

2013 年华盛江泉集团有限公司

公司债券 2018 年跟踪 信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

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員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員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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【1139】号 01

债券简称：13 江泉债/
盛江暂停

增信方式：保证担保

担保主体：临沂市财金
投资集团有限公司

债券剩余规模：5.65 亿
元

债券到期日期：2020 年
05 月 31 日

债券偿还方式：按年付
息，存续期的第 5 年末
附公司上调利率选择权
及投资者回售选择权

分析师

姓名：
刘颖 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
liuying@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司钢铁企业
主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

2013 年华盛江泉集团有限公司公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	BB	BB
发行主体长期信用等级	C	C
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 06 月 26 日	2017 年 08 月 25 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对华盛江泉集团有限公司（以下简称“江泉集团”或“公司”）及其 2013 年 5 月 31 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”或“13 江泉债”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 BB，发行主体长期信用等级维持为 C，评级展望维持为稳定，同时将本期债券信用等级继续列入信用评级观察名单。该评级结果是考虑到：2017 年钢铁业务经营转好带动营业收入大幅增长，公司实现扭亏为盈，盈利能力大幅提高。同时我们也关注到公司资产负债率高，有息债务规模大，目前已出现多笔贷款逾期、欠息；公司 2017 年审计报告继续被出具带保留意见和强调事项；钢铁业务未来仍面临较大的环保压力及政策不确定性，肉制品加工业务产能利用率较低，仍面临较大的经营压力；公司资产流动性较弱，且存在一定的资产减值风险，以及对外担保金额大，面临较大的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 钢铁业务经营转好带动营业收入大幅增长，公司实现扭亏为盈，盈利能力大幅提高。钢材收入是公司收入最主要的来源，随着钢铁行业发展向好，2017 年公司钢材销售价格及销量均大幅增长，实现钢材收入 74.58 亿元，同比增长 71.73%，带动营业收入同比增长 71.36%至 96.22 亿元。2017 年，公司营业利润规模达 3.08 亿元，同比增加 12.43 亿元，营业利润率由 2016 年的-16.65%提升至 2017 年的 3.20%，大幅上升 19.85 个百分点。

关注：

- **公司资产负债率高，有息债务规模大，目前已出现多笔贷款逾期、欠息。**截至 2017 年末，公司资产负债率为 81.02%，仍处于很高水平；有息债务规模达 57.29 亿元，其中短期有息债务为 41.09 亿元，公司面临较大的短期刚性债务压力；目前公司及子公司多笔贷款被列为不良、关注类，且出现了贷款逾期、欠息情况，未来公司能否足额按时偿付各类债务存在较大不确定性。
- **公司 2017 年审计报告继续被出具带保留意见和强调事项。**公司其他应收款中金额 7.86 亿元以及其他非流动资产中对境外公司投资 3.70 亿元被审计机构出具保留意见，存在较大的损失风险。
- **公司钢铁业务未来仍面临较大的环保压力及政策不确定性。**根据临政办发（2015）22 号文，公司钢铁业务需在 2020 年前完成“退城进园”，在目前环保要求日趋严格的背景下，未来钢铁业务发展仍面临较大的环保压力及政策不确定性；而公司热电业务依赖钢铁业务高炉煤气，未来亦面临政策不确定性。
- **公司肉制品加工业务产能利用率较低，仍面临较大的经营压力。**2017 年公司肉制品加工业务产能利用率仍处于较低水平，实现肉制品收入 1.70 亿元，毛利率仅有 6.80%，“12 江泉债”募投项目收益远未达预期。
- **公司资产流动性较弱，且存在一定的资产减值风险。**公司资产仍以非流动资产为主，部分资产科目被审计机构出具保留意见，存在损失风险，预付及应收款项规模大，对资金占用较多，存在一定坏账风险，且 2017 年末受限资产共计 39.37 亿元，占总资产的比重为 31.76%。
- **公司对外担保金额大，面临较大的或有负债风险。**截至 2017 年末，公司及子公司对外担保金额合计 30.84 亿元，占所有者权益的比重达 131.03%，对外担保金额大，且部分为不良、关注类担保，部分被担保企业经营受临沂市环保整治影响较大，同时公司未决诉讼较多，面临较大的或有负债风险。

公司主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,239,788.55	1,261,207.65	1,304,991.38
归属于母公司所有者权益合计（万元）	213,947.68	185,678.30	279,721.70
有息债务（万元）	572,946.99	558,424.70	565,227.56

资产负债率	81.02%	83.49%	76.97%
流动比率	0.66	0.67	0.67
速动比率	0.41	0.39	0.42
营业收入（万元）	962,183.12	561,492.32	376,797.75
营业利润（万元）	30,811.92	-93,505.33	-144,924.06
净利润（万元）	27,459.47	-92,517.43	-144,591.15
综合毛利率	14.16%	3.57%	-6.35%
总资产回报率	6.91%	-1.10%	-4.83%
EBITDA（万元）	135,190.52	34,623.46	-16,345.65
EBITDA 利息保障倍数	2.44	0.44	-0.21
经营活动现金流净额（万元）	-11,994.84	8,636.09	-97,408.21

注：2015 年数据取自 2016 年审计报告期初数

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2013]961号文件批准，公司于2013年5月31日公开发行了6亿元公司债券，票面利率为6.70%。本期债券募集资金原计划5亿元用于综合性养殖场建设一期工程项目，1亿元用于偿还银行贷款和补充公司营运资金，已全部使用完毕。鹏元关注到，受资金紧张影响，本期债券募投项目投资已停滞。

二、发行主体概况

2017年，公司名称及合并报表范围均无变化。2017年6月，自然人王廷江¹将持有的公司16.67%股权转让给自然人王文涛，相关工商变更手续已于2017年6月22日完成。截至2018年5月末，公司注册资本和实收资本仍均为18亿元，自然人王文涛持有公司100%股权，公司控股股东及实际控制人均为自然人王文涛²。

截至2017年12月31日，公司资产总额为123.98亿元，归属于母公司的所有者权益为21.39亿元，资产负债率为81.02%；2017年度，公司实现营业收入96.22亿元，净利润2.75亿元，经营活动产生的现金净流出1.20亿元。

三、运营环境

随着供给侧改革的继续推进，钢材价格震荡上行，产量及消费量双增长，钢铁行业发展向好

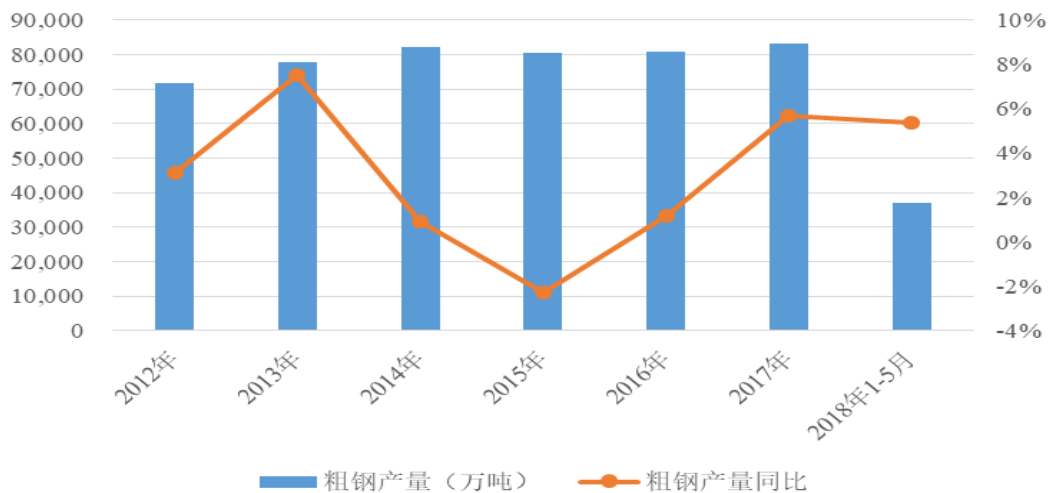
钢铁行业为强周期性行业，与宏观经济发展情况密切相关，2017年我国GDP增速为6.9%，较2016年上升0.2个百分点，加之下游需求回暖、钢铁行业供给侧改革化解过剩产能以及取缔“地条钢”等一系列政策拉动，钢铁行业发展向好。2017年末Myspic综合钢价指数上涨至158.42点，较年初上涨30.68点，涨幅为24.02%。

根据工信部数据，2017年全年共化解粗钢产能5,000万吨以上，全面出清1.4亿吨“地条钢”产能。随着化解过剩产能以及清退“地条钢”取得良好进展，合规产能开始快速释放，2017年我国粗钢产量8.32亿吨，同比增长5.7%，达到历史最高水平。此外，2017年钢材累计出口0.75亿吨，同比下降30.5%，累计进口钢材0.13亿吨，同比增长0.6%，钢材净出口量为0.62亿吨，可估算出粗钢表观消费量为7.70亿吨，同比增长8%左右。

¹ 王廷江与王文涛为父子关系；

² 截至本报告出具日，未取得王文涛个人征信报告。

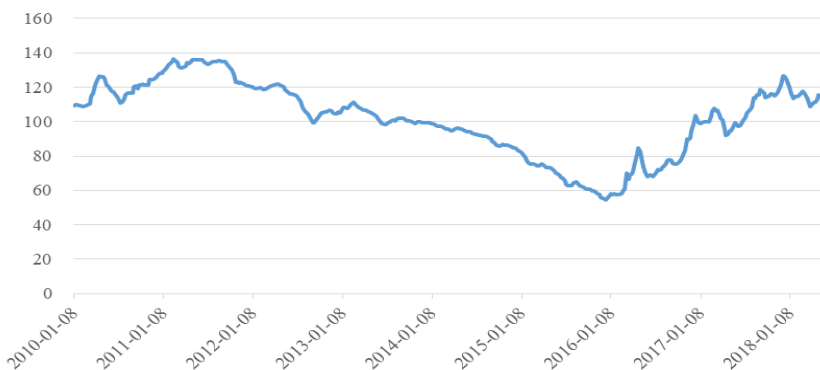
图 1 近年我国粗钢产量及同比增速情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

受钢铁去产能工作深入推进、“地条钢”全面取缔、采暖季错峰生产和市场需求回升等因素影响，2017年钢材价格呈现震荡上行的趋势。2017年末，中国钢材价格指数为121.8点，比年初上升22.3点，涨幅22.4%，其中长材价格指数由年初97.6点升至129.0点，涨幅32.2%；板材价格指数由年初104.6点升至117.4点，涨幅12.2%。同时，出口价格明显提高，全年钢材出口金额3,700亿元，同比增长3.1%；钢材平均出口价格4,905元/吨，同比增长48.4%。

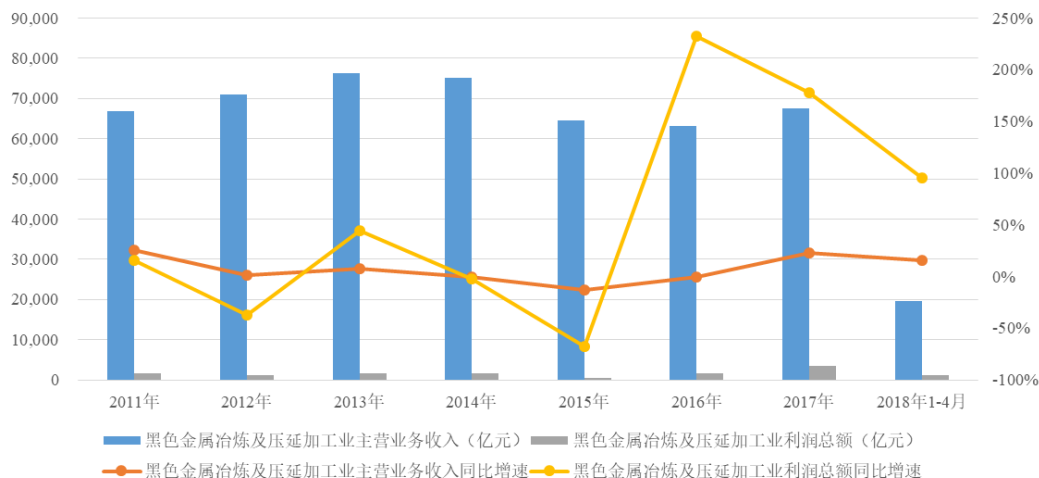
图 2 中国钢材价格指数变化情况



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

随着钢铁量价齐升，钢铁企业效益明显好转。2017年，我国黑色金属冶炼和压延加工业主营业务收入6.74万亿元，同比增长22.4%，实现利润3,419亿元，较去年同期增加2,189亿元，同比增长177.8%。2017年，中国钢铁工业协会统计的重点大中型企业累计实现销售收入3.69万亿元，同比增长34.1%，实现利润1,773亿元，同比增长613.6%。

图3 近年我国黑色金属冶炼及压延加工收入和盈利及同比增速情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

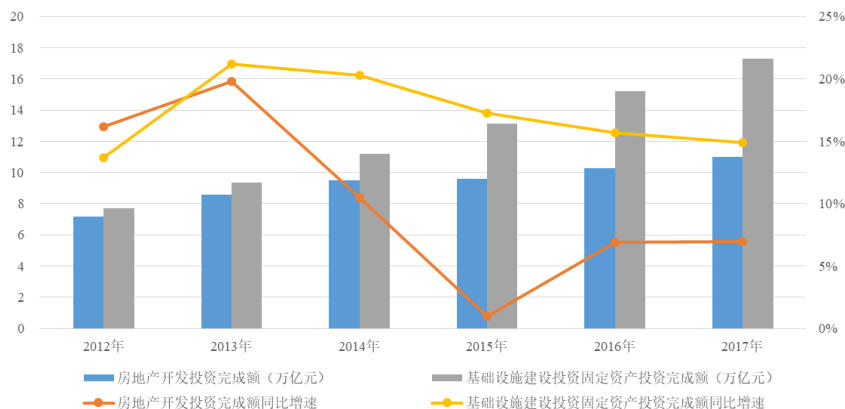
房地产及基建投资仍保持在较高增速，机械制造业投资增速明显回升，下游行业回暖，预计仍能为钢铁需求起到较好的拉动作用

中国钢铁需求主要来自房地产和基建行业，其次是机械、汽车、造船等下游行业，房地产、基建用钢占钢材需求的50%以上，是支撑钢材需求的主要行业，2017年以来主要下游行业用钢需求有所回暖。

房地产方面，2017年全国房地产开发投资达到10.98万亿元，同比增长7.0%，增速较上年提升0.1个百分点；房地产开发企业房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.0%；房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.0%。

基建投资方面，2017年我国基建固定资产投资完成额为17.31万亿元，同比增长14.93%，基建投资继续保持较高速增长。《2018年政府工作报告》指出2018年要完成铁路投资7,320亿元、公路水运投资1.8万亿元左右，水利在建投资规模达到1万亿元。考虑到重大工程建设的投资规模依然较大，未来我国基建投资将保持稳定增长态势，对钢铁需求有一定的支撑。

图4 近年我国房地产及基础设施建设投资情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

机械制造方面，2017年我国通用设备制造业固定资产投资完成额1.32万亿元，同比增长3.9%，专用设备制造业固定资产投资完成额1.23万亿元，同比增长4.7%，增速同比均出现明显回升，对我国钢铁需求能起到一定的拉动作用。

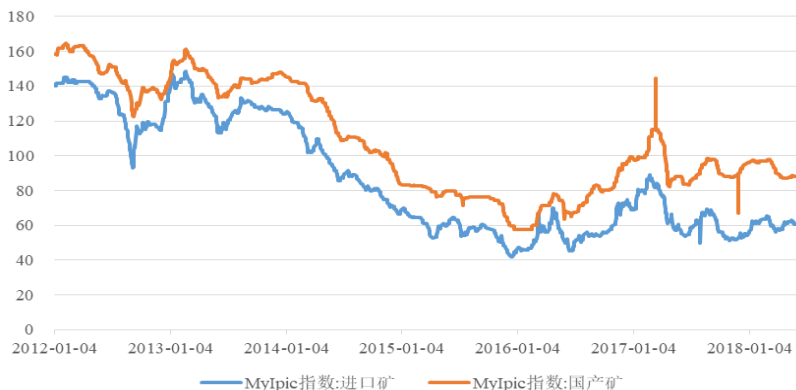
整体来看，房地产及基建投资仍保持在较高增速，机械制造业投资增速明显回升，下游行业回暖，预计仍能为钢铁需求起到较好的拉动作用。

原材料铁矿石和焦炭价格上涨，对钢铁行业盈利空间产生一定压力

钢铁行业上游原材料主要包括铁矿石和炼焦煤，其价格波动将直接影响钢材的生产成本，其中铁矿石占炼钢成本的60%~70%，焦炭占炼钢成本的10%-20%。

2017年，铁矿石价格较为震荡，但全年均价仍高于2016年平均水平，但整体涨幅低于钢材涨幅，而全年冶金焦价格震荡上行，二级冶金焦价格从2017年1月10日的1,818.80元/吨提高到2017年12月31日的2,193.00元/吨，上涨幅度较大，对钢铁行业盈利空间产生一定压力。

图5 铁矿石价格指数



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

图 6 近年我国二级冶金焦市场价格情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

将继续推进钢铁行业供给侧改革，环保政策趋严或对钢铁企业经营产生一定影响

2016年2月，国务院印发了《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，计划5年时间削减1-1.5亿吨粗钢产能。2016年11月工业和信息化部发布《钢铁工业调整升级规划（2016-2020年）》指出“十三五”期间，粗钢产能控制在10亿吨以内，产能利用率由2015年的70%提高到80%。2017年3月《政府工作报告》指出，要继续扎实有效去产能，2017年再减钢铁产能5,000万吨左右。并且，将取缔“地条钢”作为钢铁行业供给侧改革的重点。2018年3月《政府工作报告》提出，2018年钢铁行业需要再压减钢铁产能3,000万吨左右，并推动钢铁等行业超低排放改造。按照3,000万吨的压减目标，我国将提前完成“十三五”提出的五年钢铁行业去产能上线目标。2018年以来，将继续推进钢铁行业供给侧改革，化解过剩产能。

此外，2017年3月，环保部印发《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》，强调包括北京市，天津市，河北省8市，山东省7市，河南省7市，山西省4市，共计28个城市（以下简称“2+26”城市）实现煤炭消费总量负增长，2017年28城市重点实施煤改清洁能源。此外，要求实施工业企业采暖季错峰生产，其中钢铁行业被列入生产调控的重点行业。该工作方案要求石家庄、唐山、邯郸、安阳等重点城市，采暖季钢铁产能限产5%，以高炉生产能力计，采用企业实际用电量核实。

2017年6月，环保部发布《关于征求《钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准》等20项国家污染物排放标准修改单（征求意见稿）意见的函》，修改钢铁、建材、有色、火电、锅炉、焦化等行业污染物排放标准，并提出执行时间表，一系列政策使企业环保标准日益提高。

2017年8月，环保部出台《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻

坚行动方案》，要求钢铁焦化铸造行业实施部分错峰生产，“2+26”城市实施钢铁企业分类管理，按照污染排放绩效水平，2017年9月底前制定错峰限停产方案。石家庄、唐山、邯郸、安阳等重点城市，采暖季钢铁产能限产50%，以高炉生产能力计，采用企业实际用电量核实。

整体来看，国家对钢铁企业产能及污染控制要求愈加严格，钢铁企业环保压力加大，或对经营产生一定影响。

四、经营与竞争

公司是一家综合性集团企业，逐步形成了以钢铁为主，热电、肉制品加工、畜牧养殖、酒店餐饮、房地产开发、贸易为辅的多元化发展体系。2017年，公司实现主营业务收入864,101.54万元，同比大幅增长60.89%，主要系钢材行情转好，公司钢材收入大幅增长所致。其中，2017年公司实现钢材收入745,832.25万元，同比增长71.73%，占主营业务收入的比重达86.31%，相应电力及蒸汽业务收入亦有所增长，肉制品收入基本持平，同时新增房地产售房收入，而畜牧养殖业收入、贸易收入、餐饮服务收入和建筑业收入均出现不同程度下滑。2017年，公司主营业务收入中的其他收入27,749.17万元，同比增长128.40%，主要系公司子公司临沂新江泉金属材料科技有限公司（以下简称“新江泉科技”）租赁临沂烨华焦化有限公司（以下简称“烨华焦化”）设备生产，实现的焦化化工产品收入增加所致。而其他业务收入包括焦煤采购收入、高炉煤气收入、水渣收入等，2017年公司实现其他业务收入98,081.58万元，同比增加73,675.87万元，主要为新江泉科技代烨华焦化采购炼焦用焦煤产生的收入。毛利率方面，除畜牧养殖业务和建筑业务外，公司以钢材业务和电力及蒸汽业务为主的各项主营业务毛利率均有所增长，带动公司主营业务毛利率由2016年的3.75%上升至14.99%，同比大幅上升11.24个百分点。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
钢材	745,832.25	15.51%	434,309.97	1.70%
电力及蒸汽	30,707.95	20.45%	18,619.41	7.57%
肉制品	16,951.08	6.80%	16,793.54	2.37%
畜牧养殖业	14,591.44	1.52%	15,980.04	17.47%
房地产售房收入	10,796.76	11.43%	0.00	-
贸易	7,612.03	3.36%	12,783.71	2.20%
餐饮服务	7,396.36	86.91%	7,973.69	78.48%

建筑业	2,463.15	-62.23%	17,310.36	4.32%
日用瓷	1.34	62.40%	0.00	-
运输	0.00	-	1,166.71	-15.91%
其他	27,749.17	-0.53%	12,149.17	8.62%
主营业务合计	864,101.54	14.99%	537,086.61	3.75%
其他业务	98,081.58	6.78%	24,405.71	-0.27%
合计	962,183.12	14.16%	561,492.32	3.57%

注：运输收入主要来源于临沂智珩物流有限公司，随着 2016 年 4 月其对外整体出租后，2017 年不再实现运输收入。

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

随着钢铁行业发展向好，钢材销售价格及销量均大幅增长，公司钢铁业务收入大幅增长，盈利情况好转明显，但未来仍面临较大的环保压力及政策不确定性

2015 年 12 月 25 日，公司子公司临沂江鑫钢铁有限公司（以下简称“江鑫钢铁”）、临沂华盛江泉管业有限公司（以下简称“江泉管业”）及山东华盛江泉热电有限公司（以下简称“华盛热电”）分别同新江泉科技签订了租赁合同，将设施、设备（含机器设备、电子设备、运输设备）、场地、建筑物、构筑物整体租赁给新江泉科技使用，租赁期为 10 年，年租金分别为 11,040 万元、6,600 万元和 2,110 万元，租金每月支付一次。新江泉科技成立于 2015 年 12 月，自然人王文圣和孟涛分别持有其 80%和 20%的股权。2016 年 1 月 26 日，公司分别与王文圣和孟涛签订代持股协议，约定由王文圣和孟涛为新江泉科技的名义出资人，江泉集团作为新江泉科技的实际出资人对江鑫钢铁、江泉管业及华盛热电仍享有实际的股东控制权并获得相应的投资收益，故对公司钢铁业务实际运营未产生影响。

公司钢铁业务主要由位于同一工业园内的子公司江鑫钢铁和江泉管业负责运营。江鑫钢铁成立较早，主要负责钢铁产业上游产品生铁、铁水的生产。为提高盈利能力，2009 年成立江泉管业，开始钢坯、管坯等产品的生产，目前主要生产各种规格的方坯（规格：15-250）、管坯钢（规格：50-130）、油井管及汽车用钢等。

2017 年，江鑫钢铁仅有 3#和 4#两座 1,260m 高炉开工，生铁、铁水产能仍为 292 万吨/年，江鑫钢铁生铁、铁水产能无法足额保证江泉管业原材料供应，使得 2017 年江泉管业产能利用率水平仍不高，钢坯和管坯产能利用率为 41.03%和 50.49%。

2017 年，江鑫钢铁实现生铁、铁水产量 279.67 万吨，同比增长 11.86%，全部内售给江泉管业。江泉管业分别实现钢坯和管坯产量 131.28 万吨和 141.38 万吨，同比分别增长 34.74%和 19.53%；销量分别为 129.22 万吨和 141.96 万吨，同比分别增长 33.16%和 20.46%，产销量均大幅增长，产销率分别达 98.43%和 100.41%，维持在较高水平。

表2 公司钢铁业务产销量情况（单位：万吨）

项目	2017 年			2016 年		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量
生铁、铁水	292	279.67	0.00	292	250.02	16.83
钢坯	320	131.28	129.22	320	97.43	97.04
管坯	280	141.38	141.96	280	118.28	117.85

注：钢坯是管坯的前一道工序的产品，部分客户对钢坯有需求，故对外销售了部分钢坯。

资料来源：公司提供

生产成本方面，2017年公司钢铁业务主要原材料采购均价均出现上涨，而随着煤炭价格的走强，煤块和焦炭采购均价涨幅最大，进口粗粉、外购球团、矿块、煤块和焦炭全年采购均价分别达到了623.31元/吨、894.43元/吨、702.60元/吨、1,250.31元/吨和2,130.21元/吨，同比分别上涨26.20%、26.68%、10.70%、55.22%和53.48%。

表3 公司钢铁业务主要原材料采购均价（单位：元/吨）

项目	2017 年	2016 年	同比变动
进口粗粉	623.31	493.90	26.20%
外购球团	894.43	706.05	26.68%
矿块	702.60	634.70	10.70%
煤块	1,250.31	805.51	55.22%
焦炭	2,130.21	1,387.91	53.48%

资料来源：公司提供

销售价格方面，2017年公司管坯销售价格呈现上涨趋势，全年销售均价为3,491.80元/吨，较2016年均价上涨53.93%，而2018年以来管坯价格继续上涨，一季度销售均价为3,884.13元/吨，远高于2017年同期水平，较2017年全年销售均价进一步增长了11.24%。

表4 公司管坯销售均价（单位：元/吨）

月份	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年
1 月	3,867.31	3,133.27	1,636.22
2 月	3,812.14	3,173.43	1,686.96
3 月	3,970.59	3,487.97	1,778.02
4 月	-	3,124.10	2,147.59
5 月	-	2,987.90	2,218.59
6 月	-	3,177.02	1,932.45
7 月	-	3,380.04	2,021.84
8 月	-	3,630.05	2,294.94
9 月	-	3,903.32	2,384.92
10 月	-	3,867.59	2,409.24
11 月	-	4,031.94	2,712.32
12 月	-	4,226.93	3,161.80

全年均价	3,884.13	3,491.80	2,268.39
------	----------	----------	----------

资料来源：公司提供

从公司钢铁业务的主要销售客户来看，2017年公司前五大客户整体变化不大，仍包括了山东立晨供应链管理有限公司（以下简称“立晨供应链”）、江苏华菱锡钢特钢有限公司、临沂金正阳管业有限公司以及山东金宝诚管业有限公司，另外一家客户出现了变化。2017年3月，新江泉科技与立晨供应链签订《供应链资金托管服务协议》，新江泉科技委托立晨供应链负责所需经营原材料的购进以及新江泉科技产成品的销售结算，相关款项均经由立晨供应链的银行专用账户，因此2017年对立晨供应链销售金额大幅增加。受上述因素影响，公司前五大客户销售占比为72.85%，较2016年上升了38.63个百分点，客户集中度大幅上升，公司面临一定的客户集中度风险。

表5 公司钢铁业务前五大销售客户情况（单位：万元）

时间	客户名称	销售金额	占钢材销售收入比例
2017 年	山东立晨供应链管理有限公司	330,574.62	44.32%
	江苏华菱锡钢特钢有限公司	65,860.28	8.83%
	临沂金正阳管业有限公司	62,041.54	8.32%
	山东金宝诚管业有限公司	43,836.14	5.88%
	临沂宝达无缝钢管有限公司	41,007.07	5.50%
	合计	543,319.65	72.85%
2016 年	临沂金正阳管业有限公司	37,816.52	8.71%
	江苏华菱锡钢特钢有限公司	37,354.70	8.60%
	山东立晨供应链管理有限公司	28,457.15	6.55%
	山东美鑫金属科技有限公司	24,521.55	5.65%
	山东金宝诚管业有限公司	20,488.63	4.72%
	合计	148,638.55	34.22%

资料来源：公司提供，鹏元整理

得益于钢材价格及销量均大幅增长，2017年公司实现钢材收入745,832.25万元，同比大幅增长71.73%。2017年，江鑫钢铁净利润为9,324.72万元，江泉管业净利润为33,073.85万元，盈利同比分别增长35,183.93万元和38,848.62万元。整体来看，公司钢铁业务盈利情况好转明显。

表6 江鑫钢铁和江泉管业主要经营指标（单位：万元）

项目	江鑫钢铁		江泉管业	
	2017 年	2016 年	2017 年	2016 年
净利润	9,324.72	-25,859.21	33,073.85	-5,774.77

资料来源：公司提供

但鹏元也关注到，根据临沂市政府临政办发（2015）22 号文件印发的《临沂市中心

城区工业企业“退城进园”实施方案》要求：“2015 年底前，《临沂市大气污染防治攻坚三年行动实施方案（2015-2017 年）》‘市辖五区高污染行业重点企业名单’中所列罗庄区企业，关闭搬迁产能占比达到 20%以上，2016 年底前达到 40%以上，2017 年底前达到 60%以上。力争到‘十三五’末，中心城区内重污染企业全部依法关停或搬迁。”在目前环保要求日趋严格的背景下，公司钢铁业务仍面临较大的环保压力，且临沂市政府临政办发（2015）22 号文的执行力度将直接影响公司钢铁板块的运营，未来江鑫钢铁及江钢管业能否持续运营存在一定的不确定性。

公司热电业务收入大幅增长，但该业务与公司钢铁业务联动性大，未来亦面临较大的不确定性

公司按照新一代可循环钢铁流程把清洁生产、资源综合利用和可再生能源开发融为一体，形成闭环式生产过程，实现钢铁产品生产、能源转换、消纳社会废弃物三大功能。一方面在生产过程中产生的水渣、废钢等固体废弃物，既可以回收利用又可以外销。另一方面，公司将钢铁厂产生的高炉煤气、焦炉煤气全面回收后，供给华盛热电用于综合发电，其生产的电力除满足钢厂自用外，还可以外供。

华盛热电拥有2台25MW抽汽式供热机组，锅炉采用130吨燃气锅炉，年利用高炉煤气16.26亿立方米，节约标煤17.60万吨。随着钢铁业务正常，产生的煤气增加，带动了电力及蒸汽业务的发展，同时公司通过外采电及蒸汽销售给园区内企业，随着销量的增加2017年公司实现电力及蒸汽收入30,707.95万元，同比增长64.92%。

鹏元关注到，华盛热电主要依赖高炉煤气发电，在公司钢铁业务面临较大的环保压力及政策不确定性的情况下，未来热电业务亦面临较大的不确定性。

公司肉制品加工业务产能利用率较低，仍面临较大的经营压力；受生猪销售价格下降影响，公司畜牧养殖业务收入及毛利率均有所下降

公司肉制品加工业务由子公司临沂江泉肉制品有限公司（以下简称“肉制品公司”）负责。肉制品公司是一家集生猪屠宰及加工、生产肠类肉制品的企业。其中，“12江泉债”募投项目“年产36万吨肉制品加工项目”占地456亩，2015年末已基本建成投产。目前，肉制品公司拥有加工各种肉制品46万吨的能力，2017年肉制品公司产能利用率略有提升，但受肉制品市场竞争加剧及公司品牌推广不理想等因素影响，仍处于较低水平。2017年，公司肉制品收入为16,951.08万元，同比变化不大，基本全部来源于火腿肠销售收入。2017年肉制品业务毛利率为6.80%，同比上升4.43个百分点，主要系肉制品业务进一步调整了产品结构，重点发展盈利较好的品种所致。但整体来看，公司肉制品加工业务产能利用率很低，毛利率仍处于较低水平，面临较大的经营压力。

公司畜牧养殖业务由子公司山东富通农牧产业发展有限公司（以下简称“富通农牧”）负责，主要依托“综合性养殖场建设一期工程”，该项目为“13江泉债”募投项目，受资金紧张影响，项目投资进度缓慢，2016年以来项目基本处于停滞状态。综合性养殖场建设一期工程计划总投资115,035.00万元，截至2017年末已完成投资65,832.08万元。该项目已建成占地约300亩的生猪养殖场2个，占地20亩的“公猪站”一个，日处理污水3,600/吨的污水处理站1个。富通农牧从2014年5月中旬开始养殖，2017年实现畜牧养殖业务收入14,591.44万元，同比下降8.69%，毛利率为1.52%，同比下降15.95个百分点，主要系生猪销售价格下降所致。目前，公司生猪养殖产能基本饱和，在不新扩产能的情况下，未来该项业务收入增长空间有限。

公司建筑施工业务及贸易业务均大幅下滑，且业务盈利能力均较弱；未来需关注房地产售房收入的持续性

公司房地产业务主要由山东江泉房地产综合开发有限公司（以下简称“江泉地产”）负责。2017年，公司实现房地产售房收入10,796.76万元，主要来源于欧罗花园二期、江泉国际一期、江泉国际二期及欧洲街的销售收入。截至2017年末，上述项目剩余可售面积规模不大，可实现售房收入规模有限，且江泉地产无在开发项目，未来需关注该项业务收入的持续性。此外，商业项目江泉国际广场已投资2.07亿元，因资金紧张，该项目已停滞，公司拟将江泉国际广场转让给临沂高新置业有限公司，已收到首期转让款12,725.75万元，但截至本报告出具日双方未签订书面协议或转让合同。

公司建筑施工业务由子公司临沂市华盛江泉建筑有限公司（以下简称“江泉建筑”）负责。江泉建筑是集工程建筑、装潢设计，道路施工等于一体的综合性企业，拥有建筑企业二级资质，下设建筑公司、装饰公司、混凝土公司、工程安装公司等。2017年，公司建筑施工收入为2,463.15万元，同比大幅下滑85.77%，主要系高架桥项目收入大幅下降所致。随着业务收入规模的下降，毛利率降至-62.23%。

目前公司贸易业务仅由山东华盛对外贸易有限公司负责运营，贸易品种主要包括五金辅材及小商品等。2017年公司贸易业务规模下降，实现贸易业务收入7,612.03万元，同比减少40.46%，毛利率为3.36%，同比略有增长。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具带保留

意见和强调事项的2016年审计报告以及带保留意见和强调事项的2017年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2017年公司合并报表范围子公司无变化。

（一）形成保留意见的基础

1、审计机构无法获取关于下述关联方往来款计提坏账准备及其他非流动资产计提减值准备的充分、适当的审计证据。

（1）截至2017年12月31日，江泉集团对关联方临沂盛泉油脂化工有限公司应收款项金额达3.78亿元，对沈泉庄村委其他应收款金额3.51亿元，对临沂蒙飞商贸有限公司其他应收款金额0.57亿元，江泉集团就上述应收款项计提减值准备3,746.99万元。

上述各方连同江泉集团其他关联方受专项环保整治行动和工业企业“退城进园”实施方案的要求，整体经营情况受到影响，存在无法及时、足额偿付江泉集团债务的可能性，审计机构无法就上述应收款是否足额计提坏账准备获取充分、适当的审计证据，因此无法确定该部分应收款的准确性和合理性。

（2）截至2017年12月31日，江泉集团账面反映其他非流动资产-境外公司40,943.10万元，其中，华盛江泉集团有限公司账面其他非流动资产-澳大利亚公司21,392.48万元，山东华盛对外贸易有限公司账面其他非流动资产-境外公司19,550.62万元，上述非流动资产共计计提减值准备3,910.12万元，账面净值37,032.98万元。由于审计机构无法就该项资产的账面价值获取充分、适当的审计证据，无法确定该账面价值的准确性，也无法确定该资产预期是否会给江泉集团带来经济利益。

2、审计机构无法核实江泉集团子公司山东江泉房地产综合开发有限公司的销售成本和存货。

江泉集团子公司山东江泉房地产综合开发有限公司截至2017年12月31日累计确认楼盘销售收入66,121.84万元，结转销售成本59,122.44万元，上述楼盘收入中，欧罗花园东区其中的5栋楼办理了综合验收手续，确认销售收入为10,705.46万元，结转销售成本9,496.14万元。其他项目尚未办理完成综合验收手续。由于基础核算资料缺乏，审计机构无法核实上述销售成本的准确性以及对开发成本余额的影响。

（二）强调事项

审计机构提醒财务报表使用者关注：

1、截至2017年12月31日江泉集团的在建工程账面余额47,797.40万元，共计提减值准备12,375.80万元，账面价值35,421.60万元，其中子公司富通农牧的畜牧养殖工程账面价值24,692.96万元；华盛江泉物流有限公司的物流园工程账面价值1,681.33万元，上述工程因为资金缺乏，2017年内基本停滞。

2、截至2017年12月31日江泉集团已逾期未偿还的银行借款余额为132,000.00万元，上述借款到期后，提供贷款的银行没有与江泉集团签订展期借款合同。

3、江泉集团子公司临沂江泉食品有限公司于2015年12月23日进行工商登记，前身为集团分公司江泉酱菜厂，股东为自然人王文坤，持股100%；子公司临沂江泉生态农业科技有限公司于2016年5月23日进行工商登记，前身为集团分公司沈泉庄农场，股东为自然人王文坤和张攀登，分别持股50%。2016年7月28日，公司分别与王文坤和张攀登签订代持股协议，约定由王文坤为临沂江泉食品有限公司的名义出资人，约定由王文坤和张攀登为临沂江泉生态农业科技有限公司的名义出资人，公司作为实际出资人仍享有实际的股东控制权并获得相应的投资收益。

4、公司全资子公司山东华盛江泉农牧产业发展有限公司于2015年12月25日工商登记变更名称为富通农牧，同时将股权转让给付东明、孟涛两位自然人，截至审计报告出具日未收到股权转让款项。2015年12月31日，公司分别与付东明、孟涛签订代持股协议，约定由付东明、孟涛为富通农牧的名义出资人。公司全资子公司新江泉科技于2015年12月7日成立，股东为王文圣、孟涛，持股比例分别为80%、20%。2016年1月26日公司分别与王文圣、孟涛签订代持股协议，约定由王文圣、孟涛为新江泉科技的名义出资人。公司作为实际出资人对上述子公司仍享有实际的股东控制权并获得相应的投资收益。

（三）与持续经营相关的重大不确定性

审计机构提醒财务报表使用者关注：

1、根据临沂市对全市钢铁、焦化、水泥、电解铝、平板玻璃等行业进行专项环保整治行动的要求，公司子公司江鑫钢铁及关联方烨华焦化进行停产整治，于2015年9月17日收到山东省环保厅下达的《山东省环境保护厅关于临沂江鑫钢铁有限公司年产280万吨钢铁项目环保备案意见》（鲁环评函（2015）244号）的通知，要求2座508m³高炉于2015年12月底前淘汰、拆除，保留2座1260m³的高炉。根据相关政策，临沂江鑫钢铁有限公司已关停120万吨/年钢铁产能，保留280万吨/年钢铁产能；临沂烨华焦化有限公司关停90万吨/年焦化产能，保留90万吨/年焦化产能。

另根据临沂市政府临政办发（2015）22号文件印发的《临沂市中心城区工业企业“退城进园”实施方案》要求：“2015年底前，《临沂市大气污染防治攻坚三年行动实施方案（2015-2017年）》‘市辖五区高污染行业重点企业名单’中所列罗庄区企业，关闭搬迁产能占比达到20%以上，2016年底前达到40%以上，2017年底前达到60%以上。力争到十三五末，中心城区内重污染企业全部依法关停或搬迁。”

截至2017年12月31日，江泉集团流动资产55.38亿元，流动负债84.18亿元，流动负债

高于流动资产28.81亿元；净资产23.54亿元，对外担保金额30.84亿元，财务风险巨大。上述情况表明存在可能导致江泉集团持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性。因此，江泉集团可能无法在正常经营过程中变现资产、清偿债务。

2、2015年12月25日，公司全资子公司江鑫钢铁、江泉管业、华盛热电分别同新江泉科技签订了租赁合同，将设施、设备（含机器设备、电子设备、运输设备）、场地、建筑物、构筑物整体租赁给新江泉科技使用，租赁期为10年，年租金分别为11,040万元、6,600万元和2,110万元。上述租赁经营不足以维持公司正常运营和偿还现有债务。

资产结构与质量

公司资产规模有所下降，且部分资产科目被审计机构出具保留意见，存在损失风险；预付及应收款项规模大，对资金占用较多，受限资产占比较大，整体资产流动性较弱，且存在一定的资产减值风险

跟踪期内，公司资产规模略有下降，2017年末为1,239,788.55万元，同比减少1.70%。从公司资产结构来看，仍以非流动资产为主，2017年末公司非流动资产占比为55.33%。

表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	11,436.55	0.92%	16,115.71	1.28%
应收票据	21,563.00	1.74%	100.5	0.01%
应收账款	36,373.87	2.93%	33,107.84	2.63%
预付款项	43,556.35	3.51%	88,104.02	6.99%
其他应收款	221,648.92	17.88%	162,736.17	12.90%
存货	211,663.73	17.07%	225,840.77	17.91%
流动资产合计	553,765.62	44.67%	536,984.62	42.58%
长期股权投资	55,658.82	4.49%	55,098.69	4.37%
固定资产	470,022.66	37.91%	508,895.98	40.35%
在建工程	35,421.60	2.86%	41,437.13	3.29%
无形资产	25,807.87	2.08%	26,477.47	2.10%
其他非流动资产	88,298.09	7.12%	79,758.85	6.32%
非流动资产合计	686,022.93	55.33%	724,223.02	57.42%
资产总计	1,239,788.55	100.00%	1,261,207.65	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、其他应收款和存货

构成。公司货币资金主要为银行存款，2017年末公司货币资金为11,436.55万元，其中包括其他货币资金1,213.21万元，为贷款按揭保证金和信用保证金，使用受限。公司客户使用票据结算规模增加，2017年末公司应收票据为21,563.00万元。公司应收账款主要为应收的钢材销售款，2017年末公司应收账款账面余额45,866.26万元，共计提坏账准备9,492.39万元，账面价值为36,373.87万元，同比增长9.86%，主要原因为随着业务规模的扩大，应收账款规模相应有所增长。其中，金额前五单位欠款合计18,946.09万元，占比为41.31%。预付款项主要为预付的货款，2017年末为43,556.35万元，同比减少50.56%，主要系公司原材料采购方式发生改变，由周期较长的期货采购调整为以现货采购为主，并且2017年公司部分原材料采购委托立晨供应链进行所致。预付金额前五单位分别为兖州煤业股份有限公司、力拓股份有限公司、阿特拉斯粉铁矿石有限公司、临沂蒙飞商贸有限公司和淡水河谷金属（上海）有限公司，合计占比72.97%。从2017年末公司预付款项账龄来看，1年以内占比为31.66%，1-2年占比为4.43%，2-3年占比为44.53%，3年以上占比为19.36%，整体账龄较长，对公司资金形成一定的占用。

表8 2017年末公司预付款项金额前五单位情况（单位：万元）

预付对象	款项性质	金额	占比
兖州煤业股份有限公司	货款	14,895.47	34.20%
力拓股份有限公司	定金	10,312.22	23.68%
立晨物流股份有限公司	货款	4,679.78	10.74%
阿特拉斯粉铁矿石有限公司	货款	1,094.51	2.51%
上海风语筑展览有限公司	货款	799.18	1.83%
合计	-	31,781.17	72.97%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司其他应收款主要为应收临沂中盛金属科技有限公司、沈泉庄村委、临沂盛泉油脂化工有限公司、山东临工工程机械有限公司及立晨供应链的往来款，2017 年末其他应收款账面余额 231,925.01 万元，共计提坏账准备 10,276.09 万元，账面价值 221,648.92 万元，同比增长 36.20%，主要系经营性往来款增加所致。公司其他应收款中部分款项账龄较长，并且有 7.86 亿元被审计机构出具保留意见，面临较大的坏账风险。

表9 截至2017年末公司其他应收款金额前五单位情况（单位：万元）

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占比	坏账准备
临沂中盛金属科技有限公司	往来款	35,337.04	1 年以内	20.88%	353.37
沈泉庄村委	往来款	35,124.34	1-2 年	20.76%	1,597.42
临沂盛泉油脂化工有限公司	往来款	37,729.58	1-2 年	22.30%	1,884.80
山东临工工程机械有限公司	往来款	12,155.00	1-2 年	7.18%	607.75
山东立晨供应链管理有限公司	往来款	12,348.56	1 年以内	7.30%	105.22

合计	-	132,694.51	-	78.42%	4,548.56
----	---	------------	---	--------	----------

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司存货以铁矿石等原材料、管坯等产成品、房地产开发成本以及高架桥开发成本为主，2017 年末存货账面价值 211,663.73 万元，同比下降 6.28%。2017 年末存货中原材料 3.32 亿元，库存商品 1.58 亿元，房地产开发成本 6.53 亿元，以及建造合同形成的已完工未结算资产 8.97 亿元，主要为高架桥开发成本。高架桥项目为公司捐建的市政项目，2014 年下半年已由临沂城市投资建设集团有限公司接手建设，该部分资产未来能否产生收益存在不确定性。

公司非流动资产仍主要由长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。2017 年末公司长期股权投资为 55,658.82 万元，同比变化不大，主要为对临沂鑫德钢铁联合有限公司和山东华宇合金材料有限公司投资。公司固定资产主要是机器设备及房屋建筑物，2017 年末账面价值 470,022.66 万元，同比下降 7.64%，主要系折旧所致。2017 年末公司在建工程共 35,421.60 万元，同比减少 14.52%，主要系部分转增固定资产及计提减值准备所致，目前公司在建项目基本处于停滞状态或建设进度缓慢。公司无形资产主要为土地使用权，跟踪期内变化不大。公司其他非流动资产主要为对境外公司的投资及预付的土地价款和工程设备款，2017 年末公司其他非流动资产为 88,298.09 万元，其中包括对境外公司投资 37,032.98 万元，预付土地款 35,517.51 万元，预付工程设备款 15,747.59 万元，其中对境外公司的投资被审计机构出具保留意见。

根据公司 2017 年年度报告，截至 2017 年末，公司受限资产共计 393,732.94 万元，占总资产的比重为 31.76%，受限资产占比较高。

综合来看，公司资产规模略有下降，部分资产科目被审计机构出具保留意见，存在损失风险，预付及应收款项规模大，对资金占用较多，存在一定坏账风险，受限资产占比较大。整体资产流动性较弱，且存在一定的资产减值风险。

资产运营效率

公司经营业务资金回笼能力有所提高，资产运营效率提升明显

随着钢铁行业行情转好，公司钢材收入大幅增长，带动公司营业收入及营业成本均大幅增长。随着业务规模的扩大，应收账款规模相应有所增长，但增速低于营业收入增速，2017 年应收账款周转天数为 17.05 天，较 2016 年下降了 8.88 天。同时，存货中房地产开发成本确认收入结转减少使得存货规模略有下降，2017 年公司存货周转天数较 2016 年缩短了 43.40 天。随着部分原材料采购款、工程款及设备款的支付，应付账款规模有所减少，应

付账款周转天数下降了28.15天。2017年公司净营业周期为45.02天，较2016年缩短了24.13天，公司经营业务资金回笼能力有所提高。

同时，随着营业收入的大幅增长，公司流动资产、固定资产及总资产周转率均提升明显。

表10 公司资产运营效率情况（单位：天）

项目	2017 年	2016 年
应收账款周转天数	17.05	25.93
存货周转天数	95.34	138.74
应付账款周转天数	67.37	95.52
净营业周期	45.02	69.15
流动资产周转天数	204.05	339.35
固定资产周转天数	183.13	341.73
总资产周转天数	467.87	822.66

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

盈利能力

钢铁业务经营转好带动公司营业收入大幅增长，公司实现扭亏为盈，盈利能力及盈利水平均有大幅提高

公司业务涉及钢铁、热电、房地产、贸易、建筑、肉制品加工、畜牧养殖、酒店餐饮等，收入来源较为多元化，其中钢材收入是公司收入的最主要来源。受益于钢材行情转好，公司钢材收入大幅增长，带动公司营业收入同比增长71.36%至962,183.12万元，其中钢材业务收入占营业收入的比重为77.51%。且随着钢材价格的上升，公司综合毛利率上升至14.16%，较2016年上升10.59个百分点。

2017年，公司期间费用为90,204.21万元，随着财务费用的减少，同比下降15.57%，但仍维持较大规模。其中财务费用高达59,305.21万元，管理费用19,520.10万元，销售费用11,378.90万元，期间费用率为9.37%，由于营业收入规模大幅增长而同比下降9.66个百分点，但仍对公司利润构成较大侵蚀。

2017年公司资产减值损失为8,650.72万元，主要为坏账损失以及在建工程减值损失，较2016年略有增长。此外，公司实现投资收益1,163.84万元，其中联营企业山东华宇合金材料有限公司实现净利润2,435.95万元，公司确认投资收益561.13万元，同时收到齐鲁银行股份有限公司分红600.00万元，由于山东华宇合金材料有限公司2017年净利润规模不及2016年，公司投资收益规模有所下降。

2017年，公司营业利润和净利润规模分别达30,811.92万元和27,459.47万元，同比分别

增长124,317.39万元和119,976.90万元，营业利润率由2016年的-16.65%提升至2017年的3.20%，大幅上升19.85个百分点，公司实现扭亏为盈，盈利能力及盈利水平均有大幅提升，经营情况向好。

表11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	962,183.12	561,492.32
资产减值损失	8,650.72	8,197.52
投资收益	1,163.84	5,288.10
营业利润	30,811.92	-93,505.47
营业外收入	2,202.18	1,201.24
利润总额	30,906.95	-92,633.52
净利润	27,459.47	-92,517.43
综合毛利率	14.16%	3.57%
期间费用率	9.37%	19.03%
营业利润率	3.20%	-16.65%
总资产回报率	6.91%	-1.10%
净资产收益率	12.38%	-36.37%
营业收入增长率	71.36%	49.02%
净利润增长率	129.68%	-36.01%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现趋弱，仍面临较大的流动性压力

受益于钢铁行业景气度提升，公司盈利能力提升，净利润水平大幅提高，2017年公司FFO为144,857.21万元，同比增加96,837.93万元，经营现金生成能力有所增强。同时，公司经营收现情况较好，收现比为1.04，经营活动现金流入情况表现较好，但由于支出的往来款增多，公司经营活动现金流出规模大幅增长，使得2017年公司经营活动产生的现金净流出11,994.84万元，同比表现趋弱。公司已出现了银行欠息及贷款逾期现象，目前公司短期有息债务规模很大，仍面临较大的流动性压力。

投资活动方面，投资活动现金流入规模较小，投资活动现金流出主要购置房屋建筑物和机械设备，以及对在建工程的投入，2017年公司投资活动产生的现金净流出8,821.27万元。

筹资活动方面，筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务和支付利息支出的现金，2017年公司筹资活动产生的现金净流入19,024.60

万元。

表 12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	1.04	1.03
净利润	27,459.47	-92,517.43
非付现费用	57,425.22	56,972.02
非经营损益	59,972.52	83,564.69
FFO	144,857.21	48,019.28
营运资本变化	-156,852.04	-39,383.19
其中：存货减少（减：增加）	14,177.04	-33,347.26
经营性应收项目的减少（减：增加）	-46,644.03	61,646.85
经营性应付项目的增加（减：减少）	-124,385.05	-67,682.78
经营活动产生的现金流量净额	-11,994.84	8,636.09
投资活动产生的现金流量净额	-8,821.27	-3,967.39
筹资活动产生的现金流量净额	19,024.60	-4,489.78
现金及现金等价物净增加额	-1,791.51	179.00

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模仍维持较高水平，且以短期为主，面临较大的短期刚性债务压力，公司已出现贷款逾期及欠息情况

2017年公司经营情况转好，随着未分配利润的积累，2017年末所有者权益规模增至235,372.32万元，同比增长13.02%。而随着长期借款及债券本金的部分偿还，2017年末公司负债总额同比下降4.61%至1,004,416.23万元。2017年末公司产权比率为426.74%，同比下降78.86个百分点，但权益对负债的覆盖程度仍较差。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	1,004,416.23	1,052,949.24
所有者权益	235,372.32	208,258.41
产权比率	426.74%	505.60%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

从公司负债结构看，仍以流动负债为主，2017年末流动负债占比为83.81%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、应付利息、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2017年末短期借款354,037.79万元，同比增长25.03%，规模较大且增幅明显，包括抵押借款148,468.00万元，保证借款205,569.79万元，2017年末公司短期借款中已有

132,000.00万元出现了逾期。应付账款主要为应付原材料采购款、工程款及设备款，2017年末为146,624.93万元，同比减少8.09%，但规模仍较大，主要系公司资金紧张对上游供应商的资金占用规模仍较大。预收款项主要为预收的购房款和货款，2017年末为67,972.80万元。应付利息主要为应付的企业债利息、短期借款利息以及长期借款利息，2017年末合计42,816.16万元。

其他应付款主要是与其他单位的往来借款以及预收的房款，随着部分往来借款的偿还，2017年末规模下降明显，同比减少36.11%至147,938.09万元，前五大应付对象合计86,658.61万元，全部为借款，占其他应付款总额的58.58%。从账龄来看，1年以内（含1年）占比20.52%，1-2年（含2年）占比30.48%，2年以上占比49.01%，整体账龄较长。公司一年内到期的非流动负债主要为一年内的到期的长期借款，2017年末共计56,876.38万元。

表14 截至2017年末公司金额较大其他应付款情况（单位：万元）

单位名称	金额	账龄	款项性质
中融新大集团有限公司	44,160.00	1-2 年	借款
山东美鑫金属科技有限公司	17,700.00	1 年以内	借款
临沂鑫德钢铁联合有限公司	10,000.00	3 年以上	借款
王文涛	8,413.92	1-2 年	借款
陆振云	6,384.69	3 年以上	借款
合计	86,658.61	-	-

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2017年末长期借款全部为保证借款，共54,788.25万元，同比大幅下降50.99%。应付债券为公司分别于2012年和2013年发行的“12江泉债”和“13江泉债”，发行总额分别为8亿元和6亿元，期限均为7年，截至2018年5月末，“12江泉债”尚剩余本金4.52亿元，“13江泉债”尚剩余本金5.65亿元。

表15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	354,037.79	35.25%	283,159.24	26.89%
应付账款	146,624.93	14.60%	159,534.04	15.15%
预收款项	67,972.80	6.77%	30,031.43	2.85%
应付利息	42,816.16	4.26%	47,979.28	4.56%
其他应付款	147,938.09	14.73%	231,553.54	21.99%
一年内到期的非流动负债	56,876.38	5.66%	21,116.88	2.01%
流动负债合计	841,841.28	83.81%	800,923.25	76.06%

长期借款	54,788.25	5.45%	111,794.09	10.62%
应付债券	106,524.98	10.61%	139,013.18	13.20%
非流动负债合计	162,574.95	16.19%	252,025.99	23.94%
负债合计	1,004,416.23	100.00%	1,052,949.24	100.00%
其中：有息债务	572,946.99	57.04%	558,424.70	53.03%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

截至2017年末，公司有息债务总额仍高达572,946.99万元，其中短期有息债务410,914.17万元，占比71.72%，且其他应付款中尚有较大规模借款，公司面临较大的短期刚性债务压力。

2017年3月12日公司未能按时完成“12江泉债”回售，构成实质违约，公司已与回售投资者达成回售协议，目前在正常履约执行过程中。2018年5月31日，“13江泉债”交易所债券市场回售金额为0.35亿元，公司已完成兑付。目前，公司多笔贷款被列为不良、关注类，且出现了贷款逾期及欠息情况，未来公司能否如期足额按期兑付债务存在不确定性。

从各项偿债指标来看，2017年末公司资产负债率为81.02%，较2016年末下降2.47个百分点，但仍处于很高水平。公司流动负债规模大，流动比率及速动比率指标均表现较弱。2017年公司利润总额大幅增加，EBITDA上升至135,190.52万元，EBITDA利息保障倍数提升至2.44。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	81.02%	83.49%
流动比率	0.66	0.67
速动比率	0.41	0.39
EBITDA（万元）	135,190.52	34,623.46
EBITDA 利息保障倍数	2.44	0.44
有息债务/EBITDA	4.24	16.13
债务总额/EBITDA	7.43	30.41
经营性净现金流/流动负债	-0.01	0.01
经营性净现金流/负债总额	-0.01	0.01

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿债保障分析

本期债券由临沂市经济开发投资公司（以下简称“临沂经开”）提供无条件的不可撤销的销连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用。担保期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

临沂经开前身为山东省临沂地区经济开发投资公司，成立于1993年3月17日，出资人为临沂市财政局。2005年11月更名为“临沂市经济开发投资公司”，截至2016年末，临沂经开注册资本为人民币3.7亿元，为全民所有制企业。根据国家企业信用信息公示系统，临沂经开于2017年6月更名为临沂市财金投资有限公司，于2017年7月由临沂市财金投资有限公司更名为临沂市财金投资集团有限公司，截至2018年5月末临沂经开注册资本为30亿元，股东为临沂市财政局。

七、或有事项分析

截至2017年末，公司及子公司对外担保合计30.84亿元，占所有者权益的比重达131.03%，对外担保金额大，且部分为不良、关注类担保，部分被担保企业经营受临沂市环保整治影响较大，公司面临较大的或有负债风险。

表17 截至2017年末公司对外担保明细（万元）

被担保方	担保金额
立晨物流股份有限公司	82,200.50
山东鑫海科技股份有限公司	42,800.00
中融新大集团有限公司	44,160.00
临沂江源肉制品有限公司	27,937.00
临沂蒙飞商贸有限公司	27,224.62
临沂市罗庄区城市建设投资开发有限公司	20,305.00
临沂九鼎贸易有限公司	16,406.00
山东立晨集团有限公司	9,500.00
临沂宝恒钢结构有限公司	8,700.00
临沂福兴包装有限公司	7,700.00
临沂市罗庄区光辉纸箱有限公司	4,960.00
山东岐黄中药饮片有限公司	4,600.00
临沂顺泰新型建材有限公司	4,429.99
临沂盛森家居有限公司	4,169.00
山东万宝贸易有限公司	3,318.00
合计	308,410.11

资料来源：公司2017年审计报告

此外，目前公司涉及未决诉讼较多，且经最高人民法院网“全国法院被执行人信息”查询，2015年以来公司部分子公司存在被列入被执行人名单的记录。

八、评级结论

2017年钢铁业务经营转好带动营业收入大幅增长，公司实现扭亏为盈，盈利能力大幅提高。

同时我们也关注到，公司资产负债率高，有息债务规模大，目前已出现多笔贷款逾期、欠息；2017年审计报告继续被出具带保留意见和强调事项；钢铁业务未来仍面临较大的环保压力及政策不确定性，肉制品加工业务产能利用率较低，仍面临较大的经营压力，资产流动性较弱，且存在一定的资产减值风险；对外担保金额大，面临较大的或有负债风险。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为C，维持本期债券信用等级为BB，评级展望维持为稳定，同时将本期债券信用等级继续列入信用评级观察名单。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
流动资产：			
货币资金	11,436.55	16,115.71	14,828.67
应收票据	21,563.00	100.50	33.70
应收账款	36,373.87	33,107.84	47,630.95
预付款项	43,556.35	88,104.02	69,879.01
其他应收款	221,648.92	162,736.17	197,715.49
存货	211,663.73	225,840.77	191,485.99
其他流动资产	7,523.20	10,979.61	0.00
流动资产合计	553,765.62	536,984.62	521,573.82
非流动资产：			
可供出售金融资产	5,966.27	5,966.27	5,966.27
持有至到期投资	3,912.89	5,177.57	4,438.58
长期股权投资	55,658.82	55,098.69	50,690.59
投资性房地产	0.00	0.00	1,705.23
固定资产	470,022.66	508,895.98	557,087.50
在建工程	35,421.60	41,437.13	41,875.58
工程物资	297.16	444.36	401.17
生产性生物资产	197.33	819.36	787.24
无形资产	25,807.87	26,477.47	27,191.89
长期待摊费用	0.00	67.93	249.79
递延所得税资产	440.26	79.40	37.62
其他非流动资产	88,298.09	79,758.85	92,986.08
非流动资产合计	686,022.93	724,223.02	783,417.56
资产总计	1,239,788.55	1,261,207.65	1,304,991.38
流动负债：			
短期借款	354,037.79	283,159.24	309,078.77
应付票据	0.00	3,000.00	3,000.00
应付账款	146,624.93	159,534.04	127,797.57
预收款项	67,972.80	30,031.43	14,052.31
应付职工薪酬	5,203.80	9,217.16	7,717.97
应交税费	18,839.12	12,486.83	4,344.89
应付利息	42,816.16	47,979.28	20,049.48
其他应付款	147,938.09	231,553.54	264,155.95
一年内到期的非流动负债	56,876.38	21,116.88	29,415.38

其他流动负债	1,532.22	2,844.84	0.00
流动负债合计	841,841.28	800,923.25	779,612.32
非流动负债：			
长期借款	54,788.25	111,794.09	83,571.93
应付债券	106,524.98	139,013.18	138,702.71
长期应付款	719.59	341.32	1,458.77
递延收益	0.00	199.75	300.00
递延所得税负债	542.12	677.65	813.19
非流动负债合计	162,574.95	252,025.99	224,846.59
负债合计	1,004,416.23	1,052,949.24	1,004,458.92
所有者权益：			
股本	180,000.00	180,000.00	180,000.00
资本公积	6,484.12	6,484.87	6,484.87
专项储备	1,794.82	243.37	0.00
盈余公积	14,097.54	14,097.54	14,097.54
未分配利润	11,571.20	-15,147.48	79,139.29
归属于母公司所有者权益合计	213,947.68	185,678.30	279,721.70
少数股东权益	21,424.64	22,580.11	20,810.77
所有者权益合计	235,372.32	208,258.41	300,532.46
负债和所有者权益总计	1,239,788.55	1,261,207.65	1,304,991.38

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业收入	962,183.12	561,492.32	376,797.75
减：营业成本	825,963.15	541,430.89	400,714.80
税金及附加	7,609.72	3,822.40	4,022.38
销售费用	11,378.90	10,875.59	11,710.86
管理费用	19,520.10	19,170.84	44,426.06
财务费用	59,305.21	76,788.63	76,164.14
资产减值损失	8,650.72	8,197.52	58,350.13
加：投资收益（损失以“-”号填列）	1,163.84	5,288.10	73,666.57
资产处置收益（损失以“-”号填列）	-107.23	0.14	0.00
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	30,811.92	-93,505.33	-144,924.06
加：营业外收入	2,202.18	1,201.10	2,885.74
减：营业外支出	2,107.16	329.29	581.15
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	30,906.95	-92,633.52	-142,619.47
减：所得税费用	3,447.48	-116.09	1,971.68
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	27,459.47	-92,517.43	-144,591.15
归属于母公司所有者的净利润	26,718.68	-94,286.77	-126,147.29
少数股东损益	740.79	1,769.34	-18,443.86

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表 （单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	998,024.57	578,265.77	393,581.43
收到的税费返还	977.69	584.64	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	175,688.43	129,180.61	226,740.54
经营活动现金流入小计	1,174,690.69	708,031.02	620,321.97
购买商品、接受劳务支付的现金	851,435.92	490,741.60	268,900.59
支付给职工以及为职工支付的现金	40,578.94	33,802.63	33,246.90
支付的各项税费	45,614.50	11,532.47	12,744.80
支付其他与经营活动有关的现金	249,056.16	163,318.23	402,837.89
经营活动现金流出小计	1,186,685.53	699,394.93	717,730.18
经营活动产生的现金流量净额	-11,994.84	8,636.09	-97,408.21
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资收到的现金	1,265.00	0.00	80,980.57
取得投资收益收到的现金	602.71	1,302.04	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	100.45	0.17	0.07
投资活动现金流入小计	1,968.16	1,302.21	80,980.64
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	10,789.43	4,531.03	12,577.05
投资支付的现金	0.00	738.58	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	493.16
投资活动现金流出小计	10,789.43	5,269.61	13,070.21
投资活动产生的现金流量净额	-8,821.27	-3,967.39	67,910.43
三、筹资活动产生的现金流量			
取得借款收到的现金	114,149.28	305,959.80	177,460.31
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	50,412.15	64,975.61
筹资活动现金流入小计	114,149.28	356,371.95	242,435.91
偿还债务支付的现金	79,376.70	308,262.42	173,801.18
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	15,747.97	52,599.31	64,613.86
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	492.29
筹资活动现金流出小计	95,124.68	360,861.73	238,907.33
筹资活动产生的现金流量净额	19,024.60	-4,489.78	3,528.58
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.08	-0.67
五、现金及现金等价物净增加额	-1,791.51	179.00	-25,969.88
加：期初现金及现金等价物余额	12,014.85	11,835.85	37,805.73

六、期末现金及现金等价物余额	10,223.34	12,014.85	11,835.85
----------------	-----------	-----------	-----------

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
1. 将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	27,459.47	-92,517.43	-144,591.15
加：资产减值准备	8,650.72	8,197.52	58,350.13
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	47,761.98	47,761.98	50,408.57
无形资产摊销	752.06	752.06	843.06
长期待摊费用摊销	260.46	260.46	351.89
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“－”号填列）	-0.14	-0.14	0.00
固定资产报废损失（收益以“－”号填列）	0.00	0.00	309.16
财务费用（收益以“－”号填列）	59,305.21	78,454.03	74,670.31
投资损失（收益以“－”号填列）	1,163.84	5,288.10	-73,666.57
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	-360.86	-41.78	1,055.49
递延所得税负债增加（减少以“－”号填列）	-135.53	-135.53	-135.53
存货的减少（增加以“－”号填列）	14,177.04	-33,347.26	60,932.38
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-46,644.03	61,646.85	-125,045.58
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	-124,385.05	-67,682.78	-890.37
经营活动产生的现金流量净额	-11,994.84	8,636.09	-97,408.21

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年	2016 年	2015 年
有息债务（万元）	572,946.99	558,424.70	565,227.56
资产负债率	81.02%	83.49%	76.97%
流动比率	0.66	0.67	0.67
速动比率	0.41	0.39	0.42
产权比率	426.74%	505.60%	334.23%
EBITDA（万元）	135,190.52	34,623.46	-16,345.65
EBITDA 利息保障倍数	2.44	0.44	-0.21
有息债务/EBITDA	4.24	16.13	-34.58
债务总额/EBITDA	7.43	30.41	-61.45
经营性净现金流/流动负债	-0.01	0.01	-0.12
经营性净现金流/负债总额	-0.01	0.01	-0.10
收现比	1.04	1.03	1.04
应收账款周转天数（天）	17.05	25.93	31.64
存货周转天数（天）	95.34	138.74	202.30
应付账款周转天数（天）	67.37	95.52	114.95
净营业周期（天）	45.02	69.15	118.99
流动资产周转天数（天）	204.05	339.35	552.97
固定资产周转天数（天）	183.13	341.73	574.95
总资产周转天数（天）	467.87	822.66	1,345.14
非付现费用（万元）	57,425.22	56,972.02	109,953.64
非经营损益（万元）	59,972.52	83,564.69	2,232.85
FFO（万元）	144,857.21	48,019.28	-32,404.65
综合毛利率	14.16%	3.57%	-6.35%
期间费用率	9.37%	19.03%	35.11%
营业利润率	3.20%	-16.65%	-38.46%
总资产回报率	6.91%	-1.10%	-4.83%
净资产收益率	12.38%	-36.37%	-35.37%
营业收入增长率	71.36%	49.02%	-68.92%
净利润增长率	129.68%	-36.01%	-1,245.62%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	持股比例 (%)	业务性质
山东华盛江泉城酒店有限公司	100.00	服务业
山东华盛对外贸易有限公司	100.00	贸易
罗庄区华盛加油站	100.00	销售
临沂江鑫钢铁有限公司	100.00	生产销售
临沂华盛江泉管业有限公司	100.00	生产销售
山东江泉房地产综合开发有限公司	100.00	房地产
临沂市华盛江泉建筑有限公司	100.00	建筑
临沂市罗庄区江泉小额贷款股份有限公司	21.00	金融
山东江泉物业管理有限公司	100.00	服务业
华盛江泉海运有限公司	100.00	运输业
山东华盛江泉热电有限公司	100.00	生产销售
临沂江泰铝业有限公司	75.00	生产销售
临沂智珩物流有限公司	100.00	运输业
临沂江泉肉制品有限公司	100.00	生产销售
山东富通农牧产业发展有限公司	100.00	畜牧种植业
临沂江元新型建材有限公司	100.00	生产销售
华盛江泉国际贸易有限公司	100.00	贸易
临沂江舜精密铸造有限公司	100.00	生产销售
临沂江泉商贸有限公司	100.00	贸易
华盛江泉物流有限公司	100.00	物流
临沂江顺贸易有限公司	100.00	饲料生产销售
临沂江泰金属制品有限公司	100.00	生产销售
山东江泉国际旅行社有限公司	100.00	服务业
临沂江泉食品有限公司	100.00	食品加工销售
临沂江泉生态农业科技有限公司	100.00	农作物种植销售
临沂新江泉金属材料科技有限公司	100.00	生产销售

资料来源：公司 2017 年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$180 \times (\text{期初应收账款} + \text{期末应收账款} + \text{期初应收票据} + \text{期末应收票据}) / \text{营业收入}$
存货周转天数	$180 \times (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / \text{营业成本}$
应付账款周转天数	$180 \times (\text{期初应付账款} + \text{期末应付账款} + \text{期初应付票据} + \text{期末应付票据}) / \text{营业成本}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 预付款项周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$180 \times (\text{期初流动资产合计} + \text{期末流动资产合计}) / \text{营业收入}$
固定资产周转天数	$180 \times (\text{期初固定资产} + \text{期末固定资产}) / \text{营业收入}$
总资产周转天数	$180 \times (\text{期初资产总计} + \text{期末资产总计}) / \text{营业收入}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产的减少 + 递延所得税负债的增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益

附录七 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。