

跟踪评级公告

联合[2013] 1311 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定广州造纸股份有限公司主体长期信用等级由BBB⁺调整为A⁻,评级展望为稳定,并维持“08广纸债”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年八月三十日



地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

Http: //www. lhratings.com

广州造纸股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: A⁻ 评级展望: 稳定
 上次评级结果: BBB⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
08广纸债	3.9亿元	2008/3/13-2018/3/12	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2013年8月30日

财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	13年3月
现金类资产(亿元)	13.15	8.81	11.26	11.16
资产总额(亿元)	66.85	60.99	69.38	63.25
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	16.15	14.26	16.04	16.28
短期债务(亿元)	22.54	22.82	27.34	19.69
全部债务(亿元)	45.42	36.61	36.25	31.09
营业收入(亿元)	26.46	17.70	23.15	4.28
利润总额(亿元)	-2.72	-1.90	1.72	0.20
EBITDA(亿元)	1.46	0.54	4.89	--
经营性净现金流(亿元)	-1.84	2.42	4.53	1.93
营业利润率(%)	1.90	6.49	21.23	18.22
净资产收益率(%)	-17.94	-12.96	10.83	--
资产负债率(%)	75.84	76.62	76.88	74.26
全部债务资本化比率(%)	73.77	71.96	69.32	65.63
流动比率(%)	119.15	95.36	113.98	136.19
全部债务/EBITDA(倍)	31.11	68.35	7.41	--
EBITDA利息倍数(倍)	0.67	0.37	2.28	--
经营现金流动负债比(%)	-6.58	7.48	13.23	--

注: 公司2013年一季度财务数据未经审计。

分析师

高利鹏

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 中国经济增速放缓, 造纸行业同样面临较为复杂的经营环境, 下游需求乏力, 产能整体过剩的局面没有根本改变。在此背景下, 作为中国华南地区重要的造纸企业, 广州造纸股份有限公司(以下简称“公司”)完成了搬迁第一阶段工程, 并新增了22万吨产能, 生产经营活动按计划逐步恢复。得益于产销规模的扩大, 以及公司精细化管理和降本增效的努力, 公司盈利能力大幅提升, 实现年度经营性扭亏为盈, 各项财务指标均显著改善。

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到, 尽管搬迁工作基本完成, 但搬迁后人员磨合、稳定产能的困难仍然存在, 从行业前景和自身状况看, 公司盈利基础较为薄弱。同时, 后续环保搬迁资金对公司长期发展非常重要, 而资金的到位情况依然存在不确定性, 仍可能给公司生产经营造成负面影响。

“08广纸债”由中国建设银行股份有限公司(以下简称“建设银行”)提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定, 建设银行主体长期信用等级为AAA, 担保实力很强。建设银行的担保可有效保障“08广纸债”本息偿还的安全性。

综合考虑, 联合资信将公司主体长期信用等级由BBB⁺调整为A⁻, 评级展望为稳定, 并维持“08广纸债”的信用等级为AAA。

优势

1. 跟踪期内, 公司搬迁第一阶段工程完成, 生产经营活动按计划逐步恢复。
2. 公司盈利能力持续提升, 实现了五年来首度经营性扭亏。
3. 建设银行的担保有效保障了“08广纸债”本息偿还的安全性。

关注

1. 造纸行业竞争激烈，新闻纸产品长期发展空间有限。
2. 公司搬迁后生产经营活动尚需进一步磨合和巩固，盈利基础较薄弱。
3. 公司有息债务规模仍然较重，财务费用上升较快。
4. 公司环保搬迁的后续资金到位情况存在一定不确定性。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与广州造纸股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与广州造纸股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因广州造纸股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由广州造纸股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于广州造纸股份有限公司主体长期信用及存续期内“08广纸债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

广州造纸股份有限公司（简称“公司”）是2003年经原中华人民共和国对外贸易经济合作部批准（外经贸资二函[2003]209号），由广州造纸有限公司转制的外商投资股份有限公司。股东广州造纸集团有限公司（简称“广纸集团”）分别于2010年7月29日和11月17日向公司增加注册资本10000万元和118000万元，并于11月16日受让原股东广州诚毅科技软件开发有限公司（以下简称“诚毅科技”）持有的323.638万股公司股权。公司注册资本增至254402万元。广纸集团合计持有公司74.92%的股权，成为公司第一大股东，公司实际控制人仍为广州市国资委。

截至2013年3月底，公司注册资本仍为254402万元，其中，广纸集团（实际控制人为广州市国资委）占74.92%，维美实业有限公司（简称“维美实业”，维美实业为越秀投资有限公司的全资子公司，实际控制人为广州市国资委）占25.08%。

截至2012年底，公司（合并）资产总额为693846.27万元，所有者权益为160415.05万元；2012年，公司实现营业收入231485.35万元，利润总额17241.84万元。

截至2013年3月底，公司（合并）资产总额为632507.83万元，所有者权益为162802.80万元；2013年1~3月，公司实现营业收入42815.32万元，利润总额1966.19万元。

公司注册地址：广州市海珠区工业大道广纸路40号；法定代表人：林昭远。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算，2012年，中国实现国内生产总值519322亿元，同比增长7.8%，GDP前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长8.1%，二季度增长7.6%，三季度增长7.4%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度GDP增长为7.9%。2012年，中国规模以上工业增加值同比增长10.0%，增速同比回落3.9个百分点。分季度看，一季度同比增长11.6%，二季度增长9.5%，三季度增长9.1%，四季度增长10.0%。2012年，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万以上的企业，下同）实现主营业务收入915915亿元，同比增长11%；规模以上工业企业实现利润55578亿元，同比增长5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012年社会消费品零售总额为210307亿元，同比名义增长14.3%，同比增速小幅回落2.8个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012年固定资产投资（不含农户）364835亿元，同比增长20.6%，较2011年同期同比减少3.9个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012年，全年进出口总额为38667.60亿美元，同比增长6.2%，增速同比大幅下降16.3个百分点，其中出口金额同比增长7.9%，增速同比下降12.4个百分点，进口金额同比增长4.3%，增速同比下降20.6个百分点，全年贸易顺差达2311.09亿美元，较上年的1551.4亿美元显著扩大。

2012年CPI全年同比增长2.6%，整体维

持低位。2012 年 3 月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI 翘尾因素走弱，CPI 呈下降态势，10 月份为 1.7%，达年内低点。进入 11 月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12 月 CPI 回调至 2.5%。从 CPI 分类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面，2012 年全年 PPI 同比下降 1.7%。由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012 年前三季度 PPI 不断下降，9 月达年内低点-3.6%，10 月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI 降幅持续收窄，12 月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012 年全国教育支出 21165 亿元，同比增长 28.3%；医疗卫生支出 7199 亿元，同比增长 12.0%；社会保障和就业支出 12542 亿元，同比增长 12.9%；住房保障支出 4446 亿元，同比增长 16.4%。2012 年，全国财政累计收入为 117210 亿元，累计支出为 125712 亿元，分别同比增长 12.8% 和 15.1%。结构性减税方面，2012 年 8 月 1 日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳 10 个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至 2012 年年底，已纳入试点的企业户数约 71 万户，即将纳入试点的户数约 20 万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自 2013 年 1 月 1 日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对 780 多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，时任

国务院总理温家宝 5 月 23 日主持召开国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至 12 月末，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012 年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共 1 个百分点，公开市场操作净投放 1.44 万亿元，成为 2012 年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各 0.5 个和 0.56 个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012 年全年人民币贷款增加 8.20 万亿元，同比多增 7320 亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至 2012 年末，人民币兑美元汇率中间价仅升值 0.25%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面中央多次指出稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30 多个城

市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

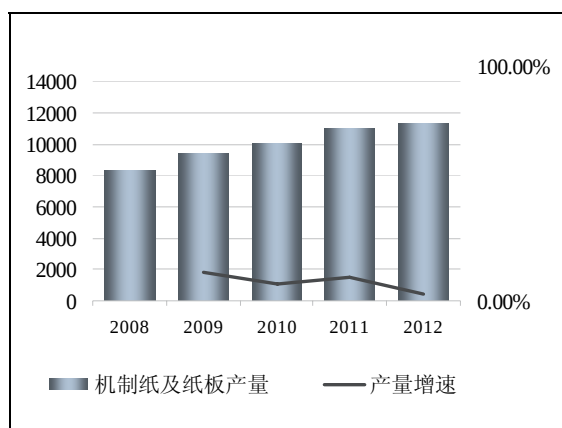
总体来看,2012 年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策,包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调,基本实现预期政策效果。在产业政策方面,调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线,房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

根据中国造纸协会数据显示,2012 年 1~12 月,全国机制纸和纸板产量累计为 11375.3 万吨,同比增长 4.7%。从地区情况看,2012 年 1~12 月全国纸和纸板产量前 5 位的是山东(2025.0 万吨)、广东(1636.8 万吨)、浙江(1628.01 万吨)、江苏(1283.9 万吨)和河南(905.8 万吨),合计 7479.4 万吨,占全国总产量的 65.8%。

图 1 2008~2012 年中国机制纸及纸板累计产量
(单位:万吨)



资料来源: wind 资讯

据统计,全国制浆造纸及纸制品业规模以上企业 2012 年 1~8 月工业总产值共完成

8297.45 亿元,同比增长 11.5%,但增幅比上年同期下降 16.4 个百分点;主营业务收入 7963.28 亿元,同比增长 10.02%;利税总额为 577.51 亿元,同比增长 4.1%,其中利润总额为 354.47 亿元,同比增长 1.39%。

近年来由于造纸产能的迅速扩张,中国造纸行业的纸浆总体上呈现供不应求的特征,但增长势头已有所减缓。根据中国产业信息网数据显示,2012 年全国纸浆累计进口数量 1646 万吨,同比增长 14%;由于纸浆价格下跌,进口金额 11042024 千美元,同比增长-7.5%。

中国造纸行业受国内森林覆盖率低,天然林资源匮乏的限制,目前形成了以废纸浆为主的纸浆消费结构。近年来中国造纸行业的新增产能主要来自规模以上的生产企业,且主要集中在中高档优质纸品,加大木浆消费量成为了纸浆消费结构调整的方向。随着整个行业对木浆及木浆用木材的需求的快速增长,中国造纸行业木浆供需缺口逐步扩大,木浆及木材价格持续上涨。

图2 2009~2012年主要进口废纸平均价格走势



资料来源: wind 资讯

造纸行业资源束缚的特性决定了原材料的供应将直接影响企业的盈利和发展。2012 年全国废纸累计进口数量 3007 万吨,同比增长 10.2%;进口金额 6273762 千美元,同比增长-10%。

总体看,国内造纸行业原料供给对进口依赖程度较高,且价格与国际市场联动性强。近

几年，原料市场波动使业内企业面临长期成本上涨压力，增加了成本管控难度，同时，也加大了企业短期盈利波动的风险。

2. 新闻纸子行业

新闻纸是指报纸印刷用纸，以废纸脱墨浆作为主要原料。新闻纸的特点是纸质松轻、有较好的弹性、吸墨性能好，有一定的机械强度、不透明性能好、适合于高速轮转机印刷，定量为40~60 克/平方米。国内造纸产能因金融危机及环保压力而部分关停，导致供应相对减少。新闻纸产能从历史高点540万吨回落至2010年的465万吨。新闻纸需求由于受到网络等新兴媒体的冲击，其市场面临较大挑战，虽然生产成本上升明显，但产品价格上涨一度受阻。2012年，国产新闻纸从年初5500元/吨降至4月份的5300元/吨，价格缓慢下调，2013年年中，进一步降至5100元~5200元/吨。进口新闻纸价格大约在5000元/吨。原材料方面，美废8号上半年价格在190美元左右，8月后美废价格一度下滑到135美元/吨左右，9月起美废价格逐步上扬，一路涨至175-180美元/吨，并在11月初达到195美元/吨的高位。日废8号报价涨至225美元/吨，11月起，由于受后续环保证能否顺利获批以及船期吃紧等问题影响，下游纸厂尤其是中小型纸厂下单开始放缓，价格涨势也逐渐趋缓。

根据中国产业信息网的数据，2012年，国内各新闻纸厂家实际产量约389.60万吨，由于报业广告经营的下滑，导致报纸版面的减少，以及都市报发行量下降等因素，致使各大报社的新闻纸采购量下降，从全国65家大型报社用纸量来看，2012年用纸量同比增加的有25家，增加幅度为38.5%，减少的有36家，减少幅度为55.4%，另有4家持平。65家报社2011年总用纸量169.9万吨，2012年降至158万吨，同比下降7%。以此数据推算，2012年报业用纸量约为344万吨，国内新闻纸市场供大于求的总体格局没有根本性转变。从区域市场看，华北地区报社下降了7.5%，东北地区报社下降了7.4%，华

东地区报社下降了11.7%，中南地区报社下降了7.5%，西南地区报社下降了10.1%，西北地区下降了1.2%，但华东地区和中南地区仍是全国最大的新闻纸两大区域市场，总用量约为全国的50%，因此，这两个区域报社用纸量的增减对全国新闻纸市场的变化起着举足轻重的作用。从广东地区看，2013年一季度，广东省新闻纸产量为14.66万吨，同比下降4.66%。

根据国家文化部第七次全国国民阅读调查结果显示，中国城市人口人均报纸消费量是农村人口的4倍。未来，随着城市化进程的推进，以及农业人口文化素质的提高，国内新闻纸消费量有望保持一定规模。但从长期看，报纸逐步被新兴信息传播方式取代是行业发展的必然趋势，新闻纸消费量的远期下滑将不可避免，行业长期发展空间有限。

总体看，跟踪期内，造纸行业整体发展态势一般，较大的产能和疲软的需求导致行业景气度持续低迷。新闻纸子行业整体供给过剩局面没有根本改变，波动的原料价格以及长期持续下降的需求对新闻纸子行业的进一步发展带来长期的不利影响。

3. 区域经济环境

公司位于广东省广州市南沙区。广州是中国最主要的对外开放城市之一，是中国经济、金融、贸易、文化、科技和教育中心，珠三角都市圈核心城市、粤港澳经济圈的重要组成部分。近年来，广州市经济发展快速，2012年，广州市实现地区生产总值（GDP）13551.21亿元，按可比价格计算，同比增长10.5%。全年城市居民消费价格总水平上升3.0%。全年社会消费品零售总额5977.27亿元，同比增长15.2%；其中，批发和零售业零售额5168.57亿元，增长14.9%。

广东省是全国经济最发达的省份之一，也是全国印刷工业最发达的省份，以广东省为核心的“珠三角印刷中心”每年的工业产值占全国印刷工业总产值的三分之一。广东省是全国

两大新闻纸生产基地之一，同时也拥有全国最大的新闻纸消费市场。

整体看，广州市经济持续保持快速增长，辐射珠三角经济发达地带，为公司业务发展创造了良好的区域环境。

五、基础素质分析

公司前身为广州造纸厂，是原有全国九大新闻造纸厂之一，有着七十多年的制浆造纸历史，积累了丰富的专业新闻纸制造经验和技術。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制和治理结构方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，面对复杂的宏观经济形势和低迷的市场环境，公司采取多项措施确保生产经营的有序推进，公司第一阶段搬迁工作基本结

束，搬迁机台实现全面复产，生产规模增加 22 万吨，达到 62 万吨，新热发电机组产能成倍增加。但是，公司生产上面临原材料质量不稳定、设备维保力量不足等困难，公司通过精细化管理等措施，尽可能克服上述不利因素，2012 年全年实现产量 51.16 万吨，同时在原材料价格波动中准确把握市场节奏，确保了全年采购价低于市场平均价，新闻纸吨纸成本降低，综合毛利率高出行业标杆企业 8.5 个百分点，实现了搬迁新址后生产经营的突破，首度扭亏为盈。2012 年公司实现营业收入 231485.35 万元，较 2011 年增长 30.80%，实现营业利润 11739.09 万元，利润总额 17241.84 万元。2012 年，公司新闻纸平均销售价格较 2011 年均价较小幅增长 0.44%，基本保持稳定，在销售规模大幅增长的情况下，经营基本面继续好转。2013 年一季度，受季节性影响，公司经营情况略有反复，第一季度新闻纸产量和销售收入分别为 2012 年全年的 20.37%和 17.82%，同时受市场影响，新闻纸销售均价有所下降。2013 年一季度，公司新闻纸产量 10.42 万吨，销量 9.4 万吨，产销率 90.21%，产销情况尚可。

表1 2010~2013年3月公司主要产品新闻纸产量收入情况

品名	产品产量(吨)				销售收入(万元)			
	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1-3 月	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1-3 月
新闻纸	603132	354974	511612	104195	232025	156366	211244	37642

资料来源：公司提供

2. 成本管理

公司自广州市区搬迁到南沙港区后，运输成本每吨下降 50 元左右，吨纸生产成本合计降低 270 元/吨，均有利于增加吨纸盈利。同时，由于公司持续推进精细化管理以降低成本，公司营业利润率由 2010 年的 1.90%、2011 年的 6.49%，增至 2012 年的 21.23%，2013 年一季度有所回落，但也达到了 18.22%。

3. 原料采购

原材料采购方面，废纸是公司新闻纸生产

所需的主要原料。公司2012年废纸采购量为 74.62万吨，其中国内采购9.98万吨，国外采购 64.64万吨，采购量大幅增长，采购均价分别为 1540.32元/吨和1313.61元/吨，采购价格同比均显著下降。2013年1~3月，公司废纸采购量为 17.75万吨，国内采购1.68万吨，国外采购16.08 万吨，采购均价分别为1621.76元/吨和1282.58 元/吨。跟踪期内，原材料成本整体明显下降，有利于公司盈利能力的提高。

表2 公司废纸采购情况

项目		2011	2012 年	13 年 1-3 月
国内	采购量 (吨)	45455	99812.32	16784.25
	采购均价 (元/吨)	1741	1540.32	1621.76
国际	采购量 (吨)	548076	646473.79	160804.58
	采购均价 (元/吨)	1676	1313.61	1282.58

资料来源：公司提供

4. 产品销售

产品销售方面，跟踪期内，由于受全球经济低迷影响，新闻纸价格持续走低，许多报社选择进口新闻纸替代国内产品，同时国内部分产能又重新转产新闻纸，市场供大于求的局面持续，行业库存由 2011 年的 20 天生产量增加至 40 天，售价不断下滑，行业状况不尽乐观。面对不利的市场环境，公司针对不同区域市场采取了不同的销售策略，巩固主力市场，开拓新的区域，并以物流创新构建比较优势，深化客户管理，巩固并拓展客户关系，多项措施合力，实现了销量提升。公司新闻纸产品销售情况的改善和销售价格的相对稳定扩大了公司的利润规模。

表3 公司新闻纸产品销售均价（不含税）

品名	2011 年	2012 年	2013 年 1-3 月
新闻纸 (元/吨)	4293.32	4312.05	4004.54

资料来源：公司提供

总体分析，跟踪期内，受公司搬迁后整改措施等多重影响，公司经营业绩进一步改观。尽管面临不利的市场环境，但随着成本的控制、费用的减少，以及产能和销售规模的扩大，公司业绩显著提升，实现了搬迁后的首次年度经营性扭亏。

5. 环保搬迁

2009 年 9 月 28 日，广州市政府常务会议通过了“原则同意《广纸环保搬迁计划和实施方案》和《广纸环保搬迁资金方案及分析意见》”。

跟踪期内，根据相关进度安排，公司环保搬迁第一阶段工作完成，搬迁机台全面复产，从海珠厂区搬迁到南沙厂区的一、五号机运作正常，加上九号机产能，公司新闻纸年产量达到 62 万吨，为公司生产经营的全面恢复奠定了基础。

表4 搬迁工作内容及进度

搬迁内容	进 度 安 排		
	开始	完成	用时(月)
1、提前搬迁改造一、五号机，推迟新建二号机和部分公共工程；退出华润项目。	2010 年	2012 年	36
2、新建二号机和配套公共工程，增加升级改造白纸板机；新增二期 350t/h 废渣综合利用处理热电站。	2013 年	2015 年	36
3、家属区管网改造	--	--	--

资料来源：公司提供

表5 截至2013年3月底搬迁费用支出情况(单位:亿元)

序号	项 目	合计
(一)	支付搬迁配套项目工程款	11.23
(二)	人员安置费用	4.23
(三)	不搬迁资产核销	17.82
(四)	停机损失	1.49
(五)	济难基金	0.02

资料来源：公司提供

公司搬迁总费用按搬迁过程实际需要增加投入的资金计算，包括项目异地重建费用、人员安置费和停产损失补偿费用三大部分。

根据广州市人民政府文件《关于加快推进“三旧”改造工作的意见》（穗府【2009】56号）、《关于同意收回广州造纸厂等五个单位国有土地使用权的批复》（穗府【2010】266号），

广州市旧厂房改造按照同地段1.8（毛）容积率商业基准地价60%计算补偿款，在2012年前完成搬迁的按上述基准地价的5%追加补偿，公司海珠厂区占地面积54.5万平方米，初步估计该地块估价为100亿元（按容积率2，单价1万元/平方米粗略计算），按照65%的补偿比率，公司预计将收到65亿元补偿款。截至目前，搬迁资金到位34亿元，剩余部分需待海珠地块拍卖后取得，具体金额以拍卖收入确定，到款时间和实际到款额存在不确定性。政府搬迁补偿资金的陆续到位对公司渡过经营困境及后续发展具有非常重要的作用。

跟踪期内，公司在完成环保搬迁第一阶段工作的同时，持续调整优化人员结构和组织架构，在职员工从搬迁前的3300多人下降到目前的930人，管理费用大幅降低，人均劳动生产率提高了近3倍，为后续发展打下了比较坚实的基础。

总体看，随着环保搬迁第一阶段工作的完成，公司财务指标显著优化，经营状况明显向好，实现了五年来首次经营性扭亏。同时，联合资信也关注到传统纸媒阅读量日益萎缩，地方都市报等传统用纸大户需求乏力，新闻纸长期发展空间有限，公司的盈利基础非常薄弱。此外，公司南沙新厂区新增产能跨厂区布置，人员与机台尚需要磨合，管理幅度与难度增加。同时，由于宏观调控导致土地交易情况有所变化，海珠老厂区土地出让的搬迁资金后续到位情况和到位时间存在不确定性。

八、财务分析

公司从2010年起采用新会计准则，2010年财务报表经天健正信会计师事务所有限公司审计，2011~2012年财务报表经信永中和会计师事务所审计，均出具了无保留意见的审计结论。公司2013年一季度财务数据未经审计。以下分析以2012年审计报告为主，2013年一季度数据为补充。

1. 盈利能力

受公司精细化、标准化生产管理以降本增效的影响，同时有效发挥自备电厂的能源优势，跟踪期内，公司新闻纸吨纸成本在上年基础上继续降低，综合毛利率高出行业标杆企业8.5个百分点，进而公司营业利润率由2011年的6.49%大幅攀升至21.23%，盈利能力得到显著恢复。同时，由于2012年产能新增22万吨，恢复至62万吨，产销规模的增加使得公司2012年营业收入较上年增长30.80%，为231485.35万元，其中主营业务收入为211243.75万元，利润总额为17241.84万元，较上年的-19049.84万元扭亏幅度很大。2013年1~3月，受季节因素影响，公司实现营业收入42815.32万元，为2012年全年的18.50%，营业利润率降至18.22%，一季度利润总额为1966.19万元，为2012年全年的11.40%。

2012年，公司期间费用合计37289.49万元，同比增加24.69%，主要是公司产销扩大继而债务规模增长导致的财务费用增加所致，在精细化管理减员增效后，管理费用持续减少。2013年1-3月，公司期间费用为7843.92万元，仍然以财务费用为主。

2012年，公司获得营业外收入5656.54万元，主要是搬迁工程中产生的部分固定资产处置利得，以及小部分政府补助。2010~2012年，公司营业外收支金额均大幅降低，主要是搬迁工作基本完成所致。

受上述因素影响，跟踪期内，公司实现年度经营性扭亏。总体上，公司盈利水平回升，但受新闻纸行业环境影响，公司盈利恢复稳定性不足，盈利基础较薄弱，公司整体盈利能力一般。

2. 现金流及保障

2012年，公司销售商品提供劳务收到的现金为193695.03万元，较2011年有所下降，同时公司现金收入降至83.67%，同时，由于购买商品、接受劳务支付的现金及支付其他与经营活动有关现金规模降低的影响，公司经营活动产

生的现金净额增至45282.60万元。2012年，由于搬迁工作接近尾声，公司投资活动现金流入较上年大幅下降，为18929.93万元，同时，由于搬迁工程、生产线改造升级等项目支出也较上年大幅降低，公司投资活动产生现金流出6235.03万元。2012年，公司与总部越秀集团、各内部关联公司的往来款频繁，规模比往年有所增加，反映在公司筹资活动产生现金流入791408.88万元，同时偿还债务等支出，筹资活动现金流出840219.83万元，筹资活动净现金流-48810.94万元。随着产销规模的扩大，公司存在较大的对外融资压力。

2013年1~3月，公司经营活动现金净流量为19286.00万元，保持了经营活动现金净流入。同期，投资活动、筹资活动现金净流量分别为-1220.25万元和-21352.50万元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入情况一般，同时随着搬迁工程的基本完成，投资支出压力大幅降低，但较大的有息债务规模使得公司财务费用支出增加，对外融资压力增大。

3. 资本及债务结构

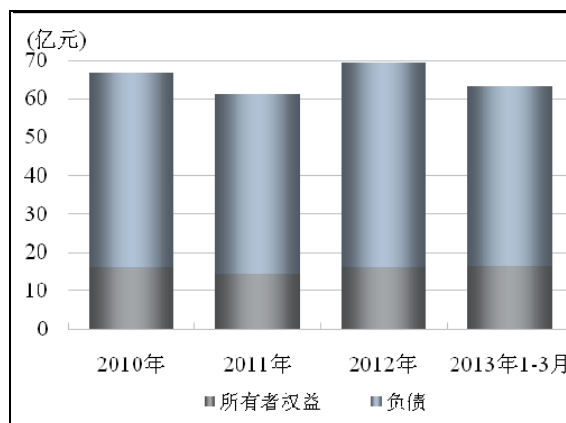
跟踪期内，公司资产负债结构基本稳定。截至2012年底，公司资产负债率为76.88%，较2011年上升0.26个百分点，公司资产总额为693846.27万元，所有者权益为160415.05万元；2013年3月底，公司资产负债率为74.26%，资产总额为632507.83万元，所有者权益为162802.80万元，由于往年亏损额较大，未分配利润为负，所有者权益稳定性弱。

2010~2012年，公司流动资产年均复合增长8.15%，其中货币资金、其他应收款和应收账款为主要组成部分，2012年合计所占比重为91.48%。

截至2012年底，公司货币资金为109629.17万元，同比增长26.59%，货币资金主要由其他货币资金和银行存款构成，分别占52.82%和47.12%，其中，其他货币资金中有39007.55万

元为受限资金，用作银承保证金等用途。截至2013年3月底，公司货币资金为106764.61万元，变化不大。

图3 公司2010年~2013年3月资产结构

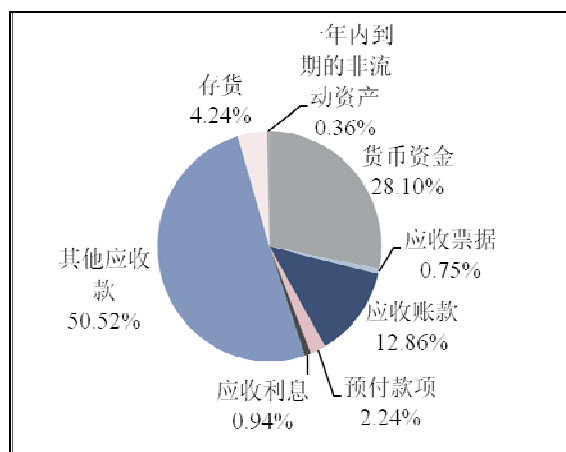


资料来源：公司财报

截至2012年底，公司其他应收款197083.54万元，同比增长26.05%，主要为股东广纸集团等对公司的欠款。2013年3月底，公司其他应收款为186372.74万元，较2012年底有所降低。

截至2012年底，公司应收账款净额50178.10万元，同比增长2.32%，从账龄分析，1年（含）以内的应收账款占96.68%，1~2年（含）的占3.03%。2013年3月底，公司应收账款为40082.60万元，较2012年底降低20.12%。

图4 公司2012年底流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

由于公司搬迁并淘汰部分老旧生产线后，新厂区产能规模减小，2010~2012年，公司存货规模波动下降，年均复合增长率为-19.91%。由

于2012年产能较上年新增22万吨，截至2012年底，公司存货16549.21万元，同比增长123.56%。公司计提了原材料跌价准备258.18万元，存货主要由原材料和库存商品构成，二者合计占比97.62%。

跟踪期内，公司报废原老厂区部分机器设备，固定资产持续减少，同时，第一阶段搬迁工作基本结束，在建工程规模不大。

截至2012年底，公司新增其他非流动资产33978.08万元，均为递延收益。

截至2012年底，公司长期应付款余额93363.57万元，主要由融资租赁款构成，占比为98.40%。

跟踪期内，公司资产负债率和全部债务资本化比率基本稳定，截至2012年底，分别为76.88%和69.32%，2013年3月底分别为74.26%和65.63%，公司债务指标持续改善，但有息债务规模仍然较大。

4. 偿债能力

截至2012年底，由于流动资产规模的增幅大于流动负债，公司流动比率和速动比率指标分别由上年的95.36%和93.07%上升至113.98%和109.14%，2013年3月底进一步升至136.19%和126.58%，指标持续改善。但是，由于公司其他应收款规模较大，且流动性较差，公司短期实际偿债能力要弱于指标所示。2012年，公司经营活动现金净流量情况较好，经营现金流动负债比大幅升至13.23%。由于债务结构中短期债务占比显著升高，资金链较为紧张，短期偿债压力较大，待公司经营状况进一步稳定、盈利基础夯实后，短期偿债能力有望提升。

公司EBITDA由2011年的5356.09万元升至2012年的48923.10万元，主要是利润和利息支出的大幅增长所致；同期，公司全部债务由2011年的366086.49万元小幅降至2012年的362452.06万元。相对应的公司全部债务/EBITDA由2011年的68.35倍降至2012年的7.41倍，EBITDA利息倍数由0.37倍增至2.28倍，指

标改善明显，但公司长期偿债能力仍偏弱。

截至2013年3月底，公司无对外担保。

截至2013年3月底，公司获得授信总额49.64亿元，尚未使用额度13.15亿元，公司间接融资渠道较为畅通，但融资空间有限。

5. 抗风险能力

跟踪期内，公司第一阶段搬迁工作基本完成，得益于新增产能以及公司精细化管理降低成本的努力，实现五年来首度经营性扭亏，但盈利基础较为薄弱。从行业发展和公司自身状况综合分析，公司整体抗风险能力一般。

九、存续期债券募集资金使用情况

公司已于2008年3月13日发行人民币债券3.9亿元，期限10年，债券简称“08广纸债”（以下简称“本期债券”）。

本期债券募集资金已全部用于公司环保搬迁、异地迁建林纸一体化项目（以下简称“广纸股份林纸一体化项目”）的建设。

十、存续期债券偿还能力分析

2012年，公司EBITDA为4.89亿元，为“08广纸债”的1.25倍；公司2012年经营活动现金流入量为19.74亿元，为“08广纸债”的5.06倍；公司2012年底及2013年3月底现金类资产分别为11.26亿元和11.16亿元，分别为“08广纸债”的2.89倍和2.86倍，公司经营活动现金流入量及现金类资产对“08广纸债”的保障能力良好。

本期债券由中国建设银行股份有限公司（以下简称“建设银行”）授权广东省分行提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

建设银行前身是1954年成立的中国人民建设银行，后者于1996年更名为中国建设银行，是中国国有商业银行之一。经中国银监会批准，建设银行于2004年9月由原中国建设银行分立而成立，承继了原中国建设银行的商业银行业务及相关的资产和负债。2005年，建设银行先

后引入美国银行、新加坡淡马锡控股私人有限公司等国际战略投资者，同年10月在香港上市，成为首家在境外上市的中国国有商业银行。2007年9月25日，建设银行在上海证券交易所上市。截至2012年底，建设银行股本总额为2500.11亿股。

截至2012年底，建设银行内地设有分支机构14121家，在香港、新加坡、法兰克福、约翰内斯堡、东京、首尔、纽约、胡志明市、悉尼及墨尔本设有海外分行，在台北和莫斯科设有代表处，拥有建行亚洲、建信租赁、建银国际、建信信托、中德住房储蓄银行、建行伦敦、建信基金、建信人寿等多家子公司，旗下已开业村镇银行26家，员工人数超过36万。

截至2012年底，建设银行资产总额139728.28亿元，其中贷款和垫款净额73098.79亿元；负债总额130232.19亿元，其中客户存款113430.79亿元；股东权益9496.09亿元；资本充足率14.32%，核心资本充足率11.32%；不良贷款率0.99%，拨备覆盖率271.29%。2012年建设银行实现营业收入4607.46亿元，净利润1936.02亿元。

建设银行的产品体系比较完整，部分业务品牌具有较高的知名度，在多个业务领域的市场份额位居同业前列，行业地位显著，竞争实力强。联合资信确定维持建设银行主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

建设银行担保能力极强，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，有效保障“08广纸债”本息偿还的安全性。

十一、结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由BBB⁺调整为A⁺，评级展望为稳定，并维持“08广纸债”的信用等级为AAA。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动资产：					
货币资金	114782.83	86599.49	109629.17	-2.27	106764.61
交易性金融资产					
应收票据	16756.83	1459.24	2931.92	-58.17	4827.03
应收账款	62741.81	49038.13	50178.10	-10.57	40082.60
预付款项	7527.23	6311.10	8726.31	7.67	7950.74
应收利息	66.08	1687.47	3648.52	643.06	108.95
应收股利					
其他应收款	105880.09	156358.34	197083.54	36.43	186372.74
存货	25801.82	7402.74	16549.21	-19.91	26285.53
一年内到期的非流动资产			1391.59		
其他流动资产					
流动资产合计	333556.69	308856.52	390138.35	8.15	372392.20
非流动资产：					
长期应收款					
长期股权投资					
投资性房地产		786.79	801.68		373.59
固定资产	319788.42	286859.31	258194.03	-10.15	248768.78
在建工程	8600.66	4197.13	3729.76	-34.15	3925.40
工程物资	588.21	2966.57	494.38	-8.32	487.50
固定资产清理					280.63
无形资产	4477.10	4018.20	4086.55	-4.46	4044.91
长期待摊费用	17.09				
递延所得税资产	1503.51	2234.82	2423.44	26.96	2234.82
其他非流动资产			33978.08		
非流动资产合计	334975.00	301062.83	303707.92	-4.78	260115.63
资产总计	668531.69	609919.35	693846.27	1.88	632507.83

附件 1-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动负债：					
短期借款	189086.72	108543.93	142327.52	-13.24	143261.09
交易性金融负债	46.02	-86.63			-86.63
应付票据	32555.38	56739.35	56527.28	31.77	53639.36
应付账款	36882.92	38861.71	46702.63	12.53	57632.13
预收款项	9163.15	17219.68	9020.65	-0.78	11430.83
应付职工薪酬	667.59	281.67	179.00	-48.22	445.96
应交税费	602.45	569.10	-233.67		-2766.95
应付利息	2882.31	2586.48	2803.91	-1.37	1601.05
其他应付款	2318.37	32624.78	5804.99	58.24	8275.75
一年内到期的非流动负债	3694.00	62971.58	74571.98	349.30	0.00
其他流动负债	2049.50	3576.59	4588.57	49.63	0.00
流动负债合计	279948.41	323888.25	342292.88	10.58	273432.59
非流动负债：					
长期借款	189867.26	98918.26	50025.28	-48.67	74971.15
应付债券	39000.00	39000.00	39000.00		39000.00
长期应付款	1496.38	1496.38	93363.57	689.89	134109.69
专项应付款	-7391.32	0.00	0.00	-100.00	136.50
递延所得税负债		116.19	122.15		116.19
其他非流动负债	4116.73	3877.23	8627.34	44.76	-34598.51
非流动负债合计	227089.04	143408.07	191138.34	-8.26	196272.43
负债合计	507037.45	467296.32	533431.22	2.57	469705.03
所有者权益（或股东权益）：					
实收资本（或股本）	254402.00	254402.00	254402.00		254402.00
资本公积	787.80	1261.38	1261.38	26.54	1261.38
盈余公积	2590.34	2590.34	2590.34		2590.34
未分配利润	-100777.41	-120317.30	-102527.79	0.86	-100138.36
归属于母公司所有者权益合计	157002.73	137936.42	155725.93	-0.41	158115.36
少数股东权益	4491.50	4686.61	4689.12	2.18	4687.44
所有者权益（或股东权益）合计	161494.24	142623.04	160415.05	-0.33	162802.80
负债和所有者权益总计	668531.69	609919.35	693846.27	1.88	632507.83

附件 2 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率 (%)	2013 年 1-3 月
一、营业收入	264627.97	176972.17	231485.35	-6.47	42815.32
减: 营业成本	259263.15	164697.54	180955.72	-16.46	34961.01
营业税金及附加	346.61	788.74	1391.64	100.38	52.99
销售费用	10267.92	6742.83	8985.23	-6.45	1605.26
管理费用	15846.79	8797.96	7783.87	-29.91	1760.55
财务费用	11828.47	14365.99	20520.39	31.71	4478.11
资产减值损失	-3622.45	2341.04	37.66		-12.00
加: 公允价值变动收益 (损失以 “-” 号填列)	-31.34	114.90	12.85		0.00
投资收益 (损失以 “-” 号填列)	-204.02		-84.59		0.00
二、营业利润 (亏损以 “-” 号填列)	-29537.88	-20647.01	11739.09		-30.60
加: 营业外收入	37894.88	1675.57	5656.54	-61.36	1996.89
减: 营业外支出	35576.97	78.40	153.79	-93.43	0.10
三、利润总额 (亏损总额以 “-” 号填列)	-27219.96	-19049.84	17241.84		1966.19
减: 所得税费用	1750.28	-564.35	-127.45		10.90
四、净利润 (净亏损以 “-” 号填列)	-28970.25	-18485.49	17369.30		1955.29
其中: 归属于母公司所有者的净利润	-28970.25	-18523.44	17356.54		1952.86
少数股东损益	-1.15	37.95	12.76		2.43

附件 3 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率 (%)	2013 年 1-3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	242458.13	205272.48	193695.03	-10.62	53471.09
收到的税费返还	44.57	342.72	1.03	-84.82	
收到其他与经营活动有关的现金	1618.93	6385.36	3687.28	50.92	454.59
经营活动现金流入小计	244121.63	212000.56	197383.34	-10.08	53925.68
购买商品、接受劳务支付的现金	223534.31	154452.47	109719.47	-29.94	28158.20
支付给职工以及为职工支付的现金	12966.73	8562.83	7106.35	-25.97	2114.70
支付的各项税费	7951.26	5616.02	12638.53	26.08	1070.50
支付其他与经营活动有关的现金	18098.76	19129.19	22636.38	11.84	3296.28
经营活动现金流出小计	262551.06	187760.51	152100.74	-23.89	34639.69
经营活动产生的现金流量净额	-18429.43	24240.06	45282.60		19286.00
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	62.00	55.69	53.00	-7.54	12.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的 现金净额		615.80	7388.67		4.50
收到其他与投资活动有关的现金	3928.17	63454.59	11488.26	71.01	
投资活动现金流入小计	3990.17	64126.08	18929.93	117.81	16.50
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的 现金	7980.20	22889.24	6095.47	-12.60	1138.57
支付其他与投资活动有关的现金	1236.01	13200.42	139.56	-66.40	98.18
投资活动现金流出小计	9216.21	36089.66	6235.03	-17.75	1236.75
投资活动产生的现金流量净额	-5226.04	28036.42	12694.90		-1220.25
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	128005.00				
取得借款收到的现金	247327.39	96114.27	329599.64	15.44	52982.38
收到其他与筹资活动有关的现金	495708.36	331105.10	461809.24	-3.48	102145.58
筹资活动现金流入小计	871040.75	427219.37	791408.88	-4.68	155127.96
偿还债务支付的现金	355402.00	271604.57	363006.36	1.06	53405.26
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	23034.56	19631.84	21087.37	-4.32	6083.43
支付其他与筹资活动有关的现金	385604.01	219693.80	456126.10	8.76	116991.78
筹资活动现金流出小计	764040.57	510930.21	840219.83	4.87	176480.46
筹资活动产生的现金流量净额	107000.17	-83710.84	-48810.94		-21352.50
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-654.57	205.85	-559.32		33.97
五、现金及现金等价物净增加额	82690.14	-31228.51	8607.24	-67.74	-3252.79

附件 4 主要计算指标

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	4.04	2.72	4.47	--
存货周转次数(次)	8.48	9.92	15.11	--
总资产周转次数(次)	0.40	0.28	0.36	--
现金收入比(%)	91.62	115.99	83.67	124.89
盈利能力				
营业利润率(%)	1.90	6.49	21.23	18.22
总资本收益率(%)	-1.17	-0.81	7.43	--
净资产收益率(%)	-17.94	-12.96	10.83	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	58.63	49.16	35.69	41.18
全部债务资本化比率(%)	73.77	71.96	69.32	65.63
资产负债率(%)	75.84	76.62	76.88	74.26
偿债能力				
流动比率(%)	119.15	95.36	113.98	136.19
速动比率(%)	109.93	93.07	109.14	126.58
经营现金流动负债比(%)	-6.58	7.48	13.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.67	0.37	2.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	31.11	68.35	7.41	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.05	0.14	0.16	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.09	3.64	2.70	--

注：2013 年一季度财务数据未经审计。

附件 5 有关计算指标的计算公式

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

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

附件 6 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。