

关于重新披露《中国宝安集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告》
的说明

本评级机构分析师在撰写《中国宝安集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告》（以下简称“评级报告”）的过程中，因数据导入错误，导致评级报告图表 3 中“中间相碳微球”2016 年度及 2017 年第一季度主营业务收入及主营业务成本数据出现差错。其中 2016 年度及 2017 年第一季度主营业务收入原数据为 2251.03 万元和 1222.15 万元，实际应为 28241.66 万元和 4550.54 万元；主营业务成本原数据为 988.28 万元和 567.68 万元，实际应为 18847.71 万元和 3674.85 万元。本评级机构已对上述错误进行了更正，并将《中国宝安集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告》重新披露（见附件）。本次更正对中国宝安本次债券跟踪评级结果无影响。

特此致歉！

上海新世纪资信评估投资服务有限公司
2017 年 6 月 30 日

中国宝安集团股份有限公司
2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
跟踪评级报告

主体信用等级： AA⁺ 级

债项信用等级： AA⁺ 级

评级时间： 2017 年 6 月 21 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.

中国宝安集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告 概要

编号：【新世纪跟踪[2017]100239】

存续期间 5 年期债券 10 亿元人民币，2016 年 3 月 28 日-2021 年 3 月 28 日

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪：	AA ⁺ 级	稳定	AA ⁺ 级	2017 年 6 月
前次跟踪：	AA ⁺ 级	稳定	AA ⁺ 级	2016 年 12 月
首次评级：	AA 级	稳定	AA 级	2015 年 10 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司数据：				
货币资金	0.92	4.78	1.20	3.17
刚性债务	54.24	55.70	72.88	82.33
所有者权益	21.48	36.43	34.36	34.10
经营性现金净流入量	-5.71	-12.93	-11.54	-1.49
合并数据及指标：				
总资产	147.25	181.14	216.23	226.38
总负债	92.61	115.60	134.88	143.48
刚性债务	59.72	80.81	94.60	106.11
所有者权益	54.64	65.54	81.35	82.90
营业收入	43.11	48.65	64.12	12.67
净利润	4.73	9.27	4.19	0.88
经营性现金净流入量	4.75	0.13	-0.12	0.63
EBITDA	9.94	16.97	12.30	—
资产负债率[%]	62.89	63.82	62.38	63.38
权益资本与刚性债务 比率[%]	91.50	81.10	85.99	78.13
流动比率[%]	164.98	152.08	141.37	140.24
现金比率[%]	44.16	56.82	29.91	28.70
利息保障倍数[倍]	2.10	3.47	2.04	—
净资产收益率[%]	8.99	15.43	5.71	—
经营性现金净流入量与 负债总额比率[%]	5.33	0.12	-0.10	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	1.49	-0.67	-22.21	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.58	3.99	2.68	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.18	0.24	0.14	—

注：根据中国宝安经审计的 2014-2016 年度及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

陈思阳 csy@shxsj.com
王婷亚 wty@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

跟踪期内，中国宝安业务保持平稳发展，市场地位得以保持，收入规模进一步提升，经营效益保持良好水平，偿债能力仍较强。但需持续关注其刚性债务规模扩大、现金流波动较大等带来的压力。

- 中国宝安是我国最早的上市公司之一，经过多年发展已形成高新技术、生物医药和房地产三大业务板块，其中高新技术和生物医药板块面临的市场经济环境较好，未来具有较大的发展空间。
- 跟踪期内，中国宝安高新技术板块发展较好，在收入中的占比有所提升，改善了公司的业务结构。
- 中国宝安子公司贝特瑞在全球锂电池石墨类负极材料市场占有率第一，并不断扩展石墨应用领域；子公司大地和在新能源汽车电机市场较具竞争力；生物医药板块“马应龙”系列治痔药品市场占有率为国内第一。
- 跟踪期内，中国宝安收入规模保持增长，得益于较大规模的投资收益和较高的毛利水平，公司经营效益继续处于较好水平，为其偿债奠定了良好基础。
- 中国宝安的存货大部分为在建和在售房地产项目等，变现能力不确定，导致公司资金大量沉淀于存货中，降低了公司的资金使用效率。
- 中国宝安近年来现金流呈现一定波动，对流动负债的保障程度不稳定。且公司债务承债主体主要为母公司，其有较大的流动性压力。
- 受到业务规模扩大、产能扩张计划的影响，跟踪期内中国宝安刚性债务持续扩大，未来仍有较大的投融资压力。
- 高新技术行业技术发展速度快，中国宝安高新技术板块的产品具有技术更替的风险，或对公司经营业绩造成潜在的负面影响。
- 投资收益已成为中国宝安主要利润来源之一，但

本报告表述了新世纪评级对中国宝安及其发行的本次债券的评级观点，并非引导投资者买卖或持有中国宝安发行的金融产品或债权人向中国宝安授信、放贷、赊销的一种建议。报告中引用的资料主要由中国宝安提供，所引用资料的真实性由中国宝安负责。

中国宝安的投资收益主要来自出售子公司股权
收益，稳定性较弱。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司



跟踪评级报告

按照中国宝安集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“16 宝安 01”、“本次债券”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据中国宝安集团股份有限公司（以下简称“中国宝安”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2016 年财务报表、未经审计的 2017 年第一季度财务报表及相关经营数据，对中国宝安的财务状况、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。

一、债券发行情况

经中国证监会核准，该公司于 2016 年 3 月面向合格投资者公开发行了 10 亿元人民币公司债券，期限为 5 年。本次债券的票面利率为 5.6%。

截至本报告日，该公司已发行但尚未到期的债券本金合计为 10 亿元，具体情况如下表：

图表 1. 截至本报告日公司已发行尚未到期债券情况（单位：亿元）

债券名称	种类	起息时间	发行金额	到期日
16 宝安 01	公司债券	2016.3.28	10.00	2021.3.28

资料来源：Wind 资讯

二、跟踪评级分析

（一）公司管理

该公司股权一直较为分散，最大股东持股未超过 15%，无实质控股股东和实际控制人，但自然人陈政立任公司主要领导职务，负责公司主要经营策略的制定，对公司实际影响力较强。公司第二大股东深圳市宝安区投资管理有限公司是深圳市宝安区下属的投融资平台，公司具有一定的国资背景，能够得到当地政府的一定支持。截至 2016 年末，公司总股本为 21.49 亿股。

跟踪期内，该公司法人治理结构保持稳定，内部管理制度仍不断完善，为公司战略规划的有效执行和持续稳定运作提供了可靠保障。

(二) 业务运营

该公司是一家多产业复合型集团企业，目前产业涉及高新技术、生物医药和房地产三大板块。高新技术产业方面，公司是国内乃至国际领先的锂电池石墨类负极材料生产商；生物医药产业方面，公司的“马应龙”品牌治痔药品在国内市场的知名度也较高；房地产业务方面，公司开发的商品房项目也具有一定的市场口碑。跟踪期内，公司收入保持较大规模，2014-2016年及2017年第一季度其收入情况如下表：

图表 2. 公司营业收入构成情况 (单位：万元)

业务板块	2014 年		2015 年度		2016 年度		2017 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
高新技术	148044	34.34%	208365	42.83%	292383	45.60%	61797	48.79%
医药	164796	38.22%	186774	38.39%	220338	34.37%	41388	32.68%
房地产	93021	21.58%	67583	13.89%	99919	15.58%	14759	11.65%
其他	25287	5.86%	23812	4.89%	28533	4.45%	8718	6.88%
合计	431148	100.00%	486535	100.00%	641174	100.00%	126663	100.00%

资料来源：中国宝安

1. 高新技术业务

锂离子电池行业处于中日韩三国三足鼎立形势。其中，日本作为全球最早将锂离子电池产业化的国家，在锂离子电池及材料技术上积累丰富，但由于资源匮乏和科研放缓，日本在锂离子电池技术上优势正在慢慢消失。韩国是锂离子电池行业内最优秀的模仿者，虽然其起步发展晚，但其凭借强大的管理体系和系统研究能力，有超越日本的趋势，但其人力成本和资源匮乏将成为其主要的制约因素。中国是目前世界上第三大锂离子电池生产国，具有丰富的石墨、锂等矿产资源和巨大的潜在市场，将会成为未来锂离子电池领域的主要生产国。而且中国锂离子电池行业经过十多年的发展，已基本完成锂电池技术前期积累，并且在部分领域达到国际领先水平，未来我国锂电池行业仍有很大的发展空间。

该公司是目前世界上最大的锂电池石墨类负极材料生产商，其市场占有率自 2012 年起就位居全球第一，目前全球市场占有率约为 40%，并不断拉大和主要竞争对手如日立化成等的差距。公司已基本完成新能源汽车动力电池的石墨类负极材料的研制，依托近年来我国乃至世界新能源汽车的快速发展，未来公司的市场竞争优势仍将不断巩固。

该公司高新技术业务的核心运营子公司为深圳市贝特瑞新能源材料股份有限公司（简称“贝特瑞”）和深圳市大地和电气股份有限公司（简

称“大地和”), 主要产品为锂电池石墨类负极材料和新能源汽车驱动电机。此外, 公司还控股有宁波拜特测控技术有限公司(简称“宁波拜特”)、江西宝安新材料科技有限公司(简称“宝安新材料”)、四川贝氏新材料有限公司(简称“贝氏新材料”)、深圳市泰格尔航天航空科技有限公司(简称“泰格尔”)、武汉华博通讯有限公司(简称“华博通讯”)、武汉永力科技股份有限公司(简称“永力科技”)等高新技术企业。这些公司产品包括新型复合材料、无人机、电源类产品、电池测试类设备等, 部分企业具有军工资质, 但目前这些产品占公司高新技术板块业务收入的比重仍较小。跟踪期内, 得益于贝特瑞和大地和的快速发展, 公司高新技术业务收入和占比得到较大提升, 有效改善了公司的业务结构, 增强了公司的竞争力。

图表 3. 公司高新技术业务主导产品收入成本情况 (单位: 万元)

产品名称	2014 年度		2015 年度		2016 年度		2017 年第一季度	
	主营业务 收入	主营业务 成本	主营业务 收入	主营业务 成本	主营业务 收入	主营业务 成本	主营业务 收入	主营业务 成本
石墨类负极材料	99581.25	66489.51	91036.66	69310.10	101950.22	74224.89	19784.09	14380.66
中间相碳微球	4224.46	2783.34	22868.39	16255.43	28241.66	18847.71	4550.54	3674.85
正极材料	1849.28	2173.34	14372.56	13244.09	62287.31	50077.53	21178.41	16228.93
电机控制器系统	7570.76	4442.34	31896.19	18271.26	40722.94	27157.27	1899.69	1158.81
电源类产品	7709.95	4234.50	6579.84	2909.12	6044.42	3026.92	1080.78	788.38
电池测试类设备	1680.67	1255.73	3547.10	2232.68	3692.49	2807.77	553.44	473.78
通话器类和模拟训练器类产品	--	--	10391.57	5129.98	13513.00	6959.00	1168.20	568.70
充电连接器	--	--	--	--	15671.00	8400.00	1920.00	1071.00
合计	122616.37	81378.76	180692.31	127352.66	272123.04	191501.09	52135.15	38345.11

资料来源: 中国宝安

目前贝特瑞仍是该公司高新技术领域的龙头企业。公司通过股权收购取得贝特瑞的实际控制权。收购之后, 贝特瑞得到公司在资金、研发、供销渠道等多方面的支持, 做大做强了石墨类负极材料主业, 并从 2012 年起超越主要竞争对手日本日立化成, 成为全球最大的锂电池负极材料供应商, 全球市场占有率不断提升。跟踪期内, 贝特瑞仍维持其市场地位。

图表 4. 贝特瑞近三年一期产销情况 (吨)¹

时间段	设计产能	实际产量	销售量	产销率 (%)
2014 年	30000	23391	23009	98.37
2015 年	40800	29594	29416	99.40
2016 年	47500	32702	31016	94.85
2017 年第一季度	39000	7436	7284	97.95

资料来源：中国宝安

贝特瑞主要生产设备从国外进口，生产设备技术水平和自动化程度较高，节省了生产人力成本，保证了较高效率的产出。公司在深圳、惠州、鸡西和天津设有生产基地，主要产品为石墨类负极材料、中间相碳微球和锂电池正极材料，是全球唯一一家拥有完整的石墨价值产业链的新能源材料企业，技术储备领先。

在采购方面，目前贝特瑞主要的生产原料为石墨原料和少量辅料等，2012 年公司投资 1.1 亿元在鸡西建立选矿厂，2013 年建成并投产，目前年选矿能力为 60 万吨，每年可提供给公司 6 万吨石墨原料，基本能够满足公司原料需求。在选矿厂建成投产后，公司形成了从石墨矿到石墨产品的完整产业链，市场竞争力进一步增强。

贝特瑞主要下游客户为锂电池生产商，包括松下、LG 等世界知名企业，且随着新能源汽车特别是电动汽车的迅速发展，国际上对车载锂电池的需求量越来越大，公司已完成了车载动力电池负极材料的研究，并进入量产阶段，未来市场需求量有望持续上升，市场空间较广阔。除负极材料外，贝特瑞还布局锂电池正极材料，近两年获得快速发展，成为贝特瑞新的增长点。

此外，贝特瑞还成立了国内首家新能源技术产业化研究院——贝特瑞新能源技术研究院，截至 2016 年末，研究院共有研发人员 151 人，其中博士 11 人。贝特瑞在锂离子电池正负极材料制备技术、碳纳米材料制备及分散技术、碳材料纯化技术、纳米 Si 的制备及分散技术、粉体加工工程化技术、锂离子电池及其材料的评价及测试技术等多个技术领域已开发出自己的核心技术，并形成了自主知识产权。截至 2016 年末，贝特瑞及子公司累计申请国内外专利 280 项、已授权 165 项，其中已授权国内专利 142 项，国外专利 23 项（韩国 10 项，日本 11 项，美国 2 项）。在自主研究开发的产品中，有 6 项产品获国家级重点新产品称号。

2016 年 12 月 21 日，该公司公告称贝特瑞计划在常州市金坛华罗庚

¹ 该表格中贝特瑞设计产能与实际产量之间有较大差距，主要原因是公司预计相关产品市场潜力较大，尤其是在动力电池领域，因此提前布置了大量产能。随着市场的拓展，公司产能利用率也得到提升。

科技产业园新建锂电池高性能正负极材料项目，计划总投资 52 亿元，分为三期建设，第一期投资 13.5 亿元，建成后可形成年产正负极材料各 3 万吨的规模，目前该项目处于前期准备阶段，尚未开始投资。未来贝特瑞或将面临较大的投融资压力；但若项目能如期建成并投产，将给公司高新材料业务带来业务规模和经营效益的进一步提升。

大地和主要致力于新能源汽车电机及其控制器的研发、生产和销售，并以新能源电机及控制器的研发设计和工程化应用为基础，为新能源汽车企业提供电机驱动系统全面解决方案。该公司于 2011 年投资控股了大地和，持股比例为 51.6%。大地和于 2014 年 11 月在全国中小企业股份转让系统挂牌上市，代码为 831385。

目前，大地和永磁同步电机系统占其销售收入的比重近 82%，主要应用于纯电动大巴中巴、环卫车、轿车、混合动力巴士等新能源车型，重点客户包括南京金龙、上海申沃、安凯客车、长安新能源、东风汽车等。随着新能源汽车的快速发展，大地和业务规模得到较大提升，2016 年实现营业收入 4.08 亿元，同比增长 27.94%。

图表 5. 大地和近三年一期产销情况（套）

时间段	设计产能	实际产量	销售量	产销率（%）
2014 年	5000	4772	4546	92.3%
2015 年	26000	25644	25061	97.7%
2016 年	60000	26151	26215	100.24%
2017 年第一季度	50000	4200	4100	97.62%

资料来源：中国宝安

大地和是行业内最早进入新能源汽车领域，最早启动新能源汽车驱动系统研究的企业之一。大地和为国家“863”电动汽车专项计划提供电机及控制系统的配套产品，与中科院、清华大学、天津大学、武汉理工大学、南车时代电动、华南理工大学、北京理工大学等国内外科研院所进行基础及应用技术合作。截至 2016 年 12 月 31 日，大地和已获得专利技术 22 项、软件著作权 5 项，另有 1 项发明专利正在实审阶段，5 项发明专利正在公示期。

除贝特瑞和大地和，该公司还控股了宁波拜特、宝安新材料、武汉华博、武汉永力等高新技术企业，业务覆盖新能源新材料与军工相关领域，目前仍处于培育期，为公司未来高新技术板块业务规模的进一步增长提供了较大潜力。

2. 生物医药行业

我国经济不断发展，城镇化水平不断提高。据相关统计分析，城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，我国老龄化人口占比上升较快，研究表明医疗保健支出与年龄呈正相关性，老龄化趋势的不断提高同样促进医药需求。新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容刺激了抑制的医药需求，促进医药行业不断发展。近年来我国医药制造收入及利润总体呈持续增长趋势，但是其增速下降，呈现放缓状态。2011~2015年，我国医药制造业的销售收入从14,522.05亿元增长至25,537.10亿元，年复合增长率为15.16%；利润总额从1494.30亿元增长至2,627.30亿元，年复合增长率为15.15%。2016年度，医药制造业合计实现销售收入28,062.90亿元，同比增长9.70%；利润总额3,002.90亿元，同比增长13.90%。

从医药行业未来发展趋势来看，人口老龄化、人均收入持续增长以及城镇化等因素保证了我国医药行业刚性需求的稳步增长，加之医疗改革和国家政策的不断深化推进，医药行业发展前景仍保持良好。根据国务院办公厅2013年9月下发的《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》，2020年我国60周岁以上老年人口预计将达到2.43亿，2025年或将突破3亿。随着人口结构的老龄化，未来中国医药市场将持续扩容，刚性需求逐步上升。同时，目前我国农村居民医疗保健水平较低，远低于城镇居民的平均水平，而城镇化将促进其医疗、养老、社会保障等多方面与城市接轨，进而带动基层、县医院的发展，为医药消费带来巨大增量。

该公司生物医药的主要运营子公司为马应龙药业集团股份有限公司（简称“马应龙”），其为上海证券交易所主板上市公司，股票代码为600993。公司于1995年控股了马应龙的前身湖北马应龙药业有限公司，并以其作为生物医药业务的龙头企业，发展公司的生物医药业务。马应龙品牌始创于1582年，是一家“中华老字号”医药企业，其生产的“马应龙”系列治痔药品在国内市场具有较高的知名度。

图表 6. 马应龙近三年一期各产品收入成本情况（单位：万元）

产品名称	2014 年度		2015 年度		2016 年度		2017 年第一季度	
	主营业务 收入	主营业务 成本	主营业务 收入	主营业务 成本	主营业务 收入	主营业务 成本	主营业务 收入	主营业务 成本
治痔类产品	53814.18	12326.34	58258.57	13121.58	63786.20	15155.96	18159.88	4441.88
其他产品	27127.14	10026.20	26372.54	11391.58	31228.29	13810.59	7860.44	3585.54

零售、批发	76512.91	69823.24	83188.77	77487.19	101704.55	95382.87	9671.16	8104.93
医院诊疗	7570.84	5383.70	11643.23	8535.62	13927.49	12287.51	3761.62	3190.78
内部抵消	-3341.26	-3269.27	-2683.73	-2683.73	-2857.17	-2826.19	-871.87	-866.35
合计	161683.81	94290.21	176779.38	107852.24	207789.37	133810.74	38581.23	18456.78

资料来源：中国宝安

该公司主要产品仍为“马应龙”品牌治痔药品，包括药膏、胶囊、注射液等品种，产品的市场占有率超过 40%，处于下消化道肛肠细分市场领头地位。跟踪期内，公司产销形势保持良好，主要采购、销售模式得以维持，生物医药业务经营较为稳定。

图表 7. 马应龙近三年一期产销状况（单位：万支、万盒）

年份	设计产能	实际产量	销售量	产销率 (%)
2014 年	16611.11	14038.42	13731.52	97.81
2015 年	16696.32	14546.87	14677.13	100.90
2016 年	17881.53	16184.69	15857.54	97.98
2017 年第一季度	4470.38	4065.25	4486.00	110.35

资料来源：中国宝安

3. 房地产业务

在房地产行业快速发展的过程中，我国房地产市场出现波动并暴露出诸多问题，政府的宏观调控与管理伴随着行业的发展始终没有放松。2016 年我国商品房新房成交量快速增长，全年销售面积为 15.73 亿平方米，同比增长 22.46%；其中住宅销售面积为 9.31 亿平方米，同比增长 22.36%。值得注意的是，2016 年 9 月末多个热点城市加大限购力度后，11 月全国商品房销售面积同比增速一度大幅降至 7.92%。但由于金融机构总体上仍保持了较大规模的新增个人购房贷款，12 月商品房销售面积同比增速又出现了一定程度的反弹。2017 年 3 月，以北京为首多个城市限购政策加码升级，据初步统计，全国 50 个代表城市商品住宅市场月均成交量在 2650 万平方米左右，同比下降约 15%，预计未来一段时间商品房销售增速将进一步下滑。

该公司房地产板块主要开发产品为商品房，受到市场调仓的影响较大。公司目前的房地产开发规模和一些大型房地产企业相比仍较小，虽然经过多年经营拥有了一定的市场知名度，但市场竞争力相比其他知名房地产企业仍相对较弱。公司房地产板块因为战略原因正不断压缩开发规模，但目前公司自身在建、在售房地产项目仍有一定规模，未来其房地产板块的发展仍具有一定的不确定性。

该公司房地产业务主要由各房地产项目子公司运作，公司本部进行

统一协调和管理。公司从事房地产业务的时间已较长，具有较丰富的房地产开发经验。截至2017年3月末，公司在建及在售的房地产项目情况如下：

图表8. 截至2017年3月末公司在建、在售房产项目情况（单位：平方米、亿元）

开发子公司名称	项目名称	所在地	建筑面积	项目类型	计划投资	截至2017年3月末已投资	是否开始销售	销售进度	已回笼资金
中国宝安集团海南实业有限公司	宝安公园家一期	海南省定安县	67774.44	商品房	3.62	3.62	是	72.71%	2.96
	宝安江南城一期	海南省海口市	63488.47	商品房、商业	2.29	2.29	是	96.94%	2.35
	宝安江南城二期	海南省海口市	61085.21	商品房、商业	2.32	2.32	是	99.96%	2.66
	宝安江南城三期1#	海南省海口市	49833.75	商品房、商业、别墅	2.13	2.13	是	98.17%	3.36
	宝安江南城三期3#	海南省海口市	50361.94	商品房、商业、别墅	5.62	5.62	是	96.50%	8.66
	宝安滨海豪庭	海南省海口市	61077.38	商品房、商业	4.08	4.08	是	99.65%	5.64
	万宁宝安椰林湾一期	海南省万宁市	70185.42	商品房、商业	2.05	2.05	是	99.41%	2.7
	万宁宝安椰林湾二期	海南省万宁市	164059.38	商品房、商业	6.90	6.90	是	100%	11.54
	宝安公园家二期	海南省定安县	5415.03	商品房	0.38	0.38	否	--	--
	万宁兴隆椰林湾	海南省万宁市	77210.56	商品房、商业	4.32	1.45	否	--	--
山东宝安房地产有限公司	江南城一期	威海文登南海新区	76915.64	商品房、商业、别墅	4.50	4.66	是	88%	4.27
	江南城二期A区	威海文登南海新区	43582.38	商品房、商业、别墅	4.70	4.61	是	79%	3.87
天津宝安房地产有限公司	江南城一期别墅	天津西青区	18968.34	商品房	4.00	3.69	是	63%	1.55

	江南城一期高层	天津西青区	115675.53	商品房	9.43	8.35	是	100%	9.23
	江南城二期高层	天津西青区	85544.11	商品房	11	3.47	否	--	--
新疆宝安房地产有限公司	宝安江南城	新疆库尔勒	184430.41	商品房、商业、别墅	11.1	8.68	是	57.78%	3.67
武汉宝安房地产有限公司	山水琴台	武汉汉阳区	142650.26	商品房	7.80	7.49	是	94%	11.17
	山水龙城三期	武汉盘龙城	57962.83	别墅	3.00	2.68	是	99%	4.23
	山水龙城四期	武汉盘龙城	53364.37	别墅	3.00	2.89	是	97%	4.52
深圳市丹晟恒丰投资有限公司	白石龙工业区城市更新项目	深圳市龙华新区	100889.00	商品房	13.9	3.61	否	--	--
合计	--	--	1554797.66	--	106.14	81.64	--	--	82.38

资料来源：中国宝安

该公司 2006 年通过二级市场股票收购成为宝安鸿基地产集团股份有限公司（简称“宝安地产”）的第一大股东²。宝安地产为深圳证券交易所主板上市企业，股票代码 000040。在公司入主宝安地产后，原计划将宝安地产作为公司房地产业务的龙头企业和运营平台，整合公司原有的房地产资源，专注发展房地产业务。但近年来，受到房地产市场调仓、分化压力加大的影响，公司在售房地产项目销售进度较为缓慢，资金回收速度放缓，给公司带来了一定的融资压力和资产运营压力，公司房地产业务存在周期性波动风险。根据公司战略，公司未来将集中精力发展高新技术和医药板块业务，房地产板块业务将维持在较小规模（不超过营业总收入的 30%），且后续开发以深圳等一线城市为主，短期内不再进入非一线城市房地产市场。

2015 年 8 月 16 日，该公司全资子公司中国宝安集团控股有限公司与东旭集团有限公司（简称“东旭集团”）签署了《股份转让框架协议》，将其持有的宝安地产 7039 万股股份以每股 17 元价格转让，总价款为 11.97 亿元，公司获得约 8 亿元的投资收益³。

（三）财务质量

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016 年财务报表

² 宝安地产为该公司联营企业，未纳入公司合并报表范围。截至 2014 年末，公司持有宝安地产 19.80% 股权。

³ 本次交易后，该公司仍持有宝安地产（已更名为东旭蓝天）0.23 亿股，持股比例为 1.69%。

进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2017 年第一季度财务报表未经审计。公司执行《企业会计准则--基本准则》和其他各项会计准则的规定。

截至 2016 年末，该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为 216.23 亿元，股东权益为 81.35 亿元（其中归属于母公司所有者权益合计为 44.73 亿元）；2016 年公司实现营业收入 64.50 亿元，净利润 4.19 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 2.33 亿元），经营活动产生的现金流量净额为-0.12 亿元。

截至 2017 年 3 月末，该公司未经审计的合并会计报表口径资产总额为 226.38 亿元，股东权益为 82.90 亿元（其中归属于母公司所有者权益合计为 45.29 亿元）；2017 年第一季度公司实现营业收入 12.67 亿元，净利润 0.88 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 0.33 亿元），经营活动产生的现金流量净额为 0.63 亿元。

跟踪期内，该公司主业经营较为稳定，2016 年及 2017 年第一季度其营业收入分别为 64.50 亿元和 12.75 亿元，总体仍保持在较大规模。2016 年公司应收账款、存货、固定资产和总资产周转速度分别为 5.28 次、0.64 次、2.45 次和 0.32 次，公司资产运营效率一般，其中存货周转速度较慢主要是由于公司在建和在售房地产项目数额较大所致。

图表 9. 公司各业务毛利率情况

业务种类	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年第一季度
高新技术业务	31.07%	32.95%	31.75%	28.64%
生物医药业务	42.75%	40.11%	37.22%	52.19%
房地产业务	18.17%	24.55%	19.89%	15.37%
其他业务	20.12%	10.78%	6.61%	5.27%
综合毛利率	32.11%	33.45%	30.66%	33.19%

资料来源：根据中国宝安提供的资料绘制

从毛利率来看，除房地产业务外，该公司高新技术和医药业务仍保持较高的毛利水平，2016 年及 2017 年第一季度公司综合毛利率分别为 30.66%和 33.19%；受期间费用增长较快的影响，2016 年公司营业利润率有所下滑，主业总体经营效益一般。

目前，投资收益已成为该公司利润的重要补充。2016 年公司实现投资净收益 4.05 亿元，具体构成见下表：

图表 10. 2015-2016 年公司投资收益来源 (单位: 万元)

投资收益来源	2015 年	2016 年
权益法核算的长期股权投资收益	8215.75	11615.05
处置长期股权投资损益	73654.33	19140.41
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益	362.40	346.59
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益	12507.24	-4234.77
处置持有至到期投资取得的投资收益	--	93.01
可供出售金融资产在持有期间的投资收益	28.45	1132.58
处置可供出售金融资产取得的投资收益	4471.85	12457.84
其他非流动资产摊销	-5.16	-5.16
合计	99234.85	40536.45

资料来源: 中国宝安 2016 年度审计报告

该公司投资收益主要来自出售长期股权投资子公司股权, 2016 年公司长期股权投资金额为 11.97 亿元, 金额仍较大, 未来仍有可能继续通过出售子公司股权来获得投资收益, 但子公司股权出售具有一定的不确定性, 因此公司投资收益的稳定性仍有待观察。

2016 年及 2017 年第一季度该公司分别实现净利润 4.19 亿元和 0.88 亿元, 2016 年公司净资产收益率和总资产报酬率分别为 5.70% 和 4.74%, 资产获利能力一般。总体上看, 跟踪期内, 随着公司高新技术业务的发展, 该板块业务收入和利润水平有望继续提升, 公司整体经营效益有望得到提高, 为其偿债提供支持。

该公司近年来经营较为稳定, 且分红较少, 净资产实力得以不断增强, 2016 年末及 2017 年 3 月末其净资产分别为 81.35 亿元和 82.90 亿元, 资产负债率分别为 62.38% 和 63.38%, 负债经营程度较稳定且尚属合理。

随着业务规模的扩大, 该公司资金需求增加, 外部融资规模扩大导致其债务规模持续上升。2016 年末其负债总额为 134.88 亿元, 较年初增加 19.28 亿元。从债务期限来看, 公司负债较集中为流动负债, 其中占比较大的为短期借款、应付账款、预收款项、应交税费、其他应付款和一年内到期的非流动负债。公司短期借款年末余额为 45.45 亿元, 加上一年内到期的非流动负债 (一年内到期的长期借款) 25.18 亿元和应付票据 2.99 亿元, 合计为 73.63 亿元, 构成了公司的短期刚性偿债压力。公司短期借款主要承债主体为母公司, 且规模较年初增加较多, 主要是子公司业务规模快速扩大, 营运、研发和投资资金需求增加所致。公司短期借款主要的借款方式为抵押、担保和质押借款, 主要是以公司厂房和生产设备、在建房地产项目、无形资产、存货等作为抵押筹集的流动

资金借款，借款利率基本上为基准利率或基准利率下浮 5%。应付账款年末余额为 13.12 亿元，为供应商给予公司的商业信用，支付周期一般为 3-6 个月；其他应付款年末余额为 4.98 亿元，主要是一些尚未支付的保证金、暂扣款、开发项目工程质保金和往来款等，较年初减少 48.77%。

2017 年 3 月末，该公司流动负债金额为 104.79 亿元，其中短期借款较年初增长 38.56%至 62.98 亿元，主要系公司增加金融机构借款用于偿还到期中期票据以及贝特瑞等高新技术企业扩充产能增加流动资金的需求导致借款增加所致；一年内到期的非流动负债较年初减少 9.11 亿元至 16.07 亿元，主要是 14 宝安集 MTN001 到期兑付所致。

该公司的长期负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和递延收益构成，其中长期借款 2016 年末余额为 10.90 亿元，借款结构和利率与短期借款基本一致；应付债券⁴为公司于 2016 年发行的公司债券，年末本息合计余额为 9.91 亿元；递延收益年末余额为 3.44 亿元，主要是收到的政府各项补助，不构成实际偿债压力。总体上看，公司负债以刚性债务为主，尤其是短期刚性债务，有较大的即期偿债压力。

2017 年 3 月末，该公司长期借款较年初增长 32.52%至 14.44 亿元，主要是子公司丹晟恒丰增加房地产项目贷款用于开发深圳龙华新区项目以及贝特瑞等高新技术企业扩大产能和满足长期流动资金占用的需要增加借款所致，其他科目金额变化不大。

该公司结算上一直以现款结算和票据结算相结合，并根据客户资金情况、自身资金情况进行灵活调整，2016 年及 2017 年第一季度其营业收入现金率分别为 103.79%和 112.95%。

该公司业务较为多样，受到票据结算、原材料采购周期不稳定和关联往来等多方面因素的影响，公司近三年经营性现金流呈现一定波动，2014-2016 年及 2017 年第一季度其经营性现金流量净额分别为 4.75 亿元、0.13 亿元、-0.12 亿元和 0.63 亿元，公司经营性现金流对负债保障的稳定度不足。

该公司参股控股企业较多，每年均会对投资进行调整并获取投资收益，利用闲置资金购买理财产品，加上高新技术和生物医药业务仍有一定的产能扩张投资支出，因此近三年公司投资性现金流也呈现较大波动，2014-2016 年及 2017 年第一季度其投资性现金流量净额分别为 -3.42 亿元、-0.83 亿元、-27.69 亿元和 -7.75 亿元，其中 2016 年投资性现金支

⁴ 该公司已将 2017 年内将到期兑付的两期中期票据转入“一年内到期的非流动负债”科目中。

出同比增长 31.18%，主要是增持国际精密集团有限公司（简称“国际精密”）股权⁵，以及取得子公司支付的现金增加所致。未来公司业务种类仍保持多样性，加上其对外投资的调整，其投资性现金流仍可能呈现较大波动。

随着经营规模的扩大，该公司资产总额也逐年增长，至 2016 年末达到 216.23 亿元。从资产构成来看，公司长短期资产占比分别为 34.79% 和 65.20%，公司资产以流动资产为主。

2016 年末该公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收票据、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产构成。其中，存货年末余额达到 77.89 亿元，其中 66.07 亿元为公司在建和在售房地产项目的成本，其余主要是为高新技术和生物医药业务的库存生产原料和产成品等。存货的变现能力直接决定了公司的资产质量与偿债能力，从实际情况来看，受到房地产市场波动影响，公司房地产项目销售较为缓慢，占用了公司大量资金，影响了公司的资产质量和资金使用效率。公司年末货币资金为 19.68 亿元，其中除 2.12 亿元银行承兑汇票保证金、定期存单外，大部分为可随时动用的银行存款等，较为充足的货币资金存量能够为其即期债务的偿付提供较好缓冲。其他流动资产年末金额为 7.93 亿元，主要是公司购买的一年期理财产品及债券投资，合计金额为 7.31 亿元。年末公司应收账款金额同比增长 43.23% 至 14.29 亿元，其中一年内应收账款金额 13.95 亿元，公司应收账款增幅较大主要是因经营规模扩大，应收货款相应增加。公司其他应收款金额 7.93 亿元，同比增长 5.72 亿元，主要是与项目合作方的往来款增加较多，其中公司与广东天行健投资集团有限公司的往来款金额 4.69 亿元，占应收账款总额的 53.90%。公司流动资产中的交易性金融资产和预付款项主要为正常投资、生产采购和关联往来形成，具有一定的变现能力。但总体上看，公司流动资产中存货规模很大，变现能力弱，流动资产总体质量一般。

2017 年 3 月末，该公司流动资产规模较年初有所增加，金额为 146.96 亿元，其中货币资金较年初增长 15.52% 至 22.73 亿元；交易性金融资产较年初增长 63.90% 至 7.34 亿元，主要是公司持有的证券投资收益。由于下属子公司丹晟恒丰支付了白石龙二期的旧改项目定金，2017 年 3 月末公司预付款项较初有所增长，金额为 2.79 亿元。此外，公司持有的理财产品到期赎回，期末其他流动资产金额较年初下降 35.15% 至 5.15

⁵ 2016 年公司对国际精密追加 0.14 亿元的投资金额，合计持有国际精密 3.68 万股，占其总股本的 35.01%。国际精密 2014-2016 年营业收入分别为 9.96 亿港元、8.77 亿港元和 8.52 亿港元，净利润分别为 0.95 亿港元、0.86 亿港元和 1.10 亿港元。

亿元。

该公司非流动资产规模逐年扩大，主要是固定资产等的增长，为公司持续发展奠定了基础。2016年末，公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产和商誉构成，其中可供出售金融资产金额为 8.12 亿元，同比增长 152.37%，主要是公司将所持有的东旭蓝天股权由原长期股权投资下的权益法核算转为按公允价值计量的权益工具进行核算，以及公司购买的理财产品增加所致。长期股权投资年末余额为 11.97 亿元，为公司对参股公司的投资，主要目的为获得投资收益，参股公司分配的股利和出售的股权收益是公司投资收益的主要来源。固定资产年末净值为 29.88 亿元，为公司拥有的房屋建筑物和生产设备等；在建工程年末余额为 5.02 亿元，主要是公司高新技术和生物医药业务的投资项目；无形资产年末净值为 9.48 亿元，主要是土地使用权、专利等；商誉年末余额为 4.14 亿元，系并购企业形成。2017年3月末，公司长期股权投资较年初增长 25.49%，主要系增加对联营企业投资⁶。

该公司及下属子公司马应龙均为上海证券交易所和深圳证券交易所主板上市公司，外部融资渠道较为畅通；公司与商业银行保持了良好的合作关系，截至 2017 年 3 月末各家银行给予公司的授信总额为 165.54 亿元，公司已使用 84.50 亿元，尚余 81.04 亿元授信额度，仍有一定的后续融资空间。截至 2016 年末，公司及其地产类子公司为公司商品房承购人提供抵押贷款担保额为 0.73 亿元，担保期限自保证合同生效之日起至商品房抵押登记办妥及房产证交银行执管之日止；除此之外，公司无对外担保。

三、跟踪评级结论

跟踪期内，该公司法人治理结构保持稳定，内部管理制度仍不断完善，为公司战略规划的有效执行和持续稳定运作提供了可靠保障。

该公司主业较为突出，且具有一定的规模优势，主要产品在细分市场有较强的竞争优势。经过战略调整，目前公司高新技术板块在其营业收入中的比重不断上升，业务结构得到较大改善。但公司房地产板块仍面临国家政策调整带来的去化风险。公司业务多元化发展有助于降低单一业务波动风险，提高总体抗风险能力；随着高新技术业务的快速发展，公司发展后劲较足。且公司融资渠道畅通，融资压力较易得到释放，依靠自身经营抵御风险的能力较强。

⁶主要是增加对国际精密的投资。截至 2017 年 3 月末，该公司通过子公司宝安科技有限公司持有国际精密 50.48% 股权，系其第一大股东。

跟踪期内该公司经营效益总体保持良好水平，负债经营程度尚可。受到投资规模较大的影响，公司刚性债务规模继续增长，但公司货币资金存量仍较充裕，即期付现能力较强，在公司稳定经营的前提下，其总体偿债风险仍较小。

同时，我们仍将持续关注：（1）该公司在建和在售房地产项目销售情况及存货变现情况；（2）宏观经济环境波动对公司业务的持续影响；（3）投资收益对公司经营效益的影响；（4）公司总体现金流波动情况及其偿债能力的影响。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014年	2015年	2016年	2017年 第一季度
资产总额 [亿元]	147.25	181.14	216.23	226.38
货币资金 [亿元]	19.89	38.43	19.68	22.73
刚性债务[亿元]	59.72	80.81	94.60	106.11
所有者权益 [亿元]	54.64	65.54	81.35	82.90
营业收入[亿元]	43.11	48.65	64.12	12.67
净利润 [亿元]	4.73	9.27	4.19	0.88
EBITDA[亿元]	9.94	16.97	12.30	—
经营性现金净流入量[亿元]	4.75	0.13	-0.12	0.63
投资性现金净流入量[亿元]	-3.42	-0.83	-27.69	-7.75
资产负债率[%]	62.89	63.82	62.38	63.38
长期资本固定化比率[%]	53.39	56.52	64.58	65.32
权益资本与刚性债务比率[%]	91.50	81.10	85.99	78.13
流动比率[%]	164.98	152.08	141.37	140.24
速动比率 [%]	63.67	75.63	61.46	61.96
现金比率[%]	44.16	56.82	29.91	28.70
利息保障倍数[倍]	2.10	3.47	2.04	—
有形净值债务率[%]	201.96	205.10	202.33	209.88
营运资金与非流动负债比率[%]	128.48	129.36	117.41	108.99
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	5.49	5.50	5.28	—
存货周转速度[次]	0.50	0.52	0.64	—
固定资产周转速度[次]	2.67	2.49	2.45	—
总资产周转速度[次]	0.30	0.30	0.32	—
毛利率[%]	32.11	33.45	30.66	33.19
营业利润率[%]	12.68	22.61	7.04	6.92
总资产报酬率[%]	5.72	8.99	4.71	—
净资产收益率[%]	8.99	15.43	5.71	—
净资产收益率*[%]	9.36	19.47	5.24	—
营业收入现金率[%]	101.09	105.56	103.79	112.95
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	7.09	0.17	-0.13	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.33	0.12	-0.10	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.99	-0.97	-30.54	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.49	-0.67	-22.21	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.58	3.99	2.68	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.18	0.24	0.14	—

注：表中数据依据中国宝安经审计的 2014-2016 年度及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、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-期末无形资产及商誉余额-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。