

跟踪评级公告

联合[2014] 1497 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持新兴际华集团有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持其“11新际华MTN1”的信用等级为AAA。

特此公告。



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>

新兴际华集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定
 上次评级结果: AAA 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
11 新际华 MTN1	30 亿元	2011/3/18-2016/3/18	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 30 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	204.00	213.98	337.21	265.83
资产总额(亿元)	641.62	770.78	1022.24	1002.28
所有者权益(亿元)	289.46	320.30	375.11	385.61
短期债务(亿元)	102.31	159.85	258.64	249.48
全部债务(亿元)	196.35	270.39	409.67	385.65
营业收入(亿元)	1476.12	1803.13	2016.05	533.00
利润总额(亿元)	36.04	39.65	43.95	10.64
EBITDA(亿元)	57.42	68.56	79.77	--
经营性净现金流(亿元)	-28.22	26.44	31.60	-6.64
营业利润率(%)	4.76	3.99	3.58	3.49
净资产收益率(%)	9.89	10.08	8.89	--
资产负债率(%)	54.89	58.45	63.30	61.53
全部债务资本化比率(%)	40.42	45.78	52.20	50.00
流动比率(%)	168.67	142.66	134.28	136.71
全部债务/EBITDA(倍)	3.42	3.94	5.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.48	5.13	4.59	--
经营现金流动负债比(%)	-12.31	8.44	6.79	--

注: 2014 年一季度财务数据未经审计

分析师

孙晨歌 王 冰
 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, 新兴际华集团有限公司 (以下简称“公司”) 收入规模增长迅速、技术创新稳步推进, 但受钢铁行业景气度持续衰弱和机械行业增速下滑等影响, 公司营业利润率呈持续下降趋势, 债务负担上升。

未来公司投资规模适宜, 但仍面临一定对外融资需求; 随着在建项目的投产, 公司经营规模有望稳步增长, 整体偿债能力有望保持较好水平, 整体抗风险能力及综合竞争力有望得到进一步提升。

综合考虑, 联合资信评估有限公司维持公司 AAA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“11 新际华 MTN1” AAA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 公司资产收入规模增长迅速。
2. 公司多元化经营稳步推进有助于对抗行业风险波动。
3. 公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对偿还债券的覆盖程度较高。

关注

1. 跟踪期内, 钢铁行业景气度持续衰弱, 公司冶金板块面临较大经营压力, 同时轻工板块受人工成本增加以及原料价格波动影响, 经营压力加大。
2. 受产品价格下降影响, 公司盈利能力呈现下降趋势, 利润总额受投资收益和营业外收入影响大。
3. 公司债务规模增长较快, 债务负担呈上升趋势。

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）与新兴际华集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与新兴际华集团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，未因新兴际华集团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新兴际华集团有限公司提供，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新兴际华集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

新兴际华集团有限公司（以下简称“公司”或“新兴际华集团”）前身为新兴铸管（集团）有限责任公司，公司于1997年1月取得国家工商行政管理总局核发的营业执照，为国有独资公司。根据中共中央办公厅、国务院办公厅、中央军委办公厅《关于印发〈军队保障性企业交接工作的实施意见〉的通知》（中办发[2007]27号）和全国保障性企业交接工作部门联席会议《军队移交的保障性企业总体处理意见和具体实施方案》（国联席[2001]4号）的规定，2001年8月，新兴铸管（集团）有限责任公司接收了原隶属于中国人民解放军总后勤部军需部工厂管理局的后勤保障军工企业、仓库、财务结算中心以及学校、科研单位等事业单位。2001年更名为新兴铸管集团有限公司；2010年12月22日更为现名。截至2014年3月底，公司注册资本38.87亿元，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国资委”）。

公司经营范围包括：对外派遣实施境内外冶金行业工程所需的劳务人员。经营国务院授权范围内的国有资产，开展有关投资业务；对所属公司和直属企业资产的经营管理；球墨铸铁管、钢塑复合管、管件及配件产品、铸造产品、钢铁制品、矿产品、工程机械、油料器械、水暖器材、纺织服装、制革制鞋、橡胶制品的生产、销售；货物仓储；与上述业务相关的技术开发、技术服务及管理咨询；承揽境内外冶金、铸造行业工程及境内国际招标工程；进出口业务；房地产开发。

截至2014年3月底，公司本部下设办公

室、战略投资部、审计风险部、资产财务部、人力资源部、党群工作部、法律事务部和工会办公室共8个职能部门。公司下设1个分公司，下属2级子公司8家，其中4家全资子公司，4家控股子公司。公司涉及冶金（钢铁和管业）、轻工、装备制造、商贸物流四大板块，上述四大板块分别由新兴铸管股份有限公司（以下简称“铸管股份”，股票代码：SZ000778，公司持股50.01%）、际华集团股份有限公司（以下简称“际华集团”，股票代码：SH601718，公司持股67.00%）、新兴重工集团有限公司（以下简称“新兴重工”，公司持股100%）、新兴发展集团有限公司（以下简称“新兴发展”，公司持股100%）负责具体生产经营。

截至2013年底，公司资产总额为1022.24亿元，所有者权益合计为375.11亿元（其中少数股东权益140.91亿元）；2013年公司实现营业收入2016.05亿元，利润总额43.95亿元。

截至2014年3月底，公司资产总额为1002.28亿元，所有者权益合计为385.61亿元（其中少数股东权益141.69亿元）；2014年1~3月公司实现营业收入533.00亿元，利润总额10.64亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区东三环中路7号；法定代表人：刘明忠。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增

长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万元以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导

货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，

明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来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以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

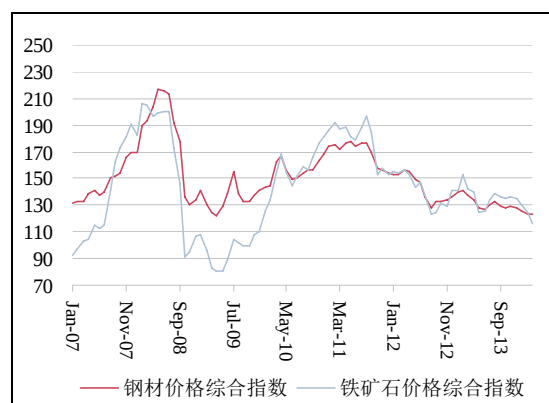
四、行业分析

公司主营业务涉及钢铁和管业、纺织服装、装备制造和商贸物流行业。

钢铁行业

近年来钢铁行业整体景气度呈现大幅波动态势。2011年下半年以来，欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现较大幅度下降。2012年3月，钢材价格指数在低位短暂平稳后呈持续下行态势。随行业去库存过程的推进，中国钢材价格从2012年四季度初开始逐步呈现企稳反弹迹象。进入2013年初，钢材价格基本维持了反弹上涨态势，但2013年3月份起，钢铁行业景气度再度转弱，钢材价格出现波动下调，于2013年7~9月小幅冲高后，持续下行。2014年1季度，钢材价格延续了震荡走低的态势，3月均价已接近2007年以来的历史低位。总体看，2013年钢铁行业产能过剩现象加剧，行业竞争更为激烈，钢材价格受减产压力影响持续波动下行。钢铁行业景气度持续减弱。

图1 近年钢材价格指数与铁矿石价格指数比较



资料来源：www.mysteel.com

铁矿石方面，2012年，受国内房地产、基建投资增速大幅回落及欧债危机深化导致钢铁内外需求量下滑影响，中国铁矿石产量同比增速大幅下降与2011年产量基本持平。2013年

中国铁矿石原矿产量为 14.36 亿吨，同比增长 8.12%，产量增长速度有所反弹。

中国铁矿石价格大幅波动，给铁矿石自给率不高的钢铁企业成本控制与风险管理带来压力和挑战。

从下游需求情况看，2011年上半年，中国钢材需求保持稳步增长，但自三季度起，受国家经济政策调整影响，下游主要用钢行业增速放缓，钢铁需求增速相应下滑。

总体看，跟踪期内，铁矿石价格波动较大，使钢铁企业面临较大的成本控制压力。由于钢铁行业产能长期过剩，行业竞争剧烈，目前仍处于周期性低谷，中国钢铁需短期内出现大幅增长的可能性较低。

球墨铸管行业

2012 年以来，中国球墨铸管行业技术水平已经达到了同时期的国际水平，由于具有劳动力成本优势，国际球墨铸管的生产已出现由西方工业发达国家逐步向亚洲等发展中国家加速转移的趋势。中国生产的球墨铸管产品在国际市场上具有较强的竞争优势。

在需求方面，从 2002 年到 2012 年，中国铺设供水管道的总长度的年均复合增长率约为 6.59%，2012 年为 591872.11 公里。随着中国城市化进程不断渗入，城市供水管道总长度将保持稳定增长态势。根据中国城镇供水排水协会编写的《城市供水统计年鉴》中的有关数据，从 2002-2009 年间，中国新增球墨铸管铺设长度年均增加超过 10000 公里，占供水管道的使用比例从 2002 年的 10.29% 增加到 2009 年的 26.12%，位居所有供水管材使用比例的第一位，已形成取代灰铸铁管的趋势，成为管道安装工程的主要材料，市场空间广阔。

在供给方面，目前国内铸管行业处于以新兴铸管为主的相对垄断局面。根据中国铸造协会管道与管件分会 2010 年的统计，国内具有一定生产能力的铸管生产企业年生产能力合计约 350 万吨。从 2004 年至 2010 年，在主要的铸管生产厂家中公司始终保持着约 40% 以

上的市场份额，具有明显的竞争优势。

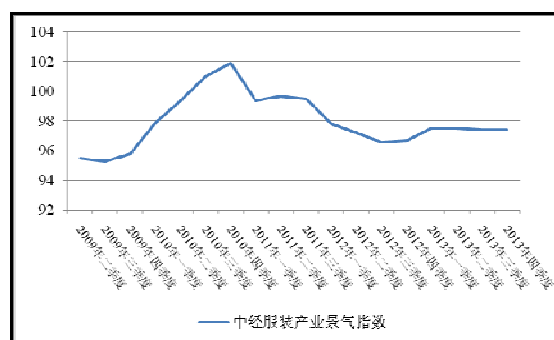
由于球墨铸管比传统的灰口铸铁管价格高 1/3，在许多城市还属于高消费产品，目前主要应用在一些大城市和南方沿海发达地区的城市基础建设项目及国家重点大型工程中；在中小规格上，灰铁管、水泥管等以其价格优势在一些地区、一些使用场合仍具有很强的竞争力。同时，受承压能力限制，球墨铸铁管在燃气输送管线应用领域也受到一定影响。今后国内企业需加强技术改造，降低生产成本，以进一步推动球墨铸铁管市场份额的扩大。

总体看，跟踪期内，国内球墨铸铁管行业集中度高，优势企业在产能规模、质量标准和销售渠道上具备领先优势；行业供求关系基本平衡，供应与需求均呈现稳定增长的态势。未来随着全国城市供水管网改造的逐渐深入，球墨铸铁管的需求潜力广阔。

纺织服装行业

2012 年，纺织行业景气指数企稳回升，但仍受欧债危机延续、国内经济增速放缓、国际市场低迷、国内外棉价拉大和成本持续上涨等因素持续影响，行业整体复苏缓慢。跟踪期内，纺织行业景气指数趋于平稳。

图 2 中经服装产业景气指数
(2003 年增长水平等于 100)

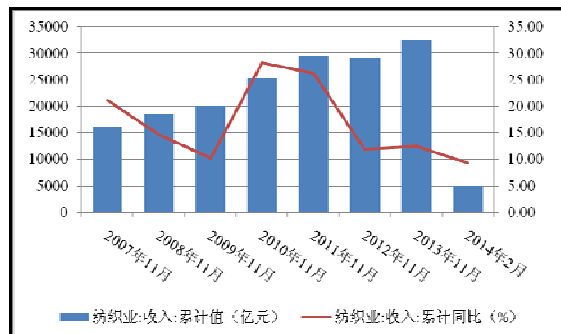


资料来源：中国经济网

近年纺织企业收入规模有所波动，增长速度快速下降，2013 年 1~11 月纺织企业累计实

现收入 3.26 万亿元，累计同比增长 12.48%。

图 3 纺织企业累计销售收入及同比增长



资料来源: Wind资讯

总体看，跟踪期内，中国纺织服装行业已开始初步复苏，但发展环境仍较为严峻。预计未来随着纺织服装行业落后产能的淘汰，纺织服装行业将进入新一轮洗牌周期，在这一阶段中，拥有规模、品牌、技术优势及稳定市场订单的企业将在竞争中处于更加有利的位置。

机械行业

2012 年以来，随着中国 GDP 增速放缓，中国工程机械行业增速出现下滑。2012 年工程机械行业主要企业累计实现销售收入 3800.04 亿元，同比下降 1.55%，2013 年实现销售收入 3441.76 亿元，同比下降 8.00%。

工程机械行业属于完全竞争行业，竞争程度较为激烈。中国工程机械行业规模以上生产企业已达 1000 余家，其中，合资、独资企业近 200 家，全行业有职工约 38 万人。与国际工程机械跨国公司相比，中国的工程机械企业规模还很小，技术力量不足，泵车底盘、发动机、液压系统、轴承、传动件等核心零部件严重依赖进口。

综合看，跟踪期内，受宏观经济增长放缓影响，国内工程机械市近期受到一定影响。

商业地产行业

中国零售地产租金与零售行业景气直接相关，租金收入一般在零售收入的 3%-30%。2013 年中国社会消费品零售总额 234380 亿元，比上年增长 13.10%，增速较上年同期基本持平。长

期来看，零售商业地产租金将随居民收入增长而提高。

总体看，跟踪期内，中国的城市化率仍有较大提高空间。中国正在加速推进城镇化发展建设，商业地产将获得一定发展空间。

五、基础素质分析

公司是国务院国资委直属的大型国有企业，公司位居 2013 年世界五百强第 406 位，较 2012 年上升 78 个位次；位居 2012 年中国制造业 500 强第 27 位；公司子公司新兴铸管股份有限公司及际华集团股份有限公司分别位居 2013 年财富中国 500 强第 88 位和 183 位。目前公司已经拥有冶金、轻工、装备制造及商贸物流四大板块，其中球墨铸铁管生产规模居国内首位，行业地位突出；同时，公司在多元化经营方面积累了经验，各板块的研发能力较强，为公司的长远发展提供良好的技术保障。

技术研发方面，2013 年，集团公司全年申请专利 1097 项，其中发明专利 316 项，分别同比增长 5% 和 8%；获得专利授权 697 项，其中发明专利 88 项。累计拥有有效专利 2570 项，其中发明专利 294 项，分别同比增长 37% 和 43%。

2013 年，集团所属各企业大力研发新产品，引领市场需求，新产品销售额和占比逐年提升。铸管股份加快科研成果转化，完成了大口径 DN1200mm*K9 顶管产品的研发生产任务，并成功在郑州市中水管道工程中应用，成为国内球铁管顶管产品的首个工程应用案例；应急救援装备在研的远程泡沫输送系统在国内尚属首例，三兴汽车公司自主研发的整体自装卸运输车已达到国内先进水平，是国内唯一的越野自装卸车，并已在军队列装；新能装备与合作伙伴共同开发柴油-LNG 双燃料混烧发动机改装技术，已通过河北省质监局特种设备（车用气瓶）安装许可鉴定评审，成为河北省首家取得 LNG 气瓶安装资质的单位。

总体看，跟踪期内，公司技术创新稳步推

进。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、制度及股权结构无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司主营业务收入规模保持快速提升，2013 年为 1987.50 亿元，同比增长 35.36%，贸易业务对公司各主要板块业务进行有效补充和拓展；跟踪期内，受钢铁行业、化纤行业和装备制造业景气度下行影响，公司冶金板块毛利率明显下滑，轻工板块和装备制造板块毛利率处于低位。

表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

收入构成	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1-3 月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
冶金板块	523.88	38.35	7.99	587.19	39.99	6.09	628.60	31.63	4.93	163.59	30.77	4.15
轻工板块	245.56	17.98	7.14	337.95	23.02	6.09	367.50	18.48	6.15	95.18	17.90	6.53
装备制造板块	164.98	12.08	3.22	268.95	18.32	2.61	301.30	15.16	2.22	83.98	15.80	1.99
商贸物流板块	162.80	11.92	2.84	294.12	20.03	2.84	383.50	19.30	3.81	100.91	18.98	3.36
其他	268.77	19.68	0.25	-19.89	-	-	306.60	15.43	0.39	87.95	16.54	0.61
合计	1365.99	100.00	5.12	1468.32	100.00	4.91	1987.50	100.00	3.83	531.61	100.00	3.50

资料来源：公司提供

注：原机械制造板块及发展板块名称分别更换为装备制造板块和商贸物流板块，实际构成内容无变化。

2012年科目“其他”为负值，主要系在集团合并时，公司主营业务中非主营部分（即“其他”）调至其他业务收入中。

（1）冶金板块经营情况

2013 年，公司冶金板块主要产品产量合计 973.10 万吨，同比增长 14.34%；产品结构仍以钢材为主，占冶金板块总产量 73.06%，较上年增长 1.98 个百分点。从分产品产量看，2013 年公司各个板块较 2012 都有所增长。其中钢材与钢格板增长较快，同比分别增长 17.53%和 12.60%。

2014 年 1~3 月，公司冶金板块主要产品合计产量为2013年的 24.49%。其中钢材所占比重较2013年有所下降，为 71.55%，其余板块所占比重均有小幅上升。

表2 公司冶金板块主要产品产量（单位：万吨）

产品	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
----	--------	--------	--------	------------

离心球墨铸铁管	148.42	141.24	154.83	39.67
钢格板	7.73	6.35	7.15	1.91
钢塑复合管	82.88	98.57	100.17	26.24
钢材	481.62	604.90	710.95	170.53
合计	720.65	851.06	973.10	238.35

资料来源：公司提供

从原材料采购来源看：铁矿石方面，目前公司铁矿石国内采购和国际采购占比分别为39%和61%；煤炭方面，公司焦煤全部按市场价格采购，煤炭采购本地占总采购量的 50%，其余50%从山西及周边地区采购。

从原材料采购量看，随公司钢铁产量的快速增长，公司煤炭和铁矿石采购量不断增加；从原材料采购价格看，近年来大宗商品价格下跌，公司铁矿石和煤炭产品采购价明

显下降。

表 3 公司冶金板块原材料采购量及采购价格

(单位: 万吨, 元/吨)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
煤炭采购量	465.73	649.76	762.36	173.52
煤炭采购价	1249.32	1432.41	995.76	910.25
铁矿石采购量	1187.35	1608.54	2089.69	433.17
铁矿石采购价	962.44	896.99	779.32	758.82

资料来源: 公司提供

从销售情况看, 随着公司离心球墨铸铁管和钢材产品产量的增长, 销售保持同步增长态势。公司主要产品产销率均保持在95%以上的水平。

从销售价格看, 2013年, 除钢塑复合管外, 公司各主要产品销价均较上年有所下降, 其中钢材产品售价较上年下降5.73%, 但钢材销量同比增长9.82%, 其他产品销量下降幅度较小, 故公司通过加大市场开拓力度, 加强对销售人员的考核, 加强营销管理, 保证了收入增长。

2014 年 1~3 月, 除钢塑复合管外, 公司其他主要产品均出现明显下降, 其中钢材价格下降 9.64%, 导致该产品毛利率明显下降。

表 4 公司冶金板块主要产品销售情况

(单位: 万吨、万米; 元/吨、元/米)

产品		2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
球墨铸 铁管	销量	142.75	139.90	153.74	38.76
	销价	5036.36	4890.37	4610.28	4386.73
钢格板	销量	7.66	6.10	7.40	1.90
	销价	6040.69	6040.06	5922.93	5551.63
钢塑复 合管	销量	83.79	96.46	123.21	16.48
	销价	27.65	26.81	31.03	40.69
钢材	销量	463.70	598.04	719.59	131.69
	销价	4155.03	3428.93	3127.60	2881.57

资料来源: 公司提供

总体看, 公司冶金板块具有一定的规模, 其中球墨铸铁管产能规模、质量标准和销售

渠道上具有较强的优势, 国内市场竞争力强; 受钢材价格下跌影响, 板块整体毛利率有所下滑。未来, 随着公司在建项目的逐步完工, 公司规模优势将进一步增强, 产品结构优化有望提升整体盈利水平。

(2) 轻工板块经营情况

际华集团是公司轻工板块的业务经营主体, 下设职业装、纺织印染、职业鞋靴、防护装具等四大板块。

2013 年, 公司不断加大科技投入, 通过自主创新、集成创新、引进消化吸收再创新等形式完成了多项技术创新项目, 积极参与行业、国家、国际标准的制定, 收获一大批科技成果和科技奖励, 专利申请数和授权数稳步增长, 在“2012-2013 年度中国纺织服装企业竞争力 500 强”综合竞争力排名中位列第 15 位、服装行业 10 强中位列第 6 位。

2013 年, 公司职业服装销售 5570 万套, 同比下降 11.28%。公司鞋类产品主要包括胶鞋和皮鞋等, 由于近年来胶鞋市场逐年萎缩, 导致鞋类产销规模均大幅下降; 相比胶鞋, 附加值且价格较高的皮鞋市场行情相对较好, 总体公司鞋类销售量同比下降 18.58%。同时, 受益于销售价格的增长, 服装和鞋类块的销售仍呈增长趋势。

2014 年 1~3 月, 公司销售职业装 731 万套、鞋类 2967 万双, 分别占 2013 年的 19.57% 和 28.42%。

表 5 公司轻工板块部分产品产销量

产品	项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
职业装	产量(万套)	6258	6210	5844	731
	销量(万套)	5984	6278	5570	1090
	销售均价(元/套)	73	77	86	121
鞋类	产量(万双)	15088	14423	11059	2967
	销量(万双)	15370	13165	10719	3046
	销售均价(元/双)	24	35	52	39

资料来源: 公司提供

注: 此处仅统计公司轻工板块职业装和鞋类, 其他的纺织品、

印染、装具、医药、特种车辆等产品未进行统计。

2013年,轻工板块实现收入367.50亿元,同比增长8.74%,占公司所有板块业务收入的18.48%,较上年下降4.54个百分点,2013年毛利率较2012年略有上升,为6.15%。2014年1~3月,该板块实现收入95.18亿元,为2013年的25.90%,占有板块收入比例有所下降,毛利率较2013年有所提升,为6.53%。

(3) 装备制造板块经营情况

表6 公司机械板块主要产品产销量
(单位:台、万元/台;个、万元/个)

产品	项目	2011	2012年	2013年	2014年
履带式推土机	产量	869	457	415	139
	销量	889	642	474	149
	售价	37.74	39.36	39.79	42.36
球团、白灰、 烧结设备 (台)	产量	467	240	-	-
	销量	505	266	-	-
	售价	50.16	33.88	-	-
压力容器	产量	119	68	-	-
	销量	100	87	-	-
	售价	125.85	114.94	-	-
天然气储运 设备	产量	43170	22298	10102	-
	销量	33101	30372	10120	-
	售价	1.07	1.61	1.00	-
改装车	产量	1108	568	570	78
	销量	1089	599	561	164
	售价	24.40	37.05	64.65	112.10

资料来源:公司提供

注:未统计公司全部产品。由于前期履带式推土机库存量较大,导致其产量逐年下降;天然气储运设备包括高压气瓶车和车用小气瓶,2012年公司仍以价格高的高压气瓶车销售为主,故销量小幅下降;改装车包括军用及民用自卸车、运加油车、高空车和洒水车。

板块收入方面,各类产品产销量虽有所下降,但受益于板块内贸易业务增长及上述三类产品售价大幅上升等因素影响,2013年公司装备制造板块实现营业收入301.30亿元,同比增长12.03%;但同时由于机械板块贸易业务增长、原材料成本上升及行业下滑等因素综合影响,导致该板块2013年整体毛利率水平下降0.39个百分点至2.22%。2013年起,

公司进行产品结构调整,逐步由球团、白灰、烧结设备和压力容器的生产向双燃料改装厂进行调整。2014年1~3月,装备制造板块收入规模达到83.98亿元,占2013年全年的27.87%。

未来,公司装备制造板块将进一步加大产品结构调整,淘汰市场占有率低、毛利率低效益差的产品、引入新技术和核心技术,发展高附加值的应急装备和节能减排装备产品,构建新能源环保装备生产研发基地。

(4) 商贸物流板块经营情况

物业经营业务方面,2013年物业经营板块实现收入10.28亿元,利润总额1.88亿元。公司通过量化物业资源,减低可控费用,保持高收益率。写字楼出租率逐年提高,并且上调部分到期租户租金,增加了收益。

商业地产开发方面,2013年公司商业地产实现收入16.62亿元,利润总额3.62亿元。商贸物流板块开展地产业务利用的土地均为企业自有土地资源,开发的方法是合作开发,商贸物流企业出地,合作方出资金并进行开发。开发的项目主要为企业持有经营的商业地产,商贸物流公司及其所属企业均未参与过社会土地竞拍。

有色金属业务方面,公司2013年有色金属销售收入达到333.32亿元,较上年增长83.91亿元,主要原因是公司所属浙江铜业15万吨低氧杆项目2012年全面达产,2013年产量及销量分别为15.02万吨和14.82万吨,产品合格率为99.97%,投产后实现较高的效益水平。另外,为加强有色金属业务,公司2011年下半年成立宁波资源和广东新兴际华矿业有限公司(简称“广东矿业”)两家3级子公司。宁波资源主要经营电解铜、黄杂铜等贸易业务,与浙江铜业的铜加工业务实现有效联动;广东矿业目前主要经营有色矿产品的收储业务,核心为锌精矿购销,同时公司有色金属贸易种类扩大,由单一的电解铜贸易拓展到集电解铜贸易,废铜贸易,废铜仓储

以及废料拆解等多个业务品种结构。

总体看，跟踪期内，公司收入规模快速增长，由于贸易量的增加而摊薄了毛利率，整体毛利率略有下降。

（5）重点在建及拟建项目

截至2014年3月底，公司冶金板块在建项目包括芜湖新兴大型铸锻件基地和本部一炼铁烧结系统改造项目等。在建项目整体投资金额较大，2014~2015年，主要在建项目投资金额分别为14.40亿元和3.78亿元。拟建项目方面，公司拟建项目总投资14.57亿元，投资期为2014~2016年。公司在建及拟建项目主要以产品结构优化为主。

轻工板块方面，公司在巩固服装优势的同时向新材料等新业务推展，公司主要在建项目为运城空港工业园、4.5万吨橡胶基地迁建、新能源产业园项目。板块主要在建项目总投资30.55亿元，2014~2016年公司每年计划投资额为15.85亿元、5.24亿元和0.61亿元，投资规模适宜。

装备制造板块方面，公司装备制造板块在建项目主要为襄阳工业园、天津工业园机械项目和印度工业园项目。以上项目总投资14.16亿元，其中2014~2015年计划投资0.37亿元和2.85亿元。

商贸物流板块方面，公司该板块目前主要建设项目为邯郸商贸物流项目，该项目计划投资总额35亿元，截至2013年底已完成约14.82亿元投资，2014~2016年分别计划投资6.86亿元、3.50亿元和3.00亿元。

总体看，跟踪期内，公司在建及拟建项目总投资额规模较大，部分项目投资已进入中后段，根据公司整体投资计划，2014年系未来三年投资高峰期，2014年计划投资35.46亿元（扣除已确认完成投资部分）。整体看，公司在建项目投资规模较大，未来债务规模可能进一步上升，公司整体债务负担一般。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2013年财务数据经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2014年一季度财务数据未经审计。

从合并报表范围情况看，公司2013年纳入合并范围的二级子公司未发生变化，财务可比性较好。

截至2013年底，公司资产总额为1022.24亿元，所有者权益合计375.11亿元（其中少数股东权益140.91亿元）；2013年公司实现营业收入2016.05亿元，利润总额43.95亿元。

截至2014年3月底，公司资产总额为1002.28亿元，所有者权益合计385.61亿元（其中少数股东权益141.69亿元）；2014年1~3月，公司实现营业收入533.00亿元，利润总额10.64亿元。

2. 盈利能力

2013年，公司实现营业收入2016.05亿元，同比增长11.81%；同期公司营业成本增幅略高于收入增长，增幅为17.53%，公司营业利润率较2012年下降0.41个百分点至3.58%。

从期间费用看，跟踪期内公司期间费用快速增长，截至2013年底为52.88亿元，公司期间费用增长主要来自销售费用及财务费用增长。跟踪期内，公司期间费用率有所增长，由2012年的2.44%增长为2013年的2.62%。

2013年公司投资收益为12.72亿元，本期公司投资收益规模较大，主要系公司子公司迎新工贸引入投资者增资，公司不再对其并表并按其所持股权公允价值入账，同时将相关利得计入当期投资收益所致。

从盈利指标看，2013年公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率较为稳定，分

别从 2012 年的 3.99%、7.25%和 10.08%，下降为 2013 年的 3.58%、6.20%和 8.89%。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 533.00 亿元，同比增长 11.12%，实现利润总额 10.64 亿元，同比增长 4.88%。本期公司实现营业利润率为 3.49%，较 2013 年持续下滑。

总体看，跟踪期内公司收入规模有所增长，2013 年扣除非经常性损益后，公司主营业务盈利能力下降，整体盈利能力一般。

3. 现金流及保障

从经营活动来看，2013 年公司经营活动现金流入量为 1948.19 亿元，现金收入比为 94.46%，公司收入实现质量一般。跟踪期内，公司经营活动产生的现金流量净额持续增长，2013 年公司经营活动产生的现金净流量为 31.60 亿元。

从投资活动来看，2013 年，公司投资活动现金流入量为 216.31 亿元，同比大幅增长 502.73%，公司本期收到其他与投资活动有关现金 199.73 亿元，主要系当期公司投资理财产品所致。由于公司建设项目投资规模较大，公司购建固定资产、无形资产支付的现金均保持较大规模，2013 年为 55.12 亿元，2013 年公司投资支付的现金为 37.31 亿元，本期公司支付其他与投资活动有关现金为 209.99 亿元，主要系当期公司投资理财产品所致。跟踪期内，公司投资活动净额保持较大规模净流出量，2013 年净流出 79.54 亿元。

2013 年公司筹资活动产生的现金流入量为 335.04 亿元，其中本期吸收投资 39.44 亿元系公司子公司铸管股份 2013 年发行股票募集资金（共计募集资金 32 亿元）和公司投资项目获得国有资本经营预算专项资金（2013 年度获得 5 亿元，计入实收资本）所致，跟踪期内，公司筹资活动产生的现金流量净额快速增长，2013 年为 213.35 亿元。

2014 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 -6.64 亿元，投资活动产生的现

金流量净额为 -9.59 亿元，同期公司筹资活动产生的现金流量净额为 -46.86 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流规模大，伴随公司建设项目推进，跟踪期内其保持较大的对外投资规模，同时筹资规模不断上升。公司仍面临一定对外融资需求。

4. 资本及债务结构

截至 2013 年底，公司资产总额为 1022.24 亿元，同比增长 32.62%，增长主要来自流动资产增长。截至 2013 年底，公司资产总额中流动资产占 61.13%，非流动资产占 38.87%，公司资产以流动资产为主。截至 2013 年底公司流动资产合计 624.85 亿元，同比增长 39.91%。增长原因主要为货币资金、存货和其他货币资金的增长。截至 2013 年底公司非流动资产合计 397.39 亿元，同比增长 22.58%。增长原因主要为固定资产和长期股权投资的增长。2013 年，公司固定资产增长的原因主要为机械设备的增长。

所有者权益方面，截至 2013 年底，公司所有者权益合计 375.11 亿元，同比增长 17.11%。截至 2013 年底，公司实收资本为 43.87 亿元，同比增长 12.86%，主要系公司获得财政部下拨的国有资本经营预算资金 5 亿元（《财政部国资委关于下达新兴际华集团有限公司 2013 年中央国有资本经营预算（拨款）的通知》（财企【2013】340 号）），入账实收资本。截至 2013 年底，公司资本公积同比增长 9.23%，增长主要来自公司二级子公司新兴铸管股份有限公司增发股票，少数股东持股比例增加，公司确认享有的资本溢价。截至 2013 年底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 234.20 亿元，其主要由实收资本（占 18.73%）、资本公积（占 36.50%）和未分配利润（占 41.92%）构成，公司权益中未分配利润占比较高。截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计 385.61 亿元，较 2013 年底增长 2.80%。整体看，公司权益稳定性一般。

负债方面，截至 2013 年底，公司负债合计 647.13 亿元，同比增长 43.65%，其中流动负债占 71.91%，非流动负债占 28.09%。截至 2013 年底，公司流动负债为 465.33 亿元，同比增长 48.64%，主要短期借款增加所致。截至 2013 年底，公司非流动负债为 181.80 亿元，同比增长 32.28%，主要系长期借款增长所致。

债务方面，随着负债规模的扩大，公司各项负债指标增长迅速。截至 2013 年底，公司全部债务为 409.67 亿元，同比增长 51.51%。截至 2013 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.30%、52.20%和 28.71%，分别较 2012 年上升 4.85 个、6.42 个和 3.05 个百分点。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额为 1002.28 亿元，负债合计 616.67 亿元，公司资产结构较 2012 年底变化不大，但债务规模有所减少。

整体来看，跟踪期内公司现金类资产较充裕，资产流动性较好，公司整体资产质量较好，公司所有者权益规模有所增长，自有资金较充裕。跟踪期内，公司债务规模快速增长，公司在建项目投资规模较大，未来债务规模可能进一步上升，公司整体债务负担一般。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司资产负债率有所下降，从短期偿债能力看，截至 2013 年底，流动比率和速动比率分别为 134.28%和 105.78%，较 2012 年底略有上升。截至 2014 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 136.71%和 106.09%，较 2013 年底略微上升。2013 年公司经营现金流动负债比为 6.79%，同比略有下降。整体看，公司的现金类资产较充裕，经营活动收现能力一般，短期偿债能力强。

长期偿债能力方面，截至 2013 年底，公司资产负债率为 63.30%，资产负债水平适中。2013 年公司全部债务/EBITDA 为 5.14 倍，

EBITDA 利息倍数为 4.59 倍，长期偿债指标较 2012 年略有弱化，但仍处于良好水平。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2014 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2014 年 3 月底，公司本部共获得银行授信额度 64 亿元，其中未使用额度 45.30 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司拥有际华集团股份有限公司（股票代码：601718）和新兴铸管股份有限公司（股票代码：000778）两家上市公司，直接融资渠道畅通。

公司于 2011 年 3 月 18 日发行五年期 30 亿元中期票据“11 新际华 MTN1”，其中 21.5 亿元用于补充公司营运资金，8.5 亿元用于偿还银行贷款。

2013 年公司经营活动现金流入量为 1948.19 亿元，对“11 新际华 MTN1”的覆盖倍数为 64.94 倍；2013 年公司经营活动现金流入量净额为 31.60 亿元，对“11 新际华 MTN1”的覆盖倍数为 1.05 倍；2013 年公司 EBITDA 为 79.77 亿元，对“11 新际华 MTN1”的覆盖倍数为 2.66 倍。综合分析，公司经营活动现金流入和 EBITDA 对公司待偿债券的保障程度较高。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G99110105021995006），截至 2014 年 3 月 27 日，公司本部无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

公司是国务院国资委直属的大型国有企业，拥有冶金（钢铁和管业）、轻工、装备制造、商贸物流四大板块，其中球墨铸铁管生产规模居国内首位，行业地位突出；公司积极开展多元化经营，增强了抗风险能力；各板块的研发能力较强，为公司的长远发展提供良好的技术保障。公司收入规模大，融资

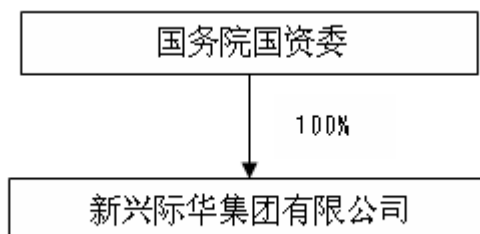
能力强。

综合看，公司整体抗风险能力极强。

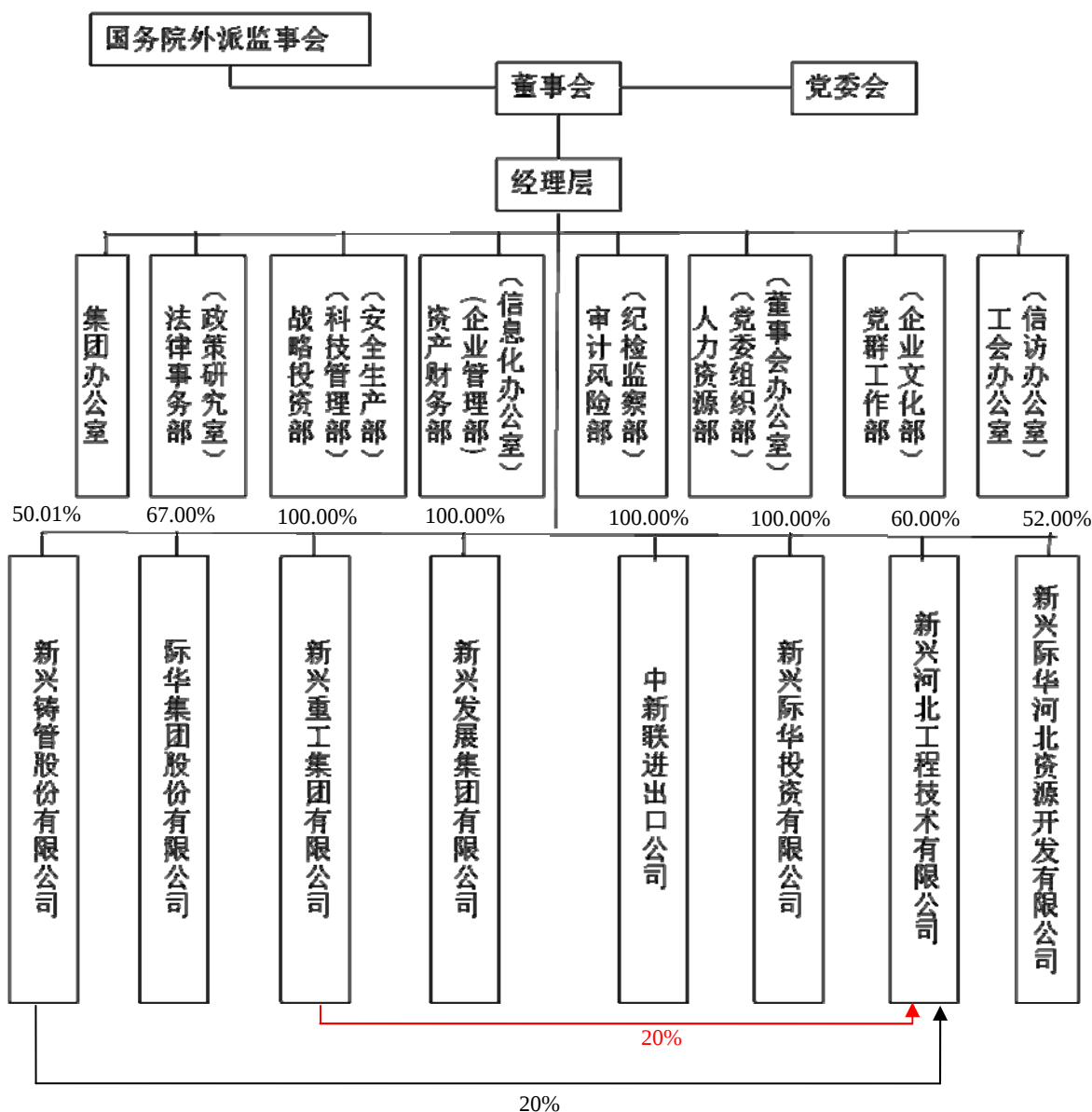
九、结论

综合考虑，联合资信维持公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11新际华MTN1”AAA的信用等级。

附表 1-1 公司股权结构图



附表 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	204.00	213.98	337.21	265.83
资产总额(亿元)	641.62	770.78	1022.24	1002.28
所有者权益(亿元)	289.46	320.30	375.11	385.61
短期债务(亿元)	102.31	159.85	258.64	249.48
长期债务(亿元)	94.04	110.54	151.03	136.17
全部债务(亿元)	196.35	270.39	409.67	385.65
营业收入(亿元)	1476.12	1803.13	2016.05	533.00
利润总额(亿元)	36.04	39.65	43.95	10.64
EBITDA(亿元)	57.42	68.56	79.77	--
经营性净现金流(亿元)	-28.22	26.44	31.60	-6.64
财务指标				
销售债权周转次数(次)	18.18	19.38	17.81	--
存货周转次数(次)	15.64	16.80	16.23	--
总资产周转次数(次)	2.53	2.55	2.25	--
现金收入比(%)	83.18	89.10	94.46	92.39
营业利润率(%)	4.76	3.99	3.58	3.49
总资本收益率(%)	7.67	7.25	6.20	--
净资产收益率(%)	9.89	10.08	8.89	--
长期债务资本化比率(%)	24.52	25.66	28.71	26.10
全部债务资本化比率(%)	40.42	45.78	52.20	50.00
资产负债率(%)	54.89	58.45	63.30	61.53
流动比率(%)	168.67	142.66	134.28	136.71
速动比率(%)	125.30	108.73	105.78	106.09
经营现金流动负债比(%)	-12.31	8.44	6.79	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.48	5.13	4.59	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.42	3.94	5.14	--

注：公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 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
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%

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
 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 4 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。