

上海二三四五网络控股集团股份有限公司 2018 年 面向合格投资者公开发行公司债券（品种一） 跟踪评级报告（2020）

项目负责人：杨 韵 [yyang02@ccxi.com.cn](mailto:y yang02@ccxi.com.cn)

项目组成员：贾晓奇 xqjia@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 23 日

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评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。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。

■ 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析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。

■ 本次评级结果中的信用等级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，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1239 号

上海二三四五网络控股集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“18 二三 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十三日

评级观点：中诚信国际维持上海二三四五网络控股集团股份有限公司（以下简称“二三四五”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持深圳市高新投集团有限公司（以下简称“深圳高新投”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 二二 01”的信用等级为 **AAA**，上述债项级别考虑了深圳高新投提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中诚信国际肯定了公司良好的客户资源和品牌优势以及债务规模较小等方面的优势。同时，中诚信国际关注到公司盈利能力下滑、布局新领域存在投资风险及商誉减值风险等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

二三四五（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	91.72	117.76	113.84	114.29
所有者权益合计（亿元）	77.87	93.30	101.85	102.79
总负债（亿元）	13.85	24.46	11.99	11.50
总债务（亿元）	3.35	13.04	7.28	7.33
营业总收入（亿元）	32.00	37.74	24.41	3.48
净利润（亿元）	9.53	13.72	7.70	1.02
EBIT（亿元）	9.21	16.53	8.79	--
EBITDA（亿元）	9.32	16.76	9.05	--
经营活动净现金流（亿元）	1.65	-1.79	16.57	2.09
营业毛利率(%)	89.41	89.43	90.52	90.70
总资产收益率(%)	11.14	15.79	7.59	--
资产负债率(%)	15.11	20.77	10.53	10.06
总资本化比率(%)	4.12	12.26	6.67	6.65
总债务/EBITDA(X)	0.36	0.78	0.80	--
EBITDA 利息倍数(X)	51.24	28.69	14.33	--
深圳高新投（合并口径）	2017	2018	2019	
总资产（亿元）	134.70	205.27	319.36	
担保损失准备金（亿元）	3.55	4.27	5.37	
所有者权益（亿元）	111.96	117.87	215.58	
在保余额（亿元）	974.22	1,107.39	1,909.24	
净利润（亿元）	10.91	11.33	11.53	
平均资本回报率（%）	12.29	9.86	6.92	
累计代偿率（%）	0.27	0.23	0.21	

注：1、中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际将其他应付款中的带息部分调整至短期债务。

正面

■ **良好的客户资源和品牌优势。**公司核心产品“2345 网址导航”自 2005 年创建至今已运营近 15 年，积累了庞大的互联网用户群体，与各类主要网站建立了长期稳定的合作关系，具有明显的品牌优势和良好的客户资源。

同行业比较

公司名称	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
三六零	337.52	15.02	128.41	59.50	27.60
顺网科技	34.48	22.76	15.72	1.36	2.77
二三四五	113.84	10.53	24.41	7.70	16.57

注：“三六零”为“三六零安全科技股份有限公司”简称，“顺网科技”为“杭州顺网科技股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债券情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额	债券余额	存续期
18 二二 01	AAA	AAA	5.00 亿元	0.72 亿元	2018/5/15~2021/5/15

注：“18 二二 01”附第 2 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。

■ **债务规模较小。**2019 年末公司总债务为 7.28 亿元，债务规模较小，资本结构良好。若考虑 2020 年 5 月公司完成 4.28 亿元公司债券回售，债务规模进一步下降且货币资金可完全覆盖存续债务。

■ **强有力的担保实力。**担保方深圳高新投作为专业性的担保机构，在行业内具有很强的综合实力和担保实力，由其提供的保证担保能有效提升本次债券本息到期偿付的安全性。

关注

■ **盈利能力下滑。**受互联网金融业务市场环境变化的影响，公司于 2019 年对金融科技服务业务进行了调整；同时受中国互联网网民增速放缓、互联网红利缩减的影响，2019 年公司营业收入和净利润均有所下滑。

■ **布局新领域存在投资风险。**公司于 2019 年启动并确立了“移动互联+人工智能”的未来发展战略，积极投资人工智能领域，未来公司人工智能业务的投资收益情况存在较大不确定性。

■ **商誉减值风险。**截至 2019 年末，公司商誉账面价值为 24.08 亿元，占总资产比例为 21.15%，若并购对象未来经营发生重大变化，将对公司资产质量及盈利能力产生较大影响。

评级展望

中诚信国际认为，上海二三四五网络控股集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司核心产品用户数量和客户粘性大幅提升，“移动互联+人工智能”的发展战略取得显著成效，盈利能力和经营获现能力大幅增强且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**公司核心产品用户大量流失，投资亏损严重，盈利能力显著弱化；债务规模大幅攀升，偿债能力明显下降。

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定期与不定期跟踪评级，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

公司于 2018 年 5 月 15 日公开发行“上海二三四五网络控股集团股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(品种一)”(债券简称“18 二三 01”，以下简称“本次债券”)，发行规模为 5.00 亿元，票面利率为 6.00%，期限为 3 年期，在债券存续期的第 2 个计息年度末附公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，募集资金扣除发行费用后，用于增资全资子公司上海二三四五大数据科技有限公司(以下简称“大数据公司”，该公司主要从事大数据科技、信息科技领域的技术开发、技术咨询、技术服务、技术转让，数据处理服务，云平台服务，云基础设施服务，企业管理咨询等业务)。本次债券募集资金扣除发行费用后实际到账 49,780 万元，公司已于 2018 年 8 月 17 日完成对大数据公司增资及工商变更。截至 2019 年 12 月 31 日，大数据公司已使用募集资金 34,774 万元，剩余资金 15,006 万元。

2020 年 5 月 12 日，公司发布《2018 年面向合格投资者公开发行公司债券回售结果的公告》，“18 二三 01”回售数量为 4,280,000 张，回售金额 4.54 亿元(含利息)，剩余托管数量为 720,000 张，当前债券余额 0.72 亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中

国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的

刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年以来互联网和相关服务业保持较快增长，随着人工智能、大数据、物联网等新技术的出现，互联网服务范围向更深更广发展，但互联网企业将面临更加激烈的竞争；不同类型的互联网企业短期经营情况受疫情影响出现分化

根据中国互联网络信息中心（CNNIC）发布的

第 45 次中国互联网络发展状况统计报告显示，2019 年，我国已建成全球最大规模的光纤和移动通信网络，网络环境的不断优化带动互联网普及率进一步提高，截至 2020 年 3 月末，我国互联网普及率达 64.5%，网民规模为 9.04 亿人，较 2018 年底新增网民 7,508 万，其中手机网民规模达 8.97 亿，占比达 99.3%。

在 5G 商用、人工智能、云计算、大数据等信息技术和资本力量的助推下，在国家各项政策的扶持下，2019 年我国互联网和相关服务业保持较快增长，我国规模以上互联网和相关服务企业（以下简称“互联网企业”）完成业务收入 12,061 亿元，同比增长 21.4%，全行业实现营业利润 1,024 亿元，同比增长 16.9%，增速比上年提高 13.1 个百分点。分业务板块来看，2019 年，互联网企业共完成信息服务（包括网络音乐和视频、网络游戏、新闻信息、网络阅读等服务在内）收入 7,879 亿元，同比增长 22.7%，增速高于互联网业务收入 1.3 个百分点，占比达 65.3%；互联网平台服务企业（以提供生产服务平台、生活服务平台、科技创新平台、公共服务平台等为主）实现业务收入 3,193 亿元，同比增长 24.9%，增速高于互联网业务收入 3.5 个百分点，占比达 26.5%；互联网数据服务（含数据中心业务、云计算业务等）实现收入 116.2 亿元，同比增长 25.6%，增速高于互联网业务收入 4.2 个百分点。

当前，新一轮科技革命和产业变革加速演进，人工智能、大数据、物联网等新技术、新应用、新业态方兴未艾，互联网行业迎来了更加强劲的发展动能和更加广阔的发展空间。2019 年，全国一体化在线政务服务平台上线试运行，并在 2020 年初的新冠肺炎疫情防控中初步发挥“数字政府”支撑和职能作用；以社交、直播电商为代表的新电商模式创新发展，释放潜在内需消费，截至 2020 年 3 月末，我国网络购物用户规模达 7.10 亿，较 2018 年底增长 1.00 亿，交易规模达 10.63 万亿元，同比增长 16.5%；国家 2020 年的发展规划以“新基建”为重心，大力支持 5G、人工智能、数据中心等科技创新领域的发展，为互联网行业的结构性调整提供了

方向。

2020年以来新冠肺炎疫情蔓延，疫情对于以轻资产为主的互联网企业影响小于传统产业，但在人力成本等资金问题的影响下，中小企业同样普遍存在较大运营压力。同时，不同类型的互联网企业短期经营情况受疫情影响出现分化，在线旅游、网约车、跨境电商、网络营销等产业受到不同程度的阶段性负面影响，交易规模大幅下滑。而疫情原因出现了人口流动冻结、各单位居家办公等客观现象，由此产生部分传统业务以线上代替线下的新需求，互联网业务迎来新的发展机遇。2020年1~4月，我国规模以上互联网企业完成业务收入3,446亿元，同比增长4.9%；全行业共实现营业利润327.3亿元，同比增长4.8%。

中诚信国际认为，未来互联网行业仍将保持良好发展势头，随着移动互联网的进一步普及，互联网消费场景向多元化发展，线上线下不断融合，互联网服务范围向更深更广发展。但随着我国网民规模快速增长，人口红利逐渐消失，一、二线城市互联网应用新增流量已趋于饱和。未来，互联网企业运营受获客成本持续提升影响，将逐渐转向低线城市和存量市场，互联网企业面临的竞争将越发激烈。

跟踪期内，公司第一大股东发生变更，目前仍无实际控制人，中诚信国际将持续关注第一大股东变更对公司的治理结构和持续经营的影响

根据2020年6月3日公司发布的《关于披露详式权益变动报告书暨公司第一大股东变更的提示性公告》，2020年6月1日，公司原第一大股东浙富控股集团股份有限公司（以下简称“浙富控股”）通过大宗交易及集中竞价交易方式合计减持公司股份20,500,000股，占公司总股本的0.36%，减持后浙富控股持有公司股份540,250,300股，占公司总股本的9.44%，持股数量及比例均低于原第二大股东韩猛先生及其一致行动人张淑霞女士的合计持股数量及比例（持股数量553,924,434股，持股比例为9.68%），故韩猛先生及其一致行动人张淑霞女士被动成为公司第一大股东。公司无控股股东、实际控

制人，本次权益变动不会导致公司控制权发生变更。中诚信国际将持续关注第一大股东变更可能对公司的治理结构和持续经营的影响

2019年因互联网金融服务业务市场环境变化的影响，公司对金融科技服务业务进行了调整，金融科技服务业务收入大幅下降，对公司整体盈利水平产生较大影响，但有助于风险把控

公司金融科技服务业务（原互联网金融服务业务升级而来）包括汽车消费金融、个人消费金融和商业金融三大业务方向，持有互联网小贷、融资租赁、保理及融资担保金融牌照。2017年受到行业监管政策变动影响，公司金融科技服务业务原主要产品2345贷款王已于2017年底全线终止；2018年公司调整业务布局重心，对个人消费金融业务做出一定幅度调整，并开始转向汽车消费金融等更有消费场景的金融科技业务领域，积极拓展车贷和商业贷等业务；2019年受互联网金融服务业务市场环境变化影响，公司将金融科技服务业务进行了调整，2019年第二季度起停止为个人客户提供新增的消费金融服务业务，同时全年汽车金融和商业金融业务放款额较小。受此影响，2019年公司金融科技服务业务实现营业收入10.27亿元，同比下降42.71%。截至2019年末，公司车贷余额为15.03亿元，当年计提资产减值准备金额1.21亿元，不良贷款率为3.53%。目前公司融资租赁业务仍正常开展，2019年公司当年新签订合同数量8,340个，签约金额8.13亿元，新签订合同数量和金额均较上年有所下降，主要系公司对客户的筛选标准更加严格所致。截至2019年末，融资性租赁余额15.90亿元，与上年同期持平，但前五大客户应收租赁资产余额和最大单一客户应收租赁资产余额均有所下降。总体来看，近年来公司金融科技服务业务结构受监管政策和市场环境变动影响较大，2019年金融科技服务业务调整导致公司收入和利润均呈现大幅下滑，对公司整体盈利水平产生较大影响，但是有利于控制经营风险和政策风险。

表 1：近年来公司融资租赁业务合同签订情况

项目	(亿元、个)		
	2017	2018	2019
当年新签订合同数量	1,707	14,990	8,340
签约金额	3.60	14.33	8.13

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 2：近年来公司融资租赁资产余额情况（亿元、%）

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
最大单一客户应收租赁资产余额	1.01	1.52	1.00	1.00
最大单一客户应收租赁资产余额占比	20.54	9.74	6.29	6.82
前五大客户应收租赁资产余额	3.22	4.64	1.98	2.54
前五大客户应收租赁资产余额占比	65.71	29.82	12.45	17.33

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司互联网信息服务业务具有良好的客户资源和品牌优势，但受我国互联网红利缩减等因素影响，2019 年该板块业务收入有所下滑

2019 年以来，公司继续发展互联网信息服务业务，加强 PC 端、移动端和 WEB 端的资源整合，运用大数据和机器学习技术加大信息流和精准营销的研发。公司核心产品“2345 网址导航”自 2005 年创建至今已运营近 15 年，积累了庞大的互联网用户群体，具有明显的市场先发优势和品牌优势；公司于 2011 年自建“2345 王牌联盟”推广平台，是国内领先的线下推广平台。此外，作为公司 2019 年在移动端内容类产品方向的探索，玩赚星球 APP 基于个性化推荐算法，形成了涵盖新闻资讯、天气查询、畅玩游戏、“果园种树”、“走路赚钱”等丰富的应用生态场景，实现提高用户活跃度、增强用户粘性的目的。但受我国互联网网民增速放缓、互联网红利缩减等因素影响，2019 年公司互联网信息服务业务营业收入同比下降 32.84% 至 16.65 亿元，其中，PC 端业务收入为 6.61 亿元，同比下降 25.65%；移动端业务收入为 10.05 亿元，同比下降 36.86%。

客户资源方面，2345 网址导航的推广与营销服务已涵盖游戏、网上购物、汽车、财经、旅游、文学等数十个门类，与各门类中的主要网站建立了长

期稳定的合作关系。国内排名前 100 名的网站中，有 80% 以上的公司在 2345 网址导航付费推广，包括百度、淘宝、腾讯、京东等知名互联网企业。2019 年公司前五大客户占比 30.54%，客户集中度适中，其中第一大客户占比 14.44%，对单一客户依赖度较高。

表 3：2019 年公司前五大客户情况（亿元、%）

客户名称	销售金额	在销售总额中占比
第一名	3.52	14.44
第二名	1.43	5.85
第三名	1.11	4.55
第四名	0.79	3.24
第五名	0.60	2.46
合计	7.45	30.54

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

研发方面，公司立足于互联网、移动互联网及软件产品的研发，因公司于 2019 年调整金融科技服务业务，研发投入同比下降 17.04% 至 2.47 亿元，但由于营收规模下降，研发投入在营业收入中占比由上年的 7.89% 上升至 10.12%。截至 2019 年末，公司共获得 4 项发明专利和 2 项外观设计专利。

2019 年公司启动并确立“移动互联+人工智能”的发展战略，目前投资规模尚小，中诚信国际将持续关注未来公司在人工智能及相关领域的投资收益情况

公司于 2019 年启动并确立了“移动互联+人工智能”的未来发展战略，着力打造移动互联时代的核心技术竞争力。为实现新的战略发展目标，公司在中台、智能算法和大数据中心三个方向进行重点投入并取得一定的成果。大数据方面，已完成公司所有产品的数据统一存储和建模，形成全用户的数据仓库，为公司的产品决策提供智能分析和报表，更快的对市场做出反应；算法方面，深入机器学习技术，建立了公司自有推荐系统，为用户提供千人千面的资讯和视频内容，提升公司的内容类产品的核心指标；业务中台方面，公司已建立统一的用户触达和智能运营平台，辅以大数据的用户画像，为用户提供个性化的产品服务和体验，实现流量的深

耕。

同时，公司根据整体发展战略积极布局人工智能投资领域，为实现产业协同效应并获得较高的资本增值收益，先后参与投资了致力于人工智能算法和关键技术研发的公司，以及以信息技术、先进制造、新材料及新能源等领域为投资方向的人工智能股权投资基金。2019年以来公司对上述领域相关基金投资已累计出资 1.15 亿元，资金来源全部为自有资金，目前该部分基金投资产生的投资收益规模较小。中诚信国际将对公司在人工智能领域的布局及收益情况保持关注。

表 4：2019 年以来公司主要投资情况（万元、%）

被投资基金名称	出资金额	公司持股比例
谦翌德润股权投资基金（上海）有限公司	1,500.00	15.00
上海芯翌智能科技有限公司	5,000.00	5.00
成都天府蓝三众宇投资管理合伙企业（有限合伙）	3,000.00	32.57
上海国和人工智能股权投资基金合伙企业（有限合伙）	2,000.00	3.96

注：公司参与投资成都天府蓝三众宇投资管理合伙企业（有限合伙）占最终认缴总额的比例为 32.57%；参与投资上海国和人工智能股权投资基金合伙企业（有限合伙）占目标募集资金的比例为 3.96%。

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于公司经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年度审计报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报表。公司财务报表均按新会计准则编制，各期数据均采用期末数。

2019 年公司营业总收入大幅下降，营业毛利率相对稳定，盈利指标有所弱化

2019 年受金融科技服务业务及互联网信息服务业务收入减少影响，公司营业总收入大幅下降，2020 年一季度受业务调整及疫情影响，公司营业总收入同比下降 73.26%。2019 年以来，公司营业毛利率处于较高水平且保持稳定，其中，互联网信息服务毛利率上升主要系移动端业务利润增加所致，金融科技服务业务毛利率上升主要系业务结构调

整所致。

表 5：公司主要板块收入结构（亿元）

业务板块	2017	2018	2019
互联网信息服务	11.79	24.80	16.65
金融科技服务业务	20.93	17.92	10.27
其他业务	--	0.41	0.005
合并抵消	-0.73	-5.39	-2.52
合计	32.00	37.74	24.41

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

表 6：近年来公司主要板块毛利率构成（%）

业务板块	2017	2018	2019
互联网信息服务	89.75	89.54	92.59
金融科技服务业务	89.59	62.13	64.95
其他业务	--	100.00	100.00
合并抵消	-100.00	0.00	0.00
营业毛利率	89.41	89.43	90.52

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

期间费用方面，2019 年期间费用规模保持相对稳定，其中以推广费为主的销售费用、管理费用和研发费用分别为 7.63 亿元、2.00 亿元和 2.47 亿元，受营业总收入下降影响，期间费用率大幅上升。

公司利润总额以经营性业务利润为主，2019 年经营性业务利润随营业总收入减少而大幅下降，利润总额随之减少。同期，投资收益增加主要系公司购买的理财产品、资管计划、信托计划、基金等交易性金融资产投资收益增加所致。2019 年，公司盈利指标有所弱化，EBITDA 利润率和总资产收益率均大幅下降。2020 年 1~3 月受疫情及业务调整影响，经营性业务利润下降较多使得利润总额同比下降 81.10%，同期由于理财收益增加，投资收益同比增加 78.07%。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	8.02	12.96	12.12	2.40
期间费用率(%)	25.07	34.33	49.65	68.83
经营性业务利润	20.56	21.09	10.62	0.80
资产减值损失	11.98	5.78	4.38	0.28
投资收益	0.40	0.65	1.73	0.34
利润总额	9.03	15.95	8.15	1.08
EBITDA 利润率(%)	29.13	44.41	37.09	--
总资产收益率(%)	11.14	15.79	7.59	--

注：资产减值损失以正值列示，将信用减值损失计入资产减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司金融科技服务业务收缩以及用自有资金偿还借款，2019年末资产和负债均小幅下降，财务杠杆比率明显下降且处于较低水平

2019年末公司总资产规模有所下降，主要系公司金融科技服务业务调整，消费金融组合、第三方支付平台及其备付金组合等其他流动资产减少所致。2019年末公司总资产中流动资产占比为59.64%，流动资产主要由货币资金和交易性金融资产构成，公司货币资金充足，其中受限金额仅有0.02亿元，流动性较好。2019年末交易性金融资产增加主要系公司购买的资管计划、信托计划和基金等增加所致。此外，截至2019年末，公司商誉账面价值占总资产比例为21.15%，主要系2014年重大资产重组通过发行股份方式收购上海二三四五网络科技有限公司100%股权产生的商誉；公司商誉规模较大，若并购对象未来经营发生重大变化，将对公司资产质量及盈利能力产生较大影响，中诚信国际对未来商誉测试情况保持关注。

负债方面，公司金融科技服务业务规模收缩使得短期借款、应付账款和其他应付款均有所下降，总负债规模随之减少。所有者权益方面，2019年末股本增加主要系当年以资本公积转增股本所致，资本公积随之减少。公司所有者权益规模扩大主要来自自身盈利积累，2020年3月末股本、资本公积和未分配利润占比分别为56.13%、4.44%和38.08%。

资本结构方面，公司财务杠杆比率始终处于较低水平，2019年末随着债务规模减少，资产负债率和总资本化比率均有所下降。

表 8：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	35.94	34.83	29.93	25.57
交易性金融资产	0.00	0.00	23.12	29.83
一年内到期的非流动资产	0.75	6.61	8.87	6.69
长期应收款	4.83	7.42	7.50	8.10
其他流动资产	13.39	28.02	1.10	0.49
商誉	24.08	24.08	24.08	24.08
总资产	91.72	117.76	113.84	114.29
短期借款	3.34	5.17	1.01	0.98
应付账款	2.40	3.18	2.06	2.05
一年内到期的非流动负债	3.19	4.77	5.36	5.36

应付债券	0.00	5.00	0.72	0.72
总负债	13.85	24.46	11.99	11.50
股本	34.16	44.43	57.70	57.70
资本公积	26.97	17.84	4.56	4.56
未分配利润	20.66	32.76	38.12	39.14
所有者权益合计	77.87	93.30	101.85	102.79
资产负债率	15.11	20.77	10.53	10.06
总资本化比率	4.12	12.26	6.67	6.65

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司金融科技服务业务收缩回款使得经营活动净现金流由负转正，投资活动净现金流缺口有所扩大；总债务规模较小，偿债指标良好

2019年公司金融科技服务业务收缩，以自有资金发放的贷款减少，经营活动现金流出大幅下降，使得经营活动净现金流由负转正。同期，公司购买的理财产品及对外投资增加，投资活动净现金流缺口有所扩大。2019年筹资活动净现金流由正转负，主要系公司当年停止金融科技服务业务后收回资金较多，对外融资需求下降所致。

偿债指标方面，公司总体债务规模较小，债务以短期债务为主，2020年3月末短期债务占比90.18%。公司货币资金充足且受限规模小，对短期债务覆盖能力较好，短期偿债压力可控。2019年公司经营活动净现金流得到改善，其对债务本息的覆盖能力有所增强，EBIT利息保障倍数有所下降，但仍保持对利息支出的良好覆盖能力。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	1.65	-1.79	16.57	2.09
投资活动净现金流	-7.52	-5.66	-10.42	-6.54
筹资活动净现金流	7.65	8.14	-10.63	-0.06
短期债务	3.35	8.04	6.56	6.61
总债务	3.35	13.04	7.28	7.33
经营活动净现金流/总债务	0.49	-0.14	2.27	1.14*
经营活动净现金流/利息支出	9.08	-3.06	26.22	--
(CFO-股利)/总债务	0.14	-0.24	1.99	--
EBIT利息保障倍数	50.62	28.30	13.91	--
货币资金/短期债务	10.74	4.33	4.56	3.87

注：标*指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

外部授信和股权融资渠道畅通能够对整体偿债能力提供一定支持；公司存在多起未结案诉讼事项，存在或有风险

财务弹性方面，截至 2020 年 3 月末，公司共获得各银行综合授信额度 3.00 亿元，其中未使用额度 2.02 亿元，授信规模较小。同时，公司作为 A 股上市公司，资本市场融资渠道畅通。

或有事项方面，截至 2020 年 3 月末，公司对外担保金额 5.00 亿元，占净资产的比重为 4.86%，被担保方系通过公司及金融机构资质审核、有购车需求的自然人或中小微企业。重大诉讼事件方面，公司尚未结案的诉讼事项共 18 起，累计索赔金额共计 2.12 亿元，公司已计提相应的预计负债 0.61 亿元，存在一定或有风险。中诚信国际将对公司对外担保及未决诉讼事项的后续进展情况保持关注。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产金额合计 1.72 亿元，占总资产比重为 1.50%，主要系使用权受到限制的货币资金、固定资产和投资性房地产。

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，2017~2020 年 5 月 16 日，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。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

债项增信措施

深圳高新投成立于 1994 年 12 月，前身为深圳市高新技术产业投资服务有限公司，是经深圳市政府批准，由深圳市投资控股有限公司（以下称“深圳投控”）、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性试验中心、深圳市生产力促进中心等合资设立。初始注册资本为 1.00 亿元。2011 年 12 月，公司更名为“深圳市高新投集团有限公司”。经过多次增资和股权转让，截至 2019 年末，公司实收资本 121.12 亿元。深圳市政府通过其控制的 5 家国有企业深圳投控、深圳市平稳发展投资有限公司、深圳市财政金融服务中心、深圳市远

致投资有限公司和深圳市中小企业服务署间接控股公司，是公司的实际控制人。

深圳高新投为国内最早成立的专业担保机构之一，定位于中小科技企业融资担保的主渠道，主要为孵化期和初创期的科技型企业提供融资担保服务。公司提出“投保联动”的业务理念，为中小企业提供从初创期到成熟期的个性化投融资服务，形成了以中小企业融资担保、金融产品增信、保证担保、委托贷款和创业投资为主，小额贷款和典当贷款为辅的业务模式。截至 2019 年末，公司合并口径总资产 319.36 亿元，净资产 215.58 亿元。2019 年公司实现担保业务收入 12.06 亿元，实现委托贷款等利息净收入 13.26 亿元，实现净利润 11.53 亿元。

作为深圳市政府开展中小企业融资担保服务重要的运作平台，深圳高新投在稳健开展深圳市中小微科技企业融资担保业务的基础上，保持在保证担保业务领域传统优势，不断扩大金融产品增信业务，同时积极探索创新业务模式，以“投保联动”的理念开展创业投资业务。目前公司融资担保业务、创业投资及委托贷款等资金管理类业务集中在深圳市各区县范围内，金融产品增信业务目前主要面向广东省内和北京市客户，保证担保业务共涉及全国 33 个省市地区，业务区域较为分散。截至 2019 年末，公司在保责任余额同比增长 72.41% 至 1,909.24 亿元，其中金融产品担保、保证担保和融资担保在保责任余额占比分别为 75.47%、21.74% 和 2.79%；2019 年公司新增担保额 1,661.07 亿元，同比大幅增长 135.71%，全年发生担保代偿额 1.29 亿元，同比增长 136.37%。

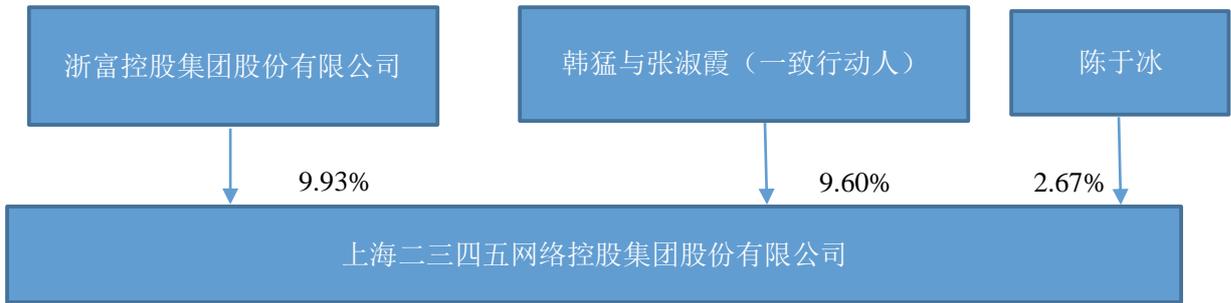
综合上述，中诚信国际维持深圳高新投的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。深圳高新投提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为“18 二三 01”的还本付息提供了很强保障。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持上海二三四五网络控股集团股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评

级展望为稳定；维持“18 二三 01”的信用等级为
AAA。

附一：上海二三四五网络控股集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：深圳市高新投集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

附三：上海二三四五网络控股集团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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	359,438.11	348,284.33	299,267.18	255,670.04
应收账款净额	47,081.87	62,055.28	44,844.90	41,823.30
其他应收款	3,366.67	9,133.35	1,135.37	2,517.97
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	38,591.13	39,330.41	91,035.60	93,535.93
固定资产	7,015.54	7,181.18	13,748.70	13,407.50
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	312.89	235.06	471.40	374.37
总资产	917,218.13	1,177,575.29	1,138,391.49	1,142,902.31
其他应付款	1,789.34	19,818.19	11,011.39	11,550.38
短期债务	33,470.44	80,406.61	65,643.75	66,064.48
长期债务	0.00	50,000.00	7,200.00	7,200.00
总债务	33,470.44	130,406.61	72,843.75	73,264.48
净债务	-325,967.67	-217,877.73	-226,423.43	-182,405.56
总负债	138,548.33	244,557.64	119,892.33	115,015.05
费用化利息支出	1,819.22	5,842.73	6,318.01	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	778,669.80	933,017.64	1,018,499.17	1,027,887.26
营业总收入	319,961.77	377,391.84	244,076.14	34,840.02
经营性业务利润	205,590.24	210,900.10	106,225.01	8,013.29
投资收益	4,001.54	6,545.50	17,343.17	3,409.67
净利润	95,330.89	137,218.12	76,987.01	10,229.54
EBIT	92,094.29	165,348.73	87,852.47	--
EBITDA	93,209.21	167,603.30	90,525.96	--
经营活动产生现金净流量	16,526.67	-17,855.99	165,657.50	20,927.53
投资活动产生现金净流量	-75,177.51	-56,606.84	-104,244.46	-65,448.74
筹资活动产生现金净流量	76,492.01	81,393.42	-106,264.98	-629.58
资本支出	5,303.06	3,132.23	17,913.81	408.81
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	89.41	89.43	90.52	90.70
期间费用率(%)	25.07	34.33	49.65	68.83
EBITDA 利润率(%)	29.13	44.41	37.09	--
总资产收益率(%)	11.14	15.79	7.59	--
净资产收益率(%)	13.21	16.03	7.89	--
流动比率(X)	5.21	4.21	6.06	6.30
速动比率(X)	5.21	4.21	6.06	6.30
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	7.64	6.92	4.57	3.22*
资产负债率(%)	15.11	20.77	10.53	10.06
总资本化比率(%)	4.12	12.26	6.67	6.65
短期债务/总债务(%)	100.00	61.66	90.12	90.17
经营活动净现金流/总债务(X)	0.49	-0.14	2.27	1.14*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.49	-0.22	2.52	1.27*
经营活动净现金流/利息支出(X)	9.08	-3.06	26.22	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	13.79	-24.43	199.31	--
总债务/EBITDA(X)	0.36	0.78	0.80	--
EBITDA/短期债务(X)	2.78	2.08	1.38	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	51.24	28.69	14.33	--
EBIT 利息保障倍数(X)	50.62	28.30	13.91	--

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际将其他应付款中的带息部分调整至短期债务；3、标*指标经过年化处理。

附四：深圳市高新投集团有限公司财务数据及主要指标

财务数据（金额单位：百万元）	2017	2018	2019
资产			
货币资金	3,013.62	2,203.46	2,346.10
存出担保保证金	163.02	182.14	191.16
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	100.90	0.00
可供出售金融资产	754.06	643.56	1,076.76
发放委托贷款及垫款	9,073.36	13,945.99	18,014.50
长期股权投资	4.20	3.01	3.14
资产合计	13,469.53	20,527.18	31,935.78
负债及所有者权益			
担保损失准备金合计	355.25	426.79	537.20
实收资本	7,277.35	8,852.11	12,111.57
所有者权益合计	11,196.17	11,787.39	21,558.37
利润表摘要			
担保业务收入	728.15	823.85	1,206.39
担保赔偿准备金支出	(24.24)	(52.45)	(24.97)
提取未到期责任准备金	(11.13)	0.04	(9.74)
利息净收入	669.21	1,112.59	1,325.83
投资收益	86.77	57.93	29.47
业务及管理费用	(44.65)	(49.94)	(76.26)
税金及附加	(14.26)	(18.51)	(23.61)
税前利润	1,365.84	1,521.01	1,561.74
净利润	1,091.28	1,133.07	1,152.94
担保组合			
在保余额	97,422.00	110,739.00	190,924.00
在保责任余额	97,422.00	110,739.00	190,924.00
财务指标	2017	2018	2019
年增长率（%）			
总资产	70.53	52.40	55.58
担保损失准备金合计	16.91	20.14	25.87
所有者权益	70.69	5.28	82.89
担保业务收入	39.01	13.14	46.43
业务及管理费用	36.36	11.84	52.70
税前利润	43.41	11.36	2.68
净利润	53.96	3.83	1.75
在保余额	(16.52)	13.67	72.41
盈利能力（%）			
平均资产回报率	10.21	6.67	4.40
平均资本回报率	12.29	9.86	6.92
担保项目质量（%）			
累计代偿率	0.27	0.23	0.21
担保损失准备金/在保责任余额	0.36	0.39	0.28
最大单一客户在保余额/核心资本	30.36	20.07	8.44
最大十家客户在保余额/核心资本	212.29	126.71	41.24
资本充足性（%）			
净资产（百万元）	11,196.17	11,787.39	21,558.37
核心资本（百万元）	11,184.92	11,789.02	21,333.52
净资产放大倍数（X）	8.70	9.39	8.86
核心资本放大倍数（X）	8.71	9.39	8.95
流动性（%）			
高流动性资产/总资产	22.37	11.23	7.35
高流动性资产/在保责任余额	3.09	2.08	1.23

附五：上海二三四五网络控股集团股份有限公司基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+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
	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
	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+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-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	=（营业总收入-营业成本）/营业总收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	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
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（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）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“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。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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。中诚信国际在计算营业成本时包含“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”及“分保费用”。

附六：深圳市高新投集团有限公司基本财务指标计算公式

指标	计算公式
盈利能力	业务及管理费用 = 销售费用 + 管理费用
	平均资本回报率 = 净利润 / [(当期末所有者权益总额 + 上期末所有者权益总额) / 2]
	平均资产回报率 = 净利润 / [(当期末资产总额 + 上期末资产总额) / 2]
资产质量	累计代偿率 = 累计代偿额 / 累计解除担保额
	担保损失准备金 = 未到期责任准备金 + 担保赔偿准备金
流动性	高流动性资产 = 货币资金 + 交易性金融资产中的高流动性部分 + 以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产中高流动性部分
资本充足性	核心资本 = 所有者权益 + 担保损失准备金 - 长期股权投资 - 按成本计量的可供出售权益工具
	核心资本担保放大倍数 = 在保责任余额 / 核心资本

附七：信用等级的符号及定义

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	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。

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

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。