6.42	15.70	-
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-11.31	-16.64	-13.74	-
EBITDA/利息支出(倍)	7.11	3.98	4.42	-
EBITDA/流动负债(倍)	0.14	0.14	0.13	-

注:根据粤水电经审计的2007~2009年度及未经审计的2010年第一季度财务报表整理、计算。

评级观点

- 优势:
 - 粤水电拥有多项资质,其承建的多项工程分别荣获“鲁班奖”等荣誉,公司也曾多次荣获“全国优秀施工企业”等荣誉称号,具有较强的实力。
 - 粤水电是广东省最大的水利水电工程施工企业,在省内建筑市场享有较高的品牌知名度,区域竞争优势较明显。
 - 粤水电经营规模及盈利规模均呈递增态势,目前经营环节现金流状况有较明显的改善,公司偿债能力较强。
 - 粤水电的货币资金存量较充裕,可为其即期债务的偿还提供一定缓冲。
- 风险:
 - 若发生施工安全及工程质量方面的问题,粤水电将遭受较大的直接和间接损失。
 - 短期内,钢材、水泥等原材料价格继续上涨的可能性较大,粤水电主营业务成本压力加大。
 - 若货币政策趋紧,粤水电将面临部分工程款不能及时收取的问题,进而影响其经营环节的现金流状况。
 - 粤水电在建及拟建的BT项目、水电及风电项目的资金需求量较大,未来几年公司投资环节将继续处于现金净流出状态。
 - 粤水电的存货及预付款项占流动资产的比重较高,资产流动性不足。

广东水电二局股份有限公司主体长期信用评级报告

概要

评级结果：AA- 评级展望：稳定

主要财务数据

项目	2007年	2008年	2009年	2010年3月
母公司数据				
总资产(亿元)	23.30	30.09	37.93	41.13
总负债(亿元)	14.17	16.81	23.94	26.91
所有者权益(亿元)	9.13	13.28	13.99	14.22
净利润(亿元)	0.77	0.78	0.82	0.20
合并数据				
货币资金(亿元)	2.87	3.73	5.28	2.89
总资产(亿元)	28.51	35.23	44.23	48.59
总负债(亿元)	19.19	21.77	30.16	34.31
所有者权益(亿元)	9.32	13.46	14.07	14.28
营业收入(亿元)	22.02	23.64	32.33	10.80
净利润(亿元)	0.77	0.77	0.86	0.18
经营性现金净流量(亿元)	0.66	-1.04	3.12	-3.78
EBITDA(亿元)	1.73	2.31	2.65	-
EBITDA/利息支出(倍)	7.11	3.98	4.42	-
EBITDA/刚性负债(倍)	0.48	0.32	0.29	-
现金比率(%)	20.08	21.15	24.31	11.18
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	4.37	-5.07	12.02	-
非筹资性现金净流入与负债总额比率(%)	-9.49	-13.16	-10.53	-
资产负债率(%)	67.31	61.80	68.18	70.62
流动比率(%)	124.56	125.55	128.28	121.30
利息保障倍数(倍)	4.48	2.57	2.59	-
净资产收益率(%)	8.62	6.79	6.23	-

注:根据粤水电经审计的2007~2009年度及未经审计的2010年第一季度财务报表整理、计算。

评级观点

- 优势:
 - 随着城镇化建设的推进,预计我国固定资产投资中短期内将保持一定增速,国内建筑业仍具有一定的发展空间。
 - 粤水电拥有多项专业施工资质,并在企业层面及工程项目层面获得多项奖励及荣誉,建筑施工实力较强。
 - 粤水电是广东省最大的水利水电工程施工企业,在省内建筑市场享有较高的品牌知名度,区域内竞争优势较明显。
 - 粤水电的水电等可再生能源业务可产生较稳定的现金流,这类业务规模的扩大有助于缓和公司经营环节的现金流波动。
- 风险:
 - 我国建筑行业竞争激烈且不断加剧,行业总体经济效益受到一定的抑制。
 - 粤水电在施工安全及工程质量方面的风险可有效降低但不能完全消除。若发生上述问题,公司将遭受较大的直接和间接损失。
 - 粤水电的主营业务成本易受钢材、水泥等原材料价格波动的影响。
 - 工程项目融资易受信贷等政策变动的影 响,若信贷政策趋紧,粤水电部分工程款的及时回收难度将加大。
 - 粤水电未来几年投资环节仍存在一定的资金压力。

中国葛洲坝集团公司 2010 年度第一期中期票据信用评级报告

概要

评级结果: AA+

主要财务数据

项目	2007年	2008年	2009年	2010年一季度
货币资金(亿元)	24.34	34.24	44.34	49.80
总资产(亿元)	266.04	323.17	432.01	456.42
应付债券(亿元)	0.00	10.17	15.84	16.10
总负债(亿元)	203.65	265.58	344.90	353.53
所有者权益(亿元)	62.38	57.59	87.11	102.89
营业收入(亿元)	145.02	196.71	269.06	74.71
净利润(亿元)	6.47	8.40	13.20	3.39
EBITDA(亿元)	20.22	22.33	33.15	--
经营性现金净流入量(亿元)	-9.33	8.55	1.63	-3.27
资产负债率(%)	76.55	82.18	79.84	77.46
长期资本固定化比率(%)	105.88	94.45	89.54	82.82
有形净值债务率(%)	439.49	4618.25	963.88	681.38
流动比率(%)	93.12	106.67	115.07	127.89
利息保障倍数(倍)	2.00	1.90	2.05	--
毛利率(%)	16.04	15.88	14.74	14.91
净资产收益率(%)	11.23	14.00	18.24	--
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-5.67	3.64	0.53	--
经营性现金净流入量/刚性债务(%)	-9.91	6.27	0.89	--

注:根据葛洲坝集团 2007-2009 年审计报告及 2010 年第 1 季度未经审计财务数据整理、计算。

评级观点

■优势:

●葛洲坝集团围绕主业已形成了较完整的产业链,规模效应也逐步显现。随着主营业务的稳定增长,公司经营效益稳步提高。

●葛洲坝集团主营业务现金回笼情况较好,货币资金储备较为充裕,公司即期偿债能力较强。

●葛洲坝集团规模优势较明显,财务弹性大,间接融资渠道畅通,融资能力强,能够为债务的偿还提供必要的缓冲。

■风险:

●葛洲坝集团水利水电工程、水泥及民爆等业务的周期性特征明显,相关行业的周期性波动对公司盈利及现金流状况影响大。

●随着海外项目的增加,葛洲坝集团面临一定的汇率风险、地缘政治和经济风险。

●随着经营和投资规模的逐渐增加,葛洲坝集团负债规模持续维持在较高水平,公司可能会面临一定的财务风险。

●葛洲坝集团银行借款等刚性债务总体规模大,单一依靠债务融资扩张不利于公司财务风险控制,且如进入升息周期,公司财务负担也将进一步加重

中国葛洲坝集团公司主体长期信用评级报告

概要

评级结果: AA+ 评级展望: 稳定

主要财务数据

项目	2007年	2008年	2009年	2010年一季度
公司数据				
总资产(亿元)	23.64	28.64	56.15	50.08
总负债(亿元)	4.13	6.89	31.52	25.51
所有者权益(亿元)	19.51	21.75	24.63	24.58
净利润(亿元)	-0.10	1.34	0.20	-0.05
公司合并数据				
货币资金(亿元)	24.34	34.24	44.34	49.80
总资产(亿元)	266.04	323.17	432.01	456.42
总负债(亿元)	203.65	265.58	344.90	353.53
所有者权益(亿元)	62.38	57.59	87.11	102.89
营业收入(亿元)	145.02	196.71	269.06	74.71
净利润(亿元)	6.47	8.40	13.20	3.39
经营性现金净流入量(亿元)	-9.33	8.55	1.63	-3.27
EBITDA(亿元)	20.22	22.33	33.15	-
EBITDA/利息支出(倍)	3.57	2.82	3.01	-
EBITDA/刚性负债(倍)	0.21	0.16	0.18	-
现金比率(%)	20.56	23.77	25.90	-
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-5.67	3.64	0.53	-
非筹资性现金净流入与负债总额比率(%)	-16.92	-11.87	-14.22	-
资产负债率(%)	76.55	82.18	79.84	77.46
流动比率(%)	93.12	106.67	115.07	127.89
利息保障倍数(倍)	2.00	1.90	2.05	-
净资产收益率(%)	11.23	14.00	18.24	-

注:根据葛洲坝集团 2007-2009 年审计报告及 2010 年第 1 季度未经审计财务数据整理、计算。

评级观点

■优势:

●葛洲坝集团是我国主要的水利水电工程施工企业之一,在业务资质、生产装备、施工技术和人员配备等方面具有较强的竞争优势。

●葛洲坝集团工程施工主业的发展有效的带动了上、下游业务的发展。目前公司水泥、民爆和高速公路等相关业务发展状况良好,规模效应逐步显现。

●葛洲坝集团经营效益增长稳定,主业现金获取能力较强,货币资金储备较充裕,偿债能力较强。

■风险:

●葛洲坝集团水利水电工程、水泥及民爆等业务的周期性特征明显,相关行业的周期性波动对公司盈利及现金流状况影响大。

●随国家对房地产行业政策的收紧,葛洲坝集团可能面临一定的政策调控风险。

●葛洲坝集团工程施工类业务的国际化进程较快,所涉及的国家或地区的政治、经济等风险对公司影响程度加深。

●葛洲坝集团目前的负债水平偏高,银行借款等刚性债务总体规模大,且未来一段时间在高速公路、房地产开发及铁路业务等方面的资本性支出仍较大,单一依靠债务融资扩张不利于公司财务风险控制。

中国农业发展集团总公司 2010 年度第一期中期票据信用评级报告

概要

评级结果: AA+

主要财务数据

项目	2007年	2008年	2009年	2010年3月
货币资金(亿元)	29.21	29.34	29.78	26.82
总资产(亿元)	97.88	101.02	113.10	115.62
应付债券(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
总负债(亿元)	65.76	68.53	78.11	80.14
所有者权益(亿元)	32.12	32.49	34.99	35.48
营业收入(亿元)	63.41	70.49	81.34	21.35
净利润(亿元)	0.94	1.55	3.09	0.79
EBITDA(亿元)	6.76	6.68	8.52	-
经营性现金净流入量(亿元)	7.89	5.96	2.38	-3.52
资产负债率(%)	67.18	67.84	69.06	69.32
长期资本固定化比率(%)	104.34	105.15	105.32	104.58
有形净值债务率(%)	222.95	231.00	240.22	242.51
流动比率(%)	97.24	96.96	96.68	97.17
利息保障倍数(倍)	1.95	2.10	3.29	-
毛利率(%)	19.16	23.32	21.04	18.44
净资产收益率(%)	3.06	4.80	9.16	-
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	12.75	8.88	3.24	-
经营性现金净流入量/刚性债务(%)	27.96	22.10	7.26	-

注:根据中农发集团经审计的2008~2009年以及未经审计的2010年第一季度财务报表整理、计算;2007年的数据根据2008年财务报表的年初数或上年度数计算。

评级观点

■优势:

●中农发集团由国务院国资委出资设立,是国家农业产业化重点企业,行业地位显著。

●中农发集团的整体抗经济周期性波动的能力较强。

●随着对不良资产的清理,中农发集团的毛利率呈上升态势,资产的总体盈利能力不断增强。

●中农发集团的经营性现金流状况较好,对刚性债务和利息支出的覆盖程度高。

●中农发集团的货币资金存量充裕,即期债务的偿付保障程度高。

■风险:

●中农发集团的远洋渔业受海洋资源以及柴油价格的影响大;柴油机业务受国内外航运需求的影响大。

●中农发集团的重组时间较短,集团总部的管理职能有待进一步落实,对子公司的管控需进一步加强。

●中农发集团债务的期限结构不尽合理,短期偿债压力较大。

●中农发集团重组过程中还有一些历史遗留问题尚待处理,或将给公司带来一定的损失。

中国农业发展集团总公司主体长期信用评级报告

概要

评级结果: AA+ 评级展望: 稳定

主要财务数据

项目	2007年	2008年	2009年	2010年3月
母公司数据				
总资产(亿元)	18.87	18.04	22.85	22.66
总负债(亿元)	10.20	10.94	14.72	14.73
所有者权益(亿元)	8.67	7.10	8.13	7.93
净利润(亿元)	-1.48	-1.12	-0.04	-0.20
公司合并数据				
货币资金(亿元)	29.21	29.34	29.78	26.82
总资产(亿元)	97.88	101.02	113.10	115.62
总负债(亿元)	65.76	68.53	78.11	80.14
所有者权益(亿元)	32.12	32.49	34.99	35.48
营业收入(亿元)	63.41	70.49	81.34	21.35
净利润(亿元)	0.94	1.55	3.09	0.79
经营性现金净流入量(亿元)	7.89	5.96	2.38	-3.52
EBITDA(亿元)	6.76	6.68	8.52	-
EBITDA/利息支出(倍)	3.69	3.20	4.88	-
EBITDA/刚性负债(倍)	0.24	0.25	0.26	-
现金比率(%)	49.88	49.05	43.30	37.97
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	12.75	8.88	3.24	-
非筹资性现金净流入与负债总额比率(%)	14.28	4.68	-11.66	-
资产负债率(%)	67.18	67.84	69.06	69.32
流动比率(%)	97.24	96.96	96.68	97.17
利息保障倍数(倍)	1.95	2.10	3.29	-
净资产收益率(%)	3.06	4.80	9.16	-

注:根据中农发集团经审计的2008~2009年以及未经审计的2010年第一季度财务报表整理、计算;2007年的数据根据2008年财务报表的年初数或上年度数计算。

评级观点

■优势:

●中农发集团由国务院国资委出资设立,是国家农业产业化重点企业,行业地位显著。

●中农发集团的业务组合特征使其具备较强的抗经济周期能力,经营稳定性总体较强。

●中农发集团较易获得政府在财政和项目优先考虑等方面的支持,以及金融机构的信贷资金支持。

●经过资产的重组和清理,中农发集团盈利能力不断得到增强。

●中农发集团非筹资环节的现金流状况较好,且货币资金充裕,即期债务的偿付较有保障。

●中农发集团拥有多家上市公司,能为其提供较充足的业务整合平台和融资平台。

■风险:

●中农发集团重组设立时间较短,下属子公司数量和业务种类众多,资产质量参差不齐。公司后续整合压力仍较大。

●中农发集团总部的管理职能尚待深化落实,尤其是集团尚未实现资金的统一管理,不利于集团资源的优化配置和资金成本的控制。

●海上的恶劣天气及日益猖獗的海盗对中农发集团远洋渔业船队的安全构成一定的威胁。

●中农发集团盈利主要来自远洋渔业、生物疫苗、饲料添加剂以及柴油机等业务,上述业务的盈利状况将受资源制约、原材料价格波动和市场需求变化等因素的影响而发生一定的波动。

安徽皖维高新材料股份有限公司 2010 年度第二期中期票据信用评级报告

概要

评级结果：AA

主要财务数据

项目	2007年	2008年	2009年	2010年3月
货币资金(亿元)	3.34	3.62	2.23	4.64
总资产(亿元)	46.74	30.47	43.40	47.86
应付债券(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
总负债(亿元)	19.19	15.49	21.97	26.83
归属于母公司股东权益(亿元)	27.38	14.81	21.25	19.44
营业收入(亿元)	18.18	21.08	16.72	4.77
归属于母公司股东的净利润(亿元)	0.81	0.64	0.51	0.05
EBITDA(亿元)	2.87	2.68	2.30	-
经营性现金净流入量(亿元)	1.83	1.84	1.23	0.18
资产负债率(%)	41.06	50.83	50.62	56.06
长期资本固定化比率(%)	109.61	112.97	112.94	105.16
有形净值债务率(%)	69.83	103.77	110.57	138.27
流动比率(%)	69.09	79.47	71.96	89.16
利息保障倍数(倍)	2.46	1.77	1.70	-
毛利率(%)	14.93	13.58	14.10	15.09
净资产收益率(%)	4.83	3.03	2.85	-
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	11.11	10.62	6.55	-
经营性现金净流入量/刚性债务(%)	16.44	15.94	8.22	-

注：根据皖维高新经审计的 2007-2009 年财务数据和未经审计的 2010 年一季度财务数据整理、计算。

评级观点

■优势：

●皖维高新是我国聚乙烯醇行业龙头企业，规模优势较明显，随着产能布局的完成和产能进一步扩张，未来经营收益有望得到较大提高。

●皖维高新财务弹性较大，间接融资渠道畅通，融资能力强，能够为债务的偿还提供必要的缓冲。

■风险：

●皖维高新主导产品应用领域涉及化工、化纤和建材等周期性较强行业，易受经济波动的影响。

●皖维高新近期投资规模较大，面临一定的资金压力和项目投资风险。

●皖维高新债务规模不断上升，尤其是流动负债的较快增长，导致公司资产流动性不足。

安徽皖维高新材料股份有限公司主体长期信用评级报告

概要

评级结果：AA 评级展望：稳定

主要财务数据

项目	2007年	2008年	2009年	2010年3月
母公司数据				
总资产(亿元)	46.08	30.11	40.40	43.64
总负债(亿元)	18.73	15.35	19.17	23.72
股东权益(亿元)	27.36	14.76	21.23	19.92
净利润(亿元)	0.87	0.62	0.54	0.06
合并数据				
货币资金(亿元)	3.34	3.62	2.23	4.64
总资产(亿元)	46.74	30.47	43.40	47.86
总负债(亿元)	19.19	15.49	21.97	26.83
归属于母公司股东权益(亿元)	27.38	14.81	21.25	19.44
营业收入(亿元)	18.18	21.08	16.72	4.77
归属于母公司股东的净利润(亿元)	0.81	0.64	0.51	0.05
经营性现金净流入量(亿元)	1.83	1.84	1.23	0.18
EBITDA(亿元)	2.87	2.68	2.30	-
EBITDA/利息支出(倍)	4.32	3.29	4.21	-
EBITDA/刚性负债(倍)	0.26	0.23	0.15	-
现金比率(%)	36.61	40.13	27.60	39.52
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	11.11	10.62	6.55	-
非筹资性现金净流入与负债总额比率(%)	6.11	-0.68	-13.63	-
资产负债率(%)	41.06	50.83	50.62	56.06
流动比率(%)	69.09	79.47	71.96	89.16
利息保障倍数(倍)	2.46	1.77	1.70	-
净资产收益率(%)	4.83	3.03	2.85	-

注：根据皖维高新经审计的 2007-2009 年财务数据和未经审计的 2010 年一季度财务数据整理、计算。

评级观点

■优势：

●皖维高新主要产品之一的高强高模聚乙烯醇纤维是石棉的优良替代品，随着国际禁用石棉国家的增多及我国环保政策的趋严，高强高模聚乙烯醇纤维市场具有较大增长潜力。

●皖维高新是我国聚乙烯醇行业龙头企业，具有国内最大的聚乙烯醇和高强高模聚乙烯醇纤维生产能力，且公司研发实力较强，生产技术国内领先，市场竞争优势突出。

●皖维高新收购了广维化工并控股投资了蒙维科技，产能布局得到优化，有利于降低原材料成本，并拓展产品销售市场。

●皖维高新的水泥生产及在建的醋酸甲酯深加工项目属于循环经济项目，有利于降低能耗，节约成本，提高产出收益。

●皖维高新财务结构较稳健，经营性现金流情况尚好，货币资金存量较充裕，能够为债务偿还提供必要现金支持。

■风险：

●2009 年以来聚乙烯醇价格持续走低，对皖维高新的盈利情况造成了不利影响。

●皖维高新未来投资规模较大，面临一定的资金压力和投资风险。

●皖维高新银行借款等刚性债务规模较大，且资产流动性不佳，面临一定的即期刚性债务偿还压力。

2010年平湖市城市发展投资(集团)有限公司公司债信用评级报告

概要

评级结果: 主体长期信用等级为 AA- 级; 本期债券信用等级为 AA 级 评级展望: 稳定

主要财务数据

项目	2007年	2008年	2009年
货币资金(亿元)	3.20	9.86	14.35
总资产(亿元)	42.99	106.81	130.78
银行借款(亿元)	19.05	38.89	61.01
应付债券(亿元)	-	-	-
总负债(亿元)	28.79	49.46	67.65
所有者权益(亿元)	14.19	57.36	63.13
主营业务收入(亿元)	0.81	1.39	1.86
净利润(亿元)	1.35	0.84	1.24
EBITDA(亿元)	1.65	1.69	2.08
经营性现金净流入量(亿元)	0.47	1.48	-0.93
资产负债率(%)	66.98	46.30	51.73
长期资本固定化比率(%)	94.66	64.01	61.79
有形净值债务率(%)	203.04	90.05	109.17
流动比率(%)	108.88	191.70	239.74
利息保障倍数(倍)	1.03	0.42	0.54
毛利率(%)	23.13	10.94	8.63
净资产收益率(%)	9.53	2.35	2.05
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	1.63	3.78	-1.58
经营性现金净流入量/刚性债务(倍)	2.47	5.05	-1.84
担保人:			
资产总额(亿元)	71.43	87.98	109.21
股东权益(亿元)	55.42	62.29	65.06
主营业务收入(亿元)	2.72	3.21	3.78
净利润(亿元)	1.20	0.80	1.33
经营性现金净流入量(亿元)	0.19	-1.82	-2.23
资产负债率(%)	21.93	28.47	39.76
流动比率(%)	703.25	716.01	600.27

注: 根据平湖城投 2007-2009 年度审计报告和担保方嘉善国投 2007-2009 年度审计报告数据整理、计算。

评级观点

- 优势:
- 平湖市近年经济发展状况总体较好, 可为平湖城投的经营发展提供较好的外部环境。
 - 作为平湖市市政工程项目主要的投资、建设与经营主体, 平湖城投在政策和资金上能够得到平湖市市级财力的支持。
 - 平湖城投资本实力较强, 目前负债水平较低, 后续仍有一定的融资空间。公司资信记录良好, 融资渠道较畅通。
 - 嘉善国投提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保可在一定程度上增强本期债券本息偿付的安全性。
- 风险:
- 平湖市级财力规模仍较有限, 中短期内增量压力较大, 易对城建资金政府投入产生负面影响。
 - 平湖城投未来几年城市基础设施投资规模扩大, 融资规模将进一步上升, 融资压力加大。
 - 平湖城投部分市政工程类资产的变现能力弱。
 - 平湖城投现阶段仍处于资产及业务整合阶段。

2010年嵊州市投资控股有限公司公司债券信用评级报告

概要

评级结果: 主体长期信用等级 AA- 级, 本期债券信用等级 AA 级 评级展望: 稳定

主要财务数据

项目	2007年	2008年	2009年
发行人:			
货币资金(亿元)	7.87	9.89	16.13
总资产(亿元)	76.29	104.51	116.64
银行借款(亿元)	17.72	26.46	40.31
总负债(亿元)	27.28	42.75	52.66
股东权益(亿元)	48.94	61.72	63.93
主营业务收入(亿元)	3.01	3.64	3.50
净利润(亿元)	0.96	1.10	1.29
EBITDA(亿元)	1.94	2.78	2.00
经营性现金净流入量(亿元)	2.42	1.83	2.57
资产负债率(%)	35.76	40.90	45.15
流动比率(%)	241.71	200.03	211.28
利息保障倍数(倍)	2.25	1.78	0.66
毛利率(%)	29.00	40.08	3.68
净资产收益率(%)	2.04	1.98	2.05
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	9.70	5.24	5.39
经营性现金净流入量/刚性债务(倍)	15.78	8.23	7.62
嵊州市经济数据			
地区生产总值(亿元)	191.85	217.02	231.18
一般预算收入(亿元)	8.38	10.00	10.86
财政总收入(亿元)	16.57	19.32	20.83
担保方: 绍兴轻纺城			
资产总额(亿元)	102.95	125.71	147.80
股东权益(亿元)	51.34	59.86	58.31
主营业务收入(亿元)	7.20	6.73	8.47
净利润(亿元)	2.60	2.26	0.82
经营性现金净流入量(亿元)	3.16	2.47	5.96
资产负债率(%)	44.14	46.82	55.24
流动比率(%)	61.89	44.46	73.55

注: ①根据嵊州投控 2007-2009 年度审计报告及担保方绍兴轻纺城 2007-2009 年度审计报告财务数据整理、计算。②嵊州市经济数据由嵊州投控提供。

评级观点

- 优势:
- 嵊州投控承担着嵊州市基础设施及市政公用事业项目的投资、融资、建设、运营和管理任务, 是嵊州市城市建设的重要平台。
 - 嵊州市经济持续健康的发展, 有利于市财政加大基础设施投资力度, 为嵊州投控创造了较好的外部经营环境。
 - 嵊州投控目前业务主要包括: 市政基础设施工程、土地一级开发、供水业务和市场经营等, 公司业务运营在嵊州市具有一定的区域优势。
 - 嵊州投控资本实力较强, 财务结构较为合理。公司经营活动能够产生一定量的现金流入, 流动资产具有一定变现能力, 整体偿债能力尚可。
 - 本期债券由绍兴轻纺城提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 可为本期债券本息的到期偿付提供进一步保障。
- 风险:
- 嵊州投控土地一级开发业务受国家经济发展、宏观调控以及土地储备管理制度影响较大, 公司面临一定的经济波动和政策调整风险。
 - 嵊州投控承担了部分社会职能, 对公司经营效益产生影响。

2010年重庆交通旅游投资集团有限公司公司债券信用评级报告

概要

评级结果：主体长期信用等级为 AA+ 级，债券信用等级为 AA+ 级 评级展望：稳定

主要财务数据

项目	2007年	2008年	2009年
货币资金(亿元)	5.10	25.08	48.61
总资产(亿元)	237.55	280.98	354.60
银行借款(亿元)	116.65	137.77	210.24
应付债券(亿元)	12.00	27.00	27.00
总负债(亿元)	147.92	185.39	258.40
所有者权益(亿元)	89.64	95.59	96.20
营业收入(亿元)	7.57	6.77	5.97
净利润(亿元)	3.93	3.79	0.03
EBITDA(亿元)	10.97	11.18	2.72
经营性现金净流入量(亿元)	7.45	8.68	0.55
资产负债率(%)	62.27	65.98	72.87
长期资本固定化比率(%)	97.74	93.08	88.92
有形净值债务率(%)	171.96	201.34	278.35
流动比率(%)	115.17	146.67	166.60
利息保障倍数(倍)	1.12	0.95	0.16
毛利率(%)	40.67	38.97	20.87
净资产收益率(%)	4.66	4.09	0.03
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	5.70	5.21	0.25
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	6.43	5.90	0.27

注：根据经审计的按照新会计准则编制的 2007-2009 年度经审计的财务报告整理、计算。

评级观点

- 优势：
 - 重庆市近年来经济发展较快，财政实力逐年增强，城市地位得到提升。重庆交旅所处区域环境较好。
 - 重庆交旅作为重庆市高等级公路和旅游项目开发投融资及运营主体之一，能够得到重庆市政府的大力支持。
 - 重庆交旅资本实力较强，融资渠道较广，财务风险相对较小；且货币资金较为充裕，实际偿债能力较强。重庆市财政的大力支持有助于增强公司的债务偿付能力。
 - 重庆交旅现有债务大部分用于二级公路建设。收费取消后，该部分债务将主要转由中央和地方政府逐步偿付。公司实际的债务偿付压力明显减轻。
 - 重庆交旅拥有大量不可再生的优质旅游和土地资源，为公司未来发展奠定了良好基础。
- 风险：
 - 重庆交旅旅游开发和土地储备等业务的发展易受到经济周期波动的影响。
 - 随着重庆市政府还贷性二级公路收费的取消，重庆交旅主业转移至旅游开发和土地储备，业务转型将会给公司经营带来一定波动。
 - 近年来投资性房地产增值对重庆交旅的盈利和权益资本增加贡献较大。该类资产评估具有一定的波动性。

2010年无锡产业发展集团有限公司公司债券信用评级报告

概要

评级结果：主体长期信用等级为 AA 级；本期债券信用等级为 AA+ 级 评级结果：稳定

主要财务数据

项目	2007年	2008年	2009年	2010年一季度
发行人：				
货币资金(亿元)	13.47	11.99	15.25	17.4
总资产(亿元)	94.62	102.08	129.91	139.3
银行借款(亿元)	31.42	28.70	41.68	44.25
应付债券(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
总负债(亿元)	48.96	44.29	62.65	67.44
所有者权益(亿元)	45.65	57.79	67.26	71.86
营业收入(亿元)	47.03	43.35	43.02	16.06
净利润(亿元)	2.85	2.83	5.26	1.25
EBITDA(亿元)	7.47	7.77	10.01	1.36
经营性现金净流入量(亿元)	3.18	8.87	2.4	1.24
资产负债率(%)	51.75	43.38	48.22	48.41
长期资本固定化比率(%)	98.81	102.90	88.28	88.08
有形净值债务率(%)	142.41	87.34	99.94	101.27
流动比率(%)	101.14	96.11	120.32	119.31
利息保障倍数(倍)	2.64	2.28	4.03	—
毛利率(%)	20.9	19.6	19.41	23.04
净资产收益率(%)	7.45	5.47	8.41	—
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	6.78	19.03	4.48	—
经营性现金净流入量/刚性债务(倍)	9.52	26.68	6.31	—
担保人：				
资产总额(亿元)	122.03	157.81	170.10	—
归属于母公司股东权益(亿元)	74.83	80.30	83.32	—
营业收入(亿元)	7.72	9.33	15.17	—
归属于母公司所有者的净利润(亿元)	2.49	1.55	1.65	—
经营性现金净流入量(亿元)	5.13	7.72	9.56	—
资产负债率	38.68	51.02	51.02	—
流动比率(%)	64.01	62.30	62.30	—

注：根据无锡产业集团及担保方无锡市政 2007-2009 年经审计的财务数据以及无锡产业集团 2010 年第一季度未经审计的财务报表编制。

评级观点

- 优势：
 - 作为无锡市现有产业经营和高新技术产业培育的平台，无锡产业集团能够在政策、资源上得到无锡市政府的大力支持。
 - 无锡市经济的发展、财政收入的增长，可为无锡产业集团未来的发展提供良好的外部环境。无锡产业集团现有产业在各细分领域具有一定的市场地位，竞争优势较明显。
 - 无锡产业集团资本实力较强，负债水平合理，货币资金充裕，土地等存量资产变现潜力较大，可为本期债券偿付提供较强的保障。
 - 无锡产业集团本期债券募集资金主要用于北创科技园项目。无锡市政府计划通过项目投资收益、日常经营积累和银行借款等方式偿还到期债券本金和利息，保障程度较高。
 - 无锡市政提供的全额无条件不可撤销连带保证责任，可在一定程度上增强本期债券本息偿付的安全性。
- 风险：
 - 受世界金融危机蔓延的影响，实体经济增速放缓，从而对无锡产业集团现有产业经营业绩的稳固和提升产生一定不利影响。
 - 未来投资收益若不具有持续性和稳定性将对无锡产业集团盈利规模的扩张和盈利能力的提升带来负面影响。
 - 随着北创科技园项目力度的加大，无锡产业集团未来的融资规模将有所上升，债务压力将加大。
 - 无锡产业集团后续仍将进行一定规模的资产整合，存在相应的整合风险。

2010年7月-8月跟踪评级汇编

债券名称	债券信用等级	主体信用等级	评级日期
2009年上海新黄浦置业股份有限公司公司债券	AA+	AA	2010-6-4
2009年中国通用技术(集团)控股有限责任公司第一期中期票据	AAA	AAA	2010-6-29
2009年上海久事公司第一期中期票据	AAA	AAA	2010-6-30
2009年上海久事公司企业债券	AAA	AAA	2010-6-30
2009年上海电力股份有限公司中期票据	AA+	AA+	2010-6-30
2008年和2009年海航集团有限公司公司债券	AA	AA	2010-7-14
2009年百联集团有限公司公司债券	AA+	AA+	2010-7-15
2009年复地(集团)股份有限公司公司债券	AA	AA	2010-7-16
2010年南昌市红谷滩城市投资集团有限公司公司债券	AA	AA-	2010-7-20
2008年包商银行股份有限公司次级债券	AA-		2010-7-22
2009年嘉善县国有资产投资有限公司公司债券	AA+	AA-	2010-8-4
2010年浙江中国小商品城集团股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	2010-8-5
2010年上海建工(集团)总公司第一期短期融资券	A-1	AA+	2010-8-5
2010年甘肃祁连山水泥集团股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	2010-8-11
2009年北京市顺义区中小企业第一期中期票据	A-1		2010-8-12
2010年天津保税区投资控股集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	2010-8-16



地址：上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
邮编：200001
电话：（021）63501349
传真：（021）63500872
Email: mail@shxsj.com
Http://www.shxsj.com