

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字 [2017]003 号

广东海印集团股份有限公司：

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司及发行的“海印转债”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，确定上调贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时上调“海印转债”的信用等级为 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司
二零一七年二月二十三日



信用等级公告

东方金诚债跟踪评字 [2017]003 号

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对广东海印集团股份有限公司及其发行的“海印转债”信用状况进行了不定期跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，确定上调广东海印集团股份有限公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；同时上调“海印转债”信用等级为 AA。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一七年二月二十三日



信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与广东海印集团股份有限公司构成委托关系外，东方金诚、评估人员与广东海印集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚工商企业信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因广东海印集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由广东海印集团股份有限公司提供，东方金诚不保证引用资料的真实性及完整性。
- 本次评级的信用等级有效期至广东海印集团股份有限公司 2015 年可转换公司债券本息的约定偿付日止；根据跟踪评级情况，在有效期内信用等级有可能发生变化。

东方金诚国际信用评估有限公司
2017 年 2 月 23 日



广东海印集团股份有限公司

主体及“海印转债”2017年度不定期跟踪评级报告

报告编号：东方金诚债跟踪评字【2017】003号

本次跟踪评级

主体信用等级：AA
评级展望：稳定
债券信用等级：AA
评级时间：2017年2月23日

上次评级

主体信用等级：AA-
评级展望：稳定
债券信用等级：AA-
评级时间：2016年8月5日

债券概况

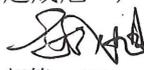
债券简称：“海印转债”
发行额度：11.11亿元
债券存续期：2016年6月8日至2022年6月8日
增信措施：广州海印实业集团有限公司提供无条件不可撤销的连带责任保证担保

评级小组负责人

葛新景 

评级小组成员

赵成旭 卢洲

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街
83号德胜国际中心B座7层
100088

评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）认为，广东海印集团股份有限公司（以下简称“海印股份”或“公司”）公司商品交易市场运营经验丰富，出租市场规模较大且业态较多元，在广州市商品交易市场经营领域保持较强的竞争优势；跟踪期内，公司所运营的商品交易市场出租率较高，租金收入较为稳定，毛利率保持较高水平；公司在建房地产项目未来可售面积较大，为房地产业务持续发展提供了有力支撑；金融和文娱等其他业务收入规模增加，成为公司收入及利润的重要补充；2016年以来，公司通过并购及合作等方式不断拓展市场规模，商品交易市场运营能力不断提升。

同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，公司房地产在建项目投资规模较大，未来面临一定的资金压力；公司债务规模持续增长，债务结构以长期有息债务为主。

综合考虑，东方金诚上调海印股份主体信用等级为AA，评级展望为稳定；并上调“海印转债”信用等级为AA。

评次跟踪评级

主体信用等级：AA
评级展望：稳定
债券信用等级：AA
评级时间：2017年2月23日

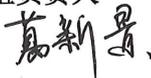
上次评级

主体信用等级：AA-
评级展望：稳定
债券信用等级：AA-
评级时间：2016年8月5日

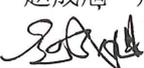
债券概况

债券简称：“海印转债”
发行额度：11.11亿元
债券存续期：2016年6月8日至2022年6月8日
增信措施：广州海印实业集团有限公司提供无条件不可撤销的连带责任保证担保

评级小组负责人

葛新景 

评级小组成员

赵成旭 卢洲  

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街
83号德胜国际中心B座7层
100088

主要数据和指标

项 目	2013年	2014年	2015年	2016年 1~9月
资产总额（亿元）	49.29	68.06	77.32	97.23
所有者权益（亿元）	18.73	29.43	29.02	32.78
全部债务（亿元）	25.04	32.94	39.08	58.34
营业收入（亿元）	21.19	19.19	16.52	14.20
利润总额（亿元）	5.29	4.33	3.03	2.37
EBITDA（亿元）	7.38	7.00	5.65	-
营业利润率（%）	37.65	35.17	34.51	37.09
净资产收益率（%）	20.35	12.96	7.12	-
资产负债率（%）	62.00	56.76	62.47	66.29
全部债务资本化比率（%）	57.20	52.81	57.39	64.03
流动比率（%）	117.76	325.49	183.09	268.51
全部债务/EBITDA（倍）	3.39	4.70	6.92	-
EBITDA 利息倍数（倍）	6.53	3.07	2.38	-
EBITDA/本期发债额度 ¹ （倍）	0.66	0.63	0.51	-

注：表中数据来自公司2013年~2015年经审计的合并财务报告及2016年1~9月未经审计的合并财务报告。

优势

- 公司商品交易市场运营经验丰富，出租市场规模较大且业态较多元，在广州市商品交易市场经营领域保持较强的竞争优势；
- 跟踪期内，公司所运营的商品交易市场出租率较高，租金收入较为稳定，毛利率保持较高水平；
- 公司在建房地产项目未来可售面积较大，为房地产业务持续发展提供了有力支撑；
- 金融和文娱等其他业务收入规模增加，成为公司收入及利润的重要补充；
- 2016年以来，公司通过并购及合作等方式不断拓展市场规模，商品交易市场运营能力不断提升。

关注

- 跟踪期内，公司房地产在建项目投资规模较大，未来面临一定的资金压力；
- 公司债务规模持续增长，债务结构以长期有息债务为主。

¹ 本期发债额度按11.11亿元计算。

跟踪评级原因

2016年1~9月，公司业务稳健发展，所运营的商品交易市场出租率较高，租金收入较为稳定，金融和文娱业务逐渐形成规模。同时，2016年公司通过并购及合作等方式不断拓展市场规模，商品交易市场运营能力不断提升。东方金诚依据公司提供的2016年1~9月未经审计的财务报表以及相关经营数据，启动本次不定期跟踪评级。

发债主体信用状况

广东海印集团股份有限公司（以下简称“海印股份”或“公司”）主营业务涵盖物业出租、百货、房地产和酒店等领域。公司控股股东为广州海印实业集团有限公司（以下简称“海印集团”），实际控制人为自然人邵建明、邵建佳和邵建聪。公司最早于1998年10月，以原名茂名永业（集团）股份有限公司在深交所挂牌上市，2010年8月更为现名。公司作为商品交易市场运营为主业的上市企业，出租市场规模较大且业态较多元，多年来运营市场出租率保持较高水平。2016年1~9月，公司实现营业收入14.20亿元，利润总额2.37亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

“海印转债”于2016年6月发行，发行金额11.11亿元，期限为6年，主体及债项初始级别为AA-，主体展望为稳定。2016年8月，东方金诚维持公司主体AA-的信用等级，维持“海印转债”信用等级为AA-。

“海印转债”实际募集资金10.91亿元，截至2016年末，公司累计将1.82万元“海印转债”转换成公司股票，转股数量为3458股。截至2017年1月末，根据募集资金用途已使用约0.8亿元于上海周浦镇商业综合体项目，约9.96亿元尚未使用。

海印集团对“海印转债”的本息偿付提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

业务运营

跟踪期内，金融及文娱等业务的发展使得公司收入及利润企稳回升，毛利率保持在较高水平

截至2016年9月末，公司主营业务包括交易市场出租及管理、百货、房地产开发及其他等业务。跟踪期内金融、文娱等其他业务逐步形成规模，收入及利润企稳回升。

2016年1~9月，公司完成收入14.20亿元，毛利润达5.70亿元，毛利率为40.16%，较2015年全年提高0.69个百分点。其中，主营业务中的交易市场出租及管理业务、百货业务收入基本稳定，房地产业务收入有所增长，其他业务中的金融及酒店收入达1.97亿元，毛利润1.38亿元，对公司收入及利润增长贡献明显。

2013年~2015年，公司营业收入分别为21.19亿元、19.19亿元和16.52亿元。其中，2014年及2015年营业收入下降主要是公司调整业务结构，先后剥离炭黑和高岭土业务²所致。

从收入构成来看，公司主营业务收入主要来自交易市场出租及管理业务、百货业务和房地产开发业务，2015年上述三类业务收入占营业务收入比重分别为49.07%、32.23%和13.34%。其他业务主要包括酒店、金融等，随着炭黑和高岭土业务的剥离其收入占比相对较低；其中，金融业务是公司2015年出资2.95亿元收购广东商联支付网络技术有限公司（以下简称“商联支付”）71%股权后新增的业务。

表 1：2013 年~2015 年及 2016 年 1~9 月公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

项目	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1~9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
交易市场出租及管理	7.81	36.84	8.14	42.43	8.11	49.07	6.06	42.72
百货业	3.74	17.67	4.81	25.06	5.33	32.23	3.88	27.34
房地产	3.89	18.36	3.10	16.15	2.20	13.34	2.28	16.07
其他业务	5.75	27.13	3.14	16.36	0.89	5.37	1.97	13.86
合计	21.19	100.00	19.19	100.00	16.52	100.00	14.20	100.00
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
交易市场出租及管理	4.43	56.75	4.45	54.72	3.97	48.94	2.64	43.61
百货业	0.43	11.48	0.58	11.99	0.75	14.14	0.53	13.70
房地产	2.58	66.32	1.82	58.62	1.17	52.87	1.14	50.00
其他业务	1.58	27.52	0.79	25.04	0.64	71.68	1.38	70.33
合计	9.02	42.58	7.63	39.79	6.52	39.47	5.70	40.16

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

交易市场出租及管理

公司交易市场出租及管理业务运营主体是本部及其下属子公司。

公司商品交易市场运营经验丰富，出租市场规模较大，业态较多元，项目集中分布于广州市内及周边，在广州市商品交易市场经营领域保持较强的竞争优势

公司是专业的商品交易市场运营商，具有近 20 年的运营经验，在项目寻源、规划定位、招商选商到市场运营及管理等方面已形成了成熟的运作模式。公司运营项目主要位于广东省广州市内及周边城市，区域集中度较高。

公司通过租入成熟市场和自行建设两种方式来获取项目，由此公司运营的商品交易市场分为租赁和自有两类。租赁市场方面，公司所租入的市场多为成熟物业，

² 2013 年 5 月，公司剥离炭黑业务同时引入酒店业务，将茂名炭黑 100%股权及债权置换海印集团持有的广州总统大酒店有限公司 100%股权及债权；2014 年 11 月，公司与海印集团签署了《北海高岭科技有限公司股权转让及债权转让协议》，将所持有的子公司北海高岭科技有限公司 100%股权及债权转让给海印集团，退出了高岭土业务。

租期较长³，获得经营权后，待装修及招商工作完成后以产生的租金收入获取回报，公司目前运营项目租入平均成本为 95.45 元/每月/平方米。同时，公司与租户签订的租赁合约期限一般为 2~3 年，初始租金相对较低，但以每年 5%~10% 的幅度增加。自有市场方面，公司主要通过购入土地后建设集大型超市、购物中心、五星级酒店和酒店式公寓为一体的综合型物业，建成后通过收取租金获取回报。

公司运营的项目大部分位于广州市内，以专业市场、主题商场、购物中心和城市综合体四种业态为主，出租的营业总面积为 43.59 万平方米，总体规模较大。公司运营中的交易市场分布于大沙头、英雄广场、北京路等广州市的核心商圈，所在区域商业氛围较好，在广州市具有较强的市场影响力。

跟踪期内，公司运营的商品交易市场出租率较高，租金收入较为稳定，毛利率保持较高水平

2016 年 1~9 月，公司交易市场出租及管理业务收入 6.06 亿元，毛利润 2.64 亿元，毛利率达 43.61%，受部分租入的商品交易市场到期及物业翻修等原因，业务成本有所上升，但毛利率仍在保持较高水平。

2013 年~2015 年，公司交易市场出租及管理业务收入分别为 7.81 亿元、8.14 亿元和 8.11 亿元；毛利润分别为 4.43 亿元、4.45 亿元和 3.97 亿元；毛利率分别为 56.75%、54.72% 和 48.94%。

截至 2016 年 9 月末，公司运营的市场出租率为 89.93%，租入市场的平均成本租金为 95.45 元/每月·平方米，成本较低，但公司部分租入的商品交易市场将集中于三年内到期，租入成本租金面临一定上升压力。具体出租情况如下表所示。

表 2：截至 2016 年 9 月末公司运营的交易市场情况

单位：平方米，元/每月/平方米，%

业态模式	物业名称	经营范围	所在区商圈	营业面积	承租合约到期日	租入成本租金	三季度平均租金	租金年增长率	出租率	自有/租赁市场
主题商场	电器总汇	家用电器	越秀区东湖路	8598	2020-4	124.63	248.41	5~10	81.60	租赁
	海印广场	电器、办公用品等	越秀区大沙头路	12566	2018-12	45.42	172.61	5	78.48	租赁
	流行前线	流行时尚产品	越秀区较场西路	16683	2023-6	124.70	400.78	5	92.76	租赁
	布料总汇	服装、家居	越秀区沿江东路	5202	2019-5	50.68	332.37	5	95.44	租赁
	布艺总汇	服装、家居	越秀区沿江东路	2858	2021-5	227.43	354.68	4	87.24	租赁
	东川名店	购物、餐饮	越秀区东川路	7534	2016-9	126.06	273.81	5	97.00	租赁
	潮楼	潮流商品、餐饮	越秀区北京路	9333	2020-5	295.35	456.37	5~10	99.10	租赁
	自由闲	时尚服饰	越秀区中山三路	3588	2020-12	50.33	113.96	5	89.93	租赁
	总统数码港	数码产品	天河区天河路	10318	2018-10	65.00	333.97	0~5	93.80	租赁
	潮楼百货	购物、餐饮	黄埔大沙西路	13976	2019-12	139.53	188.76	5	98.05	租赁
	摄影城	摄影器材及服务	越秀区东华南路	3366	2019-9	48.12	330.84	10	83.60	租赁
	桂闲城	家居、布艺	佛山市南海区平西大道	25413	2030-12	3.77	71.26	10	74.20	租赁

³ 公司一般与出租方签订 10 年以上的租赁合约，租赁成本以每年 3% 左右的幅度增加。

专业市场	少年坊	女性服装	越秀区一德路	20000	2026-12	14.58	394.43	5~10	100.00	租赁
	缤缤广场	高档商品、名牌服饰	越秀区起义路	36000	2019-9	40.00	194.10	0~3	75.39	租赁
	展贸城	名车城（一期）	番禺区化龙镇展贸东路	20926	2038-1	123.66	14.90	0~2	38.09	租赁
	粮油城	茶叶、粮油批发	海珠区南洲路	20559	2025-12	32.60	65.72	5	96.15	租赁
购物中心	商展中心	高档商品、服饰	白云区万达商圈	15414	自有物业	-	126.97	0~3	83.51	自有
	中华广场	数码、购物、餐饮	越秀区中山三路	63484	2023-7	210.28	220.41	3~5	98.00	租赁
	海印又一城商场	购物中心	番禺区番禺大道北	94543	2027-4	48.76	96.12	0~5	99.00	租赁
综合体	番禺休闲	商住、超级市场、酒店	番禺区南村镇	22867	自有物业	-	37.86	3%-4%	100.00	自有
合计	-	-	-	435871	-	95.45	174.37	-	89.83	-

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

从自有和租赁市场比例来看，截至 2016 年 9 月末，公司租赁和自有市场的营业面积占比分别为 91.22% 和 8.78%，以租赁市场为主。其中，城市综合体为自有物业，主题商场、专业市场和购物中心以租赁市场为主。

截至 2016 年 9 月末，公司尚未达到运营状态的交易市场为上海海印·周浦滨水新天地项目、广州国际商品展贸城 A 区项目和上海海印·又一城项目（具体见表 3）。此外，2016 年 7 月及 9 月新签的“中华美食城”项目和收购的“友利创意产业园”项目并未纳入公司三季度报表。随着上述项目的投入运营，预计公司交易市场出租业务收入及利润将有所增长。

表 3：截至 2016 年 9 月末公司尚未正式运营的商品交易市场项目情况

单位：平方米

项目名称	营业面积	营业范围	物业性质	项目进度	预计出租时间 ⁴
上海海印·周浦滨水新天地	45857.90	商业	租赁物业	前期阶段	2015 年 12 月
国际展贸城 A 区	77988.60	商业	租赁物业	建设阶段	2015 年 12 月
上海海印·又一城	32240.79	商业	自有物业	建设阶段	2018 年

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

公司通过并购及合作等方式提高自身交易市场运营能力、拓展运营市场规模，并购标的及合作内容与自身主营业务有较强协同作用，预计未来营业收入及利润将有所增长

2016 年，公司积极通过合作并购等方式来提高自身交易市场运营能力、拓展运营市场规模。并购方面，2016 年 1 月，公司出资 1.9 亿元收购广东东缙置业有限公司（以下简称“东缙置业”）80% 股权，旨在打造“专业市场智能仓储物流配

⁴ 截至 2016 年 6 月末，上海海印·周浦滨水新天地和国际展贸城 A 区项目有小部分已投入运营，进驻商户数量很少，整体仍处于前期建设招商阶段。

⁵ 国际展贸城项目为公司 2014 年 6 月非公开发行股票的募投项目，A 区为其子项目。

送中心+专业市场末端配送平台模式”来增强市场运营能力；2016年7月，公司与广州市金科物业租赁有限公司签订《关于“中华美食城”的租赁协议》，此次新增租入市场项目“中华美食城”营业面积约12.24万平方米，整体租期20年，涉及投资金额14.57亿元，将拓展公司的交易市场运营规模及运营内容。2016年8月，公司与广州市华慰蓝新能源科技发展有限公司共同发展新能源汽车运营项目，意在探索交易市场配套的物流车辆租赁及相关服务，拓展公司交易市场运营业务的末端服务。2016年9月，公司收购了广州市番禺区友利玩具有限公司⁶100%股权，收购完成后公司将运营收购标的所拥有的“友利创意产业园”，公司主业运营业态得到丰富，并有利于公司电子商务业务发展。

合作方面，2016年9月和2016年12月，公司先后与中国联合网络通信有限公司、韶关金财投资集团有限公司签署《战略合作框架协议》，将与上述公司在专业市场运营及数据运用、深入粤北市场、拓展业务区域等方面开展合作。2017年2月6日与罗定市达里雅仓储服务有限公司签订《合作框架协议》，公司拟出资不超过3.3亿元用于收购配套仓储物业及开展后续业务运营。

总的来看，公司收购标的及合作内容与公司主营业务有较强协同作用，符合公司“商业+文娱+金融”的发展战略，预计未来营业收入及利润将有所增长，但仍存在一定不确定性。

百货业务

公司百货业务运营主体主要为控股子公司广东海印又一城商务有限公司（以下简称“海印商务”）。

跟踪期内，公司百货业务收入和利润保持增长，为公司收益的重要补充

2016年1~9月，公司百货业务收入为3.88亿元、毛利润0.53亿元。公司百货业务收入和毛利润逐年保持增长，已成为公司收益的重要补充。

公司百货业务收入来自奥特莱斯商场（以下简称“奥莱商场”）的经营。截至2016年9月末，奥莱商场经营面积为9.52万平方米，出租率为99.20%。奥莱商场为华南地区最大的奢侈品汇集中心，引进了Gucci、Armani、Burberry等25家国际知名奢侈品牌，并配以餐饮、娱乐、休闲等业态。

公司奥莱商场的经营模式主要为联营模式，以联营的方式按商户营业额的10%左右分成，对该商场的租户不收取租金。

房地产开发业务

公司房地产开发业务以商业综合体及写字楼为主、配套少量住宅物业，运营主体为本部及其下属项目公司。

⁶ 该公司在番禺区市桥镇拥有面积1.97万平方米的土地使用权，地块上已建项目为“友利创意产业园”，园区总建筑面积5.40万平方米，园区内入驻多为电商企业；2015年末，该公司总资产为1.65亿元，净资产为0.41亿元；2015年该公司未经审计营业收入达0.24亿元，净利润-0.04亿元。

公司房地产开发业务主要位于广州市及周边区域，以商业综合体及写字楼为主，跟踪期内合同销售规模仍较小，但毛利率水平较高

公司房地产开发业务主要位于广州市及周边区域，以广东省内肇庆市、茂名市等四线城市为主，2015年获得上海地块后，逐步向上海市场发展。

2016年1~9月，公司房地产开发业务收入为2.28亿元、毛利润为1.14亿元、毛利率为50.00%，有所下降，但仍处较高水平。

截至2016年9月末，除茂名“森邻四季”为纯住宅项目外，公司所开发的房地产项目均为商办型物业，普遍需要1~2年的市场培育期，并且在售项目主要分布在四线城市，近年销售进度较慢。

考虑到公司在建商业项目位于广州市周边，主要作为承接专业市场转移的作用，并且公司近些年结合自身资金情况灵活控制在建项目的开发投资进度，总的来看房地产业务风险可控。具体经营情况见下表：

表4：2013年~2015年及2016年1~9月公司房地产开发业务主要经营数据

单位：万平方米、万元、元/平方米

项目	2013年	2014年	2015年	2016年1~9月
1、总计				
合同销售面积	2.92	2.01	2.29	2.81
合同销售金额	21086.16	20213.36	20163.74	23404.23
销售均价	7221.29	10056.4	8805.13	8328.91
2、商业物业和住宅物业				
合同销售面积（商业物业）	2.86	1.64	0.90	1.04
合同销售金额（商业物业）	20664.69	17798.98	13901.30	15284.41
平均售价（商业物业）	7225.42	10853.04	15445.89	14634.2
合同销售面积（住宅物业）	0.06	0.37	1.39	1.66
合同销售金额（住宅物业）	421.47	2414.38	6262.44	7766.27
平均售价（住宅物业）	7024.50	6525.35	4505.35	4668.98

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

公司在建房地产项目均为商业办公楼，未来可售面积较大，为房地产业务持续发展提供有力支撑；在建项目投资规模较大，未来仍存在较大的资金压力

截至2016年9月末，公司房地产在建项目共计7个，均为商办类项目。主要位于肇庆市、茂名市、上海市及珠海市等地，总规划建筑面积186.87万平方米，可售面积129.30万平方米，在建项目总体施工进度已达32.32%，部分在建项目已进行开盘销售。

公司在建项目楼面地价平均为842.12元/平方米，土地成本相对较低。截至2016年9月末，公司在建项目已售合同金额为3.82亿元，预售部分平均售价为5059.60元/平方米，结合较低的土地成本，公司在建项目未来利润空间较大。

公司在建项目预计总投资额90.31亿元，截至2016年9月末已累计投入29.19亿元，尚需投资额为61.11亿元。公司在建项目房地产项目投资规模较大，后续仍存在一定的资本支出压力。

表 5：截至 2016 年 9 月末公司在建项目情况

单位：亿元、元/平方米、万平方米

项目名称	地理位置	预计竣工时间	总投资额	累计已投资额	楼面地价	可售面积	已售面积	合同销售金额
肇庆大旺海印又一城	肇庆高新区迎宾大道东面地段	-	26.30	9.41	303.66	50.00	5.76	3.06
肇庆鼎湖海印又一城	肇庆市鼎湖区广利办院主一	-	8.30	3.18	576.97	9.00	0.13	0.07
茂名“森邻四季”	茂名市茂南区西城西路 8 号大院	-	20.90	6.15	640.00	50.00	1.66	0.69
上海康桥	上海市浦东新区周邓公路	2018-1	16.25	4.61	4860.73	3.50	-	-
海印新都荟·大旺站	肇庆高新区南部商务区文德八街	-	1.80	0.68	690.53	4.80	-	-
珠海海印又一城商业广场	珠海市香洲区南屏南湾大道西南侧	-	11.00	4.03	1354.65	6.00	-	-
茂名大厦	茂名市油城五路 1 号	2017-6	5.75	1.13	983.80	6.00	-	-
合计	-	-	90.31	29.19	842.12	129.30	7.55	3.82

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

其他业务

跟踪期内，公司金融及文娱等其他业务已逐渐形成规模，对公司收入及利润的回升贡献明显，将成为公司未来利润重要来源

2016 年 1~9 月，公司其他业务收入达 1.97 亿元，毛利润 1.38 亿元，毛利率达 70.33%。相关业务已逐渐形成规模，对公司收入及利润回升贡献明显。

1、金融业务

公司利用自身拥有优质商户的优势和外部迅速增长的需求，积极布局金融业务，并不断通过并购、设立子公司方式来拓展金融业务规模。

2015 年 2 月，公司出资 1.75 亿元并购广东商联支付网络技术有限公司（以下简称“商联支付”）51%股权，2015 年 11 月公司出资 1.20 亿元继续收购并增资商联支付，2015 年末公司将商联支付纳入合并报表。2015 年 8 月，公司以 4500 万元收购广州越秀海印小额贷款股份有限公司 30%股份。2016 年 9 月，公司投资设立广州海印互联网小额贷款有限公司继续完善公司金融业务布局。2016 年 12 月 21 日，公司与其他联合体牵头设立花城人寿保险股份有限公司的事项已经获得中国保险监督管理委员会的《行政许可申请材料收文回执》，后续相关审核流程仍存在一定不确定性。2015 年及 2016 年 1~9 月，公司金融业务收入分别为 0.45 亿元和 0.54 亿元，毛利率很高，分别为 82.73%和 88.99%。

2、文娱业务

公司文娱业务主要由湖南红太阳演艺有限公司（以下简称“红太阳”）负责运营，红太阳为公司打造文化娱乐业务的重要平台，文化娱乐业务的布局是为了前期辅助公司商业转型，后期带动商业发展。2015 年公司通过继续收购红太阳的股权及与北京勒泰商业管理有限公司进行合作，探索“商业+文娱”的业务格局。

2015 年 12 月，公司出资 2.06 亿元将自身对红太阳的持股比例由 38.30%提高至 75%；2016 年 9 月，公司出资 0.79 亿元完成对红太阳剩余 25%股权的收购。2016 年 9 月以来，公司先后出资 6508.43 万元、6198.50 万元和 5888.58 万元逐步完成

对原红太阳控股的昆明兰阳演艺管理有限公司等三家子公司剩余股权的收购。截至 2016 年 10 月末，公司完成对红太阳及其主要子公司的控股。

红太阳将被公司纳入 2016 年合并范围，红太阳对公司的业绩承诺 2016~2018 年合并报表下归属于母公司的净利润分别不低于 4875 万元、6050 万元和 6413 万元。2016 年 1~9 月，红太阳完成营业收入 1.13 亿元，净利润 0.42 亿元，接近承诺指标。但考虑到公司 2015 年以前未涉及文娱领域业务，文娱相关业务的运营管理、业绩预期及与公司现有业务的协同效应的稳定性尚有不稳定性。

3、酒店业务

公司酒店业务主要由广州总统大酒店有限公司、广州市番禺总统大酒店有限公司等 7 家子公司负责运营。

截至 2016 年 9 月末，公司投入运营的酒店 3 家，共拥有客房 361 间，其中总统大酒店拥有客房 215 间，肇庆鼎湖雅逸酒店 146 间。2016 年 1~9 月，公司酒店业务收入 0.30 亿元，毛利率为 47.50%。

企业管理

跟踪期内，公司在治理结构和内部管理等方面无重大变化。

财务分析

财务质量

合并范围变动方面，截至 2016 年 9 月末，公司合并范围子公司共 55 家，较 2015 年末减少 2 家。

跟踪期内，公司收入及利润趋稳回升，随着房地产在建项目的建成销售和金融及文娱业务发展，公司盈利规模有望继续增长

2016 年 1~9 月，公司营业收入为 14.20 亿元，同比增长 17.65%；营业利润率为 37.09%，利润总额为 2.37 亿元，净利润为 1.59 亿元，同比增长 24.57%。公司收入及利润趋稳回升，伴随房地产在建项目的建成销售和金融及文娱业务发展，公司盈利规模有望持续增长。同期，公司期间费用率为 25.48%，较 2015 年上升 3.08 个百分点，主要是长期借款增加导致财务费用上升以及销售费用增长所致。2016 年 1~9 月，公司投资收益 0.57 亿元，营业外收入 0.15 亿元，公司投资收益主要为权益法核算的对红太阳的投资收益、以及购买理财产品的投资收益。

2016 年 1~9 月，公司经营性净现金流、投资性净现金流和筹资活动净现金流分别为 2.02 亿元、-6.62 亿元和 16.14 亿元，公司前三季度经营活动现金流状况较为稳定，期间对外投资情况较多，投资性现金流呈净流出，对外部融资依赖程度上升。

公司资产规模有所增长，存货占比较高，相关收购造成商誉账面价值增长

2016 年 9 月末，公司资产总额为 97.23 亿元，较 2015 年末增长 25.75%，流动

资产占比为 59.39%，公司资产结构以流动资产为主。流动资产中占比较大的项目为存货和货币资金，合计占流动资产总额的 85.91%。其中，存货账面价值为 29.64 亿元占流动资产的 51.32%，较年初增长 8.18%，主要是前三季度在建开发成本增加所致；货币资金余额为 19.97 亿元，较年初增长 11.54 亿元，主要是公司长期借款增加所致。公司非流动资产较上年增长 5.42%，主要是在建工程增加 0.92 亿元以及收购东缙置业等公司当期商誉增加 1.60 亿元所致。

跟踪期内，公司所有者权益总体有所增长，资本实力持续增强，长期有息债务大幅增长，债务负担有所上升

2016 年 9 月末，公司所有者权益为 32.78 亿元，较年初增长 12.97%，资本实力有所增强，主要是 2016 年 6 月公司发行 11.11 亿元可转债中权益部分计入其他权益工具后较年初增加 2.07 亿元，以及当期未分配利润增加 1.30 亿元所致。预计伴随公司 2016 年内收购项目纳入全年合并范围，公司 2016 年全年资产规模及所有者权益将有所增长。

同期，公司负债总额为 64.45 亿元，较 2015 年末增长 33.42%，仍以非流动负债为主，非流动负债占比 66.63%。非流动负债为 42.95 亿元，较年初增加 16.41 亿元，主要是当期新增 5 笔总额为 12.38 亿元长期借款及成功发行可转债 11.11 亿元中的 6.14 亿元计入应付债券所致。2016 年前三季度末，公司流动负债 21.50 亿元，较年初减少 1.23%。其中，短期借款较年初增长 1.80 亿元，一年内到期的非流动负债增加 1.29 亿元，其他应付款减少 3.05 亿元。

截至 2016 年 9 月末，全部债务为 58.34 亿元，较 2015 年末增长 49.29%。主要是期内新增 2 亿元短期借款，12.38 亿元长期借款及成功发行可转债 11.11 亿元中的 9.14 亿元计入应付债券所致。长期有息债务占比大幅增长，在全部债务中占比 71.45%，较 2015 年末上升了 6.16 个百分点。由于公司长期债务增长较快，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 66.29% 和 64.03%，较 2015 年末分别上升 3.81 和 6.64 个百分点。

公司流动资产中货币资金大幅增加，盈利能力有所回升，整体偿债能力上升

2016 年 9 月末，公司流动比率为 268.51%，较 2015 年末上升了 85.42 个百分点，主要是流动资产中货币资金增加所致；速动比率为 130.70%，较 2015 年末上升了 73.43 个百分点。由于公司盈利能力有所回升，公司流动性明显改善，公司整体偿债能力上升。

表 6：2013 年~2015 年末及 2016 年 9 月末公司偿债能力主要指标

单位：%、倍

指标名称	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月末
流动比率	117.76	325.49	183.09	268.51
速动比率	40.17	150.29	57.27	130.70
经营现金流动负债比	6.74	25.95	16.69	-
EBITDA 利息倍数	6.53	3.07	2.38	-
全部债务/EBITDA	3.39	4.70	6.92	-

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

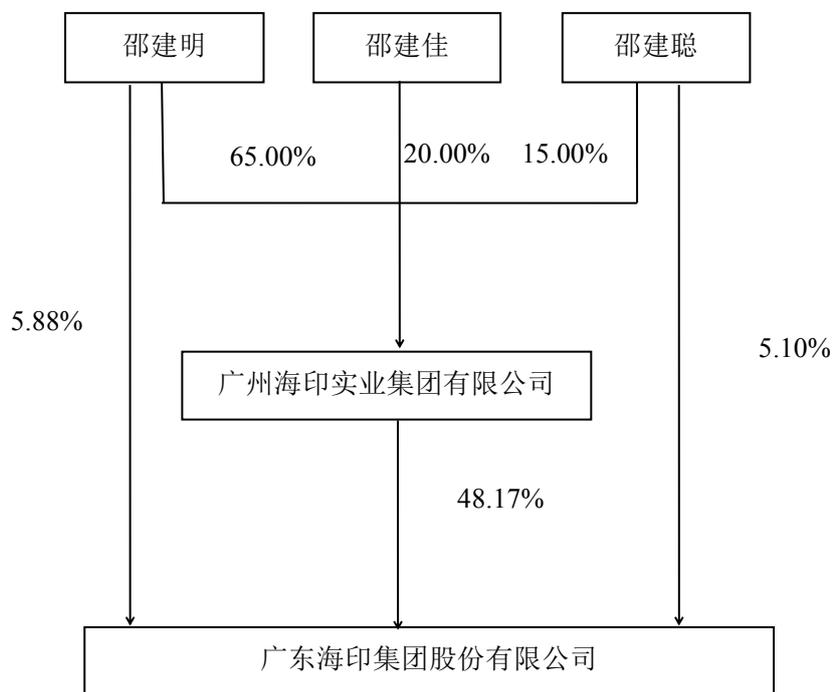
抗风险能力及结论

公司商品交易市场运营经验丰富，出租市场规模较大且业态较多元，在广州市商品交易市场经营领域保持较强的竞争优势；跟踪期内，公司所运营的商品交易市场出租率较高，租金收入较为稳定，毛利率保持较高水平；公司在建房地产项目未来可售面积较大，为房地产业务持续发展提供了有力支撑；金融和文娱等其他业务收入规模增加，成为公司收入及利润的重要补充；2016年以来，公司通过并购及合作等方式不断拓展市场规模，商品交易市场运营能力不断提升。

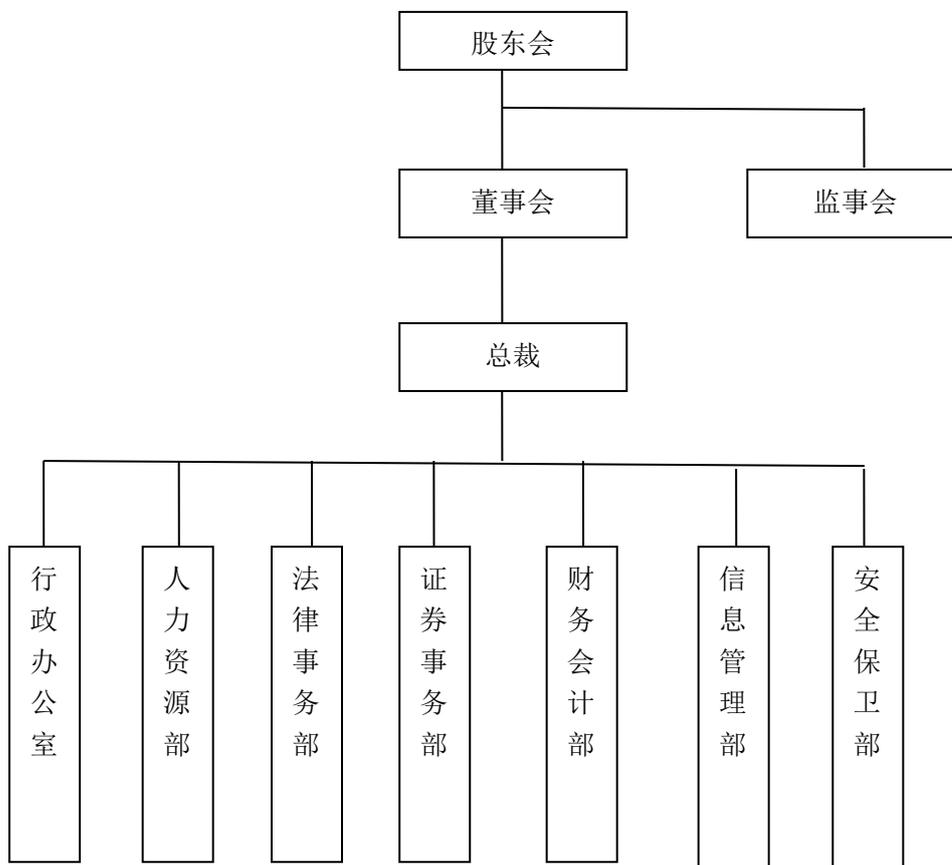
同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，公司房地产在建项目投资规模较大，未来面临一定的资金压力；公司债务规模持续增长，债务结构以长期有息债务为主。

综上所述，东方金诚上调海印股份主体信用等级至 AA，评级展望为稳定；并上调“海印转债”信用等级至 AA。

附件一：截至 2016 年 9 月末公司股权结构图



附件二：截至 2016 年 9 月末公司组织结构图



附件三：合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 9 月末 (未经审计)
流动资产：				
货币资金	40580.64	142446.01	84320.41	199686.89
结算备付金	-	-	-	-
融出资金	-	-	-	-
以公允价值计量且其变动 计入当期损益的金融资产	-	-	-	-
应收票据	3327.41	-	-	-
应收账款	10761.71	4693.68	5886.76	8540.57
预付款项	3773.92	8708.89	11440.96	27617.78
应收利息	-	-	-	-
应收股利	-	-	-	-
其它应收款	18612.44	54312.27	21799.78	36937.09
买入返售金融资产	-	-	-	-
存货	151873.33	246612.24	273947.03	296358.45
一年内到期的非流动资产	-	-	-	-
其他流动资产	1575.61	1380.70	1241.75	8276.01
流动资产合计	230505.07	458153.80	398636.69	577416.80
非流动资产：				
发放贷款及垫款	-	-	-	-
可供出售金融资产	-	4500.00	36610.40	10660.00
持有至到期投资	-	-	-	-
长期应收款	764.02	373.75	1463.44	2226.87
长期股权投资	2294.73	10840.00	14845.99	17720.99
投资性房地产	85437.78	85416.25	110246.21	107783.30
固定资产	49919.97	10423.93	13596.09	15860.54
工程物资	87.58	-	-	-
在建工程	27294.91	29485.88	41466.06	50709.60
固定资产清理	-	-	-	-
无形资产	13979.31	7945.76	1130.59	1837.88
开发支出	100.00	-	484.64	-
商誉	6531.11	3737.48	57996.38	73981.76
长期待摊费用	26635.86	32400.79	34385.06	36062.74
递延所得税资产	2542.55	451.65	437.35	808.68
其他非流动资产	46839.39	36891.52	61942.78	77241.59
非流动资产合计	262427.22	222467.02	374604.98	394893.96
资产总计	492932.29	680620.82	773241.67	972310.76

附件三：合并资产负债表（续表）

单位：万元

项目名称	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 9 月末 (未经审计)
流动负债：				
短期借款	119300.00	13000.00	55000.00	73000.00
△拆入资金	-	-	-	-
应付票据	-	-	-	-
应付账款	10933.20	7428.90	7753.45	6847.65
预收款项	7699.04	2699.71	1400.91	1695.43
卖出回购金融资产款	-	-	-	-
应付职工薪酬	484.27	174.73	409.54	362.89
应交税费	3812.68	7849.26	5235.07	3196.53
应付利息	-	1742.50	1742.50	1370.02
应付股利	537.16	1.61	1.61	1.61
其他应付款	24648.29	28015.47	65525.07	34996.60
代理买卖证券款	-	-	-	-
应付短期融资款	-	-	-	-
一年内到期的非流动负债	28325.21	79848.04	80660.96	93575.00
其他流动负债	-	-	-	-
流动负债合计	195739.85	140760.22	217729.11	215045.73
非流动负债：				
长期借款	102740.17	87225.46	133468.75	257262.50
应付债券	-	30000.00	30000.00	91414.23
长期应付款	-	119333.33	91666.67	68166.67
递延收益	-	8981.55	10060.81	12622.21
递延所得税负债	-	-	152.60	-
其他非流动负债	7122.21	-	-	-
非流动负债合计	109862.38	245540.35	265348.82	429465.61
负债合计	305602.24	386300.57	483077.93	644511.34
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本（或股本）	49218.90	118413.84	224986.30	224986.30
资本公积	-	12351.64	788.47	-
盈余公积	6836.04	10118.67	11416.15	11416.15
未分配利润	129102.52	152099.47	42409.85	55410.91
其他综合收益	-	-	-	-
归属母公司所有者权益合计	185157.45	292983.62	279600.76	314455.00
少数股东权益	2172.60	1336.62	10562.98	13344.42
所有者权益合计	187330.05	294320.24	290163.74	327799.42
负债与股东权益合计	492932.29	680620.82	773241.67	972310.76

附件四：合并利润表

单位：万元

项目名称	2013年	2014年	2015年	2016年1~9月 (未经审计)
一、营业总收入	211907.47	191866.56	165238.72	141963.95
其中：营业收入	211907.47	191866.56	165238.72	141963.95
减：营业成本	122216.59	115531.42	100024.53	84946.94
营业税金及附加	9908.48	8848.47	8196.37	4364.46
销售费用	9279.03	10778.56	7140.39	9711.63
管理费用	18536.75	21777.61	17332.92	15194.25
财务费用	5904.65	15060.99	12547.60	11263.57
资产减值损失	135.03	368.46	-43.42	-19.15
加：公允价值变动收益	-	-	-	-
投资收益	271.32	19580.19	5681.98	5704.58
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-	-	1481.02	1217.00
汇兑收益	-	-	-	-
二、营业利润	46198.26	39081.24	25722.31	22206.83
加：营业外收入	7313.16	4389.65	5244.57	1502.22
减：营业外支出	600.25	198.74	631.11	42.57
三、利润总额	52911.17	43272.15	30335.76	23666.48
减：所得税	14796.84	5123.18	9661.88	7813.18
四、净利润	38114.32	38148.97	20673.88	15853.30
归属于母公司所有者的净利润	28226.80	9079.28	19592.42	13001.06
少数股东损益	248.50	181.08	1081.46	2852.24

附件五：合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2013年	2014年	2015年	2016年1~9月 (未经审计)
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	187032.50	178575.01	169327.59	146750.63
收到的其他与经营活动有关的现金	179836.93	140756.34	59613.21	43923.87
经营活动现金流入小计	366869.43	319331.35	228940.80	190674.50
购买商品、接受劳务支付的现金	99836.53	104345.54	97056.21	90859.18
支付给职工以及为职工支付的现金	15720.88	18099.43	16391.16	15225.57
支付的各项税费	26475.63	25053.59	25376.25	18544.12
支付的其他与经营活动有关的现金	15720.88	18099.43	53781.90	45806.93
经营活动现金流出小计	353679.21	282810.44	192605.53	170435.79
经营活动产生的现金流量净额	13190.22	36520.91	36335.28	20238.71
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	-	-	0.66	38461.00
取得投资收益所收到的现金	-	495.96	3195.60	3968.63
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	17.92	0.65	1.41	19.10
处置子公司及其他营业单位所收到的现金净额	-	42549.14	-	-
收到的其他与投资活动有关的现金	9950.21	28662.72	39420.69	2116.91
投资活动现金流入小计	9968.13	71708.47	42618.36	44565.64
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	97182.91	104548.86	59665.93	46518.99
投资所支付的现金	6131.32	29345.59	46225.00	9569.88
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	-	-	41049.06	35297.61
支付的其他与投资有关的现金	621.26	11345.27	32000.00	19419.00
投资活动现金流出小计	103935.49	145239.72	178939.99	110805.48
投资活动产生的现金流量净额	-93967.36	-73531.25	-136321.62	-66239.84
三、筹资活动产生的现金流				
吸收投资所收到的现金	350.00	81609.31	400.00	2765.00
取得借款所收到的现金	231600.00	105200.00	155000.00	217300.00
发行债券收到的现金	-	30000.00	-	109088.89
收到的其他与筹资活动有关的现金	-	316000.00	35345.27	11000.00
筹资活动现金流入小计	231950.00	532809.31	190745.27	340153.89
偿还债务所支付的现金	124450.21	198825.21	70751.42	96056.25
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	19604.23	23761.18	53149.46	24313.36
支付其他与筹资活动有关的现金	2860.52	175723.83	23638.38	58416.67
筹资活动现金流出小计	146914.96	398310.23	147539.26	178786.27
筹资活动产生的现金流量净额	85035.04	134499.08	43206.01	161367.62
四、汇率变动对现金的影响额	-	-	-	-
五、现金和现金等价物净增加额	4257.90	97488.75	-56780.34	115366.48

附件六：主要财务指标

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
盈利能力				
营业利润率 (%)	37.65	35.17	34.51	37.09
总资产收益率 (%)	10.11	8.39	5.36	-
净资产收益率 (%)	20.35	12.96	7.12	-
偿债能力				
资产负债率 (%)	62.00	56.76	62.47	66.29
长期债务资本化比率 (%)	35.42	44.56	46.79	55.98
全部债务资本化比率 (%)	57.20	52.81	57.39	64.03
流动比率 (%)	117.76	325.49	183.09	268.51
速动比率 (%)	40.17	150.29	57.27	130.70
经营现金流流动负债比 (%)	6.74	25.95	16.69	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.53	3.07	2.38	-
全部债务/EBITDA (倍)	3.39	4.70	6.92	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.32	-0.11	-0.26	-
筹资前现金流量净额利息保护倍数 (倍)	-13.18	-2.61	-6.33	-
经营效率				
销售债权周转次数 (次)	13.45	20.43	31.23	-
存货周转次数 (次)	1.01	0.58	0.38	-
总资产周转次数 (次)	0.48	0.33	0.23	-
现金收入比 (%)	88.26	93.07	102.47	103.70
增长指标				
资产总额年平均增长率 (%)	-	38.08	25.25	-
净资产年平均增长率 (%)	-	57.11	24.46	-
营业收入年平均增长率 (%)	-	-9.46	-11.70	-
利润总额年平均增长率 (%)	-	-18.22	-24.28	-
偿债指标				
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.66	0.63	0.51	-
经营活动现金流入量偿债倍数 (倍)	3.30	2.87	2.06	-
经营活动现金流量净额偿债倍数 (倍)	0.12	0.33	0.33	-
筹资活动前现金流量净额偿债倍数 (倍)	-0.73	-0.33	-0.90	-

附件七：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
盈利指标	
毛利率	$(\text{营业收入}-\text{营业成本})/\text{营业收入}\times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入}-\text{营业成本}-\text{营业税金及附加})/\text{营业收入}\times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润}+\text{利息费用})/(\text{所有者权益}+\text{长期有息债务}+\text{短期有息债务})\times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润}/\text{所有者权益}\times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额}/\text{利润总额}\times 100\%$
偿债能力指标	
资产负债率	$\text{负债总额}/\text{资产总计}\times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务}/(\text{长期有息债务}+\text{短期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务}/(\text{长期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额}/\text{所有者权益}\times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA}/\text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务}/\text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{全部债务}$
期内长期债务偿还能力	$\text{期内}(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{期内应偿还的长期有息债务本金}$
流动比率	$\text{流动资产合计}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计}-\text{存货})/\text{流动负债合计}\times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/(\text{当年利息支出}+\text{当年应偿还的全部债务本金})$
经营效率指标	
销售债权周转次数	$\text{营业收入}/(\text{平均应收账款净额}+\text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本}/\text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入}/\text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金}/\text{营业收入}\times 100\%$
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: $\text{增长率}=(\text{本期}-\text{上期})/\text{上期}\times 100\%$ (2) n 年数据: $\text{增长率}=\left[\frac{\text{本期}}{\text{前 } n \text{ 年}}\right]^{1/(n-1)}-1$ × 100%
净资产年平均增长率	
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	$\text{EBITDA}/\text{本期发债额度}$
经营活动现金流入量偿债倍数	$\text{经营活动产生的现金流入量}/\text{本期债券到期偿还额}$
经营活动现金流量净额偿债倍数	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{本期债券到期偿还额}$
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{本期债券到期偿还额}$

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件八：主体及长期债券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。