



# 信用等级通知书

[2017]跟踪0396

信评委函字

号

## 昆山高新集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为**AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；  
维持“14昆高新债 /PR昆高新”的信用等级为**AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一七年六月二十八日



## 昆山高新集团有限公司 2017 年度跟踪评级报告

发行主体	昆山高新集团有限公司		
本次主体信用等级	AA <sup>+</sup>	本次评级展望	稳定
上次主体信用等级	AA <sup>+</sup>	上次评级展望	稳定

### 存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	本次 债项 信用 等级	上次 债项 信用 等级
------	-------------	-----	----------------------	----------------------

14 昆高新债 /PR 昆高新 15 2014.3.26-2021.3.26 AAA AAA

注：“14 昆高新债/PR 昆高新”由中国投融资担保股份有限公司提供全额不可撤销连带责任保证担保。截至报告出具日，14 昆高新债 /PR 昆高新债券余额 12 亿元

### 概况数据

昆山高新（合并口径）	2014	2015	2016
总资产（亿元）	190.59	227.45	250.85
所有者权益合计（亿元）	122.39	132.96	137.65
总负债（亿元）	68.20	94.49	113.20
总债务（亿元）	66.59	80.06	109.15
营业总收入（亿元）	5.26	5.93	5.45
净利润（亿元）	4.74	3.75	1.93
EBIT（亿元）	4.94	4.59	3.17
EBITDA（亿元）	5.26	5.47	4.41
经营活动净现金流（亿元）	-3.90	10.61	9.27
营业毛利率(%)	100.00	99.90	65.34
总资产收益率(%)	2.65	2.20	1.33
资产负债率(%)	35.79	41.54	45.13
总资本化比率(%)	35.24	37.58	44.23
总债务/EBITDA(X)	12.66	14.63	24.76
EBITDA 利息倍数(X)	1.98	1.69	0.80

注：公司各年度财务报表均按新准则编制。

中投保（合并口径）	2014	2015	2016
总资产（亿元）	106.58	104.06	130.47
担保损失准备金（亿元）	3.83	4.10	3.79
所有者权益（亿元）	62.39	63.86	66.64
在保余额（亿元）	1,174.55	1,742.23	1,891.25
年新增担保额（亿元）	583.23	980.64	563.01
担保业务收入（亿元）	7.86	7.04	6.84
投资收益（亿元）	6.71	6.65	6.91
净利润（亿元）	1.32	6.03	5.99
平均资本回报率(%)	2.20	9.55	9.18
累计代偿率(%)	2.02	1.30	0.11
核心资本放大倍数(X)	12.59	21.95	23.43
净资产放大倍数(X)	15.54	27.20	28.26

注：[1]累计代偿率为商业性担保三年累计代偿率；[2]2014~2016 年末报送监管的融资性担保放大倍数（间接融资性担保以及公共融资类担保余额合计/净资产）分别为 8.63 倍、4.45 倍和 4.06 倍；[3]担保损失准备金=未到期责任准备金+担保赔偿准备金；[4]在保余额包含受托业务；[5]本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径；对于基础数据不可得或可比适用性不强的指标，本报告中未加披露，使用“-”表示。

### 分析师

项目负责人：杨晨晖 chhyang@ccxi.com.cn

项目组成员：晏逸鸣 ymyan@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2017 年 6 月 28 日

### 基本观点

中诚信国际维持昆山高新集团有限公司（以下简称“昆山高新”或“公司”）的主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；维持“14 昆高新债/PR 昆高新”的信用等级为 AAA。

中诚信国际肯定了昆山高新技术产业开发区（以下简称“昆山高新区”）不断增强的经济财政实力和科技金融业务前景良好等对公司发展起到的积极作用。同时，中诚信国际也关注到公司拥有的国土授权经营土地需经昆山市政府批准后才能进行变现、经营性业务利润下滑，对财政依赖上升以及总债务增长迅速，偿债指标有所弱化等因素对公司未来整体信用状况的影响。

此外，中诚信国际亦考虑到中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）对本期债券提供的全额不可撤销连带责任保证担保对债券还本付息的保障作用。

### 优势

- **昆山高新区经济和财政实力不断增强。**2016 年昆山高新区实现地区生产总值 650.26 亿元，增长 7.4%；实现一般公共预算收入 68.64 亿元，同比增长 7.0%。昆山高新区不断增长的经济和财政实力为公司业务发展提供了良好的外部环境。
- **科技金融业务前景良好。**公司引进实力较强的创投公司进行合作，致力于优化昆山高新区内的金融环境。公司科技金融业务尚处于起步阶段，考虑到高新区内产业基础较好，该业务具有良好的发展前景。
- **偿债保障措施极强。**中投保对“14 昆高新债/PR 昆高新”提供全额不可撤销连带责任保证担保，对债券本息偿付起到极强的保障作用。

### 关注

- **拥有的国土授权经营土地需经昆山市政府批准后才能进行变现。**未来公司主要通过合作参股形式对土地进行开发建设，相较于土地直接变现形式回款较慢，中诚信国际将密切关注公司未来开发模式对盈利能力及融资压力的影响。
- **经营性业务利润下滑，对财政依赖上升。**2016 年，公司毛利率 100%的代建管理费收入随昆山高新区不断建设完善有所减少，经营性业务利润随之下滑，利润总额对地方财政依赖有所加重。
- **总债务增长迅速，偿债指标有所弱化。**2016 年公司总债务上升迅速，经营活动净现金流和 EBITDA 偿债指标均有所下滑，其中 EBITDA 已不能覆盖利息支出。

## 声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果自本报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。



## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在债券的存续期内每年进行定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“14 昆高新债/PR 昆高新”发行金额 15 亿元，其中 3 亿元用于南星渎动迁小区（七期）项目，12 亿元用于茗景苑动迁小区（八期）项目。截至 2016 年末，募集资金已全部使用完毕。

## 基本分析

### 昆山高新区经济发展较快，一般公共预算收入平稳增长

昆山市是上海经济圈中一个重要的新兴工商城市，城市综合竞争力连续多年位列百强县第一。2016 年，昆山市地区生产总值 3,160.29 亿元，按可比价计算，比上年增长 7.4%。其中，第一产业增加值 30.07 亿元，增长 0.3%；第二产业增加值 1,708.82 亿元，增长 4.8%；第三产业增加值 1,421.40 亿元，增长 10.8%，第三产业增加值占地区生产总值比重为 45%，比上年提高 1 个百分点。按常住人口计算的人均地区生产总值达 19.11 万元。2016 年昆山市完成固定资产投资额 757.42 亿元，比上年下降 6.6%，2015 年以来呈下滑趋势。2016 年昆山市推进转型升级，高新技术及新兴产业投资均保持两位数增长。

表1：2014 年~2016 年昆山市 GDP、固定资产投资情况

	2014	2015	2016
地区生产总值（亿元）	3,001.02	3,080.01	3,160.29
地区生产总值增速（%）	7.7	7.5	7.4
固定资产投资（亿元）	850.05	810.61	757.42
固定资产投资增速（%）	1.0	-4.6	-6.6

资料来源：昆山市统计公报

得益于经济持续快速发展，昆山市的财政实力也不断增强，2016 年昆山市一般公共预算收入 318.92 亿元，较上年增长 12.00%。政府性基金收入方面，受土地出让收入增加的影响，2016 年昆山市政府性基金收入大幅增长至 195.52 亿元。支出方面，2016 年昆山市一般公共预算支出 269.00 亿元，公共财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算

支出）为 118.56%，公共财政平衡情况良好。

表2：2014 年~2016 年昆山市财政收支主要指标(亿元)

项目名称	2014	2015	2016
一般公共预算收入	263.66	284.76	318.92
其中：税收收入	236.19	251.85	284.07
非税收入	27.46	32.91	34.85
一般公共预算支出	222.98	255.36	269.00
政府性基金收入	138.23	33.63	195.52
其中：国有土地使用权出让收入	119.44	23.89	173.34
政府性基金支出	118.88	50.29	157.68
财政平衡率（%）	118.24	111.51	118.56

资料来源：昆山市财政局，中诚信国际整理

总体来看，昆山市区域经济和财政实力很强，一般公共预算收入主要来自税收收入，结构合理，抗风险能力很强，且昆山市交通基础设施投资在“十三五”期间仍保持在较高水平，上述因素为公司发展提供了良好的外部环境。

昆山高新技术产业园区（以下简称“昆山高新区”）方面，近几年昆山高新区经济总量不断壮大，2016 年昆山高新区地区生产总值 650.26 亿元，增长 7.4%；完成全社会固定资产投资 160.72 亿元，与去年基本持平。2016 年，昆山高新区三产比重由 2015 年的 0.34: 48.25: 51.41 调整为至 0.34: 48.24: 51.42。

随着经济稳步增长，昆山高新区一般公共预算收入逐年增长，2014 年~2016 年分别为 56.67 亿元、64.16 亿元和 68.64 亿元。其中，税收收入分别为 54.12 亿元、60.53 亿元和 63.93 亿元，占一般公共预算收入的比例很高，对地方财政收入的支撑作用较强。2014 年~2016 年政府性基金收入分别为 18.31 亿元、0.30 亿元和 26.34 亿元。2015 年因退地原因导致昆山高新区政府基金收入大幅降低。

表3：昆山高新区本级财政收入主要指标（亿元）

项目	2014	2015	2016
财政总收入	74.98	64.46	94.98
一般公共预算收入	56.67	64.16	68.64
其中：税收收入	54.12	60.53	63.93
政府性基金收入	18.31	0.30	26.34

注：财政总收入=一般公共预算收入+政府性基金收入

资料来源：公司提供

地方财政支出方面，2014 年~2016 年昆山高新区财政总支出分别为 34.58 亿元、33.85 亿元和 45.69 亿元。其中，一般公共预算支出分别为 23.53 亿元、30.01 亿元和 34.06 亿元，呈逐年增长趋势。

表4：昆山高新区本级财政支出情况（亿元）

项目	2014	2015	2016
财政总支出	34.58	33.85	45.69
一般公共预算支出	23.53	30.30	34.06
基金预算支出	11.05	3.55	11.63

注：财政总支出=一般公共预算支出+政府性基金支出  
资料来源：公司提供

从收支平衡来看，2014年~2016年财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别为240.84%、213.80%和201.53%，昆山高新区的财政平衡率很高，主要因为昆山高新区与昆山市税收分成比例大体为6:4。

总体看来，作为昆山市唯一的高新技术企业园区，昆山高新区经济发展迅速，未来发展前景较好，财政实力随之逐渐增强，为区内企业投资和项目建设提供了资金支持和保障。截至目前昆山高新区财政平衡率依然较高，整体财政压力不大。

### 公司基础设施建设业务顺利推进，在建和拟建项目给公司带来一定投资压力，商业项目建成将带来一定租金收入

公司作为昆山高新区最重要的投融资主体，以开发建设为主要经营业务，承担基础设施和安置房项目的建设。

业务模式方面，公司基础设施、环境改造类工程建设资金大都由财政支付，公司收取项目管理费（毛利率100%），此类工程不在公司账面反映；安置房建设则由公司立项、出资并管理，安置部分与政府结算，剩余部分可由公司对外销售。

2016年，公司实现代建管理费收入2.28亿元，较2015年有所减少，主要由于随着高新区不断开发完善，基础设施建设项目有所减少。

公司安置房建设业务主要由昆山高新区城乡一体化建设有限公司（以下简称“城乡一体化”）负责。2016年，公司实现代建收入2.04亿元。主要来自政府支付的安置房建设费用。公司目前主要在建安置房项目包括万和苑和茗景苑九期等，总投资11.60亿元，截至2016年末，公司累计投资6.37亿元，尚需投入5.23亿元。

表5：截至2016年末公司主要在建安置房项目情况

项目名称	建筑面积（万平方米）	建设周期	总投资（亿元）	已投资（亿元）	建设主体
万和苑	20.0	2014.12~2017.02	5.75	2.90	城乡一体化
茗景苑九期	20.7	2014.07~2017.03	5.85	3.47	城乡一体化
合计	40.7	--	11.60	6.37	--

资料来源：公司提供

自建项目方面，公司主要自建项目包括海创大厦、虹祺路商业街、中心湖商业街及景观工程等，总投资15.45亿元，截至2016年末，公司累计投资

6.12亿元，尚需投入9.33亿元。公司自建项目大部分为商业中心及仓储厂房，建成后通过出租的方式实现现金回流。

表6：截至2016年末公司主要自建项目情况

项目名称	建筑面积（万平方米）	建设周期	总投资（亿元）	已投资（亿元）
海创大厦	4.90	2013.10~2017.05	3.00	2.35
虹祺路商业街	8.00	2014.05~2017.05	7.04	3.06
中心湖商业街及景观工程	4.95	2015.09~2017.05	5.41	0.71
合计	17.85	--	15.45	6.12

资料来源：公司提供

土地资产方面，截至2016年末，公司拥有土地资产3,220.28亩，全部为商住用地。根据昆山市政府规定，公司拥有的国有授权经营地（土地只能用于抵押借款，无法出让）需经昆山市政府批准后方可在市场上进行变现，相较于土地直接变现形式回款较慢，因而土地资产流动性较差，中诚信国际将密切关注公司未来开发模式对盈利能力及融资

压力的影响。截至2016年公司已抵押的土地面积为2,382.61亩，占比73.99%。公司未来将主要通过合作参股方式对土地进行开发建设，土地开发建设的资金压力较大。

表7：截至 2016 年末公司土地资产情况

土地证号	位置	土地规模 (亩)	土地用途
昆国用 2013 第 12013100805 号	虹祺路东张家港河西	129.67	商业用地
昆国用 2013 第 12013100806、807 号	虹桥路东庙泾河	58.74	商业居住
昆国用 2013 第 DWB59 号	鹿城路西庙泾河南	27.66	商业居住
昆国用 2013 第 12013100808 号	虹桥路西庙泾河北	25.45	商业居住
昆国用 2013 第 DWB57 号	张家港河南虹祺路东	60.00	住宅用地
昆国用 2013 第 12013100809 号	张家港南大渔河东	143.64	商业居住
昆国用 2013 第 12013100802 号	迎宾路北环庆路西	100.41	商业用地
昆国用 2013 第 12013100801 号	江浦路西市场路	60.55	商业用地
昆国用 2013 第 12013100800、803 号	江浦路东市场路	113.58	商业用地
昆国用 2012 第 12012100300 号	虹祺路北侧、东侧	23.09	商业办公
昆国用 2012 第 12012100301 号	339 省道南侧	106.37	商业住宅
昆国用 (2013) 第 DW533-535、539-541 号	五联路南侧	188.25	商住用地
昆国用 (2013) 第 DW536、543、548 号	元丰路南侧	342.02	商住用地
昆国用 (2013) 第 DW537 号	玉杨路南侧、四号河东侧	35.75	商住用地
昆国用 (2013) 第 DW538 号	燕桥浜南侧、新城南路西侧	71.89	商住用地
昆国用 (2013) 第 DW542 号	成功路南侧、北门路东侧	63.16	商业住宅
昆国用 (2013) 第 DW545 号	晨淞路北侧、新城南路西侧	71.49	商业住宅
昆国用 (2014) 第 DW11-15 号	江浦路西、高速公路北	504.36	商业住宅
昆国用 (2014) 第 DW50-57 号	中华园西路北侧	886.96	商业住宅
昆国用 (2013) 第 DW631 号	环庆路西侧	47.65	商业用地
昆国用 (2014) 第 DWB11 号	A 楼共青路西前进路南	30.00	商业用地
昆国用 (2014) 第 DWB9 号	B 楼祖冲之路西	50.00	商业用地
昆国用 (2014) 第 DWB14 号	邻里中心锦淞路 778 号	61.31	商业用地
昆国用 (2014) 第 DWB10 号	科创研发楼亿升路北团结路东	18.28	商业用地
合计	--	3,220.28	--

资料来源：公司提供

## 公司科技金融业务开始起步，致力于优化高新区内金融环境

为进一步完善园区科技金融体系，公司加大对关联企业在融资、技术支持方面的服务力度，争取以高新园区为主阵地，建设一批以服务创新型产业为目标的重平台载体。

公司全资子公司昆山高新创业投资有限公司（以下简称“昆山高新创投”）成立于 2012 年 5 月 24 日，注册资本 1 亿元，未来将致力于投资昆山地区“两高六新”的企业，以扶持一批具有核心技术的科技型企业为导向，培育、发展产业新业态为核心使命，实现国有资产的保值、增值。

2015 年以来，昆山高新创投与东吴证券合作成立了“东吴阳澄新三板基金”，基金规模 1 亿元，昆山高新创投出资比例为 49.5%，重点投向高新区内具有新三板潜力的“两高六新”企业。截至 2016 年末，东吴阳澄新三板基金累计对外投资企业 5 家（其中包括苏州泛普、苏州米达斯、国泰消防等），总投资金额 4,912.8 万元。

昆山高新创投还与昆山市创业控股公司、深圳市创新投资集团有限公司、常州市丽华投资发展有限公司、苏州恒润进出口有限公司、苏州天马医药集团有限公司、昆山市新江创业投资管理有限公司和昆山市建国投资管理有限公司共同出资设立了“红土高新基金”，基金规模 3 亿元，主要投资方向为国家和当地政策鼓励的、资本市场认同的电子信息、可再生能源、生物医药、精密器械及数字装备制造、新材料等领域。截至 2016 年末，该基金累计对外投资企业 26 家，总投资金额 2.65 亿元，其中投资昆山高新区域内企业 5 家（昆山博天尼生物科技有限公司、苏州泽璟生物制药有限公司、昆山金童软件、苏州雾联医疗科技有限公司、昆山智酷万核计算机有限公司），累计投资金额 5,800 万元。

为充分发挥昆山及苏州地区整体的资源优势，昆山高新创投与常春藤（上海）投资管理中心和常春藤（上海）股权投资中心共同设立了“常春藤基金”。基金规模 1 亿元，截止 2016 年末，基金对外

投资企业 6 家（安阳市凤凰光伏科技有限公司、青岛德国特节能装备股份有限公司、上海新致软件股份有限公司、苏州易能微电子科技有限公司、上海新旭发机械科技有限公司、海南三道圆融旅业有限公司），总投资金额 9,345 万元。该基金旨在投资于昆山、泛苏州地区或在昆山及泛苏州地区设立分公司的企业以及未来有计划在昆山及泛苏州地区投资落户的其他优质企业，以推动昆山地区高新技术产业和地方经济的转型和发展。

启迪金服投资有限公司成立于 2015 年 11 月 4 日，注册资本 5 亿元，截止 2016 年 12 月，公司新设立金融平台 6 个，分别为：1、昆山中启机器人智能制造产业投资中心（有限合伙）；2、宁波启迪阳明投资中心（有限合伙）；3、宁波启迪针头创业投资中心（有限合伙）；4、苏州中赢启迪创新投资管理有限公司；5、宁波中意启迪投资管理有限公司；6、宁波启迪针头投资管理有限公司。

对外投资方面，公司继续发挥国有资本引导功能，通过债权投资、股权投资、项目合作等方式，紧紧围绕园区战略新兴产业领域不断加大投资力度，培育了一批具有自主知识产权、高端、高效、低能耗的企业（平台）。截至 2017 年 3 月末，公司累计对外投资企业 25 家（含债权），主要涉及集成电路产业、医药产业、电子信息产业等领域。

总体来看，公司引进实力较强的创投公司进行合作，致力于优化高新区内金融环境。公司科技金融业务尚处于起步阶段，考虑到高新区内产业基础较好，该业务具有良好的发展前景。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014 年~2016 年审计报告。

表8：2016年公司合并范围变化

子公司全称	持股比例	取得方式	购买时间	购买价款（亿元）
昆山高新区城乡一体化建设有限公司	100%	购买	2016.10.25	11.80

资料来源：公司财务报告

## 盈利能力

2016 年，公司收入构成新增代建收入，该收入为政府支付的安置房代建收入。公司营业收入主要来自于基础设施建设业务。2016 年公司实现营业收入 5.45 亿元。其中代建管理费收入 2.28 亿元，占比 41.83%；代建收入 2.04 亿元，占比 37.43%；租赁收入 0.68 亿元，占比 12.48%；物业服务费收入 0.36 亿元，占比 6.61%。

表9：2014年~2016年公司营业总收入构成

	2014		2015		2016	
	收入（亿元）	毛利率（%）	收入（亿元）	毛利率（%）	收入（亿元）	毛利率（%）
代建管理费收入	4.48	100.00	5.01	100.00	2.28	100.00
安置房代建收入	--	--	--	--	2.04	8.25
物业服务费收入	0.33	100.00	0.37	100.00	0.36	100.00
租赁收入	0.45	100.00	0.50	100.00	0.68	100.00
销售商品	--	--	0.01	85.54	0.01	69.65
技术开发费	--	--	0.04	86.38	0.08	79.96
<b>合计</b>	<b>5.26</b>	<b>100.00</b>	<b>5.93</b>	<b>99.90</b>	<b>5.45</b>	<b>65.34</b>

资料来源：公司财务报告

从毛利率情况来看，2016 年公司营业毛利率 65.34%，较 2015 年下降较多，主要由于安置房代建业务在确认收入时结转了建设成本。此外，2016 年公司销售商品和技术开发费毛利率均有下降，但由于收入规模较小，对综合毛利率影响不大。

期间费用方面，2016 年，公司销售费用依旧较少，仅 9.49 万元；管理费用 2.12 亿元，增长较多

主要由于资产折旧费用有所增加；财务费用 0.45 亿元，变化亦不大，大部分借款利息已做资本化处理。2016 年，公司三费收入占比 47.20%，呈继续上升态势，对利润总额侵蚀进一步加剧。

表10：2014年~2016年公司期间费用分析

项目	2014	2015	2016
销售费用（亿元）	--	0.00	0.00
管理费用（亿元）	0.75	1.59	2.12



财务费用（亿元）	-0.31	0.54	0.45
三费合计（亿元）	0.44	2.14	2.57
营业总收入（亿元）	5.26	5.93	5.45
三费收入占比(%)	8.28	36.07	47.20

资料来源：根据公司财务报告整理

利润总额构成方面，公司利润总额 2.49 亿元，较 2015 年减少 1.44 亿元。公司利润总额主要由经营性业务利润和营业外收入构成。2016 年，由于公司毛利率 100% 的代建管理费下降较多，公司经营性业务利润由 2015 年的 3.67 亿元减少至 0.82 亿元；政府补助则由 2015 年的 0.18 亿元增加至 1.87 亿元。

总体来看，2016 年，公司代建管理费收入随昆山高新区建设的不断完善有所减少，但由于代建安置房开始确认收入，公司营业总收入变化不大。但中诚信国际关注到由于安置房代建业务毛利率较低，公司营业毛利率有所下降，经营性业务利润随之下滑，利润总额对地方财政依赖有所加重。

## 偿债能力

2016 年，公司对相关资产核算科目进行了调整，其中将原在无形资产科目核算的土地使用权 96.41 亿元和原在在建工程科目核算的两个安置房项目成本 32.57 亿元转入存货科目核算，将原在固定资产科目核算的 20.38 亿元出租房屋成本转入投资性房地产科目核算。截至 2016 年末，公司总资产 250.85 亿元，总负债 113.20 亿元，所有者权益合计 137.65 亿元，分别较 2015 年末增长 23.40 亿元、18.70 亿元和 4.70 亿元。

资产方面，公司 2016 年末总资产较 2015 年末增加 23.40 亿元主要由于随着代建和自建项目建设，存货和在建工程分别较期初增加 14.50 亿元和 4.29 亿元。此外，投资性房地产由于公允价值变动较期初增加 1.71 亿元。负债方面，公司 2016 年末总负债较 2015 年末增加 18.70 亿元主要由于公司长期借款较期初增加 29.76 亿元，同时偿还往来款较多，其他应付款较期初减少 10.93 亿元。所有者权益合计方面，公司 2016 年末所有者权益合计较 2015 年末增长 4.70 亿元主要由于股东增资 1.01 亿元、未分配利润增加 1.74 亿元和投资性房地产公允价值变动造成其他综合收益增加 1.71 亿元。

截至 2016 年末，公司总债务为 109.15 亿元，较 2015 年末增长 29.09 亿元，增长主要来自长期借款。由于债务规模增长较多，公司资产负债率和总资本化比率分别由 2015 年末的 41.54% 和 37.58% 分别上涨至 45.13% 和 44.23%。从债务结构来看，2014 年~2016 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.48 倍、0.29 倍和 0.18 倍，以长期债务为主的债务结构符合公司业务模式。

现金流方面，2016 年公司经营活动现金流量净额为 9.27 亿元，较上年减少 1.33 亿元，主要有两个方面原因。一方面，安置房核算由在建工程科目移至存货科目，安置房相关投资由投资活动改在经营活动反应，2016 年公司购买商品、接受劳务支付的现金有所增加；另一方面，往来款收支改在投资活动反应。2016 年公司投资活动现金流量净额为 -3.92 亿元，较上年增加 15.45 亿元，主要由于安置房相关投资改在经营活动反应，公司 2016 年构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金有所减少，此外由于往来款收支改在投资活动反应，2016 年公司往来款结余较多。筹资活动产生的现金流量净额为 5.29 亿元，较去年减少 2.50 亿元。2016 年取得借款收到的现金 26.95 亿元，偿还债务支付的现金 20.63 亿元。公司资金缺口不大。

偿债能力指标方面，2016 年，由于公司总债务增长较快，利息支出增多，偿债指标有所弱化。经营活动净现金流偿债指标方面，2016 年经营活动净现金流/总债务由 2015 年的 0.13 倍下降至 0.08 倍，经营活动净现金流利息保障系数由 3.28 倍下降至 1.68 倍，经营活动净现金流不足以覆盖债务本金但可以覆盖利息；EBITDA 偿债指标方面，总债务/EBITDA 由 2015 年的 14.63 倍上涨至 24.76 倍，EBITDA 利息保障倍数由 2015 年的 1.69 倍下降至 0.80 倍，EBITDA 对债务本金覆盖较弱且已不足以覆盖利息支出。

表11：2014 年~2016 年公司偿债能力分析

指标	2014	2015	2016
总债务（亿元）	66.59	80.06	109.15
短期债务（亿元）	21.49	17.76	17.02
长期债务（亿元）	45.10	62.30	92.14
EBITDA（亿元）	5.26	5.47	4.41
经营活动净现金流（亿元）	-3.90	10.61	9.27



总债务/EBITDA(X)	12.66	14.63	24.76
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.98	1.69	0.80
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.06	0.13	0.08
经营活动净现金流利息保障系数(X)	-1.47	3.28	1.68
资产负债率(%)	35.79	41.54	45.13
总资本化比率(%)	35.24	37.58	44.23

资料来源：公司财务报告

到期债务方面，2017 年~2019 年到期的债务金额分别为 17.02 亿元、31.78 亿元和 22.37 亿元，公司面临一定的还本付息压力。

或有负债方面，截至 2016 年末，公司对外担保金额为 18.17 亿元，占净资产的 13.20%。其中对昆山高科技有限公司担保 10.17 亿元、对昆山市吴淞江创业投资发展有限公司担保 5.00 亿元、对昆山民营投资创业有限公司担保 3.00 亿元，担保对象均为高新区内集体企业，公司担保风险总体可控。

资产抵质押方面，截至 2016 年末，公司已将账面价值 58.25 亿元的土地使用权抵押，共获得银行借款余额 43.19 亿元；将账面价值合计 9.99 亿元的应收账款和其他应收款收益权质押，共获得银行借款余额 9.99 亿元。抵质押资产占总资产的 27.20%，对资产流动性存在一定影响。

银行授信方面，截至 2016 年末，公司获得银行授信总额为 167.68 亿元，其中尚未使用金额为 56.83 亿元，公司备用流动性较为充足。

## 偿债保障措施

### 中投保担保实力较强，对“14 昆高新债/PR 昆高新”能够提供有效保障

中投保前身为 1993 年 12 月成立的中国经济技术投资担保公司，由财政部和原国家经贸委共同发起组建，初始注册资本 5 亿元，为中国人民银行监管下的非银行金融机构。1999 年公司与财政部脱钩，移交中央大型企业工委管理，同时脱离中国人民银行的监管。2003 年公司划归国务院国资委管理，2006 年 9 月更名为“中国投资担保有限公司”并整体并入国投集团。2006 年 12 月国投集团向中投保增资 23.355 亿元，中投保注册资本增为 30 亿元，国投集团为全资股东。2010 年 9 月，在大股东国家开发投资公司的支持下，公司通过引进建银国际金鼎投资（天津）有限公司等六家新股东，从国

有法人独资的一人有限公司变更为中外合资的有限责任公司，注册资本变更为 35.21 亿元。2012 年 9 月，公司通过资本公积金转增股本的形式，实收资本增加到 45 亿元。2013 年 10 月 22 日，公司全称由“中国投资担保有限公司”变更为“中国投融资担保有限公司”，经营范围不变。2015 年 8 月，公司完成股份制改造并更名为“中国投融资担保股份有限公司”。2015 年 12 月，公司采取发起设立方式在新三板挂牌。截至 2016 年末，公司注册资本仍为 45 亿元。

作为国内资本规模最大的担保机构之一，中投保的经营范围涉及投资担保、实业项目的投资、资产受托管理、经济信息咨询等领域。截至 2016 年末，公司总资产为 130.47 亿元，净资产 66.64 亿元，表外在保余额 1,891.25 亿元。

中投保总部位于北京，设立了华东、上海、大连、天津四家分公司和沈阳、无锡两个办事处，拥有天津中保财险资产管理有限公司（100%）、中投保资产管理无锡有限公司（100%）、中投保信裕资产管理（北京）有限公司（100%）、上海经投资产管理有限公司（100%）、中投保资产管理无锡有限公司（75%）、北京快融保金融信息服务股份有限公司（100%）6 家控股子公司，同时参股包括浙江互联网金融资产交易中心股份有限公司（31%）在内的多家企业。

2006 年起中投保被纳入国投集团全资子公司管理体系，成为国投集团重点发展的金融服务业中的重要组成部分，具有较高的战略重要性。中投保于 2010 年 9 月引入了六家新的境内外投资者后，国投集团仍持有中投保 47.20% 的股权，为最大股东，并且国投集团表示仍将在未来 3-5 年内保持对中投保的控股地位。2009 年 6 月国投集团以书面批复形式承诺给予中投保流动性支持。此外，2012 年公司发生大量代偿时，国投财务公司给予了中投保“一年期 10 亿元流动资金贷款额度”，并于 2013 年 10 月再次出具支持函，承诺会根据中投保经营发展需要，在公司面临流动性困难时，在国家法律和政策允许范围内给予必要的注资或提供流动性支持，以支持其业务发展。因此，中诚信国际认为

中投保在今后一定时期的发展中仍将得到国投集团的有力支持，并将此因素纳入此次主体评级考虑。

截至 2016 年末，公司担保余额为 1,891.25 亿元，较上年增长 8.55%，主要源自保本投资类担保业务的增长。按照品种分类口径来分，其中商业性担保在保客户 270 家；商业性担保项目在保数为 358 个；商业性担保余额 1,873.82 亿元，占比 99.08%，受托类担保占 0.92%；商业性担保组合中，金融产品担保余额 1,857.31 亿元，占比上升至 99.12%，融资性担保余额 10.23 亿元，占比下降至 0.55%，非融资担保余额 6.28 亿元，占比 0.33%。

截至 2016 年末，公司累计担保额达到 4,736 亿元，由于钢贸业务风险逐步化解，2014 年以来公司代偿大幅下降，2014 年~2016 年三年累计商业性担保代偿率下降至 0.11%。

综合上述对担保行业前景的分析，中投保在行业地位、市场定位、管理与战略、业务运营、风险管理和财务基本面的考察和分析，以及国投公司对公司提供流动性支持的承诺，中诚信国际评定中投保 2016 年的主体评级为 **AAA**，以反映其较强的代偿能力以及较低的违约风险；中投保 2016 主体信用评级的展望为稳定。

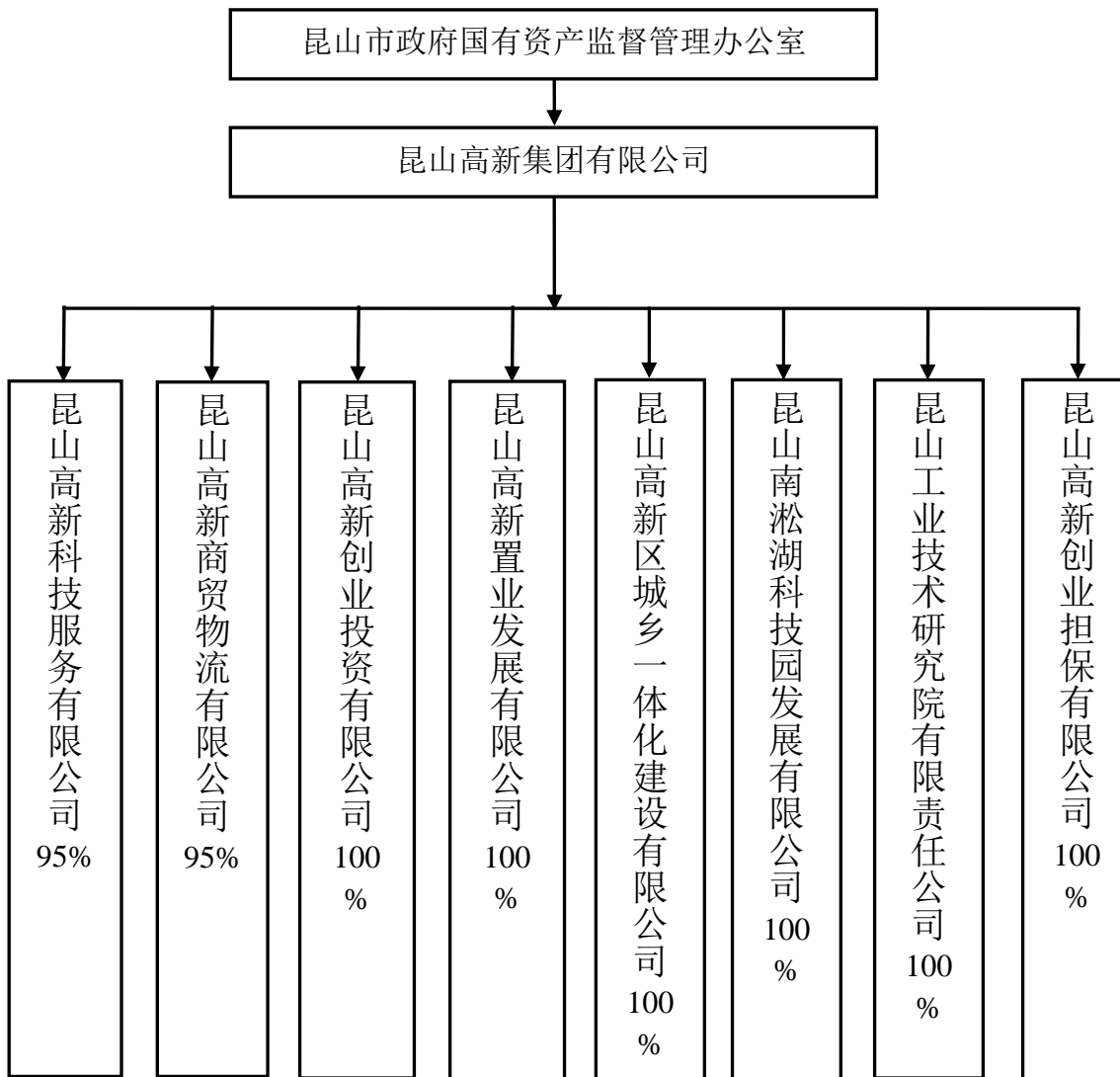
## 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2017 年 1 月 16 日，公司不存在未结清不良信贷信息、已结清不良信贷信息及欠息信息。

## 结 论

中诚信国际维持昆山高新集团有限公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“14 昆高新债/PR 昆高新”信用等级为 **AAA**。

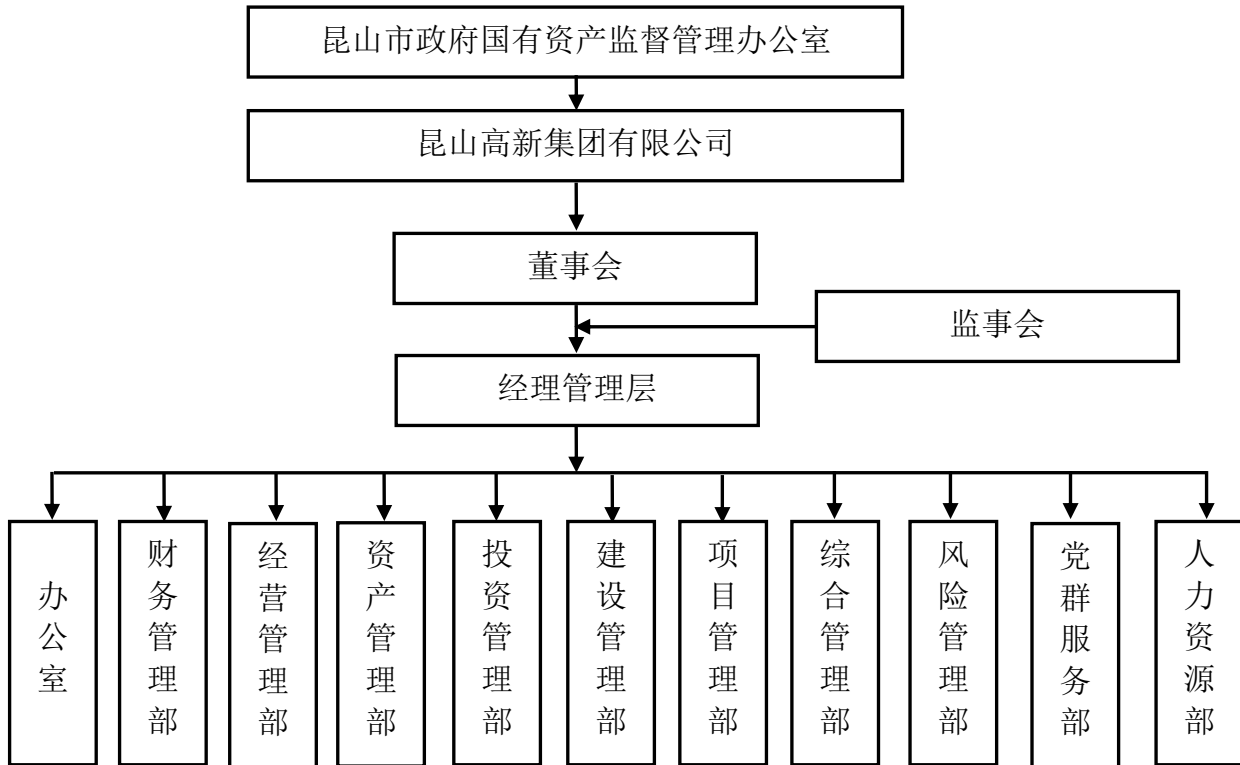
附一：昆山高新集团有限公司股权结构图（截至 2016 年末）



资料来源：公司提供



附二：昆山高新集团有限公司组织结构图（截至 2016 年末）



资料来源：公司提供

### 附三：昆山高新集团有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2014	2015	2016
货币资金	92,610.45	112,065.64	150,055.06
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	88,959.16	56,570.45	50,479.35
其他应收款	382,657.63	480,999.03	436,216.92
存货净额	0.00	20.56	1,434,803.04
可供出售金融资产	11,828.17	20,481.36	32,951.63
长期股权投资	18,460.76	27,851.50	29,414.12
固定资产	129,655.40	221,900.00	21,566.28
在建工程	223,388.58	386,093.73	103,312.37
无形资产	954,250.74	965,803.11	1,654.18
总资产	1,905,929.54	2,274,496.97	2,508,502.26
其他应付款	635.16	119,211.77	9,950.09
短期债务	214,940.00	177,600.00	170,150.00
长期债务	450,992.86	623,002.14	921,353.67
总债务	665,932.86	800,602.14	1,091,503.67
净债务	573,322.41	688,536.50	941,448.61
总负债	682,037.90	944,935.60	1,131,982.60
财务性利息支出	395.91	6,685.51	6,871.28
资本化利息支出	26,131.40	25,678.94	48,383.90
实收资本	283,498.64	283,498.64	293,598.64
少数股东权益	3,122.37	4,439.68	4,610.45
所有者权益合计	1,223,891.64	1,329,561.36	1,376,519.66
营业总收入	52,616.96	59,300.00	54,504.16
三费前利润	52,181.99	58,063.96	33,946.68
营业利润	49,033.13	37,130.00	5,406.37
投资收益	1,605.75	-346.72	-2,814.35
营业外收入	0.00	2,124.07	19,461.23
净利润	47,373.92	37,494.65	19,349.59
EBIT	49,429.04	45,927.39	31,724.55
EBITDA	52,610.80	54,705.11	44,088.64
销售商品、提供劳务收到的现金	80,570.19	91,556.94	60,648.29
收到其他与经营活动有关的现金	182,015.47	270,902.74	65,834.47
购买商品、接受劳务支付的现金	0.00	487.70	20,831.13
支付其他与经营活动有关的现金	300,041.79	249,781.14	7,732.91
吸收投资收到的现金	2,250.00	30,000.00	10,550.00
资本支出	206,454.25	114,041.55	58,315.29
经营活动产生现金净流量	-39,007.87	106,059.59	92,717.78
投资活动产生现金净流量	-209,998.18	-193,704.76	-39,243.35
筹资活动产生现金净流量	224,474.86	77,902.20	52,895.63
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率(%)	100.00	99.90	65.34
三费收入比(%)	8.28	36.07	47.20
总资产收益率(%)	2.65	2.20	1.33
流动比率(X)	2.46	2.04	10.30
速动比率(X)	2.46	2.04	3.25
资产负债率(%)	35.79	41.54	45.13
总资本化比率(%)	35.24	37.58	44.23
长短期债务比(X)	0.48	0.29	0.18
经营活动净现金/总债务(X)	-0.06	0.13	0.08
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.18	0.60	0.54
经营活动净现金/利息支出(X)	-1.47	3.28	1.68
总债务/EBITDA(X)	12.66	14.63	24.76
EBITDA/短期债务(X)	0.24	0.31	0.26
货币资金/短期债务	0.43	0.63	0.88
EBITDA 利息倍数(X)	1.98	1.69	0.80

注：公司各年度财务报表均按新会计准则编制。

**附四：中国投融资担保股份有限公司主要财务指标（合并口径）**

（金额单位：百万元）	2014	2015	2016
<b>资产</b>			
货币资金	913.63	324.34	317.15
存出担保保证金	0.00	0.00	0.00
交易类金融资产	36.44	9.18	35.49
可供出售金融资产	7,204.70	8,196.64	9,242.74
买入返售金融资产	453.81	0.00	0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	10.50	19.83	4.68
现金及投资资产合计	8,860.45	8,784.24	12,083.04
应收代位追偿款净额	552.77	299.07	140.85
固定资产	615.48	888.67	385.82
无形资产	7.87	13.12	7.69
其它资产	609.16	420.52	429.67
资产合计	10,658.15	10,405.62	13,047.06
<b>负债及所有者权益</b>			
短期借款	1,000.00	1,000.00	1,100.00
未到期责任准备金	382.76	409.65	378.55
担保赔偿准备金	0.00	0.00	0.00
担保损失准备金合计	382.76	409.65	378.55
预收保费	1,087.26	1,135.70	1,001.27
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00
存入担保保证金	109.82	119.02	49.93
其它负债	1,889.85	2,491.21	2,910.83
负债合计	4,418.97	4,019.88	6,382.70
股本	4,500.00	4,500.00	4,500.00
所有者权益合计	6,239.18	6,385.74	6,664.35
<b>利润表摘要</b>			
担保业务收入	786.00	704.02	683.55
担保赔偿准备金支出	0.00	0.00	0.00
提取未到期责任准备	(655.36)	(36.78)	(31.85)
担保业务净收入	127.42	663.72	649.01
利息收入	0.00	0.00	0.00
投资收益	671.00	664.71	691.20
其它业务净收入	(152.99)	(94.41)	(103.58)
营业费用	(330.56)	(388.50)	(382.49)
营业税金及附加	(82.66)	(66.05)	(30.00)
营业利润	231.22	758.58	813.66
营业外收支净额	0.21	(0.11)	(2.75)
税前利润	231.44	758.47	810.91
所得税	(99.67)	(155.41)	(212.04)
净利润	131.76	603.07	598.87
归属于母公司的净利润	131.97	603.37	599.14
综合收益总额	1,012.06	1,244.28	1,121.43
<b>担保组合</b>			
在保余额	117,454.84	174,223.10	189,125.00
年新增担保额	58,322.87	98,064.33	56,301.00



**附五：中国投融资担保股份有限公司主要财务指标（合并口径）**

	2014	2015	2016
<b>年增长率 (%)</b>			
现金及投资资产	19.60	(0.86)	37.55
总资产	8.28	(2.37)	25.38
担保损失准备金	43.60	7.03	(7.59)
所有者权益	8.95	2.35	4.36
担保业务收入	15.67	(10.43)	(2.91)
担保业务成本	95.33	(93.88)	(14.29)
担保业务净收入	(62.78)	420.89	(2.22)
投资收益	25.29	(0.94)	3.99
业务及管理费用	6.64	17.53	(1.55)
营业利润	(44.08)	228.07	7.26
净利润	(58.70)	357.69	(0.70)
年新增担保额	24.88	68.14	(42.59)
在保余额	15.95	79.16	8.45
<b>盈利能力 (%)</b>			
成本费用率	--	68.24	70.13
投资回报率	8.25	7.53	6.62
担保业务收入/年度新增担保额	1.35	0.72	1.21
平均资产回报率	1.29	5.73	5.11
平均资本回报率	2.20	9.55	9.18
<b>担保组合质量 (%)</b>			
代偿余额 (百万元)	552.77	289.62	128.46
年内代偿率	0.17	0.01	0.15
累计代偿率*	2.02	1.30	0.11
累计回收率*	43.67	56.38	44.92
担保损失准备金/在保余额*	1.25	0.89	0.73
<b>担保业务集中度 (%)</b>			
最大单一客户集中度	1.75	8.48	13.69
最大十家客户集中度	15.80	41.41	46.98
<b>资本充足性</b>			
净资产 (百万元)	6,239.18	6,385.74	6,664.36
核心资本 (百万元)	6,611.43	6,775.56	7,038.23
净资产放大倍数 (X) *	15.54	27.20	28.26
核心资本放大倍数 (X) *	12.59	21.95	23.43
<b>流动性 (%)</b>			
高流动性资产/总资产	18.05	7.18	20.73
高流动性资产/在保责任余额	1.98	0.43	1.44

注：[1]担保赔偿准备金/在保余额的计算公式为：(担保赔偿准备金+预收保费)/在保余额。[2]累计代偿额、累计代偿率、累计回收率为三年累计数据。[3]截至 2014-2016 年末，报送监管的融资性担保放大倍数（计算公式为(间接融资性担保余额+公共融资类担保余额)/净资产）分别为 8.63 倍、4.45 倍和 4.06 倍。[4]计算核心资本放大倍数时，将预收保费调入该公司核心资本。

## 附六：基本财务指标的计算公式

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益 (含少数股东权益))

长短期债务比 = 短期债务 / 长期债务

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

## 附七：中国投融资担保股份有限公司主要财务指标计算公式

现金及投资资产=现金及现金等价物+银行存款+交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期证券+长期股权投资+投资  
物业+委托贷款

担保损失准备金=未到期责任准备金+担保赔偿准备金

高流动性资产=现金及现金等价物+银行存款+交易性金融资产+可供出售金融资产\*

核心资本=所有者权益+担保损失准备金-不可计入资本的可出售金融资产公允价值变动

总资本=核心资本+其他附属资本或软资本

在保余额=在保余额-分保余额

已实现承保收入=总承保收入-分出保费-担保责任准备金提转差

承保业务净收入=已实现承保收入-代偿支出-担保赔偿准备金计提

净投资收益=存款利息收入+债券投资收益+基金投资收益+股权投资收益+委托贷款收入+其他投资收益-投资减值准备计  
提

净营业收入=承保业务净收入+净投资收益+其他业务净收入

商业性担保累计担保损失率=商业性担保累计代偿损失额/商业性担保累计年内解除担保额（注：以2004年为基准年）

未到期责任准备金覆盖率=未到期责任准备金余额/商业性担保代偿余额

平均资产回报率=净利润/[(当期末资产总额+上期末资产总额)/2]

投资回报率=净投资收益/[(当期末现金及投资资产总额+上期末现金及投资资产总额)/2]

注：高流动性资产中是否包括可供出售金融资产根据可供出售金融资产的具体流动性而定



## 附八：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

## 附九：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

## 附十：担保公司主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较大
B	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力对良好经济环境的依赖程度较高，违约风险很大
CCC	受评担保公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极大
CC	受评担保公司在破产或重组时获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评对象不能履行代偿义务及偿还其他债务

注：[1]除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”号进行微调。