

山东博汇纸业股份有限公司

2009 年可转换公司债券跟踪评级报告

债项信用等级： AA⁻ 级

评级时间： 2012 年 5 月 24 日



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.

山东博汇纸业股份有限公司 2009 年可转换公司债券跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2012]100097】

存续期间 5 年期债券 9.75 亿元人民币, 2009 年 9 月 23 日 - 2014 年 9 月 23 日

本次跟踪:
前次跟踪:
首次评级:



评级时间
2012 年 5 月
2011 年 5 月
2009 年 4 月

主要财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年
金额单位: 人民币亿元			
发行人合并数据及指标:			
总资产	58.54	66.48	80.78
总负债	27.67	34.26	47.10
刚性债务	25.02	29.50	40.26
其中: 应付债券	7.45	7.91	8.39
所有者权益	30.87	32.22	33.68
营业收入	31.22	46.06	53.30
净利润	2.22	1.91	1.71
经营性现金净流入量	5.42	-2.76	3.24
EBITDA	5.42	7.34	7.98
资产负债率[%]	47.26	51.53	58.30
权益资本与刚性债务比率[%]	123.38	109.23	83.66
流动比率[%]	123.90	119.92	107.67
现金比率[%]	51.21	50.80	57.36
利息保障倍数[倍]	2.74	2.15	1.69
净资产收益率[%]	7.68	6.06	5.20
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	24.28	-8.91	7.97
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-50.21	-13.69	-7.85
EBITDA/利息支出[倍]	4.34	3.72	2.93
EBITDA/刚性债务[倍]	0.27	0.27	0.23

注: 根据博汇纸业经审计的 2009-2011 年财务数据整理、计算。

跟踪评级观点

2011 年博汇纸业主要产品产销量增加, 销售均价上升, 公司收入规模进一步扩大。同时, 当年公司主业现金回笼情况有所改善, 经营环节现金流情况好转。但在期间费用增加的背景下, 当年公司利润出现下滑。此外, 随着年产 75 万吨高档包装纸板项目的启动, 公司融资规模进一步扩大, 目前面临较大的即期偿债压力。

- 2011 年博汇纸业主要产品产销量增加, 收入规模进一步扩大。
- 2011 年博汇纸业主业现金回笼情况有所改善, 经营环节现金流情况好转。
- 博汇纸业存量货币资金能够为债务偿还提供较大保障。
- 受市场竞争激烈、下游市场需求不振以及原材料价格波动等因素影响, 目前我国造纸行业经营压力较大。
- 博汇纸业短期刚性债务规模偏大, 面临较大的即期偿债压力。
- 受期间费用增加的影响, 2011 年博汇纸业利润出现下滑。
- 博汇纸业下属子公司年产 75 万吨高档包装纸板项目投资规模较大, 需关注其建设及投产后运营情况。
- 博汇转债将于 2012 年 9 月开始进入最后两个计息年度, 持有人有权行使有条件回售权, 需关注博汇纸业股票价格走势。

分析师

李兰希 蒋卫

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

Tel: (021)63501349 63504376

Fax: (021)63500872

E-mail: mail@shxsj.com

<http://www.shxsj.com>

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司



本报告表述了新世纪公司对山东博汇纸业股份有限公司 2009 年可转换公司债券的评级观点, 并非引导投资者买卖或持有本债券的一种建议。报告中引用的资料主要由博汇纸业提供, 所引用资料的真实性由博汇纸业负责。

跟踪评级报告

按照山东博汇纸业股份有限公司（以下简称博汇纸业、该公司或公司）2009年可转换公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据博汇纸业提供的经审计的2011年财务报表及相关经营数据，对博汇纸业的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2009]850号文核准，博汇纸业于2009年9月23日向社会公开发行了面值总额为人民币9.75亿元的可转换公司债（简称“博汇转债”），期限为5年，目前债券尚未到期。博汇转债已于2010年3月23日进入转股期，初始转股价格为10.34元/股，由于2011年5月公司实施现金分红，博汇转债转股价格自2011年6月1日起调整为10.29元/股。截至2012年3月底，累计已有1.70万元博汇转债转成公司股票，累计转股数量为1642股。

根据博汇转债募集说明书回售条款，在博汇转债最后两个计息年度，如果该公司股票收盘价连续30个交易日低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值的103%（含当期利息）回售给公司。博汇转债将于2012年9月23日进入最后两个计息年度，而目前公司股票价格低迷，2012年5月18日前，公司股票连续30个交易日的收盘价都远低于当前转股价格的70%（即7.203元/股）。

二、跟踪评级结论

（一） 公司管理

在内部管理方面，2011年该公司根据相关法律法规及自身经营管理需要制定和修订了《子公司管理制度》、《董事会秘书工作制度》及《内部信息知情人登记管理制度》等，内控体系得到进一步

完善。

(二) 业务运营

2011 年我国经济形势总体较好，全年我国机制纸及纸板产量为 11034.36 万吨，同比增长 13.24%；销量为 10844.10 万吨，同比增长 8.67%；产销率为 98.80%，供需基本平衡。同时，2011 年国际商品纸浆价格总体维持高位，一方面加大了造纸行业的成本压力，但另一方面也带动了当年纸价的上扬。但 2011 年底以来，我国经济下行压力加大，同时欧洲债务危机加剧，造纸行业下游市场需求受到不利影响。同时，2011 年 8 月份以来，国际商品纸浆和废纸市场价格迅速回落，原材料价格的波动也加大了造纸行业发展的不确定性。此外，目前我国造纸行业还面临着结构调整、节能减排和淘汰落后产能的压力。

该公司造纸主业突出，主要产品包括书写纸、白卡纸、石膏护面纸、牛皮箱板纸等。其中，白卡纸和书写纸是公司营业收入的主要来源。截至 2011 年末，公司拥有年产 55 万吨涂布白卡纸、22 万吨书写纸、15 万吨石膏护面纸、15 万吨牛皮箱板纸和 2.5 万吨瓦楞纸的生产能力。

在下游市场需求平稳增长的拉动下，2011 年该公司主要产品产销规模进一步扩大，全年共生产机制纸 116.36 万吨，较上年增长 16.22%；销售机制纸 109.79 万吨，较上年增长 14.77%，当年产销率为 94.35%。同时，受原材料价格上涨的影响，2011 年公司主要产品销售均价较上年有所提高（如图表 1 所示），当年公司实现营业收入为 53.30 亿元，较上年增长 15.73%，其中白卡纸销售收入为 32.68 亿元，较上年增长 18.09%。

图表1. 公司 2011 年度主要产品产销情况

产品	产量		销量		销售均价		销售收入	
	数量 (万吨)	同比 (%)	数量 (万吨)	同比 (%)	价格 (元/吨)	同比 (%)	金额 (亿元)	同比 (%)
书写纸	20.40	3.82	20.07	-0.59	5765	5.47	9.89	4.84
白卡纸	63.79	15.75	58.60	17.91	6642	0.84	32.68	18.09
箱板纸	13.84	38.96	13.62	37.85	3908	4.39	4.55	43.99
石膏护面纸	14.91	23.94	14.10	14.17	4123	6.74	4.97	21.81
双胶纸	0.89	7.23	0.88	-8.33	5973	6.76	0.45	-2.17
瓦楞纸	2.53	-0.39	2.52	-2.33	3541	19.90	0.76	16.92
合计	116.36	16.22	109.79	14.77	-	-	53.30	-

资料来源：博汇纸业

在产能扩张方面，该公司全资子公司江苏博汇纸业有限公司（简称“江苏博汇”）年产 75 万吨的高档包装纸板项目已于 2011 年 5 月开工，2011 年 6 月江苏博汇与 VOITH PAPER GMBH 签署设备购买合同，购买该项目所需的板纸机（含配套的压光机、复卷机）一套，合同价款为 1.05 亿欧元。该项目预计总投资为 30.86 亿元，预计将于 2012 年底完工，截至 2011 年末，公司已投入资金 5.50 亿元。该项目投资金额较大，为保证该项目的顺利实施，2012 年 4 月江苏博汇签署了银团贷款合同及外汇贷款合同，贷款额度分别为 11 亿元和 1 亿欧元¹。

该公司生产所用原材料为商品木浆、进口废纸等。近年来，为控制生产成本，降低主要原材料对国际市场的依赖程度，公司积极发展浆纸一体化项目，目前已建成投产了化机浆、化学浆项目，截至 2011 年底，公司拥有制浆产能 84.5 万吨。2011 年公司木浆产量为 41.74 万吨，自产木浆约占全年生产用木浆总量的 70%。此外，为满足生产需要，2011 年公司进口木浆 12.45 万吨，约占公司全年生产用木浆总量的 21%。受国际木浆价格上涨的影响，2011 年公司木浆进口均价为 811.40 美元/吨，同比上涨 14.28%。

该公司生产所需的能源主要为电和蒸汽，关联方山东天源热电有限公司（简称“天源热电”）²是公司电和蒸汽的主要供应方。2011

¹贷款期限为 2012 年 3 月 30 日至 2019 年 3 月 5 日。银团贷款利率为同期人民币五年期以上贷款基准利率上浮 10%；外汇贷款采用浮动利率，为 Euribor+600BP。项目建成后江苏博汇以其合法享有的项目资产（土地、厂房、设备）为本次融资提供财产抵押；公司、公司实际控制人杨延良及其配偶以及江苏博汇法定代表人杨振兴及其配偶为本次融资提供连带保证担保；公司控股股东山东博汇集团有限公司以其持有的公司 9000 万股流通股股票为本次融资提供股权质押。

²天源热电为公司控股股东的全资子公司。

年公司向天源热电购买电和蒸汽而发生的关联交易金额分别为 5.56 亿元和 2.35 亿元，分别占同类交易金额的 99.34% 和 100.00%。为保证供应电力、蒸汽定价的公允，维护双方的合法权益，经公司 2011 年第四次临时股东大会决议通过，公司与天源热电签订了《供用电、蒸汽框架协议》³，确定了供应电力、蒸汽的原则、定价机制以及期限等。

在节能减排方面，2011 年该公司废水深度处理系统运作正常，并能够严格按照环保部门及地方环保要求达标排放。同时当年公司严查设备跑、冒、滴、漏的现象，对制浆和造纸的工艺、设备进行了严格的改造和升级，有效降低了水、电及汽等的能耗。

（三）财务质量

随着业务规模的扩大，2011 年该公司资金需求进一步增加，年末负债总额增至 47.10 亿元，同比增长 37.49%，资产负债率上升至 58.30%，较上年末上升 6.77 个百分点，但仍处于合理水平。

2011 年末该公司流动负债增至 31.44 亿元，占负债总额的 66.75%。从债务构成上看，2011 年末公司负债主要由银行借款、应付债券、应付账款和长期应付款构成。其中，银行借款年末余额为 27.00 亿元，占负债总额的 57.34%；应付债券系博汇转债债务部分本金及利息，年末余额为 8.39 亿元，占负债总额的 17.81%；应付账款主要为原材料采购款以及工程设备款等，年末余额为 4.70 亿元，占负债总额的 9.97%，由于公司当年生产规模进一步扩大，原材料采购增加，年末应付账款余额较上年末增长 33.62%。为满足流动资金需求及偿还银行借款，以及降低财务费用，2011 年公司以年产 35 万吨高档包装纸板生产线部分生产设备与山东省国际信托有限公司开展售后融资租赁业务⁴，租赁本金及利息计入长期应付款科目，2011 年末余额为 4.07 亿元，占负债总额的 8.64%。

³该框架协议期限为 3 年。双方于每一年的 12 月 31 日前签署下一年度的《供用电合同》、《供用蒸汽合同》。在电力定价方面，考虑山东省电网同地区销售电价和山东省同地区火电机组上网电价等可比电价及其变化情况，动力煤价格及其变动情况对天源热电电力生产成本的影响等因素，在山东省电网同地区销售电价（淄博地区 35~110 千伏以下大工业用电销售电价）的 85%~90% 的区间内，协商确定电力供应价格。在蒸汽定价方面，考虑可比热电上市公司蒸汽销售价格及其变化情况，动力煤价格及其变动情况对天源热电蒸汽生产成本的影响等因素，在双方同时签署的下一年度《供用电合同》确定的供电价格（不含增值税，增值税率 17%）的 180~200 倍区间内，协商确定蒸汽供应价格（不含增值税，增值税率 13%）。

⁴公司将租赁物转让给山东省国际信托有限公司，同时与其就该租赁物签订融资租赁合同，租赁合同期内公司按照合同的约定向其分期支付租金。合同约定租赁期为 2 年，租赁本金为 4 亿元，2011 年利率为 7.59%。

2011 年末公司刚性负债为 40.26 亿元，占负债总额的 85.48%，其中短期刚性债务为 24.94 亿元，公司面临较大的即期偿债压力。

2011 年末该公司资产总额增至 80.78 亿元，较上年末增长 21.52%，其中非流动资产为 46.93 亿元，占比为 58.09%。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程 and 无形资产构成，年末余额分别为 37.89 亿元、6.46 亿元和 2.16 亿元，占比分别为 80.74%、13.77% 和 4.60%，由于年产 75 万吨高档包装纸板项目的开工，年末在建工程余额较上年末增加 6.39 亿元。

该公司 2011 年末流动资产为 33.85 亿元，其中存货、应收票据、货币资金及应收账款余额分别为 10.84 亿元、10.44 亿元、7.60 亿元和 4.04 亿元，占比分别为 32.02%、30.83%、22.44% 和 11.92%。其中，存货余额较上年末增长 39.01%，主要是因为生产规模扩大导致库存商品增加；应收票据较上年末增长 49.87%，主要系业务规模扩大以及产品销售采用票据结算方式增多所致；货币资金余额较上年末增加 4.21 亿元，主要原因是当年经营积累增加以及银行借款规模扩大，年末现金比率上升至 57.36%，较上年末上升 6.56 个百分点。公司以非流动资产为主的资产结构与以流动负债为主的债务结构不甚匹配，随着流动负债规模的进一步扩大，2011 年末流动比率和速动比率分别下降至 107.67% 和 70.55%，分别较上年末下降 12.25 个百分点和 4.18 个百分点，公司流动性状况存在一定不足。

受产品销量增加及价格上涨的影响，2011 年该公司营业收入较上年增长 15.73%，至 53.30 亿元；同时，当年原料价格维持高位，公司营业成本较上年上升 15.26%；当年公司毛利率为 16.64%，较上年提高 0.34 个百分点，但仍低于 2009 年水平。随着业务规模的进一步扩大，2011 年公司期间费用为 6.51 亿元，较上年增加 1.40 亿元，期间费用率为 12.22%，较上年增加 1.12 个百分点，主要系财务费用和销售费用增加所致。受期间费用率上升的影响，2011 年公司营业利润率下降至 3.80%，较上年下降 1.25 个百分点。2011 年公司实现净利润 1.71 亿元，较上年减少 0.20 亿元，总资产报酬率和净资产收益率分别下降至 6.24% 和 5.20%，分别较上年下降 0.56 个百分点和 0.86 个百分点。

在经营活动现金流方面，2011 年该公司营业收入现金率为

76.30%，较上年上升 10.80 个百分点，经营性现金净流量增至 3.24 亿元。在投资活动现金流方面，由于年产 75 万吨高档包装纸板项目的启动，当年投资性现金净流出增至 6.43 亿元，投资环节缺口扩大，公司已签署了该项目的中长期银团贷款和外汇贷款，项目建设资金较有保障，但随着该项目的推进，预计 2012 年公司投资性资金流出仍较大。

该公司信誉良好，与多家商业银行保持了合作关系。截至 2011 年末，公司共获得银行授信 54.38 亿元，其中已使用的授信额度为 27.80 亿元，尚未使用的授信额度为 26.58 亿元，间接融资渠道较通畅。

综上所述，目前该公司负债经营程度尚合理，但流动负债居多，有一定的流动性压力，且债务规模将随着项目资金的投入而大幅增长。另一方面，2011 年公司经营环节现金流情况好转，存量货币资金能够为债务偿还提供一定保障。2011 年公司毛利率略有上升，利润因期间费用的快速增长而进一步下滑。

本评级机构仍将持续关注：（1）造纸行业市场供需情况及政策环境变化；（2）未来木浆价格变化对该公司经营及财务状况的影响；（3）年产 75 万吨高档包装纸板项目的建设情况及投产后运营情况；（4）公司刚性债务规模较大的状态下，未来债务增长及偿债保障情况，以及债务融资环境的变化对公司经营和财务的影响；（5）公司节能减排工作的实施情况等；（6）转债到期大部分不能转股时公司面临的偿付压力，以及因权益资本补充方面达不到预期而对公司债务融资能力产生的影响。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务指标	2009 年	2010 年	2011 年
资产总额 [亿元]	58.54	66.48	80.78
货币资金 [亿元]	4.56	3.39	7.60
刚性债务[亿元]	25.02	29.50	40.26
所有者权益 [亿元]	30.87	32.22	33.68
营业收入[亿元]	31.22	46.06	53.30
净利润 [亿元]	2.22	1.91	1.71
EBITDA[亿元]	5.42	7.34	7.98
经营性现金净流入量[亿元]	5.42	-2.76	3.24
投资性现金净流入量[亿元]	-16.63	-1.48	-6.43
资产负债率[%]	47.26	51.53	58.30
长期资本固定化比率[%]	93.20	91.20	95.11
权益资本与刚性债务比率[%]	123.38	109.23	83.66
流动比率[%]	123.90	119.92	107.67
速动比率 [%]	73.72	74.73	70.55
现金比率[%]	51.21	50.80	57.36
利息保障倍数[倍]	2.74	2.15	1.69
有形净值债务率[%]	95.01	112.25	149.41
营运资金与非流动负债比率[%]	21.09	29.23	15.41
担保比率[%]	—	—	—
应收账款周转速度[次]	11.38	12.02	12.08
存货周转速度[次]	4.94	5.96	4.77
固定资产周转速度[次]	1.35	1.47	1.37
总资产周转速度[次]	0.61	0.74	0.72
毛利率[%]	17.49	16.30	16.64
营业利润率[%]	9.15	5.05	3.80
总资产报酬率[%]	6.68	6.80	6.24
净资产收益率[%]	7.68	6.06	5.20
净资产收益率*[%]	7.46	5.59	4.25
营业收入现金率[%]	80.42	65.50	76.30
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	46.09	-16.54	12.52
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	24.28	-8.91	7.97
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-95.33	-25.42	-12.32
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-50.21	-13.69	-7.85
EBITDA/利息支出[倍]	4.34	3.72	2.93
EBITDA/刚性债务[倍]	0.27	0.27	0.23

注：表中数据依据博汇纸业经审计的 2009~2011 年财务报表整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计 - 期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计 - 期末存货余额 - 期末预付账款余额 - 期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计 - 期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1 - 报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录三：

评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
	C 级	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。