



# 2020年大禹节水集团股份有限公司可转换公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要  
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



# 2020年大禹节水集团股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA-	AA-
评级日期	2021-06-17	2020-09-25

## 债券概况

**债券简称:** 大禹转债

**债券剩余规模:** 6.38 亿元

**债券到期日期:** 2026-07-28

**偿还方式:** 按年计息, 每年付息一次, 附债券赎回及回售条款

## 联系方式

**项目负责人:** 王硕  
wangsh@cspengyuan.com

**项目组成员:** 张晨  
zhangch@cspengyuan.com

**联系电话:** 0755-82872897

## 评级观点

- 中证鹏元对大禹节水集团股份有限公司（以下简称“大禹节水”或“公司”，股票代码：300021.SZ）及其 2020 年 07 月发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司在节水灌溉行业内具备较强的竞争力，仍处于行业领先地位，大力拓展业务，新签订单迅速增长。同时也关注到，公司主要下游客户付款周期长，对公司资金形成较大占用，在建项目规模较大，存在较大资金需求，资产负债率较高，面临较大的偿债压力等风险因素。

## 未来展望

- 公司在节水灌溉行业具备较强竞争力，预计公司业务持续性较好，未来随着在手订单的陆续履约，营业收入有望进一步扩大。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	56.48	55.06	39.15	38.21
归母所有者权益	16.74	16.59	14.74	14.43
总债务	18.63	18.02	11.45	11.02
营业收入	4.35	20.18	21.66	17.80
净利润	0.11	1.19	1.34	1.10
经营活动现金流净额	-1.29	-2.66	-1.81	7.98
销售毛利率	25.25%	26.55%	26.82%	28.46%
EBITDA 利润率	-	14.30%	15.93%	16.73%
总资产回报率	-	4.78%	6.56%	6.28%
资产负债率	65.22%	64.46%	58.98%	59.33%
净债务/EBITDA	-	3.37	1.12	-0.20
EBITDA 利息保障倍数	-	3.40	6.32	4.92
总债务/总资本	48.68%	47.95%	41.62%	41.50%
FFO/净债务	-	12.68%	20.76%	-181.44%
速动比率	1.36	1.27	1.07	1.07
现金短期债务比	0.94	0.84	0.79	1.23

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **公司在节水灌溉行业内具备较强的竞争力。**公司在节水灌溉行业内拥有较全的工程资质、产品种类及较强的技术优势，能够提供从节水灌溉材料生产、到工程设计、施工等全产业链服务。
- **公司大力拓展业务，新签订单迅速增长。**国家大力扶持节水灌溉行业发展，公司2020年新签订单49.71亿元，同比大幅增长，随着合同的陆续履约，未来收入较有保障。

## 关注

- **公司主要下游客户付款周期长，对公司资金形成较大占用。**公司主要客户为地方水利主管部门，客户资质较好，但付款行政审批流程较长。公司应收款项规模较大，部分应收款项账龄较长，占用了公司营运资金，同时存在一定资金回收风险。
- **公司在建项目规模较大，存在较大资金需求。**公司经营活动现金持续净流出，主要在建智慧农水项目尚需投资规模较大，存在较大资金需求。
- **公司资产负债率较高，面临较大的偿债压力。**公司资产负债率较高，总债务规模较大且增长较快，面临较大的偿债压力。

## 同业比较（单位：亿元）

公司名称	大禹节水	京蓝科技	新疆天业
营业收入	20.18	2.26	6.74
毛利润	5.36	-1.96	0.98
毛利率	26.56%	-86.77%	14.57%

注：京蓝科技营业收入统计生态节水运营服务业务；新疆天业营业收入统计节水器材等塑料产品、灌溉工程收入。

资料来源：各公司2020年年报，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

## 二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年07月发行6年期6.38亿元可转换公司债券，募集资金计划用于高端节水灌溉产品智能工厂建设项目、现代农业运营服务和科技研发中心建设项目和补充流动资金。

根据公司董事会、监事会于2020年12月14日审议通过的《关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》，同意公司在不影响募集资金投资项目建设资金需求和募投项目正常进行的前提下使用部分闲置募集资金不超过10,000万元暂时补充流动资金，使用期限自董事会审议通过之日起不超过12个月，到期后将归还至募集资金专户。

根据公司董事会、监事会于2021年5月25日审议通过的《关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》，在保证募集资金投资建设的资金需求和募集资金投资项目正常进行的前提下，同意公司使用部分闲置募集资金不超过5,000万元暂时补充流动资金，使用期限自董事会审议通过之日起不超过12个月，到期后将归还至募集资金专户。

本期债券募集资金专项账户余额情况见表1。

**表1 本期债券募集资金专户余额情况（单位：万元）**

银行名称	账号	余额	截止时间	募集资金用途
温州银行股份有限公司营业部	733000120190027369	20,476.28	2021/6/1	高端节水灌溉产品智能工厂建设项目
甘肃银行股份有限公司肃州区支行	61012501200006590	5,508.76	2021/3/31	现代农业运营服务和科技研发中心建设项目
浙商银行股份有限公司酒泉分行	8260000010120100027158	3,582.44	2021/3/31	现代农业运营服务和科技研发中心建设项目
兰州银行股份有限公司酒泉分行营业部	101812001053202	1,940.73	2021/3/31	现代农业运营服务和科技研发中心建设项目
中国建设银行股份有限公司酒泉分行营业室	62050164010100001006	0.00	2021/3/17	补充流动资金
上海浦东发展银行股份有限公司酒泉分行	24410078801300000951	1.05	2021/3/31	补充流动资金
中国银行股份有限公司酒泉分行营业部	104573729328	0.86	2021/3/31	补充流动资金
<b>合计</b>	-	<b>31,510.12</b>	-	-

资料来源：公司提供

## 三、发行主体概况

截至2021年3月末，公司注册资本及实收资本仍为7.97亿元。公司控股股东及实际控制人王浩宇先

生及仇玲女士为母子关系，共计持有公司3.67亿股（占比46.03%），两人为一致行动人。截至2021年6月4日，王浩宇共质押公司股票0.45亿股，占其持股比例的24.23%；仇玲共质押公司股票0.29亿股，占其持股比例的15.99%。

2020年公司合并报表范围内新增子公司4家，减少子公司1家，详见表2。

2020年6月及2020年11月，公司以子公司股权作价出资北京慧图科技（集团）股份有限公司（以下简称“慧图科技”），截至目前，公司直接及间接持有慧图科技股权57.05%，慧图科技成为公司控股子公司。

**表2 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

**1、2020年新纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
大禹节水集团（云南）农业科技有限公司	100.00%	5,000	农业技术开发、技术推广、技术咨询、技术转让	新设
酒泉市水利水电勘测设计院有限公司	100.00%	1,000	水利水电工程设计、咨询、勘察；水利水电工程总承包	新设
北京耕耘动力科技有限公司	100.00%	1,000	技术推广服务	新设
北京慧图科技（集团）股份有限公司	57.05%	22,929	软件开发、信息系统集成	投资

**2、2020年不再纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
广西大禹甘田有限公司	100.00%	5,000	农作物种植	注销

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

## 四、运营环境

**我国水资源匮乏且分布不均，农用灌溉用水效率不高，节水灌溉行业具有较大的市场空间；水肥一体化的推广及农田规模化运作都将推动节水灌溉行业的发展**

我国水资源短缺且时空分布不均。中国是一个水资源短缺的国家，人均水资源量约2,100立方米，被联合国列入全球13个贫水国家之一，预计到2030年我国人均水资源量将下降到1,760立方米，逼近国际公认的1,700立方米严重缺水警戒线，缺水已经成为制约我国经济发展和社会进步的重要因素。我国水资源时空分布不均，总体来看，时间上，夏秋多、冬春少；空间上，南方多、北方少。水资源丰富的省份主要集中在西藏、四川、江西、湖南、广东、广西等南方地区，而在北方地区，尤其在宁夏、甘肃、陕西等西北地区，以及河南、山东、山西、河北等中部地区，水资源量极为匮乏。我国38%的耕地分布在西北、华北、东北等北方地区，而干旱少雨导致我国北方地区水资源比较缺乏，没有灌溉就不能保证粮食稳产、高产。

我国节水灌溉能力较弱，农用灌溉用水效率不高。我国社会总用水量及农业用水量基本保持稳定，其中农业用水占社会总用水量比例最大。我国农业用水存在较大的浪费，主要体现为灌溉用水系数较低以及水资源利用率较差。《水利改革发展“十三五”规划》显示，我国农业灌溉水利用系数仅为0.53左

右，远低于发达国家0.80的平均水平。二是在节水滴灌领域，采用喷滴灌技术的耕地的面积占有节水灌溉耕地面积的29.01%，仅占全国有效灌溉面积的13.68%，而发达国家采用喷滴灌节水技术的比例达到70%-80%。虽然我国近年来大力投资于节水灌溉设施的建设，使农业用水效率出现了一定程度的提升，然而相比发达国家，我国的节水灌溉能力整体仍处于较低水平。

水肥一体化的推广及土地流转加速将提升对节水灌溉的需求。由于过量使用化肥，近几十年来我国耕地肥力明显下降，全国绝大多数耕地土壤肥力不高。化肥的过量施用直接导致耕地及大量水源受到污染，不仅影响作物正常生长、诱发病虫害、减产，甚至会导致土地失去种植功能。在此背景下，水肥一体化被政府和研究机构所重视。通过实施水肥一体化，灌溉施肥体系可比常规施肥节省肥料50%-70%；同时，大大降低了因过量施肥而造成水体污染问题。过去，我国农业生产存在着农户生产规模小、种植地块零散、机械化程度低、经济效益低的特点。在这种情况下，农民投资节水灌溉设备的能力和积极性不高，节水灌溉设备的推广受到制约。中共十八届三中全会鼓励有条件的农户流转承包土地的经营权，鼓励承包经营权向专业大户、农民合作社、农业企业流转。随着土地流转加速，规模化农业的快速发展将提升对高效节水灌溉设备的需求。

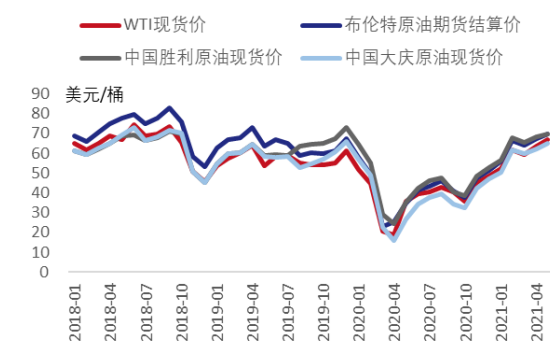
目前国内节水灌溉行业竞争激烈，市场集中度不高。随着节水灌溉行业竞争的加剧及节水灌溉技术含量的逐步提高，预计节水灌溉行业市场份额将向具备节水灌溉产业链整合能力的优势企业集中，行业集中度将有所提升。

综合来看，国家大力扶持节水灌溉行业发展，采用政府补贴等形式支持农户采用节水灌溉方式，同时在我国大力推动乡村振兴战略的背景下，高效节水灌溉行业面临较好的发展机遇。

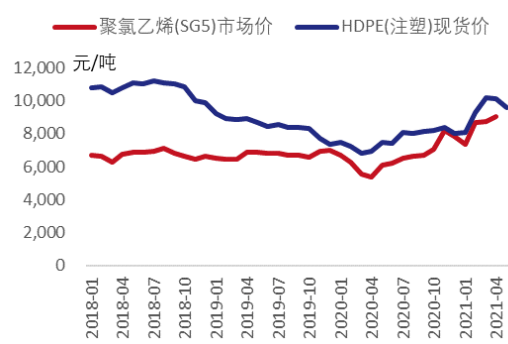
**PE、PVC等原材料成本在节水灌溉材料生产成本中占比较大，目前原材料价格随原油价格有所上涨，削弱了行业企业的盈利能力，且行业内企业议价能力较弱**

聚乙烯（PE）、聚氯乙烯（PVC）等石油化工原料是生产滴灌带、输水管材等节水灌溉材料的主要原材料。PVC、PE产品属于大宗化工基础原料，产品质量和性能差异较小，行业集中度不高，市场竞争激烈，价格较为透明。节水灌溉材料生产成本受原材料成本影响较大，PVC、PE颗粒的价格会直接影响企业产品的毛利率。近年随着国内外石化行业产能持续增长，PE、PVC市场供需矛盾加大，成本面的变化对价格的影响有所减弱。但国际原油的成本推动效应仍然存在，未来国际油价的变动趋势仍将对国内PE、PVC价格产生重要影响。

2020年1月以来，国内聚乙烯、聚氯乙烯价格随国际油价上涨有所反弹，但2020年整体低于2019年水平；2021年以来，价格继续上涨，显著高于2020年同期水平。PE及PVC供应商一般为大型国企央企，下游企业规模相对较小，议价能力较弱，未来若由于原油价格波动或供应厂商提价等原因导致价格大幅上涨，节水灌溉产品的生产成本将有所增加，对行业内生产企业的盈利能力产生不利影响。

**图 1 近年原油价格走势**


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

**图 2 近年我国聚乙烯、聚氯乙烯价格情况**


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司营业收入主要来自智慧农水项目建设、农水科技产品销售与服务、农水设计服务、运营及信息化服务，2020年收入占比分别为52.98%、24.91%、12.09%及8.50%。2020年，受疫情影响，公司施工进度及工程结算放缓，智慧农水项目建设、农水科技产品销售与服务收入同比均有所下滑；农水运营及信息化服务同比大幅增加，主要系业务规模扩大及收购慧图科技所致。行业竞争较为激烈，但公司作为农水行业头部企业综合竞争优势较强，毛利率相对稳定。

**表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
智慧农水项目建设	106,895.14	24.11%	120,037.79	23.29%
农水科技产品销售与服务	50,269.26	28.48%	65,618.93	29.71%
农水设计服务	24,399.94	28.34%	22,813.24	28.60%
农水运营及信息化服务	17,146.33	30.92%	4,924.70	53.00%
其他	3,059.79	41.45%	3,190.66	46.65%
<b>合计</b>	<b>201,770.45</b>	<b>26.55%</b>	<b>216,585.31</b>	<b>26.82%</b>

资料来源：公司 2020 年年报，中证鹏元整理

公司新签订单规模大幅增长，短期收入较有保障；但公司面临一定原材料价格波动风险，在建项目投资规模较大，面临较大资本支出压力

公司智慧农水项目建设主要由子公司甘肃大禹节水集团水利水电工程有限责任公司（以下简称“大禹工程”）负责，包括节水灌溉工程及农村污水处理工程。大禹工程具有水利水电工程施工工程总承包壹级资质，可承担各类型水利水电工程的施工，包括以防洪、灌溉、发电、供水、治涝、水环境治理等为目的的各类工程（包括配套与附属工程）。



公司施行“产品+工程”的业务模式，即公司一般通过招投标等方式承揽智慧农水项目，并为工程提供材料供应、工程设计、施工、安装及技术服务。公司销售模式主要分直接对外销售商品和通过工程配套设备进行间接销售。

公司智慧农水工程一般有部分预付款，然后根据签订的建设合同按项目进度确认收入，并在项目竣工验收后留有10-20%的合同价款为质量保证金，质保期一般为1-2年。一般在签订合同时也会约定设计费用、施工费用及材料和设备费用，公司根据合同及施工进度确认工程设计收入、工程施工收入及材料销售收入。

在国家大力推广节水灌溉政策的背景下，公司积极建立与各地政府客户和合伙伙伴的战略合作关系，近年公司新签合同金额持续增长。2020年公司新签订单49.71亿元，同比增长136%，5,000万以上规模订单占比超过66%。从业务领域维度看，农业节水领域占比49%，灌区、水利工程和生态治理领域占比25%，农村污水处理领域占比17%，农民人饮领域占比9%。

截至2020年末，公司主要在建智慧农水项目总投资规模47.44亿元，至少尚需投资21.91亿元，面临较大资金压力。公司积极探索PPP项目新模式，成功中标了一批PPP项目。PPP业务可为公司带来较多的农水工程项目储备和后续运营收入，但未来项目运营效果尚需观察，同时公司将面临一定的资本金投资压力。

**表4 截至 2020 年末公司主要在建智慧农水项目情况（单位：万元）**

项目名称	预算投资	已投资
吴忠市利通区现代化生态灌区建设项目	139,975.00	12,597.75
天津市武清区农村污水处理项目	159,222.70	154,585.67
邹城市农村供水巩固提升工程 PPP 项目	52,616.74	1,026.03
元谋大型灌区丙间片 11.4 万亩高效节水灌溉项目	30,958.07	28,911.74
云南省大理州宾川县 6 万亩高效节水（改造）项目	22,499.15	975.91
云南省弥勒市东风片区高效节水灌溉示范工程	14,208.95	9,024.10
祥云县祥城沙龙及刘厂片区高效节水灌溉项目	14,933.01	10,726.38
都匀市 2018 年脱贫攻坚农村饮水安全工程施工	10,998.02	9,024.12
南疆地区沙雅县渭干河灌区农业高效节水增收试点项目 2018 年滴灌工程（二期）	10,979.34	10,908.82
酒泉市肃州区乡镇环保提升工程 PPP 项目	12,090.16	13,872.35
南疆地区沙雅县渭干河灌区农业高效节水增收试点 2019 年度滴灌及自动化工程施工（第二标段）	5,911.73	5,406.62
<b>合计</b>	<b>474,392.87</b>	<b>257,059.49</b>

注：计算尚需投资时剔除已投资金额超过预算投资金额的酒泉市肃州区乡镇环保提升工程PPP项目

资料来源：公司提供

在传统节水工程及材料方面，公司拥有较为完备的产业链集成能力，能够提供从材料生产，到设计、施工、安装和技术服务的系统解决方案。公司的主要产品为滴灌管（带）、PE管材、PVC-U管材等节水材料的生产及安装服务，公司产品销售模式分两种，包括通过经销商渠道或零售方式开展的直接销售模式，以及“工程+材料”的间接销售模式，目前主要采用“工程+材料”的间接销售模式。公司节水灌

溉设备、器材、节水材料在生产上主要采用“以销定产”的原则，由集团统一编制年度和半年度运营计划，由各子公司生产工厂按照订货合同组织多品种小批量生产。公司在酒泉、天津、武威、云南等地均设有生产工厂。2020年除滴灌管外，PVC-U管材及PE管产品产能利用率同比均有所提升，除自产外，处于经济性考虑，公司亦通过外部采购方式选取供应商。上述产品的销售收入主要体现在智慧农水项目建设收入（项目配套）及农水科技产品销售与服务收入中。

**表5 公司主要产品生产情况**

产品		2021年1-3月	2020年	2019年
PVC-U 管材（吨）	年设计产能	10,727.00	11,273.00	15,145.19
	年产量	4,620.30	18,365.46	12,167.08
	产能利用率	43.07%	162.92%	80.34%
PE 管（吨）	年设计产能	8,106.00	8,682.07	13,351.96
	年产量	978.33	6,284.37	9,301.56
	产能利用率	12.07%	72.38%	69.66%
滴灌管（万米）	年设计产能	103,898.00	107,623.00	102,309.54
	年产量	12,054.86	39,880.94	80,837.48
	产能利用率	11.60%	37.06%	79.01%

注：滴灌管（带）、PE管材及PVC-U管材产能根据期末生产线条数和设计线速及生产设备实际运行情况，按期间可投产状态天数计算。

资料来源：公司提供

公司生产节水灌溉设备、器材、节水材料所需的物料主要包括原材料、辅助材料、包装材料以及电、水等生产所需能源，其中聚乙烯（PE）、聚氯乙烯（PVC）等原材料采购金额最大。2020年公司主要生产成本有所下降，2021年一季度，受油价持续上涨影响，公司生产成本有所抬升。

**表6 公司主要生产成本情况**

项目		2021年1-3月	2020年	2019年
聚乙烯	采购量（吨）	1,332.98	8,998.45	10,689.21
	采购金额（万元）	1,045.09	6,139.65	9,673.74
	单价（元/吨）	7,840.25	6,823.01	9,050.00
聚氯乙烯	采购量（吨）	3,609.65	15,812.03	10,799.45
	采购金额（万元）	2,494.56	8,808.04	7,139.52
	单价（元/吨）	6,910.81	5,570.47	6,611.00
电力	采购量（万度）	725.20	2,392.27	2,432.00
	采购金额（万元）	387.90	1,271.61	1,567.53
	单价（元/度）	0.53	0.53	0.64

资料来源：公司提供

公司物料采购一般采取集团统一采购模式，各生产工厂根据现有订单和预测生产计划，核定原辅材料需求计划，每月编制物料请购单，经审批后提交供应部，由供应部组织统一采购。对于主要大宗原材料及主要设备一般采用招标形式采购，因公司主要生产成本中以聚乙烯、PVC树脂粉为主的石油化工材料占比较大，公司主要供应商一般为中国石油天然气股份有限公司、中国石化化工销售有限公司、新疆中泰化学股份有限公司等大型国企央企。一般来说，公司大宗原材料采购以现款现货为主，其他辅料、

包装材料等一般会有一定账期，但账期一般在6个月以内。2020年前五大供应商采购金额占比为13.53%，供应商集中度仍然较低。

**表7 公司前五大供应商情况（单位：万元）**

年度	序号	公司名称	采购金额	占比
2020年	1	供应商一	6,623.00	3.78%
	2	供应商二	6,176.72	3.53%
	3	供应商三	4,070.35	2.32%
	4	供应商四	3,952.53	2.26%
	5	供应商五	2,873.97	1.64%
		<b>合计</b>	<b>23,696.57</b>	<b>13.53%</b>
2019年	1	供应商一	4,641.30	2.62%
	2	供应商二	4,036.81	2.27%
	3	供应商三	3,650.80	2.06%
	4	供应商四	2,989.56	1.68%
	5	供应商五	2,471.30	1.39%
		<b>合计</b>	<b>17,789.77</b>	<b>10.03%</b>

资料来源：公司2019-2020年年报，中证鹏元整理

公司利用下属子公司及办事处或代表处拓展当地市场，营销网络已遍及全国多数省区，与同行业企业的业务大多局限在单个省区内相比，具备较大竞争优势。从公司营业收入前五大客户来看，近年公司主要客户为项目公司、地方水利部门、地方人饮工程办公室、园林管理部门等。2020年公司前五大客户收入占比分别22.68%，客户集中度有所下降。受工程项目年终审计时间不确定等因素影响，公司收入确认及工程结算回款周期较长，对公司资金形成一定占用。

**表8 公司营业收入前五大客户情况（单位：万元）**

年度	序号	公司名称	销售金额	占比
2020年	1	客户一	14,143.81	6.81%
	2	客户二	10,690.01	5.15%
	3	客户三	9,116.08	4.39%
	4	客户四	6,745.23	3.25%
	5	客户五	6,383.63	3.08%
		<b>合计</b>	<b>47,078.74</b>	<b>22.68%</b>
2019年	1	客户一	68,716.42	31.73%
	2	客户二	11,144.03	5.14%
	3	客户三	10,305.27	4.76%
	4	客户四	8,563.12	3.95%
	5	客户五	6,705.03	3.10%
		<b>合计</b>	<b>105,433.86</b>	<b>48.68%</b>

注：2019、2020年前五名客户销售额中关联方销售额占比为35.68%及9.89%。

资料来源：公司2019-2020年年报，中证鹏元整理

**公司节水灌溉产品研发实力较强，全产业链布局形成较大竞争优势；农水设计服务等其他业务对公司营业收入形成一定补充**

行业内多数企业为相对单一节水产品制造商，仅限本地化经营，存在规模较小、资金短缺、专业技术人员缺乏、研发和创新能力较弱的问题。公司拥有自主创新能力和技术，在高标准农田建设方面处于行业领先地位，业务覆盖涉农涉水全产业链条，具备全产业链优势。

公司研发实力较强，拥有较强的技术优势。公司建有大禹研究院，配备教授级等高端人才30多名，拥有全国优秀院士专家工作站、节水灌溉产业技术战略联盟、国家和地方联合工程试验室、节水灌溉技术研究院和节水灌溉技术研究中心等四个科研技术创新平台。公司的技术研发领域广泛遍及全产业链条，截至2020年末，公司拥有专利500多项、50多项科研成果和50项计算机软件著作权。公司已在滴水均匀、自动过滤清洗排污、毛管布设、系统控制、精量滴灌、铜祛根防负压抗堵塞等领域形成了核心技术能力。2020年，公司研发投入金额为5,798.90万元，同比增长16.94%，占营业收入的2.87%，占比近年持续提升。公司目前将要转换成果的科研项目包括水肥一体机、A/O+MBR一体化污水处理设备、田间物联网“慧水云”控制系统等。

公司农水设计服务的运营主体主要是甘肃大禹节水工程设计有限责任公司和杭州水利水电勘测设计院有限公司。资质方面，公司具有水利行业设计乙级资质、工程勘察乙级资质、水利水电工程咨询甲级资质等设计资质。项目获取方面，目前公司参与的PPP项目为公司设计业务提供了重要保障。2020年公司实现农水设计服务收入2.44亿元，同比增长6.96%，业务毛利率为28.34%。

公司农水运营及信息化服务业务增长较快。公司在工程建设完成之后，在使用期间能够为农户提供技术指导、维修保养等一系列的后期服务。运维能力能够提升用户的使用体验，提升工程的利用效果，能够有效提升公司拿单时的竞争力。公司智慧水务业务板块是其近年来将大数据与农业节水领域嫁接的新增盈利点。公司依托内部研究和技术团队，以高标准农田建设为基础，通过农田物联网云平台，实现水肥一体化、水源地信息监测、田间气象墒情监测、田间灌溉自动控制等系统之间的互联互通，挖潜农田经济效益。经过近几年的发展，能为终端客户提供精准灌溉、水土环境和信息技术解决方案。2020年公司实现农水运营及信息化服务收入1.71亿元，同比增长248.17%，主要系业务规模扩大及合并慧图科技所致，业务毛利率为30.92%。2020年6月及11月，公司对慧图科技增资及认购原股东股份后，直接或间接持有其57.05%股权。慧图科技是国内水行业信息化领先企业，业务领域涵盖智能节水灌溉、农村人饮安全、河（湖）长制、水库安全、水及早灾害防御、水资源管理、山洪灾害等相关业务领域，业务包括智慧水务行业软件研发与销售、系统集成以及技术服务。2020年慧图科技实现营业收入1.89亿元，净利润0.38亿元。另外，随着本期债券募投项目的建成投产，公司农水运营及信息化服务业务实力将进一步增强。

**表9 截至 2020 年末公司农水运营及信息化服务业务相关项目建设情况（单位：万元）**

项目名称	项目总投资	已投资
高端节水灌溉产品智能工厂建设项目	28,174.01	78.15
现代农业运营服务和科技研发中心建设项目	19,370.37	2,091.92
<b>合计</b>	<b>47,544.38</b>	<b>2,170.07</b>

资料来源：公司提供

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020 年公司合并报表范围变化情况为新增子公司 4 家，减少子公司 1 家，详见表 2。

### 资产结构与质量

近年公司资产规模持续增加，但应收款项规模较大且增幅较快，部分资产使用受限，整体流动性一般

随着公司经营规模的扩大，2020 年公司资产总额同比有所增加，资产结构仍然以流动资产为主。

**表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.94	14.06%	9.33	16.95%	7.92	20.24%
应收账款	16.45	29.12%	16.78	30.47%	10.07	25.73%
其他应收款	1.43	2.53%	1.55	2.81%	1.49	3.81%
存货	6.41	11.35%	5.05	9.17%	4.42	11.28%
合同资产	3.82	6.77%	1.89	3.43%	0.00	0.00%
其他流动资产	2.11	3.73%	2.48	4.50%	0.43	1.09%
<b>流动资产合计</b>	<b>39.22</b>	<b>69.43%</b>	<b>37.98</b>	<b>68.97%</b>	<b>25.30</b>	<b>64.61%</b>
长期应收款	3.92	6.95%	3.83	6.96%	3.68	9.41%
长期股权投资	2.28	4.03%	2.20	4.00%	1.78	4.54%
固定资产	4.37	7.74%	4.38	7.96%	3.51	8.97%
在建工程	3.57	6.32%	3.37	6.12%	2.59	6.61%
无形资产	1.13	2.00%	1.41	2.56%	1.16	2.96%
商誉	0.81	1.44%	0.81	1.48%	0.22	0.57%
<b>非流动资产合计</b>	<b>17.26</b>	<b>30.57%</b>	<b>17.08</b>	<b>31.03%</b>	<b>13.86</b>	<b>35.39%</b>
<b>资产总计</b>	<b>56.48</b>	<b>100.00%</b>	<b>55.06</b>	<b>100.00%</b>	<b>39.15</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告、2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

公司货币资金主要为银行存款，截至 2020 年末，受限资金共 1.11 亿元，主要为银行承兑汇票保证金或履约保证金。公司应收账款占比较大，近年持续增加，主要为应收工程款或货款，部分账龄较长，存在较大资金占用及一定的资金回收风险。公司其他应收款主要为履约保证金及往来款项。公司存货包括库存商品、合同履行成本、发出商品及原材料。公司合同资产为已完工未结算资产。其他流动资产主要

为项目前期投入。

公司长期应收款全部为PPP项目投入。2020年公司增加了对甘肃农田水利投资基金（有限合伙）、河南水谷科技有限公司等单位的长期股权投资。公司固定资产主要为持有的房屋建筑物及机器设备，其中价值0.36亿元的公司实验楼或厂房的产权证书尚在办理中。公司在建工程主要为节水灌溉项目。2020年公司商誉同比增加较多，主要系并购慧图科技及甘肃设计院所致。

截至2020年末，公司共有账面价值为5.47亿元的资产属于受限资产，占总资产的比例为9.93%，包括在建工程1.72亿元、应收账款1.70亿元、货币资金1.11亿元、固定资产0.90亿元及无形资产0.05亿元。

总体来看，公司资产规模保持增长，但资产以应收款项、项目投入及固定资产为主，应收款项规模较大，部分账龄较长，对公司资金形成较大占用，此外部分资产使用受限，资产流动性一般。

### 盈利能力

**受疫情影响，公司施工进度及工程结算放缓，营业收入及利润规模有所下降，但公司新签订单规模较大，未来收入较有保障**

公司收入主要来自于智慧农水项目建设工程与配套产品销售。2020年，受疫情影响，公司施工进度及工程结算放缓，实现营业收入20.18亿元，同比下降6.84%，智慧农水项目建设及农水科技产品销售与服务业务收入有所下滑，农水运营及信息化服务增长较快；销售毛利率为26.55%，同比基本持平。

2020年公司债务增加较多，财务费用率有所上升，对利润形成一定拖累。综合上述因素影响，2020年公司实现净利润1.19亿元，盈利规模水平同比略有下滑，公司EBITDA利润率及总资产回报率均有所下降。2020年公司实现政府补助0.22亿元，提升了公司的利润水平。2020年公司新签订单49.71亿元，较2019年增长136%，随着合同的陆续履约，公司未来收入较有保障，但需关注业务规模扩大带来的资金压力。

图3 公司收入及利润情况（单位：亿元）

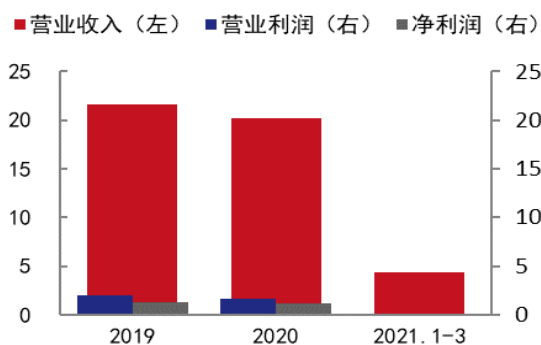
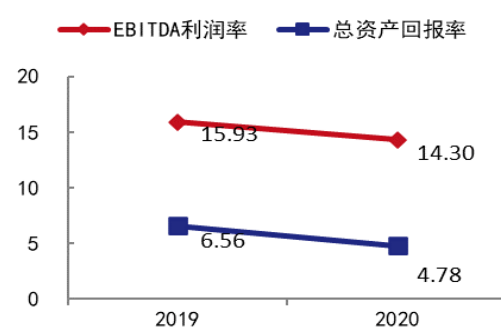


图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2019-2020年审计报告、2021年1-3月末未经审计的财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

公司经营活动现金仍为净流出，在建项目投资规模较大，面临较大资金压力

2020年及2021年1-3月，公司经营活动现金流净额为-2.66亿元及-1.29亿元，公司经营活动现金净流出主要系经营性应收项目增加，营运资本资金占用增加所致。

因购建固定资产、土地、对外股权投资等原因，近年来公司投资活动现金流持续净流出，2020年及公司投资活动现金净流出2.07亿元。

公司通过发行债券、银行贷款等方式进行外部融资。2020年公司筹资活动现金净流入5.54亿元，主要系当年发行本期债券所致。2020年公司FFO有所改善，EBITDA有所下滑，经营活动现金流净额持续为负，整体经营获现能力仍然较弱。截至2021年3月末公司主要在建智慧农水项目尚需投资21.91亿元，同时积极发展PPP项目业务，面临较大资金压力。

图 5 公司现金流结构

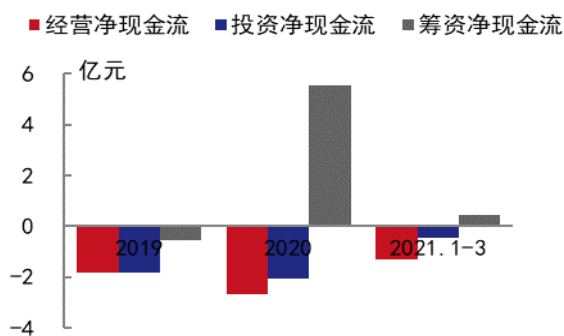
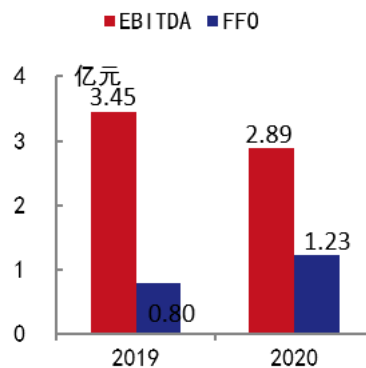


图 6 公司 EBITDA 和 FFO 情况



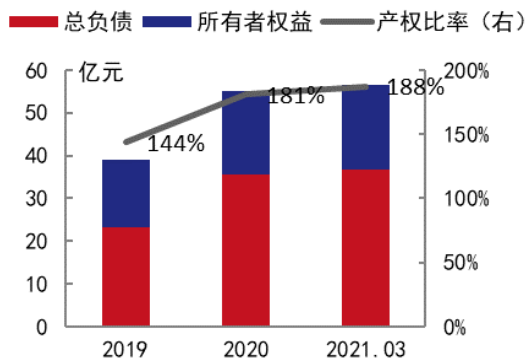
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告、2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

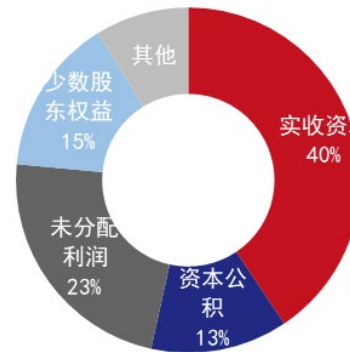
## 资本结构与偿债能力

公司资产负债率较高，面临较大短期偿债压力

受2020年公司发行本期债券及新增应付账款等因素影响，负债总额增长较快。截至2021年3月末，公司产权比率为188%，公司所有者权益对负债的保障程度较弱。

**图 7 公司资本结构**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告、2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

**图 8 2021 年 3 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

公司短期借款以保证借款及信用借款为主。公司应付票据余额均为商业承兑汇票，2020年同比增加较多主要系原料及工程材料采购增加所致。公司应付账款规模较大，主要为未结算货款及工程款。

公司长期借款以抵、质押借款为主，2020年同比增加较多。2020年公司新增4.80亿元应付债券，为2020年7月发行规模为6.38亿元的本期债券所致，其中4.80亿元计入应付债券，1.59亿元计入其他权益工具。长期应付款余额包括吴忠禹通PPP项目政府专项拨款及东风项目政府专项资金借款。

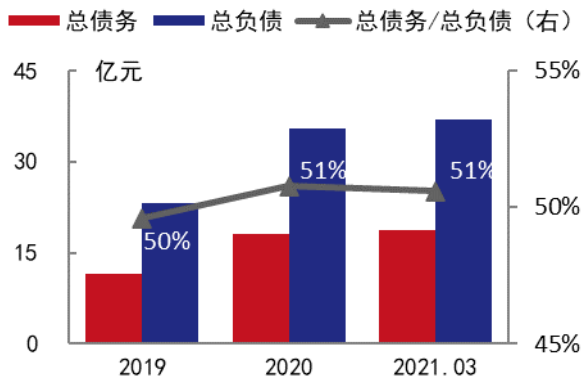
**表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.76	15.64%	8.69	24.48%	9.52	41.21%
应付票据	1.52	4.13%	1.64	4.61%	0.58	2.52%
应付账款	11.87	32.23%	11.36	32.02%	7.52	32.55%
合同负债	2.12	5.77%	1.68	4.72%	0.00	0.00%
<b>流动负债合计</b>	<b>24.09</b>	<b>65.41%</b>	<b>25.99</b>	<b>73.22%</b>	<b>19.52</b>	<b>84.53%</b>
长期借款	5.57	15.12%	2.49	7.02%	0.74	3.21%
应付债券	4.86	13.21%	4.80	13.52%	0.00	0.00%
长期应付款	1.34	3.65%	1.35	3.81%	1.52	6.57%
<b>非流动负债合计</b>	<b>12.74</b>	<b>34.59%</b>	<b>9.51</b>	<b>26.78%</b>	<b>3.57</b>	<b>15.47%</b>
<b>负债合计</b>	<b>36.83</b>	<b>100.00%</b>	<b>35.49</b>	<b>100.00%</b>	<b>23.09</b>	<b>100.00%</b>

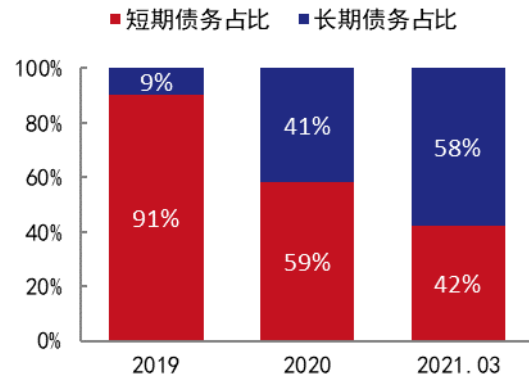
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告、2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

截至2020年末，公司总债务占总负债的51%，同比基本持平；从债务期限结构看，2020年末短期债务占比为59%，2021年3月末降至42%，近年持续改善但仍面临较大的短期偿债压力。



**图 9 公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告、2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

**图 10 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告、2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

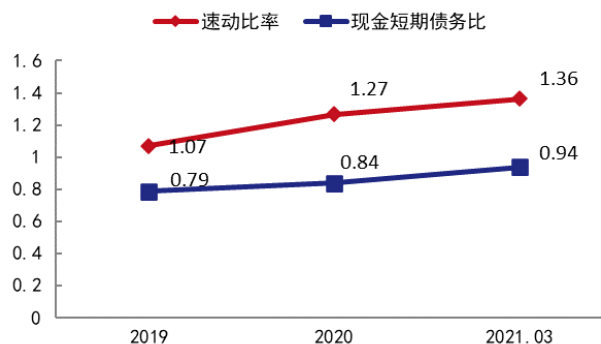
2020年末公司资产负债率同比增加，主要系发行本期债券及新增借款所致。公司EBITDA对利息支付的保障能力尚可。随着公司净债务的增加和疫情期间公司业绩下滑，EBITDA及FFO对公司净债务的保障能力整体弱化，整体看，公司仍面临较大的偿债压力。

**表12 公司杠杆状况指标**

项目	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	65.22%	64.46%	58.98%
净债务/EBITDA	-	3.37	1.12
EBITDA 利息保障倍数	-	3.40	6.32
总债务/总资本	48.68%	47.95%	41.62%
FFO/净债务	-	12.68%	20.76%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告、2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

随着公司债务结构的优化，公司速动比率和现金短期债务比持续改善，但公司流动资产以应收款项及项目投入为主，即时变现能力较弱，对流动负债的实际保障能力相对有限。

**图 11 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告、2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年6月2日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

### 或有事项分析

截至2021年3月31日，公司对外担保金额合计约1.23亿元，占同期末净资产的6.26%，被担保企业为公司作为社会资本方参与的PPP项目公司。公司对参股公司酒泉绿创智慧农村有限责任公司（公司直接持股6.30%，通过甘肃农田水利投资基金（有限合伙）及子公司大禹工程间接持股25.90%）向中国农业发展银行酒泉市肃州区支行申请的改善农村人居环境建设项目中长期贷款1.23亿元提供连带责任保证担保。公司对外担保金额相对较大，且未设置反担保措施，担保期内，公司存在一定或有负债风险。

**表13 截至 2021 年 3 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）**

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
酒泉绿创智慧农村有限责任公司	1.23	2032/10/8	否

资料来源：公司提供

## 八、结论

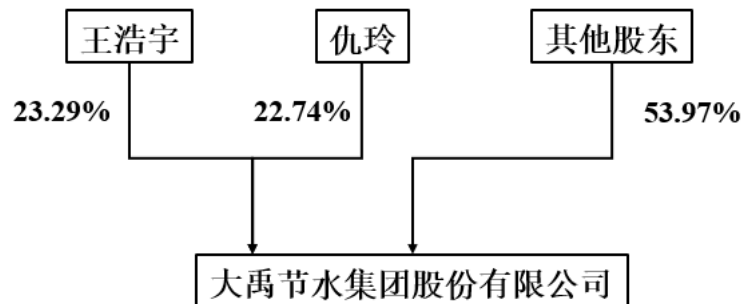
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	7.94	9.33	7.92	12.07
应收票据及应收账款	16.47	16.79	10.07	6.26
应收账款	16.45	16.78	10.07	6.25
存货	6.41	5.05	4.42	5.56
流动资产合计	39.22	37.98	25.30	26.52
非流动资产合计	17.26	17.08	13.86	11.69
资产总计	56.48	55.06	39.15	38.21
短期借款	5.76	8.69	9.52	8.78
应付账款	11.87	11.36	7.52	6.38
一年内到期的非流动负债	0.61	0.22	0.27	0.29
流动负债合计	24.09	25.99	19.52	19.59
长期借款	5.57	2.49	0.74	0.40
应付债券	4.86	4.80	0.00	0.00
长期应付款	1.34	0.18	0.36	1.45
非流动负债合计	12.74	9.51	3.57	3.08
负债合计	36.83	35.49	23.09	22.67
总债务	18.63	18.02	11.45	11.02
归属于母公司的所有者权益	16.74	16.59	14.74	14.43
营业收入	4.35	20.18	21.66	17.80
净利润	0.11	1.19	1.34	1.10
经营活动产生的现金流量净额	-1.29	-2.66	-1.81	7.98
投资活动产生的现金流量净额	-0.44	-2.07	-1.85	-1.99
筹资活动产生的现金流量净额	0.45	5.54	-0.57	1.36
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	25.25%	26.55%	26.82%	28.46%
EBITDA 利润率	-	14.30%	15.93%	16.73%
总资产回报率	-	4.78%	6.56%	6.28%
产权比率	187.50%	181.37%	143.77%	145.91%
资产负债率	65.22%	64.46%	58.98%	59.33%
净债务/EBITDA	-	3.37	1.12	-0.20
EBITDA 利息保障倍数	-	3.40	6.32	4.92
总债务/总资本	48.68%	47.95%	41.62%	41.50%
FFO/净债务	-	12.68%	20.76%	-181.44%
速动比率	1.36	1.27	1.07	1.07
现金短期债务比	0.94	0.84	0.79	1.23

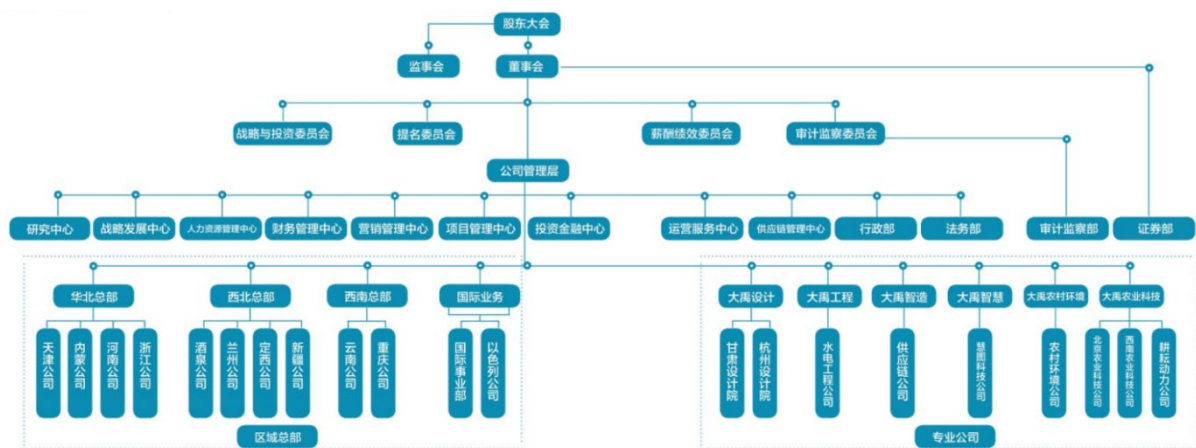
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



注：王浩宇先生及仇玲女士为母子关系，两人为一致行动人，同为公司控股股东及实际控制人  
 资料来源：公司 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

## 附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2021年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
邹城大禹利民水务有限公司	10,616.74	88.70%	水利水电工程、管道工程建筑
重庆巴禹节水有限公司	10,000.00	100.00%	节水产品研发、生产、销售
云南大禹智慧水务科技有限公司	1,000.00	100.00%	水利信息化建设
云南大禹节水有限公司	10,000.00	100.00%	节水材料生产、安装
元谋大禹节水有限责任公司	4,306.00	91.41%	节水材料生产、安装
禹王投资管理（北京）有限公司	3,000.00	100.00%	投资管理、资产管理
新余泓晟投资合伙企业（有限合伙）	-	99.75%	企业投资管理、资产管理、实业投资
新疆大禹节水有限责任公司	5,000.00	100.00%	节水材料生产、安装
祥云大禹水利北京大禹智慧农业建设有限责任公司	3,000.00	65.00%	水利水电工程设计、施工与建设管理；农业高效节水灌溉工程投资、建设与运营管理
武威大禹节水有限责任公司	10,000.00	100.00%	节水材料生产、安装
吴忠市禹通水务有限责任公司	11,780.00	46.19%	施工与建设管理；农业高效节水灌溉工程建设与运营管理
通辽大禹节水材料有限公司	2,000.00	100.00%	节水产品 PVC、PE 管材、滴灌带及配套管件生产、销售
天津尧泽环保科技有限公司	1,000.00	100.00%	环保技术开发、咨询
内蒙古大禹节水技术有限公司	5,000.00	100.00%	节水材料生产、安装
陆良大禹节水农业科技有限公司	646.00	70.00%	节水材料生产、安装
兰州大禹管廊投资有限责任公司	2,000.00	100.00%	节水材料生产、安装
杭州水利水电勘测设计院有限公司	5,000.00	65.00%	水利水电工程设计、咨询、勘察；水利水电工程总承包；水利水电项目管理
杭州大禹慧水科技有限公司	2,000.00	100.00%	软件开发、信息系统集成
广西大禹节水有限公司	5,000.00	100.00%	节水材料生产、安装
甘肃大禹净水设备制造有限公司	1,000.00	60.00%	农业滴灌过滤系统的设计、制造与服务
甘肃大禹节水集团水利水电工程有限责任公司	51,000.00	100.00%	水利水电工程施工
甘肃大禹节水工程设计有限责任公司	500.00	100.00%	水利行业灌溉排涝工程勘测设计
甘肃大禹黑枸杞生物科技有限公司	14,500.00	82.76%	枸杞种植及加工
甘肃大河检测技术有限公司	200.00	60.00%	检测及技术咨询服务
定西大禹节水有限责任公司	15,000.00	100.00%	节水材料生产、安装
大禹节水集团（元谋）农业科技有限公司	500.00	100.00%	农业技术的研究、推广及应用
大禹节水（天津）有限公司	10,000.00	100.00%	节水材料生产、安装
大禹节水（酒泉）有限公司	31,432.00	95.52%	节水材料生产、安装
大禹环保(天津)有限公司	2,000.00	100.00%	污水处理
澄江大禹节水有限责任公司	930.00	51.08%	节水材料生产、安装
宾川大禹节水有限责任公司	11,218.35	41.00%	农业节水灌溉工程、供排水管网工程、施工与建后管理
北京欣禹物联科技有限公司	10,000.00	100.00%	技术开发、技术推广；农业科学研究与试验发展
北京通捷智水科技有限公司	500.00	100.00%	贸易
北京乐水新源智能水务科技有限责任公司	3,000.00	51.00%	灌区供水及用水现代化管理技术
北京大禹智慧农业科技有限公司	1,000.00	100.00%	农业节水灌溉工程、供排水管网工程、施工与建后管理
阿克塞县高萨尔供水服务有限责任公司	1,192.81	70.00%	投融资建设、项目维护

北京慧图科技（集团）股份有限公司	22,928.57	57.05%	从事水利信息化行业中与软件研发与销售、山洪灾害、防汛抗旱、水资源监测相关的系统集成、以及与其配套的技术服务
酒泉市水利水电勘测设计院有限公司	1,000.00	100.00%	水利行业灌溉排涝工程勘测设计
大禹节水集团（云南）农业科技有限公司	5,000.00	100.00%	农业技术的研究、推广及应用
北京耕耘动力科技有限公司	1,000.00	100.00%	软件开发、信息系统集成

资料来源：公司提供

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。