



2010年双月刊  
总第四十五期

# 资信评估

Credit Rating

5

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](mailto: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 宏观经济的运行与资产负债表的变化

### 行业动态

11 规避信用风险中国版 CDS 上路 “垃圾” 债券  
推出有望

12 银行间市场交易商协会成立信用评级专业委员会

12 惠誉分析师: 中国面临债务投资双重风险

### 公司新闻

13 新世纪总裁朱荣恩受邀担任中国银行间市场交  
易商协会信用评级专业委员会副主任委员

13 新世纪推出《商业银行压力测试》和《商业银行  
理财产品压力测试》解决方案

13 新世纪 LOGO 成为国家注册商标

### 分析报告

14 2010 年 9 月 -10 月发行债券评级汇编

15 2010 年 9 月 -10 月信用评级报告概要

33 2010 年 9 月 -10 月跟踪评级汇编

# 宏观经济的运行与资产负债表的变化

郭继丰

货币供给的派生存款创造是以货币的最大需求方——企业的资金无限制需求为假设条件，没有考虑货币供给的意愿，即货币供给方在货币需求方满足什么条件下才愿意供给货币。货币需求理论并未考虑货币的供给条件，尤其是没有考虑作为货币的需求方需要满足货币供给方的供给条件。因此，构建基于资产负债表的货币供求理论，则可以进一步回答资产负债情况对货币供求的影响，以及财政和货币政策如何影响资产负债表，从而对宏观经济产生影响。

## 一、基于资产负债表的货币供给意愿与货币需求能力

### （一）基于资产负债表的货币供给意愿与货币需求能力的假设

1. 货币供给者是否愿意提供货币取决于货币需求方的能力或货币需求方的信用状态。
2. 货币需求方的货币需求能力取决于货币需求方信用状态。
3. 货币需求方信用状态则取决于货币需求方的资产负债状态。

### （二）资产负债表的模型构建

资产负债表通过相应的会计科目和准则对企业经营信息进行记录，包括内容众多。为了解释经济运行对企业资产负债表的影响，把资产负债表进行抽象、简化。

#### 1. 资产

把企业的资产划分为不变资产与可变资产。不变资产是指在会计上不随金融资产价格、商品价格、企业经营效益变化而变化的资产。可变资产是指在会计上随着金融资产价格、商品价格、企业经营效益的变化也会发生变化的资产。根据可变资产受到的因素不同，可变资产可进一步划分为金融资产、存货、经营效益变化引起的资产变化。其中，金融资产的价值变化取决于金融产品的价格，存货的价值取决于存货价格的变化，经营效益引起的资产价值变化在静态下表现为货币资金的增加。

#### 2. 负债

把企业负债分为两类，一类为所有者权益，一类为债务。

#### 3. 资产负债的关系

根据资产、负债的定义及其借贷平衡原理，对资产、负债进行符号规定，并构建资产负债的关系。

资产 (Assets) = A, 不变资产 (Invariant Assets) = IA, 可变资产 (Variant Assets) = VA, 金融资产 (Financial Assets) = FinA, 存货 (Inventory) = In, 货币资金 (Monetary Assets) = MA  
负债 (Liabilities) = L, 所有者权益 (Owner's Equities) = OE, 债务 (Debt) = De

资产负债率 (Asset-Liability Ratio) = ALR

$$\begin{aligned}
 A_t &= IA_t + FinA_t + In_t + MA_t \dots\dots\dots 1 \\
 L_t &= OE_t + De_t \dots\dots\dots 2 \\
 A_t &= L_t \dots\dots\dots 3 \\
 IA_t + Q_{FinA_t} \times P_{FinA_t} + Q_{In_t} \times P_{In_t} + MA_t &= OE_t + De_t \dots\dots\dots 4 \\
 ALR_t &= \frac{De_t}{IA_t + Q_{FinA_t} \times P_{FinA_t} + Q_{In_t} \times P_{In_t} + MA_t} \dots\dots\dots 5 \\
 OE_{t+1} &= OE_t + [(Q_{FinA_t} \times P_{FinA_{t+1}} + Q_{In_t} \times P_{In_{t+1}} + MA_{t+1}) - (Q_{FinA_t} \times P_{FinA_t} + Q_{In_t} \times P_{In_t} + MA_t)] \dots\dots 6 \\
 De_{t+1} &= De_t + \Delta De_{t+1} \dots\dots\dots 7 \\
 A_{t+1} &= IA_t + Q_{FinA_t} \times P_{FinA_{t+1}} + Q_{In_t} \times P_{In_{t+1}} + MA_{t+1} + \Delta De_{t+1} \dots\dots\dots 8 \\
 ALR_{t+1} &= \frac{De_{t+1}}{IA_t + Q_{FinA_t} \times P_{FinA_{t+1}} + Q_{In_t} \times P_{In_{t+1}} + MA_{t+1} + \Delta De_{t+1}} \dots\dots\dots 9 \\
 IA_{t+1} &= IA_t, Q_{FinA_{t+1}} = Q_{FinA_t}, Q_{In_{t+1}} = Q_{In_t} \dots\dots\dots 10
 \end{aligned}$$

根据公式 5、9 可以知道，资产负债率的变化取决于货币需求方拥有的不变资产价值、可变金融资产价值、存货价值和收入的增长，合理的资产负债率将可以增加信用额。即合理的信用水平将有利于信用规模的扩大。

### (三) 货币供给意愿和货币需求能力的合理资产负债率

作为货币供给方的银行、债券投资者或股票投资者，有意愿给货币的需求方提供货币，取决于货币需求方的合理资产负债率，即需求方的信用状态。

作为货币需求方需要的相应货币对于自身的能力而言就是要保持合理的资产负债率或信用水平。

### (四) 资产负债率的分类和影响因素分析

在封闭型经济下，现代社会的资产负债率可以分为个人或家庭资产负债率、企业资产负债率和政府资产负债率，分别表示封闭经济条件下经济运行的三个主体。

个人资产负债率受到个人已有不变资产、个人持有的金融资产、个人收入水平的影响。个人的净收入受到 GDP 增长、税率的影响。

企业负债率受到企业的不变资产、金融资产、存货资产和企业经营收入的影响。企业的经营收入受到 GDP 增长和税率的影响。

政府的资产负债率受到财政收支、GDP 增长的影响。

个人、企业和政府的资产负债率集中反映到凯恩斯的封闭型国民收入核算体系中，就是储蓄、投资、政府收支的关系。但是，凯恩斯的国民收入核算体系，只反应了个人、企业、政府的资金余缺状态，没有能够反映各主体的资产负债情况。

## 二、基于资产负债率的货币供给与货币需求重构

(一) 基于个人、企业、政府的组合资产负债率

$$\begin{cases} ALR = \sum_{i=1}^3 \left( \frac{GDP_i}{GDP} \cdot ALR_i \right) + W \cdot \text{cov}(A) \cdot W' \\ \sum_{i=1}^3 \frac{GDP_i}{GDP} = 1 \end{cases} \dots\dots\dots 11$$

$\frac{GDP_i}{GDP}$ ——GDP 在个人、企业、政府间的分配比例；  
 $ALR_i$ ——个人、企业、政府的资产负债率；  
 $W$ ——个人、企业、政府在 GDP 中分配比例的矩阵；  
 $\text{Cov}(A)$ ——个人、企业、政府资产负债率的协方差矩阵。

(二) 基于组合资产负债率的货币供给

由  $M = H \cdot \frac{R(1+C)}{R+C}$  可以推出：

$$K = \frac{1}{\frac{C}{C+D} + \frac{R}{C+D}} \dots\dots\dots 12$$

$D-R$ （商业银行的存款 - 准备金）可用于发放贷款，由  $ALR$  确定的贷款量为  $N$ ，则未发放的可用发放贷款量为  $(D-R)-N$ ，未发放贷款量占  $C+D$  的比例为  $\frac{(D-R)-N}{C+D}$ 。

因此，货币乘数：

$$K = \frac{1}{\frac{C}{C+D} + \frac{R}{C+D} + \frac{(D-R)-N}{C+D}} \dots\dots\dots 13$$

随着  $ALR$  的上升， $N$  减少，直到  $N \rightarrow 0$ ， $\lim_{ALR \rightarrow 1} N = 0$ ，则：

$$K = \lim_{N \rightarrow 0} \frac{1}{\frac{C}{C+D} + \frac{R}{C+D} + \frac{(D-R)-N}{C+D}} = \frac{1}{\frac{C}{C+D} + \frac{R}{C+D} + \frac{D-R}{C+D}} = \frac{1}{\frac{C+D}{C+D}} = 1$$

令  $\frac{C}{C+D} = c$ ， $\frac{R}{C+D} = \pi$ ， $\frac{[(D-R)-N]}{C+D} = n$ ，则：

$$K = \frac{1}{c + \pi + n} \dots\dots\dots 14$$

因为：  $K = \frac{1}{\frac{C}{C+D} + \frac{R}{C+D} + \frac{(D-R)-N}{C+D}}$ ，所以：  $K = \frac{1}{\frac{C}{C+D} + \frac{R}{C+D} + \frac{D}{C+D} - \frac{R}{C+D} - \frac{N}{C+D}} = \frac{1}{1 - \frac{N}{C+D}}$

因为  $N$  为  $ALR$  确定的贷款量，且随着  $ALR$  的上升， $N$  减少。为简单起见，设：

$$N = \xi ALR^{-\nu}, 0 \leq N \leq (D-R), 0 \leq ALR \leq 1, \nu > 0, \xi > 0$$

$$\eta = \frac{N}{C+D} = \frac{\xi ALR^{-\nu}}{C+D}, 0 < \eta < 1 \quad \text{则,}$$

$$K = \frac{1}{1-\eta} \dots\dots\dots 15$$

同时，因为： $\frac{[(D-R)-N]}{(C+D)} = n$ ,  $\eta = \frac{N}{C+D} = \frac{\xi ALR^{-v}}{C+D}$ ，则：

$n = \frac{[(D-R)-N]}{(C+D)} = \frac{D}{C+D} - \frac{R}{C+D} - \frac{N}{C+D} = \omega - r - \eta$ ,  $\frac{D}{C+D} = \omega$ ，则：

$$\begin{cases} K = \frac{1}{c+\pi+n} = \frac{1}{c+\pi+(\omega-\pi-\eta)} = \frac{1}{c+\omega-\eta} \dots\dots\dots 16 \\ c+\omega=1 \end{cases}$$

综合考虑到超额准备金比率（ $e$ ）、现金漏损率（ $\tau$ ）、通货膨胀率（ $f$ ）、未放贷比例，则：

$$M^s = H \cdot \frac{1+f}{[e+\tau+(c+\omega-\eta)]+f} \dots\dots\dots 17$$

$$K = \frac{1+f}{e+\tau+c+\omega-\eta+f} \dots\dots\dots 18$$

因为： $H=C+R$ ,  $R=D \times r=Rd$ ，所以  $H=C+Rd$ ，所以：

$$M^s = (C+rD) \cdot \frac{1+f}{e+\tau+c+\omega-\eta+f} \dots\dots\dots 19 \quad \text{或者，}$$

$$M^s = (C+rD) \cdot \frac{1+f}{1+e+\tau-\eta+f} \dots\dots\dots 20$$

当  $e=0$ ,  $\tau=0$ ,  $f=0$ ,  $\eta = \lim_{ALR \rightarrow 1} \frac{\xi ALR^{-v}}{C+D} = 0$ ，则， $K=0$ ,  $M^s = (C+rD)$

当  $e=0$ ,  $\tau=0$ ,  $f=0$ ,  $\eta = \lim_{ALR \rightarrow 0} \frac{\xi ALR^{-v}}{C+D} = \frac{D-R}{C+D} = \omega - r$ ，则， $K = \frac{1+f}{e+\tau+c+\omega-(\omega-\pi)+f} = \frac{1}{e+\tau+c+\omega+\pi}$

$$M^s = (C+rD) \cdot \frac{1}{e+\tau+c+\omega+r} \dots\dots\dots 21$$

其中： $r=f(r_d, r_t)$ ,  $r_d$  为活期存款法定存款准备金比率， $r_t$  为定期存款法定存款准备金比率， $C$  中央银行发行的现金，是中央银行的行为； $e$  为超额准备金比率是商业银行的行为； $\tau$  为现金漏损率，是居民的行为； $\eta$  为资产负债率，为企业、居民与商业银行的共同行为。

### （三）基于组合资产负债率的货币需求

$$\begin{cases} M^d = L(Y, \pi) = \beta_1 + \beta_2 Y + \beta_3 \pi \Rightarrow M^d = \beta_1 + \beta_2 Y + a\beta_3 ALR^x \dots\dots\dots 22 \\ \pi = f(ALR) = aALR^x \end{cases}$$

## 三、基于资产负债率货币供求均衡及货币、财政政策对经济增长的影响

令  $M^s = M^d$ ，则  $(C+rD) \cdot \frac{1+f}{1+e+\tau-\eta+f} = \beta_1 + \beta_2 Y + a\beta_3 ALR^x$

$$Y = \frac{(C+rD)}{\beta_2} \cdot \frac{1+f}{1+e+\tau-\eta+f} - \frac{\beta_1}{\beta_2} - \frac{a\beta_3}{\beta_2} \cdot ALR^x \dots\dots\dots 23$$

因为  $\eta = \frac{\xi ALR^{-v}}{C+D}$ ，所以，

$$Y = \frac{(C+rD)}{\beta_2} \cdot \frac{1+f}{1+e+\tau-\frac{\xi ALR^{-v}}{C+D}+f} - \frac{\beta_1}{\beta_2} - \frac{a\beta_3}{\beta_2} \cdot ALR^x \dots\dots\dots 24$$

(1) 经济增长与法定存款准备金的比率关系

$$\frac{dY}{dr} = \frac{D}{\beta_2} \cdot \frac{1+f}{1+e+\tau-\frac{\xi ALR^{-v}}{C+D}+f} \dots\dots\dots 25$$

当  $e=0$ ,  $\tau=0$ ,  $f=0$ ,  $\frac{dY}{dr} = \frac{D}{\beta_2} \cdot \frac{1}{1-\frac{\xi ALR^{-v}}{C+D}}$ ; 因为  $\xi ALR^{-v} = N$ , 所以,  $\frac{dY}{dr} = \frac{D}{\beta_2} \cdot \frac{1}{1-\frac{N}{C+D}}$ 。

在通常情况下, 贷款量小于现金与存款之和时,  $\frac{dY}{dr} > 0$ , 提高法定存款准备金比率有利于经济增长。即贷款量越高, 意味着资产负债率越高, 需要通过提高准备金比率, 减少贷款量。在这里必须要清楚的是, 这里的资产负债率 (ALR) 为社会资产负债率, 而不是单一政府、企业或个人的资产负债率。

如果,  $\xi ALR^{-v} > N > (C+D)$ , 则  $\frac{dY}{dr} < 0$ ; 表明对于宏观经济整体而言, 对于另一个宏观经济主体产生了负债, 在这种条件下, 提高法定存款准备金比率则不利于经济的增长。

(2) 经济增长与资产负债率的关系

$$\frac{dY}{d(ALR)} = - \left[ \frac{(C+rD)}{\beta_2} \cdot \frac{v\xi(1+f) \cdot ALR^{-v-1}}{\left(1+e+\tau-\frac{\xi ALR^{-v}}{C+D}+f\right)^2} + \frac{a\chi\beta_3}{\beta_2} \cdot ALR^{\chi-1} \right] < 0 \dots\dots 26$$

即随着整个社会资产负债率的提高, 经济增长下降。而影响社会资产负债率主要通过社会资产负债率的构成关系决定, 即:

$$ALR = \sum_{i=1}^3 \left( \frac{GDP_i}{GDP} \cdot ALR_i \right) + W \cdot \text{cov}(A) \cdot W', \sum_{i=1}^3 \frac{GDP_i}{GDP} = 1$$

$\frac{GDP_i}{GDP}$  —— GDP 在个人、企业、政府间的分配比例;

$ALR_i$  —— 个人、企业、政府的资产负债率;

$W$  —— 个人、企业、政府在 GDP 中分配比例的矩阵;

$\text{Cov}(A)$  —— 个人、企业、政府资产负债率的协方差矩阵。

进一步而言, 财政政策可以通过税种、税率及其支出方向和数量, 调整企业、个人、居民之间的财富分配以及资产负债情况, 从而调整社会的资产负债率。但是, 这一调整方式将是一个长周期的行为。

但是, 在财富分配比例一定的条件下, 政府可以通过自身的资产与负债水平, 调整社会的资产负债率。即如果储蓄较多, 投资与消费不足情况下, 政府扩大负债水平, 有利于经济增长; 如果居民、企业资产负债水平较高, 则政府可以通过减少支出, 降低资产负债水平有利于经济增长。

(3) 经济增长与现金投放的关系

$$\frac{dY}{dC} = \frac{1}{\beta_2} - \frac{(1+f)\xi ALR^{-v}}{\left[(1+e+\tau+f)(C+D)-\xi ALR^{-v}\right]^2} = \frac{1}{\beta_2} - \frac{(1+f)N}{\left[(1+e+\tau+f)(C+D)-N\right]^2} \dots\dots 27$$

当  $e=0$ ,  $\tau=0$ ,  $f=0$ ,  $\frac{dY}{dC} = \frac{1}{\beta_2} - \frac{N}{(C+D-N)^2}$

①如果:  $\frac{dY}{dC} = \lim_{ALR \rightarrow 1} \left\{ \frac{1}{\beta_2} - \frac{(1+f)\xi ALR^{-v}}{[(1+e+\tau+f)(C+D)-\xi ALR^{-v}]^2} \right\} = \lim_{N \rightarrow 0} \left\{ \frac{1}{\beta_2} - \frac{N}{(C+D-N)^2} \right\} = \frac{1}{\beta_2}$ , 即,  $\frac{dY}{dC} = \frac{1}{\beta_2} > 0$

显然, 如果整个社会的资产负债表恶化, 通过投放现金有利于经济的增长。

在这种情况下, 政府则可以通过财政性货币发行、宽松的货币政策促进经济增长。

②如果:  $\frac{dY}{dC} = \lim_{ALR \rightarrow 0} \left\{ \frac{1}{\beta_2} - \frac{(1+f)\xi ALR^{-v}}{[(1+e+\tau+f)(C+D)-\xi ALR^{-v}]^2} \right\} = \lim_{N \rightarrow (D-R)} \left\{ \frac{1}{\beta_2} - \frac{N}{(C+D-N)^2} \right\} = \frac{1}{\beta_2} - \frac{(D-R)}{[(C+D)-(D-R)]^2} = \frac{1}{\beta_2} - \frac{(D-R)}{(C+R)^2}$

显然, 在整个社会的资产负债趋于 0 的条件下, 现金的投放是否有利于经济增长, 取决于货币量是否满足经济增长的需要、居民的持币行为及其中央银行的法定存款准备金比率之间的相互关系。

(4) 经济增长与存款行为之间的关系

$$\frac{dY}{dD} = \frac{r}{\beta_2} - \frac{(1+f)\xi ALR^{-v}}{[(1+e+\tau+f)(C+D)-\xi ALR^{-v}]^2} = \frac{r}{\beta_2} - \frac{(1+f)N}{[(1+e+\tau+f)(C+D)-N]^2} \dots 28$$

当  $e=0$ ,  $\tau=0$ ,  $f=0$ ,  $\frac{dY}{dC} = \frac{1}{\beta_2} - \frac{N}{(C+D-N)^2}$

①如果:  $\frac{dY}{dD} = \lim_{ALR \rightarrow 1} \left\{ \frac{r}{\beta_2} - \frac{(1+f)\xi ALR^{-v}}{[(1+e+\tau+f)(C+D)-\xi ALR^{-v}]^2} \right\} = \lim_{N \rightarrow 0} \left\{ \frac{r}{\beta_2} - \frac{N}{(C+D-N)^2} \right\} = \frac{r}{\beta_2}$ , 即,  $\frac{dY}{dD} = \frac{r}{\beta_2} > 0$

显然, 如果整个社会的资产负债表衰退, 通过增加存款有利于经济的增长。

②如果:  $\frac{dY}{dD} = \lim_{ALR \rightarrow 0} \left\{ \frac{r}{\beta_2} - \frac{(1+f)\xi ALR^{-v}}{[(1+e+\tau+f)(C+D)-\xi ALR^{-v}]^2} \right\} = \lim_{N \rightarrow (D-R)} \left\{ \frac{r}{\beta_2} - \frac{N}{(C+D-N)^2} \right\} = \frac{r}{\beta_2} - \frac{(D-R)}{[(C+D)-(D-R)]^2} = \frac{r}{\beta_2} - \frac{(D-R)}{(C+R)^2}$

显然, 在整个社会的资产负债趋于 0 的条件下, 存款量的增加是否有利于经济增长, 取决于货币量是否满足经济增长的需要、居民的持币行为及其中央银行的法定存款准备金比率之间的相互关系。

(5) 经济增长与超额准备金比率、现金漏损率之间的关系

$$\frac{dY}{de} = \frac{dY}{d\tau} = -\frac{(C+rD)}{\beta_2} \cdot \frac{1+f}{\left(1+e+\tau-\frac{\xi ALR^{-v}}{C+D}+f\right)^2} < 0 \dots \dots \dots 29$$

显然超额准备金率的增加、现金漏损率的增加, 将使得经济增长下降。



(6) 经济增长与通货膨胀之间的关系

$$\frac{dY}{df} = \frac{(C+rD) \cdot (e+\tau)(C+D) - \xi ALR^{-v}}{\beta_2(C+D) \left(1+e+\tau - \frac{\xi ALR^{-v}}{C+D} + f\right)^2} = \frac{c+r}{\beta_2} \cdot \frac{(e+\tau)(C+D) - \xi ALR^{-v}}{\left(1+e+\tau - \frac{\xi ALR^{-v}}{C+D} + f\right)^2} \dots\dots 30$$

①当  $e=0, \tau=0$  时,  $\frac{dY}{df} = -\frac{c+r}{\beta_2} \cdot \frac{\xi ALR^{-v}}{\left(1 - \frac{\xi ALR^{-v}}{C+D} + f\right)^2} < 0$ , 显然, 在超额准备金比率、现金漏损率为 0 的条件下, 通货膨胀率不利于经济增长。

②如果  $e=0, \tau > 0$ , 并使得  $(e+\tau)(C+D) - \xi ALR^{-v} > 0$ , 即在  $\xi ALR^{-v} = N, (e+\tau)(C+D) - N > 0$ , 则  $\frac{dY}{df} > 0$

即适度的通货膨胀有利于经济增长。

在这种条件下, 同样可以采取财政性货币发行、宽松的货币政策, 实现适度的通货膨胀促进经济的增长。

#### 四、宏观经济波动下资产负债表的扩张与衰退

就单一主体(包括政府、居民和企业, 这里以企业为例说明)而言, 其资产负债表的扩张与收缩与宏观经济、金融运行存在密切关系。在不考虑财政政策、企业经营收入水平对资产负债表影响的条件下, 可以知道企业的资产负债表的变化将受到金融资产价格和商品价格的严重影响。

##### (一) 资产负债表的初始状态

假设资产负债表各科目的数据通过所占资产或负债的比率加以表示(如图 1), 其所占比率作为初始的数量, 而资产的价格为 1、资产价格的变化通过上涨或下跌的比例加以反映。在这种情况下, 资产等于负债, 等于 1。

图 1: 资产负债表的初始状态

			Q	P	change rate
资产	金融资产	0.2	0.2	1	1
	存货	0.15	0.15	1	1
	其他资产	0.65			
负债	所有者权益	0.4			
	债务	0.6			
	资产负债率	0.6			
1					
资产	金融资产	0.2			
	存货	0.15			
	其他资产	0.65	1		
负债	所有者权益	0.4		0	
	债务	0.6	1		
	资产负债率	0.6			

(二) 随资产价格上涨的资产负债表优化

假设金融资产的价格上涨了 20%、存货的价格上涨了 30%，且资产价格上涨带来的收益属于所有者权益，那么资产负债表将随着资产价格的上涨而得到优化，资产负债率为 55.30%（见图 2），即：由于资产价格的上涨使得企业的资产增长了 8.5%，同时，负债也增长了 8.5%。

图 2：资产价格上涨下的资产负债表优化

			Q	P	change rate
资产	金融资产	0.24	0.2	1.2	1.2
	存货	0.195	0.15	1.3	1.3
	其他资产	0.65			
负债	所有者权益	0.4			
	债务	0.6			
资产负债率		0.552995392			
2					
资产	金融资产	0.24			
	存货	0.195			
	其他资产	0.65	1.085		0.085
负债	所有者权益	0.485			
	债务	0.6	1.085		
资产负债率		0.552995392			

(三) 资产负债表优化下的资产负债表扩张

资产负债表的优化使得企业在资产负债表上具有了扩张债务的能力，资产价格的上涨使得企业具有了债务扩张的动机。在能力和动机满足的条件下，企业将通过扩大债务水平扩大生成能力（如图 3），即企业开始扩大债务规模，调整所有者权益与负债的比例关系，进一步提高了资产负债率，达到 72.83% 的水平。

图 3：资产价格上涨下的资产负债表扩张

			Q	P	change rate
资产	金融资产	0.24	0.2	1.2	1.2
	存货	0.195	0.15	1.3	1.3
	其他资产	0.65			
负债	所有者权益	0.4			
	债务	0.6			
资产负债率		0.552995392			
3					
资产	金融资产	0.24			
	存货	0.195			
	其他资产	0.65	1.085		
负债	所有者权益	0.485		0	
	债务	0.6	1.085		
资产负债率		0.552995392			
资产	金融资产	0.24			
	存货	0.195			
	其他资产	1.35	1.785		
负债	所有者权益	0.485		0	
	债务	1.3	1.785		0.7
资产负债率		0.728291317			

(四) 随资产价格下跌的资产负债表衰退

在资产负债表扩张的前提下，如果发生金融危机，则资产价格下跌，由于债务的刚性和资产价格的弹性，使得资产负债表急剧恶化（如图 4）；即如果资产价格回落到 20% 条件下，那么企业的资产负债率将达到 90.47%。在这样的状态下，资产负债表严重衰退。

图 4：资产价格下跌下的资产负债表衰退

			Q	P	change rate
资产	金融资产	0.24	0.2	1.2	1.2
	存货	0.195	0.15	1.3	1.3
	其他资产	0.65			
负债	所有者权益	0.4			
	债务	0.6			
资产负债率		0.552995392			
4					
资产	金融资产	0.24			
	存货	0.195			
	其他资产	0.65	1.085		
负债	所有者权益	0.485		0	
	债务	0.6	1.085		
资产负债率		0.552995392			
资产	金融资产	0.24			
	存货	0.195			
	其他资产	1.35	1.785		
负债	所有者权益	0.485		0	
	债务	1.3	1.785		0.7
资产负债率		0.728291317			
资产	金融资产	0.048			0.2
	存货	0.039			0.2
	其他资产	1.35	1.437		
负债	所有者权益	0.137		0	
	债务	1.3	1.437		0.7
资产负债率		0.904662491			

五、基本的结论

根据货币供给和需求，及在宏观经济波动下资产负债表的变化，可以得出以下的结论：

第一，从货币的供给与需求来看，货币供给不仅受到中央银行货币政策的影响，同时受到居民的持币行为、商业银行的贷款条件（社会资产负债率）及其社会主体贷款意愿的影响。而社会资产负债率的变化受到社会财富在政府、居民、企业之间的分配比例，及政府、居民、企业各自的资产负债水平，和政府、居民、企业资产负债水平之间的相互关系。

第二，从财政政策而言，政府可以通过财政的再分配功能，调整财富在居民、企业和政府之间的分配，从而优化社会资产负债水平；同时，政府也可以在整个社会资产负债表衰退或恶化的情况下，或社会发生经济危机或金融危机的条件下，通过财政性货币发行来刺进经济的增长。

第三，从货币政策而言，在社会资产负债表衰退或恶化条件下，可以通过超额货币发行或必

要的通货膨胀水平来修复社会资产负债表，促进经济的增长；同时，在社会资产负债率上升的过程中，通过紧缩性的货币政策，有利于促进经济的增长。如果整个社会的资产负债严重依赖于外部经济，且对外形成了较大的负债，则需要通过宽松的货币政策，促进经济的增长。

第四，对于一个企业而言，所持有的金融资产或存货的比例大小，决定了其受经济衰退或金融危机影响的大小。拥有较大金融资产或存货的行业，其企业的资产负债率变化容易受到资产价格变化的影响。在对资产负债表进行分析时没有考虑其他资产的收益，但是对存货的价值进行了分析，事实上，存货的价格往往与企业的经营成本、经营收入密切相关，即原材料存货与经营成本相关、产成品存货与销售价格相关；因此，存货价格的变化必然改变企业的经营效益，从而改变所有者权益。在金融危机条件下，大宗商品的价格也体现为快速的下跌，将可能使得企业处于亏损状态，从而加速企业的资产负债表的衰退。大宗商品生产和贸易性企业的资产负债表更容易因为商品价格下跌而衰退。

第五，可以依据金融资产价格、商品价格、企业经营收益水平等，对银行、企业进行财务压力测试。根据资产价格变化引起资产负债表变化的逻辑，可以知道，对于银行的压力测试而言，可以通过对企业未来资产价格变化、存货或商品价格的变化对企业的资产负债表进行压力测试，从而进一步确定企业资产负债的稳健状态，从而在微观上计量银行在金融危机或大宗商品价格大幅变动情况下对信贷主体违约的承受力。同时，也可以根据资产负债表衰退的路径或理论，在主体评级中，通过对企业资产负债表的压力测试，确定企业受到外部冲击的承受力或资产负债表的稳健状态。也意味着，对于主体评级，不仅仅要关注企业的现行资产负债状况，而且要对企业的经营风险进行关注，也要对企业的金融资产、存货的价值变化加以关注；对主体进行评级需要对宏观经济系统性风险或国别风险进行分析，需要关注资产价格的变化存在结构性变化，尤其是大宗商品的价格变化与行业存在密切关系，对行业风险进行分析。

## 规避信用风险中国版 CDS 上路 “垃圾” 债券推出有望

呼声一直很高的中国版信用违约互换 (CDS) 工具终于在 10 月底以“信用风险缓释工具”的名称出现。近日，银行间市场交易商协会发布了《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》(下称“指引”)。业内人士认为，这一风险对冲工具的出台为市场翘首企盼的高收益债券的推出铺平了道路，同时有利于完善市场风险分担机制，对维护宏观经济金融稳定、推动直接债务融资市场持续发展具有非常重要的作用和意义。

细心观察可以发现，近期从各个方面汇总的消息都显示，管理层和市场对于高收益债券的发展报以支持和厚望。此前，银行间市场交易商协会的研究报告《我国高收益债券发展研究》中建议，根据风险可控的原则，可以分阶段推进高收益债券。可以先对一些成长型中小企业进行试点，逐步建立相关的制度规范，积聚合格的投资者，在取得经验后再逐步放开市场。

从国家层面，最明显的支持就是 10 月中旬国务院颁布的《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，其中提到，低信用等级高收益债券和私募可转债等创新金融产品有望率先引入战略性新兴产业。

高收益债券指的是信用等级低于投资级别的债券，又被称为“垃圾”债券，多用于成长型中小企业的债务融资，此前市场认为束缚高息债券发展最重要的因素就是信用工具的缺失。

交易商协会曾于 2009 年 9 月成立了中债信用增进公司，为中小企业发行的债券增信，支持中小企业债务融资。但是，协会人士曾坦言，信用债的发展仅依靠信用担保是远远不够的，否则市场风险会大规模地集中到公司身上，而中债信用增进公司的注册资本金仅 60 亿元，相比于庞大的信用债市场来说远远不够。2010 年前三个季度，银行间市场信用债券发行量达 1.25 万亿元，截至 9 月末，信用债券托管量已突破 3.3 万亿元。

因此，最好的做法就是通过信用衍生产品高效地对冲、转移和规避信用风险，将风险流动起来。根据《指引》，此次推出的信用风险缓释工具包括信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证及其他用于管理信用风险的简单基础性信用衍生产品。

交易商人士介绍，信用风险缓释工具试点业务有利于丰富投资者的信用风险管理工具，完善市场风险分担机制，对维护宏观经济金融稳定、推动直接债务融资市场持续发展、促进市场价格发现、提高市场运行效率具有非常重要的作用和意义。

但值得注意的是，虽然 CDS 的推出为高收益债券铺平了路，但是这条大道上仍障碍重重。近日，发改委人士告诉记者，目前法律对于高息债券仍有所限制，例如目前企业债还是以多年前颁布的《企业债券管理条例》为准则，其中规定企业债券的利率不得高于银行相同期限居民储蓄定期存款利率的 40%，这就完全限制了企业高息债券的发展。类似于这种制度、法律上存在的障碍或许有望得到改变，据记者了解，今年以来央行、发改委牵头调研债券市场，就企业债市场的发展已形成诸多共识。(中国证券报)

### 银行间市场交易商协会成立信用评级专业委员会

10月25日,中国银行间市场交易商协会信用评级专业委员会(简称“信用评级专业委员会”)成立。该委员会作为国内首家由民政部正式批准成立的信用评级行业自律组织,是中国银行间市场交易商协会为推动评级行业健康发展,组织评级业务相关领域的专家学者组成的专门机构。委员包括知名学者和来自评级机构、投资人、发行人、信用增进机构、会计师事务所、律师事务所、行业自律组织的代表,将围绕中国评级行业发展的重大议题提供专业权威的专家意见。

近年来,我国评级机构不断完善自身基础设施建设,评级技术持续提高,人员素质不断增长,带动我国评级行业整体迅速发展,取得了显著进步。但是评级行业仍存在公信力不强、市场竞争混乱等方面问题。进一步规范信用评级行业相关机构和人员的自律意识,开展信用评级行业自律管理已成为信用行业进一步规范、快速发展的迫切需要。

据了解,该委员会将致力于研究推动评级行业发展的外在生态环境,为评级行业健康发展提供政策建议;促进行业规范发展,提升行业公信力,为制定行业行为规范、业务标准等自律规范要求提供咨询建议,对行业自律中的重大问题形成专家咨询意见;推动评级行业进步,增进信用评级机构之间的交流与合作,组织研究评级行业发挥信用评级在风险揭示、信用定价等方面作用的新机制、新技术;促进信用评级行业的国际交流,提升我国信用评级行业的国际影响力;协助开展业务咨询、信息支持、从业人员培训等专业服务,提升评级机构和从业人员职业能力和职业道德等。

该委员会的成立,标志着专家议事制度将在信用评级行业自律管理中发挥越来越重要的作用,将有利于提高评级行业自律管理的系统性和专业性,促进信用评级行业的规范发展,提升我国信用评级行业的公信力和国际影响力。信用评级行业作为债券市场的重要组成部分,其规范发展更将为整个债券市场的发展提供必要条件,进而促进我国直接融资市场的健康稳定发展。(中国证券报)

### 惠誉分析师:中国面临债务投资双重风险

10月7日,惠誉国际评级(Fitch Ratings)亚太地区主权评级部门首席分析师 Andrew Colquhoun 表示,快速增长的中国经济面临着债务水平上升及投资激增带来的双重风险,一旦中国经济出现下滑,这两方面将对中国的信用评级构成压力。

上述言论表明,作为亚洲经济增长引擎,飞速增长的中国经济并非不会受到下行风险的影响,尤其是受到高负债银行业的影响,因为在全球经济衰退期间所注入的财政刺激资金正在逐步撤出。惠誉认为,中国经济9%的年增长率将持续至2012年,且目前中国的A+评级没有受到直接威胁,前景较为稳定。但惠誉明确指出大量举债和低效投资将对中国经济增长构成下行风险。2009年中国信贷增长了32%,而目前继续以两位数的速度增长。资产减值及投资是否在经济运行中得到有效配置成为经济增长面临的两大问题。

Colquhoun 表示,银行业和低效投资是惠誉关注的两个主要下行风险。他称,对中国给出负面评级的可能性是存在的,并非不可想象,但目前还不太可能。他还称,如果这些风险明朗化,且严重到一定程度,惠誉可能将考虑评级问题。(华尔街日报)

## 新世纪总裁朱荣恩

### 受邀担任中国银行间市场交易商协会信用评级专业委员会副主任委员

2010年10月25日，中国银行间市场交易商协会信用评级专业委员会在京召开成立大会暨第一次委员会会议。新世纪总裁朱荣恩受邀担任中国银行间市场交易商协会信用评级专业委员会副主任委员，并在成立大会上作了发言。

## 新世纪推出

### 《商业银行压力测试》和《商业银行理财产品压力测试》解决方案

新世纪近期相继推出《商业银行压力测试》和《商业银行理财产品压力测试》解决方案，并已应用于实践，这是继新世纪发布《银行信用风险》研究方案后，对商业银行风险控制研究体系的进一步完善和提升。

截至目前，新世纪已形成一套较为完整的商业银行风险控制研究框架和体系，在该领域的研究逐步趋于成熟。



## 新世纪 LOGO 成为国家注册商标

新世纪 LOGO 于日前获得国家工商总局批准，成为国家注册商标。

LOGO 以字母“SBI”为主要设计元素，其中“S”和“B”为新世纪英文名称 Shanghai Brilliance 的缩写。同时“I”和“S”又构成投资者服务（Investors Service）的经营理念。另外“I”和“S”又构成国际通用的货币符号“\$”，代表公司为金融领域提供服务的专业特征。

该 LOGO 诞生于 1992 年公司成立之际，由新世纪总裁朱荣恩设计。



## 2010年9月-10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年方大炭素新材料科技股份有限公司第一期短期融资券	2010-09-06	A-1	AA	稳定	2010-07-26
2010年上海同盛投资(集团)有限公司第一期短期融资券	2010-09-07	A-1	AAA	稳定	2010-08-23
2010年上海申通地铁资产经营管理有限公司第一期短期融资券	2010-09-07	A-1	AA	稳定	2010-06-17
2010年云南白药控股有限公司第一期短期融资券	2010-09-15	A-1	AA+	稳定	2010-06-12
2010年长园集团股份有限公司第一期短期融资券	2010-09-17	A-1	AA-	稳定	2010-05-31
2010年上海建工(集团)总公司第二期短期融资券	2010-09-21	A-1	AA+	稳定	2010-09-01
2010年沈阳金山能源股份有限公司第一期短期融资券	2010-10-13	A-1	AA-	稳定	2010-09-01
2010年绍兴县中国轻纺城市场开发经营有限公司第一期短期融资券	2010-10-15	A-1	AA	稳定	2010-09-06
2010年光明食品(集团)有限公司第二期短期融资券	2010-10-27	A-1	AA+	稳定	2010-09-25
2010年安琪酵母股份有限公司第一期短期融资券	2010-10-28	A-1	AA	稳定	2010-09-16

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年中国葛洲坝集团股份有限公司第一期中期票据	2010-09-17	AA+	AA+	稳定	2010-05-18
2010年上海国际集团有限公司第一期中期票据	2010-09-21	AAA	AAA	稳定	2010-07-08
2010年保定天威英利新能源有限公司第一期中期票据	2010-10-11	AA	AA	稳定	2010-05-21
2010年上海华谊(集团)公司第一期中期票据	2010-10-19	AA+	AA+	稳定	2010-05-13
2010年山东省威海市第一期中小企业集合票据	2010-10-27	AA		稳定	2010-07-07
2010年百联集团有限公司第一期中期票据	2010-10-28	AA+	AA+	稳定	2010-09-08

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年江苏华靖资产经营有限公司市政项目建设债券	2010-09-28	AA+	AA-	稳定	2010-08-12
2010年无锡市城市投资发展总公司市政项目建设债券	2010-10-14	AA	AA-	稳定	2010-05-25
2010年四川省煤炭产业集团有限责任公司公司债券	2010-10-14	AA	AA	稳定	2010-06-25
2010年大冶有色金属集团控股有限公司公司债券	2010-10-15	AA+	AA	稳定	2010-07-23
2010年杭州市交通投资集团有限公司公司债券	2010-10-19	AA+	AA	稳定	2010-07-12
2010年上海化学工业区发展有限公司公司债券	2010-10-22	AA+	AA+	稳定	2010-05-14
2010年江苏句容福地生态科技有限公司公司债券	2010-10-27	AA	AA-	稳定	2010-05-25



## 方大炭素新材料科技股份有限公司 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)	19.72	41.50	41.64	41.84
流动负债(亿元)	9.88	15.24	16.40	16.51
股东权益(亿元)	7.03	24.10	24.72	24.75
净利润(亿元)	1.08	2.13	2.39	0.03
合并数据:				
货币资金(亿元)	2.10	16.05	11.31	9.47
资产总额(亿元)	28.82	57.11	54.16	54.72
负债总额(亿元)	19.28	27.32	26.06	26.22
股东权益(亿元)	9.55	29.80	28.09	28.50
营业收入(亿元)	16.66	33.43	21.22	5.81
净利润(亿元)	1.27	6.21	-0.19	0.42
经营性现金净流入量(亿元)	0.58	-3.04	-0.93	0.27
EBITDA(亿元)	3.15	10.16	2.15	--
资产负债率(%)	66.88	47.83	48.13	47.91
流动比率(%)	105.94	164.76	139.98	142.02
现金比率(%)	17.78	71.47	56.58	51.43
利息保障倍数(倍)	3.12	10.49	1.20	—
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	3.69	-15.05	-3.80	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-3.24	-23.46	-12.00	—
EBITDA/利息支出	4.30	11.91	2.89	—

注:根据方大炭素经审计的2007~2009年财务数据以及未经审计的2010年一季度财务数据整理、计算。

## 评级观点

## ■优势:

●方大炭素是我国炭素行业的龙头企业,在生产规模、技术装备及市场竞争等方面优势较为明显,总体来看,近年来经营情况总体良好。

●方大炭素主营业务的获利能力较强,2006-2008年随着生产规模的扩大,营业收入和利润规模增长较快。

●方大炭素在2008年定向增发后,负债经营程度显著降低,资产流动性大幅提高,货币资金较为充裕,能为即期债务偿付提供必要保障。

## ■风险:

●2009年以来,方大炭素各项业务的盈利能力及现金流状况受金融危机及钢铁行业的需求波动而下滑。

●方大炭素债务期限结构不尽合理,面临一定的短期刚性偿债压力。

●随着募投项目的投入,中短期内方大炭素的货币资金存量将下降,且流动资金的需求量将随着募投项目的投产而大幅增加。

## 方大炭素新材料科技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)	19.72	41.50	41.64	41.84
总负债(亿元)	12.69	17.40	16.92	17.08
股东权益(亿元)	7.03	24.10	24.72	24.75
净利润(亿元)	1.08	2.13	2.39	0.03
合并数据				
货币资金(亿元)	2.10	16.05	11.31	9.47
总资产(亿元)	28.82	57.11	54.16	54.72
总负债(亿元)	19.28	27.32	26.06	26.22
股东权益(亿元)	9.55	29.80	28.09	28.50
营业收入(亿元)	16.66	33.43	21.22	5.81
净利润(亿元)	1.27	6.21	-0.19	0.42
经营性现金净流入量(亿元)	0.58	-3.04	-0.93	0.27
EBITDA(亿元)	3.15	10.16	2.15	—
EBITDA/利息支出(倍)	4.30	11.91	2.89	—
EBITDA/刚性负债(倍)	0.34	0.76	0.12	—
现金比率(%)	17.78	71.47	56.58	51.43
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	3.27	-13.04	-3.49	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	-2.87	-20.33	-11.03	—
资产负债率(%)	66.88	47.83	48.13	47.91
流动比率(%)	105.94	164.76	139.98	142.02
利息保障倍数(倍)	3.12	10.49	1.20	—
净资产收益率(%)	14.21	31.56	-0.67	—

注:根据方大炭素经审计的2007~2009年财务数据以及未经审计的2010年一季度财务数据整理、计算。

## 评级观点

## ■优势:

●方大炭素是我国炭素行业的龙头企业,主要产品的市场占有率高,具有较显著的规模优势和市场地位。

●方大炭素研发实力雄厚,生产技术和装备水平先进;公司以生产中高档炭素制品为主,并在特种石墨等炭素新材料领域具有较明显的领先优势。

●自2006年以来,随着方大炭素改制和资产重组工作的实施,特别是股东注入资产质量和盈利能力较优良的铁矿资源,公司的资本实力显著增强,收入和利润呈扩张性增长,经营状况得到明显改善。

●2009年以来,随着下游钢铁行业回暖,方大炭素的生产和经营逐步恢复,主要产品的销量已大体恢复至历史同期水平。

●方大炭素的财务结构稳健,货币资金存量较大,资产流动性较好,对即期债务的保障能力较强。

## ■风险:

●方大炭素主业与钢铁行业密切相关,经营业绩和现金流状况受宏观经济和钢铁行业波动的影响大。

●方大炭素的主导产品出口比重偏高,且高端石墨电极的主要原材料依赖进口,易受国际经济环境变化及政策调整影响。

●方大炭素债务期限结构欠合理,面临一定的短期刚性偿债压力。

上海申通地铁资产经营管理有限公司 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)	11.10	19.34	27.20	30.36
流动负债(亿元)	4.78	8.59	11.08	19.63
所有者权益(亿元)	7.97	10.00	16.77	16.95
净利润(亿元)	0.05	0.09	0.58	0.18
公司合并数据:				
货币资金(亿元)	2.34	5.39	8.17	3.15
资产总额(亿元)	16.51	22.43	29.47	38.45
负债总额(亿元)	5.42	11.14	11.08	19.63
所有者权益(亿元)	11.09	11.29	18.40	18.81
营业收入(亿元)	5.75	7.43	6.78	1.72
净利润(亿元)	0.59	0.60	0.96	0.41
经营性现金净流量(亿元)	-0.24	3.32	-0.86	0.54
EBITDA(亿元)	1.94	2.46	1.78	-
资产负债率(%)	32.84	49.67	37.59	51.07
流动比率(%)	194.97	160.43	185.38	150.27
现金比率(%)	48.90	62.68	73.79	16.03
利息保障倍数(倍)	14.64	2.80	61.17	-
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-4.31	49.72	-8.75	-
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-30.54	-27.98	-12.34	-
EBITDA/利息支出	35.49	4.79	83.92	-
EBITDA/流动负债(倍)	0.35	0.37	0.18	-

注:根据申通资产 2007-2009 年审计报告以及 2010 年 3 月末未经审计的合并财务报表整理、计算。

评级观点

■优势:

●申通资产受母公司申通集团的支持力度较大,能够在经营及融资等方面获得股东的有力支持,到期债务的偿付风险较小。  
●申通资产信息发展、广告传媒等业务可为公司带来稳定的基础现金流,能够为公司的债务偿付提供一定支撑。  
●申通资产货币资金存量较大,能够为公司短期债务偿还提供一定的流动性保障。

■风险:

●申通资产后续在物业开发方面仍将保持较大规模的资本性投资,面临一定的资金压力。  
●申通资产作为申通集团的核心子公司,从事轨道交通沿线的资源开发和经营,在业务上受申通集团及政府的相关规划影响较大。

上海申通地铁资产经营管理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
资产总额(亿元)	11.10	19.34	27.20	30.36
负债合计(亿元)	3.12	9.34	10.43	13.41
股东权益(亿元)	7.97	10.00	16.77	16.95
净利润(亿元)	0.05	0.09	0.58	0.18
合并数据				
货币资金(亿元)	2.34	5.39	8.17	3.15
总资产(亿元)	16.51	22.43	29.47	38.45
总负债(亿元)	5.42	11.14	11.08	19.63
所有者权益(亿元)	11.09	11.29	18.40	18.81
营业收入(亿元)	5.75	7.43	6.78	1.72
净利润(亿元)	0.59	0.60	0.96	0.41
经营性现金净流量(亿元)	-0.24	3.32	-0.86	0.54
EBITDA(亿元)	1.94	2.46	1.78	0.47
EBITDA/利息支出(倍)	35.49	4.79	83.92	-
EBITDA/刚性负债(倍)	2.38	1.43	1.03	-
现金比率(%)	48.90	62.68	73.79	16.03
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	-3.92	40.14	-7.75	-
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	-27.80	-22.59	-10.92	-
资产负债率(%)	32.84	49.67	37.59	51.07
流动比率(%)	194.97	160.43	185.38	150.27
利息保障倍数(倍)	14.64	2.80	61.17	-
净资产收益率(%)	6.94	5.33	6.44	-

注:根据申通资产 2007-2009 年审计报告以及 2010 年 3 月末未经审计的合并财务报表整理、计算。

评级观点

■优势:

●申通资产主要从事与上海地铁相关的物业和商业等资源的开发和经营,主业具有一定的区域垄断优势。随着上海地铁线路的不断延伸,公司的经营实力将得到持续增强。  
●申通资产是申通集团的全资子公司,在公司管理、资产整合及融资等方面能得到股东的大力支持。自公司成立以来,已得到股东的数次增资,资本实力得到大幅提升,抗风险能力进一步加强。  
●申通资产信息发展、广告传媒等业务可为公司带来稳定的基础现金流,能够为公司的债务偿付提供一定支撑。此外,较为充裕的货币资金也能够为公司短期债务偿还提供一定的流动性保障。

■风险:

●申通资产未来将加大物业开发力度,该项业务资金需求量较大,投资回收期相对较长,公司未来资金压力明显加大。  
●申通资产的盾构施工业务目前主要在上海开展,随着上海市地下施工建设的减速,盾构施工业务在上海地区的业务量将可能维持在较低水平,在上海地区以外开展业务尚存在不确定性。  
●申通资产作为申通集团的核心子公司,从事轨道交通沿线的资源开发和经营,在业务上受申通集团及政府的相关规划影响较大。

上海同盛投资（集团）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 年上半年
母公司数据：				
货币资金	4.75	3.38	13.24	10.05
短期刚性债务	87.80	94.37	103.70	97.05
股东权益	137.69	145.30	172.26	172.11
现金类资产 / 短期刚性债务 [ 倍 ]	0.05	0.04	0.13	0.10
合并数据及指标：				
流动资产	123.58	47.94	67.80	73.67
货币资金	11.68	8.42	20.74	17.28
流动负债	226.30	167.97	224.15	215.91
短期刚性债务	106.68	105.24	112.84	104.48
所有者权益	145.18	149.92	187.17	188.29
营业收入	1.30	11.11	2.46	1.39
净利润	1.11	2.99	2.20	-0.57
经营性现金净流入量	16.13	30.09	33.85	-0.21
EBITDA	2.13	4.00	2.96	—
资产负债率 [%]	69.27	71.63	69.09	69.48
流动比率 [%]	54.61	28.54	30.25	34.12
现金比率 [%]	5.16	5.01	9.25	—
利息保障倍数 [ 倍 ]	0.20	0.40	0.22	—
经营性现金净流入与流动负债比率 [%]	8.47	15.27	17.26	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率 [%]	-4.08	-14.44	-0.06	—
EBITDA / 利息支出 [ 倍 ]	0.24	0.45	0.27	—
EBITDA / 短期刚性债务 [ 倍 ]	0.03	0.04	0.03	—

注：根据同盛集团经审计的 2007 ~ 2009 年度审计报告和未经审计的 2010 年上半年财务数据整理、计算。

评级观点

■ 优势：

● 作为国家及上海市重大基础设施建设项目，洋山深水港项目受政府支持力度大。同盛集团的项目投资建设资金保障程度高。国家近期出台的加快上海国际金融中心和国际航运中心建设的战略部署可进一步增强公司获得政策及资金支持力度。

● 北港区一至三期资产运营保证金的收取显著增加了同盛集团经营性现金净流量，公司存量货币资金较充裕，短期偿债能力较强。

● 同盛集团核心资产质量良好，资产变现能力较强。公司所持上港集团流通股的市场价值高，可为债务偿付提供有效缓冲。

● 同盛集团已建成的北港区一至三期工程已获国家验收，后续转让可为公司带来充裕的现金流量，将有力保障公司债务尤其是短期债务的偿付，并有效缓解项目西港区建设资金压力。

■ 风险：

● 同盛集团的项目整体投融资规模大，投入产出周期长，建设成本易受利率波动影响。

● 同盛集团现有短期借款规模仍偏大，且北港区资产转让涉及金额大，资金回笼较易受不确定因素影响，公司资金管理难度较大。

● 未来洋山深水港建设重点将转移至西港区，四期项目全面启动后资金投入压力将再次加大。

上海同盛投资（集团）有限公司主体长期信用评级报告

概要

评级结果：AAA 评级展望：稳定

主要财务数据

项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年上半年
母公司数据				
货币资金	4.75	3.38	13.24	10.05
刚性债务	118.70	185.17	179.50	192.10
股东权益	137.69	145.30	172.26	172.11
经营性现金净流入量	4.75	3.38	13.24	10.05
合并数据及指标：				
总资产	472.39	528.49	605.63	617.04
总负债	327.21	378.57	418.46	428.75
刚性债务	201.40	220.64	211.96	222.12
所有者权益	145.18	149.92	187.17	188.29
营业收入	1.30	11.11	2.46	1.39
净利润	1.11	2.99	2.20	-0.57
经营性现金净流入量	16.13	30.09	33.85	-0.21
EBITDA	2.13	4.00	2.96	—
资产负债率 [%]	69.27	71.63	69.09	69.48
权益资本与刚性债务比率 [%]	72.09	67.95	88.31	84.77
流动比率 [%]	54.61	28.54	30.25	34.12
现金比率 [%]	5.16	5.01	9.25	—
利息保障倍数 [ 倍 ]	0.20	0.40	0.22	—
净资产收益率 [%]	0.94	2.03	1.30	—
经营性现金净流入量与负债总额比率 [%]	5.02	8.53	8.49	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率 [%]	-2.41	-8.07	-0.03	—
EBITDA / 利息支出 [ 倍 ]	0.24	0.45	0.27	—
EBITDA / 刚性债务 [ 倍 ]	0.01	0.02	0.01	—

注：根据同盛集团经审计的 2007 ~ 2009 年度审计报告和未经审计的 2010 年上半年财务数据整理、计算。

评级观点

■ 优势：

● 国家加快上海国际金融中心和国际航运中心建设的战略部署进一步明确了上海枢纽港发展定位，作为洋山深水港及上海市内河航道投资建设主体的同盛集团受政策支持力度大。

● 同盛集团已收取的北港区资产运营保证金数额大且后续仍可回笼大量资金，可为后续新港区建设和到期债务偿付提供有力支撑。

● 同盛集团资本实力不断得到增强，已建成的北港区一至三期资产质量优良，后续转让可回笼资金量大。

● 同盛集团所持有的上港集团可流通股市值规模大，变现能力强，可有效增强其财务弹性，并为到期债务偿付提供有效缓冲。

■ 风险：

● 同盛集团的项目整体投融资规模大，投入产出周期长，建设成本易受利率波动影响。

● 同盛集团已建成的洋山深水港北港区一至三期资产转让涉及金额大、程序较复杂。

● 预计后续洋山深水港西港区及上海内河航道整治项目建设将使同盛集团 2011 年前后的资金集中投入压力加大。

● 同盛集团目前的短期债务规模偏大，债务期限结构有待改善。

云南白药控股有限公司 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
<b>母公司口径：</b>				
总资产(亿元)	19.44	19.57	19.14	19.10
流动负债(亿元)	5.64	6.32	6.15	6.17
所有者权益(亿元)	13.72	13.18	12.91	12.85
净利润(亿元)	-0.38	-0.54	-0.26	-0.06
<b>合并口径：</b>				
货币资金(亿元)	7.31	24.53	23.37	21.43
总资产(亿元)	44.22	63.79	73.78	79.08
流动负债(亿元)	18.09	20.72	24.25	27.91
总负债(亿元)	18.87	21.27	26.47	30.15
所有者权益(亿元)	25.34	42.52	47.32	48.93
营业收入(亿元)	43.02	57.57	72.16	21.49
净利润(亿元)	2.87	4.08	5.79	1.61
经营性现金净流入量(亿元)	0.52	8.09	4.65	-0.93
EBITDA(亿元)	4.23	5.76	7.51	—
资产负债率(%)	42.68	33.34	35.87	38.13
流动比率(%)	189.36	259.61	240.53	—
现金比率(%)	40.42	118.38	96.37	—
利息保障倍数(倍)	15.04	15.57	23.74	—
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	2.87	41.70	20.68	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	0.83	24.69	5.20	—
EBITDA/利息支出(亿元)	17.15	16.76	25.26	—
EBITDA/流动负债	0.23	0.30	0.33	—

注：根据白药控股 2007～2009 三年连审财务报告和 2010 年一季度的财务报表整理、计算。

评级观点

■优势：

●白药控股为我国中医药龙头企业，品牌优势和独家传统白药产品优势较为显著，在多个细分产品市场具有较强竞争力。

●白药控股主营业务获取现金能力较强，经营环节现金回笼能力较强，可为本期债券的偿还提供一定保障。

●白药控股资产流动性良好，货币资金存量充裕，且现有债务负担轻，短期偿债能力较强。

■风险：

●白药控股经营业绩及现金流易受中药材原料供给稳定性及价格波动影响。而原料药材产量易受气候变化等因素影响，价格还易受投资炒作等短期因素的影响。

●白药控股的多个产品进入我国基本药物目录和医保药物目录，若政府相关部门下调相关产品的价格，将对其业绩产生负面影响。

●白药控股母公司层面的核心资产为其所持有的上市公司——云南白药的控股权，核心财务资源集中于后者，云南白药股价一旦发生剧烈波动，可能会影响到母公司的信用质量。

云南白药控股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
<b>母公司数据</b>				
总资产(亿元)	19.44	19.57	19.14	19.10
总负债(亿元)	5.72	6.40	6.23	6.24
所有者权益(亿元)	13.72	13.18	12.91	12.85
净利润(亿元)	-0.38	-0.54	-0.26	-0.06
<b>合并口径：</b>				
货币资金(亿元)	7.31	24.53	23.37	21.43
总资产(亿元)	44.22	63.79	73.78	79.08
总负债(亿元)	18.87	21.27	26.47	30.15
所有者权益(亿元)	25.34	42.52	47.32	48.93
营业收入(亿元)	43.02	57.57	72.16	21.49
净利润(亿元)	2.87	4.08	5.79	1.61
经营性现金净流入量(亿元)	0.52	8.09	4.65	-0.93
EBITDA(亿元)	4.23	5.76	7.51	—
EBITDA/利息支出(倍)	—	16.76	25.26	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.71	1.05	1.41	—
现金比率(%)	40.42	118.38	96.37	76.79
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	2.76	40.32	19.48	—
非筹资性现金净流入与负债总额比率(%)	0.80	23.87	4.89	—
资产负债率(%)	42.68	33.34	35.87	38.13
流动比率(%)	189.36	259.61	240.53	226.17
利息保障倍数(倍)	—	15.57	23.74	—
净资产收益率(%)	5.97	7.73	8.91	—

注：根据白药控股 2007～2009 三年连审财务报告和 2010 年一季度的财务报表整理、计算。

评级观点

■优势：

●随着我国经济持续快速发展、医改的继续进行及整体医疗保障水平稳步提高，医药行业的发展前景向好，行业内优势企业具有较好的发展机遇。

●白药控股为我国中医药龙头企业，其传统白药产品具有较广泛的品牌知名度，市场地位较为稳固；白药新品及日化产品等品种也正随着公司产品创新发展能力的提升而快速发展，其中部分产品已成为公司新的增长点。

●云南省内的丰富的植物资源优势有利于白药控股获取药材来源和发展新的天然药物。

●白药控股作为云南省医药商业龙头企业，在药品批发和零售领域的市场占有率较高。

●近年来白药控股财务结构保持稳健，经营业绩稳步提升，主营业务资金回笼能力较强；良好的资产流动性和充裕的货币资金存量，能够为公司呈贡基地的建设和债务的偿付提供有力保障。

■风险：

●白药控股的上市公司云南白药目前正在进行基地搬迁，若受不利因素影响而不能如期完成，则将对业绩产生压力。

●白药控股所依赖的药材产量及质量较易受气候等因素影响，且野生药材资源逐步枯竭，若药材出现大幅减产或价格上升，将对其生产和业绩产生一定影响。

●白药控股所处医药及日化市场竞争较激烈，面临一定的竞争压力。

●白药控股近年来经营规模增长较快，且预计呈贡基地投产产能将快速增长，公司在保障原料供给和完善销售渠道等方面存在一定压力。

长园集团股份有限公司 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)	10.23	11.81	14.40	14.86
负债合计(亿元)	4.88	5.76	4.01	4.53
股东权益(亿元)	5.35	6.04	10.39	10.33
净利润(亿元)	0.51	0.68	0.28	-0.06
公司合并数据:				
货币资金(亿元)	2.16	1.57	2.75	2.83
资产总额(亿元)	17.28	18.03	23.63	24.13
负债总额(亿元)	7.88	8.43	6.96	6.95
所有者权益(亿元)	9.40	9.60	16.67	17.18
主营业务收入(亿元)	8.39	8.57	9.70	2.43
净利润(亿元)	1.69	1.21	1.57	0.42
经营性现金净流量(亿元)	0.72	0.98	1.78	-0.19
EBITDA(亿元)	2.45	2.32	2.70	—
资产负债率(%)	45.59	46.75	29.45	28.80
流动比率(%)	97.47	89.81	145.40	151.73
现金比率(%)	29.30	20.85	45.55	44.96
利息保障倍数(倍)	10.53	4.38	7.24	—
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	12.00	12.25	24.36	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-47.12	-17.54	-2.64	—
EBITDA/利息支出	12.38	5.52	8.93	—

注:根据长园集团经审计的2007~2009年财务报表和2010年一季度未经审计的报告整理、计算。

评级观点

■优势:

●长园集团在细分行业中的领先地位突出,竞争优  
势明显,具有良好的运营与投资管理能力,经营性现  
金流对债务尤其是短期债务的保障程度持续改善。

●长园集团近期股权融资的成功不仅增强了资本  
实力,保持了较为稳健的财务结构,也降低了流动性  
风险。

●长园集团资产质量较好,财务弹性较高,流动资  
产变现能力较强,能够为短期债务偿付提供一定缓冲。

■风险:

●当前,全球经济复苏尚不稳固,消费电子类产品、  
汽车等下游行业的需求走势不确定性较大,仍将对长  
园集团保持营收稳定增长产生较大影响。

●影响原油、大宗金属材料价格波动的不确定性因  
素较多,从而对长园集团的成本控制产生较大压力。

●受行业竞争格局与进口替代策略的影响,价格竞  
争、技术升级等方面的压力始终是长园集团面临的重  
大挑战。

●长园集团的银行融资以短期借款为主,债务结构  
与资产结构的匹配度需要进一步改善,存在一定的短  
期偿付压力。

●长园集团未来产能扩张与股权并购的融资需求,  
是影响其现金流对债务保障程度的主要的不确定因素。

长园集团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
母公司口径:				
资产总额(亿元)	10.23	11.81	14.40	14.86
负债合计(亿元)	4.88	5.76	4.01	4.53
股东权益(亿元)	5.35	6.04	10.39	10.33
净利润(亿元)	0.51	0.68	0.28	-0.06
合并数据				
货币资金(亿元)	2.16	1.57	2.75	2.83
总资产(亿元)	17.28	18.03	23.63	24.13
总负债(亿元)	7.88	8.43	6.96	6.95
所有者权益(亿元)	9.40	9.60	16.67	17.18
主营业务收入(亿元)	8.39	8.57	9.70	2.43
净利润(亿元)	1.69	1.21	1.57	0.42
经营性现金净流量(亿元)	0.72	0.98	1.78	-0.19
EBITDA(亿元)	2.45	2.32	2.70	—
EBITDA/利息支出(倍)	12.38	5.52	8.93	—
EBITDA/刚性负债(倍)	0.58	0.39	0.52	—
现金比率(%)	29.30	20.85	45.55	44.96
经营性现金净流量与负 债总额比率(%)	11.77	11.99	23.17	—
非筹资性现金净流量与 负债总额比率(%)	-46.22	-17.17	-2.51	—
资产负债率(%)	45.59	46.75	29.45	28.80
流动比率(%)	97.47	89.81	145.40	151.73
利息保障倍数(倍)	10.53	4.38	7.24	—
净资产收益率(%)	23.32	12.77	11.99	—

注:根据长园集团经审计的2007~2009年财务报表和2010年一季度未经审计的报告整理、计算。

评级观点

■优势:

●长园集团主要产品的应用领域广,电子、电力等  
下游行业的需求传导,扩大了产品的市场规模。

●长园集团在细分行业中的领先地位突出,竞争优  
势明显,有利于通过产品的进口替代与应用领域的扩  
张实现内生性成长,并保持成本结构的稳定性。

●长园集团在外生型扩张方面积累较为丰富的经验,  
有利于通过并购巩固行业地位,扩大业务组合,从而  
提高应对下游产业周期性波动的缓冲能力。

●长园集团具有良好的运营与投资管理能力,促使  
经营性现金流对债务的保障程度持续改善。

●长园集团近期股权融资的成功不仅增强了资本实  
力,保持了较为稳健的财务结构,也降低了流动性风险。

■风险:

●全球经济复苏尚不稳固,消费电子类产品、汽车  
等下游行业的需求走势仍将是影响长园集团营收增长  
的不确定因素。

●受行业竞争格局与进口替代策略的影响,价格竞  
争、技术升级等方面的压力始终是长园集团面临的重  
大挑战。

●长园集团下属子公司不断增多,管理跨度加大,  
且子公司所处地域较为分散,客观上存在较大的管理  
控制风险。

●长园集团未来产能扩张与股权并购的融资需求,  
将是影响现金流对债务保障程度的主要的不确定因素。

光明食品（集团）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年上半年
母公司数据				
总资产(亿元)	187.38	174.39	209.30	229.99
流动负债(亿元)	53.86	58.54	79.58	81.76
股东权益(亿元)	123.59	106.03	106.18	105.35
净利润(亿元)	9.87	0.44	0.65	-0.83
公司合并数据				
货币资金(亿元)	92.71	78.69	134.30	122.24
总资产(亿元)	511.76	509.73	636.58	664.12
总负债(亿元)	328.92	307.81	398.36	415.71
股东权益(亿元)	182.84	201.93	238.22	248.41
营业收入(亿元)	464.60	482.22	520.62	302.41
净利润(亿元)	17.74	11.41	15.30	10.19
经营性现金净流入量(亿元)	13.61	1.63	41.08	-29.50
EBITDA(亿元)	46.08	35.52	44.27	—
流动负债(亿元)	279.77	267.11	339.25	369.42
资产负债率(%)	64.27	60.39	62.58	62.60
流动比率(%)	100.13	97.93	102.22	115.31
现金比率(%)	34.71	29.68	41.14	38.83
利息保障倍数(倍)	6.32	3.50	4.49	—
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	4.37	0.51	11.64	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-4.37	-6.20	2.48	—
EBITDA/利息支出(倍)	9.44	5.21	7.05	—
EBITDA/流动负债(倍)	0.17	0.13	0.15	—

注：根据光明食品集团经审计的 2007 ~ 2009 年度以及未经审计的 2010 年上半年财务报告整理、计算。

评级观点

■优势：

- 光明食品集团 2009 年经营业绩增幅较明显，盈利能力总体较强。
- 光明食品集团主营业务的现金回笼能力较强，随着乳制品、房地产等市场环境的好转，2009 年度经营性现金净流量大幅增长。
- 光明食品集团的货币资金存量较充裕，且持有的海通证券股票将于 2010 年 11 月 8 日解禁，公司即期债务的偿付较有保障。
- 光明食品集团的间接融资渠道较畅通，尚有较大额度的未使用银行授信。

■风险：

- 近期国家和上海市出台的房地产调控政策将使光明食品集团的房地产业务在未来一段时间内面临较大的不确定性。
- 原材料价格的上涨在短期内将对光明食品集团部分产业的盈利能力产生不利影响。
- 光明食品集团资产流动性一般。
- 光明食品集团母公司对整个集团的资金管控力有待增强。
- 光明食品集团的业务涉及环节众多，若在其中某环节出现质量问题可能会在短期内对公司的相关业务产生不利影响。

光明食品（集团）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年上半年
母公司数据				
总资产(亿元)	187.38	174.39	209.30	229.99
总负债(亿元)	63.79	68.36	103.12	124.64
股东权益(亿元)	123.59	106.03	106.18	105.35
净利润(亿元)	9.87	0.44	0.65	-0.83
公司合并数据				
货币资金(亿元)	92.71	78.69	134.30	122.24
总资产(亿元)	511.76	509.73	636.58	664.12
总负债(亿元)	328.92	307.81	398.36	415.71
股东权益(亿元)	182.84	201.93	238.22	248.41
营业收入(亿元)	464.60	482.22	520.62	302.41
净利润(亿元)	17.74	11.41	15.30	10.19
经营性现金净流入量(亿元)	13.61	1.63	41.08	-29.50
EBITDA(亿元)	46.08	35.52	44.27	—
EBITDA/利息支出(倍)	9.44	5.21	7.05	—
EBITDA/刚性负债(倍)	0.41	0.30	0.31	—
现金比率(%)	34.71	29.68	41.14	38.83
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	4.37	0.51	11.64	—
非筹资性现金净流入与负债总额比率(%)	-4.37	-6.20	2.48	—
资产负债率(%)	64.27	60.39	62.58	62.60
流动比率(%)	100.13	97.93	102.22	115.31
利息保障倍数(倍)	6.32	3.50	4.49	—
净资产收益率(%)	15.30	9.05	10.55	—

注：根据光明食品集团经审计的 2007 ~ 2009 年度以及未经审计的 2010 年上半年财务报表整理、计算；

评级观点

■优势：

- 作为上海市从事农业产业化经营的主要企业之一，各级政府对农业的大力扶持为光明食品集团的相关业务发展提供了良好的政策环境。
- 光明食品集团的食品产业链较为完整，覆盖了农业生产、食品加工和流通商贸等主要环节，具有规模化和集约化经营优势。
- 光明食品集团的食糖、黄酒、乳制品，以及连锁超市、品牌代理等业务在行业内具有较明显的竞争优势。
- 光明食品集团拥有较多知名商标、品牌，市场认知度较高，有利于提升公司食品主业的盈利能力。
- 光明食品集团净资产规模较大，现金获取能力较强，货币资金存量较充裕，能对到期债务的偿付提供较有力的保障。

■风险：

- 光明食品集团的房地产业务易受房地产周期性波动影响。
- 我国食品加工企业数量众多，市场竞争激烈。
- 光明食品集团部分产业的原材料价格波动较大，而产品价格上调具有滞后性。
- 光明食品集团重组设立时间较短，且下属企业数量众多、管理层级较长，存在一定的后续整合压力。

## 上海建工（集团）总公司 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年上半年
<b>母公司数据：</b>				
总资产（亿元）	84.95	114.39	128.25	130.52
流动负债（亿元）	17.26	41.68	61.20	34.98
股东权益（亿元）	59.54	64.53	67.05	66.36
净利润（亿元）	4.66	5.36	1.05	0.08
<b>合并数据：</b>				
货币资金（亿元）	110.99	144.02	188.18	156.43
总资产（亿元）	375.75	457.44	524.48	538.45
总负债（亿元）	291.19	365.97	414.58	426.27
股东权益（亿元）	60.75	66.07	84.06	82.28
营业收入（亿元）	380.47	457.74	625.38	378.83
净利润（亿元）	4.86	5.68	6.12	2.42
经营性现金净流入量（亿元）	30.96	41.42	58.99	-29.57
EBITDA（亿元）	15.30	17.94	22.46	—
资产负债率（%）	77.50	80.00	79.05	79.17
流动比率（%）	108.20	108.16	105.39	104.89
现金比率（%）	42.44	43.02	51.08	41.30
利息保障倍数（倍）	8.04	7.67	8.40	—
经营性现金净流入与流动负债比率（%）	12.86	13.83	16.72	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率（%）	7.89	10.51	10.14	—
EBITDA/利息支出	12.60	12.26	14.42	—

注：①根据上海建工集团 2007~2009 年经审计的财务数据及 2010 年上半年未经审计的财务数据整理、计算。②股东权益为归属于母公司所有者权益。③净利润为归属于母公司所有者的净利润。

## 评级观点

## ■优势：

●上海建工集团主业现金回笼情况良好且货币资金存量较多，对现有债务形成了良好的保障；公司 EBITDA 对利息支出及刚性债务的覆盖程度较高，短期偿债能力强。

●上海建工集团的资产质量较好，对上市公司股权的投资具有较高的可变现价值，能够对债务偿付形成有效缓冲；公司经营状况良好，融资渠道畅通，财务弹性空间大。

●随着承接的建筑工程项目合同金额的增加，上海建工集团经营业绩逐步提高，预计未来营业收入将继续增长，从而保证短期融资券的到期偿付。

## ■风险：

●上海建工集团负债经营水平略高，资产流动性存在一定不足。

●上海建工集团海外项目采用外汇结算，并持有一定金额的外汇资产，外汇汇率的变化将有可能影响公司的成本，从而对公司的利润产生影响。

●钢材、水泥等建筑用原材料的价格的波动，对上海建工集团盈利的稳定性存在一定影响。

## 上海建工（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年上半年
<b>母公司数据</b>				
总资产（亿元）	84.95	114.39	128.25	130.52
总负债（亿元）	25.41	49.86	61.20	64.16
股东权益（亿元）	59.54	64.53	67.05	66.36
净利润（亿元）	4.66	5.36	1.05	0.08
<b>合并数据</b>				
货币资金（亿元）	110.99	144.02	188.18	156.43
总资产（亿元）	375.75	457.44	524.48	538.45
总负债（亿元）	291.19	365.97	414.58	426.27
股东权益（亿元）	60.75	66.07	84.06	82.28
营业收入（亿元）	380.47	457.74	625.38	378.83
净利润（亿元）	4.86	5.68	6.12	2.42
经营性现金净流入量（亿元）	30.96	41.42	58.99	-29.57
EBITDA（亿元）	15.30	17.94	22.46	—
EBITDA/利息支出（倍）	12.60	12.26	14.42	—
EBITDA/刚性负债（倍）	0.44	0.51	0.51	—
现金比率（%）	42.49	43.02	51.08	41.30
经营性现金净流入与负债总额比率（%）	11.48	12.61	15.11	—
非筹资性现金净流入与负债总额比率（%）	7.05	9.58	9.17	—
资产负债率（%）	77.50	80.00	79.05	79.17
流动比率（%）	108.20	108.16	105.39	104.89
利息保障倍数（倍）	8.04	7.67	8.40	—
净资产收益率（%）	8.39	8.67	8.63	—

注：①根据上海建工集团 2007~2009 年经审计的财务数据及 2010 年上半年未经审计的财务数据整理、计算。②股东权益为归属于母公司所有者权益。③净利润为归属于母公司所有者的净利润。

## 评级观点

## ■优势：

●建筑施工行业直接受益于国家有关扩大基建投资等经济刺激政策，良好的外部经营环境有利于上海建工集团主业的持续健康发展。

●上海建工集团资本实力较雄厚、经营规模较大、施工技术含量较高，在行业内具有一定的市场影响力和较强的综合竞争实力。

●上海建工集团核心业务的竞争优势显著，经营状况稳定。近年来公司承接合同量持续增长，保证了公司充足的建筑施工业务量。

●上海建工集团已构建起较完整的产业链。适度发展延伸产业有利于提高公司的盈利能力。

●上海建工集团资产质量较好，存量货币资金规模较大，经营性现金流稳定且较充裕，对债务的保障程度高。

## ■风险：

●上海建工集团施工项目建设周期较长，分包商众多，合同履行涉及的不确定因素多。

●上海建工集团 BT 项目前期投入大，建设期及回购期均较长，且易受当地政府财政影响，项目回款具有一定的不确定性。

●上海建工集团海外工程项目的承接，使公司面临着一定的汇率风险、地缘政治和经济风险。

●上海建工集团产业集中度较高，易受行业政策变动影响。

●上海建工集团业务来源仍集中于上海，受当地建筑市场波动影响大。

绍兴县中国轻纺城市场开发经营有限公司 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年上半年
<b>母公司数据:</b>				
资产总额(亿元)	69.04	89.40	101.05	101.05
流动负债(亿元)	13.37	24.82	13.81	13.81
所有者权益(亿元)	51.35	59.95	58.50	58.50
净利润(亿元)	2.60	2.26	0.82	1.41
<b>合并数据:</b>				
货币资金(亿元)	9.10	11.06	20.24	15.04
资产总额(亿元)	102.95	125.71	147.80	191.88
负债总额(亿元)	45.44	58.85	81.65	113.02
所有者权益(亿元)	51.34	59.86	58.31	59.68
营业收入(亿元)	7.20	6.73	8.47	5.28
净利润(亿元)	2.60	2.26	0.81	1.16
经营性现金净流入量(亿元)	3.16	2.47	5.96	—
EBITDA(亿元)	5.61	4.37	5.52	—
资产负债率(%)	44.13	46.82	55.24	58.90
流动比率(%)	61.89	44.46	73.55	43.21
现金比率(%)	41.49	29.11	54.13	19.18
利息保障倍数(倍)	1.96	1.03	0.69	—
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	16.39	8.23	15.78	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-63.58	-79.64	-15.60	—
EBITDA/利息支出	2.58	1.62	1.17	—

注：根据轻纺城开发公司经审计的 2007~2009 年以及 2010 年上半年度财务数据整理、计算。

评级观点

■优势:

●绍兴县财政实力较强，且财政补贴能够及时到位，为绍兴县轻纺城开发公司偿还债务提供了有力的支持。

●轻纺城开发公司目前的财务结构合理，融资渠道畅通，财务弹性较大，持续的财政补贴、较强的主业现金回笼能力及不断累积的经营性资产，可为公司后续融资提供一定支撑。

●轻纺城开发公司对轻纺城股份公司的资产、管理的整合，有利于绍兴县轻纺市场的产业升级和发展，未来租售商铺的增加和交易规模的扩大可为其提供稳定的现金流。

■风险:

●当前宏观经济能否持续向好尚存在一定的不确定性，纺织行业仍面临较大的经营压力，短期内不利于绍兴县财政收入的持续增长。

●收购轻纺城股份公司相对控股及参股投资浙商银行显著加大了轻纺城开发公司的资金压力。

●轻纺城开发公司对外担保规模较大，公司信用质量易受担保对象财务状况重大不利变动影响。

绍兴县中国轻纺城市场开发经营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年上半年
<b>母公司数据</b>				
总资产(亿元)	69.04	89.40	101.05	101.05
总负债(亿元)	17.69	29.44	42.55	43.91
所有者权益(亿元)	51.35	59.95	58.50	59.74
净利润(亿元)	2.60	2.26	0.82	1.40
<b>合并数据</b>				
货币资金(亿元)	9.10	11.06	20.24	15.04
总资产(亿元)	102.95	125.71	147.80	191.88
总负债(亿元)	45.44	58.85	81.65	113.02
归属于母公司的所有者权益(亿元)	51.34	59.86	58.31	59.68
营业收入(亿元)	7.20	6.73	8.47	5.28
归属于母公司的净利润(亿元)	2.60	2.26	0.81	1.17
经营性现金净流入量(亿元)	3.16	2.47	5.96	2.69
EBITDA(亿元)	5.61	4.37	5.52	—
EBITDA/利息支出(倍)	2.58	1.62	1.17	—
EBITDA/刚性负债(倍)	0.17	0.11	0.10	—
现金比率(%)	41.49	29.11	54.13	19.18
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	7.57	4.74	8.48	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	-29.35	-45.90	-8.38	—
资产负债率(%)	44.13	46.82	55.24	58.90
流动比率(%)	61.89	44.46	73.55	43.21
利息保障倍数(倍)	1.96	1.03	0.69	—
净资产收益率(%)	5.18	3.63	1.22	—

注：根据轻纺城开发公司经审计的 2007~2009 年度以及 2010 年上半年度财务数据整理、计算。

评级观点

■优势:

●绍兴县较雄厚的财力能为当地轻纺市场改造升级及市政、交通基础设施投资与公用事业运营提供可持续的财力支持。

●轻纺市场开发建设及运营对当地经济发展影响大，轻纺城开发公司能够在项目资金拨付、项目资源等方面得到绍兴县政府的大力支持。

●轻纺城开发公司目前的财务结构合理，融资渠道畅通，财务弹性较大，持续的财政补贴、较强的主业现金回笼能力及不断累积的经营性资产，可为公司后续融资提供一定支撑。

●通过对轻纺城股份公司相对控股权的收购，轻纺城开发公司在改造升级过程中进一步强化自身对轻纺市场开发运营的统筹、整合及主导能力。

■风险:

●轻纺城开发公司核心业务——轻纺市场商铺租赁业务的盈利及现金回笼能力受租金方面政府定价影响大。

●轻纺市场改造升级阶段轻纺城开发公司的盈利状况对政府补贴的依存度高。

●轻纺城开发公司的市场开发与运营模式可复制性强，尽管绍兴轻纺城已形成一定的综合优势，但仍需面对周边纺织品市场的有力竞争。

●收购轻纺城股份公司相对控股及参股投资浙商银行显著加大了轻纺城开发公司的资金压力。

●轻纺城开发公司对外担保规模较大，公司信用质量易受担保对象财务状况重大不利变动影响。

●轻纺城开发公司已累积较大有息债务且中短期内债务规模仍将增加，债务负担将持续加重。



沈阳金山能源股份有限公司 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 年上半年
母公司口径：				
总资产（亿元）	12.76	14.62	16.10	17.71
流动负债（亿元）	3.95	5.26	6.22	7.81
所有者权益（亿元）	8.80	9.37	9.88	9.90
净利润（亿元）	0.61	0.63	0.16	0.03
合并口径：				
货币资金（亿元）	3.91	3.94	4.89	1.46
总资产（亿元）	52.55	60.56	62.42	68.18
流动负债（亿元）	13.46	18.20	21.75	22.24
总负债（亿元）	37.83	45.32	48.51	53.90
所有者权益（亿元）	14.72	15.23	13.91	14.28
营业收入（亿元）	15.19	18.10	19.06	6.81
净利润（亿元）	1.82	0.28	0.48	0.37
经营性现金净流入量（亿元）	5.39	3.38	3.80	0.73
EBITDA（亿元）	5.79	4.16	4.53	—
资产负债率（%）	71.99	74.85	77.71	79.06
流动比率（%）	57.07	79.13	86.13	74.68
现金比率（%）	29.04	21.67	22.48	6.57
利息保障倍数（倍）	2.28	1.06	1.18	—
经营性现金净流入与流动负债比率（%）	54.49	21.35	19.00	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率（%）	1.04	-30.18	-82.09	—
EBITDA/利息支出（亿元）	3.00	1.73	2.05	—
EBITDA/流动负债	0.59	0.26	0.23	0.02

注：根据金山股份 2007 ~ 2009 年经审计的合并财务报表及 2010 年上半年未经审计的合并财务报表整理、计算。

评级观点

- 优势：
  - 华电集团入主后有助于进一步提升金山股份的管理和经营能力，并改善其外部间接融资环境。
  - 金山股份燃料供应较有保障，并且具有一定的成本优势，2009 年以来煤炭价格较上年度有较大幅度下降，在一定程度上减轻了公司的经营压力。
  - 近年来金山股份权益装机容量大幅增长，未来一段时期仍有新建机组投产，将有效增加公司营业收入和经营性现金流入。
  - 金山股份主业获取现金能力较强，经营性现金流虽有波动但总体规模较大，货币资金较为充裕，具有一定的短期偿债能力。
- 风险：
  - 煤炭价格波动对金山股份经营和盈利能力有一定影响，且加大了公司的库存管理难度。
  - 金山股份融资规模较大，财务负担较重。
  - 金山股份债务期限结构不尽合理。
  - 金山股份部分项目仍处于投入期，后续项目建设资金需求量大。

沈阳金山能源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 年上半年
母公司数据				
总资产（亿元）	12.76	14.62	16.10	17.71
总负债（亿元）	3.95	5.26	6.22	7.81
所有者权益（亿元）	8.80	9.37	9.88	9.90
净利润（亿元）	0.61	0.63	0.16	0.03
合并口径：				
货币资金（亿元）	3.91	3.94	4.89	1.46
总资产（亿元）	52.55	60.56	62.42	68.18
总负债（亿元）	37.83	45.32	48.51	53.90
所有者权益（亿元）	14.72	15.23	13.91	14.28
营业收入（亿元）	15.19	18.10	19.06	6.81
净利润（亿元）	1.82	0.28	0.48	0.37
经营性现金净流入量（亿元）	5.39	3.38	3.80	0.73
EBITDA（亿元）	5.79	4.16	4.53	—
EBITDA/利息支出（倍）	3.00	1.73	2.05	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.20	0.13	0.11	—
现金比率（%）	29.04	21.67	22.48	6.57
经营性现金净流入与负债总额比率（%）	16.35	8.13	8.09	—
非筹资性现金净流入与负债总额比率（%）	0.31	-11.49	-34.95	—
资产负债率（%）	71.99	74.85	77.71	79.06
流动比率（%）	57.07	79.13	86.13	74.68
利息保障倍数（倍）	2.28	1.06	1.18	—
净资产收益率（%）	14.21	1.87	3.33	—

注：根据金山股份 2007 ~ 2009 年经审计的合并财务报表及 2010 年上半年未经审计的合并财务报表整理、计算。

评级观点

- 优势：
  - 金山股份的热电联产和风力发电等业务符合政策导向，设备利用小时数能够得到有效保障，且享有多项税收等优惠政策。
  - 华电集团的入主后有助于进一步提升金山股份管理和经营能力，并改善其外部间接融资环境。
  - 金山股份部分机组以劣质煤、煤矸石、褐煤等为主要燃料，燃料供应较有保障，并且公司具有一定的成本优势。
  - 金山股份主营业务获取现金能力较强，随着新建机组的投产，公司收入规模将进一步扩大，经营性现金净流量将会有显著提升，抵偿债务能力将会提高。
- 风险：
  - 金山股份近年来主要依靠债务融资建造项目，使得公司负债水平较高，财务负担较重。
  - 金山股份业务运营对燃煤依赖程度高，主营业务受燃煤价格走势影响较大。
  - 金山股份发电资产区域集中度高，随着辽宁省近年新建电力设备的投入，公司面临的市场竞争压力加大。
  - 随着环保要求的提高，金山股份环保支出压力将加大。
  - 经营规模的扩张将增加金山股份的管理难度。

安琪酵母股份有限公司 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年上半年
<b>母公司数据:</b>				
总资产(亿元)	9.94	11.05	15.72	24.35
流动负债(亿元)	3.07	3.60	6.80	8.33
股东权益(亿元)	6.79	7.37	8.82	15.03
净利润(亿元)	0.64	0.94	1.80	0.16
<b>公司合并数据:</b>				
货币资金(亿元)	0.76	0.44	0.89	1.47
总资产(亿元)	16.02	20.34	23.41	27.35
总负债(亿元)	7.15	10.46	11.44	13.46
股东权益(亿元)	8.87	9.88	11.97	13.90
营业收入(亿元)	10.61	13.11	16.86	9.87
净利润(亿元)	1.21	1.43	2.99	1.78
经营性现金净流入量(亿元)	1.03	2.80	2.49	0.73
EBITDA(亿元)	2.23	2.76	4.56	—
流动负债(亿元)	5.80	7.23	11.28	12.36
资产负债率(%)	44.61	51.41	48.87	49.20
流动比率(%)	85.64	74.38	60.30	75.12
现金比率(%)	17.15	7.05	8.37	12.74
利息保障倍数(倍)	6.98	3.90	10.79	—
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	19.84	42.95	26.87	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率(%)	-32.99	-29.78	-1.38	—
EBITDA/利息支出	10.23	5.78	14.62	—
EBITDA/流动负债	0.43	0.42	0.49	—

注: 据安琪酵母2007~2009年经审计的财务数据及2010年上半年度未经审计的财务数据整理、计算。

评级观点

■ 优势:

● 安琪酵母作为行业内的龙头企业, 规模优势较为显著, 主业盈利能力较强。

● 凭借技术优势和销售网络优势, 安琪酵母近年来产能扩张较快, 销售收入呈稳步增长趋势, 经营业绩良好。

● 安琪酵母财务结构较稳健, 经营环节能够形成较为稳定的现金流, 且公司银行信誉良好, 短期偿债能力较强。

■ 风险:

● 2009年下半年以来, 广西等地糖蜜价格上涨, 使安琪酵母的成本压力加大, 短期内产品毛利将会有所下降。

● 安琪酵母出口业务面临人民币进一步升值压力。

● 安琪酵母的资产流动性存在不足, 而债务以流动负债为主, 短期偿债压力较大。

● 安琪酵母短期内仍将保持一定的投资规模, 且前期所建项目的产能较集中释放将增加流动资金需求, 公司存在一定的资金压力。

● 安琪酵母债务规模扩张较快, 且银行贷款占比较大, 经营业绩易受利率调整的影响。

安琪酵母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年上半年
<b>母公司数据:</b>				
总资产(亿元)	9.94	11.05	15.72	24.35
总负债(亿元)	3.15	3.68	6.90	9.32
股东权益(亿元)	6.79	7.37	8.82	15.03
净利润(亿元)	0.64	0.94	1.80	0.16
<b>合并数据:</b>				
货币资金(亿元)	0.76	0.44	0.89	1.47
总资产(亿元)	16.02	20.34	23.41	27.35
总负债(亿元)	7.15	10.46	11.44	13.46
股东权益(亿元)	8.87	9.88	11.97	13.90
营业收入(亿元)	10.61	13.11	16.86	9.87
净利润(亿元)	1.21	1.43	2.99	1.78
经营性现金净流入量(亿元)	1.03	2.80	2.49	0.73
EBITDA(亿元)	2.23	2.76	4.56	—
EBITDA/利息支出(倍)	10.23	5.78	14.62	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.53	0.42	0.56	—
现金比率(%)	17.15	7.05	8.37	12.74
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	16.60	31.80	22.72	—
非筹资性现金净流入与负债总额比率(%)	-27.59	-22.04	-1.17	—
资产负债率(%)	44.61	51.41	48.87	49.20
流动比率(%)	85.64	74.38	60.30	75.12
利息保障倍数(倍)	6.98	3.90	10.79	—
净资产收益率(%)	14.34	15.26	27.39	—

注: 根据安琪酵母2007~2009年经审计的财务数据及2010年上半年度未经审计的财务数据整理、计算。

评级观点

■ 优势:

● 国内外酵母及其衍生产品的市场需求旺盛, 增长快速, 为我国酵母行业的发展提供了有利条件。

● 安琪酵母是我国酵母行业龙头, 行业地位突出, 近年来不断提高生产能力、扩大产销规模、强化技术研发, 形成了显著的竞争实力, 具有一定的成本转移能力。

● 安琪酵母已建立起较完善的产品销售网络, 以及较稳定的原料供应渠道; 公司主导产品产销情况良好, 销售收入稳步增长。

● 安琪酵母财务结构较稳健, 负债经营程度合理; 公司近年来的经营业绩良好且增长明显, 经营环节现金回笼能力强, 能够为债务偿付提供较强的保障。

● 安琪酵母2010年实施定向增发后, 进一步增强了对子公司的管控力度, 减少了关联交易, 并有利于管理层及技术骨干的长期稳定, 公司治理水平得到提高。

■ 风险:

● 安琪酵母近年来持续的产能扩张使其负债规模不断上升, 刚性债务压力加大。此外, 随着固定资产规模持续扩大, 公司资产流动性降至低水平。

● 安琪酵母出口业务易受到汇率变动的影响。

● 2009年下半年以来广西糖蜜价格大幅上涨将使安琪酵母成本压力加大。

● 安琪酵母在埃及投资建厂, 面临一定的跨国投资管理风险。

保定天威英利新能源有限公司 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)	1.18	6.97	23.62	25.00
总资产(亿元)	60.70	92.14	116.40	120.03
应付债券(亿元)	—	—	—	—
总负债(亿元)	33.89	36.32	54.57	55.69
归属于母公司所有者的权益(亿元)	26.81	55.82	61.83	64.34
营业收入(亿元)	42.00	75.97	73.44	25.03
归属于母公司所有者的净利润(亿元)	7.22	11.50	6.01	2.51
EBITDA(亿元)	9.06	13.83	10.96	—
经营性现金净流入量(亿元)	-20.23	4.75	19.80	11.15
资产负债率(%)	55.83	39.42	46.88	46.40
长期资本固定化比率(%)	42.76	42.66	38.71	39.16
有形净值债务率(%)	129.15	65.89	88.94	87.18
流动比率(%)	180.32	218.76	188.54	187.81
利息保障倍数(倍)	7.85	13.54	5.06	—
毛利率(%)	25.50	23.11	20.75	26.85
净资产收益率(%)	26.93	27.84	10.22	—
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-59.71	13.52	43.58	—
经营性现金净流入/刚性债务(%)	-97.46	19.65	58.02	—

注：根据天威英利经审计的 2007 ~ 2009 年财务报表以及未经审计的 2010 年一季度财务报表数据整理、计算。

评级观点

- 优势：
- 天威英利在控股方体系中居于产业链的核心地位，受控股股东支持的力度较大。
  - 天威英利主导产品具有规模化经营优势。
  - 天威英利在产品质量、品牌建设、技术、研发等方面处于国内光伏行业领先地位。
  - 天威英利净资产规模较大，货币存量资金较充裕，到期债务的偿付较有保障。
- 风险：
- 技术进步是影响太阳能电池产业发展的关键因素之一，天威英利在太阳能电池转换效率等关键指标上的技术进步将对其行业竞争地位构成重要影响。
  - 天威英利原料价格变化对产品价格造成较大波动，从而对其盈利能力造成一定波动。
  - 天威英利主导产品所面向的欧洲市场目前正处于主权债务危机及削减财政赤字阶段，可能会对太阳能产业发展造成较大冲击。
  - 天威英利近年业务发展较快，产品赊销量增幅高于销售收入增幅，赊销信用风险有所增大。
  - 天威英利所有者权益中未分配利润占比较大，一旦实施大比例现金分红，将会对债权人利益构成负面影响。

保定天威英利新能源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)	60.63	92.03	116.32	119.94
总负债(亿元)	33.87	36.20	54.44	55.54
股东权益(亿元)	26.76	55.82	61.88	64.40
净利润(亿元)	7.26	11.56	6.06	2.52
合并数据				
货币资金(亿元)	1.18	6.97	23.62	25.00
总资产(亿元)	60.70	92.14	116.40	120.03
总负债(亿元)	33.89	36.32	54.57	55.69
股东权益(亿元)	26.81	55.82	61.83	64.34
主营业务收入(亿元)	42.00	75.97	73.44	25.03
净利润(亿元)	7.22	11.50	6.01	2.51
经营性现金净流入量(亿元)	-20.23	4.75	19.80	11.15
EBITDA(亿元)	9.06	13.83	10.96	—
EBITDA/利息支出(倍)	8.60	15.08	6.63	—
EBITDA/刚性负债(倍)	0.44	0.57	0.32	—
现金比率(%)	4.67	23.24	49.60	50.90
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-59.71	13.52	43.58	—
非筹资性现金净流入与负债总额比率(%)	-86.95	-17.50	28.02	—
资产负债率(%)	55.83	39.42	46.88	46.40
流动比率(%)	180.32	218.76	188.54	187.81
利息保障倍数(倍)	7.85	13.54	5.06	—
净资产收益率(%)	26.93	27.84	10.22	—

注：根据天威英利经审计的 2007 ~ 2009 年财务报表以及未经审计的 2010 年一季度财务报表数据整理、计算。

评级观点

- 优势：
- 天威英利是全球最大的垂直一体化太阳能光伏产品制造商之一。规模优势和良好的成本控制能力为其保持和巩固行业地位提供了保障。
  - 天威英利在资金、管理、资源等方面得到股东方的持续支持，并有望从股东方构建的多晶硅原料产业平台获益。
  - 天威英利在产品质量、品牌建设、技术、研发等方面处于国内光伏行业领先地位。
  - 天威英利资本实力较强，资产质量较好，经营性现金流量充裕，经营效益总体较好，整体偿债能力较强。
- 风险：
- 技术进步是影响太阳能电池产业发展的关键因素之一，天威英利在太阳能电池转换效率等关键指标上的技术进步将对其行业竞争地位构成重要影响。
  - 天威英利原料价格变化对产品价格造成较大波动，从而对其盈利能力造成一定波动。
  - 天威英利主导产品所面向的欧洲市场目前正处于主权债务危机及削减财政赤字阶段，可能会对太阳能产业发展造成较大冲击。
  - 天威英利近年业务发展较快，产品赊销量增幅高于销售收入增幅，赊销信用风险有所增大。
  - 天威英利资本结构稳定性存在一定不足。

上海华谊（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3月
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
应付债券（亿元）	8.11	8.12	8.08	8.01
总负债（亿元）	203.68	234.85	212.52	225.53
归属于母公司所有者股东权益（亿元）	129.52	127.49	132.70	134.60
营业收入（亿元）	328.49	368.40	301.11	88.72
归属于母公司所有者净利润（亿元）	1.38	0.05	2.76	1.82
EBITDA（亿元）	27.28	25.74	28.75	—
经营性现金净流入量（亿元）	21.02	13.82	27.32	-1.97
资产负债率（%）	51.86	56.15	53.17	54.34
长期资本固定化比率（%）	95.18	101.22	114.43	112.99
有形净值债务率（%）	127.76	155.19	138.21	143.94
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	—
毛利率（%）	12.99	10.23	12.68	11.28
净资产收益率（%）	2.51	-0.38	1.25	—
经营性现金净流入与负债总额比率（%）	11.04	6.30	12.21	—
经营性现金净流入量/刚性债务（%）	18.95	10.04	19.75	—

注：根据华谊集团 2007~2009 年经审计的和 2010 年一季度未经审计的财务数据整理、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，业务涵盖多个化工子行业，核心业务优势较明显，主导产品市场地位较显著，品牌知名度高，具有明显的竞争优势。

●华谊集团近年来加大了资产整合力度，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。

●华谊集团资本实力较强，资产质量好，货币资金和可变现资产金额较大，并且具有较强的融资能力，能够为债务的偿还提供较强的保障。

■风险：

●化工行业竞争激烈，能源及原材料价格波动较大，部分子行业产能扩张较快，部分产品面临过剩危机，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。

●随着华谊集团在全国布局生产基地，对公司的经营管理能力提出更高要求。

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：根据华谊集团 2007~2009 年经审计的和 2010 年一季度未经审计的财务报表整理、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将产生较大影响。

中国葛洲坝集团股份有限公司 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)	23.30	32.68	43.50	48.75
总资产(亿元)	261.35	317.03	426.15	450.42
应付债券(亿元)	0.00	10.17	10.80	10.98
总负债(亿元)	198.93	262.22	334.15	342.41
所有者权益(亿元)	62.43	54.82	91.99	108.01
营业收入(亿元)	120.05	193.70	266.01	73.95
净利润(亿元)	6.91	8.46	14.42	3.63
EBITDA(亿元)	15.23	22.43	34.04	—
经营性现金净流入量(亿元)	2.05	8.66	5.00	-4.21
资产负债率(%)	76.11	82.71	78.41	76.02
长期资本固定化比率(%)	104.87	96.23	90.40	83.38
有形净值债务率(%)	420.62	8313.75	818.71	599.14
流动比率(%)	94.32	104.32	112.50	124.45
利息保障倍数(倍)	3.75	1.48	2.16	—
毛利率(%)	16.78	15.92	15.06	14.95
净资产收益率(%)	12.49	14.44	19.65	—
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	1.36	3.75	1.68	—
经营性现金净流入量/刚性债务(%)	2.47	6.52	2.91	—

注:根据葛洲坝股份 2007~2009 年审计报告及未经审计 2010 年 3 月财务报表数据整理、计算。

评级观点

- 优势:
  - 自 2007 年吸收合并完成之后,葛洲坝股份经营业绩大幅度提升,盈利能力增强。
  - 葛洲坝股份规模优势较明显,财务弹性较大,间接融资渠道畅通,融资能力较强。
  - 通过配股和认股权证的行权,葛洲坝股份募集资金规模较大,增强公司资本实力的同时也获得了大量的现金流入,短期内公司债务偿付能力增强。
  - 葛洲坝股份经营业务获取现金能力较强,货币资金储备较充裕,对长江电力等上市公司股权投资的市场价值较高,可为即期债务的按时偿还提供补充保障。
- 风险:
  - 葛洲坝股份资产及经营规模的迅速扩张,使公司面临一定资金压力和管理风险。
  - 随国家对水泥和房地产行业政策的收紧,葛洲坝股份可能面临一定的政策调控风险。
  - 葛洲坝股份整体融资规模较大,利息负担较重,且易受利率波动影响。
  - 葛洲坝股份业务国际化进程加快,以非人民币结算收入增加,人民币汇率的波动将影响公司经营效益的稳定性。

中国葛洲坝集团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
公司数据				
总资产(亿元)	153.40	183.46	226.07	236.98
总负债(亿元)	104.10	145.30	158.45	157.36
股东权益(亿元)	49.30	38.16	67.62	79.62
净利润(亿元)	0.23	5.22	6.71	-0.29
公司合并数据				
货币资金(亿元)	23.30	32.68	43.50	48.75
总资产(亿元)	261.35	317.03	426.15	450.42
总负债(亿元)	198.93	262.22	334.15	342.41
股东权益(亿元)	62.43	54.82	91.99	108.01
营业收入(亿元)	120.05	193.70	266.01	73.95
净利润(亿元)	6.91	8.46	14.42	3.63
经营性现金净流量(亿元)	2.05	8.66	5.00	-4.21
EBITDA(亿元)	15.23	22.43	34.04	—
EBITDA/利息支出(倍)	5.89	2.19	3.09	—
EBITDA/刚性负债(倍)	0.18	0.17	0.20	—
现金比率(%)	20.02	22.57	24.31	27.40
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	1.36	3.75	1.68	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	-10.02	-12.46	-12.86	—
资产负债率(%)	76.11	82.71	78.41	76.02
流动比率(%)	94.32	104.32	112.50	124.45
利息保障倍数(倍)	3.75	1.48	2.16	—
净资产收益率(%)	12.49	14.44	19.65	—

注:根据葛洲坝股份 2007~2009 年审计报告及未经审计 2010 年 3 月财务报表数据整理、计算。

评级观点

- 优势:
  - 葛洲坝股份所处经营环境总体较好,建筑业订单较为充足。
  - 葛洲坝股份是我国主要的水利水电工程施工企业之一,工程施工业务突出,承接了三峡工程的主要施工业务,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。
  - 葛洲坝股份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。
  - 自从完成对水电工程公司的吸收合并之后,葛洲坝股份经营效益显著增长,可为到期债务的偿还提供基本保障。
- 风险:
  - 葛洲坝股份水利水电工程、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。
  - 葛洲坝股份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。
  - 随国家对水泥和房地产行业政策的收紧,葛洲坝股份可能面临一定的政策调控风险。
  - 葛洲坝股份负债经营程度较高,且公司未来一段时间在高速公路及铁路业务等方面的资本性支出仍较大。

上海国际集团有限公司 2010 年度第一期中期票据信用评级报告

概要

评级结果: AAA

主要财务数据

项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 3 月
<b>母公司数据</b>				
总资产 (亿元)	249.44	235.21	232.83	232.78
总负债 (亿元)	93.72	92.21	89.31	89.79
所有者权益 (亿元)	155.71	143.00	143.51	142.98
净利润 (亿元)	0.14	12.09	0.36	-0.53
<b>公司合并数据</b>				
货币资金 (亿元)	195.34	129.41	205.38	169.31
总资产 (亿元)	696.69	548.11	722.36	683.04
总负债 (亿元)	423.25	335.19	436.24	393.46
股东权益 (亿元)	273.44	212.91	286.12	289.58
营业收入 (亿元)	52.96	49.27	69.49	8.90
净利润 (亿元)	25.39	13.65	20.66	2.21
经营性现金净流入量 (亿元)	87.57	-43.03	97.91	-38.87
EBITDA (亿元)	49.07	29.51	38.46	—
EBITDA/利息支出 (倍)	7.05	2.51	4.11	—
EBITDA/刚性负债 (倍)	0.33	0.16	0.21	—
现金比率 (%)	68.10	57.31	66.16	60.81
经营性现金净流入与负债总额比率 (%)	27.11	-11.35	25.38	—
非筹资性现金净流入与负债总额比率 (%)	32.29	-9.33	25.03	—
资产负债率 (%)	60.75	61.16	60.39	57.60
流动比率 (%)	95.96	87.44	89.70	88.49
利息保障倍数 (倍)	6.81	2.38	3.83	—
净资产收益率 (%)	12.66	5.61	8.28	—

注:根据上海国际 2007 年度至 2009 年度三年审计报告、以及未经审计的 2010 年 1 季度财务数据整理、计算。

评级观点

■优势:

●国家对于上海建设国际金融中心与国际航运中心的战略定位、上海市政府贯彻“两个中心”建设的实施举措,以及上海国资国企重组整合与市场化改革,为上海国际提供了良好的政策环境和发展机遇;

●上海国际具有雄厚的资本实力与强大的规模优势,有助于支撑其长期稳定发展;

●较为稳定的主营收入来源、较高的流动资产配置比重,以及较强的资产变现能力,为上海国际债务偿还提供较为有力的保障;

●基于较优的资产质量、与各银行之间良好的合作关系,以及上海市政府给予的持续支持,上海国际具有较强的财务弹性。

■风险:

●短期内,相对疲弱的经济与金融环境将使上海国际面临较大的经营压力与盈利压力;

●上海国际未来将面临较大规模的资金需求压力,其债务融资规模或将进一步上升。

上海国际集团有限公司主体长期信用评级报告

概要

评级结果: AAA 评级展望: 稳定

主要财务数据

项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 3 月
<b>母公司数据</b>				
总资产 (亿元)	249.44	235.21	232.83	232.78
总负债 (亿元)	93.72	92.21	89.31	89.79
所有者权益 (亿元)	155.71	143.00	143.51	142.98
净利润 (亿元)	0.14	12.09	0.36	-0.53
<b>公司合并数据</b>				
货币资金 (亿元)	195.34	129.41	205.38	169.31
总资产 (亿元)	696.69	548.11	722.36	683.04
总负债 (亿元)	423.25	335.19	436.24	393.46
股东权益 (亿元)	273.44	212.91	286.12	289.58
营业收入 (亿元)	52.96	49.27	69.49	8.90
净利润 (亿元)	25.39	13.65	20.66	2.21
经营性现金净流入量 (亿元)	87.57	-43.03	97.91	-38.87
EBITDA (亿元)	49.07	29.51	38.46	—
EBITDA/利息支出 (倍)	7.05	2.51	4.11	—
EBITDA/刚性负债 (倍)	0.33	0.16	0.21	—
现金比率 (%)	68.10	57.31	66.16	60.81
经营性现金净流入与负债总额比率 (%)	27.11	-11.35	25.38	—
非筹资性现金净流入与负债总额比率 (%)	32.29	-9.33	25.03	—
资产负债率 (%)	60.75	61.16	60.39	57.60
流动比率 (%)	95.96	87.44	89.70	88.49
利息保障倍数 (倍)	6.81	2.38	3.83	—
净资产收益率 (%)	12.66	5.61	8.28	—

注:根据上海国际 2007 年度至 2009 年度三年审计报告、以及未经审计的 2010 年 1 季度财务数据整理、计算。

评级观点

■优势:

●国家对于上海建设国际金融中心与国际航运中心的战略定位、上海市政府贯彻“两个中心”建设的实施举措,以及上海国资国企重组整合与市场化改革,为上海国际提供了良好的政策环境和发展机遇;

●上海国际具有雄厚的资本实力与强大的规模优势,有助于支撑其长期稳定发展;

●上海国际拥有众多优质资产,公司潜在业务开发能力与抗风险能力较强;

●上海国际通过实施重组整合与市场化改革,有望进一步提升综合竞争力。

■风险:

●上海国际旗下子公司较多,其综合竞争优势与协同效应尚待进一步发挥;

●上海国际市场化竞争力的提升,需要进一步补充和培育专业性人才;

●短期内,相对疲弱的经济与金融环境将使上海国际面临一定的经营压力与盈利压力。

百联集团有限公司 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年上半年
货币资金(亿元)	100.88	118.95	155.97	172.11
总资产(亿元)	503.41	507.70	624.77	653.83
总负债(亿元)	318.55	355.17	416.82	437.68
股东权益(亿元)	184.86	152.53	207.95	216.15
营业收入(亿元)	724.32	800.06	953.56	563.86
净利润(亿元)	9.61	12.36	11.71	7.70
EBITDA(亿元)	34.95	38.47	36.57	—
经营性现金净流入量(亿元)	45.12	55.59	78.58	25.69
资产负债率(%)	63.28	69.96	66.72	66.94
长期资本固定化比率(%)	147.56	162.16	139.64	127.63
有形净值债务率(%)	216.16	311.53	246.76	246.75
流动比率(%)	66.92	70.01	74.50	81.83
利息保障倍数(倍)	3.33	3.02	3.55	—
毛利率(%)	12.85	13.23	11.72	11.18
净资产收益率(%)	6.51	7.33	6.49	—
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	16.10	16.50	20.36	—
经营性现金净流入量/刚性债务(%)	46.92	51.32	74.30	—

注: 根据百联集团 2008 ~ 2009 年审计报告及 2010 年上半年未经审计的财务报表数据整理、计算; 2007 年的数据系根据 2008 年审计报告的年初数或上年数计算。

评级观点

■ 优势:

● 百联集团是国内规模最大的连锁商业零售集团之一, 经营具有明显规模优势, 整体抗风险能力强。

● 百联集团营业收入规模逐年扩大, 经营性现金流入稳定增长, 能为债务的到期偿还提供较强保障; 且较为充裕的货币资金存量也能为即期债务的偿付提供一定支撑。

● 百联集团已与多家商业银行保持了长期、良好的合作关系, 融资渠道畅通, 能得到持续的资金支持。

■ 风险:

● 宏观经济波动会对部分业务形成较明显冲击, 进而在短期内给百联集团的经营带来一定压力。

● 国内外零售企业扩张速度的加快使得国内零售行业市场竞争日趋激烈。

● 百联集团处于培育期内的门店存在的亏损, 会在一定程度上影响公司整体盈利水平。

● 百联集团短期债务规模较大, 资产流动性存在一定不足。

百联集团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年上半年
母公司数据				
总资产(亿元)	175.38	151.16	192.46	206.98
总负债(亿元)	84.70	85.96	105.00	122.54
股东权益(亿元)	90.68	65.19	87.46	84.44
净利润(亿元)	-1.97	0.62	-3.82	-3.52
公司合并数据				
货币资金(亿元)	100.88	118.95	155.97	172.11
总资产(亿元)	503.41	507.70	624.77	653.83
总负债(亿元)	318.55	355.17	416.82	437.68
股东权益(亿元)	184.86	152.53	207.95	216.15
营业收入(亿元)	724.32	800.06	953.56	563.86
净利润(亿元)	9.61	12.36	11.71	7.70
经营性现金净流入量(亿元)	45.12	55.59	78.58	25.69
EBITDA(亿元)	34.95	38.47	36.57	—
EBITDA/利息支出(倍)	5.45	4.71	5.48	—
EBITDA/刚性负债(倍)	0.36	0.36	0.35	—
现金比率(%)	34.35	34.95	41.03	43.76
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	16.10	16.50	20.36	—
非筹资性现金净流入与负债总额比率(%)	5.95	10.74	12.32	—
资产负债率(%)	63.28	69.96	66.72	66.94
流动比率(%)	66.92	70.01	74.50	81.83
利息保障倍数(倍)	3.33	3.02	3.55	—
净资产收益率(%)	6.51	7.33	6.49	—

注: 根据百联集团 2008 ~ 2009 年审计报告以及 2010 年上半年未经审计的财务报表数据整理、计算; 2007 年的数据系根据 2008 年审计报告的年初数或上年度数计算。

评级观点

■ 优势:

● 随着国内居民消费水平的不断提升, 零售行业面临的市场空间总体较大; 同时, 近期国家陆续出台了一系列鼓励和支持消费的政策、措施, 外部经营环境的向好有助于百联集团保持良好的发展态势。

● 百联集团是国内规模最大的连锁商业零售集团之一, 业务涵盖超商连锁、综合百货以及物资贸易业务等多种业态, 具有明显规模优势, 整体抗风险能力较强。

● 百联集团营业收入规模不断扩大, 主业现金回笼情况良好, 经营性现金净流量持续增长, 可对债务的偿付形成有效支撑。

● 百联集团自有资本实力强, 资产质量总体较好; 公司较为充裕的货币资金储备, 可为其短期债务偿付提供相应的缓冲。

● 百联集团拥有多家上市公司平台, 且公司整体经营规模大, 可用于抵押融资的资产较多, 能够得到商业银行的持续支持, 公司外部融资渠道通畅。

■ 风险:

● 随着我国商业零售行业的较快发展, 行业内竞争加剧, 百联集团面临的市场竞争压力加大。

● 优质商业网点的稀缺性及供应链支持的局限性对百联集团的异地扩张造成制约。

● 百联集团资产流动性存在一定不足, 债务期限结构不尽合理。

● 随着市场的不断拓展及新增门店陆续投入运营, 未来百联集团的资本性支出和运营资金需求仍将维持一定规模; 且处于培育期内的门店会在一定程度上影响公司整体盈利水平。

2010年上海化学工业区发展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：上海化工区公司			
货币资金(亿元)	5.48	8.23	9.33
总资产(亿元)	101.59	104.35	100.54
银行借款(亿元)	56.00	56.32	50.85
应付债券(亿元)	-	-	-
总负债(亿元)	62.27	62.95	56.79
归属于母公司所有者权益(亿元)	31.95	32.90	34.57
营业收入(亿元)	13.60	13.94	13.37
归属于母公司所有者的净利润(亿元)	0.77	1.04	1.87
EBITDA(亿元)	4.44	5.62	6.45
经营性现金净流入量(亿元)	8.98	11.43	14.37
资产负债率(%)	61.30	60.33	56.49
长期资本固定化比率(%)	63.57	57.68	63.07
有形净值债务率(%)	168.97	161.40	136.64
流动比率(%)	241.87	235.44	188.57
利息保障倍数(倍)	2.47	2.47	3.71
毛利率(%)	29.89	37.10	36.81
净资产收益率(%)	4.01	4.68	6.95
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	14.43	18.26	24.01
经营性现金净流入量/刚性债务(倍)	17.43	22.13	30.29
流动比率(%)	66.92	70.01	74.50
利息保障倍数(倍)	3.33	3.02	3.55
净资产收益率(%)	6.51	7.33	6.49

注：根据上海化工区公司经审计的2007~2009年合并财务报告的财务数据整理、计算。

评级观点

- 优势：
- 上海化学工业区邻近中国石化上海石油化工股份有限公司生产基地，具有一定的区位优势，产业集聚已初见成效。
  - 上海化工区公司作为上海化学工业区土地开发与招商、公用工程集成服务和园区的公共服务唯一的运营主体，经营优势明显，经营业绩向好。
  - 上海化工区公司作为中国石油化工集团公司与上海市共建上海化工区建设与运营平台，能够得到较有利的政策及业务支持。
  - 上海化工区公司公用工程集成服务和园区的公共服务业务随着上海化工区的发展可持续稳定增长，且水务和公共管廊租赁等业务获取现金能力强。
  - 上海化工区公司财务结构稳健，负债经营程度合理，经营性现金流随着经营规模的扩张明显增加。
  - 上海化工区公司资产流动性强，较充裕的货币资金存量可为公司偿还即期债务提供必要的保障。
- 风险：
- 石化行业易受经济周期性波动的影响，进而会对上海化工区的发展及上海化工区公司的经营产业产生影响。
  - 上海化工区公司经营的土地转让业务受相关政策变动的的影响较大。
  - 上海化学工业区聚集化工企业和危化产品，环保和安全生产等方面的管理压力较大。
  - 上海化学工业区后续的开发投资仍需大量的资金，上海化工区公司仍存在一定的资金压力。

2010年江苏句容福地生态科技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)	1.43	1.39	3.67
总资产(亿元)	42.65	75.51	99.40
银行借款(亿元)	5.41	6.14	13.44
应付债券(亿元)	0.00	0.00	0.00
总负债(亿元)	8.04	11.76	22.43
所有者权益(亿元)	34.61	63.75	76.97
主营业务收入(亿元)	3.56	5.42	5.46
净利润(亿元)	1.01	1.71	2.08
EBITDA(亿元)	1.17	1.77	2.10
经营性现金净流入量(亿元)	1.26	2.61	0.61
资产负债率(%)	18.86	15.57	22.57
长期资本固定化比率(%)	39.37	66.04	72.59
有形净值债务率(%)	24.70	31.11	55.06
流动比率(%)	701.60	523.40	368.06
利息保障倍数(倍)	5.86	6.62	2.88
毛利率(%)	2.05	1.61	0.36
净资产收益率(%)	3.56	3.48	2.92
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	17.84	26.31	36.65
经营性现金净流入量/刚性债务(%)	32.04	45.13	0.06
担保人：			
资产总额(亿元)	76.30	107.95	193.78
所有者权益(亿元)	25.21	40.57	52.66
主营业务收入(亿元)	13.06	17.03	12.42
净利润(亿元)	4.68	5.55	3.32
经营性现金净流入量(亿元)	-5.85	5.57	2.60
资产负债率(%)	66.96	62.42	72.82
流动比率(%)	701.60	523.40	129.15
担保比率(%)	—	4.98	1.06

注：根据句容福地2007~2009年度三年连审审计报告，担保方镇江经开2006~2008年度三年连审审计报告和2009年度审计报告绘制。

评级观点

- 优势：
- 句容市经济快速稳定发展及句容市财政实力的增强，为句容福地的业务发展提供了良好的外部环境。
  - 句容福地在句容市基础设施建设、生态高效农业、水务等领域具有重要地位，自成立以来在政策、资金等方面得到了句容市政府的大力支持。
  - 通过句容市政府多次资产注入，句容福地的资本实力得到显著增强。
  - 句容福地本期债券募集资金主要用于句容生态农业示范工程建设项目和句容市城乡给排水管网建设工程项目。镇江新区经济开发总公司为本期债券提供连带责任保证担保，保障程度较高。
- 风险：
- 受国内外宏观经济形势变动的的影响，句容市经济增速放缓，中短期内句容福地获取政府财力支持的规模及进度的不确定性增加。
  - 随着句容市城市建设规模的加大，句容福地未来的融资规模将进一步上升。



## 2010 年大冶有色金属集团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	2010 年上半年
发行人：大冶控股				
货币资金 (亿元)	13.63	19.52	18.54	22.74
总资产 (亿元)	82.36	95.21	115.08	135.47
总负债 (亿元)	56.44	56.57	72.91	86.89
股东权益 (亿元)	19.46	19.85	20.39	26.02
营业收入 (亿元)	167.69	188.24	236.08	152.64
净利润 (亿元)	0.75	1.37	0.99	0.68
EBITDA (亿元)	4.66	6.46	2.59	—
经营性现金净流入量 (亿元)	-3.75	0.99	-7.16	-0.26
EBITDA/利息支出 (倍)	2.71	2.36	3.86	—
EBITDA/刚性负债 (倍)	0.17	0.18	0.11	—
现金比率 (%)	28.90	44.73	34.46	34.54
经营性现金净流入量与负债总额比率 (%)	-7.75	1.76	-11.06	-0.32
非筹资性现金净流入量与负债总额比率 (%)	-16.73	-5.71	-22.85	-12.54
资产负债率 (%)	68.53	59.42	63.35	64.14
流动比率 (%)	88.66	107.00	105.12	105.15
利息保障倍数 (倍)	1.38	1.33	1.76	2.38
毛利率 (%)	3.06	4.24	2.45	1.49
净资产收益率 (%)	13.63	19.52	18.54	22.74
担保人：三环集团	82.36	95.21	115.08	135.47
资产总额 (亿元)	56.44	56.57	72.91	86.89
股东权益 (亿元)	19.46	19.85	20.39	26.02
营业收入 (亿元)	167.69	188.24	236.08	152.64
经营性现金净流入量 (亿元)	0.75	1.37	0.99	0.68
EBITDA (亿元)	-3.75	0.99	-7.16	—
资产负债率 (%)	4.65	6.46	5.25	—
流动比率 (%)	2.71	2.36	3.86	—

注：根据公司 2007 ~ 2009 年及 2010 年上半年度经审计的财务报表整理、计算。

## 评级观点

## ■ 优势：

● 我国经济保持持续增长以及有色金属行业振兴规划的实施，可为国内铜行业保持稳定成长提供一定支撑。

● 大冶控股是我国大型铜冶炼企业之一，铜冶炼能力位居全国前五，规模和技术优势显著。

● 大冶控股近年来经营状况较为稳定，2008 年进行的重组改制与战略投资者增资有效增强了整体资本实力，改善了财务结构，提高了其对债务的保障能力。

● 大冶控股有望继续获得多方面的政府支持，引入的战略投资者实力雄厚，可为其保持稳定发展提供有利条件。

● 湖北三环集团公司提供的全额不可撤销连带担保增强了对本期债券偿付的保障。

## ■ 风险：

● 受宏观经济周期性影响，铜的供求关系与价格具有较大的波动性，从而使公司经营与财务表现面临着较大的不确定性。

● 大冶控股自有铜矿资源较为有限，铜精矿原料自给率较低，削弱了其应对外部波动的能力。

● 期货套保业务的操作效果与风险控制，是影响公司信用质量的重要因素。

● 大冶控股扩大资源保有量、延伸产业链方面的努力，将扩大资本性支出，使其面临一定的债务压力。

## 2010 年杭州市交通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 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：杭交投			
货币资金 (亿元)	17.61	13.35	12.18
总资产 (亿元)	85.86	92.02	208.92
银行借款 (亿元)	21.34	25.58	119.47
应付债券 (亿元)	—	—	—
总负债 (亿元)	49.85	53.90	158.96
归属于母公司所有者权益 (亿元)	29.40	31.72	36.87
营业收入 (亿元)	2.03	4.09	3.74
归属于母公司所有者的净利润 (亿元)	1.48	0.75	1.94
EBITDA (亿元)	2.58	2.40	6.09
经营性现金净流入量 (亿元)	-4.54	-2.81	0.95
资产负债率 (%)	58.05	58.57	76.09
长期资本固定化比率 (%)	74.84	79.31	105.22
有形净值债务率 (%)	144.33	151.38	326.59
流动比率 (%)	174.94	163.61	84.43
利息保障倍数 (倍)	1.51	0.57	1.47
毛利率 (%)	39.49	25.74	46.35
净资产收益率 (%)	6.06	2.45	5.67
经营性现金净流入量与负债总额比率 (%)	-9.03	-5.43	0.89
经营性现金净流入量/刚性债务 (%)	-24.06	-12.00	1.30
担保人：杭城投			
资产总额 (亿元)	509.09	554.72	641.42
归属于母公司所有者权益 (亿元)	219.37	250.84	274.77
营业收入 (亿元)	58.85	75.10	62.13
归属于母公司所有者的净利润 (亿元)	2.42	2.34	0.95
经营性现金净流入量 (亿元)	-5.85	5.57	2.60
资产负债率 (%)	66.96	62.42	72.82
流动比率 (%)	701.60	523.40	129.15
担保比率 (%)	—	4.98	1.06

注：发行人数据根据杭交投经审计的 2007 ~ 2009 年度财务数据整理、计算；担保人数据根据杭城投经审计的 2007 年及 2009 年财务数据整理、计算，2008 年财务数据根据 2009 年审计报告年初数或上年数整理、计算。31

## 评级观点

## ■ 优势：

● 杭州市的经济连续多年保持两位数增长，财政实力不断增强，可为杭交投的经营和发展提供良好的区域经营环境。

● 杭交投是杭州市交通基础设施的主要投资、建设和运营主体之一，获得了政府较有力的资金及政策支持。

● 杭交投具有“一主两翼”的业务结构，交通主业和房地产及物流“两翼”相互促进。

● 2009 年杭交投收购了杭千高速，未来交通主业收入有望得到较大增长，经营性现金流回笼情况也将得到改善。

● 杭城投提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保可增强本期债券到期偿付的安全性。

## ■ 风险：

● 杭交投的交通基础设施建设和房地产开发等业务的经营效益与现金回笼能力较易受经济周期波动及宏观政策调整的影响。

● 杭交投未来三年的投资任务较重，资金需求很大，公司面临较大的融资压力和集中投入风险。

● 杭交投交通基础设施建设的收益尚未得到充分体现，资产整体盈利性不足。

● 杭交投 2009 年债务规模因并入负债水平较高的杭千高速而大幅增长，且随着未来项目建设的推进，公司债务规模还将进一步上升。

2010 年江苏华靖资产经营有限公司市政项目建设债券信用评级报告

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)	2.15	2.85	16.83
总资产(亿元)	55.72	84.64	134.62
银行借款(亿元)	21.80	28.98	65.90
总负债(亿元)	33.36	40.39	82.91
归属于母公司所有者权益(亿元)	20.74	41.86	49.05
营业收入(亿元)	9.23	11.60	14.85
归属于母公司所有者的净利润(亿元)	1.27	2.86	3.31
EBITDA(亿元)	1.77	3.57	4.23
经营性现金净流入量(亿元)	1.82	1.83	2.23
资产负债率(%)	59.87	47.72	61.59
有形净值债务率(%)	150.51	106.32	210.09
流动比率(%)	123.45	130.87	106.73
利息保障倍数(倍)	1.79	1.26	1.96
毛利率(%)	7.49	6.61	13.19
净资产收益率(%)	7.89	9.47	7.46
经营性现金净流入与总负债比率(%)	6.27	4.97	3.62
经营性现金净流入量/刚性债务(倍)	10.04	7.18	4.48

注：根据江苏华靖 2007 ~ 2009 年度三年连审的财务数据整理、计算。

评级观点

■ 优势：

●近年来靖江市经济发展状况较好，以及国家加大基础设施投资力度政策的实施，为江苏华靖的经营发展提供了较好的基础。

●江苏华靖是从靖江市政府城市基础设施建设和工业园区开发的国有企业，能够获得政府财力和政策的支持。

●江苏华靖财务结构较合理，融资渠道较畅通，财务弹性大。公司货币资金较充裕，持续的财政拨付构成公司对基础设施开发的重要资金来源，并对公司债务偿付形成较为有力的保障。

●本期债项由江苏华靖直接和间接所属的土地资产做抵押，安全性高，能够为本期债券的偿还提供一定支撑。

■ 风险：

●江苏华靖未来几年投融资规模将呈上升趋势，将面临较大的资金缺口和偿债压力。

●江苏华靖资产中道路、水务等公共基础设施类资产占比较大，实际资产流动性较弱。

●中短期内土地出让收益的波动可能使江苏华靖项目资金回笼期延长。

2010 年无锡市城市投资发展总公司市政项目建设债信用评级报告

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)	5.64	7.94	14.13
总资产(亿元)	96.59	109.48	130.20
银行借款(亿元)	39.41	46.53	78.04
应付债券(亿元)	0.00	0.00	0.00
总负债(亿元)	63.87	75.95	90.88
所有者权益(亿元)	31.98	32.81	38.60
主营业务收入(亿元)	0.34	0.33	0.40
净利润(亿元)	0.85	0.93	1.72
EBITDA(亿元)	1.30	1.32	1.56
经营性现金净流入量(亿元)	4.03	2.03	0.16
资产负债率(%)	66.12	69.37	69.80
长期资本固定化比率(%)	69.43	72.61	60.30
有形净值债务率(%)	196.67	227.10	231.65
流动比率(%)	132.32	128.77	207.35
利息保障倍数(倍)	1.81	1.42	1.29
毛利率(%)	51.84	55.62	66.54
净资产收益率(%)	2.69	2.87	4.83
经营性现金净流入与总负债比率(%)	6.72	2.90	0.19
经营性现金净流入量/刚性债务(倍)	10.79	4.73	0.26
担保人：			
资产总额(亿元)	94.61	102.08	129.91
归属于母公司股东权益(亿元)	18.40	29.76	33.90
营业收入(亿元)	47.03	43.35	43.02
归属于母公司所有者的净利润(亿元)	0.82	0.99	1.04
经营性现金净流入量(亿元)	3.18	8.87	2.40
资产负债率(%)	51.75	43.38	48.22
流动比率(%)	101.14	96.11	120.32

注：根据无锡城投 2007 ~ 2009 年度审计报告及担保方无锡产业集团 2007 ~ 2009 年度审计报告绘制。

评级观点

■ 优势：

●无锡城投作为无锡市城市开发与建设的运营主体之一，自成立以来在政策、资金等方面得到了无锡市政府的大力支持。

●无锡城投经营环境良好，在当地城市开发与建设领域中具有明显的经营优势。

●无锡城投本期债券募集资金主要用于无锡市古运河风貌带综合整治二期工程项目，计划通过周边土地收益返还等方式偿还到期债券本金和利息，保障程度较高。

●无锡产业发展集团有限公司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：

●无锡城投融资规模随着无锡市城市开发与建设规模的扩张而增长，偿债压力将随之加大。

●随着无锡市环境整治工程投入的加大，无锡城投未来的融资规模将进一步上升。

●无锡城投目前的银行借款规模较大，负债水平偏高；自身经营性业务收入规模小，盈利不足。

●无锡城投或有负债风险加大。

2010年四川省煤炭产业集团有限责任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 评级展望：稳定

主要财务数据

项目	2007年	2008年	2009年
货币资金(亿元)	21.82	24.33	33.66
总资产(亿元)	115.67	162.28	212.09
银行借款(亿元)	26.50	36.87	71.10
应付债券(亿元)	5.00	5.00	5.00
总负债(亿元)	80.94	115.30	160.99
所有者权益(亿元)	34.73	46.98	51.10
营业收入(亿元)	52.98	74.31	77.01
净利润(亿元)	1.62	1.83	1.70
EBITDA(亿元)	6.45	9.13	10.28
经营性现金净流入量(亿元)	8.48	11.66	15.91
资产负债率(%)	69.98	71.05	75.91
长期资本固定化比率(%)	104.18	111.90	113.22
有形净值债务率(%)	341.44	442.50	559.68
流动比率(%)	93.24	83.41	80.72
利息保障倍数(倍)	2.07	1.88	1.43
毛利率(%)	25.48	28.04	26.60
净资产收益率(%)	4.87	4.49	3.47
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	11.93	11.89	11.52
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	27.98	29.30	24.90

注：根据川煤集团经审计的按照新会计准则格式编制的2007~2009年度三年连审财务报表数据整理、计算。

评级观点

■优势：

●煤炭行业是我国重要的能源基础产业之一，其作为我国主体能源的战略地位在较长时间内不会改变，行业长期发展前景良好。

●川煤集团作为四川省最大的国有煤炭企业，在省内具有一定的区位优势，能够得到省政府的大力支持。

●川煤集团资本实力较强，货币资金较充裕，经营性现金净流量快速增长，实际偿债能力较强。

●川煤集团煤炭产品主要销往大型钢厂、省内电厂等，客户需求相对稳定；且公司在主业基础上发展电力、建材等相关业务，不断延伸产业链，有利于提升整体抗风险能力。

●川煤集团上期企业债券募集所投入的技改及新建矿井项目已基本完工投产，公司生产条件改善，煤炭产量继续增加，区域竞争实力进一步加强。

■风险：

●尽管当前我国经济出现回暖，但持续稳步增长仍面临一定的不确定性，加之煤炭价格波动性较大，都将会对川煤集团经营收益、资金回笼速度将造成不利影响。

●川煤集团所属矿区地质条件比较复杂、矿区开采成本高，会对公司市场竞争力的提升形成制约。

●川煤集团管理费用有所增长，整体盈利能力偏弱，政府补贴对公司盈利影响较大。

●受投资规模扩大的影响，川煤集团未来一段时间的资金需求量较大，公司债务负担将进一步加重。

●资源税改革等政策性增支因素将使煤炭生产面临一定的成本提升压力。

山东威海2010年度第一期中小企业集合票据信用评级报告

概要

债项评级结果（担保后）： 评级观点

AA

主体长期级别：

发行人	信用等级	评级展望
山东威海船厂	BBB+	观望
威海港集团有限公司	A-	稳定
山东省艺达有限公司	BBB	稳定
威海蓝星玻璃股份有限公司	BBB+	稳定

■优势：

●本期集合票据联合发行人信用状况总体较好，企业所在地威海市经济和社会环境良好，市政府对中小企业在政策及资金支持上力度较大。

●山东再担保为本期集合票据本金及利息提供全额不可撤销的连带责任保证担保，有效地提升了本期集合票据的信用水平。

●本期集合票据联合发行人在相关业务领域同类企业中具有一定的规模和比较优势，经营稳定性相对较高。

■风险：

●本期集合票据联合发行人区域集中度偏高，威海船厂及威海港集团存在互保行为且具有一定行业关联性，抵御系统性风险的能力相对较弱。

●本期集合票据四家联合发行人中，威海船厂及威海港集团涉及厂区建设、山东艺达涉及园区建设、蓝星玻璃涉及生产线投资，当前均面临一定的资金压力。且其中涉及的相关土地价格变动因素，会对发行人总体信用质量构成一定影响。

●本期集合票据的结构较为复杂，涉及机构较多，若有关机构未能按照有关约定及时、完整地履行相关职责和义务，可能会对本期集合票据持有人及时、足额获得本息造成一定负面影响。

2010年9月-10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
2010年中关村高科技中小企业集合票据	A-1		2010-10-10
2010年西部超导材料科技有限公司第一期短期融资券	A-1	A	2010-10-25
2010年湘电集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	2010-10-28
2010年上海交运股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	2010-10-28



---

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