



青岛冠中生态股份有限公司

2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 3736 号

声 明

- 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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 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、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本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，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 8 月 30 日

本次跟踪发行人及评级结果	青岛冠中生态股份有限公司	A/稳定
--------------	--------------	------

本次跟踪债项及评级结果	“冠中转债”	A
-------------	--------	---

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于青岛冠中生态股份有限公司（以下简称“冠中生态”或“公司”）在植被恢复领域具有一定的技术优势、有息债务规模较小、财务杠杆比率处于较低水平以及具有股权融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到大项目对收入及现金流影响大、需关注项目转化率及履约回款情况、施工总承包资质有待提升、项目收益率及营业毛利率下滑、应收账款及合同资产形成较大资金占用等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，青岛冠中生态股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：资本实力显著增强；经营及业务承揽规模大幅上升；盈利能力明显提升且具有可持续性。

可能触发评级下调因素：经营及业务承揽规模大幅下降；业务回款情况明显弱化；债务过度扩张且投资回报率远未及预期；公司控股权变动或公司治理稳定性显著弱化等。

正 面
<ul style="list-style-type: none"> ■ 公司在植被恢复领域具有一定的技术优势 ■ 有息债务规模较小，财务杠杆比率处于较低水平；且为A股上市公司，具有股权融资渠道
关 注
<ul style="list-style-type: none"> ■ 单个项目对收入及现金流的影响较大，需关注项目转化率及履约回款情况 ■ 施工总承包资质较为有限；项目收益率及营业毛利率下滑 ■ 应收账款及合同资产对资金形成较大占用，经营获现能力有待提升

项目负责人：刘冠男 gnliu@ccxi.com.cn
项目组成员：刘彦迪 ydliu@ccxi.com.cn
李慧莹 hyli@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

财务概况

冠中生态（合并口径）	2020	2021	2022	2023.1~3
资产总计（亿元）	7.02	10.97	13.22	12.99
所有者权益合计（亿元）	4.67	7.95	8.41	8.48
负债合计（亿元）	2.35	3.02	4.81	4.50
总债务（亿元）	0.28	0.21	1.05	1.10
营业总收入（亿元）	2.92	4.02	4.53	0.69
净利润（亿元）	0.63	0.78	0.52	0.07
EBIT（亿元）	0.74	0.84	0.60	--
EBITDA（亿元）	0.79	0.89	0.65	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	0.78	-1.20	-0.14	0.16
营业毛利率（%）	42.87	40.81	27.67	29.26
总资产收益率（%）	10.54	9.31	4.93	--
EBIT 利润率（%）	25.31	20.83	13.16	--
资产负债率（%）	33.43	27.49	36.35	34.69
总资本化比率（%）	5.71	2.53	11.08	11.45
总债务/EBITDA（X）	0.36	0.23	1.61	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	28.65	170.23	22.97	--
FFO/总债务（X）	2.49	4.99	0.55	--

注：1、中诚信国际根据冠中生态经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020 年度审计报告、经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）¹审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数。2、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，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

同行业比较（2022 年数据）

公司名称	新签合同额 (亿元)	营业总收入 (亿元)	EBIT 利润率 (%)	资产负债率 (%)	现金周转天数 (天)
南京市测绘勘察研究院股份有限公司	8.88	8.32	10.76	49.36	414
青岛冠中生态股份有限公司	7.96	4.53	13.16	36.35	270

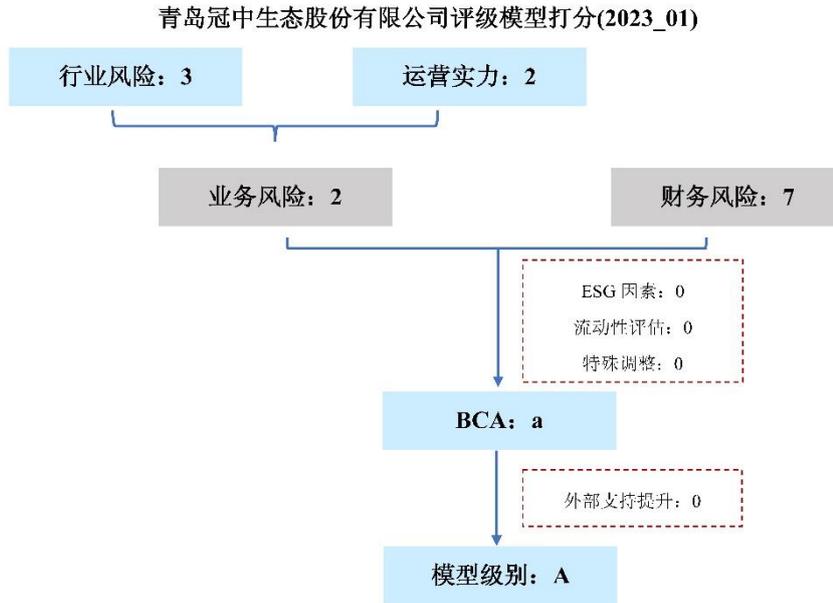
中诚信国际认为，与同行业企业相比，公司在细分业务领域更具技术优势，但新签合同额相对较小且对客户较为依赖，经营业绩和履约回款等受单个大项目影响大，合同转化率较低；但毛利率较高，财务杠杆水平较低。

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
冠中转债	A	A	2023/01/06	4.00	4.00	2023/07/21~2029/07/21	回售、赎回

¹ 根据公司 2021 年 6 月发布的《关于聘请 2021 年度审计机构的议案》公告称，鉴于公司前任审计机构信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）聘期已满，根据公司业务发展和未来审计的需要，决议聘任中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）为公司审计机构。

评级模型



方法论

中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000_2022_05

■ 业务风险:

冠中生态属于建筑行业，中诚信国际对中国建筑行业风险评估为中等；近年来公司积极拓展外省项目，但在全国范围内的市场地位仍有待提升；新签合同额持续增长，但整体金额较小且需关注项目转化情况；业务多元化程度较低；议价能力偏弱，项目建设支出对公司资金形成较大占用，需关注项目回款情况，业务风险评估为较高。

■ 财务风险:

冠中生态盈利能力指标表现良好，财务杠杆比率有所上升但仍处于较低水平，整体偿债压力较小，财务风险评估为较低。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对冠中生态个体基础信用等级无影响，冠中生态具有 a 的个体基础信用等级，反映了其较高的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持:

公司为生态修复领域的民营施工企业，实际控制人李春林和许剑平对公司的实际控制能力很强。公司是实际控制人下属最主要的经营实体和核心资产，对实际控制人的战略重要性很高，实际控制人对其在业务拓展、资金支持、资源调配等方面均具有很强的支持意愿，但其作为自然人，可实际调配或协调的资源相对较少，故外部支持不进行调整。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

表 1: 公司募集资金使用情况（亿元）

债项简称	募集资金	已使用募集资金	募集用途	募集用途是否变更
冠中转债	4.00	0.00	用于工程项目建设以及补充流动资金	否

注：已使用募集资金金额为截至 2023 年 8 月 14 日数据。

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2023 年上半年中国经济仍处于复苏进程中，一季度开局良好，但二季度不及预期，特别是预期不稳下需求不足问题进一步凸显，持续复苏仍需要政策的支撑与呵护。

2023 年上半年中国经济持续复苏，GDP 同比增长 5.5%，两年复合同比增长 4%，产出缺口延续收窄，三次产业和三大需求增长贡献率总体回归至常态水平，物流货运及人员流动等社会秩序层面的修复已基本完成。其中，一季度经济开局良好 GDP 环比增长 2.2%，二季度复苏力度明显减弱 GDP 环比增长 0.8%。

中诚信国际认为，上半年经济复苏主要受服务业生产及消费的恢复性增长所拉动，但随着预期不稳下的需求不足问题进一步凸显，投资与消费的修复节奏在二季度出现放缓，叠加外需走弱下的出口下行，当前经济整体处在“弱复苏”区间。同时，经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，大国博弈与去全球化浪潮交织，外部环境严峻复杂；从增长动能看，需求不足对经济复苏的拖累有所加剧，且短期内较难逆转；从微观预期看，居民与企业信心偏弱，消费、投资的意愿与能力仍受制约；从债务压力看，宏观债务风险仍处于高位，经济运行中的庞氏融资占比抬升，加大经济金融脆弱性，尤其需要关注地方政府的结构性、区域性债务风险。从资产负债表看，居民收入、企业利润、政府财政的改善依然承压，资产负债表收缩的风险并未消除。

中诚信国际认为，当前经济运行已经进入修复关键期、风险高发期和发力窗口期，宏观经济政策将继续保持宽松取向，并注重加大政策有效性和精准性。财政政策继续“加力提效”，加大增量财政资金落地，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，发力带动全社会投资和促进消费。货币政策更加注重“精准有力”，积极配合财政政策落地见效，持续引导实体经济融资成本下行。此外，宏观经济政策或将加强总体统筹与预期引导，继续做好短期稳增长与中长期结构调整的结合。

综合以上因素，**中诚信国际认为**，下半年宏观经济或将筑底企稳并延续修复，2023 年全年 GDP 增速为 5.3%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年上半年宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10474?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，经济稳增长政策基调下，预计 2023 年我国建筑业新签合同额和总产值仍将保持增长，但增速或将小幅回调；在房地产市场下行趋势尚未发生根本性改变的情况下，建筑企业商品房订单仍将承压；下游客户资金压力加大的背景下，建筑企业的垫资压力、工程回款风险以及计提相关减值情况仍值得关注。

按产值构成来看，房屋建筑业和土木工程建筑业²产值占比分别约为 60%和 30%左右。从房建方面来看，2021 年下半年以来房地产行业流动性承压，市场信心不足、烂尾项目增多等不确定因素影响使得房地产市场复苏进程缓慢，对建筑业需求端贡献度有所弱化。且相关流动性风险进一步传导至建筑行业，加速了弱资质建筑企业出清。2022 年 7 月以来，“保交楼”、“金融 16 条”等房地产利好政策陆续出台，房地产行业政策环境得到阶段性改善，但市场调整仍在持续，短期内行业下行趋势很难发生根本性改变，大部分房企的拿地和新开工意愿仍较低，预计建筑企业商品房项目新签合同额的增长仍将承压。

从基础设施建设来看，2022 年我国稳增长政策持续发力，专项债发行规模扩大和进度前置，加之适度超前开展的基础设施建设，共同带动基建投资同比大幅增长。**中诚信国际认为**，我国基础设施虽然总量全球领先，但人均不足问题依旧突出，且基建结构分布不均衡，以长三角、粤港澳大湾区、京津冀、成渝等国家战略城市群区域为核心的城际轨道交通网建设以及城市内部各地之间的信息基础设施和各类公共设施建设仍存在较大结构性投资机会。**但需要关注的是**，房地产行业下行导致地方政府土地出让金收入下降，加之严控隐性债务等要求，地方政府资金压力加大，2022 年以来已陆续有部分省市地方政府平台公司出现非标和高票违约等现象，亦存在部分建筑企业在财政实力相对较弱地区的工程款结算和回款进度延后的情况。

整体来看，房地产行业下行对建筑业需求形成一定冲击，2022 年建筑业总产值增速有所下降；2023 年上半年，建筑业总产值 13.23 万亿元，同比增长 2.54%，增速同比下降 5 个百分点。考虑到房地产需求和投资端依旧疲软，预计 2023 年建筑企业房建新签合同额增速仍将呈下降态势。同时，房企融资端压力依然较大，加之部分地方政府资金紧张导致建筑企业项目回款压力持续增加，建筑企业的垫资压力、工程回款风险以及计提相关减值情况仍值得关注。

详见《中国建筑行业展望，2023 年 2 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/creditResearch/detail/9736?type=1>

中诚信国际认为，冠中生态在生态修复施工领域形成了独特的技术优势，但整体施工资质较弱，在全国范围内市场地位仍有待提升；新签合同额呈持续增长态势，能够对收入形成支撑，但整体金额不大，且需关注项目转化率；大项目占比高，需关注履约回款方面的集中度风险；业主以政府（含平台）为主；业务类型及区域集中度高；部分项目回款较为滞后，且 PPP 项目资本金回收周期长，需对资金回收情况保持关注。

公司在以植被恢复为主的生态修复施工领域具有一定的技术和经验优势，但受限于业务规模及行业竞争，其在全国范围内市场地位仍有待提升。

公司主要从事以植被恢复、土壤治理为主的生态修复业务，业务范围覆盖河流、湖泊、湿地开发修复与保护、工矿区生态治理、基建区边坡生态修复、荒漠化、石漠化和水土流失地区生态治理

² 房屋建筑业主要包括住宅、厂房和商品及服务用房等的建设；土木工程建筑业中主要包括公路、铁路和水利等的建设。

等方面，涵盖范围较广。与传统环保施工企业相比，公司主要优势在于拥有自主研发和制备的土壤团粒³、喷播设备和团粒喷播植被恢复技术。基于丰富的项目经验以及长期的研发测试，公司能够根据高寒高海拔区域、湿陷性黄土区域、各种岩质矿山等不同地区的土质特点调配针对性的土壤团粒，通过喷播机将其覆盖至目标区域，形成一层可供植物生长的基质层，从而实现预期的植被恢复效果。自成立以来，公司在全国累计实施了近 500 个生态修复项目，积累了较为丰富的项目经验。

但同时，公司所处行业准入门槛较低，行业竞争较为激烈。公司成立以来承揽青岛及山东省内项目较多，随着业务的逐步发展，近年来在全国范围内项目承揽数量逐步增加，但所处行业集中度较低，其在全国范围内的市场地位仍有上升空间。

除生态修复业务外，公司亦逐步拓展园林绿化、市政公用等城市环境建设相关业务，其在公司整体收入中的占比持续上升。

新签合同额呈持续增长态势，能够对未来收入形成一定支撑，但整体金额较小，且需关注项目转化率；客户集中度高，业主以政府（含平台）为主，公司议价能力相对较弱，且大项目占比高，需关注履约及回款方面的集中度风险。

公司早期以专业承接植被恢复分包业务为主，近年来随着国土空间综合整治与生态修复的关联度越来越高，单体规模较大的综合性治理项目招标逐渐增加，公司亦积极开拓 EPC 等项目承揽模式，2022 年新签合同额呈持续增长态势，对营业总收入的保障程度有所提升。截至 2023 年 3 月末，公司在手未完工合同额为 11.34 亿元，可为未来业绩提供一定支撑。**但中诚信国际注意到**，公司在手重大项目中，2020 年签订的合同额为 4 亿元的齐齐哈尔市碾子山区矿山生态修复项目第二标段植被修复工程尚未开工⁴，需对新签项目转化情况保持关注。

公司项目集中度高，单个规模在 1 亿元以上的项目规模占比处于高位。大项目的承揽有利于公司拓展业务规模，但面临更大的管理难度，且对公司议价能力或产生一定影响，单个大项目的回款滞后会对公司整体经营的影响较大，需对大项目的履约及回款情况保持关注。公司客户以政府部门（含平台）为主，近年来其新签合同额占比均在 85% 以上，2021 年民营业主新签合同额占比提升主要系当年承揽了金额较大的青岛新机场高速连接线景观绿化工程⁵所致。公司多数项目有财政专项资金和金融机构专项贷款配套，且客户群体信用状况较好，客户结构整体稳定，项目回款安全相对有保障。

表 2：近年来公司项目承揽情况（亿元、个、X、%）

	2020	2021	2022	2023.1~3	
新签合同额	6.06	6.30	7.96	0.62	
营业总收入	2.92	4.02	4.53	0.69	
新签合同额/营业总收入	2.07	1.57	1.76	0.90	
1 亿元及以上合同数量	2	1	3	--	
1 亿元及以上合同金额合计	5.59	4.54	5.85	--	

³ 混合了黏土、有机质和其他添加物质后形成的人工土壤基质，与普通土壤相比更具抗风蚀和抗雨蚀性，能够促进植物生长，减缓水土流失。

⁴ 该项目一标段为矿山山体整修，二标段为植被恢复，由公司中标；但因林地征用、安全隐患问题尚未解决，一标段工程尚未开工，使得二标段开工时间延后。

⁵ 该合同发包人为中青建安建设集团有限公司（简称“中青建安”），合同规模为 0.49 亿元。中青建安为民营建筑施工企业，注册资本为 6.00 亿元，实际控制人为杨建强，2022 年位列山东省民营企业百强第 89 名。

1 亿元及以上合同金额占比	92.24	72.06	73.48	--
民营业主新签合同额占比	0.17	8.56	4.21	--
政府（含平台）业主新签合同额占比	97.14	89.00	94.04	--
国企业主新签合同额占比	2.69	2.44	1.75	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3：截至 2023 年 3 月末公司主要的在手大项目情况（亿元）

项目名称	业主方	合同总额	累计投入资金	累计确认营业收入	累计回款金额
齐齐哈尔市碾子山区矿山生态修复项目第二标段植被修复工程	齐齐哈尔圣金旅游发展有限公司	4.00	--	--	--
建水县历史遗留矿山生态修复项目勘查设计施工总承包	建水县迎晖开发投资有限责任公司	4.54	0.87	1.41	1.37
高青县城乡绿道网项目	高青县鲁青城市资产运营有限公司	3.19	0.91	1.20	--
市北区浮山防火通道（绿道）改造提升项目	青岛市市北区人民政府浮山新区街道办事处（社区）办事处	1.50	0.68	1.05	0.64
淄博四宝山区域生态建设项目—水体生态修复项目	淄博高新城市投资运营集团有限公司	1.17	0.21	0.30	0.03
合计	--	14.40	2.67	3.96	2.04

注：高青县城乡绿道网项目采用 F+EPC 模式，项目周期为 7 年，其中建设期 2 年，自竣工验收后 5 年中按每年 20%的比例回款。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司在植被恢复方面积累了独特的技术优势，专利获取及获奖情况良好，但拥有的建筑施工总承包类资质较为有限，相关资质仍有待进一步提升。

资质方面，公司拥有地质灾害防治单位甲级施工资质，在植被恢复等主要业务领域具备相关资质，但其在施工总承包方面资质较弱，相关资质仍有待进一步提升。

表 4：公司工程领域主要资质情况

类型	工程资质名称
施工总承包资质	市政公用工程施工总承包贰级资质、建筑工程施工总承包贰级资质
设计资质及其他	地质灾害防治单位甲级施工资质、林业调查规划丙级设计资质

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司自成立以来一直从事生态修复技术的研发与应用，在植被恢复方面形成了独特的技术竞争优势，具体表现在技术的应用场景和区域广泛（覆盖全国所有五个气候带类型）以及实现修复效果好且修复效率高（规模化成林）等。截至 2023 年 3 月末，公司围绕核心技术累计获得授权专利 47 项，其中授权发明专利 30 项，累计获得省部级及以上科学技术奖 6 项（含国家教育部技术发明奖 1 项），省级工法 7 项，省市级工程施工奖项 20 项。公司亦先后被认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”和省、市级企业技术中心，其作为第一主编单位编写的《边坡喷播绿化工程技术标准》是行业重要标准，已于 2019 年 4 月开始实行。

公司多年来聚焦生态修复和环境治理业务，在区域布局广度上具备一定优势，但区域集中度仍需改善，业务多元化水平有待提升；部分项目回款较为滞后，加之公司择机拓展 F+EPC 项目，需关注项目回款及资金平衡情况。

公司从事的生态修复业务包括植被恢复、水环境治理以及综合性治理等多个类型，但均围绕土壤和植被治理开展，业务类型多元化水平尚待提升。受政府招标模式变更、公司业务向 EPC 承包模式转型等因素影响，以多场景生态治理为主的体量较大的综合性治理业务逐渐成为公司最主要的订单来源。截至 2023 年 3 月末，公司在手生态修复业务项目储备为 10.53 亿元，其中综合性治理

工程占比约为 45.33%。

公司在上述生态修复业务中的工程款结算模式差别不大，一般按照合同约定按月结算并收回工程款。业主通常每月按工程建设进度支付工程款的 60%~75%，竣工决算审计后付至 85%~90%，剩余款项于质保期结束后支付。公司综合性治理工程中较多采用专业分包模式，对分包商的付款比例和进度一般与主合同挂钩；采购及消耗的原材料主要为苗木、土壤材料及金属网、石材等工程材料，一般通过询价购入，多数采购有账期安排。**中诚信国际认为**，因公司核心技术产品均自主研发制备，成本较低，且部分外部分包和采购付款进度与主合同挂钩，可在一定程度上缓解资金周转压力，但公司整体议价能力仍相对较弱，部分项目回款较为滞后，加之竣工决算审计周期以及质保期较长，对公司造成资金占用；此外，公司择机拓展 F+EPC 模式项目，该模式亦形成资金占用，需对公司后续的回款及资金平衡情况保持关注。

表 5：近年来公司新签合同额业务构成（亿元、%）

	2020		2021		2022		2023.1~3	
	新签合同额	占比	新签合同额	占比	新签合同额	占比	新签合同额	占比
植被恢复	4.37	72.10	1.25	19.85	0.53	6.60	0.62	100.00
综合性治理	1.59	26.20	4.54	72.04	3.56	44.70	--	--
水环境治理	--	--	--	--	1.15	14.50	--	--
其他	0.10	1.70	0.51	8.12	2.72	34.20	--	--
合计	6.06	100.00	6.30	100.00	7.96	100.00	0.62	100.00

注：部分小数点后差异系四舍五入；其他主要指园林绿化、市政公用等城市环境建设业务等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

区域布局方面，公司展业区域覆盖全国，在区域布局广度上具备一定优势；从历史项目来看，公司业务区域集中度较高，近年来已加强外省项目拓展，但区域集中度仍需改善。2022 年，得益于青岛市“公园城市”建设行动的加快，加之在淄博等地陆续承接大体量项目，当期省内新签合同额同比大幅增长。规划方面，公司在逐步构建“立足青岛本地，深耕山东区域，布局全国市场”的战略布局，短期内在省内重点跟进青岛“公园城市”建设相关项目，在省外加强对云南、江西、福建等重点区域的项目跟踪，随着在跟踪项目的持续推进，未来区域多元化水平有望提升。

表 6：近年来公司新签合同额区域构成（亿元、%）

	2020		2021		2022		2023.1~3	
	新签合同额	占比	新签合同额	占比	新签合同额	占比	新签合同额	占比
山东省	1.73	28.60	0.59	9.42	7.54	94.73	0.57	92.98
西南地区	0.14	2.33	4.93	78.24	--	--	--	--
西北地区	--	--	0.03	0.55	0.17	2.19	--	--
东北地区	4.11	67.87	0.15	2.32	--	--	--	--
其他地区	0.07	1.20	0.60	9.47	0.24	3.08	0.04	7.02
合计	6.06	100.00	6.30	100.00	7.96	100.00	0.62	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在手 PPP 项目均为参股，能够拉动生态施工主业发展，但资本金占用周期较长，需对资本金回收情况保持关注。

公司亦通过 PPP 模式带动施工份额，截至 2023 年 3 月末，公司在手 PPP 项目有 4 个，均已被纳入财政部 PPP 项目管理库，均为参股投资，投资规模较小。上述项目回报机制以政府付费为主，

运营周期在 10~15 年之间，相关资本金支出将在公司股权退出转让或运营期结束后返还，资金占用周期较长，中诚信国际将对上述项目资本金的回收情况保持关注。

根据规划，公司将在风险可控的基础上择机承揽 PPP 项目、F+EPC 项目等投资类项目，其中 PPP 项目仍以参股投资为主。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，冠中生态盈利能力指标仍保持在较优水平，财务杠杆水平较低，短期偿债压力较小；但以应收工程款为主的合同资产和应收账款占资产比重较高，对资金形成较大占用，需关注项目建设资金后续回收情况以及坏账损失计提对利润的影响。

2022 年收入规模持续增长，但营业毛利率下滑明显，需对未来盈利能力变化情况保持关注。

2022 年受政策环境及需求结构变化影响，公司植被恢复板块收入进一步下行，但同时公司加大了对水环境治理、园林绿化等生态修复相关板块的开拓力度，带动营业总收入持续增长。公司从事的生态修复业务存在一定技术门槛，且建材等物料成本支出较少，因此相较于传统建筑施工企业，公司毛利率处于较高水平，但各业务板块毛利率水平受单个项目收益情况等因素影响波动较大。2022 年，公司主要在推进的项目体量均较大，相较于小规模专业分包项目，此类大项目综合性较强，其中收益率偏低的劳务施工合同额占比较高，使得项目整体收益率明显下滑，营业毛利率同比下降约 13 个百分点。2023 年 1~3 月，公司实现营业总收入 0.69 亿元，同比增长 119.86%，营业毛利率较上年全年水平变化不大，中诚信国际将对公司全年收入确认及毛利率变化情况保持关注。

表 7：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
植被恢复	1.77	42.49	1.20	48.42	0.67	27.99
水环境治理	0.60	41.14	0.05	22.10	0.29	28.57
综合性治理	0.22	51.02	2.12	37.28	2.05	23.92
园林绿化	0.10	24.31	0.39	31.95	1.29	29.01
市政公用及其他	0.23	--	0.26	--	0.24	--
营业总收入/营业毛利率	2.92	42.87	4.02	40.81	4.53	27.67

注：部分小数点后差异系四舍五入影响。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用主要由管理费用、研发费用和财务费用构成。随着业务规模扩大及公司加强研发投入，2022 年管理费用和研发费用均略有增长；债务规模较小，财务费用一直处于较低水平。综合影响下，2022 年公司期间费用率略有上升，费用控制能力变化不大。

公司利润以经营性业务利润为主，受营业毛利率下滑影响，2022 年经营性业务利润下降明显；得益于公司参股投资的山东高速绿色生态发展有限公司经营情况较好，权益法下确认的投资收益同比增加，对利润有所补充；但以工程款坏账损失为主的信用减值损失保持一定规模，对利润总额形成一定侵蚀。综合影响下，2022 年公司 EBIT 和 EBIT 利润率均同比下降，但盈利能力指标整体仍保持在同行业较高水平。**中诚信国际认为**，随着近年来公司承揽的综合性治理等大项目增加，项目规模提升但收益水平有所下滑，需对未来盈利能力变化情况保持关注。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.1~3
管理费用	0.26	0.34	0.37	0.07
研发费用	0.15	0.15	0.17	0.03
财务费用	0.02	-0.002	0.02	0.01
期间费用率	16.43	13.91	14.15	16.88
经营性业务利润	0.74	1.07	0.59	0.08
信用减值损失	0.04	0.26	0.18	0.002
投资收益	0.02	0.04	0.15	0.01
利润总额	0.73	0.92	0.59	0.08
EBIT	0.74	0.84	0.60	--
EBIT 利润率	25.31	20.83	13.17	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司资产和负债随业务规模扩大进一步增加，财务杠杆比率仍处较低水平，合同资产和应收账款占资产比重较大对资金形成占用，需关注项目建设资金后续回收情况以及坏账损失计提对利润的影响；2023 年 7 月发行“冠中转债”，有息债务规模随之增长。

2022 年末公司资产规模进一步增加，以货币资金、应收账款和合同资产为主的流动资产占比较高。应收账款方面，截至 2022 年末，账龄在 1 年以内、1~2 年和 2 年以上的应收账款占比分别为 40.83%、20.87%和 38.30%，账龄整体有所延长，其中长账龄应收账款占比较高，主要因随着项目建设数量的增加，质保金等回收期较长的工程尾款不断累积；同期末，应收账款前五名占总应收账款的 40.39%，均为政府（含平台）业主，坏账风险较为可控。公司坏账计提政策与同行业企业相近，其中多数按照账龄法计提坏账，整体计提比例为 16.19%，较 2021 年末增加 5.07 个百分点，单项坏账规模较小且已全额计提。公司合同资产均为已完工未结算工程款，随着业务规模的扩大呈增长态势。2023 年 3 月末，公司资产规模略有下降，资产结构变化不大。中诚信国际认为，近年来公司业务拓展较快，项目周期较长且部分项目存在垫资需求，沉淀在项目上的资金快速增加，截至 2023 年 3 月末应收账款及合同资产占总资产比重合计为 60.16%，形成较大资金占用，需关注项目建设资金后续回收情况以及坏账损失计提对利润的影响。

负债方面，公司负债主要系以应付账款为主的经营性负债。为缓解部分资金压力，公司与分包商签订的分包合同通常与主合同进度挂钩，在付款周期、付款安排等条款方面与业主对公司的支付进度尽量匹配，2022 年末应付账款随业务规模的扩大而增长。有息债务方面，公司债务主要是以应付银行承兑汇票、短期银行信用借款为主的短期债务，跟踪期内公司新增部分银行借款，但债务规模仍相对较小。2023 年 7 月，公司发行“冠中转债”募集资金 4.00 亿元，有息债务规模随之增长。

受益于利润积累，2022 年末公司所有者权益增长，财务杠杆比率随债务增加而有所上升，但仍处于较低水平。此外，公司股利分配政策稳定⁶，2020~2022 年分别现金分红 746.72 万元、770.06 万元和 700.05 万元。

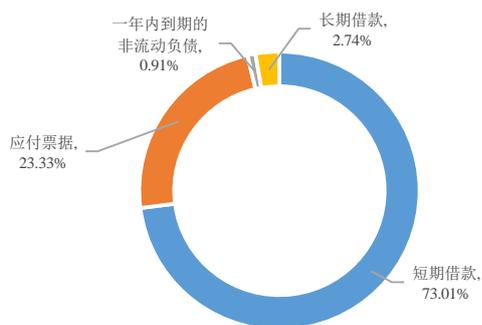
⁶ 公司于 2020 年 6 月 1 日召开 2020 年第一次临时股东大会审议通过了《关于制定<上市后三年内股东分红回报规划>的议案》，分红议案规定除特殊情况外，公司在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，采取现金方式分配股利，每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润（合并报表可分配利润和母公司可分配利润孰低）的 10%，且公司最近三年以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的 30%。

表 9：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	1.13	1.63	1.70	1.45
应收账款	1.94	3.18	2.87	2.76
合同资产	2.38	3.29	5.28	5.05
资产合计	7.02	10.97	13.22	12.99
应付账款	1.81	2.34	3.39	3.07
负债合计	2.35	3.02	4.81	4.50
短期借款	0.19	0.01	0.90	0.80
应付票据	0.00	0.15	0.11	0.26
短期债务/总债务	100.00	80.61	97.14	97.26
总债务	0.28	0.21	1.05	1.10
股本	0.70	1.40	1.40	1.40
资本公积	1.30	3.17	3.15	3.15
未分配利润	2.41	3.03	3.46	3.53
所有者权益合计	4.67	7.95	8.41	8.48
资产负债率	33.43	27.49	36.35	34.69
总资本化比率	5.71	2.53	11.08	11.45

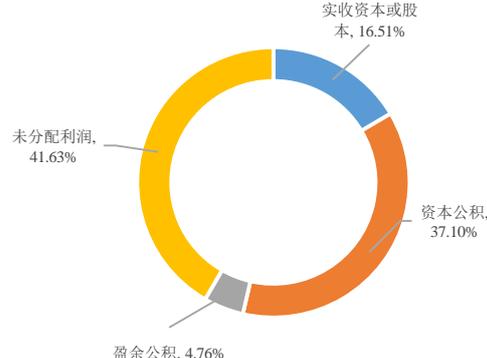
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，经营活动净现金流缺口收窄，但经营获现能力仍有待提升；偿债指标有所趋弱，但整体偿债能力保持在较好水平，短期偿债压力较小。

公司经营获现水平波动较大，主要系公司生态修复等工程建设业务具有前期垫付、分期结算、分期付款的特点，项目资金投入和回款错期所致；2022 年经营回款有所好转，但当期新开工大项目较多，前期建设资金需求增加导致经营活动净现金流持续为负，经营获现能力仍有待提升。投资活动方面，2022 年公司利用闲置资金购买理财产品较多，投资活动现金流仍呈净流出态势。筹资活动方面，随着公司短期借款规模的增加，2022 年筹资活动现金流保持净流入态势。2023 年 1~3 月，部分项目结算回款增加，经营活动净现金流由负转正。

偿债能力指标方面，随着有息债务规模的上升，2022 年 EBITDA 和 FFO 对债务本金的覆盖能力大幅下降，但公司债务规模不大，偿债能力指标整体仍处于较好水平。此外，截至 2023 年 3 月末，非受限货币资金对短期债务的保障虽有所下降，但仍能完全覆盖短期债务，公司短期偿债压力较小。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.3
经营活动净现金流	0.78	-1.20	-0.14	0.16
投资活动净现金流	-0.33	-0.61	-0.54	-0.32
筹资活动净现金流	-0.24	2.33	0.78	-0.11
非受限货币资金/短期债务	3.57	9.19	1.59	1.27
总债务/EBITDA	0.36	0.23	1.61	--
EBITDA 利息保障倍数	28.65	170.23	22.97	--
FFO/总债务	2.49	4.99	0.55	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司受限资产合计为 1,005.18 万元，占当期末总资产的 0.77%，全部为以承兑汇票保证金、保函保证金为主的受限货币资金。

截至 2023 年 3 月末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼，且无对外担保。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2020 年~2023 年 6 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料，截至本评级报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁷

假设

- 2023 年，公司新签合同额和营业总收入均保持增长态势，营业毛利率较上年变化不大。
- 2023 年，生态修复产品生产基地项目稳步推进建设，投资支出较上年增加。
- 2023 年末，受发行“冠中转债”影响，公司有息债务规模显著增长。

预测

表 11：预测情况表（%、X）

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率	2.53	11.08	35-38
总债务/EBITDA	0.23	1.61	6-8

资料来源：中诚信国际预测

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，冠中生态流动性较为充裕，未来一年流动性来源可对流动性需求形成覆盖。

截至 2023 年 3 月末，公司货币资金为 1.45 亿元，其中非受限货币资金 1.35 亿元；同期末，公司另拥有易变现的理财产品投资 0.81 亿元。截至 2023 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 7.88 亿元，其中尚未使用额度为 6.74 亿元，具备一定的财务弹性。同时，公司为 A 股上市公司，具有股权融资渠道，综合来看，公司短期内流动性来源较为充裕。

⁷ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

公司资金流出主要用于施工项目前期建设投入以及偿付到期债务，其中短期内到期债务较少。随着在建项目的推进，以及后续的业务拓展，公司未来的资金支出仍将维持在一定规模，根据规划，公司将根据在手项目回款情况以及自有资金储备情况安排项目建设资金支出。2020~2022 年分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出合计为 0.21 亿元，支出规模较小。综上所述，短期内公司资金平衡状况较好，流动性较强，未来一年流动性来源对流动性需求可形成有效覆盖。

表 12：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	合并口径债务
一年内到期的债务	1.07
短期借款	0.80
应付票据	0.26
一年内到期的非流动负债	0.01
一年以上到期的债务	0.03
长期借款	0.03
合计	1.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析⁸

中诚信国际认为，公司注重安全生产投入，并积极履行社会责任，为其平稳运营奠定基础；治理结构较优，内控制度较为完善，目前 ESG 表现对其持续经营和信用风险的负面影响较小。

安全生产与环保方面，建筑施工企业在工程施工过程中易产生较多的废气废水、粉尘、固体废弃物及噪音等污染，同时从业人员较多，使施工企业普遍面临较大的安全环保压力。跟踪期内公司持续加强环保管理制度体系建设，同时积极推进节能减排工作、开展节能环保培训交流等。此外，公司重视安全生产，严格落实安全生产责任，建立了安全风险防控机制和安全生产应急管理体系，已形成较为完善和精细化的项目管理制度，近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系较为健全，人员稳定性较高。此外，作为建筑企业，公司员工人数较多，可为缓解社会就业压力做出一定贡献。

公司治理方面，公司董事会由 9 名董事构成，包括外部独立董事 3 名。公司治理层较为稳定，2022 年以来非独立董事及主要管理人员均未发生变化，董事长李春林先生和总经理许剑平女士为公司联合创始人及实际控制人。治理层保持稳定有利于公司继续执行既定的规划方针，保持长期发展目标不变。内控方面，公司制定了较为详尽的管理制度。项目管理方面，公司实行项目责任制，通过对项目管理目标的考核，评定项目实施及管理好坏，并根据考核结果，进行奖惩。应收账款管理方面，工程项目经理为应收账款第一责任人，负责根据项目进度及合同要求收回工程款，如清收不利将视损失情况追究责任；财务部负责统计核对应收账款，并协助、督促工程项目经理进行催收。资金管理方面，公司本部对分公司资金实行统一账户管理，对子公司资金进行监督管理，因子公司较少且账面资金规模较小，并不要求子公司资金归集到公司本部账户；制定月度资金使用计划，并按资金计划执行，月度计划制定和计划外资金使用需总经理审批；公司独立实施资金管理，与股东无日常资金往来。

⁸ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

战略规划方面，未来公司将继续巩固和提升生态修复业务的整体研发水平、装备工艺水平和施工能力，一方面通过拓展成熟技术应用的深度与广度，推动生态修复市场的成熟与应用场景细分，另一方面通过新技术的市场化应用来提高公司产品的附加值和市场占有率，保持公司在行业内的竞争力和影响力。

外部支持

公司为实际控制人下属主要经营实体和核心资产，实际控制人对其具有很强的支持意愿，但支持能力较为有限。

公司为生态修复领域的民营施工企业，实际控制人李春林和许剑平对公司的实际控制能力很强。公司是实际控制人下属最主要的经营实体和核心资产，对实际控制人的战略重要性很高，实际控制人对其在业务拓展、资金支持、资源调配等方面均具有很强的支持意愿，但其作为自然人，可实际调配或协调的资源相对较少。

同行业比较

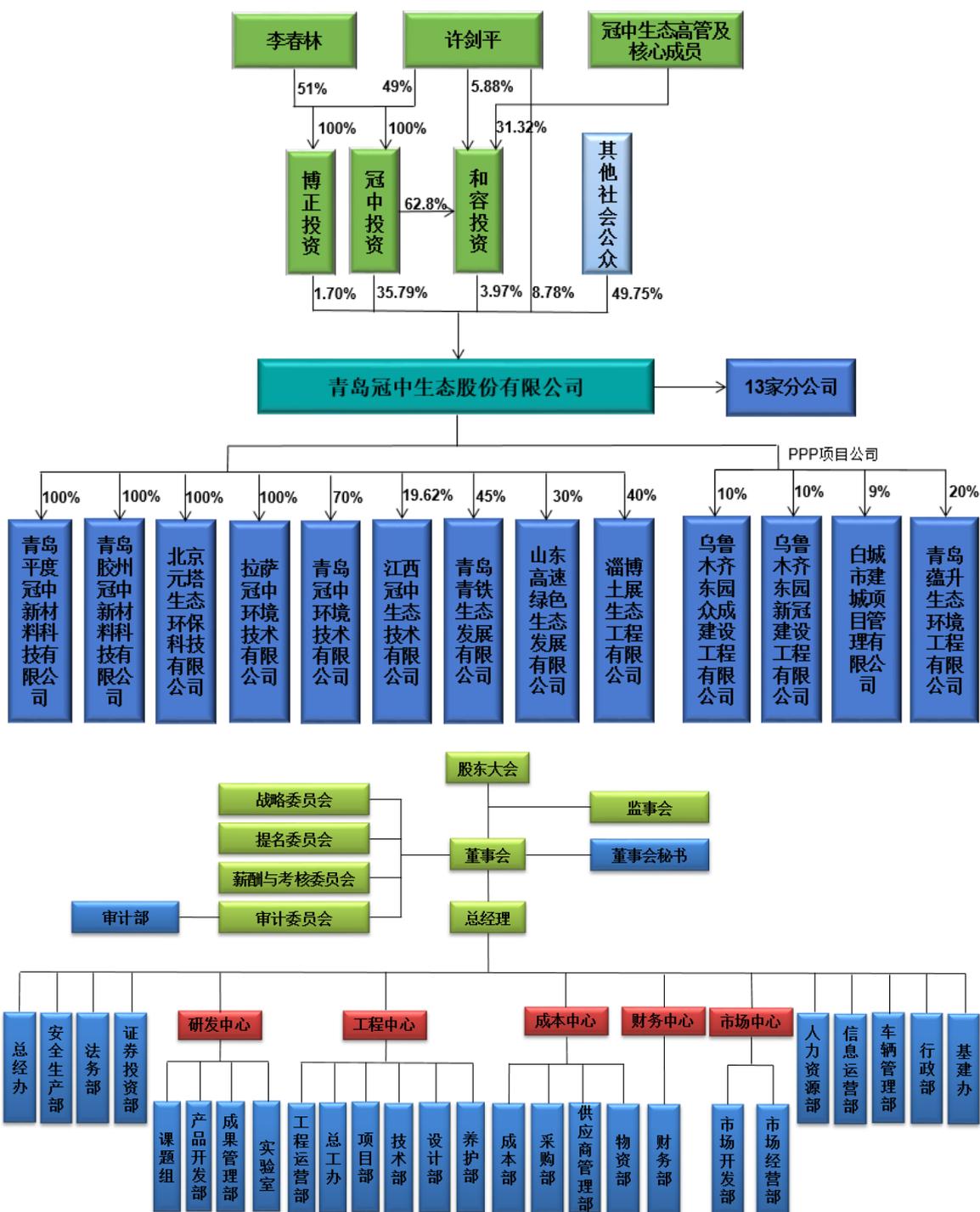
中诚信国际选取了南京市测绘勘察研究院股份有限公司作为冠中生态的可比公司，上述公司为建筑企业，具有较高的可比性。

中诚信国际认为，与同行业企业相比，公司在细分业务领域更具技术优势，不过新签合同额相对较小且对客户较为依赖，经营业绩和履约回款等受单个大项目影响大，合同转化率较低；但毛利率较高，财务杠杆水平较低。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持青岛冠中生态股份有限公司主体信用等级为 **A**，评级展望为稳定；维持“冠中转债”的信用等级为 **A**。

附一：青岛冠中生态股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：青岛冠中生态股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	11,304.56	16,272.20	16,991.94	14,532.87
应收账款	19,437.00	31,809.62	28,678.94	27,637.01
其他应收款	632.99	6,991.60	4,846.72	4,680.69
存货	322.98	539.24	424.56	510.59
长期投资	6,256.12	9,544.61	10,676.61	10,734.20
固定资产	3,425.35	3,408.90	3,564.69	3,451.56
在建工程	1,206.03	4,031.48	4,308.30	4,526.77
无形资产	2,249.70	2,165.83	2,082.89	2,062.19
资产总计	70,165.67	109,713.72	132,209.76	129,859.58
其他应付款	27.80	18.38	15.73	23.50
短期债务	2,830.00	1,662.53	10,189.85	10,668.96
长期债务	0.00	400.00	300.43	300.43
总债务	2,830.00	2,062.53	10,490.27	10,969.39
净债务	-7,274.51	-13,207.83	-5,715.06	-2,558.30
负债合计	23,457.16	30,165.14	48,063.69	45,042.18
所有者权益合计	46,708.51	79,548.58	84,146.07	84,817.40
利息支出	275.29	52.32	283.76	--
营业总收入	29,203.67	40,202.90	45,334.96	6,942.25
经营性业务利润	7,404.69	10,713.18	5,916.46	792.11
投资收益	160.42	386.65	1,502.63	64.93
净利润	6,349.20	7,812.56	5,243.44	671.32
EBIT	7,392.09	8,372.72	5,968.52	--
EBITDA	7,887.19	8,906.68	6,517.88	--
经营活动产生的现金流量净额	7,826.90	-12,022.11	-1,422.50	1,616.74
投资活动产生的现金流量净额	-3,302.60	-6,083.52	-5,448.06	-3,208.38
筹资活动产生的现金流量净额	-2,380.37	23,271.47	7,805.54	-1,086.00

财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率（%）	42.87	40.81	27.67	29.26
期间费用率（%）	16.43	13.91	14.15	16.88
EBIT 利润率（%）	25.31	20.83	13.16	--
总资产收益率（%）	10.54	9.31	4.93	--
流动比率（X）	2.41	3.01	2.31	2.41
速动比率（X）	2.39	2.99	2.30	2.40
存货周转率（X）	51.65	55.20	68.04	42.01*
应收账款周转率（X）	1.53	1.57	1.50	0.99*
资产负债率（%）	33.43	27.49	36.35	34.69
总资本化比率（%）	5.71	2.53	11.08	11.45
短期债务/总债务（%）	100.00	80.61	97.14	97.26
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	2.66	-5.86	-0.16	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	2.66	-7.27	-0.17	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	28.43	-229.78	-5.01	--
总债务/EBITDA（X）	0.36	0.23	1.61	--
EBITDA/短期债务（X）	2.79	5.36	0.64	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	28.65	170.23	22.97	--
EBIT 利息保障倍数（X）	26.85	160.03	21.03	--
FFO/总债务（X）	2.49	4.99	0.55	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、带“*”指标已经年化处理；3、因缺少 2023 年一季度现金流量表补充资料，部分指标无法计算。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	经营效率	应收账款周转率
存货周转率		营业成本/存货平均净额 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/
现金周转天数		营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

主体等级符号	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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn