

袁隆平农业高科技股份有限公司

**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
【235】号 01

债券剩余规模: 人民币
4.50 亿元

债券到期日期: 2017 年
03 月 13 日

债券偿还方式: 到期一
次还本, 附第 3 年末公
司上调票面利率选择权
及投资者回售选择权

分析师

姓名:
范刚强 林心平

电话:
0755-82872028

邮箱:
fangq@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

袁隆平农业高科技股份有限公司 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 10 日	2014 年 05 月 28 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对袁隆平农业高科技股份有限公司 (以下简称“隆平高科”或“公司”) 及其 2012 年 3 月 14 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公司主要种子产品市场占有率和品牌知名度高; 公司经营活动现金大幅净流入, 流动性风险低; 公司启动了非公开增发方案, 若该方案能顺利实施, 偿债能力将得到提升。同时我们也关注到种子行业集中度低、库存高、市场竞争激烈的局面仍未改变; 公司资产中应收账款、存货 (主要为种子) 和其他应收款规模较大, 发生减值的风险较高; 公司运营效率下降; 安徽蚌埠地区稻瘟病事件可能导致公司未来需支付一定的救助款等风险。

正面:

- 主要产品市场占有率和品牌知名度高。公司是种子行业龙头企业, 主要产品杂交水稻种子、杂交玉米种子及杂交棉花种子的市场占有率一直稳居行业前列; 公司“隆平高科”、“湘研”商标被认定为中国驰名商标, 主要产品的知名度高。
- 经营活动现金净流入同比有所增加, 表现良好。2014 年公司经营活动净现金流为 27,609.43 万元, 同比增加 11.81%, 经营活动现金流状况良好。
- 非公开增发股份方案若能顺利实施, 公司偿债能力将得到提升。2014 年公司启动了拟募集不超过 30.77 亿元发展资金的非公开增发方案, 若该方案能顺利实施, 公司实际控制人将变更为中信集团有限公司, 资产负债率将大幅降低, 偿债能力增

强。

关注：

- **种子行业仍然集中度低、库存高、市场竞争激烈。**目前国内种子行业集中度低、库存高，同时小型种子企业倾销甩货、套牌侵权假冒种子及散籽严重干扰市场秩序，使得市场竞争十分激烈。
- **存货发生减值的风险较高。**2014 年末公司杂交水稻种子库存量高于全年销售量，玉米种子库存量与全年销售量相差不多，杂交水稻种子、玉米种子库存过高。种子储藏过久，发芽率会降低、价值会下降，公司存货面临着较大的减值风险。
- **资产运营效率下降。**2014 年，公司应收账款周转天数、存货周转天数、流动资产周转天及总资产周转天数同比上升，运营效率下降。
- **安徽蚌埠地区稻瘟病事件可能导致公司未来需支付一定的救助款。**公司 2014 年度在安徽蚌埠地区推广的杂交水稻品种“两优 0293”因持续低温连阴雨感染稻瘟病，导致部分农户蒙受一定程度的经济损失，公司可能因为该事件支付一定的救助款。

主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	410,522.38	383,277.98	359,165.45
所有者权益合计（万元）	202,053.06	173,797.89	164,089.92
有息债务（万元）	124,406.02	111,893.43	88,566.87
资产负债率	50.78%	54.65%	54.31%
流动比率	1.51	1.53	1.64
速动比率	0.74	0.67	0.65
营业收入（万元）	181,542.49	188,471.63	170,530.98
营业利润（万元）	23,615.20	27,073.30	22,624.52
利润总额（万元）	32,587.57	30,980.39	28,737.20
综合毛利率	36.44%	34.01%	32.99%
总资产回报率	10.74%	10.78%	11.37%
EBITDA（万元）	51,725.49	47,335.67	42,571.87
EBITDA 利息保障倍数	4.99	5.25	4.93
经营活动现金流净额（万元）	27,609.43	24,692.07	20,933.69

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《关于核准袁隆平农业高科技股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可[2012]155号）文核准，公司于2012年3月16日向社会公开发行面值不超过4.5亿元的公司债券，期限为5年，票面利率为7.18%。

本期债券采用固定利率形式，附第3年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，起息日为2012年3月14日，按年计息，每年付息一次，到期一次还本。2015年本期债券申报的回售数量为0张，回售金额为0万元。2013年3月14日、2014年3月14日、2015年3月14日分别为本期债券存续期内的第一次、第二次、第三次付息日，公司均已按期足额支付了这三次利息。

表 1 截至 2014 年 4 月 30 日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	利息支付	期末本金余额
2013年3月14日	45,000	3,231	45,000
2014年3月14日	45,000	3,231	45,000
2015年3月14日	45,000	3,231	45,000

资料来源： 公司提供

本期债券募集资金在扣除发行费用后，拟用2亿元偿还“袁隆平农业高科技股份有限公司2011年度第一期短期融资券”；1.5亿元偿还银行贷款，调整债务结构；剩余资金用于补充公司流动资金。本期债券募集资金已于2012年使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人未发生变更。截至2015年3月末，湖南新大新股份有限公司持有公司股份的14.40%，为公司第一大股东；伍跃时持有湖南新大新股份有限公司90.24%的股份，为公司实际控制人。

跟踪期内，公司实施2013年度利润分配方案，以资本公积金转增股本，转增后公司注册资本和实收资本变更为99,610万元。

跟踪期内，公司转让了青岛含蜜笑食品有限公司85.7%的股份，青岛含蜜笑食品有限公司不再纳入合并报表范围；公司新设了安徽绿丰至安置业有限公司、河南隆平高科种业有限公司等6家全资子公司，这6家全资子公司新纳入合并报表范围。

表 2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内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
安徽绿丰至安置业有限公司	100%	2,000	非农业	新设
河南隆平高科种业有限公司	100%	3,000	农业	新设
安徽隆平高科（新桥）种业有限公司	100%	500	农业	新设
安徽隆平农业合作社投资有限责任公司	100%	100	农业	新设
LIBERIA LONGPING AGRICULTURE DEVELOPMENT CO.,LTD	100%	150	农业	新设
湖南百分农业科技有限公司	100%	500	农业	新设

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股处置比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
青岛含蜜笑食品有限公司	85.7%	400 万美元	辣椒及辣椒制品的生产、销售	2014 年 11 月股权已转让

资料来源：公司提供

截至2014年12月31日，公司资产总额为41.05亿元，所有者权益为20.21亿元，资产负债率为50.78%；2014年度，公司实现营业收入18.15亿元，利润总额3.26亿元，经营活动现金流净额2.76亿元。

三、运营环境

跟踪期内，种子行业集中度低、库存高、市场竞争激烈的局面仍未改变

国内种子行业起步晚，前期行业准入门槛低，2001年2月至2011年9月政府实施的《农作物种子生产经营许可证管理办法》（旧）规定：生产常规种子（含原种）和杂交亲本种子的企业，注册资本只需100万元以上；生产杂交种子的企业，注册资本只需500万元以上。同时，国内种子行业稳定增长、毛利较高，新进入者大量增加。近年来，在一系列政策的推动下，种子行业的集中度虽然有所提高，但仍然很低。根据登海种业2014年度报告，目前国内种子企业仍有5000多家。

2012年左右，国内种子企业过度扩大种子产量，使得市场供应量远远高于市场需求量，种子库存达到阶段高峰。2013年以来，国内种子企业纷纷缩减了制种面积，种子市场供大于求的矛盾有所缓解，但库存仍然很高。据万向德农2014年度报告分析指出，整个玉米种子行业即使当年不再育种，库存也够使用一年。

目前，国内种业正处在传统种业向现代种业发展的过渡阶段，行业集中度低、库存高，同时小型种子企业倾销甩货、套牌侵权假冒种子及散籽严重干扰市场秩序，使得市场竞争十分激烈。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司继续实施“聚焦种业，逐步淡出延伸产业”发展战略，削减了低毛利率的延伸业务，使得主营业务收入略微下滑、毛利上升、种子销售占比上升

公司主要从事农用种子、辣椒及辣椒制品及农化产品的研发、生产、加工和销售，其中农用种子业务为公司核心业务，辣椒及辣椒制品、农化产品为公司延伸业务。目前，公司营业收入主要来源于杂交水稻种子、玉米种子、小麦种子、辣椒及辣椒制品的销售。

2014年，公司主营业务收入为179,446.73万元，同比下滑3.77%；毛利率为36.61%，同比增加3.03个百分点。2014年，公司杂交水稻种子、蔬菜瓜果种子、玉米种子和小麦种子销售收入同比上升，而辣椒及辣椒制品、农化产品销售收入同比下滑。2014年，公司主营业务收入下滑、毛利率上升、农用种子销售收入上升主要原因为公司继续实施“聚焦种业，逐步淡出延伸产业”发展战略，梳理了产品结构，削减了低毛利率的延伸业务。

青岛含蜜笑食品有限公司主营业务为辣椒及辣椒制品的生产和销售，2014年公司转让其85.7%股份后，辣椒及辣椒制品业务规模得到缩减，相应的实现辣椒及辣椒制品销售收入减少。目前，新疆隆平高科红安种业有限公司和湖南湘研种业有限公司仍在经营辣椒及辣椒制品业务。

表 3 2013-2014 年公司主营业务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
杂交水稻种子	94,170.89	44.56%	87,063.64	44.09%
蔬菜瓜果种子	4,183.86	34.41%	2,691.31	34.50%
玉米种子	41,206.12	49.86%	37,775.91	48.83%
小麦种子	10,079.37	7.52%	8,901.63	5.68%
辣椒及辣椒制品	25,377.81	1.67%	37,202.90	8.83%
农化产品	2,944.79	3.13%	10,178.35	5.72%
棉花、油菜及其他	1,483.89	32.46%	2,663.63	18.04%
合计	179,446.73	36.61%	186,477.37	33.58%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

跟踪期内，公司主要种子产品市场占有率和品牌知名度较高，市场地位稳固；公司买断“袁隆平冠名权及肖像权”、研发投入持续增加及通过审定的种子品种增加，有助于长远发展

公司是种子行业龙头企业，主要产品杂交水稻种子、杂交玉米种子及杂交棉花种子的

市场占有率一直位居行业前列，市场地位稳固。公司拥有国家级企业技术中心，被认定为农业产业化国家重点龙头企业、国科技创新型星火龙头企业，“隆平高科”、“湘研”商标被认定为中国驰名商标，主要产品知名度高。2014年，公司买断了袁隆平冠名权及肖像权，此后袁隆平的冠名权及肖像权不能由公司及子公司以外的其他第三人作为商业目的使用。公司买断袁隆平冠名权及肖像权，补充完整了核心品牌，为后期公司品牌维护、打假维权创造了条件。

公司重视技术研发，2014年科研投入1.11亿元，同比增长16.02%，主要用于建设育种信息化管理系统、基地田间物联网系统及购买先进的田间试验设备，有利于研发创新工作的信息化与自动化。2014年，公司有21个水稻品种、7个玉米品种及多个小麦、蔬菜、棉花、油菜等农作物品种通过审定，相比2013年通过审定的品种数大幅增加。

跟踪期内，安徽蚌埠地区稻瘟病事件对公司未来收入和利润的直接影响较小，但可能导致公司未来需支付一定的救助款及对声誉、市场销售产生一定不利影响

公司2014年度在安徽蚌埠地区推广的杂交水稻品种“两优0293”因持续低温连阴雨感染稻瘟病，导致部分农户蒙受一定程度的经济损失。该事件发生后，受灾农户质疑公司“两优0293”种子质量不符合国家标准和包装标签、标识夸大了“两优0293”稻瘟病抗性。公司则通过公告解释：根据国审稻2006045号文件，公司“两优0293”于2006年已通过国家品种审定委员会审定；“两优0293”包装标签、标识符合《农作物种子标签通则》（GB20464—2006）关于种子标签标注的要求。

目前，公司已决定停止销售“两优0293”。考虑到，2014年公司“两优0293”销售收入仅为700万元，停止销售“两优0293”对未来收入和利润的直接影响较小。此外，公司仍在与受灾农户代表、经销商和农业管理部门进行沟通，探讨救助方案。该事件可能导致公司未来需要支付一定的救助款，除此之外还可能对公司声誉及市场销售产生一定不利影响。

跟踪期内，公司启动了拟募集不超过30.77亿元发展资金的非公开增发方案，若该方案能顺利实施，公司实际控制人将变更为中信集团有限公司，资产负债率将大幅降低，偿债能力将得到提升

2014年9月，公司启动了非公开增发股份的工作。根据公司2015年5月21日发布的《非公开发行A股股票预案》（修订稿）、《非公开发行股票募集资金运用可行性报告》（修订稿）及《关于非公开发行将导致实际控制人变更及股东权益变动的提示性公告》（修订稿），公司该次计划非公开发行不超过25,900万股，募集资金不超过30.77亿元，并拟将该次募集资金中的4.34亿元、5.00亿元、6.66亿元、7.53亿元和7.24亿元分别用于补充日常营运资金、建设先进的农业产销信息系统、偿还短期银行贷款、提升商业化育种研发能力和

建设产业国际化体系；公司该次非公开发行完成后，中信集团有限公司（以下简称“中信集团”）将通过中信兴业投资集团有限公司、中信建设有限责任公司和深圳市信农投资中心（有限合伙）合计持有公司18.72%股份，成为公司的实际控制人。

中信集团是国内最大的综合性跨国企业集团之一，涉及银行、证券、保险、信托、基金、房地产、资源能源、基础设施等多个行业和领域。根据中信集团2013年度报告，截至2013年末中信集团总资产达42,997亿元，净资产2,719亿元，全年实现营业收入3,751亿元，净利润378亿元。该次非公开发行后，公司实际控制人将变更中信集团，公司有望在市场拓展、资金需求等方面有望获得中信集团的大力支持。

截至2015年3月末公司资产为39.99亿元，负债总额为18.36亿元，其中流动负债为13.33亿元。公司该次非公开发行股票募集资金多达30.77亿元，可大幅降低资产负债率，增强偿债能力。公司拟使用募集资金6.66亿元偿还短期银行贷款，可大幅减少流动负债，降低流动性风险，同时可以减少几千万的利息支出，改善短期的盈利状况。

此外，公司建设先进的农业产销信息系统，有助于扩展市场，增加客户粘性；加大商业化育种研发，有助于巩固行业领军企业地位，提升长远发展潜力；建设产业国际化体系，有助于发挥现有品牌和技术领先优势，做大做强种子业务，促进国际化发展。

总体来说，如果该次非公开增发通过获得中国证监会核准并顺利实施，公司实际控制人将变更为中信集团，并有望获得中信集团在业务拓展、资金需求等方面的支持，同时公司资产负债率大幅下降、流动负债大幅减少，公司偿债能力增强、流动性风险降低。

跟踪期内，公司主要产品产销基本平衡，但杂交水稻种子、玉米种子库存偏高，面临着较大的减值风险

2014年，公司杂交水稻种子、玉米种子销售量与生产量基本持平，库存量几乎没有变化。2014年，公司小麦种子生产量一定程度的大于销售量，库存大幅增加，主要原因系公司引进新小麦品种，留余较多库存以应对销售区域扩张。2014年，辣椒及辣椒制品生产量、销售量同比大幅减少，主要原因系公司梳理产品结构，减少了辣椒加工产品的生产、销售；生产量远低于销售量，库存量大幅减少，主要原因系公司积极消化往年过多库存。

2014年末，公司杂交水稻种子库存量为79,895.99万元，高于全年销售量52,212.95万元，玉米种子库存量16,029.46万元，与全年销售量20,659.33万元相差不多，公司水稻种子、玉米种子库存偏高。种子库存过高，会增加仓储费用、过多占用资金。且种子储藏过久，发芽率会降低，转为一般粮食商品的风险增加，价值相应下降。

表 4 2013-2014 年公司主要产品的产量、销量及库存情况（单位：万元）

产品	项目	2014 年	2013 年	同比变化
----	----	--------	--------	------

杂交水稻种子	生产量	51,923.72	47,768.74	8.70%
	销售量	52,212.95	48,676.18	7.27%
	库存量	79,895.99	80,185.21	-0.36%
玉米种子	生产量	20,699.23	18,006.12	14.96%
	销售量	20,659.33	19,328.64	6.88%
	库存量	16,029.46	15,989.55	0.25%
小麦种子	生产量	9,561.03	8,398.57	13.84%
	销售量	9,321.46	8,396.00	11.02%
	库存量	291.32	51.75	462.89%
辣椒及辣椒制品	生产量	12,884.19	34,137.07	-62.26%
	销售量	24,954.45	33,916.45	-26.42%
	库存量	13,412.85	25,483.10	-47.37%

资料来源：公司 2014 年度报告，鹏元整理

跟踪期内，公司销售收入主要集中在华中地区、华东地区，国外销售收入增长较慢、占比仍然较低

公司国内销售收入主要来在大面积种植水稻和玉米的华中地区、华东地区，2014年华中地区、华东地区销售收入占比分别高达52.63%、21.92%。近年来，公司一直致力于实施国际化的发展，先后在孟加拉、巴基斯坦、菲律宾、印尼、越南等国进行了大面积的杂交水稻高产栽培示范，建设了4个本地化育种站。但是，2014年公司国外销售收入为17,103.88万元，同比增加1.31%，占主营业务之比为9.52%，公司国外销售收入增长较慢、占比仍然较低。

表 5 公司主营业务收入按地区划分情况（单位：万元）

区域	2014 年		2013 年	
	收入	占比	收入	占比
华中地区	94,438.88	52.63%	96,873.16	51.95%
华东地区	39,322.84	21.92%	36,890.52	19.78%
西南地区	9,648.06	5.38%	8,088.08	4.34%
西北地区	16,101.89	8.97%	26,853.98	14.40%
华北地区	2,831.18	1.58%	888.39	0.48%
国外	17,103.88	9.52%	16,883.24	9.05%
合计	179,446.73	100%	186,477.37	100%

资料来源：公司 2014 年度报告，鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下的分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013-2014年度审计报告，公司财务报表按照新会计准则编制。

资产结构与质量

公司流动资产小幅减少，长期股权投资和无形资产大幅增加，资产变现能力减弱；公司资产中应收账款、存货和其他应收款规模较大，发生减值的风险较高

2014年末公司资产总额为410,522.38万元，同比小幅增加7.11%。从资产结构分析，2014年末公司流动资产占比有所下降，但仍为资产的主要部分。

2014年末，公司流动资产为235,666.05万元，主要由货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款和存货组成。公司货币资金主要由银行存款和其他货币资金组成，2014年末货币资金为56,988.01万元，其中银行存款占比为86.79%。2014年末，使用受限的货币资金有履约保证金426.00万元、银行承兑汇票保证金2,744.70万元、已质押的定期存单1,100.00万元及共同监管资金310.73万元，共计占货币资金之比为8.04%。2014年末，公司应收账款余额为27,237.94万元，其中账龄为1年以内的应收账款占比为91.54%。2014年度，公司实际核销应收账款1,067.11万元。考虑到近年公司实际核销的应收账款金额较大，公司应收账款发生坏账的风险较大。2014年末，公司预付账款为11,917.60万元，其中预付江苏金华隆种子科技有限公司合作款5000万元，其余部分主要为预付制种款。2014年末，公司其他应收款余额为21,089.09万元，其中应收青岛含蜜笑食品有限公司往来款占比为16.13%。2013年末公司持有青岛含蜜笑公司100%的股权，2014年11月转让其85.70%的股权，丧失了控制权，2014年末应收青岛含蜜笑食品有限公司往来款为3,401.28万元，期限为1年以内。2014年末，公司其他应收款账龄较长，同时应收重大对象青岛含蜜笑食品公司盈利状况较差，未来发生坏账风险较大。2014年末，公司存货为120,154.71万元，占资产总额之比高达29.27%。2014年末，公司计提存货跌价准备7,498.86万元，考虑到目前国内种子行业库存偏高、竞争激烈，未来公司存货发生进一步减值的风险较大。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和无形资产组成。2014年末，公司可供出售金融资产为12,386.46万元，其中包括对南昌商业银行股份有限公司的股权投资5,600万元、对湖南麓谷生物技术有限公司的股权投资572.12万元。2014年末公司长期股权投资23,705.20万元，同比大幅增加41.55%，主要原因为向华智水稻生物技术有限公司追加投资6,448.55万元。2014年度公司确认长期股权投资损失为294.20万元，考虑到公司下属联营企业盈利能力较弱，未来长期股权投资减值风险较大。2014年末，公司固定资产账面价值为64,084.02万元，其中已抵押的固定资产占比为13.10%。公司隆平高科湘

聚大厦、农威公司办公楼及厂房、安徽隆平海南科研楼等7处房屋因建造在集体土地上，按目前国家政策无法办理相关权证，截至2014年末这7处房屋账面价值为4,101.76万元，占固定资产账面价值的6.40%。2014年末，公司无形资产为39,063.07万元，其中土地使用权（主要为用来建造办公楼的工业用地）占比为50.08%，专利权占比为32.01%。

表 6 2013-2014 年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	56,988.01	13.88%	57,862.10	15.10%
应收账款	25,969.15	6.33%	16,527.57	4.31%
预付款项	11,917.60	2.90%	9,578.39	2.50%
其他应收款	18,449.90	4.49%	15,096.92	3.94%
存货	120,154.71	29.27%	134,341.97	35.05%
流动资产合计	235,666.05	57.41%	238,042.16	62.11%
可供出售金融资产	12,386.46	3.02%	12,725.12	3.32%
长期股权投资	23,705.20	5.77%	16,746.36	4.37%
固定资产	64,084.02	15.61%	61,774.56	16.12%
无形资产	39,063.07	9.52%	24,469.57	6.38%
非流动资产合计	174,856.33	42.59%	145,235.83	37.89%
资产总计	410,522.38	100.00%	383,277.98	100.00%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

资产运营效率

公司应收周转天数、存货周转天数及总资产周转天数同比上升，资产运营效率下降

2014年，公司应收账款周转天数为42.14天，同比大幅上升，主要原因系应收账款大幅增加；存货周转天数、流动资产周转天数、固定资产周转天数分别为397.00天、469.68天、124.79天，均同比略微增加。2014年，公司应付账款周转天数为99.73天，同比减少，主要原因为应付账款出现一定幅度的减少。

2014年，公司资产总额同比增加，同时营业收入同比减少，使得总资产周转天数出现一定幅度的上升。

表 7 2013-2014 年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2014 年	2013 年
应收账款周转天数	42.14	29.63
存货周转天数	397.00	396.54
应付账款周转天数	99.73	104.61

净营业周期	339.40	321.56
流动资产周转天数	469.68	448.98
固定资产周转天数	124.79	112.93
总资产周转天数	787.06	709.07

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司盈利状况相对稳定，但公司削减低毛利业务、加大研发投入提升了盈利潜力

2014年，公司营业收入为181,542.49万元，同比减少3.68%；综合毛利率为36.44%，同比出现一定幅度的上升。2014年，公司营业收入减少、毛利率上升的主要原因为公司梳理产品结构，减少了低毛利率的辣椒加工产品销售。2014年，公司期间费用率为22.93%，同比上升2.15个百分点，主要原因为：1、由于短期借款大幅增加，2014年公司计入财务费用的利息支出同比增加1,002.62万元；2、公司继续加大研发投入，2014年研发投入占营业收入之比为6.11%，同比增加1.03个百分点。2014年，公司将收到信达股权投资有限公司支付的额外补偿6,395.50万元确认为营业外收入，使得利润总额在营业利润下滑的情况下同比增加。

2014年，公司营业利润率、总资产回报率、净资产回报率同比基本持平，公司盈利状况相对稳定，但公司削减低毛利业务、加大研发投入提升了盈利潜力。

表 8 2013-2014 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
营业收入	181,542.49	188,471.63
营业利润	23,615.20	27,073.30
利润总额	32,587.57	30,980.39
净利润	32,583.54	30,330.93
综合毛利率	36.44%	34.01%
期间费用率	22.93%	20.79%
营业利润率	13.01%	14.36%
总资产回报率	10.74%	10.78%
净资产收益率	17.34%	17.95%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金净流入大于投资活动和筹资活动现金净流出，现金流量状况表现良

好

2014年，公司经营活动现金净流入27,609.43万元，同比增加11.81%，主要原因为存货大幅减少。2014年，公司购置固定资产、无形资产支付了大量现金，使得投资活动现金大幅净流出；缩减了长期借款规模，使得筹资活动现金净流出3,027.40万元。

2014年，公司经营活动现金净流入在抵减投资活动、筹资活动现金净流出后，还1,000多万元的剩余，现金流量状况表现良好。

表 9 2013-2014 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
净利润	32,583.54	30,330.93
营运资本变化	-24,111.00	-19,204.55
其中：存货减少（减：增加）	11,282.71	-1,947.91
经营性应收项目的减少（减：增加）	-15,491.60	-11,963.30
经营性应付项目的增加（减：减少）	-19,902.11	-5,293.34
经营活动产生的现金流量净额	27,609.43	24,692.07
投资活动产生的现金流量净额	-23,300.44	-12,304.72
筹资活动产生的现金流量净额	-3,027.40	-2,115.78
现金及现金等价物净增加额	1,280.46	10,105.56

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，公司负债规模、债务结构及偿债能力指标变化不大，公司流动性风险低、偿债能力较强；由于本期债券到期，2017年公司需偿还的对外融资金额较大，面临着一定的偿债压力

2014年末，公司负债总额为208,469.31万元，同比略微减少0.48%。公司负债主要为流动负债，2014年末流动负债占比为75.03%。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和其他应付款组成。2014年末，公司短期借款为64,777.04万元，同比大幅增加34.74%。公司短期借款主要为保证借款和信用借款，2014年保证借款占比为23.67%，信用借款占比为60.21%。2014年末，公司应付账款和预收款项分别为30,301.31万元、23,020.97万元，同比分别减少9.90%、14.37%。公司其他应付款包括应付的押金保证金、预提费用、工程款、项目款、往来款等，2014年末其他应付款为16,975.32万元，其中应付的预提费用、往来款占比分别为31.19%、32.56%。

公司非流动负债主要为本期债券，本期债券面值为4.5亿元，到期日为2017年3月。

表 10 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	64,777.04	31.07%	48,075.50	22.95%
应付账款	30,301.31	14.54%	33,632.27	16.06%
预收款项	23,020.97	11.04%	26,885.58	12.83%
其他应付款	16,975.32	8.14%	16,152.86	7.71%
流动负债合计	156,405.11	75.03%	155,456.91	74.21%
应付债券	44,658.98	21.42%	44,527.93	21.26%
非流动负债合计	52,064.20	24.97%	54,023.19	25.79%
负债合计	208,469.31	100.00%	209,480.09	100.00%
其中：有息债务	124,406.02	59.68%	111,893.43	53.41%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

截至2014年末，公司对外融资本息合计116,277.04万元，将在2015-2018年间逐渐偿还。考虑到，2014年末公司持有的现金及现金等价物多达52,406.58万元，同时经营活动现金大幅净流入，公司流动性风险较低。由于本期债券到期，2017年公司需偿还的对外融资金额较大，面临着一定的偿债压力。

表 11 截至 2014 年 12 月 31 日公司对外融资本息偿付安排（单位：万元）

年度	对外本息偿还金额
2015 年	72,000
2016 年	5,000
2017 年	55,000
2018 年	1,500

资料来源：公司提供

2014年末，公司资产负债率为50.78%，同比减少3.78个百分点，流动比率同比略微下降，速动比率同比出现一定幅度的上升，EBITDA利息保障倍数为4.99，同比小幅下降，主要原因系2014年公司短期借款大幅增加使得利息支出大幅增加，总体来看，公司偿债能力指标变化不大。

表 12 2013-2014 年公司偿债能力指标

指标名称	2014 年	2013 年
资产负债率	50.78%	54.65%
流动比率	1.51	1.53

速动比率	0.74	0.67
EBITDA（万元）	51,725.49	47,335.67
EBITDA 利息保障倍数	4.99	5.25

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

六、评级结论

跟踪期内，公司主要种子产品市场占有率和品牌知名度较高，市场地位稳固；公司削减了低毛利率的延伸业务，买断“袁隆平冠名权及肖像权”，增加了研发投入，通过审定的种子品种增加，有助于长远发展；公司经营活动现金大幅净流入，同时持有的现金及现金等价物较多，流动性风险低；公司启动了拟募集不超过30.77亿元发展资金的非公开增发方案，若该方案能顺利实施，公司实际控制人将变更为中信集团有限公司，资产负债率将大幅降低，偿债能力将得到提升。

同时，我们关注到，种子行业集中度低、库存高、市场竞争激烈的局面仍未改变；公司资产中应收账款、存货（主要为种子）和其他应收款规模较大，发生减值的风险较高；公司应收周转天数、存货周转天数及总资产周转天数同比上升，资产运营效率下降；安徽蚌埠地区稻瘟病事件可能导致公司未来需支付一定的救助款，除此之外还可能损害公司声誉，影响以后其他种子的销量。

基于以上情况，经综合评定，鹏元维持公司主体长期信用等级AA，维持本期债券信用等级AA，评级展望维持为稳定。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2011 年
货币资金	56,988.01	57,862.10	43,380.07
交易性金融资产	276.46	1,105.39	1,202.78
应收票据	5.00	0.00	535.00
应收账款	25,969.15	16,527.57	14,501.12
预付款项	11,917.60	9,578.39	10,031.50
应收股利	0.00	0.00	128.00
其他应收款	18,449.90	15,096.92	7,618.93
存货	120,154.71	134,341.97	139,627.98
其他流动资产	1,905.21	3,529.82	15,045.65
流动资产合计	235,666.05	238,042.16	232,071.02
可供出售的金融资产	12,386.46	12,725.12	0.00
长期股权投资	23,705.20	16,746.36	16,430.61
固定资产净额	64,084.02	61,774.56	56,466.15
工程物资	0.00	9.56	9.34
在建工程	13,440.34	10,648.45	13,529.36
无形资产	39,063.07	24,469.57	26,947.81
开发支出	14,440.40	10,386.15	7,023.17
商誉	758.50	758.50	758.50
长期待摊费用（递延资产）	4,466.04	4,479.54	2,715.96
递延所得税资产	0.00	0.00	396.32
其他非流动资产	2,512.31	3,238.02	2,817.23
非流动资产合计	174,856.33	145,235.83	127,094.43
资 产 总 计	410,522.38	383,277.98	359,165.45
短期借款	64,777.04	48,075.50	32,650.00
应付票据	8,470.00	11,290.00	5,020.00
应付账款	30,301.31	33,632.27	38,643.07
预收款项	23,020.97	26,885.58	34,814.96
应付职工薪酬	6,677.52	8,277.53	10,204.61
应交税费	101.46	467.44	1,534.84
应付利息	2,612.76	2,605.58	2,582.59
应付股利（应付利润）	1,868.73	6,670.15	158.66
其他应付款	16,975.32	16,152.86	15,587.15
一年内到期的非流动负债	1,600.00	1,400.00	0.00
流动负债合计	156,405.11	155,456.91	141,195.88

长期借款	4,900.00	6,600.00	6,500.00
应付债券	44,658.98	44,527.93	44,396.87
递延收益	2,505.22	2,895.26	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	2,982.78
非流动负债合计	52,064.20	54,023.19	53,879.66
负 债 合 计	208,469.31	209,480.09	195,075.53
实收资本（股本）	99,610.00	49,805.00	41,580.00
资本公积	3,867.36	51,257.48	35,098.33
其他综合收益	-445.73	-436.26	0.00
盈余公积	8,474.92	8,248.69	6,489.68
未分配利润	79,879.25	49,133.50	39,208.53
外币报表折算差额	0.00	0.00	-269.31
归属于母公司所有者权益合计	191,385.80	158,008.41	122,107.22
少数股东权益	10,667.26	15,789.48	41,982.69
所有者权益合计	202,053.06	173,797.89	164,089.92
负债和所有者权益总计	410,522.38	383,277.98	359,165.45

资料来源：公司审计报告

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
一、营业收入	181,542.49	188,471.63	170,530.98
减：营业成本总成本	161,555.10	169,410.51	159,543.56
其中：营业成本	115,388.47	124,363.62	114,270.11
营业税金及附加	54.15	58.83	111.58
销售费用	14,647.23	14,028.82	13,406.78
管理费用	17,019.68	16,158.46	19,097.54
财务费用	9,968.23	8,989.52	8,094.90
资产减值损失	4,477.35	5,811.26	4,562.64
其他经营收益	0.00	0.00	11,637.10
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）	94.49	-15.68	-41.91
投资收益（损失以“－”号填列）	3,533.32	8,027.86	11,679.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-294.20	-375.51	581.88
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	23,615.20	27,073.30	22,624.52
加：营业外收入	10,485.44	6,228.52	7,960.11
减：营业外支出	1,513.06	2,321.43	1,847.43
其中：非流动资产处置损失	167.44	120.47	381.87
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	32,587.57	30,980.39	28,737.20
减：所得税费用	4.04	649.46	518.21
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	32,583.54	30,330.93	28,218.98
减：少数股东损益	-3,618.57	11,703.25	11,112.98
五、归属于母公司所有者的净利润	36,202.11	18,627.68	17,106.00

资料来源：公司审计报告

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 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	169,796.17	182,012.87	177,875.33
收到的税费返还	1,042.34	781.58	611.03
收到其他与经营活动有关的现金	8,524.57	7,860.74	12,404.59
经营活动现金流入小计	179,363.09	190,655.19	190,890.95
购买商品、接受劳务支付的现金	108,791.87	122,818.82	132,080.67
支付给职工以及为职工支付的现金	18,788.42	17,345.14	13,856.39
支付的各项税费	916.98	2,659.23	2,928.87
支付其他与经营活动有关的现金	23,256.38	23,139.92	21,091.33
经营活动现金流出小计	151,753.65	165,963.11	169,957.26
经营活动产生的现金流量净额	27,609.43	24,692.07	20,933.69
二、投资活动产生的现金流量：	-	-	-
收回投资收到的现金	8,324.61	0.00	17,402.62
取得投资收益收到的现金	403.95	1,523.46	2,322.90
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	3,404.91	1,567.77	76.75
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	8,185.51	2.11
收到其他与投资活动有关的现金	6,629.00	13,000.00	1,800.00
投资活动现金流入小计	18,762.47	24,276.74	21,604.38
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	28,836.26	23,880.64	33,597.72
投资支付的现金	13,075.37	12,700.83	1,831.66
支付其他与投资活动有关的现金	151.28	0.00	14,011.69
投资活动现金流出小计	42,062.91	36,581.47	49,441.07
投资活动产生的现金流量净额	-23,300.44	-12,304.72	-27,836.70
三、筹资活动产生的现金流量：	-	-	-
吸收投资收到的现金	0.00	838.43	5,026.40
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	838.43	5,026.40
取得借款收到的现金	102,116.00	63,075.50	115,690.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	44,298.10
收到其他与筹资活动有关的现金	2,711.57	0.00	989.78
筹资活动现金流入小计	104,827.57	63,913.93	166,004.28
偿还债务支付的现金	86,918.00	46,150.00	150,660.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	20,353.97	19,879.72	13,643.95

其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	4,801.41	4,620.84	5,270.45
支付其他与筹资活动有关的现金	583.00	0.00	1,045.10
筹资活动现金流出小计	107,854.97	66,029.72	165,349.05
筹资活动产生的现金流量净额	-3,027.40	-2,115.78	655.23
四、汇率变动对现金的影响	-1.13	-166.01	-13.33
五、现金及现金等价物净增加额	1,280.46	10,105.56	-6,261.11

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
净利润	32,583.54	30,330.93	28,218.98
加：资产减值准备	4,477.35	5,811.26	4,830.09
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5,260.07	4,584.64	2,725.66
无形资产摊销	2,943.06	2,200.05	2,008.58
长期待摊费用摊销	910.29	548.71	470.79
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-850.56	-985.00	252.93
公允价值变动损失	-94.49	15.68	41.91
财务费用	10,024.50	9,021.88	8,629.65
投资损失	-3,533.32	-8,027.86	-11,679.00
递延所得税资产减少	0.00	396.32	0.00
存货的减少	11,282.71	-1,947.91	-39,750.41
经营性应收项目的减少	-15,491.60	-11,963.30	-740.66
经营性应付项目的增加	-19,902.11	-5,293.34	25,925.17
经营活动产生的现金流量净额	27,609.43	24,692.07	20,933.69
现金的期末余额	52,406.58	51,126.12	41,020.55
减：现金的期初余额	51,126.12	41,020.55	47,281.66
现金及现金等价物净增加额	1,280.46	10,105.56	-6,261.11

资料来源：公司审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2014 年	2013 年	2012 年
应收账款周转天数	42.14	29.63	31.60
存货周转天数	397.00	396.54	272.18
应付账款周转天数	99.73	104.61	70.96
净营业周期	339.40	321.56	232.82
流动资产周转天数	469.68	448.98	458.31
固定资产周转天数	124.79	112.93	106.47
总资产周转天数	787.06	709.07	564.78
综合毛利率	36.44%	34.01%	32.99%
期间费用率	22.93%	20.79%	23.81%
营业利润率	13.01%	14.36%	13.27%
总资产回报率	10.74%	10.78%	11.37%
净资产收益率	17.34%	17.95%	18.65%
资产负债率	50.78%	54.65%	54.31%
流动比率	1.51	1.53	1.64
速动比率	0.74	0.67	0.65
EBITDA（万元）	51,725.49	47,335.67	42,571.87
EBITDA 利息保障倍数	4.99	5.25	4.93
有息债务（万元）	124,406.02	111,893.43	88,566.87

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录五 截至2014年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
湖南隆平种业有限公司	10,000	100.00%	农作物种子（不含棉花种子）的研发、加工、包装、销售
安徽隆平高科种业有限公司	10,000	100.00%	农作物种子、种苗的培育、繁殖、推广和销售
世兴科技创业投资有限公司	7,000	100.00%	资产管理；投资管理；投资咨询；技术推广；项目投资
湖南亚华种子有限公司	3,000	100.00%	农作物种子的研发；水稻、油菜种子的生产
湖南隆平高科亚华棉油种子有限公司	3,000	100.00%	杂交稻及其亲本种子、油菜种子、棉花种子的加工、包装、批发、零售
甘肃隆平高科种业有限公司	3,000	100.00%	玉米杂交种的生产、加工；主要农作物种子的批发零售；
隆平高科菲律宾研发中心	160 万美元	100.00%	杂交水稻的研发
湖南隆平高科农业投资有限公司	1000	100.00%	现代农业项目、土地开发的投资；投资管理及咨询
三亚隆平高科南繁基地有限公司	800	100.00%	科研基地科研、办公、生活设施建设与管理，主要农作物科研、亲本繁殖、种子生产、技术服务，科研副产品销售
湖南亚华种业科学研究院	200	100.00%	农作物新品种、新组合、亲本材料的选育、引进、开发推广，种用物资的综合开发；提供与种业有关的技术交流、咨询与培训服务。
湖南隆平高科种业科学研究院有限公司	10,000	100.00%	种业的科学研究；不再分装的种子销售；种子质量检测技术、农业技术的研究、开发及应用、推广服务
湖南隆平高科种粮专业合作联社	100.1	97.57%	组织采购、供应成员水稻产业化生产所需的农业生产资料，农业机械化施工服务
隆平高科印尼有限公司	200 万美元	95.00%	杂交水稻种子育种制种
湖南农威科技有限责任公司	3,508	80.90%	研究、开发稀土农应用技术、生物技术、肥料、农业机械、精细化工并提供科研成果转让、技术咨询服务
四川隆平高科种业有限公司	3,000	80.00%	生产杂交水稻、杂交玉米、油菜、小麦、花生
湖南湘研种业有限公司	3,000	80.00%	辣椒、西瓜种子的生产
上海隆平农业生物技术有限公司	1,000	80.00%	农业生物专业领域内的技术开发、技术转让、技术服务、技术咨询、技术培训、技术承包、技术中介、技术入股
湖南省隆平培训中心	50	80.00%	农业技术指导员、肥料配方师和农作物种子加工员等职业技能培训。
湖南隆平杂交水稻基因科技有限公司	1,000	77.335%	生物基因及产品的研究、开发、生产和销售，基因产品开发有关仪器、设备的生产、销售

湖南隆平高科非洲农业发展有限公司	500	75.00%	农业技术开发、交流、转让、咨询、推广服务；农产品初加工、销售；农业机械租赁；自营和代理各类商品技术的进出口
湖南隆平高科蔬菜产业有限公司	1,000	80.10%	蔬菜、水果的种植、销售。
湖南优质超级稻开发有限公司	500	65.00%	优质超级稻品种的研究、开发
新疆隆平高科红安种业有限公司	10,000	63.69%	各类农作物种子的销售及辣椒种子的生产与销售
隆平高科种业（美国）有限责任公司	211 万美元	100.00%	玉米育种
隆平米业高科技股份有限公司	2,000	66.00%	从事大米加工、销售

资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/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
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×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	（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%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	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
	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	（流动资产合计-存货）/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。