

深圳市芭田生态工程股份有限公司

**2012 年公司债券 2015 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发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第  
【204】号 01

债券剩余规模: 5.4 亿元

债券到期日期: 2018 年  
01 月 25 日

债券偿还方式: 按年付  
息, 到期一次还本, 附  
第 3 年末公司上调票面  
利率选择权和投资者回  
售选择权

分析师

姓名:  
陈远新 林心平

电话:  
0755-82872863

邮箱:  
chenyx@pyrating.cn

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

## 深圳市芭田生态工程股份有限公司 2012 年公司债券 2015 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	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2015 年 06 月 15 日	2014 年 05 月 21 日

### 评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对深圳市芭田生态工程股份有限公司(以下简称“芭田股份”或“公司”)及其 2013 年 1 月 25 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2015 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AA,发行主体长期信用等级维持为 AA,评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期内,公司产销规模及收入稳定增长,公司整合上游磷矿资源,并进入下游品牌种植业务,产业链进一步完善;公司主营业务毛利率稳步提升,盈利能力有所增强。同时,我们也注意到上游原材料价格波动可能对公司盈利造成不利影响、在建项目投产后的产能消化存在不确定性、贵州工业园项目带来的资金压力等风险因素。

### 正面:

- 受产品结构调整及产能利用率提高影响,公司复合肥产销规模均实现稳定增长。2014 年,公司复合肥产能不变,但产能利用率较上年增长明显,达 52.20%;公司复合肥实现产量 85.10 万吨,同比增长 12.77%;实现销量 85.49 万吨,同比增长 13.22%。
- 公司整合上游磷矿资源,并进入下游品牌种植业务,产业链有望得到进一步完善。2014 年,公司子公司收购贵州瓮安高品位磷矿,有助于为公司复合肥项目提供优质原材料;同时,公司收购金禾天成部分股权,购买阿姆斯股权,均有利于公司产业链向下游延伸。
- 公司收入稳定增长,毛利率有所提高,盈利状况有所改善。2014 年,公司实现营

业收入 23.61 亿元，同比增长 10.72%，综合毛利率提高 4.24 个百分点。2014 年，公司实现净利润 1.87 亿元，同比增长 37.13%。

### 关注：

- **化肥行业产能过剩，行业竞争加剧。**近年来化肥行业产能过剩，市场需求不足，价格略有下降，行业内产品同质化严重，行业竞争日趋激烈。
- **原材料价格波动仍可能对公司盈利稳定性造成不利影响。**公司主要复合肥产品受原材料价格影响较大，且 2015 年部分主要原材料存在价格上升趋势，原材料价格波动仍可能对公司盈利稳定性造成不利影响。
- **公司部分在建项目即将投产，产能消化值得关注。**截至 2014 年底，公司 20 万吨高塔全溶灌溉复合肥项目等已接近完工，未来将新增复合肥和缓释肥产能分别为 20 万吨和 60 万吨，在目前公司产能利用率还不高的情况下，相关产能的消化值得关注。
- **公司贵州工业园项目投资规模较大，将给公司带来一定的资金压力。**贵州工业园二、三期工程项目总投资 41.75 亿元，2015 年下半年计划开始建设，在公司目前经营活动现金净流入规模较小的情况下，预计将给公司带来一定的资金压力。
- **负债水平升高，债务压力增大。**2014 年末，公司资产负债率为 48.89%，较上年末增加 7.74 个百分点；同时，公司短期借款大幅增加，公司长短期偿债压力有所加大。

### 主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	313,339.03	249,020.04	185,773.72
所有者权益合计（万元）	160,149.68	146,556.44	138,927.61
有息债务（万元）	131,901.41	74,508.27	35,622.71
资产负债率	48.89%	41.15%	25.22%
流动比率	1.03	3.19	3.30
速动比率	0.77	2.59	2.68
营业收入（万元）	236,120.93	213,255.36	216,719.70
营业利润（万元）	20,461.57	13,560.22	9,353.52
利润总额（万元）	20,904.94	14,943.50	10,068.79
综合毛利率	21.06%	16.82%	12.88%
总资产回报率	8.27%	8.55%	7.51%
EBITDA（万元）	28,272.06	22,819.81	14,900.26
EBITDA 利息保障倍数	6.35	6.24	13.92

经营活动净现金流净额（万元）

26,396.50

17,434.43

30,932.69

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会《关于核准深圳市芭田生态工程股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可[2013]41号）的批准，公司于2013年1月25日公开发行5.40亿元公司债券，票面利率5.80%。

本期债券期限为5年，附第三年末公司上调利率选择权和投资者回售选择权。债券起息日为2013年1月25日，本期债券存续期内前3年票面利率固定不变；在本期债券存续期的第3年末，如公司行使上调票面利率选择权，未被回售部分的票面年利率为债券存续期前3年票面年利率加上调基点，在债券存续期后2年固定不变。

本期债券每年付息一次，到期一次还本，付息日为2014-2018年的1月25日；如投资者行使回售权，则其回售部分债券的付息日为2014-2016年的每年1月25日。如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日。

截至2015年3月底，本期债券募集资金已全部使用完毕。本期债券还本付息情况如下表所示：

**表 1 截至 2015 年 3 月底本期债券还本付息情况（单位：万元）**

时间	偿还本金金额	偿付利息金额	期末本金余额
2014年1月27日	0.00	3,132	54,000
2015年1月26日	0.00	3,132	54,000

资料来源：公司提供

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本无变化，截至2014年底，公司股本为85,155.34万元，前三大股东如下表所示：

**表 2 截至 2014 年底公司前三大股东情况**

编号	股东名称	持股数量（万股）	持股比例
1	黄培钊	24,097.65	28.30%
2	深圳市琨伦创业投资有限公司	9,492.98	11.15%
3	黄林华	5,253.23	6.17%

注：2015年第一季度，深圳市琨伦创业投资有限公司减持 2,450.31 万股，持股比例降至 8.27%。  
资料来源：公司提供

截至2014年底，公司新增合并子公司1个，即广西芭田生态农业科技有限公司（以下简称“广西芭田”）。

截至2014年12月31日，公司资产总额为31.33亿元，归属于母公司所有者权益合计为

15.74亿元，资产负债率为48.89%；2014年度，公司实现营业收入23.61亿元，利润总额2.09亿元，经营活动现金流净额2.64亿元。

### 三、运营环境

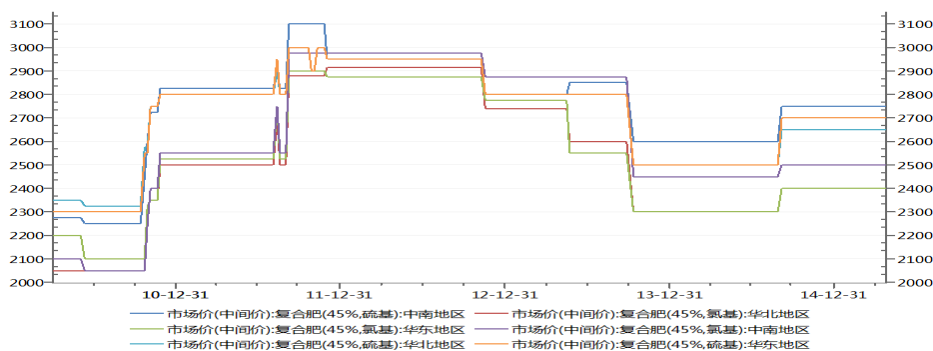
2014年以来，化肥行业产能过剩，在国家提出化肥使用量“零增长”目标的政策背景下，国内增长空间将逐步缩小；2014年复合肥原料及产品价格与2013年相比均有所下降

根据中国有机农业网的数据显示，2014年我国化肥总产能13,167万吨，化肥产量8,011.73万吨，而我国化肥需求量为6,610万吨，产能过剩较为严重。目前全国复合肥企业约3,500家，实际产销量为5,000万吨至6,000万吨，大部分企业开工率不足30%。

2015年2月17日，农业部印发《到2020年化肥使用量零增长行动方案》和《到2020年农药使用量零增长行动方案》，大力推进化肥减量提效、农药减量控害，旨在解决当前国内化肥过量施用、盲目施用等问题，以及由此带来的成本增加和环境污染等问题。在此政策背景下，国内化肥行业的成长空间将逐步缩小。根据wind资讯的数据显示，2011-2014年，我国农用氮磷钾化肥产量分别为6,337.86万吨、6,832.10万吨、7,036.90万吨和6,887.20万吨，2014年处于负增长的状态。

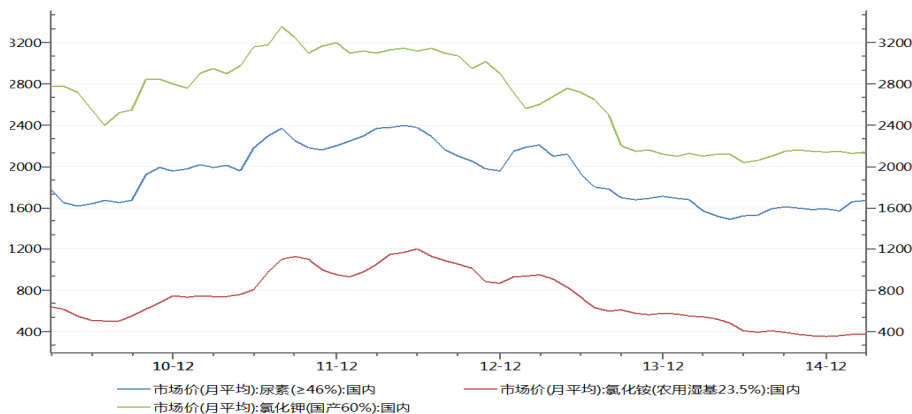
2014年上半年复合肥行业表现低迷，复合肥价格于低位徘徊，随着复合肥消费旺季的来临，需求增加，同时在尿素等单质肥及磷酸一铵等出口关税下降、国外需求增加的情况下，复合肥经销商备货热情提高，复合肥价格从9月份起底部回升，行业景气度有所回暖。原料方面，受产能过剩、煤炭和原盐价格持续下跌以及下游化肥行业需求不振的影响，2014年，尿素价格从2013年的1,700-2,300元/吨的价格区间跌至1,500-1,700元/吨左右；氯化钾价格相对平稳，但整体上较2013年下降幅度较大；氯化铵价格则从2013年初至2014年底处于持续下跌的状态。

图1 2010-2014年国内复合肥价格走势（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯

图 2 2010-2014 年国内复合肥主要原料价格走势（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯

**2014年以来，化肥价格改革进程加快，且受铁路运输、电价调整、出口关税调整以及其他不确定性政策影响明显**

近年来化肥行业发展迅猛，产能过剩已经取代供不应求，当前化肥行业状况与当初国家制定优惠政策的出发点相背离。由于化肥生产与粮食供应这一重大民生问题息息相关，经国务院批准，决定推进化肥价格改革，建立以市场为主导的化肥价格形成机制，国家将国产化肥出厂价格、除钾肥外的进口化肥港口交货价格由政府指导价改为市场调节价；化肥批发、零售价格继续实行市场调节价；取消对已放开的化肥出厂价格实行提价申报、调价备案、最高限价以及对化肥流通环节价格实行差率控制等各项临时价格干预措施。

国家有关部门对化肥产业优惠政策的调整，提出了分三步走的方案：第一步结合铁路货运价格和天然气价格的调整，最终实现计划内、计划外天然气价格并轨；第二步取消优惠电价，取消铁路优惠运价；第三步取消增值税优惠。

铁路运输方面：2015年1月29日，国家发展改革委下发了《关于调整铁路货运价格，进一步完善价格形成机制的通知》，首次取消了化肥优惠运价，其中农用化肥调整为执行4号运价，另外明确农用化肥跨局铁路运价可以下浮。

出口关税政策：继国务院批准的《2014年关税调整方案》后，2015年化肥出口关税政策再度调整，取消了化肥出口淡旺季的划分，全年采用统一的税额或税率，而氯化钾、硫酸钾出口关税维持600元/吨，三元复合肥出口关税维持30%的税率。

电价调整方面：2015年4月13日，国家发改委发布了《关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》。通知指出：逐步取消化肥电价优惠，化肥生产用电执行相同用电类别的工商业用电价格；优惠价差较大的地方，分两步到位，2016年4月20日起全部取消电价优惠。



此外，增值税方面，2014年7月23日，有关恢复化肥增值税的征求意见会在京召开，2014年11月上旬磷复会议在宁波召开。化肥行业的增值税优惠政策是否取消存在较大不确定性。

#### 四、经营与竞争

得益于销量的增长，跟踪期内公司收入稳定增长。2014年，公司实现营业收入23.61亿元，同比增长10.72%，其中主营业务收入为23.02亿元，同比增长9.36%。另外，公司其他业务收入大幅增加，系原材料销售大幅增长所致。

2014年，公司实现主营业务毛利率21.31%，同比上升4.73个百分点，主要是公司提高了中、高端产品销售比例，同时原材料成本有所下降所致。

**表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2014 年		2013 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入	230,198.56	21.31%	210,492.27	16.58%
芭田复合肥系列	204,295.79	21.61%	187,484.17	16.59%
中挪复合肥系列	11,290.60	18.04%	10,060.41	16.30%
中美复合肥系列	8,623.40	19.67%	7,069.92	16.63%
好阳光复合肥系列	5,664.75	18.86%	5,631.85	16.46%
中俄复合肥系列	65.65	18.78%	99.12	14.14%
哈乐复合肥系列	258.37	33.00%	146.80	31.25%
其他业务收入	5,922.38	11.60%	2,763.09	34.96%
合计	236,120.93	21.06%	213,255.36	16.82%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，受产品结构调整及产能利用率提高影响，公司复合肥产销规模及收入均实现稳定增长；由于原料价格下降，公司主营业务毛利率进一步提高，但原料价格波动仍可能对公司盈利稳定性造成不利影响

跟踪期内，公司2012年非公开发行股票的四个募投项目均处于在建状态，因此复合肥年产能不变，仍为163万吨。受国内外经济疲软以及化肥行业产能过剩的影响，2014年全国化肥市场相对萎缩，但公司复合肥产销规模及收入仍实现一定增长，主要原因是公司积极调整产品结构，产能利用率持续提高。

2014年，公司通过产品结构的调整与优化，扩大灌溉施肥、长效肥及生态有机肥在生产及销售中的占比。2014年公司在灌溉施肥、长效肥及生态有机肥方面推出新的产品，通过品牌宣传、渠道推广、示范田建设与服务等措施，提升了这些产品在销售业绩中的占比。目前，公司产品结构远优于同行业平均水平，新型复合肥销量占比达60%以上。

2014年，公司复合肥实现产量85.10万吨，同比增长12.77%；实现销量85.49万吨，同比增长13.22%，产销情况良好，库存量有所减少。当期产能利用率达52.20%，较上年的46.29%增长明显，但与行业龙头企业的70%左右相比，仍存在一定差距。

**表 4 公司复合肥产品产销情况**

项目	2014年	2013年
产能（万吨/年）	163	163
产量（万吨）	85.10	75.46
销量（万吨）	85.49	75.51
库存量（万吨）	3.33	3.72
产销率	100.15%	100.07%
产能利用率	52.20%	46.29%

资料来源：公司提供

受市场疲软拖累，2014年国内复合肥市场价格均有所下降，导致公司复合肥收入增速低于同期销量的增长。2014年，公司复合肥销售均价为2,693元/吨，较2013年下降了3.41%。但公司主营业务毛利率依然实现较为明显的增长，主要是原材料价格下降及公司加强成本控制所致。

2014年，公司主要原材料中，除硫酸钾价格有所增长外，其余原材料价格均有所下降。其中，硝酸复肥价格下降幅度为10.37%，硝酸一铵、白钾等的价格降幅在2%-5%之间。此外，公司还加强成本控制，并取得一定效果。2014年，公司严格控制库存增幅，当年库存量降幅达10.48%；同时，公司在生产车间采用“内公司模利”的管控方法，建立以大区为单位的内公司，要求每家内公司在销售、采购、再销售和PMC等一系列生产经营活动中，审定目标，自主经营，独立核算，实现目标管理。

**表 5 公司复合肥产品均价及主要原材料价格情况**

项目	2014年	2013年	增减幅度	
原材料采购均价（元/吨）	硫酸钾 52%	3,340	2,957	12.95%
	硝磷复肥 36%	1,590	1,774	-10.37%
	磷酸一铵 58%/60%	2,357	2,428	-2.92%
	白钾 60%/62%	2,180	2,260	-3.54%
复合肥销售均价（元/吨）	2,693	2,788	-3.41%	
主营业务毛利率	21.31%	16.58%	4.73个百分点	

资料来源：公司提供

总体而言，由于原材料占复合肥成本比重较高（约80%），原材料价格波动较为明显，且2015年部分主要原材料存在价格上升趋势，原材料的价格波动仍是影响公司盈利稳定性

的重要因素；同时，公司对原材料供应商存在一定的依赖性，2014年前五名供应商占年度采购总额的28.68%。

**跟踪期内，公司复合肥产品仍以华南市场为主，随着在建项目的建成投产，未来西南地区市场份额有望进一步提升**

2014年，公司复合肥销售区域分布仍以华南市场为主，华南市场收入占主营业务收入的50.00%以上，其次华北地区约占20%。2014年公司进一步深化营销网络，西南地区收入有所提高，但西北地区销售收入依然较低，同比下降21.14%。公司经销商遍布全国，客户集中度不高，不存在对单一客户过于依赖的情况。2013-2014年，公司前五大客户销售占比分别为8.32%和4.78%，单一客户销售占比不超过5%。

未来，随着贵州等地相应项目的建成投产，公司在西南地区的产品辐射能力有望得到进一步加强。

**表 6 公司复合肥产品分区域销售情况（单位：万元）**

地区	2014 年		2013 年	
	收入	占主营业务收入比重	收入	占主营业务收入比重
华南	117,152.28	50.89%	108,861.79	51.72%
华北	45,245.25	19.65%	45,782.93	21.75%
西南	27,767.17	12.06%	23,920.31	11.36%
华东	30,226.37	13.13%	19,490.50	9.26%
西北	9,807.49	4.26%	12,436.74	5.91%
合计	<b>230,198.56</b>	<b>100.00%</b>	<b>210,492.27</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

**跟踪期内，公司整合上游磷矿资源，并进入下游品牌种植业务，产业链有望得到进一步完善，但能否达到预期效益尚待观察**

为满足产业发展需要，保证产品品质，降低生产成本，公司斥资3.43亿元获得贵州省瓮安县小高寨磷矿探矿权。2014年12月，公司全资子公司贵州芭田生态工程有限公司（以下简称“贵州芭田”）收到《矿产资源勘查许可证》。磷矿为不可再生资源，未来高品位磷矿的稀缺性将逐渐凸显；贵州小高寨磷矿平均品位在30%左右，远优于普通磷矿的25%，有利于为贵州磷复合肥项目及时提供优质原材料。另外，化肥行业受上游原材料价格波动影响较大，公司通过整合上游资源，改善成本结构，有利于强化产业链竞争力。

近年来，公司开始进入下游品牌种植业务。2013年5月，公司出资870万元收购了青岛新润生态科技有限公司（以下简称“青岛新润”），持股60%。青岛新润主要从事节水灌溉设备及相关配套机电设备的研发、制造、销售等，与公司“年推广100万亩灌溉施肥设备项目”相一致，为了不重复建设，公司终止了“年推广100万亩灌溉施肥设备项目”。

2014年10月，公司与北京金禾天成科技有限公司（以下简称“金禾天成”）签订了《股权转让交易协议》，以4,000万元的价格收购其20%的股权。金禾天成是一家专注于农业“种植行业”信息化应用解决方案研发、推广与服务的国家级高新技术企业，业务涉及农业大数据、农业物联网、农业移动互联应用、种植业投入品平台、农业地理信息系统等领域。由于金禾天成业务发展方向与公司2012年非公开发行股票募投项目“种肥一体播种设备项目”建设的功能类似，为了避免重复建设，提高募集资金的使用效率，公司终止了该募投项目。

目前，公司正以发行股份及支付现金购买北京世纪阿姆斯生物技术股份有限公司（以下简称“阿姆斯”）股权，阿姆斯主要从事生物产品、微生物菌剂、土壤调理剂等产品的研发生产和销售。因此，公司根据复合肥行业发展趋势，拟将微生物有机肥系列作为公司未来发展的产品线之一。由于战略方向有所改变，公司终止了“年产20万吨有机肥产业化项目”。

总体来看，公司整合上游磷矿资源，并进入下游品牌种植业务等，有利于进一步完善公司产业链，但一系列的对外投资，以及业务整合能否达到预期效果尚待观察。

#### **跟踪期内，公司部分在建项目即将投产，未来产能的消化存在一定的不确定性**

截至2014年底，公司主要在建项目有：贵州工业园项目、20万吨高塔全溶灌溉复合肥项目和60万吨缓释肥项目等。

贵州工业园分三期建设，各期建设产能为70万吨/年。其中，一期工程项目总投资23.86亿元，主要建设年产27万吨硝酸装置、45万吨硝酸磷肥装置、25万吨氯化硝酸钙装置、2\*30万吨高塔装置、2台75吨中压锅炉及配套的公用工程。截至2014年底，一期工程项目已投资22亿元，预计在2015年年中投产。二、三期工程项目总投资（不包括合成氨项目）41.75亿元，计划在2015年下半年逐步启动建设，2018年前全部建成投产。

此外，截至2014年底，公司20万吨高塔全溶灌溉复合肥项目和60万吨缓释肥项目已接近完工，预计2015年可以投产，未来将新增复合肥和缓释肥产能分别为20万吨和60万吨。在目前公司产能利用率还不高的情况下，相关产能的消化值得关注。

总体来看，公司未来新项目投产运营后，可以大幅增加公司产能；但在公司目前复合肥产能利用率不高的情况下，也可能面临产能利用不足和固定成本不能得到有效消化而导致盈利能力下降的风险；此外，贵州工业园二、三期工程项目未来还需投入41.75亿元，将给公司带来一定的资金压力。

**表7 截至2014年底公司主要在建工程情况（单位：万元）**

项目名称	地点	预算	已投资	工程累计投	工程进度
------	----	----	-----	-------	------

		总投资		入占预算比	
贵州工业园项目一期（基建）	贵州	66,100	31,391	47.49%	68.99%
二条粉状水溶性肥生产线	贵州	11,288	11,269	99.83%	99.52%
20万吨高塔全溶灌溉复合肥项目	徐州	11,009	10,967	99.62%	99.08%
60万吨缓释肥项目	徐州	11,083	11,023	99.46%	85.05%
合计	-	<b>104,480</b>	<b>69,203</b>	-	-

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 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大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013-2014年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

2014年，公司新增合并子公司1个，为“广西芭田”，截至2014年底纳入公司合并范围的子公司共13家，具体情况详见附录四。

### 资产结构与质量

**跟踪期内，公司资产规模增幅较大，以非流动资产为主，整体资产流动性有所下降**

跟踪期内，公司资产规模扩大较为明显，2014年末同比增长25.83%，主要是在建工程和其他非流动资产的增长所致。受此影响，2014年末公司资产结构发生较大变化，非流动资产占比大幅上升，期末非流动资产占总资产的67.51%，占比较上年末的38.18%大幅提高。

公司流动资产主要由货币资金、预付账款和存货组成。截至2014年底，公司货币资金为5.03亿元，同比下降48.35%，主要系2014年公司贵州工业园项目上的土地、基建、设备、矿产资源投入资金较大所致；货币资金中，受限资金为银行承兑汇票保证金0.36亿元。2014年在营业收入取得增长的情况下，公司期末应收账款有所下降，回款效率得到一定的提升；与上年末相比，期末预付账款略有下降，预付账款主要为预付供应商货款，账期一般在1年以内。公司存货为2.56亿元，同比下降11.98%，主要是公司控制库存且销量增长所致；存货主要为原材料和产成品，其账面余额分别为1.51亿元和0.74亿元；由于目前市场上复合肥原料及产品价格依然有所下跌，2014年末公司对存货中的原材料、自制半成品和产成品分别计提了200.64万元、154.14万元和65.52万元的存货跌价准备，未来该部分资产仍可能面临进一步跌价的风险。

公司非流动资产主要为长期股权投资、固定资产、在建工程和其他非流动资产。截至

2014年底，长期股权投资主要是对鲁化好阳光生态肥业有限公司的投资，按权益法核算。期末在建工程同比增长55.94%，系贵州工业园项目一期、20万吨高塔全溶灌溉复合肥和60万吨缓释肥项目等的持续投入所致，预计随着部分项目投产转入固定资产后，在建工程将有所下降。受徐州技改工程和贵州工业园项目一期（基建）部分由在建工程转入固定资产影响，期末公司固定资产同比增长了32.11%；固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备等。无形资产为3.44亿元，较上年末增加明显，主要是贵州芭田取得瓮安县的工业用地所致。期末其他非流动资产大幅增加，主要是贵州芭田新增的预付探矿权3.04亿元等。

**表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	50,343.35	16.07%	97,479.50	39.15%
应收账款	4,712.28	1.50%	6,421.26	2.58%
预付账款	18,829.85	6.01%	19,414.78	7.80%
存货	25,594.62	8.17%	29,077.58	11.68%
<b>流动资产合计</b>	<b>101,815.18</b>	<b>32.49%</b>	<b>153,948.32</b>	<b>61.82%</b>
长期股权投资	6,326.90	2.02%	6,760.30	2.71%
固定资产	32,562.79	10.39%	24,648.62	9.90%
在建工程	60,379.20	19.27%	38,718.89	15.55%
其他非流动资产	67,966.07	21.69%	15,944.46	6.40%
<b>非流动资产合计</b>	<b>211,523.85</b>	<b>67.51%</b>	<b>95,071.72</b>	<b>38.18%</b>
<b>资产总计</b>	<b>313,339.03</b>	<b>100.00%</b>	<b>249,020.04</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

### 资产运营效率

**2014年公司净营业周期有所改善，但受在建工程持续投入影响，公司总资产周转效率有所下降**

由于回款情况有所改善以及控制库存，在公司收入较快增长的情况下，2014年公司应收账款、应收票据周转天数与存货周转天数变化不大；但公司凭借品牌和市场地位，获得供应商的账期有所延长，2014年应付账款、应付票据周转效率明显提高。受上述因素影响，公司净营业周期有所改善，2014年为31天，较上年的41天明显下降。

2014年，由于在建项目的持续投入，公司资产结构转变为以非流动资产为主，非流动资产对整体资产周转效率的影响逐渐增大。受此影响，2014年公司总资产周转天数较上年增加121天，整体资产周转效率有所下降。未来随着贵州工业园等项目的持续投入，公司总资产周转率还可能会进一步下降。

**表9 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2014年	2013年
应收账款、应收票据周转天数	9	8
存货周转天数	58	58
应付账款、应付票据周转天数	36	25
净营业周期	31	41
流动资产周转天数	259	193
固定资产周转天数	42	41
总资产周转天数	367	246

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

### 盈利能力

#### 受营业收入增长和综合毛利率提高影响，2014年公司盈利能力持续改善

2014年，受产品结构调整和产能利用率提高影响，公司营业收入有所上升。2014年，公司实现营业收入23.61亿元，同比增长10.72%。

由于原料价格下跌及内部成本控制进一步加强，2014年公司综合毛利率提高4.24个百分点，但期间费用率有所上升。公司期间费用以销售费用和管理费用为主，销售费用和管理费用有所增加，主要是公司促销费、折旧摊销及物耗和人工成本提高所致；财务费用的大幅减少主要系2014年借款利息资本化所致。

得益于毛利率的提升，在营业收入增长10.72%的情况下，公司实现了净利润37.13%的增长，整体盈利能力持续改善。

**表10 公司主要盈利指标**

项目	2014年	2013年
营业收入（万元）	236,120.93	213,255.36
营业利润（万元）	20,461.57	13,560.22
营业外收入（万元）	677.71	1,999.95
利润总额（万元）	20,904.94	14,943.50
净利润（万元）	18,740.88	13,666.97
综合毛利率	21.06%	16.82%
期间费用率	12.00%	10.34%
总资产回报率	8.27%	8.55%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

以申银万国三级行业分类，对主要综合复合肥生产、销售行业内7家上市公司进行比较，复合肥行业内主要上市公司情况如下表所示。所选上市公司平均总资产规模为58.24亿元，

平均营业收入58.87亿元，平均净利润3.37亿元，平均综合毛利率和平均净利率分别为16.95%和5.34%。就资产规模而言，芭田股份总资产规模较小，低于所选上市公司样本均值，相应的营业收入和净利润也低于样本平均水平。但是，芭田股份综合毛利率最高，净利率居于第二位，说明其盈利能力较强，整体竞争力水平较高。

**表 11 2014 年行业主要上市公司情况对比（单位：亿元）**

企业简称	资产总额	营业收入	净利润	净利率	综合毛利率
金正大	110.11	135.54	8.8	6.49%	17.63%
史丹利	50.93	56.54	4.95	8.76%	20.73%
新都化工	66.76	46.67	1.87	4.01%	17.65%
华昌化工	62.92	42.4	-1.24	-2.92%	5.70%
司尔特	33.79	23.78	1.44	6.06%	17.31%
新洋丰	51.86	83.52	5.89	7.05%	18.57%
芭田股份	31.33	23.61	1.87	7.94%	21.06%
<b>均值</b>	<b>58.24</b>	<b>58.87</b>	<b>3.37</b>	<b>5.34%</b>	<b>16.95%</b>

资料来源：Wind 资讯

## 现金流

**2014年，公司经营活动净现金流表现较好，但总体规模不大，难以满足投资支出，未来还会存在较大的资金需求**

得益于经营状况的持续改善，2014年公司主营业务现金生成能力有所改善。2014年，公司FFO为2.61亿元，较上年增长22.46%。同时，由于公司主营业务回款情况较好，库存有所下降，使得公司经营活动净现金流表现较好，2014年为2.64亿元，同比增长51.40%，但整体规模不大。

受在建项目较多且整体投资规模较大影响，2014年公司投资活动现金净流出11.59亿元，同比增幅为163.95%，主要系2014年贵州工业园项目投资增加所致，该项目目前仍处于在建状态，未来仍需较大规模资金投入。由于公司筹建项目投资额较大，经营现金净流入规模难以满足项目建设资金需求，公司加大了筹资力度。2014年，公司筹资活动现金呈现较大规模的净流入，主要是当年取得银行借款明显增加所致。

整体来看，公司经营活动净现金流表现较好，但在建项目投入规模较大，其中贵州工业园二、三期工程项目未来还需投入41.75亿元，公司经营活动现金净流入规模难以支撑大规模的投资建设，未来还会存在较大的资金需求。



**表 12 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2014 年	2013 年
净利润	18,740.88	13,666.97
非付现费用	5,503.63	4,422.74
非经营损益	1,899.38	3,258.77
<b>FFO</b>	<b>26,143.88</b>	<b>21,348.48</b>
营运资本变化	252.62	-3,914.04
其中：存货减少（减：增加）	3,062.66	-709.99
经营性应收项目的减少（减：增加）	-1,549.43	-8,919.46
经营性应付项目的增加（减：减少）	-1,260.61	7,835.08
其他	0.00	-2,119.67
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>26,396.50</b>	<b>17,434.43</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-115,918.14</b>	<b>-43,916.09</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>41,435.15</b>	<b>40,774.78</b>
现金及现金等价物净增加额	-48,086.48	14,293.12

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

跟踪期内，公司资产负债水平进一步上升，长短期偿债压力有所增大

受借款大幅增加影响，公司总体负债规模明显增加，2014年末负债总额为15.32亿元，同比增长49.51%；而所有者权益同比增幅只有9.28%，主要来自经营积累。负债总额的大幅增长导致2014年末公司产权比率上升至0.96，净资产对债务的覆盖程度有所下降。

**表 13 公司资本结构情况**

项目	2014 年	2013 年
负债总额（万元）	153,189.35	102,463.60
所有者权益（万元）	160,149.68	146,556.44
产权比率	0.96	0.70

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，公司负债主要由短期借款、应付票据、应付债券等有息债务组成。截至2014年底，公司短期借款6.19亿元，应付票据1.65亿元，均较上年末有所增加；期末应付债券5.36亿元，主要为本期债券；期末有息债务达13.19亿元，占总负债的86.10%。

**表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	61,865.50	40.38%	10,000.00	9.76%

应付票据	16,476.64	10.76%	11,069.87	10.80%
应付账款	5,591.27	3.65%	4,923.53	4.81%
其他应付款	3,657.13	2.39%	6,189.25	6.04%
<b>流动负债合计</b>	<b>99,088.93</b>	<b>64.68%</b>	<b>48,251.55</b>	<b>47.09%</b>
应付债券	53,559.27	34.96%	53,438.40	52.15%
<b>非流动负债合计</b>	<b>54,100.42</b>	<b>35.32%</b>	<b>54,212.05</b>	<b>52.91%</b>
<b>负债合计</b>	<b>153,189.35</b>	<b>100.00%</b>	<b>102,463.60</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	131,901.41	86.10%	74,508.27	72.72%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

从偿债能力指标来看，2014年末，公司资产负债率明显提高，流动比率和速动比率下降明显，公司长短期偿债能力均有所下降；从EBITDA利息保障倍数来看，公司盈利对利息的偿还尚有保障。

总体来看，公司整体负债水平有所上升，短期借款规模增加明显，公司长短期偿债压力有所增大。

**表 15 公司偿债能力指标**

项目	2014 年	2013 年
资产负债率	48.89%	41.15%
流动比率	1.03	3.19
速动比率	0.77	2.59
EBITDA（万元）	28,272.06	22,819.81
EBITDA 利息保障倍数	6.35	6.24

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 六、评级结论

跟踪期内，国内化肥产能过剩，价格有所下降，复合肥行业内竞争加剧。但受产品结构优化及产能利用率提高影响，公司复合肥产销规模及收入均实现稳定增长；由于原料价格持续下跌及成本控制，公司主营业务毛利率进一步提高。此外，公司整合上游磷矿资源，并进入下游品牌种植业务，产业链有望进一步完善。

同时我们也关注到，原材料价格存在上升趋势，原材料价格波动仍可能对公司盈利造成不利影响；公司部分在建项目即将投产，产能消化值得关注；公司贵州工业园项目投资规模较大，可能会给公司带来一定的资金压力。此外，公司资产负债率明显上升，短期借款大幅增加，公司长短期偿债压力均有所加大。

基于以上分析，鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

**附录一 合并资产负债表（单位：万元）**

项目	2014年	2013年	2012年
货币资金	50,343.35	97,479.50	84,950.47
应收票据	952.20	711.30	211.48
应收账款	4,712.28	6,421.26	3,381.40
预付款项	18,829.85	19,414.78	34,699.00
应收利息	0.00	0.00	64.64
其他应收款	1,382.88	843.91	661.39
存货	25,594.62	29,077.58	28,367.59
<b>流动资产合计</b>	<b>101,815.18</b>	<b>153,948.32</b>	<b>152,335.98</b>
可供出售金融资产	4,000.00	0.00	0.00
长期股权投资	6,326.90	6,760.30	0.00
固定资产净额	32,562.79	24,648.62	24,606.72
在建工程	60,379.20	38,718.89	2,697.33
生产性生物资产	55.00	0.00	0.00
无形资产	34,433.78	4,451.68	2,383.85
长期待摊费用（递延资产）	2,302.44	2,050.79	1,949.89
递延所得税资产	3,497.67	2,496.99	1,799.96
其他非流动资产（其他长期资产）	67,966.07	15,944.46	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>211,523.85</b>	<b>95,071.72</b>	<b>33,437.75</b>
<b>资产总计</b>	<b>313,339.03</b>	<b>249,020.04</b>	<b>185,773.72</b>
短期借款	61,865.50	10,000.00	19,103.45
应付票据	16,476.64	11,069.87	16,519.26
应付账款	5,591.27	4,923.53	2,823.68
预收款项	4,808.34	10,295.93	2,828.24
应付职工薪酬	1,809.81	1,819.91	1,712.71
应交税费	1,965.74	1,038.56	834.71
应付利息	2,914.50	2,914.50	0.00
其他应付款	3,657.13	6,189.25	2,377.93
<b>流动负债合计</b>	<b>99,088.93</b>	<b>48,251.55</b>	<b>46,199.97</b>
应付债券	53,559.27	53,438.40	0.00
递延收益	251.65	448.15	0.00
其他非流动负债	289.50	325.50	646.15
<b>非流动负债合计</b>	<b>54,100.42</b>	<b>54,212.05</b>	<b>646.15</b>
<b>负债合计</b>	<b>153,189.35</b>	<b>102,463.60</b>	<b>46,846.12</b>
股本	85,155.34	85,155.34	47,308.52
资本公积	19,952.09	19,952.09	59,918.58
盈余公积	7,757.36	6,078.31	4,860.35

未分配利润	44,578.79	32,753.91	25,040.70
归属于母公司所有者权益合计	<b>157,443.58</b>	<b>143,939.64</b>	<b>137,128.16</b>
少数股东权益	2,706.10	2,616.80	1,799.45
所有者权益合计	<b>160,149.68</b>	<b>146,556.44</b>	<b>138,927.61</b>
负债和所有者权益总计	<b>313,339.03</b>	<b>249,020.04</b>	<b>185,773.72</b>

资料来源：公司审计报告

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
<b>一、营业收入</b>	<b>236,120.93</b>	<b>213,255.36</b>	<b>216,719.70</b>
减：营业成本	186,389.06	177,390.88	188,804.21
营业税金及附加	17.43	14.04	25.44
销售费用	11,195.70	9,524.74	8,554.84
管理费用	16,454.03	11,161.78	9,439.99
财务费用	685.97	1,362.88	820.27
资产减值损失	483.77	201.12	-278.57
加：投资收益（损失以“-”号填列）	-433.40	-39.70	0.00
<b>二、营业利润（亏损以“-”号填列）</b>	<b>20,461.57</b>	<b>13,560.22</b>	<b>9,353.52</b>
加：营业外收入	677.71	1,999.95	820.84
减：营业外支出	234.35	616.66	105.57
<b>三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）</b>	<b>20,904.94</b>	<b>14,943.50</b>	<b>10,068.79</b>
减：所得税费用	2,164.06	1,276.53	923.98
<b>四、净利润（净亏损以“-”号填列）</b>	<b>18,740.88</b>	<b>13,666.97</b>	<b>9,144.81</b>
减：少数股东损益	127.62	4.96	231.17
<b>五、归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>18,613.25</b>	<b>13,662.01</b>	<b>8,913.64</b>

资料来源：公司审计报告

**附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）**

项目	2014年	2013年	2012年
销售商品、提供劳务收到的现金	232,279.15	217,100.70	221,318.08
收到的税费返还	0.00	700.00	1.00
收到其他与经营活动有关的现金	2,150.38	6,175.46	2,370.61
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>234,429.53</b>	<b>223,976.16</b>	<b>223,689.68</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	166,866.26	178,519.90	168,164.62
支付给职工以及为职工支付的现金	17,681.85	14,122.34	12,331.54
支付的各项税费	2,876.63	2,071.21	3,057.06
支付其他与经营活动有关的现金	20,608.28	11,828.28	9,203.77
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>208,033.03</b>	<b>206,541.73</b>	<b>192,756.99</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>26,396.50</b>	<b>17,434.43</b>	<b>30,932.69</b>
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	126.51	26.96	44.75
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>126.51</b>	<b>26.96</b>	<b>44.75</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	112,044.65	36,970.87	22,834.52
投资支付的现金	4,000.00	6,800.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	172.18	0.00
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>116,044.65</b>	<b>43,943.05</b>	<b>22,834.52</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-115,918.14</b>	<b>-43,916.09</b>	<b>-22,789.77</b>
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	57,180.64
取得借款收到的现金	66,065.50	10,000.00	35,072.03
发行债券收到的现金	0.00	53,438.40	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	1,944.09	578.38
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>66,065.50</b>	<b>65,382.49</b>	<b>92,831.05</b>
偿还债务支付的现金	14,200.00	19,103.45	36,996.67
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	9,480.00	5,504.26	4,878.79
支付其他与筹资活动有关的现金	950.35	0.00	4,380.61
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>24,630.35</b>	<b>24,607.71</b>	<b>46,256.07</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>41,435.15</b>	<b>40,774.78</b>	<b>46,574.98</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-48,086.49</b>	<b>14,293.12</b>	<b>54,717.90</b>

资料来源：公司审计报告

### 附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
<b>净利润</b>	<b>18,740.88</b>	<b>13,666.97</b>	<b>9,144.81</b>
加：资产减值准备	483.77	201.12	-278.57
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4,078.17	3,766.61	3,477.79
无形资产摊销	535.87	134.79	96.60
长期待摊费用摊销	405.82	320.22	186.49
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	119.39	261.40	-65.34
财务费用	2,347.27	3,654.69	1,070.59
投资损失	433.40	39.70	0.00
递延所得税资产减少	-1,000.68	-697.02	-1,020.65
存货的减少	3,062.66	-709.99	4,113.19
经营性应收项目的减少	-1,549.43	-8,919.46	-68.04
经营性应付项目的增加	-1,260.61	7,835.08	14,275.81
其他	0.00	-2,119.67	0.00
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>26,396.50</b>	<b>17,434.43</b>	<b>30,932.69</b>

资料来源：公司审计报告

#### 附录四 截至2014年末纳入合并范围的子公司情况

编号	子公司全称	注册资本（万元）	持股比例
1	徐州市芭田生态有限公司	21,377.18	98.60%
2	徐州市禾协肥业有限公司	300.00	90.00%
3	贵港市芭田生态有限公司	22,943.20	98.69%
4	贵港市好阳光肥业有限公司	300.00	100.00%
5	深圳市好阳光肥业有限公司	3,079.00	100.00%
6	和原生态控股股份有限公司	10,000.00	97.20%
7	深圳市芭田农业生产资料有限公司	500.00	100.00%
8	贵州芭田生态工程有限公司	53,380.00	100.00%
9	江苏临港燃料有限公司	3,000.00	100.00%
10	北京芭田生态农业科技有限公司	200.00	100.00%
11	青岛新润生态科技有限公司	1,450.00	60.00%
12	芭田生态工程（湖北）有限公司	300.00	68.00%
13	广西芭田生态农业科技有限公司	20,000.00	100.00%

资料来源：公司审计报告



## 附录五 主要财务指标

项目	2014年	2013年	2012年
营业收入（万元）	236,120.93	213,255.36	216,719.70
营业利润（万元）	20,461.57	13,560.22	9,353.52
利润总额（万元）	20,904.94	14,943.50	10,068.79
综合毛利率	21.06%	16.82%	12.88%
总资产回报率	8.27%	8.55%	7.51%
净利润（万元）	18,740.88	13,666.97	9,144.81
非付现费用（万元）	5,503.63	4,422.74	3,482.31
非经营损益（万元）	1,899.38	3,258.77	-15.40
FFO（万元）	26,143.88	21,348.48	12,611.72
经营活动净现金流净额（万元）	26,396.51	17,434.43	30,932.69
有息债务（万元）	131,901.41	74,508.27	35,622.71
资产负债率	48.89%	41.15%	25.22%
流动比率	1.03	3.19	3.30
速动比率	0.77	2.59	2.68
EBITDA 利息保障倍数	6.35	6.24	13.92

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	应收账款周转天数(天)	$360 \times (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / (\text{营业收入} \times 2)$
	应付账款周转天数(天)	$360 \times (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / (\text{营业成本} \times 2)$
	流动资产周转天数(天)	$360 \times (\text{本年流动资产总额} + \text{上年流动资产总额}) / (\text{营业收入} \times 2)$
	非流动资产周转天数(天)	$360 \times (\text{本年非流动资产总额} + \text{上年非流动资产总额}) / (\text{营业收入} \times 2)$
	净营业周期(天)	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转天数(天)	$360 \times (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / (\text{营业收入} \times 2)$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/((本年所有者权益+上年所有者权益)/2)×100%
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	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+公允价值变动损失+财务费用+投资损失+递延所得税资产减少+递延所得税负债增加
	FFO	净利润+非付现费用+非经营损益
	营运资本变化	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
	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	EBIT利息保障倍数	EBIT/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
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)	
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

## 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。