

上海豫园旅游商城股份有限公司

公司债券

跟踪评级报告

主体长期信用等级： AA⁺级

债券信用等级： AAA 级

评级时间： 2013 年 5 月 6 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.

上海豫园旅游商城股份有限公司公司债券跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2013]100097】

	09 豫园债	评级时间	10 豫园债	评级时间
主体评级/展望/债项评级	AA+/稳定/AAA 级	2013年5月	AA+/稳定/AAA 级	2013年5月
本次跟踪:	AA+/稳定/AAA 级	2012年9月	AA+/稳定/AAA 级	2012年9月
前次跟踪:	AA+/稳定/AAA 级	2009年7月	AA+/稳定/AAA 级	2010年12月
首次评级:	AA+/稳定/AAA 级		AA+/稳定/AAA 级	

主要财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年
金额单位:人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	16.13	7.10	9.12
刚性债务	28.76	31.20	21.90
所有者权益	35.31	36.38	42.60
经营性现金净流入量	-3.02	-11.98	8.24
发行人合并数据及指标:			
总资产	102.73	122.59	111.54
总负债	54.91	69.18	48.00
刚性债务	37.96	50.27	34.33
所有者权益	47.82	53.40	63.54
营业收入	120.70	166.04	202.98
净利润	7.13	9.06	9.99
经营性现金净流入量	5.55	-10.88	16.58
EBITDA	11.63	13.52	14.33
资产负债率[%]	53.45	56.44	43.03
权益资本与刚性债务的比率[%]	125.98	106.24	185.11
流动比率[%]	170.53	168.30	227.65
现金比率[%]	74.01	34.14	77.96
利息保障倍数[倍]	6.35	5.80	6.11
净资产收益率[%]	16.01	17.90	17.08
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	11.08	-17.54	28.30
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	16.58	-18.56	30.63
EBITDA/利息支出[倍]	7.04	6.23	6.52
EBITDA/刚性债务[倍]	0.34	0.31	0.34

注:根据豫园商城经审计的 2010~2012 年度财务数据整理、计算。

分析师

熊桦 钱迪

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>

跟踪评级观点

2012 年在国内经济增速放缓、金价震荡等背景下,豫园商城继续巩固、拓展黄金饰品业务市场,加强主业调整。在黄金饰品业务销量增加的带动下,公司收入规模进一步扩大。公司 2012 年经营总体较好,财务状况有所改善。

- 2012 年豫园商城继续推进黄金饰品主业的发展,依靠市场的不断拓展,业务收入规模进一步扩大。
- 2012 年豫园商城主业现金回笼情况较好,经营环节现金流充沛,刚性债务规模得到明显压缩。
- 随着大量银行借款的偿还,2012 年豫园商城债务负担有所减轻,资产负债率下降。
- 豫园商城公司债券抵押物资产价值持续上升,可有效增强债券偿付的可靠性。
- 黄金饰品业务对豫园商城收入、利润贡献高。黄金价格的剧烈波动及市场需求的变化,会对公司的盈利稳定性及现金流状况产生较显著的影响。
- 2012 年受宏观经济增速放缓、消费需求下滑、金价波动、金饰品销售结构等因素影响,豫园商城主业的盈利水平有所下滑。但依靠投资收益的良好补充,公司整体盈利水平仍有所提升。
- 豫园商城经营活动所涉及的行业较多,相关行业运行波动、政策变化、市场竞争加剧,成本上升等会加大公司经营难度。

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

按照上海豫园旅游商城股份有限公司（以下简称“豫园商城”、该公司或公司）公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据豫园商城提供的经审计的 2012 年财务报表及相关经营数据，对豫园商城的财务状况、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

经中国证监会核准（证监许可[2009]625 号文），该公司获准发行不超过 10 亿元的公司债券。公司于 2009 年 7 月发行了待偿还余额为 5 亿元人民币的 2009 年第一期公司债券，期限为 5 年。2010 年 12 月，公司发行了待偿还余额为 5 亿元人民币的 2010 年第一期公司债券，期限为 5 年。

根据中国银行间市场交易商协会中市协注[2011]MTN160 号，该公司获准发行 8 亿元的中期票据。2011 年 11 月，公司发行了待偿还余额为 3 亿元人民币的 2011 年度第一期中期票据，期限为 5 年。2012 年 7 月公司发行了待偿还余额为 5 亿元人民币的 2012 年度第一期中期票据，期限为 5 年。

截至 2012 年末，该公司待偿还债券本金余额共计 18 亿元。公司债券付息情况正常。

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

作为上市公司，该公司按照相关法律法规和中国证监会、上海证券交易所的规定和要求，不断提升治理水平，规范公司运作。2012 年，公司制定、修订了《风险管理制度》、《内幕信息知情人管理制度》、《关联交易管理制度》等制度，以进一步加强内控及风险管理。

截至 2012 年末，该公司第一大股东上海复星产业投资有限公司（简称“复星产业投资”）持有公司 17.26% 的股权。2013 年 3 月，

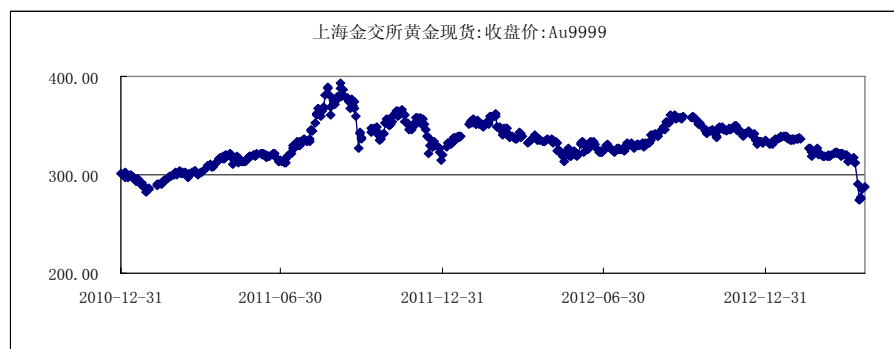
复星产业投资的母公司上海复星高科技(集团)有限公司(简称“复星高科”)通过二级市场,以现金方式增持公司 3942.22 万股。此次增持后,复星高科通过直接及间接方式合计持有公司 20%的股份。

(二) 业务运营

从外部经营环境来看,2012 年全球经济整体上保持了回落态势。我国经济增长在外部环境继续弱化的条件下,出口增速下降,投资和消费出现了先回落、后上升的态势,消费对经济增长的拉动作用逐步显现,PMI 指数呈现回暖趋势,经济增长出现了企稳回升的态势。当年,受宏观经济下行、居民消费意愿下滑等因素影响,全年国内实现社会消费品零售总额 210307 亿元,同比增长 14.3%,但增速继续出现放缓(2011 年增速为 17.1%)。按消费形态来看,当年商品零售额 186859 亿元,增长 14.4%;餐饮收入额 23448 亿元,增长 13.6%;而在限额以上企业商品零售额中,金银珠宝类增长 16.0%,中西药品类增长 23.0%,但增速均出现了下滑。

从黄金价格来看,2012 年国内金价总体维持区间震荡,进入 2013 年以来则出现了一波较为明显的下跌。黄金价格的剧烈波动会对黄金饰品企业经营业绩的稳定性产生影响。

图表 1. 2011 年以来国内黄金现货价格走势(单位:元/克)



资料来源: wind 资讯

2012 年,受国内经济增速放缓、金价震荡等因素影响,该公司主业经营面临的压力有所加大。公司黄金饰品等主要业务板块依托品牌及资源优势,加大市场拓展及业务调整,总体实现了稳步发展。2012 年公司实现营业收入 202.98 亿元,较上年增长 22.25%。其中,黄金饰品业务仍是公司最主要的收入来源,占当年主营业务

收入的比重为 90.24%。

1. 黄金饰品业务

近年来该公司坚持“做大做强黄金珠宝业”的发展战略，并通过“老庙黄金”和“亚一金店”双品牌进行差异化发展。2012 年尽管面临宏观经济增速放缓、消费疲软、金价震荡等不利因素影响，公司通过加大销售创新和市场拓展力度，稳步推进业务发展。公司当年继续推进直营、特许加盟和经销的业务模式，加快黄金饰品业务网点拓展。2012 年公司新增网点超过 200 个，截至 2012 年末“老庙黄金”和“亚一金店”品牌分别拥有销售网点 1210 个和 448 个，网点分布在全国 28 个省级行政区。在销售方面，除常规季度大型订货会外，公司还在不同地区开展小型加盟商订货会，并通过加强广告宣传、参与各类展会、推进线上销售等方式，推动黄金饰品销量的增长。依靠批发业务销量的增长（零售销量有所下滑），公司当年实现黄金产品销售约 51711 公斤。公司 2012 年黄金饰品板块实现销售收入 180.63 亿元，较 2011 年增长 28.98%。

图表 2. 公司网点情况（单位：个）

年度	直营连锁店	加盟店	特约经销点	共计
2011 年	126	832	488	1446
2012 年	154	1020	484	1658

资料来源：豫园商城

在市场拓展过程中，随着加盟量的增加，该公司批发业务规模不断扩大。但相对于直营零售业务，批发业务的毛利率较低。2012 年批发业务量的继续提高、金价的波动，造成了业务毛利率的进一步下滑。2012 年公司黄金饰品业务板块毛利率为 4.82%（2011 年为 6.97%）。

该公司黄金饰品业务经营所需现货黄金通过上海黄金交易所进行采购。此外，随着业务规模的不断扩大，为了更好地规避黄金价格波动风险，降低采购环节的资金成本，公司近年来也结合黄金租赁、黄金 T+D¹等方式进行采购。其中黄金租赁即以租赁方式向

¹ 以保证金交易方式进行交易，可以选择合约交易日当天交割，也可以延期交割。交易单位：1000 克/手，报价单位：元/克。

银行租用黄金用于生产，并在完成销售的同时买回现货黄金，归还银行，通过缩短采购及销售的时间差以抵御价格波动风险。黄金 T+D 可以配套黄金现货采购和黄金租赁（买回阶段），通过空头或多头交易，以锁定价格。

图表 3. 公司黄金租赁情况（单位：公斤）

年度	黄金租赁量	至年末尚未归还的量
2011 年	13220	4781
2012 年	19338	3509

图表 4. 公司黄金 T+D 情况（单位：千克、万元）

年度	多头	合约价值	空头	合约价值
2011 年末	413.00	13070.62	1023.00	32375.90
2012 年末	639.00	21315.77	902.00	30088.92

资料来源：豫园商城

该公司依托“老庙黄金”和“亚一金店”品牌的知名度，在华东地区已经拥有较高品牌知名度和市场地位。公司后续将继续加强业务整合，通过组建集团方式，加强统一管理，实现双品牌的集约化管理、差异化发展。长期来看，随着城市消费结构升级、婚庆市场的发展等，对黄金珠宝饰品仍存在较大的刚性需求。但短期内，市场需求仍会受到国内外宏观经济、金价走势、投资需求等因素的影响。且由于金价的波动性较大，对于公司存货价值波动及周转、套期保值风险控制等须持续关注。

2. 餐饮业务

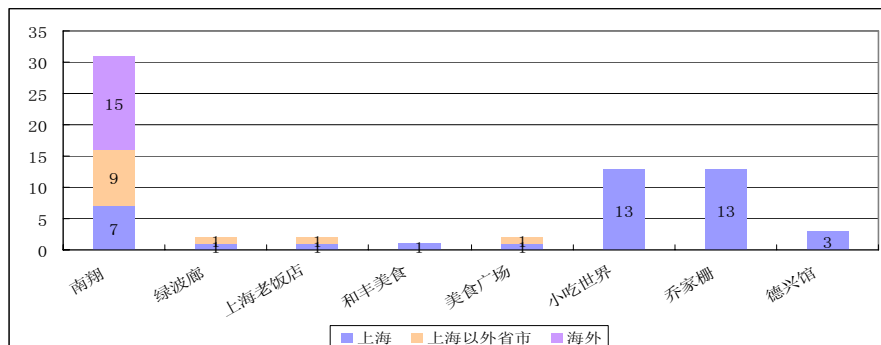
该公司餐饮品牌资源较为丰富，拥有“南翔”、“上海老饭店”、“绿波廊”等多个中华老字号及上海市著名商标。公司经营特色小吃店及中高档酒店等多种业态，经营区域主要集中于豫园商圈。依靠豫园商圈大量的客流量，能对餐饮板块业务经营形成较好的支撑。

2012 年，在对上海老饭店、和丰楼等部分门店进行停业装修的情况下，该公司全年餐饮业务实现收入 5.07 亿元，仍较上年增

长 2.96%，但由于停业门店的毛利率较高，当年业务毛利率同比则略有下滑，为 65.95%。

2012 年，在优化调整豫园商圈内餐饮品牌经营结构的同时，该公司继续推进“南翔”等品牌门店的拓展与调整。截至 2012 年末，公司餐饮业务主要品牌门店情况如图表 5 所示。

图表 5. 公司旗下主要餐饮品牌门店数量（单位：家）



资料来源：豫园商城（截至 2012 年末）

总体来看，该公司餐饮业务经营保持稳定，但市场竞争激烈，加之原材料、人力、租赁等成本上升，也使得业务经营面临一定压力。

3. 医药及其他业务

该公司医药业务品牌——“童涵春堂”是国药老字号、中国驰名商标，定位于中医药及参茸滋补品特色品牌。2012 年以来，公司继续推进产品线及市场拓展，当年新增 4 家参茸精品店（柜）；同时，公司加强产品结构调整，加大参茸饮片等产品的营销力度，并积极开发新产品的总代理业务。2012 年公司医药业务收入实现增长，为 5.00 亿元，较 2011 年增长 2.15%；业务毛利率为 17.38%。

该公司的销售网络主要集中在上海地区，截至 2012 年末在上海拥有 62 家门店，其中童涵春堂连锁门店 36 家（包括加盟 4 家），童涵春堂参茸精品店（柜）26 家（包括加盟 5 家）。62 家门店中包含医保定点零售药店 10 家，中医门诊部 4 家。2012 年公司旗下上海老城隍庙童涵春堂中医门诊部获准成为医保定点医疗机构。

除黄金饰品、餐饮和医药等核心业务外，该公司还经营百货、工艺品、食品、进出口、房地产等多项业务。上述业务 2012 年实

现收入合计为 9.46 亿元，毛利合计 1.50 亿元。

房地产业务方面，该公司近年收入规模不大，主要来自“金山豫园雅郡”项目，该项目现已基本售罄。未来，公司将依靠豫园商圈的经营经验和在黄金珠宝、餐饮、旅游商品等方面的资源优势，着力推动商旅文相结合的商业地产业务发展。公司目前主要推进的项目包括北京“茗苑”项目和沈阳北中街商业广场项目（即“豫珑城”项目）。

北京“茗苑”项目（该公司持有其 70% 股权）定位为高档休闲娱乐会所。项目预计工程总投资额为 1.67 亿元，截至 2012 年末已投入约 1.42 亿元，预计将于 2013 年完工。项目已完成部分招商工作。

沈阳北中街商业广场项目（该公司持有其 67% 股权）定位为商旅文项目，目前规划总投资约 20.60 亿元，预计竣工时间为 2014 年末。项目于 2012 年开工，截至年末已投入资金约 7.9 亿元。

（三）财务质量

2012 年，随着该公司黄金饰品业务销售的实现，回笼了大量资金。且随着银行借款的部分归还、预收款的结转等，公司负债规模下滑，年末公司负债总额为 48.00 亿元，较 2011 年末下降 30.62%。在负债规模下降及经营积累增加、资本实力进一步增强的影响下，公司年末资产负债率由 2011 年末的 56.44% 降至 2012 年末的 43.03%。

该公司 2012 年末流动负债为 26.43 亿元，占负债总额的比重为 55.07%。从流动负债构成来看，2012 年末由短期借款、交易性金融负债和一年内到期的长期借款构成的短期刚性债务为 13.51 亿元，较 2011 年末下降 50.61%；其中交易性金融负债主要系经营活动中通过黄金租赁借入的黄金，2012 年末为 11.73 亿元。2012 年随着公司黄金饰品销售的推进，预收货款大量结转，公司年末预收款项降至 4.53 亿元。公司年末非流动负债为 21.56 亿元，较 2011 年末下降 8.20%，主要包括各类债券及银行借款等。

2012 年，该公司积极开拓营销渠道，黄金饰品销售量进一步增长。在黄金饰品业务的带动下，公司全年实现营业收入 202.98 亿元，较上年增长 22.25%。但同时金价波动以及销售结构的变化（批发业务销售量增加、零售业务销售量下滑）等，造成了黄金饰

品业务毛利的下滑；此外，受外部经济环境等因素影响，公司进出口、食品、百货等板块的毛利水平也均有所下滑。2012 年公司主业实现毛利 14.43 亿元（较 2011 年下滑 7.90%），主业毛利率为 7.21%。公司期间费用控制较好，2012 年单位收入期间费用率降至 5.72%。公司 2012 年公允价值变动净收益为-0.55 亿元，主要是受黄金价格波动影响，交易性金融资产（负债）价值发生变动。公司投资收益包括长期股权投资收益、开展黄金租赁及黄金 T+D 等实现的投资收益等。2012 年公司投资收益达到 8.00 亿元，主要是受公司参股的招金矿业等公司的投资收益增加所致，其中获得招金矿业和上海友谊复星（控股）有限公司（简称“友谊复星”）的现金红利共计 1.81 亿元。在投资收益的良好支撑下，公司 2012 年净利润达到 9.99 亿元，较上年增长 10.26%。

该公司主营的黄金饰品、餐饮和医药等零售业务获取现金的能力较强，公司 2012 年营业收入现金率为 111.02%。2012 年随着黄金饰品板块存货销售的实现，公司经营环节现金流量充沛，达到 16.58 亿元；当年经营性现金净流入量与负债总额比率为 28.30%。在投资活动方面，受投资企业现金分红等影响，当年投资活动产生的现金流量净额为 1.36 亿元。从后续发展来看，随着公司商旅文板块项目的推进等，后续仍存在一定的资金投入需求。

2012 年以来，随着黄金饰品板块销售的实现，存货等流动资产出现下降，该公司资产总额降至年末的 111.54 亿元，较 2011 年末减少 9.01%。从资产结构看，公司年末非流动资产占 46.05%，主要体现为长期股权投资和固定资产，其中长期股权投资主要是对招金矿业（权益法）、友谊复星（权益法）等的股权投资，近年来投资收益情况较好，对公司利润能形成良好补充；固定资产主要为位于豫园商圈内的商业房产，具有较好的区位优势和较高的市场价值。

2012 年末，该公司流动资产主要体现为货币资金和存货。其中货币资金为 20.07 亿元，占流动资产 33.36%；年末现金比率达 77.96%。公司年末存货为 33.12 亿元，占流动资产 55.05%，公司近年年末存货规模变化较大，主要是受订货会时间调整，影响备货所致。公司年末存货主要为黄金饰品业务的库存商品，此外开发成本及开发产品合计为 10.02 亿元，主要为沈阳北中街商业广场项目

开发投入。总体来看，公司流动资产变现能力较强，可为即期债务偿付提供一定支撑。

（四）增级因素

为了保障公司债券本息偿付的安全性，该公司以部分自有资产设立抵押担保。公司用于抵押的资产为位于上海中心城区的商业房产，资产质量较好，贬值风险较小。经上海立信资产评估有限公司评估，截至 2012 年 12 月末，公司 2009 年第一期公司债券抵押资产价值为 8.83 亿元，较上次评估值增加 3.48%；2010 年第一期公司债券抵押资产价值为 10.12 亿元，较上次评估值增加 3.51%。

综上所述，2012 年在国内经济增速放缓、金价震荡等背景下，该公司继续巩固、拓展黄金饰品业务市场，加强主业调整。在黄金饰品业务销量增加的带动下，公司收入规模进一步扩大。公司当年主业毛利虽有所下滑，但依靠投资收益的良好补充，公司整体盈利水平仍有所提升。公司 2012 年债务负担减轻，负债经营程度下滑；主业较强的现金回笼能力可为债务偿付提供较好支撑。公司 2009 年、2010 年公司债券抵押资产价值持续上升，对债券的增级作用持续有效。

同时，我们仍将持续关注：（1）在当前金价波动剧烈的情况下，豫园商城黄金饰品主业的销售及盈利变化情况，以及黄金租赁、黄金 T+D 等操作效果及风险控制；（2）市场竞争加剧、原材料价格波动等对豫园商城餐饮等其他主业经营的影响；（3）豫园商城商旅文板块项目投资情况；（4）公司债券抵押资产价值的变动等。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务指标	2010 年	2011 年	2012 年
金额单位：人民币亿元			
资产总额	102.73	122.59	111.54
货币资金	25.11	15.13	20.07
刚性债务	37.96	50.27	34.33
所有者权益合计	47.82	53.40	63.54
营业收入	120.70	166.04	202.98
净利润	7.13	9.06	9.99
EBITDA	11.63	13.52	14.33
经营性现金净流量	5.55	-10.88	16.58
投资性现金净流量	2.76	-0.63	1.36
资产负债率[%]	53.45	56.44	43.03
长期资本固定化比率[%]	64.61	59.41	60.35
权益资本与刚性债务比率[%]	125.98	106.24	185.11
流动比率[%]	170.53	168.30	227.65
速动比率[%]	86.83	44.86	89.29
现金比率[%]	74.01	34.14	77.96
利息保障倍数[倍]	6.35	5.80	6.11
有形净值债务率[%]	116.83	131.52	76.50
营运资金与非流动负债比率[%]	117.59	132.86	156.47
担保比率[%]	—	—	—
应收账款周转速度[次]	95.77	95.23	96.74
存货周转速度[次]	4.88	3.93	4.43
固定资产周转速度[次]	12.22	17.85	22.19
总资产周转速度[次]	1.28	1.47	1.73
毛利率[%]	12.62	9.62	7.21
营业利润率[%]	7.09	5.98	5.41
总资产报酬率[%]	11.09	11.18	11.46
净资产收益率[%]	16.01	17.90	17.08
营业收入现金率[%]	117.97	120.60	111.02
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	11.08	-17.54	28.30
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	16.58	-18.56	30.63
EBITDA/利息支出[倍]	7.04	6.23	6.52
EBITDA/刚性债务[倍]	0.34	0.31	0.34

注：表中数据依据豫园商城经审计的 2010~2012 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	期末负债总额/期末资产总额×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%
长期资本固定化比率	(期末总资产 - 期末流动资产)/(期末负债及所有者权益合计 - 期末流动负债)×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%
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%
应收账款周转速度	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	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	报告期营业收入/[(期初固定资产净额+期末固定资产净额)/2]
总资产周转速度	报告期营业收入/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]
毛利率	1 - 报告期主营业务成本/报告期主营业务收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
利息保障倍数	(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)
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)/[(期初资产总额+期末资产总额)/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%
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%
经营性现金净流入与负债总额比率	报告期经营性现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入与负债总额比率	报告期非筹资性现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
EBITDA/利息支出	= EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/刚性债务	= EBITDA/[(期初刚性债务 + 期末刚性债务)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出 = EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 刚性债务=短期借款+交易性金额负债+应付票据+一年内到期的长期借款+长期借款+应付短期融资券+应付债券+其他具期债务

注5. 报告期利息支出 = 列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额 = 经营性现金流量净额+投资性现金流量净额

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。