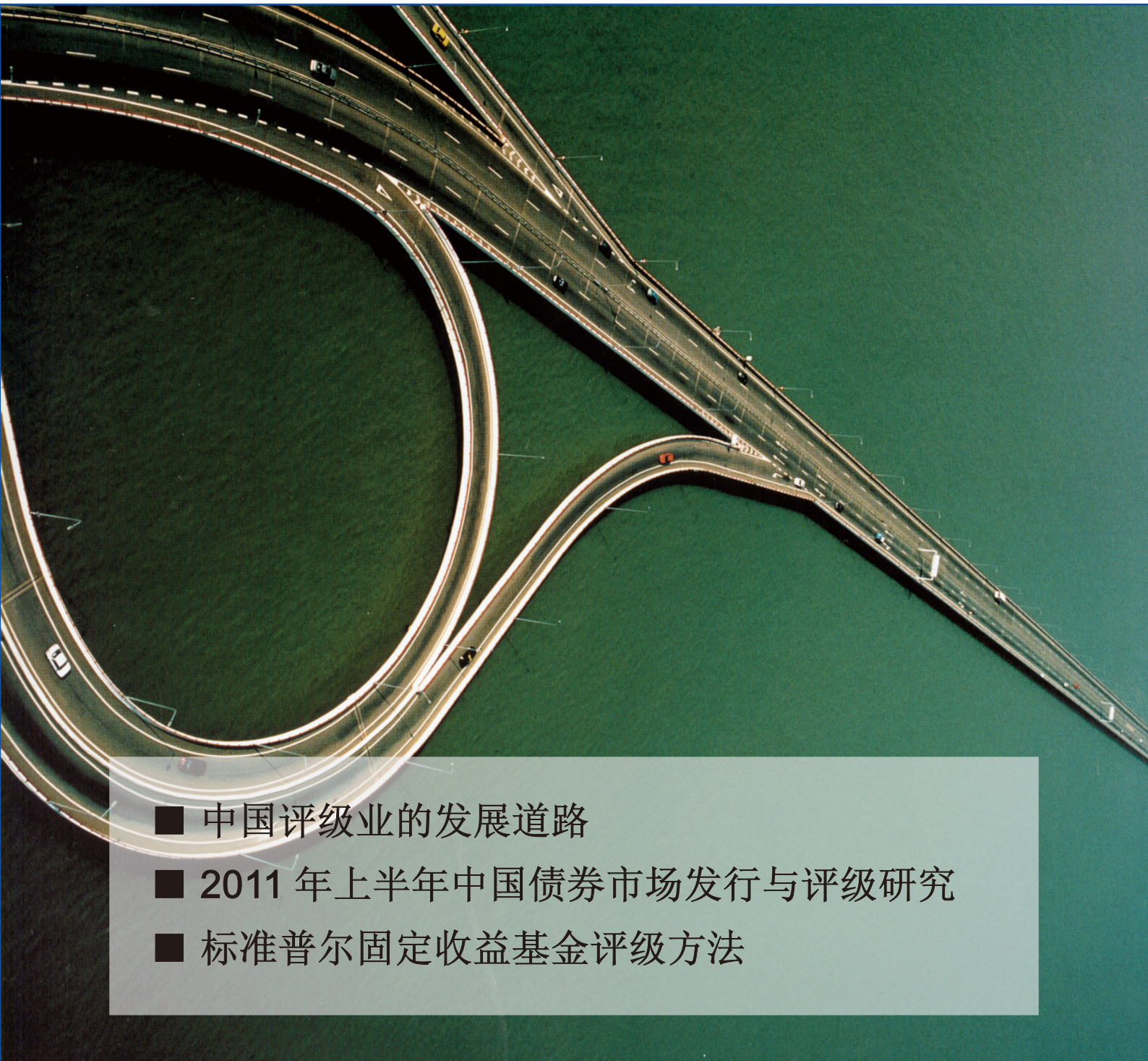




CREDIT RATING

资信评估

季刊 2011 年第 2 期 总第 47 期

- 
- 中国评级业的发展道路
 - 2011 年上半年中国债券市场发行与评级研究
 - 标准普尔固定收益基金评级方法

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.



季刊 2011 年第 2 期 总第 47 期
(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

联系人
鞠海龙

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。

编者按:

为适应公司发展需要, 从 2011 年起, 《资信评估》由双月刊改为季刊, 内容更加完善, 在原有板块基础上, 增加行业时评、债券市场分析等最新栏目, 与《专刊》、《研究报告》三位一体, 全面展示新世纪对于国际、国内信用评级及债券市场的最新理论和见解。

目录

资信论坛

- 中国评级业的发展道路.....1
信用评级公司与上海国际金融中心核心功能建设...4
长三角信用评级结果互认与信息共享.....6

市场研究

- 2011 年上半年中国债券市场发行与评级研究.....8

专题研究

- 标准普尔固定收益基金评级方法.....22

行业动态

- 基金投资中期票据开闸 涵盖银行间全部券种...32

公司新闻

- 新世纪公司总裁朱荣恩出席 2011 陆家嘴金融论坛并发表演讲.....35

评级报告

- 2011 年第二季度发行债券评级汇编.....38
2011 年第二季度跟踪评级汇编.....40
2011 年第二季度部分信用评级报告概要.....42

中国评级业的发展道路

文 / 朱荣恩

编者按：

2011年5月19-21日，由上海市政府和中国一行三会共同主办的2011陆家嘴金融论坛在上海举行，本次论坛的主题为“新时期的金融体系及其宏观管理”。上海新世纪资信评估投资服务有限公司总裁朱荣恩在“创建繁荣的中国债券市场”专题会场上发表了《中国评级业的发展道路》的专题演讲。

各位来宾，感谢大家参加今天的论坛，也感谢会务组织方邀请我参加这次演讲。刚才两个中国债券平台的领导，和一位中央清算平台负责人的讲话，我非常有感触，中国评级业起步于上世纪80年代末，但真正迎来春天的也就是近五年，也就是以人民银行银行间债券市场发展带动了中国评级业的发展。2005年银行间债券市场产生，2007年证监会推进公司债，经过这五六年的时间，中国评级业我认为有了非常长足的进步。

这个体现在几个方面。一个就是人员规模，目前两个市场分别是“4+5”，这里面其实两家是同一个机构，就是7家评级机构在做资本债券市场评级，人员已经达到1000多人。评级的品种已经从最初的企业债发展到公司债、短期融资券、中期票据、具有中国特色的中小企业集合债，以及交易所的可分离债、可转换债，保监会的股权投资等品种。

从收入规模上面，我们这个行业非常小，以前几乎没有收入，但是由于债券市场发展，给我们一个收入大增的机会。据我估算，去年一年全行业大概在4、5亿。今年从我们公司角度来看，到了5月份债券市场的评级收入已经达到去年的全年水平，这是超出我预料的。所以这个行业也在中国债券市场发展中得到了发展。所以昨天屠光绍讲直接融资四大机遇，专门讲到中介服务机构，我感触非常深。中国评级业尽管取得了一些成绩，但是我们要看到与中国债券市场的发展、与上海金融中心的建设，乃至国际金融市场要求还存在很大差距。这里面有几个方面，我想谈一下，也想引起大家的一些共鸣和探讨。

第一个问题，我国评级机构的立法监管问题。环顾全球，各国各地区凡是债券市场有

评级的这些机制的地方，都有专门的资信评级独立的法规，包括美国、日本、欧盟、中国香港、中国台湾。次贷危机以后，这些地方的立法机关又在修订自己的评级机构法规。

我们国家到目前为止还没有一部专门针对信用评级管理的法规。我在想，中国债券市场走到今天，形成银行间债券市场和证券交易所市场，形成证监会管公司债，银行间债券市场管短融和中票，以及发改委管企业债，是一种历史的转轨期间的现象，目前这种现状具有一定的客观背景。但是我们信用评级机构的管理应该统一。

我给大家说一下，现在做交易所市场的有 5 家，做银行间债券市场的有 4 家，其中有 4 家是合业的，其他都是做各自市场的业务。这就产生一个问题，如果一家企业同时既发公司债又发短融，就会出现不同等级。这种差异从目前阶段就会做一些倡导，比如说一个企业在公司债里面得到了高等级，在银行间债券市场，因为评级机构不能参与银行间债券市场，就要找银行间债券市场得到认可的公司再进行一次评级。

这两个不同，即便处于两个不同的机构，也是合理的，问题是在中国定价机制是以主体为定价的，就是会倒逼评级公司。比如公司债这一块，主体级别比较高，而评银行间债券市场的短融、中票的评级公司如果给出较低级别的话，就会受影响。所以最近我们研究了这几年 4 家评级公司的级别迁移，幅度很大。银行间债券市场征信局专门找我们谈话，分析了这个问题，其中有一条我们就感觉到了这两个市场分头认证的倒逼影响，所以呼吁政府加快这方面的进程。

第二方面，推进评级业的自律组织建设。我们知道国际评级业是市场经济的产物，也是唯一一个没有行业自律组织的行业，也就是三家公司，说的不好听，鸡犬之声相闻，老死不相往来，市场经济就是需要不同的声音，不能坐在同一个板凳上。但是中国评级业是不是一定要走这条路呢？不行，我们应该抓紧时间，集中我们的行业智慧、行业力量，来加速我们评级业的发展。所以银行间债券市场和交易所债券市场相继成立了专业委员会，这个专业委员会正在进行一些治理的规范，最近我们看了这些即将出台的规范，我想对于我们行业来说都是很好的基础。

第三方面，就是在中国债券市场发展过程中，如何改进我们的评级，提高我们评级的公信力，这也是一个很重要的方面。目前的这种评级状态，是不是可以再进一步的改进，我们能不能把债券发行时候的评级主体和债项同一时间评，变为分开评，叫主体评级和债项评级。在国际上面，这是分开的，发债企业首先要取得一个主体评级等级，然后根据自己的融资规模、要求、时间，再去确定债券发行规模。

我们看了一下，美国的标普的收入结构中，去年主体评级也就是固定收费这一块，是 12.37 亿美元，债项类收入是 6.63 亿美元。台湾地区我看了一下，每年评 180 家主体，真正能够发债的也就是 90 家到 100 家。印度每年要评将近 9000 家的企业主体，发债也就在

这里面。所以这可能是今后中国评级业走的道路。这有什么作用呢？一个就是刚才讲的主体是企业基本的信用等级，刚才张总也说了，社会诚信体系建设就是要让市场的各个主体有自己的信用标识（mark），所以信用主体评级起到这样一个有利作用。第二我们发行债券的时候把主体捆绑在一起会使压力加大。现在银行间市场的债券定价、报价都是按照主体来的，所以我们有二个报告，一个是主体报告，一个债项报告，现在基本上债项报告不看了，都是看主体。所以这个导向我认为还要调整。最后主体评级，评级后面的功能可以再进一步发挥，不仅仅是债券，刚才张总讲的投资组合上面，在国外投资组合非常需要评级，称交易对手评级。所以有这些主体，这里面主体不仅仅是工商企业，还包括银行、保险、证券这些金融机构，就可以缓释我们在债券市场的评级压力，进一步体现我们的评级公信力。

除此之外，我们自身还要加强完善建设，包括评级方法和流程的披露，包括数据库的建设，这方面我们要去积极努力。这里还是跟大家说一下，评级不是对过去的证实，而是对未来的一种展望。我们不应该有同质化的要求，每家公司的评级最后是由市场来认可，美国三大评级公司，评级方法、评级定义、评级符号、评级市场检验都不一样，我们现在中国评级符号是统一的，但是方法是各自为政的。

所以在这方面，要注意这种流程的披露、方法的披露，这是很重要的。另外就是数据库建设，国际评级公司走到今天，我认为主要取决于历史，历史产生了经验，历史产生了数据，我们中国的评级业真正起步是 5 年，我们的从业人员的经验历史不长，我们的数据更少，所以这方面我们应该加大努力。

最后我认为评级业应该市场化运作，就是刚才谢司长讲的关于监管上面，强调市场运作。我认为评级业市场运作就是微观盈利，投入中观、宏观研究，然后通过成果发布来扩大社会影响力，最后得到社会的检验来提高公信力。这就是国际评级业走过的道路。我想这也是我们中国评级业应该走的道路。我的演讲就到这里，谢谢。

信用评级公司与上海国际金融中心核心功能建设

文 / 朱荣恩

编者按：

2011年1月8日，由上海金融学院主办的首届上海国际金融中心核心功能建设高层论坛在浦东召开。本次论坛采用闭门论坛形式，由浦东新区人大常委副主任、上海金融学院副校长吴大器主持，上海金融工委书记季文冠，财政部会计司副司长应唯，浦东新区区委常委、副区长严旭，上海保监局副局长李峰，上海农商行行长侯福宁，上海国家会计学院副院长谢荣，上海证券交易所副总经理周勤业，上海新世纪资信评估投资服务有限公司总裁朱荣恩，上海金融学院国际金融研究院执行院长李豫等来自京沪的高层，在“发展布局、监管服务”，“会计功能、整合提升”，“金融要素，各显其能”三个板块上，针对上海国际金融中心核心功能下的发展布局、环境营造、行业监管、金融与会计的匹配式融合发展各抒己见，聚焦上海国际金融中心建设。在此次论坛上，总裁朱荣恩发表《信用评级公司与上海国际金融中心核心功能建设》演讲，于此刊登，以飨读者。

上海市政府2009年2月25日提出的完善金融服务体系中有一段话，专门突出了发展信用评级机构，制定相应政策、措施，促进信用评级机构的发展，支持中资评级机构和国际著名信用评级机构展开合作，大力培育具有市场竞争力和国际影响力的信用评级机构。这已经作为市政府的具体项目在落实，我们也分别做出了回应和准备。我想谈几个想法：

第一，评级公司的发展战略问题。我们的评级工作已经进行了19年了，回顾过去走过的道路，应该认识评级业的这样一个发展模式，即微观盈利、宏观影响的战略发展模式。所谓“微观盈利、宏观影响”是指评级公司以微观产品在市场上有充分的发展，增加赢利，再投入到宏观研究，通过宏观研究成果的发布和社会验证提升其影响力。这是150年里国际评级公司走过的道路。回顾我国的评级公司，发现有几个问题，其一是微观市场需求单一、品种单一。我认为要扩大微观市场需求和品种，可以在以下几个方面展开和扩大业务。首先是信贷资产的评级，上海1998年展开信贷企业评级，目前已经做得比较好，由9家评级公司对4000多家贷款企业进行年度评审，其中被评企业占贷款企业的20%，被评企业贷款额占贷款总额的80%。其次是债券市场，2005年之前，我国债券市场还很微小，之

后才开始发展，对我们的影响很大。可以说，最近几年，评级公司效益的节节攀升得益于银行间债券市场的发展，但还不够，交易所市场应该也要更加发展。另外，应该加大包括商业银行、证券公司和保险公司在内的金融机构的评级，就是交易对手的评级，这是国际主流的做法。我国是从债券评级到主体评级，国外是先主体评级再到债券评级。交易对手的评级很重要，这在国外评级公司的收入中作用很大。在微观赢利的基础上，可以加大力度对宏观市场的研究，包括行业研究、地区财力研究、政府主权评级研究等。中国的评级业，先要扩大微观，然后再扩大到宏观，从而扩大影响力。

第二，中国的评级业一定要走本土化和国际化道路。中国评级业以本土评级机构为平台，以本土评级人员为主体，吸收国际的评级方法和理念，提供可以满足国内外市场需要或投资者需要的评级产品。台湾用本土的人才，吸收标普的技术和信息进行这方面的工作，相当有成效。我们也应该走这样的道路。走国际合作的道路，可以有多种形式，比如有限的股权合资和技术合作、项目合作。我们的做法和台湾不太一样，台湾规定外资合资比例要 25% 以上，台湾监管部门认为不到 25% 外企不会进行技术输出。现在我们的技术合作一般是培训、交流、信息共享，但没有核心技术。所以我们认为下一步需要监管部门来研究这个事情。

第三，上海在建设国际金融中心核心功能区时，要抓住国际评级机构在上海发展的机遇。2009 年标普进入大中华区，进入上海，我们可以成为其全球数据加工中心。他们 1997 年与印度合资了一家公司，这家公司当年营业收入 400 万美元，去年达到了 1.2 亿美元，其中 6000 万为数据模型加工收入。如果能够引进，也是上海核心功能区建设的一个成果。另外，我认为在培养评级人才方面也要大力支持。可以说我们现在的国民教育体系无法满足评级人员培养，因此需要通过评级公司、金融机构和高校通力合作，进行这方面的培养。标普在美国纽约商学院有一个 CRA 的培训课程，有可能的话我们将这个课程移植过来。信用管理评级要专门化，不仅是外部评级公司，还有内部评级，商业银行也有内部评级法，人才培养可以集聚到这个平台。

长三角信用评级结果互认与信息共享

文 / 朱荣恩

编者按：

2011年5月6日，中国人民银行、江浙沪两省一市在南京召开了第四届长三角金融论坛。与会主要领导包括中国人民银行副行长马德伦，上海市常委、副市长屠光绍，浙江省常务副省长陈敏尔，江苏省常务副省长李云峰等。与会方对“以人民币跨境贸易结算为试点、完善世博金融服务为契机，积极推进长三角金融协调发展”的主题进行了深入的讨论。上海新世纪资信评估投资服务有限公司总裁朱荣恩应邀出席了本次论坛，并发表了《长三角信用评级结果互认与信息共享》专题演讲，于此刊登，以飨读者。

我国的信用评级具有多部委、分业监管、多层次的特征，征信平台也存在中央条块各建的特征，这决定了我国信用评级结果的互认和信息共享具有复杂性特征。

一、对于信用评级结果互认与信息共享的认识

（一）债券评级的互认与信息共享

从国际角度看，目前国际评级市场主要由标准普尔、穆迪和惠誉三家机构占据。这三家机构的评级方法、评级符号以及评级定义等方面均存在一定的差异。因此，在这种情况下，并不存在评级结果互认这种概念。但从市场投资者对评级结果的认识上看，不同评级公司之间的评级结果能够建立起一定的对应关系，虽然这种对应关系并不是严格的一一对应。

中国人民银行征信管理局在其官方网站公告了评级结果可以在银行间债券市场使用的评级机构名单，其在全国范围内认可的评级机构，包括大公、新世纪、联合资信和中诚信。这些机构的评级结果是建立在自身的

评级体系、评级方法基础上，评级结果依据有关法规向相关机构进行了报备，且通过相关监管部门和各公司的官方网站进行公开。同时，中国证监会、国家发改委也认可包括新世纪在内的五家评级机构，即在交易所市场中五家评级结果是认可的。不仅如此，从信息披露要求看，在债券评级过程中，发行人的审计报告和财务报表、评级机构出具的评级报告、债券的募集说明书等资料均要在中国债券信息网、中国货币网和各公司的官方网站予以公开。

因此，目前债券评级是人民银行和证监会及国家发改委认可并可在全国市场共享的。

（二）信贷评级可以在人民银行内部进行“互认与信息共享”

与债券市场类似，中国人民银行征信管理局同样在其官方网站公告了评级结果可以在信贷市场使用的评级机构名单，在这份认可的评级机构名单上，江浙沪三省市中，上海有包括新世纪、远东在内的8家评级机构，江苏有5家评级机构，浙江有6家，这些机构的评级结果是可以江浙沪三省市进行互

认的。除征信管理局认可的这些评级机构外，人民银行长三角各地区分支机构还有其认可的其他评级机构，可以通过区域内协调，使这些评级机构尽可能在信贷评级过程中采用相近的评级方法、指标体系等，使评级机构间的评级结果更为相近，进而达到实现在人民银行内部认可的评级机构之间进行评级结果的互认。

同样，在信贷评级中，开展信贷评级的人民银行各省市的分支机构，每年都能够获得被评级企业的财务信息和区域内评级机构的评级报告、评级结果，但这些资料并不能够在公开渠道予以获得，因此，人民银行各省市分支机构之间可以将自身掌握的被评对象的信息进行共享，使信贷企业主体的基本财务状况和信用等级在地区间实现互通，从而增强对借款主体信用风险的认识。

二、长三角信用评级结果互认与信息共享需要解决的几个问题

为实现长三角信用评级结果（主要指信贷评级结果）互认与信息共享，需要解决以下几个问题：

（一）长三角各地区的评级标准和评级技术存在不同的问题

从信贷评级的角度看，长三角各地区评级机构在评级标准和评级技术上会存在不同，其评级结果自然也会有所差异。从评级本质来说，这种差异存在是自然的，不必苛求一致。但从中国现实出发，在使用者（投资者）还不成熟的情况下，尤其是要进行评级结果的互认，那么首先要解决不同地区评级标准和评级技术的差异问题，具体的解决办法建议可以由人民银行进行协调，统一不同地区人民银行认可的评级机构间在信贷评级等业务上的评级标准和评级技术，并通过

召开联席评审委员会等制度，来实现人民银行内部评级结果的互认。需要说明的是，评级结果互认并不意味着评级结果的一致，否则就会产生评级同质化的误区。

（二）中央征信平台和地方政府征信平台的关系问题

从目前的情况看，人民银行各分支机构能够掌握其所在地区被评企业的基本信息和评级结果，然后通过人民银行征信中心汇总，实现人民银行内部的信息共享。但对各地方政府而言，其只能获得被评企业在工商、税务等方面的信息，被评企业的信贷信息和评级信息则无法从人民银行系统获得。因此，要推进长三角信用评级的信息共享，还应推进人民银行所代表的中央征信平台和各地地方政府的征信平台之间的信息流通机制，将人民银行各地区分支机构掌握的被评对象的基础信息和评级信息与地区政府掌握的工商、税务等信息互联互通。

（三）地方政府征信平台之间的信息共享问题

在促进社会信用体系建设上，各地区的地方政府基本都建有适合本地的信用信息征信平台，这些征信平台可以通过地方政府之间的协商进行互联互通、信息共享。因此，要推进长三角信用信息的共享，就需要沪、江、浙通过协商一致的机制、统一制度安排，进行三地平台的互联互通，实现信息的共享。

在沪、江、浙三地互联互通、信息共享的平台上，可以开展推动长三角经济发展的信用评级活动，包括中小企业的信用评级，通过理论、标准和技术的一致性，实现评级结果的互认、共享；在统一的制度安排下，通过在这个统一的征信平台上进行征信数据的挖掘、加工，实现长三角信用信息的互认、共享。

2011 年上半年中国债券市场发行与评级研究

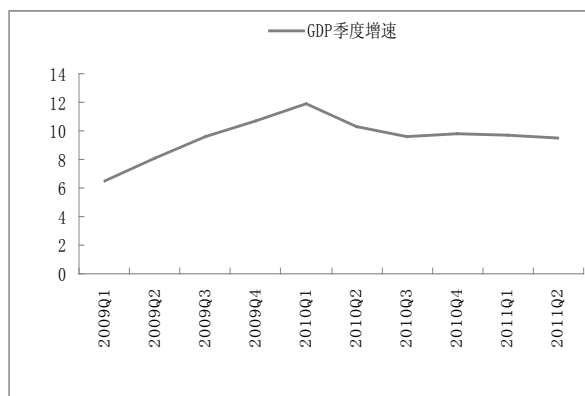
文 / 王海燕

一、宏观经济环境

2011 年上半年，全球经济继续保持复苏势头，但增速出现放缓的迹象。发达经济体方面，欧元区在德、法等主要国家经济增长的带动下温和复苏，但主权债务危机亟待解决。美国因能源和食品价格上涨，通胀压力走强，消费者信心下降，经济复苏动力减弱。日本遭遇强震、海啸和核泄漏，工业体系受到严重打击，经济大幅萎缩，灾后重建任务沉重。新兴经济体方面，中国、巴西、印度等国家通胀压力居高不下，用以遏制通货膨胀的货币政策等紧缩措施连续出台，快速的经济增长将受到政策的抑制。

2011 年上半年，我国经济增长速度在保持稳定的基础上有所回落。一方面国家推动经济结构调整，更加注重经济发展的质量，主动调低经济增长目标，房地产等重要的投资行业发展受到抑制；另一方面通货膨胀水平居高不下，政府将控制物价水平稳定作为年度经济政策首要目标，提出消除物价上涨的货币基础，货币环境收紧，部分削弱了实体经济的增长速度。总体而言，我国经济增长速放缓，更多的是政策选择、结构调整的结果。

图表 1：GDP 季度走势（单位：%）



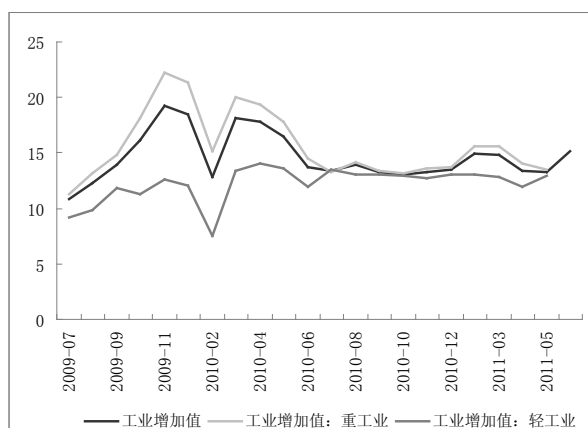
数据来源：国家统计局

2011 年上半年，我国国民经济继续保持平稳增长。上半年国内生产总值 GDP 实现 204459 亿元，按可比价格计算，同比增长 9.6%；其中，一季度增长 9.7%，二季度增长 9.5%。分产业看，第一产业增加值 15700 亿元，增长 3.2%；第二产业增加值 102178 亿元，增长 11.0%；第三产业增加值 86581 亿元，增长 9.2%。从环比看，二季度国内生产总值增长 2.2%。

在国家抑制通货膨胀、转变经济增长方式政策作用下，国内经济出现调整迹象。6 月份中国制造业采购经理指数 PMI 指数继续回调，预示未来经济增长率可能继续降低。

但同时，工业增速仍保持在较高的水平，且环比有所上升，说明工业生产仍保持较强的增长动力。2011年上半年，全国规模以上工业增加值同比增长**14.3%**，6月份规模以上工业增加值同比增长**15.1%**，环比增长**1.48%**。6月份PMI指数为**50.9%**，连续三个月出现下滑，且为2009年2月份以来的最低点。

图表2：规模以上工业增加值月度同比变化情况（单位：%）



数据来源：国家统计局

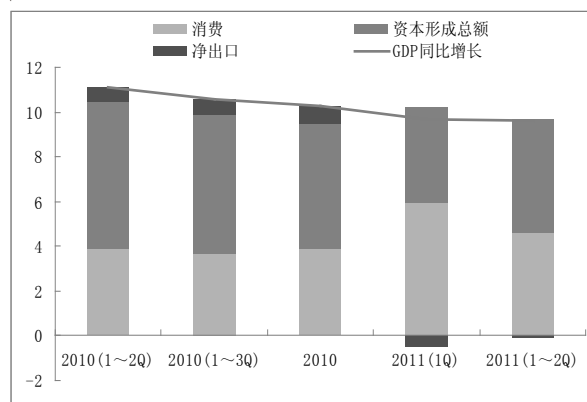
2011年上半年我国固定资产投资保持较快增长，产业转移和结构调整正在进行，中西部地区投资增速高于东部。上半年，固定资产投资（不含农户）**124567亿元**，同比增长**25.6%**。分产业看，第一产业投资同比增长**20.6%**，第二产业增长**27.1%**，第三产业增长**24.7%**。分地区看，东部地区投资同比增长**22.6%**，中部地区增长**31.0%**，西部地区增长**29.2%**。6月份固定资产投资（不含农户）环比下降**1.04%**。

受汽车及住房购置政策调整影响，2011年上半年我国居民消费总额稳定增长，但增速比去年同期略有下降，汽车、家具、建材等商品消费有所降温。上半年，社会消

费品零售总额实现**85833亿元**，同比增长**16.8%**，比去年同期回落**1.4个百分点**。

在全球通胀引发经济紧缩政策、欧洲主权债务危机以及日本地震等因素综合影响下，世界经济增速放缓，我国对外贸易受到一定影响。2011年上半年我国进出口总值**17036.7亿美元**，同比增长**25.8%**。其中出口**8743亿美元**，增长**24%**；进口**8293.7亿美元**，增长**27.6%**。累计顺差**449.3亿美元**，收窄**18.2%**。随着国际能源价格掉头向下，国际范围内通胀压力缓解，欧债危机在新一轮经济援助下得到控制以及日本灾后重建计划启动，我国的外贸环境有望得到适当改善。

图表3：消费、投资、净出口对GDP增长的拉动（单位：%）

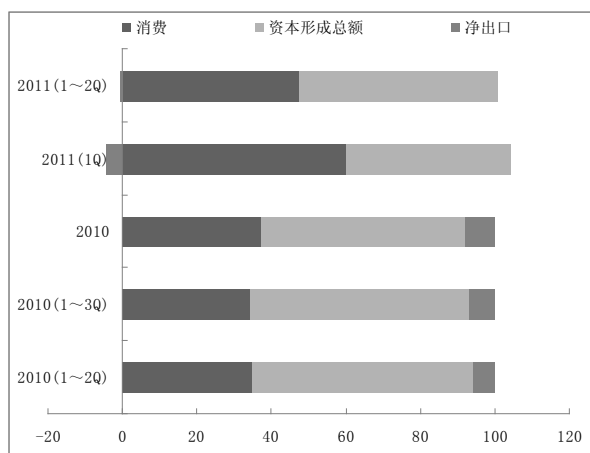


数据来源：国家统计局

从拉动经济增长的三大需求对GDP的贡献看，2011年上半年经济增长的结构较去年进一步好转，表现为增长对投资的依赖下降，而消费的贡献扩大。上半年，投资对GDP的贡献率由去年的**54.8%**下降至**53.2%**，消费对GDP的贡献率则由**37.3%**上升至**47.5%**。上半年我国净出口同比下降**18.2%**，对经济增长产生了**-0.7%**的影响。上半年净出口顺差同比收窄的原因主要为进

口原油、铁矿石、粮食等大宗商品量价齐升；其次是人民币币值不断走高、加息等因素对出口产品造成了一定程度的负面影响。

图表 4：消费、投资、净出口对 GDP 的贡献（单位：%）



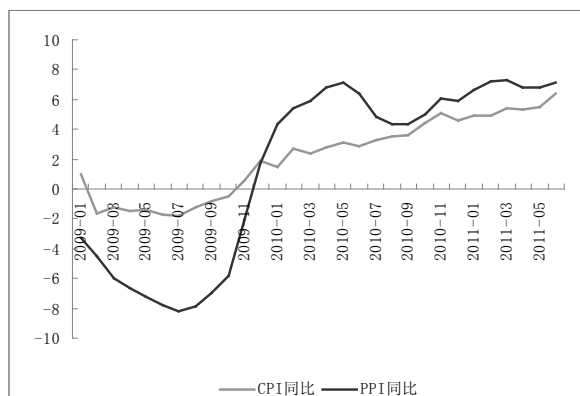
数据来源：国家统计局

2011 年上半年，国际市场农产品、石油、煤炭和其他大宗商品价格持续高企，通货膨胀在全球蔓延，全球经济增长承受通胀压力，我国的形势也不容乐观。受货币超发、大宗商品价格上涨、劳动力成本提高以及输入性通胀等因素影响，今年上半年我国通胀水平持续高位运行。加之近期长江中下游连续遭遇旱涝灾情，生猪价格持续攀升，国内物价水平呈现上升趋势。上半年，居民消费价格 CPI 同比上涨 5.4%，其中 6 月份同比上涨 6.4%，创三年来新高；工业生产者出厂价格 PPI 同比上涨 7.0%，6 月份上涨 7.1%，环比与上月持平。

当期原油等国际大宗商品价格回落趋势明显，下半年国内输入型通胀压力有望下降。同时货币政策紧缩效应逐渐显现，国内经济增速放缓，内需下降促使物价水平回调。预计下半年由于翘尾因素快速回落，新涨价因素继续得到遏制，CPI 涨幅将在三季度后高

位回落。

图表 5：CPI、PPI 同比变化情况（单位：%）



数据来源：国家统计局

二、债券市场发行情况

2011 年上半年全国债券市场（包括银行间债券市场、交易所债券市场、商业银行柜台市场）共发行各类债券 838 期，发行金额合计 40617.85 亿元。其中，以国债、地方政府债、央行票据和政策性银行债为代表的利率产品合计发行 28557.82 亿元，央行票据上半年同期少发行 17040 亿元，使得利率产品发行总量同比下降 28.49%；以商业银行债、企业债、中期票据、短期融资券和公司债等为代表的信用产品发行规模合计 12230.03 亿元，同比大幅增长，增幅为 33.17%。

信用产品中，商业银行债、短期融资券、中期票据和公司债发行量增幅较大，主要原因是：第一，为了控制风险，银监会提高了对商业银行资本充足率等多项监管指标的要求，我国银行业新监管标准即将实施，各银行资产和业务规模的扩张进一步增强了其补充资本金的需求，而次级债因发行审批难度较小、发行程序简单、发行周期短，成为商业银行补充次级资本的重要工具。第二，由

于央行持续紧缩银根，今年来商业银行严格控制信贷投放，信贷资源变得紧张，这促使企业转而寻求其他融资渠道，短期融资券、中期票据等信用产品发行因而大幅放量。

图表 6：2011 年上半年主要债券产品发行情况

债券品种	2011 年上半年		2010 年上半年		发行金额同比增减 (%)
	发行金额 (亿元)	占比 (%)	发行金额 (亿元)	占比 (%)	
国债	8074.32	19.88	7857.80	15.99	2.76
地方政府债	0.00	0.00	438.00	0.89	-100.00
央行票据	9210.00	22.67	26250.00	53.43	-64.91
金融债	12742.50	31.37	5980.00	12.17	113.09
企业债	1427.48	3.51	1405.50	2.86	1.56
中期票据 ¹	3329.95	8.20	2904.00	5.91	14.67
短期融资券 ²	4999.40	12.31	3536.35	7.20	41.37
公司债	834.2	2.05	757.70	1.54	10.10
合计	40617.85	100.00	49129.35	100.00	-17.32

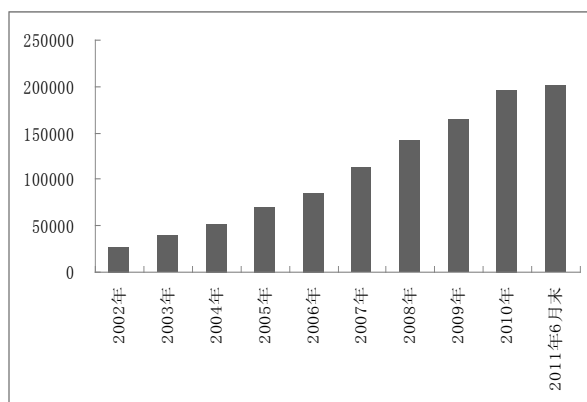
注：公司债统计包括公司债券、可转换公司债、可分离交易可转债

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

截至 2011 年 6 月末，债券市场存量债券余额 20.08 万亿元，比年初增长 2.45%。

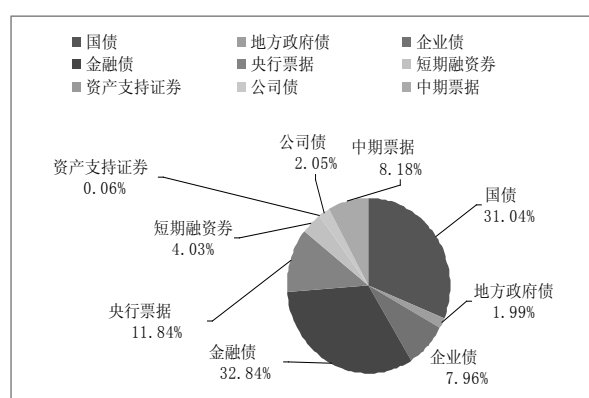
短期融资券和公司债等为主的信用产品合计占比 25.27%。

图表 7：债券市场存量债券余额（单位：亿元）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

图表 8：2011 年 6 月末债券市场余额券种分布



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

从债券市场存量债券券种分布看，2011 年 6 月末国债、地方政府债、央行票据和政策性银行债为主的利率产品合计占比 74.73%；以商业银行债、企业债、中期票据、

从债券市场收益率看，2011 年上半年市场面临政策实质性的收缩，年初以来为治理通胀，央行基本保持每月一提准、两月一加息的节奏，多轮政策效应累积下来，银行

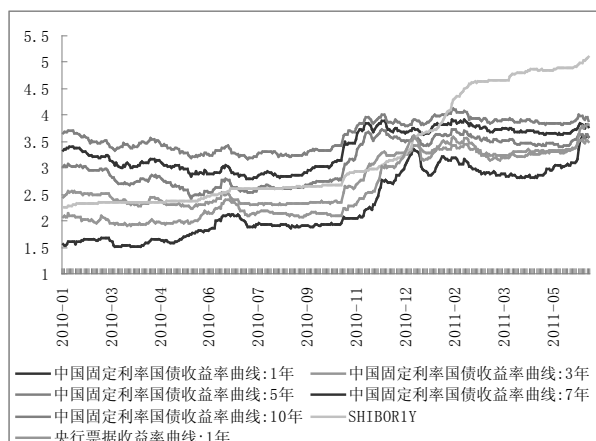
¹ 含中小企业集合票据

² 含超短期融资券

间流动性趋于紧张，资金价格水平不断创出新高，Shibor 一年期利率已从年初的 3.64% 上升到年中的 5.11%。从上半年的情况来看，债券市场整体的资金成本大大高于去年。

对信用债而言，投资者结构丰富是今年的一大特点。股市疲弱不振，楼市受政策严控，资源品价格高企，社会资金通过基金、券商或者其他理财计划进入债市，一方面对信用债价格形成支撑，另一方面也加剧了信用债的波动幅度。此外，虽然银行、保险等金融机构的资产配置性需求一直是市场的重要支撑，但在信用债供给总量明显增加的情况下，投资者可用于投资的资金不断减少。从供求方的力量对比看，市场收益率呈现出微弱震荡上行的走势。

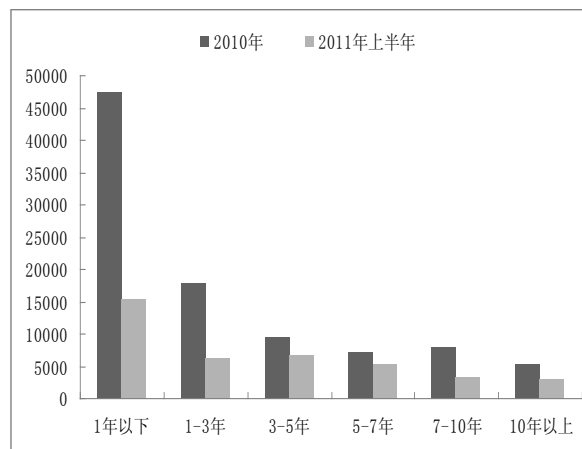
图表 9：债券市场重要收益率曲线（单位：%）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

从发行期限看，2011 年上半年发行的债券以中短期为主，1 年以下期限品种发行量最大，合计 1.53 万亿，占同期债券发行量的 38.29%。1-3 年、3-5 年期、5-7 年期、7-10 年期以及 10 年以上期限占比分别为 15.72%、16.70%、13.49%、8.29% 和 7.51%。

图表 10：债券市场主要期限品种发行期数占比情况



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

三、非金融企业债务融资工具市场发行与评级情况

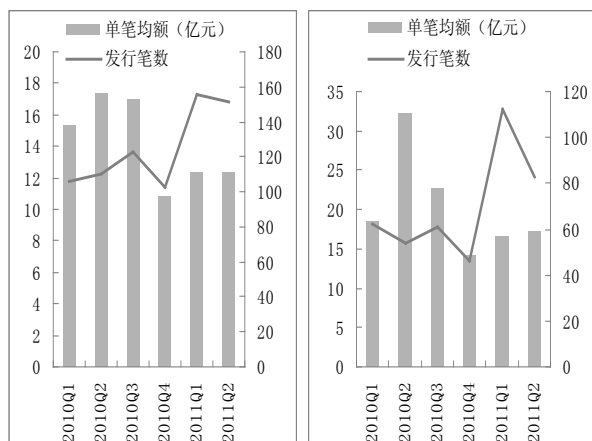
（一）短期融资券和中期票据市场分析

1. 发行规模

2011 年上半年，短期融资券（不含超短期融资券）发行量继续快速增长，合计发行 307 期，募集资金 3789.4 亿元，同比增加 7.16%；中期票据发行量亦有大幅增加，共发行 192 期，募集资金 3164.4 亿元，同比增加 9.49%。

首先，今年以来银行信贷收紧，市场对加息的预期也增强，在这种情况下，企业倾向于通过发行债券来代替部分银行融资。其次，央行、交易商协会等监管部门支持扩大直接融资规模，债券发行的政策渠道畅通。再次，由于短期融资券、中期票据采用备案制，发行程序相对简单，发行人在周期资金平衡的条件下通常会优先考虑这两种产品。

图表 11: 2010-2011 年上半年短期融资券和中期票据发行情况

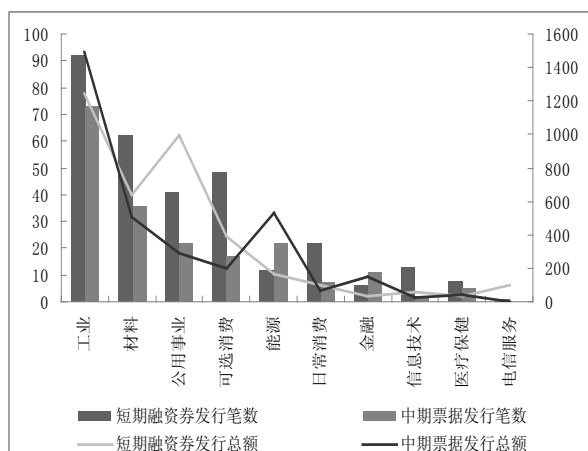


数据来源: Wind 资讯, 中国债券信息网

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, 2011 年上半年短期融资券和中期票据发行人涉及 10 大行业, 主要集中于工业、材料、公用事业、可选消费等领域, 其中材料行业发行人大部分为钢铁和化工企业。四大行业发行笔数和发行额度在短期融资券中合计占比分别为 79.67% 和 86.65%, 在中期票据中合计占比分别为 75.90% 和 75.46%。

图表 12: 2011 年上半年短期融资券和中期票据行业分布情况 (单位: 亿元)

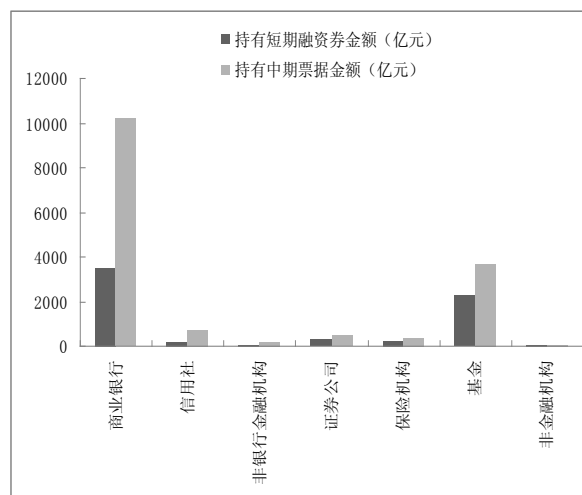


数据来源: Wind 资讯, 中国债券信息网

3. 持有者结构

截至 2011 年 6 月末, 商业银行依然是短期融资券和中期票据的最大持有者, 其持有短期融资券规模为 3492.98 亿元, 占比达到 50.83%; 持有中期票据规模为 10186.7 亿元, 占比达到 62.83%。基金公司次之, 持有短期融资券规模为 2257.28 亿元, 占比 32.85%; 持有中期票据规模为 3705.19 亿元, 占比 22.85%。信用社、保险机构、证券公司和其他持有者的持有规模相对较小。

图表 13: 2011 年 6 月末短期融资券和中期票据持有者结构

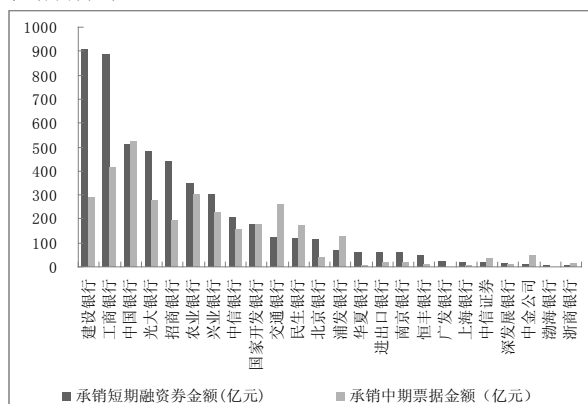


数据来源: Wind 资讯, 中国债券信息网

4. 主承销商分布

2011 年上半年共有 22 家商业银行和 2 家证券公司参加了短期融资券和中期票据的主承销或联席主承销。从承销金额来看, 国有商业银行因为在大型央企中拥有较多的客户资源, 在债券承销中占有相对优势。而股份制银行光大、招商、兴业、中信等近年来在债券发行与承销上积极踊跃, 对传统国有商业银行的债券承销业务形成了较强的竞争。

图表 14：2011 年上半年短期融资券和中期票据主承销商分布



数据来源：Wind 资讯，中国债券信息网

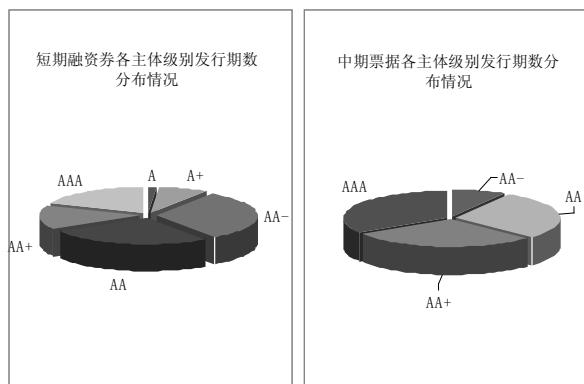
5. 信用等级

2011 年上半年发行的短期融资券主体信用等级涵盖了从 A 级至 AAA 级的 6 个信用级别。从整体来看，AA- 级及以上主体信用等级债券依然是短期融资券市场最主要的发行群体，A 级和 A+ 级发行人因市场认可度不高、发行成本高企等原因，发行期数和发行金额占比均较小。

2011 年上半年发行的中期票据的主体信用等级共有 AA- 级、AA 级、AA+ 级和 AAA 级 4 个信用级别。AA 级及以上主体信用等级中期票据的发行期数和发行金额合计占比分别为 91.79% 和 97.07%。中期票据和短期融资券同在银行间债券市场发行，归属管理机构同为银行间交易商协会，但从实践来看，中期票据的发行门槛对主体信用级别的要求要高于短期融资券。在两个品种发行利率存在较大差异时，高信用等级发行人可在两个债券品种间进行选择，而低信用等

级发行人并无太多可供选择的余地。

图表 15：2011 年上半年短期融资券和中期票据信用等级分布情况



数据来源：Wind 资讯，中国债券信息网

6. 发行利率

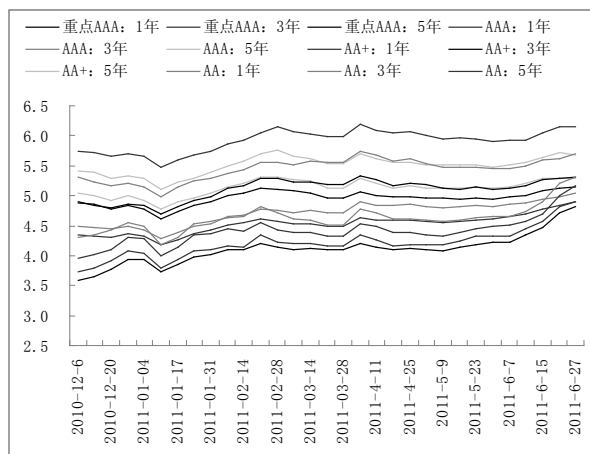
2010 年 6 月，银行间市场交易商协会启动了对银行间债券市场主要信用产品（短期融资券和中期票据）发行的新价格指导体系³。短期融资券和中期票据的实际发行利率在参考交易商协会定价估值表的基础上上浮一定基点。由于交易商协会的定价估值是按照信用等级和期限给出的利率值，因此在该价格指导体系下，短期融资券和中期票据的发行定价与发行人信用等级产生了更高的关联度。这项改革一方面体现了监管层和市场各参与机构对债券信用等级重要性认识的上升，另一方面也在某种程度上加大了评级机构在评级工作中面临的压力。

从央行货币政策执行报告和政府决策高层多次发出的信号，稳定物价总水平、抑制通货膨胀是今年宏观调控的首要任务。为了

³ 该价格指导体系是指银行间交易商协会每周公布的非金融企业定价估值利率。该定价估值利率是由 22 家各类市场参与者（包括商业银行、保险资产管理公司、证券公司、基金公司等）每周一报出其对主要信用等级、关键期限（重点 AAA、AA+ 和 AA 级，1 年、3 年和 5 年期）的非金融企业债务融资工具二级市场均衡利率收益率的估计值，剔除同一券种四个最大值和四个最小值后，进行算术平均后得到的数值。

收紧流动性，今年上半年央行每月一调、连续累计 6 次上调存款准备金率，调整后大中型金融机构存款准备金率达到了 21.5% 的历史高位，并分别于 2 月份和 4 月份 2 次上调存贷款基准利率共计 0.5 个百分点。市场对宏观调控紧缩政策的担忧和流动性实质性的紧张，引发了债市利率的节节攀升，表现为在收益率曲线上，短期产品的收益率呈明显上升趋势，而中长期收益率则相对较为平稳。

图表 16：2011 年上半年非金融企业债务融资工具定价估值走势图



数据来源：Wind 资讯，中国债券信息网

（二）企业债券市场分析

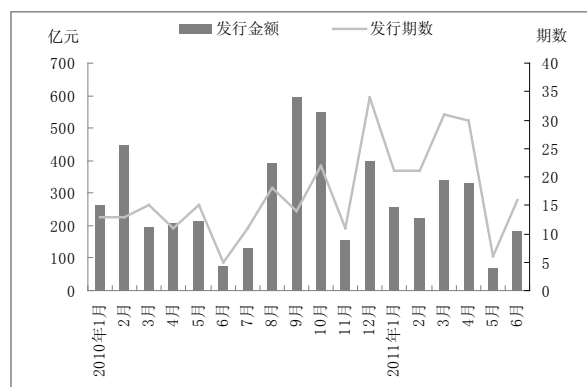
1. 发行规模

2011 年上半年累计发行企业债券 125 期（包括 3 期中小企业集合债），同比上升 73.61%；合计发行金额 1397.48 亿元，基本与上年同期持平；平均单笔发行规模为 11.18 亿元。今年上半年发行的企业债券以地方企业债券为主，发行期数和发行金额分别占企业债总数的 96% 和 97.20%。今年企业债发行情况与去年同期相比最大的变化是中央企业债券占比大幅减少，上半年仅发行

2 只合计 25 亿元的企业债，而地方企业债券在企业债中占了绝对比例。

为引导更多社会资金参与保障性住房建设，如期完成“十二五”时期建设 3600 万套保障性住房的任务，国家发改委于 2011 年 6 月 27 日发布了《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》（发改办财金[2011]1388 号）。《通知》要求，地方融资平台公司申请发行企业债券募集的资金要优先用于各地保障性住房建设，在满足保障房建设资金需求后，才可用于其他项目建设。此外，政府还支持地方政府投融资平台和其他企业通过发行企业债券为保障房项目融资，并对于这类资金用于保障房建设的，将优先办理审核手续。随着各地融资平台公司保障性住房企业债券的发行，预计下半年保障性住房类企业债发行规模会有所增加。

图表 17：企业债券各月发行情况（单位：亿元）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

2. 发行人行业分布

从发行债券的行业分布来看，2011 年上半年企业债券发行人主要分布于工业、金融、公用事业和能源领域。其中，城投债共发行 97 期，占比 77.60%，发行金额合计

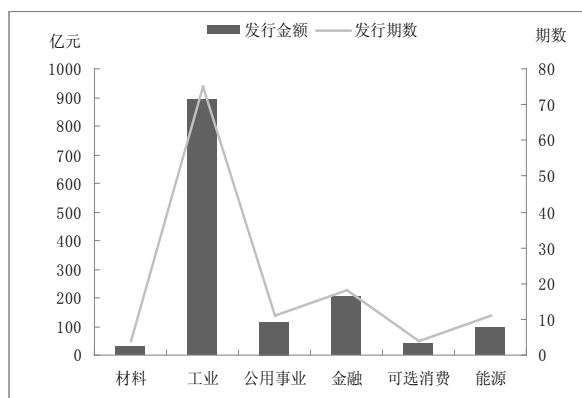
1140 亿元，占比 81.57%，城投类公司仍为企业债的发债主体。

为落实中央四万亿投资的配套资金，地方政府性债务规模在 2009 年后快速上升，地方政府性债务风险自去年以来引起了社会各界的密切关注，城投债发行因此在去年中期也有过暂停。及至国务院、发改委等部门出台了一系列文件规范地方融资平台公司的融资行为后，城投债发行得以重启。2010 年 12 月，发改委发布了《关于进一步规范地方政府投融资平台公司发行债券行为有关问题的通知》（发改办财金[2010]2881 号），“继续支持符合条件的投融资平台公司通过债券市场直接融资”，该通知发出时被理解为城投债发行重获发改委支持的明确信号。

但是进入 2011 年，外界对地方政府性债务的担忧并无实质性减少。银监会多次要求银行清理地方政府融资平台贷款，并提高了平台贷款的风险权重。在债券发行市场，发改委对城投债的态度仍然相当慎重，对发行主体资格的审查小心谨慎。同时，央行为抗通胀持续收紧流动性，地方融资平台公司的再融资形势不容乐观。

今年 6 月 27 日，国家审计署公布了地方政府性债务的审计结果，截至 2010 年底，全国地方政府性债务余额 10.72 万亿元。其中：政府负有偿还责任的债务 6.71 万亿元，占 62.62%；政府负有担保责任的或有债务 2.34 万亿元，占 21.80%；政府可能承担一定救助责任的其他相关债务 1.67 万亿元，占 15.58%。总体来看，地方政府性债务是可控的，尚不构成系统性的风险，但不排除一些地区和行业存在债务规模较大、债务负担较重的问题，潜在风险值得关注。

图表 18：2011 年上半年企业债券发行行业分布（GICS 一级行业）

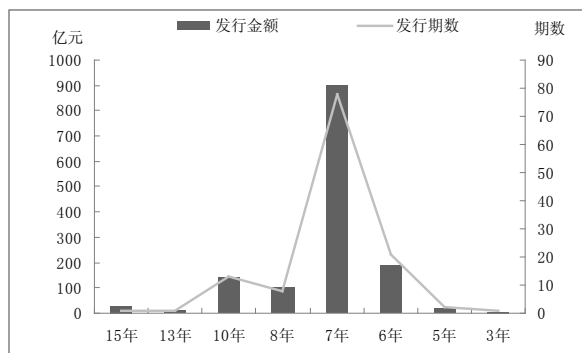


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

3. 发行期限结构

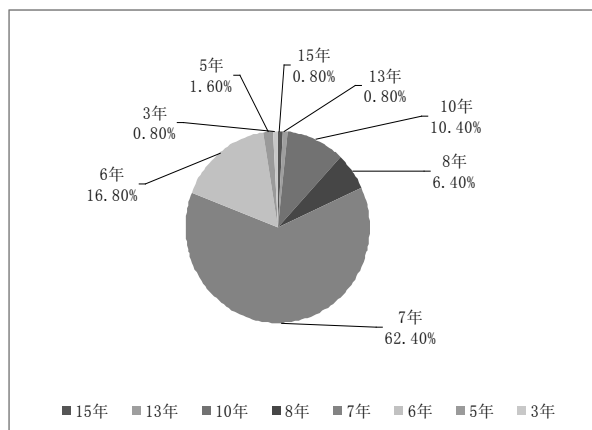
从企业债券的期限结构看，2011 年上半年企业债券的发行期限以 7 年期为主，在 125 期债券中期数占比为 62.40%；7 年及以上债券合计占比为 81.60%，企业债券期限结构趋于长期。企业债券在 3 年、5 年期上与中期票据相比竞争力较弱，一方面是因为企业债券在发行审批程序上没有中期票据的备案制便捷；另一方面是因为企业债券承销商主要为证券公司，中期票据承销商主要为商业银行，在债券市场上商业银行的承销能力要优于券商。因此企业债券的期限主要分布于超过 5 年的中长期上。

图表 19：2011 年上半年企业债券发行期限结构（单位：亿元）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

图表 20：2011 年上半年企业债券各期限发行期数占比



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

4. 信用等级分布

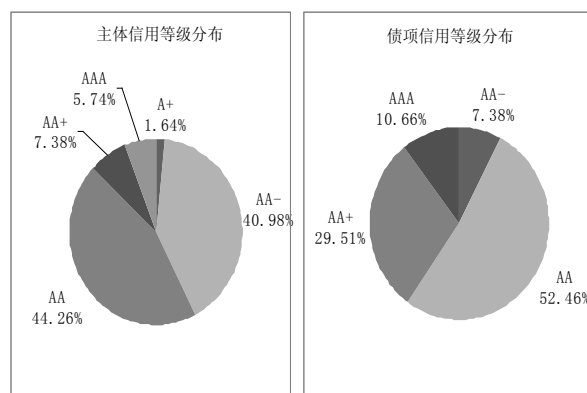
从信用等级分布看，2011 年上半年发行的 122 期企业债券（不含中小企业集合债）中，发行主体信用等级除 2 只是 A+ 级以外，其余均为 AA- 级及以上级别，其中 AA- 级期数占比为 40.98%，AA 级期数占比为 44.26%。从主体信用等级分布看，企业债券平均主体级别要低于中期票据；发行债项信用等级除 9 只为 AA- 级以外，其余均为 AA 级及以上级别，其中 AA 级占比最高，为 52.46%。

与 2010 年相比，今年上半年发行的企业债券信用等级分布有明显下移。主体信用等级 AA+ 级及以上期数合计占比从 2010 年的 30.56% 下降为 13.12%；AA- 级及以下期数合计占比从上年度的 23.34% 提高至 42.62%。从债项信用等级看，AA 级及以下级别期数合计占比近一步提高，从去年的 37.22% 上升至 54.84%。

今年上半年发行的企业债信用等级下移，主要是因为：第一，中央企业债较少，

地方企业债占有绝对比重，中央企业的信用等级总体高于地方企业，发债主体类型结构的改变引致了信用等级结构的改变；第二，当前的利率水平已处于高位，未来随着通货膨胀降温、经济增长放缓，市场预期利息在两到三年内的周期内会回落，所以在这样的时期中，优质企业往往选择短期融资券、中期票据品种，而规避长周期的企业债当前发行带来的高成本。

图表 21：2011 年上半年企业债券发行主体及债项信用等级分布（按发行期数）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

5. 增信方式

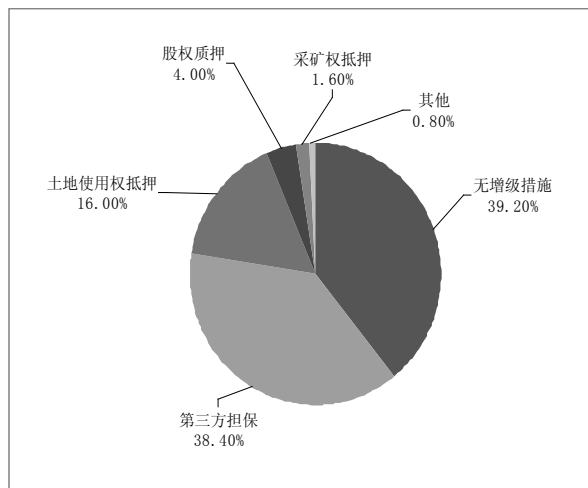
2011 年上半年发行的 125 期企业债券涉及第三方担保、土地使用权抵押、采矿权抵押和股权质押等多种增信方式。原为企业债券主要增信方式的应收账款质押从 2010 年下半年开始已经不再出现。今年上半年发行的企业债券中，无增级措施和第三方担保是主要的形式，占比分别为 39.20% 和 38.40%。土地使用权抵押也占有较高比例，为 16.00%。

城投债在企业债中占有很高比例。今年以来，受中央坚定不移的房地产调控政策影响，地方政府土地出让收益锐减。在地方财

政状况变化、债务负担加重和再融资风险加大等多重因素作用下，增信方式对城投债实际信用资质的影响显得尤为重要。

在目前使用的主要的增信方式中，第三方担保和流通股票质押更易得到市场的认可。但是同时，在单只债券中仍需要对第三方担保的担保方资质和担保方式进行仔细考察，此外，流通股票质押通常需要经过复杂的诉讼程序，而且变现价值具有很大不确定性。土地抵押方式也有很多问题值得关注，比如，第一，债券面临违约时能否真正执行抵押土地变现，存在较大不确定性；第二，能够进入拍卖程序后，由谁来受让土地，使得变现也具有相当难度；第三，目前抵押土地的评估价值可信度尚不高。

图表 22: 2011 年上半年企业债券增信方式分布（按发行期数）



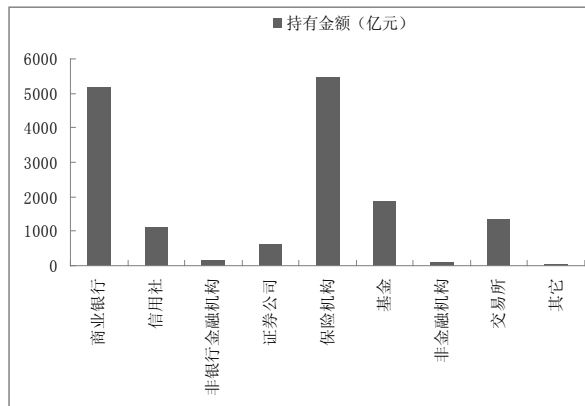
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

6. 持有者结构

截至 2011 年 6 月末，保险机构、商业银行和基金是企业债券的前三大持有者。其中，保险机构持有 5470.51 亿元，占比为 34.30%；商业银行持有 5173.08 亿元，占

比为 32.44%；基金持有 1889.87%，占比为 11.85%。

图表 23: 2011 年 6 月末企业债券持有者结构

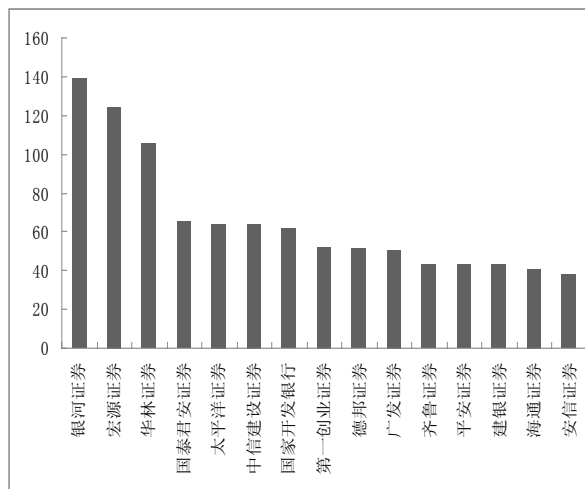


数据来源：Wind 资讯，中国债券信息网

7. 主承销商分布

2011 年上半年共有 40 家证券公司和国家开发银行参与了企业债券的主承销或联席主承销。从承销金额来看，银河证券、宏源证券和华林证券排名居前。今年以来，以宏源证券、华林证券为代表的中小券商在企业债承销上积极踊跃，在激烈的市场竞争中抢占了较高的市场份额。

图表 24: 2011 年上半年企业债券主承销商分布（按募集金额：亿元）



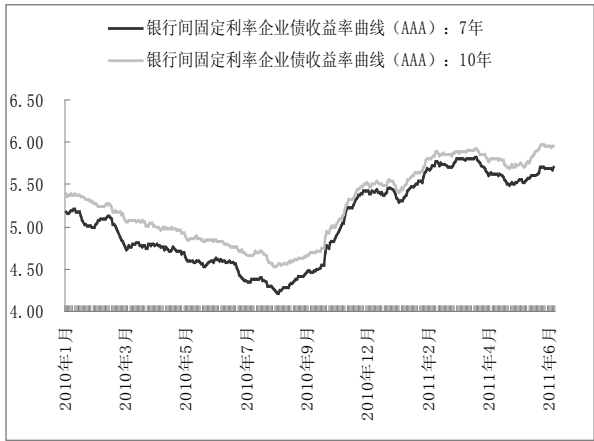
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

8. 发行利率与利差分析

2011 年上半年，物价水平居高不下，控制通货膨胀成为我国宏观经济政策的首要目标。年初以来为回收流动性，消除通胀的货币基础，央行基本保持了每月一提准、两月一加息的节奏。基准利率的上行直接推高了债券市场的发行利率，此其一。其二，银行信贷从今年初起即开始收缩，很多企业转而寻求其他的融资渠道，债券融资成为重要选择之一。债券发行市场供给量的增多，也在一定程度上带动了发行利率的上行。因此，今年上半年企业债券的发行利率震荡上行，资金成本明显高于去年同期。

从发行利率看，上半年 7 年期和 10 年期企业债券的发行利率总体走势与二级市场收益率变化方向基本一致。从发行利差看，企业债券主要债项级别 AA、AA+、AAA 级的平均信用利差在今年上半年比去年同期有所扩大。企业债券信用利差的上升与地方企业在发行人中占比增加、发行主体平均信用风险相对上升有关。

图表 25：2010-2011 年上半年重要期限固定利率企业债收益率曲线（单位：%）



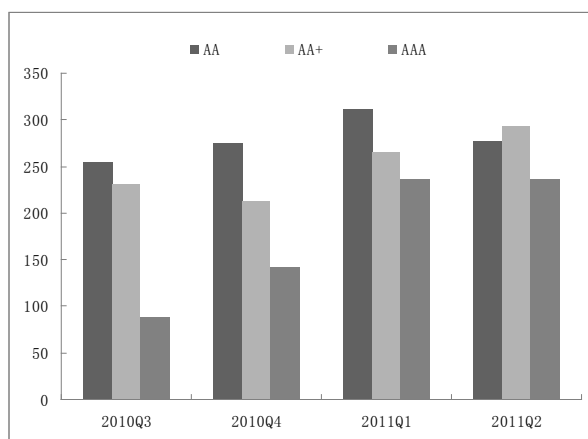
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

图表 26：2011 年上半年企业债券一级市场发行利率（关键期限与关键级别） 单位：%

债券期限	7 年期				10 年期			
债项级别	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2
AA	5.41	6.29	6.94	6.53	5.84	7.17	6.30	6.23
AA+	5.20	5.55	6.45	6.74	5.65	5.86	6.47	6.15
AAA	-	5.07	5.16	6.43	4.02	4.55	5.84	5.50

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

图表 27：2011 年上半年企业债券发行利差（单位：BP）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

注：图中发行利差取 7 年期和 10 年期企业债券发行利差的平均值

（三）公司债券市场分析

1. 发行规模

2011 年上半年发行公司债券⁴ 合计 29 期，同比增长 107.14%，发行金额 834.2 亿元，同比增长 10.10%。其中，可转换公司债 5 期，合计 295.20 亿元；公司债 24 期，合计 539 亿元，有了跨越性的增长，公司债在去年全年共发行 23 期，合计 511.5 亿元，今年上半年的发行量即已接近去年全年的水平。

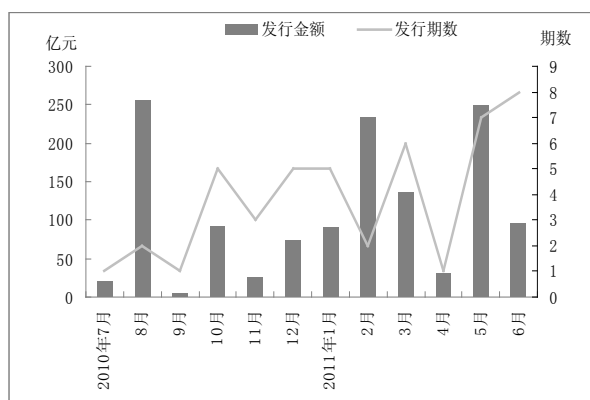
今年公司债发行的突破式增长是证监会响应“十二五”规划“显著提高直接融资比重”、积极推动公司债市场发展的直接结果。就我国当前情况来看，银行间债券市场发行量已占到债券总体发行量的 90% 以上，证监会主导下的交易所公司债占比较小。近年来我国债券市场发展取得

显著成绩，债券融资在社会融资中的地位凸显，但相比短期融资券等其他券种，公司债的发展却较为迟缓。其中原因有，第一，在市场分割的情况下，商业银行等债券主要投资者缺位于交易所债券市场；第二，相比于短期融资券、中期票据发行注册备案制的便捷，此前公司债发行一直沿用 2007 年 8 月证监会颁布的《公司债发行试点办法》，发行审核采取保荐人制度，发行程序复杂，审批时间漫长、效率不高。为了改变公司债在整个债券市场中的弱势地位，证监会和交易所做了多项实质性的工作。一是，在多年磋商协调下，2010 年 10 月与央行、银监会联合发布文告，批准上市商业银行进入交易所债券市场，交易所债券市场的投资者结构得以改善。二是，在 2010 年底启动公司债券发行审核改革，于 2011 年 3 月向上市公司开通了公司债发行的“绿色审批通道”：首先，公司债发行向证监会递交的审批材料不再和股票的 IPO(首次公开发行)一起在发审委排队，发审委设立专门的债券审核小组，审核流程独立于股权融资；其次，分类审核简化程序，对满足相关情况的公司债实行简易审核程序，包括债券评级在 AAA 级以上，或者发行人净资产在人民币 100 亿元以上，最近 3 年公司评级在 AA 以上，采用定向发行方式，以及基础设施建设类公司债，这五类公司债的发行审批将更为便捷；最后，如果在审核当中没有发现重大问题，原则上公司债在 1 个月之内就能完成审核并发行。证监会公司债发行与审核“绿色通道”的开辟，明显地鼓舞了公司债的发行热情，从今年上半年公司债的发行中即

⁴ 本部分公司债券统计口径为证监会监管下的公司债、可转换公司债和可分离交易可转债

可见一斑。

图表 28：公司债券各月发行情况（单位：亿元）

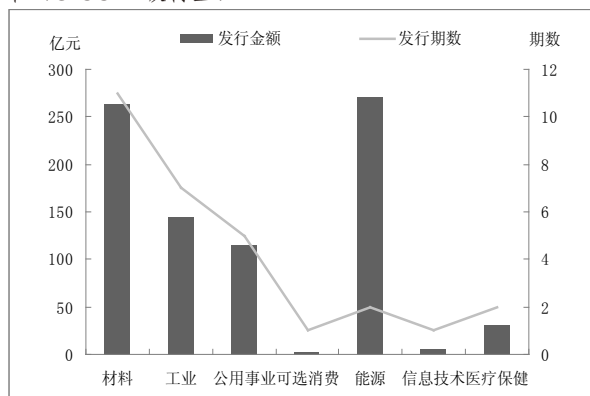


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

2. 发行人行业分布

从所属行业看，2011 年上半年公司债券发行人主要集中在材料、工业、公用事业和能源领域。从细分行业看，材料领域公司债券以水泥、矿业、钢铁类为主，工业领域公司债券以航空、港口类为主。

图表 29：2011 年上半年公司债券发行所属行业分布（GICS 一级行业）



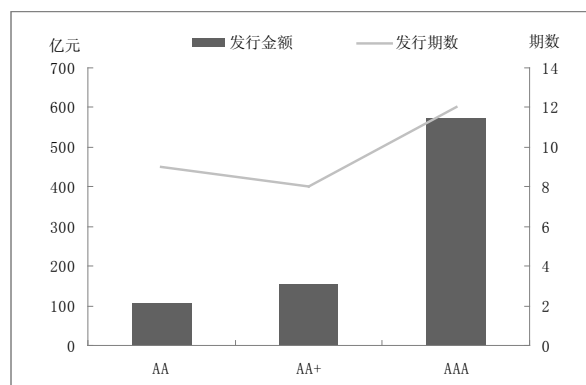
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

3. 信用等级分布

从信用等级来看，2011 年上半年公司债券的债项信用等级都在 AA 级以上，包括 AA、AA+、AAA 三个级别。其中，AAA 级

的比重最高，发行期数和发行金额占比分别为 41.38% 和 68.63%。AAA 级债券的发债主体多为大型国有企业，单笔发债金额也较大。

图表 30：2011 年上半年公司债券发行债项信用等级分布（亿元）

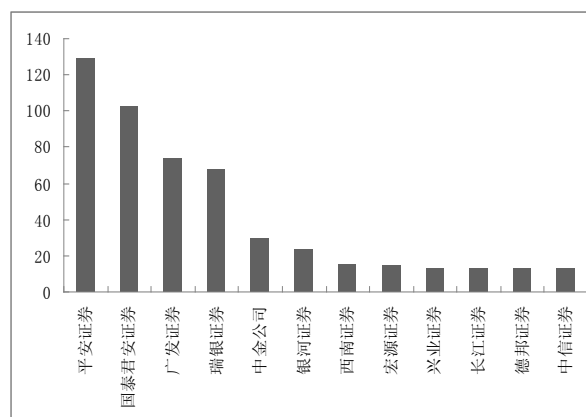


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

4. 主承销商分布

2011 年上半年共有 15 家证券公司参与了公司债券的主承销或联席主承销。从承销金额来看，平安证券、国泰君安证券和广发证券排名前三，而中金公司、中信证券在公司债券的承销上尚没有体现其在证券发行与承销行业的传统优势。

图表 31：2011 年上半年公司债券主承销商分布（按募集金额：亿元）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

标准普尔固定收益基金评级方法

文 / 戴晚枫 周美玲

（根据 Standard & Poor's Global Credit portal 的相关资料翻译、整理）

一、固定收益基金评级过程及概览

（一）概述

标准普尔的评级服务是建立在独立、公正、公开的原则之上的，这构成了全世界投资者对评级市场的信心和认可。我们评级过程的设计是为了确保评级观点以定量和定性分析准则的一贯应用为基础的。

自 1984 年，我们就开始设计全球范围内的固定收益基金（包括共同基金、货币市场基金、增强型货币基金、优先级信托、政府投资资金池、专户、交易所交易基金、对冲基金和单位投资信托等）的本金稳定型基金评级、信用质量评级和波动性评级。我们的分析目标是揭示基金投资组合和投资策略的风险来源，并将风险对基金实现目标能力的影响进行评估。

当进行分析时，我们鉴别每只基金及其管理人各自的优点，是因为没有“模范”基

金。评级过程较大比重地集中在如何管理基金上。投资策略可能因基金不同而不同，但管理人的控制程度则并不如此。我们仔细审视基金的每日操作，包括组织结构和深度、投资组合和风险管理方面的监管程度和问责制。需要强调的是，投资级别中较低的信用等级（下至‘BBBm’和‘BBBf’）并不表示基金出现了什么“错误”，只是该基金策略包含的风险程度偏高。

（二）本金稳定型基金评级

标准普尔的本金稳定型基金评级，也称为“货币市场基金评级”，是对基金保持本金稳定或净资产价值稳定的能力的评价。当对一只基金进行本金稳定性基金评级时，标准普尔的分析主要集中于基金投资者和交易对手的信用度、基金投资对象的市场价格风险敞口、基金投资组合流动性是否充分以及减少损失敞口以保持基金净资产价值稳定性的管理能力和策略。我们认为，以保持稳定的净资产价值为目标的基金在平均到期时

间、信用质量、流动性等方面应当谨慎管理，应当遵循明确的管理条例和投资策略（如SEC证券法规2a-7条例）。在这些条例管理之外的基金必须或应当使用基金信用质量评级和波动性评级（参见后文）。

本金稳定型基金评级表达了我们对基金保持本金稳定能力的评价和基金能够在因信用、市场和（或）流动性风险导致损失情况下保持有限风险敞口能力的评价。评级大类由‘AAAm’（极强的保持本金稳定的能力，因信用、市场和（或）流动性风险导致的本金损失极为有限）至‘Dm’（不具有保持本金稳定的能力，结果将导致已实现或未实现的本金损失）。后缀‘m’用于区别标准普尔传统的对借款人及时偿还本息能力的债券评级。本金稳定型基金评级不能与债券评级进行直接比较，主要是因为二者的投资特征、评级标准、投资组合的信用度等均有所不同。

（三）基金信用质量

标准普尔基金信用质量评级是为所有类型的固定收益基金或净资产价值易变的投资组合设计的，包括债券基金、地方政府投资资金池、单位投资信托、优先股份信托、增强型货币基金和固定收益对冲基金及其他。标准普尔基金信用质量评级的符号是在传统的评级符号以后添加后缀‘f’，表示我们对于基金中投资组合的整体信用质量的观点。基金信用质量评级反映了对因信用违约而导致损失的保护能力的水平。评级类别由‘AAAf’（保护本金防止因信用违约产生的损失的能力极强）至‘CCCf’（保护本金防止因信用违约产生的损失的能力极其脆弱）。

基金信用质量评级捕捉基金的整体违约风险暴露，来源于历史违约和等级迁移率，以及管理人信用管理过程。

（四）基金波动性评级

基金波动性评级是评价市场条件变化情况下固定收益基金的敏感性，这一敏感性是与由政府债券和以基础货币计数的基金组成的投资组合的风险相比较。波动性评级等级由‘S1’（最低敏感性）至‘S6’（最高敏感性），并以对基金投资策略和组合风险水平的分析为基础，包括利率风险、信用质量、流动性、投资集中度、期权风险及货币风险。各种组合策略的效果，比如使用杠杆、对冲和衍生工具等，也会影响评级结果。我们也对基金的历史收益与政府基准相比较的波动性进行评价。

（五）固定收益基金评级过程

以下为标准普尔开展基金评级过程的分步骤指导。

1. 评级请求

所有评级的进行均以评级请求为基础。当一家基金公司要求进行基金评级，标准普尔将派出一名评级分析师、一名分析师助理和一名监督分析师。基金管理方应提供与基金分析相关的信息，包括但不限于基金章程、附加信息申明、经核实的投资名单、历史净资产价值、历史加权平均期限和历史存续基金的资产规模、股东信息、现有投资组合报告、基金高级管理者的组织结构图、关键人员简历等。

2. 管理层访谈

收到最初的评级请求后，分析师与基金的高级管理层会见，一般在对方办公地点，评估基金管理层在执行投资组合决策的效果，是否与已声明的投资目标一致。双方会谈将集中讨论基金的历史、投资目标和策略、管理层的投资观念、管理团队的经验、深度和稳定性、信用风险管理、到期组合、定价策略、风险参数包括杠杆使用、运营政策、内部控制包括基金管理的管理层监督、灾难修复等。

3. 标准普尔检查和分析

管理层访谈后，主分析师检查和分析已获得的信息，并向评级委员会介绍。这一过程将持续几周，时间不定，主要依赖于获取所需资料的时间。

4. 评级委员会会议

标准普尔的评级委员会，由高级基金分析师、首席分析师组成，将对基金的信用等级进行投票。

5. 电话通知机构

评级委员会会议后，主分析师将结果电话通知基金公司。

6. 复评阶段

评级委员会决议向机构宣布后一段时间内，机构可以在这段时间内申请复议。然而，只有当机构向评级委员会提供了真实、重要的、且并非之前提供的信息后，复议才被认可。评级委员会的最终结论过后将向机构宣

布。如果基金公司决定不保留初次评级结论，则公开复议结论。

7. 新闻稿

标准普尔将以新闻稿形式发布最初的评级结果，除非基金公司选择保密；送至媒体的新闻稿将公布信用等级和评级依据。

8. 跟踪评级和年度检查

为了维持评级，基金管理人必须及时通过我们的在线数据传输系统提供跟踪资料，包括投资组合构成和完整的跟踪小结工作表。本金稳定型基金评级进行每周跟踪，基金信用和波动性评级采用每月跟踪。当影响基金评级的特殊事件发生时，则进行及时检查。基金分析师将始终与投资经理保持密切联系。我们与所有参与评级的基金的管理层举行年度复核会议。依据基金管理人的要求，基金概况评级报告每年至少出具两次。

二、本金稳定型基金评级

（一）本金稳定型基金评级的主要内容

标准普尔的本金稳定型基金评级，也称为“货币市场基金评级”，是对基金保持本金稳定或净资产价值稳定的能力的评价。当对一只基金进行本金稳定性评级时，标准普尔的分析主要集中于基金投资者和交易对手的信用度，基金投资对象的市场价格敞口，基金投资组合流动性是否充分，以及减少损失敞口以保持基金净资产价值稳定性的管理能力和策略。本金稳定型基金评级的对象是以保持稳定或累积的净资产价值为目标的基金。

例如，一只本金稳定型基金或货币市场基金的目标是为投资者提供比长期债券更好的资金流动性、价格稳定性和多样性，但其信用品质却不必像主体或债项评级中被明确指出。本金稳定型基金评级并非是对以往业绩的评论，而是基于基金或发行商提供给标准普尔的、或标准普尔从其他渠道获得的可靠的现行信息而进行的。标准普尔并不是对与本金稳定型评级相关的基金财务信息进行审计，但偶尔也会使用未审计的财务信息。评级可能会因基金相关信息的变化或无效而

改变、暂停或撤销。

（二）本金稳定型基金评级的符号及含义

本金稳定型基金评级或货币市场基金评级的符号需添加后缀‘m’以区别于标准普尔传统的主体或债项评级。传统的主体或债项评级强调借款人及时偿还本息的能力，而本金稳定性评级则不同于主体或债项评级，主要体现在投资产品的特征、评级标准和投资组合的信用度。

图表 1：本金稳定型基金评级符号

信用级别	含义	最低 A-1+	最高 A-1	最高 A-2	WAM (天)	浮动利率最大到期日
AAAm	基金有极强的能力以保持本金的稳定性、限制本金损失以及应付流动性风险	50%	50%	None	60	2 年
AAm	基金有很强的能力以保持本金稳定性、限制本金损失以及应付流动性风险	20%	80%	5% 隔夜	75	3 年
Am	基金有较强的能力以保持本金的稳定性、限制本金损失以及应付流动性风险	None		10% 隔夜	90	4 年
BBBm	基金有足够的能力来保证本金稳定性。但在大量赎回的不利市场条件下可能导致限制本金损失的能力有所削弱，使得本金损失暴露，市场的流动性风险增加	None		25% 隔夜	90	5 年
BBm	基金保持本金稳定性的能力不确定，容易受到信用风险、流动性风险以及市场的影响而导致损失	None	None	None	120	None
Dm	基金不能保持本金稳定性，面临确定性的或不确定性的损失					
G	字母 G 跟在某个评级之后表示某个基金组合完全包含美国政府证券					
‘+’ 或 ‘-’	在级别内修正某个评级（除 AAAm）					

注：该评级依据基金向我们提供的最新信息或者源于其他可靠渠道。我们的任一评级不再进行审计，甚至可能引用未经审计的财务信息。评级可能因有效性改变和其他情况变化而改变、暂停或撤回。该评级并非用于建议购买、出售，或持有该基金所持有或发行的任何证券，因为它没有对市场价格、收益，或是否适合某一特定投资者进行评价。

（三）本金稳定型基金评级的分散化准则

在对一个基金进行信用评估时，标准普尔将对基金中每个证券组合进行质量、类型以及证券组合的分散化风险的综合评定。每个基金评级的最低级别是基于基金预期的级别以及投资组合到期日的结构。

对‘AAAm’级的基金，所有的证券必须是标准普尔短期评级‘A-1+’或者‘A-1’级，或者可以认为其具有等同于标准普尔相应级别的。至少50%的资产必须在‘A-1+’级，或者等同于这个级别。‘AAm’、‘Am’以及‘BBBm’级别的基金允许持有‘A-2’级隔夜到期的证券以及可以增加‘A-1’级的比例。这个比例反映了对不同基金信用风险的可承受水平，也是基于我们历史违约以及债券短期评级迁移率。另外，‘A-1’级证券或同等级别的，被列

为信用观察的以及消极态度的证券必须限制30天内到期。‘A-1’级的7天内到期的投资可以看作至少‘A-1+’级，因为到期时间少于一周的‘A-1’级违约风险类似于‘A-1+’级。

压力测试是为了评估其是否能够审慎地重新分配‘AAAm’级别的百分比。从下面的表2和表3可以看出，如果100%的证券都得到‘A-1’级别，那么在美国，降级的可能性就增加了80%（从0.680%到1.222%），违约风险增加了63%（从0.006%到0.010%）。类似地，在国际和欧盟的风险也是明显的增加了。在我们看来，降级和违约的这些变动，没有必要改动现在的分配：50%‘A-1+’，50%‘A-1’信用下降。而且，这个标准已经存在了大约8年了，包括高于平均水平的降级和违约的可靠性测试的一段时间。

图表 2：降级摘要表

Downgrade Summary						
Money fund rating(%)	A-1+	A-1	A-2	Global	United States	European Union(15)
AAAm	50	50	0	0.72	0.68	0.79
AAm	20	80	0	1.08	1.01	1.22
Am	0	100	0	1.32	1.22	1.51

图表 3：违约摘要表

Default Summary						
Money fund rating(%)	A-1+	A-1	A-2	Global	United States	European Union(15)
AAAm	50	50	0	0.00	0.01	0.00
AAm	20	80	0	0.01	0.01	0.00
Am	0	100	0	0.01	0.01	0.00

基金评级小组将会对货币市场评级分类继续坚持信用质量准则，正如现在所奉行的。现行的资产级别分配准则如下：

对‘AAAm’级，不少于50%评为‘A-1+’，其余的为‘A-1’级。‘A-1’级到期日在7日以内（包括7天）的分到‘A-1+’级。

对‘AAm’级，不少于20%评为‘A-1+’，其余的为‘A-1’级。投资组合要求有20%投资于‘A-1+’级，至多有5%可以投资于‘A-2’级隔夜到期的投资。

对‘Am’级，基金可以全部投资于‘A-1’级，但是至多有10%可以投资于‘A-2’级隔夜到期的投资。

在大多数情况下，分散化准则类似于那些适用于赋税和免税的货币基金的授权监管法规（例如，1940年投资公司法案2a-7条例就是管理美国国内货币基金的主要规则部分）。一般地，5%的多样化投资限制是给公司、银行和其他除了隔夜到期的货币市场证券制定的，但是美国政府证券和某些特例，如离岸、欧洲货币市场基金，是不受5%的规则限制的（请参阅评级指导《对离岸以及欧洲货币市场稳定型基金评级主要准则》）。另外，我们已经建立了对报告提供者和政府机构的特别信贷质量标准以及分散化标准（参见图表1）。

三、基金信用质量评级

（一）基金信用质量评级的主要内容

标准普尔评级服务公司基金信用质量评级分析了基金整体违约风险暴露水平。当评定一个信用级别时，我们评价基金投资组合的信用风险，实施一套基金信用管理的质量评估程序。基金信用质量评级是基于对历史违约和级别迁移的信用矩阵估计的研究，以及对基金管理和信用分析的详细考察。基金信用质量标准要求基金资产与其交易对手的基金信用级别一致。

评估是基于信用质量或者基金持有投资产品的信用级别，以及基金从事市场交易时交易对手的信用质量，比如互换、回购协议等。为评估基金整体防范信用风险产生损失的水平，我们应用基金信用质量矩阵和其持有投资组合评分的方法。这些信用等级和基金信用质量（带有f标注）评分是基于对历史级别稳定性和级别迁移的研究。长期信用评级的每个级别类（如：‘AAA’、‘AA’、‘BBB’）的信用因子，是从单独的、不相关联的、1981年到2006年中某年违约级别最差的情形得来的。从本质上来说，此矩阵是每个级别类（如‘AAA’、‘AA’、‘BBB’）的集合，以及‘f’基金信用质量评级类别（完整的包含‘+’和‘-’类）的一个信用评分的集合。要计算基金的信用分数，将信用等级因子乘以证券在各评级类所占百分比。所有产品总和即为基金整体的信用质量。

基金信用质量评级与传统的我们给公司或一般发行人发行的债券或贷款的评级（如发行主体信用评级）有所不同。基金信用质量评级不是评价基金履行支付责任的能力。因为我们的基金信用质量评级仅仅评价信用违约导致本金损失的潜在风险，计算信用矩阵时违约证券必须排除在外。

（二）基金信用质量评级的符号及含义

基金信用品质评级的评级符号以字母‘f’为后缀，用于对固定收益基金和其他净资产价值易变的主动管理型基金，是对基金投资组合整体信用品质的评价。评级反映了防止因信用违约导致损失的水平，是以分析投资组合的信用品质及交易对手违约的可能性为基础来进行的。

图表 4：基金信用质量评级符号

信用级别	含义
AAAf	基金持有投资组合具有非常强的防范信用违约损失的能力
AAf	基金持有投资组合具有很强的防范信用违约损失的能力
Af	基金持有投资组合具有较强的防范信用违约损失的能力
BBBf	基金持有投资组合具有足够的防范信用违约损失的能力
BBf	基金持有投资组合防范信用违约损失的能力存在不确定性
Bf	基金持有投资组合承受信用违约损失的能力很脆弱
CCCf	基金持有投资组合承受信用违约损失的能力极其脆弱
‘+’ 或 ‘-’	在级别内修正某个评级（除 AAAf）

注：该评级依据基金向我们提供的最新信息或者源于其他可靠渠道。我们的任一评级不再进行审计，甚至可能引用未经审计的财务信息。评级可能因有效性改变和其他情况变化而改变、暂停或撤回。该评级并非用于建议购买、出售，或持有该基金所持有或发行的任何证券，因为它没有对市场价格、收益，或是否适合某一特定投资者进行评价。

（三）基金信用质量评估过程

基金信用质量矩阵的分数只是信用质量评级等式的一部分。我们会与基金经理进行面谈，重点讨论他们的内部信用分析，证券估价过程，以及交易证券的监管程序。一旦信用矩阵分数出来后，我们便会与基金信用风险控制人员会谈以检验他们的分析深度与质量，同时进一步了解基金经理对信用风险的容忍度。目的都是为了检查其组织结构的适应性是否能够达到信用目标，信贷政策的目的、中心以及一致性，信用审批以及监管过程中政策执行的有效性，分析报告的一

致性和独立性。特别地，由一个强大的团队来操作的基金级别可能会有所提高，以此反映在整个信用分析中基金管理方面的特长。如果基金经理被一致认为具备特别好的信用则可以有资格提高一个评级等级。这可以有以下两种形式：基金评级可以提高一个等级，如：从‘AAf’级到‘AAf+’级；或者基金经理可以要求保持目前的等级不提高级别，而是拥有在目前级别上的最高信用评分加分。这些增级的授予是建立在逐步对投资顾问信用分析和过程的充分检查的基础之上的。

（四）交易对手标准

针对与信用评级和波动性评级的基金进行市场交易的交易对手，我们对其建立了最低信用质量准则。这些市场交易包括但不限于回购协议、逆回购协议、远期购买、互换，以及其他套期保值交易。与基金有关的交易对手不能履行其义务责任的，可能会影响其预期目标的顺利达成。基于此风险，我们的标准要求交易对手的最低级别不能低于基金级别以下一整个级别，跨度为一年以上。例如，‘AAAf’的基金必须以‘AA’级或更高级别的公司作为交易对手，且经营时间在一年以上。对所有交易对手的级别要求标准如下：

‘AAAf’——长期交易（即一年及以上）‘AA’级以上；短期交易（即小于一年的）：隔夜拆借‘A-2’级以上；其他‘A-1’级以上。

‘AAf’——长期交易（即一年及以上）‘A’级以上；短期交易（即小于一年的）：隔夜拆借‘A-2’级以上；其他‘A-1’级以上。

‘Af’——长期交易（即一年及以上）‘BBB’级以上；短期交易（即小于一年的）‘A-2’级以上。

‘BBBf’——长期交易（即一年及以上）‘BBB’级以上；短期交易（即小于一年的）‘A-3’级以上。

四、基金波动性评级

（一）基金波动性评级的主要内容

标准普尔的基金波动性评级是根据披露信息中会最终导致股价和收益波动的程度来对固定收益基金进行评级。波动性评级的

范围，从‘S1’（最低敏感性）到‘S6’（最高敏感性），表示固定收益基金的对市场条件敏感度的变化。有些基金波动评级为‘S1+’，‘+’表示对市场的变化非常不敏感。这些基金一般由现金或准货币市场基金组成。前四个级别（‘S1’到‘S4’）的波动度量相对而言建立不同到期日债券的官方指数，为投资者提供了风险和回报可比性的一个市场准则。

我们对基金波动性评级的评价包括以下方面：

- 风险状况分析；
- 历史收益分析；
- 管理评估。

风险状况分析和历史收益分析的结果往往类似，反映了基金顾问和投资经理长期努力建立的特定投资目标和风险承受水平。凡是目前的风险和历史收益组合存在显著差异的，管理评估就显得尤为重要。关于投资政策和策略、资产选择、内部研究能力和投资组合的风险监控等方面，与基金经理的会谈有助于我们评估基金目前正在承受的风险状况。其主要目的是评估投资顾问在保持投资政策与该基金既定投资目标和投资者预期相一致的有效性。

该评级分析侧重于衡量投资组合风险因素的量化，包括利率风险、收益曲线风险、信用风险、流动性风险、期权风险，以及集中性风险。此外，我们评估资产池历史总收益的波动性，这包括两步分析。首先，集中考察资产池月收益的波动水平和分布情况，我们连续跟踪的基础是36个月以上相应的某

类固定收益资产和指标。第二步分析的重点是了解历史波动与资产池投资目标、投资组合构建过程（包括风险控制）的关系如何，以及在本报告期间市场发展过程中基金的支出。最后波动性评级中这个部分的相关性取决于评级过程中的第二步，或者说投资组合分析。

对当前投资组合的风险进行分析，以确认（或不确认）过去的投资政策和伴随的风险的延续性。投资组合分析是为评估基金短期内是否会有比历史波动下更大回报或损失的可能（即面对更大的波动）而专门设计的。特别地，短期损失是与基金历史和现行市场条件或基金既定投资目标是不一致的。此外，虽然高风险往往会高回报，但高风险也意味

着所有成果更大的不确定性。不管是连续时间还是离散情况下，风险和波动可以解释其自身，而且在时间周期加长的情况下低波动往往更受青睐。例如，利率敏感基金（投资于高信誉证券的基金，如美国国库券）往往比投资于低等级高回报或非流通证券的基金表现更大的波动性；然而，有时这些基金会因投资者的敏感性导致违约和流动性风险增加，从而表现出极高的波动性。投资组合分析常常采用压力测试技术，评价投资组合在不同市场情况下的回报（或者预期收益），以及针对不同的投资组合进行测试。组合层次风险分析的重点是理解风险的来源和因素，对大多数投资于市场上固定收益证券的债券基金，包括利率/期权风险、信用风险和流动性风险。

（二）基金波动性评级的符号及含义

图表 5：基金波动性评级的符号及含义

级别	含义
S1	对不断变化的市场条件不太敏感的基金评为‘S1’级。此类基金的总体风险水平不高于由政府债券组成的投资组合（‘S1’到‘S4’级的政府债券表示由主权政府发行的流动性最强、信用质量最高的证券），到期时间为一到三年，由基金的基础货币计价。这一类中，某些基金级别后面有一个‘+’号。这表示这支基金对市场变化的敏感性极低。此类基金的整体风险水平小于等于由平均到期日一年以内的最高信用等级、固定收益工具组成的投资组合。
S2	对市场条件变化低于中度敏感的基金评为‘S2’级。此类基金的总体风险水平不高于由到期日在三到七年的政府证券，由基金的基础货币计价。
S3	对市场条件变化中度敏感的基金评为‘S3’级。此类基金的总体风险水平不高于由到期日在七到十年的政府证券，由基金的基础货币计价。
S4	对市场条件变化介于中度与高度敏感之间的基金评为‘S4’级。此类基金的总体风险水平不高于由到期日在七到十年的政府证券，由基金的基础货币计价。
S5	对市场条件变化高度敏感的基金评为‘S5’级。此类基金可能面临各种重大风险，包括风险高度集中、高杠杆以及投资于结构复杂或不流动的证券。
S6	对市场条件变化极度敏感的基金评为‘S6’级。此类基金包括那些具有多种形式的高风险高投机的投资策略，很少或根本没有多样化的收益。

注：该评级依据基金向我们提供的最新信息或者源于其他可靠渠道。我们的任一评级不再进行审计，甚至可能引用未经审计的财务信息。评级可能因有效性改变和其他情况变化而改变、暂停或撤回。该评级并非用于建议购买、出售，或持有该基金所持有或发行的任何证券，因为它没有对市场价格、收益，或是否适合某一特定投资者进行评价。

（三）影响基金波动性评级的因素

1. 利率 / 期权风险

利率风险是指证券到期时间越长，未来现金流现值的不确定性越大，风险越大。到期日不定的证券，如可赎回证券，或含权证券（例如抵押担保债券）的风险要大于那些已知到期日的。此外，一个证券或基金到期前的现金流分布情况（或收益曲线）与到期时间本身有关。久期是债券利率风险最好的衡量。久期估量了组合整体价格对利率变动的敏感程度。相比到期日来讲，度量利率风险久期是一个更精确的度量，因为久期考虑了债券所有现金流。例如，当利率上升 0.5% [或者 50 个基点 (bps)]，一个久期为四年的资产池的价值就会缩水 2%。

2. 久期衡量价格对利率的敏感性

久期可以用于量化固定收益基金所面临的利率风险，作为基金价格对给定利率变化的敏感性的估计。也就是说，对于利率一个小的向上 / 向下的平行变动，组合将会损失 / 获得其价值的一定比例，这近似等于组合的久期。

例如，如果基金 A 为久期两年的短期国债基金，C 为久期十年的长期国债基金，在所有其他条件相同的情况下，利率上升了 1%（100 个基点），基金 A 将会损失大约 2% 的价值，而基金 C 将会缩水将近 10%。类似地，如果利率下降 1%，基金 A 的价值将会上升约 2%，而基金 C 将会上升约 10%。基金的久期越长，对利率变动越敏感。从数量上来看，利率微小变动时，久期为：

$$D = -(\Delta p / \Delta y) / p$$

$$\Delta p = p^+ - p^-$$

$$\Delta y = y^+ - y^-$$

久期以年计算，因为收益率的变化是以年计。符号 ‘p’ 指目前价格，‘p⁺’ 指利率上升后的价格，‘p⁻’ 指利率下降后的价格，‘y⁺’ 指上升后的利率，‘y⁻’ 指下降后的利率。

3. 信用和流动性风险

信用风险和流动性风险是不同的，虽然二者密切相关。信用风险指发行人无法或者不愿意履行按时足额支付义务的可能性。相比低信用风险的证券，高信用风险高收益的证券的收益方差通常被称为传递风险。流动性风险是指在二级市场上买入或卖出一个特定证券或资产受限而产生价格惩罚的可能性。流动性风险也常常用证券卖出的速度来衡量。

我们在评价基金价格的整体敏感性时，在所有因素中考虑这些风险的影响，与此相关的风险是总体风险，是在考虑到所有多元化的好处后计算出的。

4. 管理评估

基金经理评估为我们提供了一个机会能够深入了解影响基金整体风险组合的不同因素。因为基金经理对基金未来风险有很重要的影响，我们与基金经理会面，讨论各种投资组合风险相关的话题。在这些会议中，我们考察管理经验、研究报告质量、执行既定方针控制风险严格性、投资组合策略，以及投资组合换手频率等因素。甚至在基金评级后，我们也会至少每年约见一次基金经理。

基金投资中期票据开闸 涵盖银行间全部券种

证监会基金部日前向各基金管理公司、基金托管银行发布《关于证券投资基金投资中期票据有关问题的通知》，决定将中期票据纳入证券投资基金的投资范围。该通知自发布之日起施行。交易员透露，25日银行间现券市场中期票据出现较明显上涨。

分析人士表示，基金获准投资中期票据，将拓宽基金固定收益领域投资渠道，进一步提高中期票据市场投资主体多元化，是促进债券市场尤其是信用债市场发展的有益之举。

证监会就基金投资中期票据做出了相关要求：首先，基金管理公司应当制定严格的投资决策流程和风险控制制度，注意防范信用风险、流动性风险等各种风险；其次，基金管理公司应当按照基金合同的约定，合理控制基金投资中期票据的比例；再者，基金管理公司应与基金托管银行签订风险控制补充协议。如果基金托管银行没有切实履行监督职责，导致基金出现风险，基金托管银行须承担连带责任。

此次监管层放开基金对中期票据的投资限制以后，基金可投资的固定收益类产品涵盖了目前银行间市场的全部债券品种。分析人士表示，此举将进一步丰富中期票据市场的投资主体，对二级市场相关产品构成利好。（中国经济网，2011-5-26）

全球三大评级机构均已降低日本评级展望至负面

5月27日，惠誉亚太主权评级团队主管安德鲁发布公告宣布，将日本评级展望从稳定下调至负面。公告称，政府负债增加使日本的主权信用正承受负面压力，日本需要更加有力的财政整顿政策，来缓冲不利的人口老龄化结构性趋势对公共财政可持续性的冲击，而福岛核电站清理工作进一步增加了日本公共财政的压力。

不过，此次评级调整影响有限，比如日元盘中只是一度走低，但跌势较为有限。据悉，1月27日标准普尔最早就对日本给予负面评级展望。2月22日，穆迪也对日本的主权债务敲响了警钟，宣布将日本Aa2的政府评级前景由“稳定”调整为“负面”。至此，全球三大评级机构都已经将日本评级展望调至负面。（中国经营网，2011-5-30）

绿色通道支持 公司债发行井喷

在监管部门审批绿色通道的支持下，低成本、高收益的公司债今年发行井喷。据统计，截至今年 5 月底，交易所市场的公司债已经发行 30 只，融资总额 611 亿元。未来公司债的发行量将继续呈现大幅增长格局。

开辟绿色通道

今年来，金融债共发行 68 只，发行总额 11429 亿元，仍远远高于公司债。值得关注的是，进入 5 月公司债发行提速，5 月 1 日至今共发行 14 只债券，发行总额 300 亿元；同期企业债发行 14 只，发行规模仅有 181.5 亿元。

公司债发行提速与去年相比发生了剧烈变化：2010 年全年仅发行了 25 只公司债，共计融资 603 亿元；同期企业债发行数量高达 182 只，发行总额 3627 亿元。

从各类债券占发行总额比重看，公司债占比一直较小。截至 2010 年底，企业债占 3.88%，中期票据 5.32%，短期融资券占 7.37%，公司债券占比为 0.55%。但截至 6 月 15 日的最新数据，今年来公司债的占比达到 1.3%。

市场人士认为，绿色通道是刺激公司债发行井喷的主要原因。此前，公司债发行审核采取保荐人制度，发行审核程序复杂、周期较长。

为大力发展直接融资市场，证监会积极推动公司债市场发展。2010 年末，证监会提出推进公司债券发行审核改革，对于净资产规模 100 亿元以上或资信评级 AAA 的发行人，证监会将给予快速审批，发行上采取“绿色通道”制度。此外，证券交易所也将在公司债发行、上市等各环节提供最快捷渠道。

公司债发行猛增

2010 年 10 月，有关部门宣布，上市银行获准重返交易所债券市场，参与债券交易。市场人士认为，商业银行进入交易所债券市场后，事实上已成为公司债交易的重要主体。

此外，公司债的价格也具有优势。根据规定，公司债发行价格由发行人与保荐人通过市场询价确定，这就明确了发展公司债的核心问题——价格市场化。公司债的发行利率相对于企业债、中期票据也开始凸显一定优势。2011 年新发行的 6 只公司债发行利率低于中期票据指导利率，其中上海港务集团 2011 年公司债较银行间债券市场 3 年期 AAA 级别中期票据指导利率低近 20BP，国泰君安主承销的 11 南钢债发行利率较同期中票指导利率低 40BP，为发行人节约了可观的融资成本。（中国证券报，2011-6-16）

审计署：10 万亿地方政府债务未超偿债能力

审计署全国地方政府性债务审计工作领导小组办公室副主任陈尘肇 6 月 27 日在接受记者采访时表示，总体看，中国地方政府性债务负担尚未超出其偿债能力。

审计署审计长刘家义 27 日向全国人大常委会报告了全国地方政府性债务审计结果，截至 2010 年底，全国省市县三级地方政府性债务余额约 10.7 万亿元。

陈尘肇说，从审计结果看，至 2010 年底，省、市、县三级地方政府负有偿还责任的债务率，即负有偿还责任的债务余额与地方政府综合财力的比率为 52.25%。如果按地方政府负有担保责任的债务全部转化为政府偿债责任计算，债务率为 70.45%。总体看，中国地方政府性债务负担尚未超出其偿债能力。

但审计也发现，部分地区的债务偿还对土地出让收入的依赖较大，一些地区、行业的债务规模较大、债务负担较重；由于偿债能力不足，一些地方政府只能通过举借新债偿还旧债，有的地方还出现了逾期债务。

对于如何看待当前中国地方政府性债务问题，陈尘肇认为，首先，要历史地、客观地、辩证地看待这一问题。中国地方政府性债务的形成有其历史的、客观的原因，债务资金的使用在弥补地方财力不足、应对危机和抗击自然灾害、改善民生和生态环境保护以及推动地方经济社会发展等方面，发挥了积极作用。

有观点认为，地方政府性债务主要是为应对国际金融危机而产生的，对此，陈尘肇说，在截至 2010 年底的地方政府性债务余额中，有 54816.11 亿元是 2008 年及以前年度举借和 2009 年以后举借用于续建 2008 年以前开工项目的，占 51.15%。其中：2008 年及以前年度举借 31989.04 亿元，占 29.85%；用于续建以前年度开工项目和偿还以前年度债务本息 22827.07 亿元，占 21.30%。这说明，地方政府性债务是多年累积形成的，不能将其片面理解为主要因应对国际金融危机而产生的。

陈尘肇说，这次审计发现，地方政府性债务存在一些不规范的问题。为此，审计署提出了三个方面的审计建议：一是按照“谁举债、谁负责”的原则，区别不同情况积极稳妥地处理存量债务；二是继续推进融资平台公司的清理规范，坚决制止地方政府违规担保行为；三是建立规范的举债融资机制，实施全口径监管和动态监控。

陈尘肇表示，下一步，审计署将按照中共中央、国务院的部署和审计法等法律法规要求，将地方政府性债务审计与地方财政收支、地方党委政府主要领导干部任期经济责任审计有机结合起来，继续组织对地方政府性债务实行动态化、常态化的审计监督。通过审计，促进完善和规范债务管理制度，防范债务风险，提高资金使用效益，充分发挥审计保障国家经济社会健康运行的“免疫系统”功能。（新华网，2011-6-27）

新世纪公司总裁朱荣恩出席 2011 陆家嘴金融论坛并发表演讲

2011 年 5 月 19-21 日，陆家嘴金融论坛在上海举行，论坛主题为“新时期的金融体系及其宏观管理”，新世纪公司总裁朱荣恩在专题会场“创建繁荣的中国债券市场”上发表演讲。朱荣恩指出，中国评级业目前有了长足的进步，人员规模和收入规模在近年都有较大幅度的增长，但是与中国债券市场发展、与上海金融中心建设，乃至与国际金融市场要求相比还存在很大差距，因此，中国评级业应加快立法监管进程，推进自律组织建设，改进评级方法和流程披露，进一步提高评级公信力，促进中国评级业健康快速发展。



新世纪公司参加标准普尔“聚焦中国——经济和信用展望”会议



2011 年 4 月 11 日，新世纪公司参加标准普尔“聚焦中国——经济和信用展望”会议，研发总监郭继丰在会上作了题为“中国经济结构的调整与债券市场的发展”的演讲。

新世纪公司总裁朱荣恩与标普亚太区风险咨询服务董事总经理会面

2011 年 4 月 27 日，新世纪公司总裁朱荣恩会见了标准普尔亚太区风险咨询服务董事总经理 Clemens Thym 和风险咨询服务高级董事徐天石。

新世纪公司召开 2011 年行业信用分析报告发布会



2011 年 5 月 31 日，新世纪公司召开了 2011 年行业信用分析报告发布会。总裁朱荣恩指出伴随中国资本市场特别是债券市场的发展，时代对中国信用评级行业提出了更高的要求，新世纪公司作为我国第一家获得人民银行、证监会、发改委和保监会认可的信用评级机构，将持续不断加强研究，为国内外投资者提供优质服务。

朱荣恩认为，信用评级的宏观经济研究和行业研究有其自身的特点，新世纪公司将从宏观、中观、微观角度常年进行基于信用分析的一系列研究，从而在数据库、人才培养、评级技术方法等方面进行积累，同时为投资者提供服务，公司也愿意将有关研究成果向社会充分披露和展示，持续不断地与投资者分享。



随后，公司发布了《2011 中国银行业信用分析报告》、《2011 中国房地产行业信用分析报告》、《2011 中国汽车行业信用分析报告》、《2011 中国电力行业信用分析报告》和《2011 中国煤炭行业信用分析报告》。

新世纪公司总裁朱荣恩出席长三角金融论坛并发表演讲

2011 年 5 月 16 日，由中国人民银行、江浙沪两省一市在南京召开了第四届长三角金融论坛。本次论坛的与会方对“以人民币跨境贸易结算为试点，以完善世博金融服务为契机，积极推进长三角金融协调发展”的主题进行了深入的讨论。新世纪公司总裁朱荣恩应邀出席了本次论坛，并发表了《长三角信用评级结果互认与信息共享》的专题演讲。



新世纪公司召开 2011 年宏观经济分析与展望发布会

2011 年 5 月 31 日，新世纪公司召开宏观经济分析与展望发布会，第二次向外发布《宏观经济分析与展望（2011 半年报）》。根据公司制度安排，每年分两期向社会公开发布《宏观经济分析与展望》，分别为《宏观经济分析与展望（半年报）》、《宏观经济分析与展望（年报）》。公司的宏观经济分析以全球视野聚焦中国宏观经济，以影响经济增长和发展的中长期因素、短期因素为主要分析对象，分析中国宏观经济增长和发展的历史、现状，并对未来一年做出展望。公司已于 2010 年 12 月首次向外公开发布《宏观经济分析与 2011 年展望》。

新世纪公司为 21 世纪中国资本市场年会（2011）提供技术支持服务



2011 年 6 月 2 日，由《21 世纪经济报道》主办的“21 世纪中国资本市场年会（2011）”在上海举行，并颁发 2010 年度“中国券商奖”和“赢基金奖”。该年会已连续举办 6 届，成为一年一度中国资本领域决策者的对话平台，“中国券商奖”和“赢基金奖”已成为投资者的重要参考依据。新世纪公司首次作为本次年会的技术合作方，为“中国券商奖”评选提供数据分析与技术支持服务。

2011 年第二季度发行债券评级汇编

短期融资券	公告日期	债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
2011 年上海大众公用事业（集团）股份有限公司第二期短期融资券	2011-4-12	A-1	AA	稳定	2011-3-15
2011 年河南新野纺织股份有限公司第一期短期融资券	2011-4-14	A-1	A+	稳定	2010-12-15
2011 年赛尔网络有限公司第一期短期融资券	2011-4-15	A-1	AA-	稳定	2011-3-29
2011 年云南白药控股有限公司第一期短期融资券	2011-4-19	A-1	AA+	稳定	2011-3-14
2011 年浙江中国小商品城集团股份有限公司第二期短期融资券	2011-4-20	A-1	AA+	稳定	2011-4-1
2011 年桂林三金集团股份有限公司第一期短期融资券	2011-4-25	A-1	AA	稳定	2010-12-6
2011 年河南豫光金铅集团有限责任公司第一期短期融资券	2011-4-27	A-1	AA-	稳定	2010-12-23
2011 年柳州化工股份有限公司第一期短期融资券	2011-4-28	A-1	AA-	稳定	2011-4-6
2011 年北京有色金属研究总院第一期短期融资券	2011-4-29	A-1	AA-	稳定	2011-4-8
2011 年青建集团股份公司第一期短期融资券	2011-5-9	A-1	A+	稳定	2010-10-19
2011 年广东威华股份有限公司第一期短期融资券	2011-5-25	A-1	A+	待定	2011-4-18
2011 年龙城旅游控股集团有限公司第一期短期融资券	2011-5-25	A-1	A+	稳定	2011-4-25
2011 年上海交运股份有限公司第一期短期融资券	2011-6-1	A-1	AA	稳定	2011-5-4
2011 年西安曲江文化产业投资（集团）有限公司第一期短期融资券	2011-6-2	A-1	AA-	稳定	2011-4-29
2011 年成都华西希望集团有限公司第一期短期融资券	2011-6-9	A-1	AA-	稳定	2011-3-28
2011 年株洲时代新材料科技股份有限公司第一期短期融资券	2011-6-9	A-1	AA	稳定	2011-4-8
2011 年上海华谊（集团）公司第一期短期融资券	2011-6-13	A-1	AA+	稳定	2011-5-10
2011 年腾达建设集团股份有限公司第一期短期融资券	2011-6-16	A-1	A+	稳定	2011-5-16
2011 年山东东方海洋科技股份有限公司第一期短期融资券	2011-6-17	A-1	A+	稳定	2011-5-5
2011 年上海新华传媒股份有限公司第一期短期融资券	2011-6-20	A-1	AA	稳定	2011-5-26
2011 年北京华联商厦股份有限公司第一期短期融资券	2011-6-23	A-1	AA-	稳定	2011-5-20

公司债券	公告日期	债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
2011 年南京钢铁股份有限公司公司债券	2011-5-4	AA	AA	稳定	2011-3-17
2011 年海南航空股份有限公司公司债券	2011-5-20	AA+	AA+	稳定	2011-3-28

中期票据	公告日期	债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
2011 年上海华虹（集团）有限公司第一期中期票据	2011-4-7	AA+	AA+	稳定	2010-12-17
2011 年广州珠江实业集团有限公司第一期中期票据	2011-4-13	AA	AA	稳定	2010-12-20
2011 年无锡市市政公用产业集团有限公司第二期中期票据	2011-4-18	AA+	AA+	稳定	2011-3-17
2011 年上海华谊（集团）公司第一期中期票据	2011-4-19	AA+	AA+	稳定	2011-3-7
2011 年维维食品饮料股份有限公司第一期中期票据	2011-4-21	AA-	AA-	稳定	2011-1-21
2011 年浙江中国小商品城集团股份有限公司第一期中期票据	2011-4-26	AA+	AA+	稳定	2010-11-17
2011 年天津保税区投资控股集团有限公司第一期中期票据	2011-5-5	AA+	AA+	稳定	2011-3-22
2011 年保定天威英利新能源有限公司第一期中期票据	2011-5-5	AA	AA	稳定	2011-4-11
2011 年中国农业发展集团总公司第一期中期票据	2011-5-5	AA+	AA+	稳定	2011-4-12
2011 年维维集团股份有限公司第一期中期票据	2011-5-26	AA-	AA-	稳定	2011-3-11
2011 年上海电力股份有限公司第一期中期票据	2011-6-10	AA+	AA+	稳定	2011-4-27
2011 年杉杉集团有限公司第二期中期票据	2011-6-14	AA	AA	稳定	2011-5-18
2011 年上海同盛投资（集团）有限公司第一期中期票据	2011-6-15	AAA	AAA	稳定	2011-5-9

中小企业集合票据	公告日期	债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
2011 年湖北省武汉市中小企业第一期集合票据	2011-5-31	AAA	--	--	2011-2-14

金融债券	公告日期	债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
2011 年兴业银行股份有限公司次级债券	2011-6-23	AAA	AAA	稳定	2011-5-25

企业债券	公告日期	债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
2011 年浙江省德清县交通投资集团有限公司公司债券	2011-4-11	AA	AA-	稳定	2010-11-23
2011 年宁波市镇海投资有限公司公司债券	2011-4-11	AA+	AA-	稳定	2011-3-15
2011 年上海市申江两岸开发建设投资（集团）有限公司公司债券	2011-4-15	AA+	AA+	稳定	2010-6-1
2011 年舟山市交通投资公司企业债券	2011-4-19	AA+	AA	稳定	2010-3-15
2011 年泰州华信药业投资有限公司公司债券	2011-4-19	AA	AA	稳定	2011-1-4
2011 年杭州高新技术产业开发区资产经营有限公司公司债券	2011-5-3	AA	AA	稳定	2010-5-14
2011 年辽阳城市资本经营有限公司公司债券	2011-6-10	AA+	AA-	稳定	2011-3-23
2011 年浙江吉利控股集团有限公司公司债券	2011-6-20	AA	AA	稳定	2011-5-30

2011 年第二季度跟踪评级汇编

债券名称	债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
2008 年莱芜钢铁股份有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2011-4-7
2009 年上海新黄浦置业股份有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2011-4-8
2010 年浙江富润股份有限公司第一期短期融资券	A-1	A	稳定	2011-4-8
2009 年上海豫园旅游商城股份有限公司公司债券	AAA	AA	稳定	2011-4-27
2010 年上海豫园旅游商城股份有限公司公司债券	AAA	AA	稳定	2011-4-27
2005 年上海市城市建设投资开发总公司上海市城市建设债券	AAA	AAA	稳定	2011-4-28
2007 年上海市城市建设投资开发总公司上海城市建设债券	AAA	AAA	稳定	2011-4-28
2008 年上海市城市建设投资开发总公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2011-4-28
2008 年上海市城市建设投资开发总公司上海城市建设债券	AAA	AAA	稳定	2011-4-28
2009 年上海市城市建设投资开发总公司第一期第二期中期票据	AAA	AAA	稳定	2011-4-28
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	A-1	AA	稳定	2011-4-29
2009 年山东博汇纸业股份有限公司可转换公司债券	AA-	-	-	2011-5-5
2009 年宏润建设集团股份有限公司公司债券	AA	AA-	稳定	2011-5-6
2007 年上海华谊（集团）公司企业债券	AAA	AA+	稳定	2011-5-10
2009 年上海电力股份有限公司中期票据	AA+	AA+	稳定	2011-5-10
2009 年绍兴县中国轻纺城市场开发经营有限公司企业债券	AA+	AA	稳定	2011-5-27
2010 年盐城东方投资开发集团有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2011-5-31
2005 年上海世博（集团）有限公司世博建设债券	AAA	-	-	2011-6-3
2009 年上海久事公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2011-6-3
2009 年上海久事公司企业债券	AAA	AAA	稳定	2011-6-3
2009 年上海张江高科技园区开发股份有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2011-6-3
2009 年上海张江高科技园区开发股份有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2011-6-3
2010 年上海巴士公交（集团）有限公司第一期短期融资券	A-1	A+	稳定	2011-6-3
2010 年四川省煤炭产业集团有限责任公司公司债券	AA	AA	稳定	2011-6-8
2011 年四川省煤炭产业集团有限责任公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2011-6-8
2009 年南京钢铁联合有限公司公司债券	AA	AA-	稳定	2011-6-9
2009 年和 2010 年光明食品（集团）有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2011-6-10
2010 年光明食品（集团）有限公司第二期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2011-6-10
2009 年和 2010 年中国葛洲坝集团公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2011-6-14
2010 年珠海港控股集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2011-6-20
2008 年和 2009 年海航集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2011-6-22

2009 年丹阳投资集团有限公司公司债券	AA	AA-	稳定	2011-6-27
2009 年江苏凤凰出版传媒集团有限公司中期票据	AA+	AA+	稳定	2011-6-28
2009 年淄博市城市资产运营有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2011-6-28
2010 年上海化学工业区发展有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2011-6-28
2008 年无锡市市政公用产业集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2011-6-29
2009 年常州投资集团有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2011-6-29
2007 年上海世博土地控股有限公司世博建设债券	AAA	-	-	2011-6-30
2008 年新湖中宝股份有限公司公司债券	AA-	AA-	稳定	2011-6-30
2008 年重庆市城市建设投资（集团）有限公司企业债券	AAA	AAA	稳定	2011-6-30
2009 年百联集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2011-6-30
2009 年常州市武进城市建设投资有限责任公司公司债券	AAA	AA	稳定	2011-6-30
2009 年鄂尔多斯市国有资产投资经营有限责任公司公司债券	AA	AA	稳定	2011-6-30
2009 年福州建工（集团）总公司企业债券	AA+	AA	稳定	2011-6-30
2009 年嘉善县国有资产投资有限公司公司债券	AA+	AA-	稳定	2011-6-30
2009 年年南京市交通建设投资控股（集团）有限责任公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2011-6-30
2009 年山东省青州市宏源国有资产经营有限公司企业债券	AA	AA-	稳定	2011-6-30
2009 年上海上实（集团）有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2011-6-30
2009 年上海市申江两岸开发建设投资（集团）有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2011-6-30
2009 年天津保税区投资有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2011-6-30
2009 年镇江新区经济开发总公司企业债券	AA+	AA	稳定	2011-6-30
2010 年百联集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2011-6-30
2010 年广州百货企业集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2011-6-30
2010 年杭州市交通投资集团有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2011-6-30
2010 年南昌市红谷滩城市投资集团有限公司公司债券	AA	AA-	稳定	2011-6-30
2010 年上海复星高科技（集团）有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2011-6-30
2010 年乌鲁木齐城市建设投资有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2011-6-30
2010 年吴江经济技术开发区发展总公司企业债券	AA	AA	稳定	2011-6-30
2010 年宜兴市城市发展投资有限公司企业债券	AA+	AA	稳定	2011-6-30
2010 年云南省城市建设投资有限公司公司债券	-	AA	稳定	2011-6-30
2011 年江苏武进经济发展集团有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2011-6-30
2011 年上海市申江两岸开发建设投资（集团）有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2011-6-30
2011 年上海外滩投资开发（集团）有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2011-6-30
2011 年湘电集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2011-6-30
2011 年重庆市城市建设投资（集团）有限公司市政项目建设债券	AAA	AAA	稳定	2011-6-30

2011 年第二季度部分信用评级报告概要

山东东方海洋科技股份有限公司 2011 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	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年一季度
母公司数据:				
资产总额 (亿元)	14.95	15.16	17.76	18.33
负债合计 (亿元)	4.67	4.46	6.31	6.81
股东权益 (亿元)	10.28	10.71	11.46	11.52
净利润 (亿元)	0.27	0.50	0.75	0.62
公司合并数据:				
货币资金 (亿元)	4.61	1.80	2.03	1.71
资产总额 (亿元)	15.94	16.32	18.86	19.38
负债总额 (亿元)	5.31	5.20	7.00	7.47
所有者权益 (亿元)	10.63	11.11	11.86	11.92
营业收入 (亿元)	5.60	4.74	6.24	1.20
净利润 (亿元)	0.47	0.57	0.75	0.06
经营性现金净流入量 (亿元)	-0.83	0.96	0.23	0.23
EBITDA (亿元)	0.95	1.01	1.52	-
资产负债率 (%)	33.32	31.89	37.11	38.52
流动比率 (%)	182.62	138.66	118.30	117.63
现金比率 (%)	94.47	39.54	32.16	27.89
利息保障倍数 (倍)	2.71	4.04	3.85	-
经营性现金净流入与流动负债比率 (%)	-19.17	20.24	4.21	-
非筹资性现金净流入与流动负债比率 (%)	-70.40	-44.64	-26.33	-
EBITDA/利息支出	3.43	5.40	5.72	-

注:表中数据依据东方海洋经审计的 2008~2010 年财务报表和 2011 年前三季度未经审计的财务报表整理计算。

评级观点

■ 优势:

● 东方海洋流动资产质量较好,变现能力较强,且货币资金较为充裕,可为短期债务偿还提供必要支撑。
● 东方海洋海参养殖进入收获期,创现能力和盈利能力提高,对债务的覆盖程度处于较合理水平。
● 东方海洋财务杠杆利用率较低,可以通过较为畅通的直接和间接融资渠道获得资金周转和补充,具有良好的财务弹性。

■ 风险:

● 海水养殖对水域水质提出一定要求,东方海洋核心业务较易受到黄渤海赤潮、浒苔以及海洋污染等因素的影响。
● 东方海洋原材料采购具有一定的季节性,沉淀了较多流动资金,公司面临一定的刚性债务压力。
● 东方海洋经营性现金流存在一定波动,对即期债务的保障程度具有不稳定性。
● 东方海洋目前主要利润源于海参养殖,若未来海参价格出现下调,将对公司盈利能力和现金流产生较大影响。

山东东方海洋科技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	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年一季度
母公司数据:				
总资产 (亿元)	14.95	15.16	17.76	18.33
总负债 (亿元)	4.67	4.46	6.31	6.81
股东权益 (亿元)	10.28	10.71	11.46	11.52
净利润 (亿元)	0.27	0.50	0.75	0.62
合并数据:				
货币资金 (亿元)	4.61	1.80	2.03	1.89
总资产 (亿元)	15.94	16.32	18.86	19.38
总负债 (亿元)	5.31	5.20	7.00	7.47
所有者权益 (亿元)	10.63	11.11	11.86	11.92
营业收入 (亿元)	5.60	4.74	6.24	1.20
净利润 (亿元)	0.47	0.57	0.75	0.06
经营性现金净流入量 (亿元)	-0.83	0.96	0.23	0.23
EBITDA (亿元)	0.95	1.01	1.52	0.06
EBITDA/利息支出 (倍)	3.43	5.40	5.72	-
EBITDA/刚性负债 (倍)	0.25	0.23	0.31	-
现金比率 (%)	94.47	39.54	32.16	27.89
经营性现金净流入量与负债总额比率 (%)	-18.10	18.17	3.75	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率 (%)	-66.47	-40.08	-23.44	-
资产负债率 (%)	33.32	31.89	37.11	38.52
流动比率 (%)	182.62	138.66	118.30	117.63
利息保障倍数 (倍)	2.71	4.04	3.85	-
净资产收益率 (%)	6.17	5.22	6.55	-

注:表中数据依据东方海洋经审计的 2008~2010 年财务报表和 2011 年前三季度未经审计的财务报表整理计算。

评级观点

■ 优势:

● 随着国内外水产品市场需求的增加,海水养殖和水产品深加工业务成为国家和地方政府大力支持的渔业发展方向,为东方海洋发展提供了较好的经营环境。
● 东方海洋为农业产业化国家重点龙头企业之一,具有一定规模优势。公司产业链有所拉长,养殖业务的发展一定程度上缓解了加工业务波动对公司收入和盈利的影响,有助于降低经营风险。
● 东方海洋拥有 4 万余亩黄渤海海域,自然条件较优越,为公司养殖业务,尤其是海参业务发展提供了资源优势。
● 东方海洋直接融资能力较强,资本实力逐年增强,财务结构较为稳健。公司盈利相对稳定,较好的资产变现能力和较充裕的货币资金对债务具有较强的保障能力。

■ 风险:

● 海水养殖对水域水质提出一定要求,东方海洋核心业务较易受到黄渤海赤潮、浒苔以及海洋污染等因素的影响。
● 东方海洋国内贸易成长取决于销售渠道的建设和有效运作,目前公司缺乏相应的销售经验,且对各加盟店的管理尚处于探索阶段,其市场运作效果尚待时间检验。
● 东方海洋水产品加工所需原料鱼采购具有一定的季节性,集中采购占用了大量流动资金,加大了公司资金压力,也在一定程度上增加了财务费用支出。
● 东方海洋利润主要源于海参养殖,若海参价格因市场供求发生变化出现下降,则将直接影响公司盈利能力。

株洲时代新材料科技股份有限公司 2011 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	2008 年	2009 年	2010 年
母公司数据:			
资产总额 (亿元)	10.10	14.55	23.99
流动负债 (亿元)	6.21	10.02	10.33
股东权益 (亿元)	3.83	4.44	13.53
净利润 (亿元)	0.43	0.77	1.56
合并数据:			
货币资金 (亿元)	1.16	1.55	4.83
资产总额 (亿元)	11.13	16.76	28.69
负债总额 (亿元)	6.64	11.50	13.95
所有者权益 (亿元)	4.49	5.26	14.74
营业收入 (亿元)	10.46	15.22	23.21
净利润 (亿元)	0.48	0.94	2.00
经营性现金净流入量 (亿元)	0.71	1.74	1.74
EBITDA (亿元)	0.91	1.46	2.94
资产负债率 (%)	56.69	68.60	48.64
流动比率 (%)	112.61	100.25	143.87
现金比率 (%)	23.70	25.16	46.59
利息保障倍数 (倍)	3.85	6.78	18.99
经营性现金净流入与流动负债比率 (%)	13.35	19.38	13.81
非筹资性现金净流入与流动负债比率 (%)	-13.19	0.13	-13.21
EBITDA/利息支出	4.60	8.21	22.83

注：根据时代新材及担保方南车股份 2008~2010 年经审计的财务数据整理、计算。

项目	2008 年	2009 年	2010 年
担保人:			
资产总额 (亿元)	454.89	549.89	735.66
所有者权益 (亿元)	186.78	203.56	238.41
营业收入 (亿元)	357.68	463.93	649.09
净利润 (亿元)	16.86	21.16	32.50
经营性现金净流入量 (亿元)	13.39	44.05	37.16
资产负债率 (%)	58.94	62.98	67.59
流动比率 (%)	131.52	122.23	117.49
担保比率 (%)	0.01	0.02	0.01

评级观点

■ 优势:

- 得益于国家大力发展轨道交通和风电产业,时代新材外部环境较好。
- 时代新材在分子弹性元件业务领域已形成一定的规模优势,在行业内具备较强的竞争实力,公司技术实力较雄厚,可持续发展能力较强。
- 受益于 2010 年时代新材成功非定向公开发行股票,公司负债经营程度趋于合理,资产流动性趋好,并持有一定存量的货币资金,能为即期债务的偿付提供基本保障。
- 南车股份提供的全额不可撤销连带保证担保责任,可在一定程度上增强本期债券本息偿付的安全性。

■ 风险:

- 时代新材部分细分领域竞争日趋激烈,公司面临市场竞争压力增大。
- 时代新材正在开拓的新领域使其资本性支出增加,资金需求压力增大。
- 原材料价格的波动在一定程度上影响时代新材盈利能力的稳定。

株洲时代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	2008 年	2009 年	2010 年
母公司数据			
总资产 (亿元)	10.10	14.55	23.99
总负债 (亿元)	6.27	10.12	10.46
股东权益 (亿元)	3.83	4.44	13.53
净利润 (亿元)	0.43	0.77	1.56
合并数据			
货币资金 (亿元)	1.16	1.55	4.83
总资产 (亿元)	11.13	16.76	28.69
总负债 (亿元)	6.64	11.50	13.95
所有者权益 (亿元)	4.49	5.26	14.74
营业收入 (亿元)	10.46	15.22	23.21
净利润 (亿元)	0.48	0.94	2.00
经营性现金净流入量 (亿元)	0.71	1.74	1.74
EBITDA (亿元)	0.91	1.46	2.94
EBITDA/利息支出 (倍)	4.60	8.21	22.83
EBITDA/刚性负债 (倍)	0.27	0.26	0.40
现金比率 (%)	23.70	25.16	46.59
经营性现金净流入量与负债总额比率 (%)	12.86	19.21	13.68
非筹资性现金净流入量与负债总额比率 (%)	-12.70	0.13	-13.09
资产负债率 (%)	56.69	68.60	48.64
流动比率 (%)	112.61	100.25	143.87
利息保障倍数 (倍)	3.85	6.78	18.99
净资产收益率 (%)	11.03	19.29	20.05

注：根据时代新材经审计的 2008~2010 年财务数据整理、计算。

评级观点

■ 优势:

- 得益于国家大力发展轨道交通和风电产业,时代新材外部环境较好。
- 时代新材实际控制人南车集团在行业内具有垄断地位,公司可凭借实际控制人的竞争优势发展相关产业。
- 时代新材长期从事高分子原材料的研究开发,参与或承担了多项国家重大课题研究计划,具有一定的技术研发优势。
- 时代新材在分子弹性元件业务领域已形成一定的规模优势,在行业内具备较强的竞争实力。
- 时代新材经营状况良好,销售规模逐年扩大,现金获取能力较强,融资方式较为多样,通过有效组合可降低融资成本。

■ 风险:

- 时代新材部分细分领域竞争日趋激烈,公司面临市场竞争压力增大。
- 时代新材目前处在快速扩张过程中,业务及管理整合压力较大。
- 原材料价格的波动在一定程度上影响时代新材盈利能力的稳定。
- 时代新材在汽配、环保等方面新业务的开拓市场前景具有一定的不确定性。

上海交运股份有限公司 2011 年度第一期短期融资券信用评信用评级报告

概要

评级结果: A-1

主要财务数据

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年一季度
母公司数据:				
资产总额 (亿元)	22.22	24.05	29.11	28.98
流动负债 (亿元)	7.84	8.38	13.09	12.59
股东权益 (亿元)	14.37	15.67	16.02	16.39
净利润 (亿元)	1.43	1.30	0.72	0.37
合并数据:				
货币资金 (亿元)	6.46	7.36	8.14	6.68
资产总额 (亿元)	40.89	44.72	49.50	49.90
负债总额 (亿元)	21.36	21.05	24.01	24.24
所有者权益 (亿元)	19.52	23.67	25.48	25.65
营业收入 (亿元)	31.58	35.86	54.78	16.52
净利润 (亿元)	1.83	2.13	2.58	0.65
经营性现金净流入量 (亿元)	3.43	4.03	3.82	0.68
EBITDA (亿元)	4.11	4.68	5.86	-
资产负债率 (%)	52.25	47.06	48.52	48.59
流动比率 (%)	102.13	101.05	99.81	101.46
现金比率 (%)	44.66	42.85	39.58	31.74
利息保障倍数 (倍)	4.68	8.81	10.01	-
经营性现金净流入与流动负债比率 (%)	25.95	24.56	19.27	-
非筹资性现金净流入与流动负债比率 (%)	3.98	15.23	5.24	-
EBITDA/利息支出	7.59	16.00	15.93	-

注:表中数据依据交运股份 2008~2010 年审计报告及 2011 年第一季度未经审计的财务报表数据整理、计算,其中 2008 年数据采用 2009 年财务报表期初数和上年数。

评级观点

■优势:

●随着收入规模的扩大及汽车零部件新产品陆续实现批量供货,交运股份经营性现金净流量规模逐年增大。

●交运股份财务结构较为稳健,经营活动现金回笼状况较好,且存量货币资金充裕,利息和刚性债务偿付的安全性较高。

●交运股份流动资产质量较好,可变现能力较强,能为即期债务的偿付提供一定缓冲。

■风险:

●钢材、燃油等原燃料价格高位波动,人工成本不断上涨,而激烈的市场竞争使交运股份汽车零部件等业务成本转移能力较弱,公司面临较大的成本压力。

●未来两年,交运股份汽车零部件制造业务项目投资及物流业务车辆更新的资金需求规模较大,公司面临一定的资本性支出压力。

上海交运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	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年一季度
母公司数据				
总资产 (亿元)	22.22	24.05	29.11	28.98
总负债 (亿元)	7.84	8.38	13.09	12.59
股东权益 (亿元)	14.37	15.67	16.02	16.39
净利润 (亿元)	1.43	1.30	0.72	0.37
合并数据				
货币资金 (亿元)	6.46	7.36	8.14	6.68
总资产 (亿元)	40.89	44.72	49.50	49.90
总负债 (亿元)	21.36	21.05	24.01	24.24
所有者权益 (亿元)	19.52	23.67	25.48	25.65
营业收入 (亿元)	31.58	35.86	54.78	16.52
净利润 (亿元)	1.83	2.13	2.58	0.65
经营性现金净流入量 (亿元)	3.43	4.03	3.82	0.68
EBITDA (亿元)	4.11	4.68	5.86	-
EBITDA/利息支出 (倍)	7.59	16.00	15.93	-
EBITDA/刚性负债 (倍)	0.51	0.52	0.67	-
现金比率 (%)	44.66	42.85	39.58	31.74
经营性现金净流入量与负债总额比率 (%)	18.90	19.02	16.96	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率 (%)	2.90	11.79	4.61	-
资产负债率 (%)	52.25	47.06	48.52	48.59
流动比率 (%)	102.13	101.05	99.81	101.46
利息保障倍数 (倍)	4.68	8.81	10.01	-
净资产收益率 (%)	10.33	9.88	10.49	-

注:表中数据依据交运股份 2008~2010 年审计报告及 2011 年第一季度未经审计的财务报表数据整理、计算,其中 2008 年数据采用 2009 年财务报表期初数和上年数。

评级观点

■优势:

●交运股份 2010 年汽车零部件销售收入大幅增长,公司是上海通用、上海大众等整车厂商主要的零部件供应商之一,销售量保障程度较高。

●交运股份大件货物运输、化工危险品运输等物流业务在长三角地区具有很强的竞争力,拥有较完整的物流产业链,综合抗风险能力较强。

●交运股份资本实力较强,财务结构较为稳健;公司盈利相对稳定,经营性现金流对债务具有较强的保障能力。

●交运股份在融资、经营等方面能够得到股东的一定支持。

■风险:

●交运股份的汽车零部件制造、物流服务、高速客运等业务均面临较为激烈的市场竞争。同时,受零部件产品价格下调、原燃料价格上涨及人工成本上升等因素影响,交运股份盈利空间受到压缩。

●物流资产整合后,交运股份业务范围扩大,在管理和协调下属企业的生产、销售、人力资源等方面难度增加。

●交运股份汽车零部件主要供应上海通用和上海大众,对上海通用和上海大众的依赖程度较高。

云南白药控股有限公司 2011 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 年三季度
母公司口径:				
总资产 (亿元)	19.44	19.57	19.14	29.72
流动负债 (亿元)	5.64	6.32	6.15	16.70
所有者权益 (亿元)	13.72	13.18	12.91	12.94
净利润 (亿元)	-0.38	-0.54	-0.26	0.17
合并口径:				
货币资金 (亿元)	7.31	24.53	23.37	25.17
总资产 (亿元)	44.22	63.79	73.78	95.99
流动负债 (亿元)	18.09	20.72	24.25	40.97
总负债 (亿元)	18.87	21.27	26.47	43.22
所有者权益 (亿元)	25.34	42.52	47.32	52.78
营业收入 (亿元)	43.02	57.57	72.16	67.06
净利润 (亿元)	2.87	4.08	5.79	6.27
经营性现金净流入量 (亿元)	0.52	8.09	4.65	-3.23
EBITDA (亿元)	4.23	5.76	7.51	-
资产负债率 (%)	42.68	33.34	35.87	45.02
流动比率 (%)	189.36	259.61	240.53	197.06
现金比率 (%)	40.42	118.38	96.37	61.42
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 年三年连审财务报告以及未经审计的 2010 年三季度财务报表数据整理、计算。

评级观点

■优势:

●白药控股在我国中医药行业中地位突出, 品牌优势和独家传统白药产品优势较为显著, 在多个细分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总体较强, 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, 且现有债务负担较轻, 短期偿债能力较强。

■风险:

●白药控股经营业绩及现金流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。

●白药控股有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, 将对其业绩及现金流产生负面影响。

●白药控股母公司层面的核心资产为其所持有的上市子公司——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。

●较集中的资本性支出安排以及配套资金需求使得白药控股的债务规模显著增大, 中短期内公司债务压力将有所积聚。

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 年一季度
母公司口径:				
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
合并口径:				
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:

●白药控股的上市子公司云南白药目前正进行基地搬迁, 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后产能将快速增长, 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。

上海大众公用事业（集团）股份有限公司 2011 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 年三季度
母公司数据：				
总资产（亿元）	32.60	32.72	37.70	44.76
流动负债（亿元）	10.90	11.63	11.99	14.93
所有者权益（亿元）	21.67	21.07	25.49	28.95
净利润（亿元）	2.09	1.66	1.78	2.13
公司合并数据：				
货币资金（亿元）	10.69	7.90	6.55	8.21
总资产（亿元）	81.84	82.80	81.41	90.34
总负债（亿元）	51.32	53.27	47.39	53.23
归属于母公司所有者权益（亿元）	23.50	22.79	27.65	30.57
营业收入（亿元）	25.90	30.31	34.16	26.30
归属于母公司所有者的净利润（亿元）	2.50	1.73	2.21	1.56
经营性现金净流入量（亿元）	2.66	3.57	4.40	1.81
EBITDA（亿元）	7.13	6.67	7.28	-
资产负债率（%）	62.70	64.34	58.21	58.92
流动比率（%）	47.66	36.39	31.13	33.88
现金比率（%）	26.72	18.41	17.65	20.27
利息保障倍数（倍）	3.62	2.82	3.92	-
经营性现金净流入与流动负债比率（%）	7.19	8.50	10.79	-
非筹资性现金净流入与流动负债比率（%）	1.80	0.14	3.49	-
EBITDA/利息支出（倍）	4.90	4.06	5.89	-
EBITDA/流动负债（倍）	0.19	0.16	0.18	-

注：根据大众公用经审计的 2007~2009 年度及未经审计的 2010 年前三季度财务数据整理、计算。

评级观点

■优势：

●大众公用燃气业务在上海地区的市场地位及经营优势较显著，品牌知名度较高，且经营规模较大，现金回笼能力强，现金流较充裕且稳定。

●2010 年下半年起上海地区非居民用燃气价格的上调有助于大众公用燃气业务收入的增加和盈利能力的增强。

●大众公用近年来在交通和创投领域的投资收益保持了良好的增长势头，为公司盈利提供了较强的支撑。

●大众公用的经营性现金净流入随经营规模的不断扩大而稳步增长，且较充裕的货币资金存量也可为其即期债务的偿还提供一定缓冲。

■风险：

●大众公用燃气价格受到严格管制，燃气业务盈利空间相对有限，同时面临一定的安全生产压力。

●大众公用参股投资的大众交通的盈利水平较易受油价波动的影响，而深圳创投的业绩则较易受资本市场状况及政策环境的影响。

●大众公用资产与债务期限结构匹配程度较低，资产流动性存在明显不足。

●大众公用后续仍将保持较大的资本性支出规模，面临一定的资金压力。

上海大众公用事业（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 年三季度
母公司数据				
总资产（亿元）	32.60	32.72	37.70	44.76
总负债（亿元）	10.93	11.65	12.21	15.81
所有者权益（亿元）	21.67	21.07	25.49	28.95
净利润（亿元）	2.09	1.66	1.78	2.13
合并数据				
货币资金（亿元）	10.69	7.90	6.55	8.21
总资产（亿元）	81.84	82.80	81.41	90.34
总负债（亿元）	51.32	53.27	47.39	53.23
归属于母公司所有者权益（亿元）	23.50	22.79	27.65	30.57
营业收入（亿元）	25.90	30.31	34.16	26.30
归属于母公司所有者的净利润（亿元）	2.50	1.73	2.21	1.56
经营性现金净流入量（亿元）	2.66	3.57	4.40	1.81
EBITDA（亿元）	7.13	6.67	7.28	-
EBITDA/利息支出（倍）	4.90	4.06	5.89	-
EBITDA/刚性负债（倍）	0.30	0.27	0.31	-
现金比率（%）	26.72	18.41	17.65	20.27
经营性现金净流入量与负债总额比率（%）	5.52	6.82	8.75	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率（%）	1.38	0.11	2.83	-
资产负债率（%）	62.70	64.34	58.21	58.92
流动比率（%）	47.66	36.39	31.13	33.88
利息保障倍数（倍）	3.62	2.82	3.92	-
净资产收益率（%）	12.14	7.47	8.75	-

注：根据大众公用经审计的 2007~2009 年度及未经审计的 2010 年前三季度财务数据整理、计算。

评级观点

■优势：

●大众公用的城市燃气、市政环境、交通产业及金融创投等四大业务协同发展的多元化业务格局有助于增强其整体抗风险能力。

●大众公用在燃气、环境业务方面具有一定的区域垄断经营优势，在交通业务方面市场地位显著，公司市政项目投资回收情况较为可靠。

●大众公用主业稳定性强，经营性现金净流量充足，可为到期债务的偿付提供有力的保障。

●大众公用资产质量较好，其持有的长期股权投资可变现价值较高，对债务偿付具有较强的缓冲作用。

■风险：

●大众公用燃气业务进销价格均受到严格管制，盈利空间相对有限，并同时面临一定的安全生产压力。

●宏观经济形势变化将给大众公用在燃气业务收入及 BT 项目现金回款方面造成一定影响。

●大众公用金融创投类业务投资收益及所持金融资产的市值价值易受资本市场波动及政策调整影响。

●大众公用资产与债务期限结构匹配程度较低，资产流动性存在不足。

上海同盛投资（集团）有限公司 2011 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	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年一季度
发行人母公司数据：				
货币资金（亿元）	3.38	13.24	20.62	10.36
刚性债务（亿元）	185.17	179.50	102.76	98.21
股东权益（亿元）	145.30	172.26	175.20	175.13
经营性现金净流入量（亿元）	-78.40	6.11	-25.31	-5.50
发行人合并数据及指标：				
总资产（亿元）	528.49	605.63	653.09	647.40
总负债（亿元）	378.57	418.46	457.82	451.01
刚性债务（亿元）	220.64	211.96	231.03	232.11
应付债券（亿元）	-	-	-	-
所有者权益（亿元）	149.92	187.17	195.27	196.38
营业收入（亿元）	11.11	2.46	3.52	0.74
净利润（亿元）	2.99	2.20	2.34	-0.26
经营性现金净流入量（亿元）	30.09	33.85	3.77	-2.69
EBITDA（亿元）	4.00	2.96	2.90	-
资产负债率（%）	71.63	69.09	70.10	69.67
权益资本与刚性债务比率（%）	67.95	88.31	84.52	84.61
流动比率（%）	28.54	30.25	49.83	48.22
现金比率（%）	5.01	9.25	14.74	-
利息保障倍数（倍）	0.40	0.22	0.91	-
净资产收益率（%）	2.03	1.30	1.23	-
经营性现金净流入量与负债总额比率（%）	8.53	8.49	0.86	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率（%）	-8.07	-0.03	-4.89	-
EBITDA/利息支出（倍）	0.45	0.27	1.01	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.02	0.01	0.01	-

注：根据同盛集团经审计的 2008~2010 年度及未经审计的 2011 年第一季度财务数据整理、计算。

评级观点

■优势：

●国家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政府对同盛集团的政策及资金支持力度。
●同盛集团资本实力不断增强，核心资产质量良好。公司所持有的上港集团股票的市场价值明显高于账面值，能够对债务偿付形成有效缓冲。
●已建成的洋山港区二期及三期码头资产转让后同盛集团可增持上港集团股票并消减或转移大量债务，财务弹性将得到增强。

■风险：

●预计后续洋山港区四期工程及上海内河航道整治项目建设将使同盛集团后续资金集中投入压力有所加大。
●同盛集团已持有大量上港集团股票并将在洋山港区二期及三期码头资产转让后进一步增加。而上港集团股票价格较易受到证券市场环境及自身经营业绩等因素影响，进而会影响到公司的资产质量。
●预计大量对应债务随洋山港区二期及三期码头资产转让后同盛集团存量债务仍保持一定规模，不利信贷政策环境下公司可能会面临一定的集中偿付压力。

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	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年一季度
发行人母公司数据				
货币资金（亿元）	3.38	13.24	20.62	10.36
刚性债务合计（亿元）	185.17	179.50	102.76	98.21
股东权益（亿元）	145.30	172.26	175.20	175.13
经营性现金净流入量（亿元）	-78.40	6.11	-25.31	-5.50
发行人合并数据及指标				
总资产（亿元）	528.49	605.63	653.09	647.40
总负债（亿元）	378.57	418.46	457.82	451.01
刚性债务（亿元）	220.64	211.96	211.03	232.11
所有者权益（亿元）	149.92	187.17	195.27	196.38
营业收入（亿元）	11.11	2.46	3.52	0.74
净利润（亿元）	2.99	2.20	2.34	-0.26
经营性现金净流入量（亿元）	30.09	33.85	3.77	-2.69
EBITDA（亿元）	4.00	2.96	2.90	-
资产负债率（%）	71.63	69.09	70.10	69.67
权益资本与刚性债务比率（%）	67.95	88.31	92.53	84.61
流动比率（%）	28.54	30.25	49.83	48.22
现金比率（%）	5.01	9.25	14.74	-
利息保障倍数（倍）	0.40	0.22	0.91	-
净资产收益率（%）	2.03	1.30	1.23	-
经营性现金净流入量与负债总额比率（%）	8.53	8.49	0.86	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率（%）	-8.07	-0.03	-4.89	-
EBITDA/利息支出（倍）	0.45	0.27	1.01	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.02	0.01	0.01	-

注：根据同盛集团经审计的 2008~2010 年度及未经审计的 2011 年第一季度财务数据整理、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。
●洋山港区二期及三期码头资产以部分增持上港集团股权方式转让，可使同盛集团获得上海港口运营长期收益，同时也可消减和转移大量债务并为后续项目建设释放一定的融资空间。
●同盛集团资本实力不断得到增强，资产质量总体优良，现所持有的 35.28 亿股上港集团股票市值明显高于账面成本，且变现能力强，可有效增强其财务弹性，并为到期债务偿付提供有效缓冲。
●同盛集团 2010 年以来债务期限结构得到显著改善。

■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因素影响。
●预计后续洋山港区四期工程及上海内河航道整治项目建设将使同盛集团后续资金集中投入压力有所加大。
●同盛集团已持有大量上港集团股票并将在洋山港区二期及三期码头资产转让后进一步增加。而上港集团股票价格较易受到证券市场环境及自身经营业绩等因素影响，进而会影响到公司的资产质量。

中国农业发展集团总公司 2011 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)	29.21	29.34	29.78	18.89
总资产 (亿元)	97.88	101.02	113.10	120.31
应付债券 (亿元)	0.00	0.00	0.00	10.00
总负债 (亿元)	65.76	68.53	78.11	83.45
所有者权益 (亿元)	32.12	32.49	34.99	36.86
营业收入 (亿元)	63.41	70.49	81.34	73.65
净利润 (亿元)	0.94	1.55	3.09	3.45
EBITDA (亿元)	6.76	6.68	8.52	-
经营性现金净流量 (亿元)	7.89	5.96	2.38	-6.77
资产负债率 (%)	67.18	67.84	69.06	69.37
长期资本固定化比率 (%)	104.34	105.15	105.32	86.75
有形净值债务率 (%)	222.95	231.00	240.22	245.40
流动比率 (%)	97.24	96.96	96.68	112.43
利息保障倍数 (倍)	1.95	2.10	3.29	-
毛利率 (%)	19.16	23.32	21.04	18.74
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 年前三季度财务报表整理、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, 中农发集团资产的总体盈利能力明显增强。
● 中农发集团的经营性现金流状况总体较好, 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较充裕, 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, 对子公司的管控尚需进一步加强。
● 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 年一季度
母公司口径:				
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
合并口径:				
货币资金 (亿元)	29.21	29.34	29.78	18.89
总资产 (亿元)	97.88	101.02	113.10	120.31
总负债 (亿元)	65.76	68.53	78.11	83.45
所有者权益 (亿元)	32.12	32.49	34.99	36.86
营业收入 (亿元)	63.41	70.49	81.34	73.65
净利润 (亿元)	0.94	1.55	3.09	3.45
经营性现金净流量 (亿元)	7.89	5.96	2.38	-6.77
EBITDA (亿元)	6.76	6.68	8.52	-
EBITDA/ 利息支出 (倍)	3.69	3.20	4.88	-
EBITDA/ 刚性债务 (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	69.37
流动比率 (%)	97.24	96.96	96.68	112.43
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 年前三季度财务报表整理、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, 集团尚未实现资金的统一管理, 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变动。

保定天威英利新能源有限公司 2011 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 年三季度
货币资金 (亿元)	1.18	6.97	23.62	20.33
总资产 (亿元)	60.70	92.14	116.40	119.30
应付债券 (亿元)	-	-	-	-
总负债 (亿元)	33.89	36.32	54.57	49.84
归属于母公司所有者的权益 (亿元)	26.81	55.82	61.81	69.45
营业收入 (亿元)	42.00	75.97	73.44	62.69
归属于母公司所有者的净利润 (亿元)	7.22	11.53	6.03	7.66
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	12.17
资产负债率 (%)	55.83	39.42	46.88	41.78
长期资本固定化比率 (%)	42.76	42.66	38.71	29.16
有形净值债务率 (%)	129.15	65.89	88.94	72.23
流动比率 (%)	180.32	218.76	188.54	279.18
利息保障倍数 (倍)	7.85	13.54	5.06	-
毛利率 (%)	25.50	23.11	20.75	32.77
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	-
经营性现金净流入量 / 刚性债务 (%)	-97.46	19.65	58.02	-

注：根据天威英利经审计的 2007~2009 年财务报表数据以及未经审计的 2010 年前三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量较大。
 ●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短期内对光伏发电补贴价格的削减，可能会对太阳能产业发展造成较大冲击。
 ●目前人民币已形成长期升值压力，欧元汇率短期内贬值幅度大，汇率波动对天威英利的预期效益会有一定影响。
 ●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 年三季度
母公司数据				
总资产 (亿元)	60.63	92.03	116.32	119.05
总负债 (亿元)	33.87	36.20	54.44	49.51
股东权益 (亿元)	26.76	55.82	61.88	69.54
净利润 (亿元)	7.26	11.56	6.06	7.68
公司合并数据				
货币资金 (亿元)	1.18	6.97	23.62	20.33
总资产 (亿元)	60.70	92.14	116.40	119.30
总负债 (亿元)	33.89	36.32	54.57	49.84
所有者权益 (亿元)	26.81	55.82	61.83	69.45
营业收入 (亿元)	42.00	75.97	73.44	62.69
净利润 (亿元)	7.22	11.50	6.01	7.65
经营性现金净流入量 (亿元)	-20.23	4.75	19.80	12.17
EBITDA (亿元)	9.06	13.83	10.96	-
EBITDA/利息支出	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	60.14
经营性现金净流入与流动负债比率 (%)	-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	41.78
流动比率 (%)	180.32	218.76	188.54	279.18
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 年财务报表数据以及未经审计的 2010 年前三季度财务报表数据整理、计算。

评级观点

■优势：

●天威英利所处的太阳能光伏发电产业属于可再生能源产业，具有广阔的行业发展前景。
 ●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。
 ●天威英利与国内外客户建立了长期而稳定的合作关系，为巩固和发展其在太阳能电池领域的行业地位奠定了良好基础。
 ●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短期内对光伏发电补贴价格的削减，可能会对太阳能产业发展造成较大冲击。
 ●目前人民币已形成长期升值压力，欧元汇率短期内贬值幅度大，汇率波动对天威英利的预期效益会有一定影响。

浙江中国小商品城集团股份有限公司 2011 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 年三季度
货币资金 (亿元)	8.49	6.74	4.99	3.85
总资产 (亿元)	47.97	120.97	132.23	152.42
应付债券 (亿元)	-	-	-	20.00
总负债 (亿元)	32.42	65.24	67.89	82.06
归属于母公司所有者权益 (亿元)	15.20	55.27	63.75	70.21
营业收入 (亿元)	29.06	26.40	37.63	23.39
归属于母公司所有者净利润 (亿元)	3.62	6.09	9.16	6.65
EBITDA (亿元)	8.88	11.89	17.43	-
经营性现金净流入量 (亿元)	3.29	13.35	-1.36	-11.91
资产负债率 (%)	67.58	53.93	51.35	53.84
长期资本固定化比率 (%)	184.33	144.13	136.88	137.57
有形净值债务率 (%)	440.46	454.59	293.09	269.58
流动比率 (%)	59.54	59.71	64.95	67.71
利息保障倍数 (倍)	-	16.81	37.27	-
毛利率 (%)	37.00	49.71	47.04	51.26
净资产收益率 (%)	27.36	17.58	15.67	9.88
经营性现金净流入与负债总额比率 (%)	9.26	27.35	-2.04	-
经营性现金净流入量 / 刚性债务 (%)	-	373.05	-16.32	-

注: 根据小商品城 2007~2009 年年报及 2010 年三季度财务数据和未数据整理、计算。

评级观点

■ 优势:

● 经过将近三十年的发展, 义乌中国小商品城已经成为全国领先的大型专业性批发市场, 具备了一定的先发优势与要素集聚功能, 在世界小商品贸易格局中占据了突出位置。

● 小商品城近年来主营业务发展趋势良好, 保持了较强的盈利能力, 为公司偿债能力奠定了良好的基础。

● 小商品城负债经营程度适中, 融资能力较强, 可为到期债务偿付提供补充保障。

■ 风险:

● 近年来国内各类商业批发市场之间的竞争日趋激烈, 给小商品城的持续发展带来一定的挑战。

● 小商品城的经营性现金流入具有较大的波动性, 在一定程度上影响其日常资金的调度能力。

● 2010 年以来, 小商品城短期负债规模明显扩大, 短期偿债压力加大。

● 小商品城资产占用结构与债务期限结构匹配程度弱, 资产流动性不足。

浙江中国小商品城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 年三季度
母公司数据:				
资产总额 (亿元)	38.41	111.58	122.53	144.62
负债合计 (亿元)	25.26	57.83	61.15	77.02
股东权益 (亿元)	13.15	53.75	61.38	67.61
净利润 (亿元)	2.28	6.61	8.32	6.22
公司合并数据				
货币资金 (亿元)	8.49	6.74	4.99	3.85
总资产 (亿元)	47.97	120.97	132.23	152.42
总负债 (亿元)	32.42	65.24	67.89	82.06
归属于母公司所有者权益 (亿元)	15.20	55.27	63.75	70.21
营业收入 (亿元)	29.06	26.40	37.63	23.39
归属于母公司的净利润 (亿元)	3.62	6.09	9.16	6.65
经营性现金净流入量 (亿元)	3.29	13.35	-1.36	-11.91
EBITDA (亿元)	8.88	11.89	17.43	-
EBITDA / 利息支出 (倍)	-	23.1	751.23	-
EBITDA / 刚性负债 (倍)	-	3.32	2.10	-
现金比率 (%)	26.20	10.65	7.36	4.69
经营性现金净流入量与负债总额比率 (%)	9.26	27.35	-2.04	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率 (%)	9.27	-10.54	-9.97	-
资产负债率 (%)	67.58	53.93	51.35	53.84
流动比率 (%)	59.54	59.71	64.95	67.71
利息保障倍数 (倍)	-	16.81	37.27	-
净资产收益率 (%)	27.36	17.58	15.67	9.88

注: 根据小商品城 2007~2009 年年报及 2010 年三季度财务数据和未数据整理、计算。

评级观点

■ 优势:

● 义乌中国小商品城是我国最大的小商品出口基地, 拥有较高的知名度、较明显的品牌优势和市场地位。

● 经过将近三十年的发展, 义乌中国小商品城已经成为全国领先的大型专业性批发市场, 具备了一定的先发优势与要素集聚功能, 在世界小商品贸易格局中占据了突出位置。

● 义乌中国小商品城是义乌市经济发展的核心平台, 小商品城作为该市场的经营主体, 能长期得到当地政府有力的政策支持。

● 小商品城协同发展市场经营及相关的贸易、宾馆酒店、房地产、广告会展等产业, 形成了资源共享与联动发展的盈利模式, 增强了其综合竞争力。

● 小商品城资本实力较为雄厚, 负债经营程度适中, 主营业务具有良好的盈利能力, 且公司具有较强的融资能力, 可为其未来业务发展和债务偿还提供较有力保障。

■ 风险:

● 目前全球经济提升乏力, 诸多不确定因素使全球贸易额存在再度萎缩的可能。若全球贸易额长期大幅萎缩, 将导致义乌小商品市场的整体繁荣程度下降, 进而对商位出租及相关业务产生不利影响。

● 义乌市商务成本逐渐上升, 压缩了商品流通业的利润空间; 近年来国内各类商业批发市场之间的竞争日趋激烈, 给小商品城的持续发展带来一定的挑战。

● 小商品城的市场经营业务实行 2 至 5 年租金预收制度, 经营性现金流入波动较大。

● 近期我国商品住宅市场政策调整力度加大, 小商品城的房地产开发业务面临的不确定性因素增加。

2011 年舟山市交通投资公司企业债券信用评级报告

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①：			
货币资金 (亿元)	1.82	3.00	4.59
总资产 (亿元)	14.17	19.28	58.69
银行借款 (亿元)	4.08	5.55	10.91
应付债券 (亿元)	-	-	-
总负债 (亿元)	6.68	8.00	13.47
归属于母公司所有者权益 (亿元)	6.54	9.83	43.96
营业收入 (亿元)	8.39	9.52	9.06
归属于母公司所有者的净利润 (亿元)	1.00	2.37	1.46
EBITDA (亿元)	2.25	3.76	2.30
经营性现金净流入量 (亿元)	2.54	3.42	2.52
资产负债率 (%)	47.14	41.52	22.96
长期资本固定化比率 (%)	116.56	103.27	98.07
有形净值债务率 (%)	92.21	72.61	103.88
流动比率 (%)	67.75	92.10	114.08
利息保障倍数 (倍)	6.06	10.57	4.84
毛利率 (%)	35.25	30.46	24.82
净资产收益率 (%)	23.81	28.17	4.70
经营性现金净流入与负债总额比率 (%)	44.21	46.53	23.46
经营性现金净流入与刚性债务 (%)	75.22	70.94	32.14
地区生产总值② (亿元)	407.00	490.25	533.26
一般预算收入 (亿元)	35.06	43.15	48.78
财政总收入 (亿元)	52.60	66.68	76.99

注：①根据舟山市交通投资公司经审计的 2007~2009 年财务报告的财务数据整理、计算。②舟山市经济数据源自《舟山市国民经济和社会发展统计公报》及舟山市统计局、舟山市统计局的官方网站。

评级观点

■ 优势：

- 近年来舟山地区经济保持快速增长势头，财政综合实力逐年增强，交通基础设施投资保持高位，舟山交投外部经营环境良好。
- 舟山交投作为舟山市交通基础设施建设运营主体之一，在项目建设和业务运营方面得到舟山市政府的大力支持。
- 舟山交投下属主要子公司从事水上运输业务多年，在区域内具有较为明显的品牌优势和规模优势。且在多年发展过程中形成了一支熟悉航运业务，具有较高素质的人才队伍，为公司未来发展奠定了基础。
- 经重组后的舟山交投财务结构稳健，主要资产质量较好，期末货币资金储备较为充裕。
- 中投保的无条件全额担保责任，可以为本期债券的偿付提供进一步的保障。

■ 风险：

- 舟山跨海大桥的建成通车，将对舟山交投的水上客运业务产生较大冲击，公司中短期内的业务调整压力大。
- 舟山交投从事的水上运输业务具有高风险的行业特征，主营业务面临一定的安全运营风险。
- 舟山交投重组设立时间短，中短期内的管理整合压力较大。

2011 年浙江吉利控股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	2008 年	2009 年	2010 年
货币资金 (亿元)	21.47	67.56	150.62
总资产 (亿元)	133.94	229.37	967.29
银行借款 (亿元)	23.33	43.61	170.43
应付债券 (亿元)	3.26	14.42	14.83
总负债 (亿元)	86.13	160.53	710.71
所有者权益 (亿元)	47.81	68.84	256.57
营业收入 (亿元)	97.19	141.59	689.75
净利润 (亿元)	4.32	12.52	138.86
EBITDA (亿元)	10.93	21.62	185.27
经营性现金净流入量 (亿元)	10.81	19.83	93.08
资产负债率 (%)	64.30	69.99	73.47
长期资本固定化比率 (%)	124.81	84.28	116.58
有形净值债务率 (%)	258.18	370.55	691.00
流动比率 (%)	80.08	114.93	83.15
利息保障倍数 (倍)	3.76	10.92	36.27
毛利率 (%)	24.56	22.89	19.48
净资产收益率 (%)	9.56	21.46	85.34
经营性现金净流入与负债总额比率 (%)	11.90	16.08	21.37
经营性现金净流入与刚性债务比率 (%)	24.71	32.28	56.72

注：根据吉利控股集团经审计的 2008~2010 年财务报表数据整理、计算。

评级观点

■ 优势：

- 吉利控股集团股权结构较为明晰，经营机制灵活，激励与约束机制较健全，具有较强的市场适应能力。
- 吉利控股集团目前已经具备较强的整车、发动机、变速器和汽车电子电器的开发能力，部分产品已经达到国内先进水平，显著提升了公司的市场竞争能力。
- 吉利控股集团抓住我国经济型汽车市场快速成长的良好机遇，实现了生产效率和产能规模的迅速提高，在经济型轿车市场建立了一定的竞争优势。公司已连续六年位居国内汽车销量前十位之列，提高了其抵御风险的能力。
- 吉利控股集团货币资金较充裕，盈利能力和经营性现金获取能力逐步提高，实际偿债能力较强，偿债风险较小。
- 吉利控股集团成功收购沃尔沃后，为公司带来了较大的品牌效应，能在技术提升、管理经验及国际市场的拓展等方面对公司产生较大的促进作用。
- 2010 年吉利控股集团收购沃尔沃后，公司资产和资本规模急剧扩大，整体抗风险能力有所提升。

■ 风险：

- 吉利控股集团收购沃尔沃后，存在一定的后续整合和运营风险。目前沃尔沃的销售规模远低于竞争对手。
- 国内汽车行业产能迅速增加，市场竞争加剧，价格下降趋势明显，加之原材料价格波动较大，盈利空间有所缩小。
- 吉利控股集团目前正处于从低端市场向中高端市场拓展的转型期，盈利前景存在一定的不确定性。

南京钢铁股份有限公司 2011 年度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	2008 年	2009 年	2010 年
发行人			
货币资金 (亿元)	24.11	46.40	60.51
总资产 (亿元)	249.33	296.81	352.15
银行借款 (亿元)	93.57	99.38	127.92
应付债券 (亿元)	0.00	0.00	0.00
总负债 (亿元)	161.58	203.59	250.62
归属于母公司股东权益 (亿元)	87.62	93.09	101.45
营业收入 (亿元)	307.92	244.52	300.55
归属于母公司股东的净利润 (亿元)	10.59	5.81	9.19
EBITDA (亿元)	32.13	26.01	31.77
经营性现金净流入量 (亿元)	24.37	13.93	4.43
资产负债率 (%)	64.81	68.59	71.17
长期资本固定化比率 (%)	114.97	108.78	122.12
有形净值债务率 (%)	195.71	238.37	269.18
流动比率 (%)	84.86	91.79	83.72
利息保障倍数 (倍)	2.36	2.02	2.53
毛利率 (%)	11.72	9.65	9.34
净资产收益率 (%)	12.15	6.43	9.43
经营性现金净流入与负债总额比率 (%)	15.08	7.63	1.95
经营性现金净流入量 / 刚性债务 (%)	22.24	10.50	2.55
项 目	2008 年	2009 年	2010 年
担保人：复星集团			
资产总额 (亿元)	599.38	634.11	790.45
归属于母公司股东权益 (亿元)	84.55	91.51	98.96
营业收入 (亿元)	325.56	409.55	360.81
归属于母公司股东的净利润 (亿元)	26.77	13.78	25.00

注：发行人数据根据南钢股份 2008 年经审阅的追溯调整财务数据及 2010 年经审计的财务数据整理、计算；2009 年度财务数据根据 2010 年度审计报告的年初数或上年数整理、计算；担保人数据根据复星集团经审计的 2007~2009 年度财务数据整理、计算。

评级观点

■ 优势：

● 2010 年资产重组后，南钢股份综合生产能力得到进一步提升，产品体系更加完善。此外，近年来公司产品结构逐步得到调整与优化，高附加值产品比重加大，盈利能力相对有所增强。

● 南钢股份自主研发能力较强，高强板、船板、石油储罐用钢以及管线钢等产品市场占有率较高，在行业内具有一定的品牌知名度和市场竞争力。

● 南钢股份陆续收购了一定量的矿产资源，铁矿石及焦煤自给率有望逐步提升，有利于保障公司主要原燃料供应，并降低生产成本。

● 随着 2010 年钢铁行业整体回暖，南钢股份盈利情况逐步好转。公司货币资金储备较为充裕，能够为即期债务偿还提供基本保障。

■ 风险：

● 我国钢铁行业产能过剩较严重，且铁矿石和煤炭等主要原燃料价格上涨压力较大，钢铁企业经营环境短期内较难获得实质性改善，南钢股份面临着较大的经营压力。

● 南钢股份已积聚较大债务规模，且债务期限结构不合理，面临一定的债务偿付压力。

● 南钢股份银行借款规模较大，财务成本易受利率调整因素的影响。

公司概况

上海新世纪资信评估投资服务有限公司是专业从事债券评级、企业资信评估、企业征信、财产征信、企业信用管理等信用服务的机构。公司成立于1992年7月，主要股东有中国金融教育发展基金会、上海财经大学等。

公司业务

债项评级：企业债券、公司债券、可转换公司债券 / 分离交易可转债、短期融资券、金融债券、商业银行次级债、资产证券化等。

主体评级：借款企业、中小企业、金融机构、企业集团、担保公司、竞标企业、商业承兑汇票等。

其他业务：企业征信、企业合同信用评价、企业信用管理咨询、信用管理培训等。

主要资质

中国人民银行总行批准的从事全国企业债券信用评级业务资格
中国人民银行总行认定的银行间债券评级资格
中国证券监督管理委员会认定的证券市场资信评级业务资质
中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资质
中国国家发展和改革委员会认可的债券评级资格

中国保险监督管理委员会认可的债券信用评级业务资格
中国人民银行上海总部批准的上海市贷款企业资信评估业务资质
中国人民银行上海总部批准的上海市中小企业资信评估业务资格
中国人民银行上海总部批准的上海市集团企业资信评估业务资格
中国人民银行上海总部批准的上海市担保公司资信评估业务资格

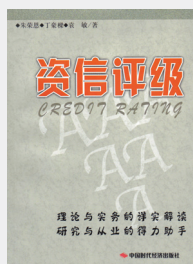
书籍系列



企业内部控制规范与案例



企业信用管理



资信评级



英汉信用评级词汇手册



信用评级基础知识

期刊系列



专刊



研究报告



季刊



年刊



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.

地址：中国 上海 汉口路 398 号华盛大厦 14 楼

邮编：200001

电话：021-63501349 021-63500711

传真：021-63500872

E-mail: mail@shxsj.com

<http://www.shxsj.com>