

报告编号 CCXR2014073



评级方法

中国收费公路行业评级方法

目 录

| | |
|----------------|----|
| 前言 | 2 |
| 报告摘要 | 3 |
| 评级关注要点 | 3 |
| 本报告的主要内容 | 4 |
| 中国收费公路行业风险因素 | 4 |
| 评级方法介绍 | 6 |
| 1. 确定等级影响因素 | |
| 2. 指标的计算方法 | |
| 3. 指标与级别的映射 | |
| 4. 八大因素及其次级指标 | |
| 5. 最终级别的确定 | |
| 八个重要评级因素 | 8 |
| 评级因素 1：区域地位 | |
| 评级因素 2：竞争线路 | |
| 评级因素 3：区域经济 | |
| 评级因素 4：交通量构成 | |
| 评级因素 5：运营实力 | |
| 评级因素 6：财务实力 | |
| 评级因素 7：公司治理与战略 | |
| 评级因素 8：外部支持 | |
| 其他因素 | 12 |
| 主要指标计算方法 | 13 |
| 信用等级符号及定义 | 14 |

联系人

刘冰
高级分析师
bliu@ccxr.com.cn

周莉莉
分析师
llzhou@ccxr.com.cn

电话：
021-50109090

传真：
021-51019030

公司网站
www.ccxr.com.cn

中诚信证评评级方法

中国收费公路行业评级方法

前言

2007 年 9 月 17 日，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）获得中国证监会《关于核准中诚信证券评估有限公司从事证券市场资信评级业务的批复》（证监机构字[2007]223 号），成为全国首家获取证券市场资信评级业务资格的机构。

进入证券市场资信评级领域以来，中诚信证评不断改进原有的评级理念、评级方法与评级技术，以进一步增加评级透明度，帮助投资者、发行人以及其他市场参与者了解中诚信证评对处于不同行业的企业评级时所考虑的重要因素。

本方法是上述行业评级方法的一部分，它考虑了收费公路行业所处的监管环境与市场特征，列明我们所采取的评级框架和对收费公路行业评级时的主要考虑因素。

报告摘要

本报告介绍了中诚信证评对中国收费公路企业评级所考虑的关键因素。本报告的主要目的是帮助投资者、发行人以及其他相关机构理解中诚信证评如何评价收费公路企业的信用风险，以及如何给出相应的信用等级。需要指出的是，本报告没有覆盖中诚信证评评价中国收费公路企业信用风险时考虑的全部因素，但它包括了这一过程中所考虑的最重要因素，这些因素将对收费公路企业的偿债能力产生重要影响。

评级关注要点

本报告将影响中国收费公路企业信用风险的主要因素划分为八大类，对各类因素的详细分析将在本报告中逐个讨论，八类评级因素如下：

- 区域地位
- 竞争线路
- 区域经济
- 交通量构成
- 运营实力
- 财务实力
- 公司治理与战略
- 外部支持

其中每一类因素又具体细分为几个次级因素，我们在报告中将对这些因素进行详细阐述。除上述八大因素外，还有一些因素（如收费政策、地方财政实力等）在本报告中并未详细分析，但它们同样会对收费公路企业的信用水平产生影响。此外，中诚信证评也没有涉及那些可能对具体企业产生重要影响的差异性因素。

本报告的主要内容

- 中国收费公路行业风险分析
- 评级方法概述
- 影响收费公路企业信用质量的八大因素介绍
- 其他考虑因素

中国收费公路行业风险分析

● 政策因素

我国收费公路的建设经营具有较强的政策性，国家及地方政府相关政策尤其是收费政策的变化将对企业产生较大影响。政府公路规划、收费公路管理方式、运营主体、投融资体制、费率、收费期限、经营权转让等方面的政策变化，都会对收费公路企业产生较大影响。中诚信证评认为，地方政府的公路收费政策是影响收费公路企业信用状况的最重要政策，其中费率的制订以及未来的调价的可能性尤其重要。同时，由于收费政策的差异，导致不同省份之间的收费公路企业利润空间有所不同，这种差异需要在评级过程中具体分析。

在政府财政难以满足公路建设需要的情况下，公路收费政策将在较长时期内继续执行。但是，由于公路行业同地方经济发展密切相关，随着政府财政实力的增强，公路收费费率将呈逐渐降低趋势。同时，部分财政实力较强的地方政府，为了促进地方经济发展，可能会对一些经营性收费公路实行回购并停止收费。政府回购公路资产能够对相应债权人利益提供较好保障，但对于邻近收费公路必然产生较大的分流影响。

另一方面，政府目前正在推行的“计重收费”政策以及未来可能实施的燃油税政策，都会对收费公路企业产生多方面的影响，这些影响从短期和长期的角度来看是有所差异的。如计重收费政策，正面影响体现在两个方面：一方面，在超载严重、“大吨小标”现象较为普遍的情况下，计重收费等于提高了货车通行费标准；另一方面，计重收费政策可以降低超载车辆对收费公路的损坏程度，从而降低公路维修养护成本。负面影响则主要体现在超限车辆绕道而行，从而使车流量出现下滑。但从长期来看，这一政策的正面影响较大。同时，由于计重收费标准由各省制订，各地路网状况也有所不同，因此不同地区收费公路企业受这一政策的影响程度也有所不同。

● 地域性

我国收费公路行业具有非常明显的地域特征，这种特征对收费公路企业信用品质有着十分重要的影响。

首先，服务区域的经济特征在很大程度上影响着收费公路企业的收入，经济发达、多元化程度较高、人口密度较大的地区，收费公路的运营环境较好，企业面临的信用风险较低。

其次，由于地方政府负责所辖区域内的公路建设与管理，制定公路的收费标准与收费期限，因此收费公路企业受地方政府的政策影响很大，不同地区、不同类型企业承受政策风险的程度和能力也有很大不同，这也使行业显现出较为明显的地域性特征。中诚信证评认为，在目前国内公路行业的政策背景下，相对于跨省投资经营收费公路的企业，专注于省内收费公路经营的企业面临的政策风险较低。在同一区域内，政府背景的公路企业政策风险较低，而仅拥有单一路产的企业应对政策变化的能力较弱，面临的运营风险较大。

最后，对于经营管理政府还贷公路的法人组织单位以及由地方政府全资成立并受让政府还贷公路经营权的公路企业，地方政府财政实力成为评价其信用品质的关键因素，这也进一步强化了收费公路行业的地域性特征。

● 分流影响

收费公路面临来自铁路、水运、民航以及其它公路的竞争。一方面，邻近铁路、航线的建成，会对收费公路产生较大的分流。另一方面，来自邻近并行公路的分流影响更为直接，邻近并行收费公路的建成、通行费变化以及非收费替代公路的投入运营，都会对其收入产生重大影响。

● 路产质量

一般而言，相交或延伸公路的建成通车，通常会促进原有公路的车流量增长。拥有规模较大且较为完整的路网资产的公司一般更具经营稳定性，同时在服务区域内的垄断地位也更加稳固。对收费公路公司评级时，应关注其重要路产周围目前或未来是否能够产生较好的路网效应。

● 建造、维修成本

随着原材料和征地费用的上升，收费公路建造成本与维修成本不断提高。在通行费费率呈现下调趋势的条件下，成本提高将进一步对公司盈利能力构成压力。

另一方面，收费公路的改扩建和大、中修将带来较大的资本支出，同时严重影响通行费收入，为收费公路运营公司带来较大的经营压力。

评级方法介绍

本评级方法通过以下步骤帮助读者了解中诚信证评针对国内收费公路企业的评级：

1. 确定等级影响因素

中诚信证评任务以下因素是影响国内收费公路企业信用等级的重要因素：

- 区域地位
- 竞争线路
- 区域经济
- 交通量构成
- 运营实力
- 财务实力
- 公司治理与战略
- 外部支持

其中，八大评级因素共包括 13 个次级指标，作为中诚信证评考评中国收费公路企业信用质量的重要指标。除上述因素外，中诚信证评还考察其他因素，这些因素有时对评定级别起着非常重要的影响（如资产抵质押情况、政府及股东支持、股东背景、收费政策、特许条款等）。

2. 指标的计算方法

上述每大类因素部分包含 2~4 个次级指标，共计 13 个指标，它们是中诚信证评评价中国收费公路企业信用质量的重要指标。

中诚信证评对指标的计算方法因指标不同而有所不同，某些指标根据最近的数据计算，某些指标则采用过去 3 年平均值计算。同时，我们也关注指标的最高值与最低值，并结合行业周期进行分析，以了解企业在不同周期时的信用表现。为方便阐述，我们在本评级方法中仅采用了历史数据。

需要指出的是，本评级方法引用的所有数据均为公开数据，而中诚信证评在评级过程中还需考虑未公开信息。

3. 指标与级别的映射

中诚信证评对每一个次级指标均设定了相应的级别映射区间。每个指标的评级结果不一定会与实际评级结果一致，有些情况下甚至会有较大的差异，实际评级结果是综合所有因素的结果。

4. 八大因素及其次级指标

我们根据重要性原则赋予八大评级因素（包括其下的 13 个次级指标）相应的权重。

八个关键因素及其次级指标

| 关键因素 | 次级指标 |
|---------|--------------|
| 区域地位 | 区域地位 |
| 竞争线路 | 竞争线路 |
| 区域经济 | 区域经济 |
| 交通量构成 | 交通量构成 |
| 运营实力 | 通行费收入 |
| | 单公里路费收入 |
| | EBITDA 利润率 |
| 财务实力 | FFO/利息支出 |
| | FFO/总债务 |
| | 总资本化率 |
| | 留存现金流/当年资本支出 |
| 公司治理与战略 | 公司治理与战略 |
| 外部支持 | 外部支持 |

5. 最终级别确定

将相应指标所映射级别的分值与对应的权重相乘，加总得出的分值将对应最终的级别，由此得到一个初步的评级结果。但是，由于没有一种方法能够完全反映所有公司的不同情况，我们还考虑评级过程中获取的其它影响信用品质的重要因素，对模型级别进行修正，以确定最终的信用等级。

八个重要评级因素

为了更好的说明中诚信证评的收费公路评级方法，以下部分对每一关键因素及其所包含的次级指标进行详细说明，包括指标的评价原因、衡量方法以及如何影响级别评定。

评级因素 1：区域地位

公路资产是收费公路企业最重要的经营基础，路产的区域地位决定了收费企业的整体状况和信用水平。路产规模越大往往越易形成路网效应，从而提升收费公路企业的收入规模及稳定性。中诚信证评选定路网规模来定性衡量路产区域地位。

衡量说明

路网规模。收费公路网络规模的扩大有助于资产质量的提升，发挥路网优势。对于收费公路企业来说，资产多样性主要是指线路数量的多少和类型的多样性。拥有较多数量和类型路产的公司通常具有更好的经营稳定性。尽管路网密度提高可能降低已有路段的通行量，造成单位里程的通行量可能出现下降，但在中国目前高速公路建设相对不足，路网效应尚未充分发挥的现状下，这种影响总体来看并不大。而对于信用评级来说，拥有规模较大且较为完整的路网资产将有助于提高公司抵御行业、地区和经营风险的能力，巩固在服务区域内的垄断地位，并且更易于得到政府和金融机构的支持。鉴于该指标的重要性，我们赋予其较高的权重。

评级因素 2：竞争线路

收费公路行业具有典型的垄断经营和价格刚性特征，业务运营和收入具有稳定性。相对其他行业而言，收费公路企业具有更强的长期规划性和财务稳定性，因此业务运营的历史情况和未来稳定性是我们分析的关键因素之一。路产是否存在竞争线路是影响收费公路企业经营稳定性的主要因素，中诚信证评定性考察竞争线路指标来衡量运营资产的稳定性。

衡量说明

竞争线路。竞争线路的状况直接影响收费公路的通行量，考虑到收费公路资产特性，我们关注竞争线路变化对受评企业未来交通量的影响。由于竞争格局基本结构变化缓慢，因此对交通量的影响可以预期。在中国目前的情况下，中诚信证评重点关注铁路、邻近收费公路的建设及费率变化以及替代性非收费公路的分流影响。

评级因素 3：区域经济

区域经济特征对收费公路企业的信用品质影响很大，因为通行量的增长通常取决于服务区域的经济发达程度、经济多元性以及人口情况和交通偏好。中诚信证评主要考察 3 个次级指标：经济发达和多元化程度、人口密度和增长率以及人均 GDP。其中第一个因素是基于现有数据的定性评价，第二、三个因素是基于以公开信息的定量测算为主。

衡量说明

经济发展和多元化程度。服务区域提供的经济基础是收费公路未来收入增长的重要动力。我们主要考察服务区域经济发达和多元化程度、产业结构及其经历一个经济周期的稳定性。对于交通量以本地交通为主的路产，中诚信证评主要考察当地的经济环境，而对于通过型路段，我们还将考察其上下游区域的经济特征。经济发达地区的车流量一般较大，多元化的产业结构则有利于分散单一产业波动对通行量的影响。

人口密度和增长。在人口稠密且总数持续增长的地区，一般经济较为发达，可为客货交通量的增长提供稳定的需求基础。同时，人口密集地区更适合发挥高速公路在中短途运输中的竞争优势，提高抵御其他交通方式分流影响的能力。

人均 GDP。作为国民产出的一种计量方法，人均 GDP 指标并不能直接测量一个地区的信用状况，但它可以体现该地区宏观经济的发展状况，进而反映收费公路营运的经济环境。

同时，中诚信证评还将考察公司路产处于正常运营期、建成初期流量增长阶段抑或仍处于在建期，主要路产处于运营成熟期的企业通常具有更强的信用素质。

评级因素 4：交通量构成

交通量是指在选定时间段内，通过道路某一地点、某一断面或某一条车道的交通实体数量。由于交通量构成指标与路产所在服务区域经济发达程度、经济多元化和交通偏好密切相关，因此分析交通量的构成特征是确定道路功能、性质的重要依据。另外，考虑到国内公路收费标准与行驶车辆车型及载重量关系紧密，分析交通量构成也是判断收费公路企业盈利稳定性和成长性的依据。

衡量说明

交通量构成。该指标主要考察服务区域产业结构和由此引起的通行车辆结构。一般来说，大型客货车在通行量中比重较高的路产具有更好的稳定性和成长性，运营环境和获现能力更好。而乘用车，尤其是轿车是我国汽车保有量增长最快的车型，因此交通量以其为主的路段也具有良好的成长性。

评级因素 5：运营实力

考虑到国内公路收费政策具有较大刚性，通行量与通行费收入关联度较高，因此通行费收入是衡量收费公路企业运营实力的最重要指标，综合反映路产的规模、重要性、通行量以及收费标准等因素，同时也直接影响收费公路企业的现金流和利润情况。由于收费公路行业具有投资规模较大，投资回报周期偏长、债务负担较重等特点，企业的债务偿还能力对其自身盈利能力具有较大依赖。中诚信证评主要通过通行费收入、单公里路费收入以及 EBITDA 利润率三个次级指标衡量收费公路企业的运营实力。

衡量说明

通行费收入。通行费收入是影响收费公路利润和现金流的最重要因素，在通行费率稳定的情况下，收费公路运营实力主要体现在路产的通行状况。通行费收入长期稳定增长反映较好的收费刚性、服务区域经济的良性发展以及竞争线路的持续缺乏。收费和交通量过快增长一方面表明需求旺盛，另一方面也反映出道路设计规模偏小，进而带来扩建和增大资本支出的需求。当通行费收入出现下降时，其原因可能包括其他交通方式或路段的分流、地区经济衰退、燃料价格和通行费率上升等等。

单公里路费收入。单公里路费收入指在考虑了路产规模的情况下衡量收费公路企业的盈利能力，该指标越高表面企业路产的单位收益水平越高，更容易获得较高的信用评级。

EBITDA 利润率（EBITDA/主营业务收入）。EBITDA 利润率主要用来衡量收费公路企业的盈利能力，这取决于收入增长情况和运营费用变化。收费公路企业基本的运营费用包括人工工资、管理费用、监控及收费系统软硬件费用、维护费用等，其运营费用上升主要源于路产养护成本上升以及管理费用提高等因素。如果无法调整收费价格以抵消费用上升的影响，EBITDA 利润率可能出现下降趋势。在考察这一指标时，中诚信证评关注不同企业固定资产折旧和大修支出在会计处理上的差别，以保证在相同的口径下的可比性。

评级因素 6：财务实力

财务实力是衡量公路运营公司信用级别的重要因素。公路行业投资规模大且集中，同时现金流回流稳定。因此，我们重点关注公路企业的债务与现金流在规模和时间上的匹配情况。在这一因素下，我们考虑的次级指标包括：FFO/利息支出、FFO/总债务、总资本化比率、留存现金流/资本支出。由于新建公路通行量一般会在 3~5 年内快速集聚，之后趋于稳定。因此，评级时还需考虑路产所处的运营阶段，在对未来通行量预测的基础上评价企业的财务实力。

衡量说明

FFO/利息支出。对于收费公路企业，营运现金流（FFO）可以剔除运营资本波动对现金流的影响。

FFO/总债务。持续稳定的债务保障倍数是发行人长期财务健康状况的重用指标。如果该指标持续下降，表明企业的财务表现与预算的结构不平衡。这一指标对于新投产项目或扩张期的路网尤其重要，因为这类项目有持续累进的债务偿付需要。同时，我们还将考察企业偿付债项的具体计划、对未来收入增长和运营能力的预期、融资渠道情况及银行授信额度的支持等因素。

总资本化比率（总债务/总资本）。这里的总债务指付息债务，包括银行借款、应付债券和票据，总资本则是债务与权益合计（包括少数股东权益）。这一指标可以反映企业的财务杠杆程度，较高的杠杆系数代表较为紧张的财务压力。一般来说，新建路产较多的企业通常具有相对较高的杠杆系数，但是，如果新投入运营路产能够实现较好的现金流，则可以在一定程度上弥补财务杠杆方面的弱势。

留存现金流/资本支出（RCF/CAPEX）。该指标主要考察公司留存现金流对当期资本支出的覆盖程度。虽然收费公路企业当期资本支出可能通过通行费收入增长而得到弥补，但是如果其自身现金

流能够满足资本支出的需要，无疑将有利于信用品质的提升。这样的企业可以不依赖外部融资，并且在经营环境恶化时有多种融资方式选择。

在考察债务和资本状况时，我们不仅关注目前的债务压力，还要考虑债务的期限结构、未来资本支出导致的资本、债务结构变化等因素。未来资本支出计划和融资方式会带来业务量的增长，同时也会改变目前的资本结构，进而影响信用状况。对于未来资本支出较大的公司，需要重点分析公路建成后的现金流增长能否较好地覆盖不断增长的当期债务。

对于资本支出，中诚信证评重点考察其规模与投向，在结合企业融资计划的基础上，分析资本支出对企业信用品质的影响。较低的资本支出需求通常是提升信用品质的正面因素，而依赖债务融资的资本需求较高，则通常会对信用状况构成负面影响，但新建项目如果具有较高的战略合理性，且极有可能产生充沛、稳定的现金流入，则可在一定程度上弥补这种负面影响。

评级因素 7：公司治理与战略

良好的公司治理结构与合理的未来战略规划，一方面，有助于收费公路企业经营决策的科学性及合理性；另一方面，有助于企业管理政策的执行和经营目标的实现。

衡量说明

公司治理与战略。公路建设周期长，投资巨大且回收期限长，同时政策敏感度很高，因此管理层在项目、投融资等方面的管理经验与管理能力对公司业务运营产生较大影响。中诚信证评认为，清晰明晰的预算、合理可行的投融资管理政策、成功应对突发事件的历史记录，以及实现较佳财务表现的能力视为管理实力的体现。从战略规划来看，如果公司主要投资于由需求推动的项目，而不是实行投机性扩张和偏重资本运作的策略，能够帮助公司控制债务规模和回避风险，从而获得较高的信用评价。

评级因素 8：外部支持

由于收费公路作为交通基础设施，在地方经济的发展中起着至关重要的作用，因此收费公路企业较容易在交通运输部、地方政府以及银行等机构获得外部支持。

衡量说明

外部支持。收费公路企业的最终股东通常为地方政府。中诚信证评将考察公路企业在当地的地位及其与政府的关系，同时地方政府对企业支持的意愿及相关政策的连续性也是重点分析对象。一般来讲，公路企业受母公司及所属地交通主管部门的直接监督，国有公路企业董事会成员多由政府任命。一方面，地方政府的介入可以使公路企业获得直接或间接的支持，另一方面也可能使公路企业承担一些公益性项目。

其他考虑因素

公路公司具有较强的地域性和个体特殊性。针对每个评级项目，中诚信证评同时会考虑多个定性因素，这些因素主要包括：

收费政策

不同公路具有不同的收费政策和收费期限，地方政府收费政策变化将对收费公路企业的业务运营产生较大影响。政府还贷公路在还完贷款本息后应停止收费，且不以营利为目标。如果受评企业的主要路产属于政府还贷性质，其财务表现可能较弱，但由于纳入地方政府财政预算，同时受政策变动影响的可能性较小，即使收费政策有变化，债权人的利益也相对有保障。

地方财政实力

评价经营管理政府还贷公路的法人组织单位以及由地方政府全资成立并受让政府还贷公路经营权的公路企业时，地方政府财政实力一个非常重要的考虑因素。如果政府全资公路企业的举债规模较大，且地方政府财政实力较弱，则信用风险相对较大。在衡量地方财政实力时，我们主要考虑地方政府的财政收入增长情况、财政平衡能力、政府类公路企业的举债规模以及未来公路建设规划等项目因素。

另一方面，尽管地方财政实力对评价上述两类单位的信用风险都很重要，但重要程度还是有所差别的。这主要表现在对于债权人来说，承债主体的差别会在一定程度上导致债务保障程度的不同。前一类债务的承债主体是政府，属于政府直接债务，而后一类债务的承债主体是收费公路企业，其债务也由政府直接债务转化为隐性债务或或有债务。与直接债务相比较，隐性债务的保障程度要相对低一些。

银行借款条件和信用记录

大多数收费公路企业均将收费权质押给银行或将部分资产抵押给银行以取得贷款，某些贷款协议还带有附加限制条件。资产抵押在一定程度上降低了公司的财务弹性，我们将考察公路企业的资产抵质押情况和重要的借款条件，综合判断对公司信用状况的影响。同时，我们还将考察公司在银行的信用记录，了解银行授信总额度、未使用授信余额、以及授信的种类、条件、期限等情况，分析公司的流动性情况。

会计政策

会计政策的不同将直接影响财务报表对企业实际经营成果的反映。公路企业往往在折旧、大修以及损失准备等会计政策方面有较大差异。评级过程中我们关注不同的会计处理方式对企业经营成果的影响，并尽量使受评企业能够在同一口径下进行比较。

主要指标计算公式

毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

$EBIT = \text{利润总额} + \text{财务性利息支出} - \text{非经常性损益}$

$EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$

$EBITDA \text{ 利润率} = EBITDA / \text{主营业务收入}$

$\text{总资产收益率} = EBIT / \text{平均总资产}$

$\text{平均总资产} = (\text{期初总资产} + \text{期末总资产}) / 2$

$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / \text{总资本}$

$\text{总债务} = \text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{应付短期融资券} + 1 \text{ 年内到期的长期债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券}$

$\text{总资本} = \text{总债务} + \text{所有者权益 (包括少数股东权益)}$

$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$

$EBITDA \text{ 利息倍数} = EBITDA / \text{利息支出}$

$\text{利息支出} = \text{资本化利息支出} + \text{财务性利息支出}$

$FFO \text{ 利息倍数} = FFO / \text{利息支出}$

$FFO = \text{经营活动现金流 (CFO)} - \text{营运资本的减少}$

$\text{营运资本的减少} = \text{存货的减少} + \text{经营性应收项目的减少} + \text{经营性应付项目的增加}$

$\text{留存现金流/资本支出} = RCF / \text{资本支出}$

$\text{留存现金流/总债务} = RCF / \text{总债务}$

信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含 义 |
|------|------------------------------|
| AAA | 债券信用质量极高，信用风险极低 |
| AA | 债券信用质量很高，信用风险很低 |
| A | 债券信用质量较高，信用风险较低 |
| BBB | 债券具有中等信用质量，信用风险一般 |
| BB | 债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高 |
| B | 债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高 |
| CCC | 债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高 |
| CC | 债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高 |
| C | 债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含 义 |
|------|------------------------------------|
| AAA | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务 |
| C | 受评主体不能偿还债务 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

| | |
|----|-----------------|
| 正面 | 表示评级有上升趋势 |
| 负面 | 表示评级有下降趋势 |
| 稳定 | 表示评级大致不会改变 |
| 待决 | 表示评级的上升或下调仍有待决定 |

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

中诚信评估和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信评估事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信评估从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信评估对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信评估不对任何人或任何实体就 a) 中诚信评估或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信评估事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信评估对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人等做出自己的研究和评估。

中诚信证券评估有限公司

地址：北京市西城区复兴门内大街 156 号
招商国际金融中心 D 座 7 层
邮编：100031
电话：(8610) 66428877
传真：(8610) 66422610
网址：www.ccxr.com.cn

地址：上海市黄浦区西藏南路 760 号
安基大厦 8 楼
邮编：200011
电话：(8621) 51019090
传真：(8621) 51019030
邮箱：ccxr@ccxr.com.cn