

深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）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：李转波 zhbli@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 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，充分履行了实地调查和诚信义务，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1280 号

深圳市宝鹰建设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：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“17 宝鹰 01”的信用等级为 **AA**。

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：中诚信国际维持深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司（以下简称“宝鹰股份”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“17 宝鹰 01”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了实际控制人变更为珠海市国资委、业务资质齐全、品牌知名度高及客户资源稳固等正面因素对公司信用水平的支持。同时，中诚信国际也关注到客户集中度较高、新签合同额下降、盈利能力下滑、债务持续上升且短期债务占比较高以及管理整合效果有待观察等因素对其经营和整体信用实力的影响。

概况数据

宝鹰股份（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	83.77	92.52	102.09	100.73
所有者权益合计（亿元）	38.46	40.11	41.37	41.51
总负债（亿元）	45.31	52.41	60.72	59.22
总债务（亿元）	26.67	34.03	42.90	45.81
营业总收入（亿元）	71.64	68.56	66.77	9.27
净利润（亿元）	3.84	2.72	2.00	0.17
EBIT（亿元）	6.22	5.29	4.14	--
EBITDA（亿元）	6.41	5.39	4.24	--
经营活动净现金流（亿元）	-3.97	-7.99	7.45	-2.43
营业毛利率(%)	15.44	17.18	16.40	16.73
总资产收益率(%)	7.25	6.01	4.26	--
资产负债率(%)	54.09	56.65	59.48	58.79
总资本化比率(%)	40.95	45.90	50.91	52.46
总债务/EBITDA(X)	4.16	6.32	10.12	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.86	2.96	2.23	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **实际控制人变更为珠海市国资委。**跟踪期内，公司控股股东变为珠海航空城发展集团有限公司（以下简称“航空城集团”），实际控制人变更为珠海市国资委，未来有望在市场开拓、融资等方面获取更多资源。

■ **资质齐全，客户资源稳定。**公司资质齐全，拥有 5 个施工专业承包壹级资质，经营规模在国内装饰行业排名前列。公司凭借较强的品牌知名度和业务实施能力与众多大型业主保持了良好的合作关系。

关注

■ **新签合同额下降。**跟踪期内，受宏观经济环境及市场拓展策略调整等因素影响，公司新签合同额大幅下降，未来业务经营稳定性有待关注。

■ **客户集中度较高。**2019 年公司前五大客户贡献收入合计金额为 35.19 亿元，占营业总收入的比重达 52.71%。集中度较高使得公司收入和回款情况易受单一客户业务波动或供应商政策调整等因素影响，业务经营面临的不确定性增强。

■ **利润水平下滑。**受计提资产和信用减值损失、财务费用增加等因素影响，2019 年公司利润水平进一步下滑。

■ **债务持续上升且短期债务占比较高。**近年来公司债务规模持续攀升，截至 2020 年 3 月末总债务为 45.81 亿元，且均为短期债务，面临较大的短期债务周转压力。

■ **管理整合效果有待观察。**公司成为国资控股企业后，短期内面临国资监管下治理体系融合、管理磨合等压力，后续整合效果有待观察。

评级展望

中诚信国际认为，深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司的信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司在行业地位、经营规模、盈利能力、外部支持等方面得到明显提升。

■ **可能触发评级下调因素。**业务承揽和经营规模下滑、盈利和回款持续弱化、债务规模持续攀升。

行业比较

2019 年部分建筑装饰企业主要指标对比表

公司名称	建筑新签合同额 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净资产收益率 (%)	总资本化比率 (%)	总债务/EBITDA (X)	营业周期 (天)
宝鹰股份	61.38	66.77	4.90	50.91	6.87	370
全筑股份	117.04	69.36	6.25	46.68	3.57	296
亚厦股份	145.25	107.86	5.40	31.39	5.22	470

注：“全筑股份”为“上海全筑建筑装饰集团股份有限公司”简称；“亚厦股份”为“浙江亚厦装饰股份有限公司”简称；总债务/EBITDA 为三年平均值。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
17 宝鹰 01	AA	AA	6.10	6.10	2017/07/12~2020/07/12

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

宝鹰股份经中国证券监督管理委员会证监许可【2017】361号批复核准，获准向合格投资者公开发行面值总额不超过8亿元的公司债券。宝鹰股份于2017年7月11日公开发行了6.1亿元的公司债券，根据《募集说明书》，本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还金融机构借款和补充流动资金。截至2019年末，募集资金按照《募集说明书》列明的用途使用并履行了相关的程序。

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。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

建筑装饰行业竞争激烈、集中度低，且长期面临工程回款缓慢的问题；2019 年以来房地产行业调控及新冠疫情等因素或进一步抬升行业资金压力

建筑装饰行业市场空间广阔，成长性较好，但一直以来面临着准入门槛较低、市场竞争激烈、行业集中度低等问题，目前行业内规模最大的企业占行业总产值的比重不足百分之一，行业内的龙头企业存在着较大的发展和提升空间。由于建筑装饰业务处于房屋建筑产业链的相对末端，施工周期较短，一般在一年以内，但行业特性决定了其工程款的回收易受到工程总承包方和房地产开发商资金情况的影响。近年来房地产行业调控政策的整体趋紧使得装饰装修行业普遍面临工程款账期延长及项目回款不及时等问题，应收账款周转效率、经营活动获现能力等在建筑产业链中处于较弱水平，资金压力较大。2019 年以来，房地产市场坚持“房住不炒”、房企融资政策的收紧叠加 2020 年一季度新冠肺炎疫情导致的销售放缓，或将进一步加大建筑装饰企业的资金回笼压力。

从市场空间来看，近年来商品住宅市场销售规

模保持高位，同时政策倡导下住宅精装修交房占比提升、消费升级驱动等因素能够为家装行业需求带来较为稳定的支撑。此外，由于建筑装饰的更新周期相对建筑工程较短，一般家装更新周期为 8~10 年，公装更新周期为 6~8 年，随着存量房数量的进一步增长，二次装修需求的逐步释放将成为行业整体发展的有效推动力。同时，在装饰装修整体向“绿色环保、设计装修一体化、住宅批量全装修”演进的大背景下，行业将会进一步向具备资金、技术及规模化优势的企业集中。

新冠肺炎疫情短期内将对建筑业产值、盈利、新签合同等产生较大影响，长期影响有限

2020 年初，受新冠疫情影响，各地政府陆续出台了关于春节后建筑企业延迟复工或新开工时间的相关要求。从实际情况来看，国内大部分工程施工项目受制于农民工返程受限、地方复工政策等因素，复工时间较往年明显延后，一季度建筑业产值面临较大冲击。同时，人员返工隔离、防疫物资采购、增强日常监测监控等防控措施将导致建筑业成本费用的增加；而疫情结束后的集中开工或使得上游建筑材料和机械设备供给偏紧，叠加“用工荒”问题，亦将抬升工程成本。虽然部分地方政府出台政策明确将防疫成本列入工程造价予以追加，但疫情带来的建筑业盈利承压问题仍值得关注。此外，疫情带来的房地产销售承压、基建新项目的招标发包进度滞后等亦将对短期内建筑业新签合同产业一定影响。

从长期来看，一季度为建筑施工的传统淡季，受此次疫情影响的项目可通过赶工期弥补，全年建筑业产值仍有望保持较强韧性。同时，2020 年对投资稳增长的要求更为紧迫，后续通过基建等投资逆周期调节的力度有望加大，进而提振建筑业需求。整体来看，本次疫情对我国建筑业及建筑企业信用水平带来的长期影响有限。

跟踪期内，公司实际控制人变更为珠海市国资委，未来有望在市场开拓、融资等方面获取更多资源；

但短期内亦面临国资监管下治理体系融合、管理磨合等压力

2020年1月14日，公司控股股东、实际控制人古少明先生及一致行动股东宝贤投资与珠海航空城发展集团有限公司（以下简称“航空城集团”）签署了《股份转让协议》。同日，古少明先生与航空城集团签署了《表决权委托协议》。根据《股份转让协议》，古少明先生和宝贤投资分别将其持有的公司19.91%和2.09%的股权转让给航空城集团。根据《表决权委托协议》，自该协议转让的股份过户登记手续完成之日起，古少明将所持有的未转让的剩余公司4.57%股权所对应的表决权无条件且不可撤销地委托予航空城集团行使。2020年1月21日，公司收到中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司出具的《证券过户登记确认书》，古少明先生及宝贤投资协议转让给航空城集团的无限售流通股股份已完成了过户登记手续，航空城集团持有公司表决权股份达356,418,981股（占公司股本总额的26.57%），成为公司控股股东，公司实际控制人变更为珠海市国资委。2020年6月2日，公司召开2020年度第二次临时股东大会，会议进行董事会换届选举，公司新一届董事会由9名董事组成，其中非独立董事6名，航空城集团委派4名。

中诚信国际注意到，航空城集团拥有丰富的产业资源，2012年其与珠海机场集团公司重组后，拥有了民航运输、通用航空运营、航空产业园开发三大核心业务板块，同时在城市开发建设、房地产开发建设、市政工程等领域亦有业务布局。公司成为航空城集团控股企业后，有利于其进一步增强自身品牌影响力，同时在市场开拓、外部融资、工程建设业务协同等方面有望获取更多资源。但公司短期内亦面临国资监管下治理体系融合、管理磨合等压力。中诚信国际将对实际控制人变更事项给公司经营和整体信用状况带来的相关变化保持关注。

公司资质齐备、业绩积累丰富，2019年品牌知名度和市场影响力稳步提升

公司在建筑装饰领域资质较为齐全，拥有建筑装饰工程、建筑幕墙工程、建筑智能化系统工程三个设计专项甲级资质及建筑装修装饰工程、建筑幕墙工程、建筑机电安装工程、电子与智能化工程和消防设施工程五个施工专业承包壹级资质；具有较强的施工能力和丰富的施工管理经验。2019年，公司承建的珠海海湾大酒店装饰工程获得“中国建筑工程装饰奖”；参建的北京大兴国际机场装饰工程获得“大国装饰70年——百项经典工程”，品牌知名度和市场影响力进一步提升。深圳鼎和大厦项目部总结和编制的超高层内嵌入式单元玻璃幕墙施工工法和大型单元式格栅幕墙施工工法获得两项广东省省级工法，并完成了多项专利技术的研发。中诚信国际认为，公司在建筑装饰行业品牌和市场地位领先，并具备一定的技术创新能力，能够为其业务的稳定发展提供良好支撑。

海外业务规模持续收缩；在手境外项目的实施仍面临诸多不确定性

经过多年的市场拓展，公司境内业务领域已覆盖全国绝大部分省会城市，并形成了以深圳总部为中心，辐射华东、华中、华北各大区域的经营格局，2019年受公司海外业务拓展更加审慎及国内业务市场拓展策略调整等因素影响，公司新签合同额下降较大。截至2019年末累计未完工部分金额112.89亿元，同比下降26.6%。

表1：公司新签合同额区域结构（单位：亿元）

业务区域	2017	2018	2019	2020.1-3
华南地区	33.18	37.61	31.15	3.31
西南地区	8.82	18.10	6.18	2.03
华东地区	13.62	17.55	9.11	0.37
华中地区	6.06	18.27	9.13	0.56
华北地区	5.29	8.49	2.53	0.03
西北地区	3.29	0.80	0.15	-
东北地区	1.13	0.94	1.01	0.01
境外地区	15.45	14.78	2.12	-
合计	86.84	116.54	61.38	6.31

注：因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

近年来公司持续调整海外业务布局，相继出售了境外业务子公司深圳市中建南方建设集团有限

公司、印尼宝鹰建设集团有限公司等股权，海外新签合同额不断下降。截至 2019 年末，公司在越南、缅甸、澳门、香港、澳大利亚、美国、印度尼西亚等境外国家和地区开展项目共 27 个，累计合同额 45.80 亿元；其中前四大海外项目合同额合计 37.10 亿元，公司累计确认收入 0.40 亿元，累计实现回款 0.39 亿元（截至 2018 年末相关项目累计确认收入 0.37 亿元，累计回款 0.10 亿元）。中诚信国际注意到，虽然目前公司重大海外项目的回款风险敞口较小，但相关项目实施进度明显滞后，可能面临一定的固定成本超支等风险。同时，公司境外项目所处区域的政治、经济、政策环境可能发生波动，不同国别在合同条款的履行上可能存在商业习惯和法律定义的差异，境外项目的合同履行亦存在一定法律风险；此外，公司境外项目主要以美元结算，部分项目以当地币进行结算，境外收入的提升也会增加汇率波动带来的相关风险。特别是 2020 年以来，新冠疫情的全球蔓延进一步增加了公司境外业务面临的不确定性，其相关项目的推进情况值得关注。

2019 年以来受宏观经济环境及市场拓展策略调整等因素影响，公司新签合同额大幅下降；同时亦面临客户集中度较高、工程回款较慢等问题

从业务类型来看，公司建筑装饰业务包括公共建筑装饰、住宅精装修、幕墙装饰和其他工程四类。近年来在投资放缓的背景下，国内公装市场整体增量较小，2019 年公司对于小型业主采用了较为保守的市场拓展策略，经营重点主要放在国企业主的开拓，加之境外公装业务合同额减少，使得公司公共建筑装饰新签合同额持续下降，跟踪期内公司完成了北京大兴国际机场、珠海海湾大酒店、东莞民盈山国贸中心等大型公共建筑项目。

表 2：公司新签合同额业务构成（单位：亿元）

业务板块	2017	2018	2019	2020.1~3
公共建筑装饰	50.93	43.56	26.28	3.99
住宅精装修	17.43	61.59	21.21	1.13
幕墙装饰	9.98	9.03	11.65	1.08
其他工程	6.66	1.11	1.18	-
工程设计	1.84	1.25	1.06	0.11

合计	86.84	116.54	61.38	6.31
----	-------	--------	-------	------

资料来源：公司提供

住宅精装修业务方面，公司凭借较强的施工能力和丰富的管理经验，与国内部分龙头房地产开发商建立了长期战略合作关系，但近年来受国家房地产调控及融资政策影响，公司下游客户资金压力有所放大，2019 年来公司主动控制地产类项目的业务承揽规模，使得住宅装修业务新签合同额大幅下降，中诚信国际将对公司业务承接稳定性保持关注。

客户集中度方面，公司的公装业务单体合同较大，且其在业内品牌知名度较高，积累了稳固的客户资源，而住宅精装修业务具有“整体复制”或“菜单式复制”的特点，单个合同金额亦具有一定规模，在供应商的选择上，龙头房企倾向于选择具备相当资金实力、规模优势和业绩积累的上市装饰企业，使得两者之间存在一定的业务依赖性，上述因素的共同作用使得公司客户结构具有一定的集中度，2019 年前五大客户贡献收入合计金额为 35.19 亿元，占营业总收入的比重达超过 50%。中诚信国际认为，虽然公司的主要客户均为行业内领先企业，但集中度较高使其收入和回款情况易受单一客户业务波动或供应商政策调整等因素影响，业务经营面临的不确定性增强。从承揽端来看，2019 年公司调整经营策略后，新签合同客户集中度已出现较为明显的下降，后续客户结构调整情况有待关注。

表 3：2019 年公司新签合同/销售口径前五大客户情况（亿元）

客户名称	新签合同	占比
恒大地产集团有限公司	28.51	42.70%
永辉基业有限公司	1.90	2.85%
中国建筑股份有限公司	1.83	2.73%
勤诚达控股有限公司	1.48	2.22%
深圳世联行地产顾问股份有限公司	1.47	2.20%
合计	35.19	52.71%
客户名称	销售额	占比
恒大地产集团有限公司	14.83	24.16%
勤诚达国际（控股）有限公司	3.53	5.75%
深圳茂业（集团）股份有限公司	2.29	3.73%
开封市州桥文化发展有限公司	1.97	3.21%
广东黄河实业集团岳阳酒店有限公司	1.85	3.02%
合计	24.47	39.87%

资料来源：公司提供

由于公司的主要客户为房地产开发商和建筑施工总承包方,2019年在经济“去杠杆”、“紧信用”等因素影响下,部分客户资金压力明显加大,由于公司作为专业分包商在产业链中的议价能力相对较弱,使得客户资金占用现象有所加剧。从主要客户结算方式来看,其一方面加大了票据结算的支付力度,使得公司账款回收有所放缓,另一方面,部

分项目要求供应商采用“总价包干”的结算模式,由原来按工程量进度按期申报进度款改为项目完成至竣工阶段一次性支付90%工程款,公司在项目实施过程需要垫付大量资金,虽然客户能够给予一定的资金占用补偿,但短期内公司的应收账款和经营活动现金流仍面临较大压力。

表 4: 截至 2020 年 3 月末公司主要建筑装饰在施项目 (亿元)

项目名称	合同金额	开工日期	完工进度	累计实现回款
公共建筑装饰:				
开封市大相国寺片区改造提升项目	1.97	2019.07	2%	0.08
新乡市中心医院室内装饰工程	0.36	2019.03	65%	0.11
旭辉三亚亚龙湾天赋度假酒店项目大区精装修(二标段)工程	0.25	2019.04	60%	0.08
深圳宝安大仝里金逸影城装修工程	0.24	2019.01	35%	0.14
蚌埠淮上万达广场室内步行街精装修工程二标段	0.21	2019.12	30%	0.04
住宅装饰:				
悦彩城(西北地块)室内公共区域装饰装修工程	0.65	2019.04	81%	0.30
海南海花岛 1#岛 F 区海洋世界室内包装及精装修工程	0.46	2019.09	22%	0.05
清远恒大银湖城 127-129#、138-141#楼室内精装修工程	0.35	2019.09	15%	0.05
毕节市金海湖新区幸福小镇项目 2、5 地块装修工程	0.32	2019.01	53%	0.13
威宁自治县 2018 年易地扶贫搬迁工程祥和佳苑二期室内装修工程	0.31	2019.12	26%	0.03
幕墙装饰:				
正奇未来城项目 1 栋、4 栋 幕墙、铝合金门窗工程	1.09	2019.08	2%	-
玉溪体育运动学校及玉溪市少年儿童体育学校迁建项目一区工程玻璃幕墙及铝板幕墙工程专业分包	1.03	2019.12	15%	0.14

资料来源:公司提供

装饰产业链延伸方面,子公司惠州宝鹰宅配家居有限公司(以下简称“宝鹰宅配”)主要从事木质家居产品的设计、定制化生产、安装及配套产品销售。2019年,宝鹰宅配实现营业总收入1,834.42万元,利润总额-70.39万元。**中诚信国际认为**,家居宅配业务是公司建筑装饰主业向客户端的进一步延伸,该业务板块与建筑装饰业务的协同发展能够丰富公司的业务结构,提升产业链附加值,但该业务板块市场竞争激烈且同样易受房地产调整政策波动影响,进入新兴业务领域亦对公司的管理水平提出了更高要求,中诚信国际将对该业务板块的未来经营状况保持关注。

2019 年公司继续计提商誉减值,对利润产生一定侵蚀;高文安设计业绩补偿及鸿洋电商投资回购款回收情况值得关注

2015年4月,公司以23,520.00万元收购了深

圳高文安设计有限公司(以下简称“高文安设计”)60%的股权,成为其控股股东,收购时产生商誉20,606.14万元。自并购以来由于高文安设计的经营业绩与预期存在一定的差距,2016~2018年公司分别计提商誉减值准备1,979.02万元、619.36万和5,572.16万元。2019年,高文安设计实现营业收入3,312.58万元,净利润-1,977.70万元,由于高文安设计的经营业绩并未出现明显改善,公司对高文安设计进行了减值测试,并进一步计提商誉减值准备6,051.27万元,对当年利润产生较大影响。截至2019年末,公司累计计提高文安设计商誉减值准备14,221.80万元,高文安设计剩余商誉账面价值6,384.34万元。根据收购时《股权转让协议》及相关业绩承诺,高文安先生需向高文安设计支付6,956.98万元补偿款。截至目前,高文安先生已向高文安设计支付补偿款1,000万元港元,其余补偿款未能如期履约,由于高文安设计的经营情况仍存

在不确定性，中诚信国际将对高文安设计的后续商誉减值及业绩补偿款的回收保持关注。

2018年，由于参股的上海鸿洋电子商务股份有限公司（以下简称“鸿洋电商”）的资金周转出现问题，经营秩序失常，公司分别在二季度和四季度对鸿洋电商的账面价值各计提50%的长期股权投资减值准备，当年完成鸿洋电商长期股权投资账面价值1.30亿元的全额减值计提。2018年12月，公司分别向上海市第一中级人民法院、上海市静安区人民法院提起了诉讼，要求鸿洋电商实际控制人谢虹、马自强按照签署的《关于上海鸿洋电子商务有限公司投资协议》、《关于上海鸿洋电子商务有限公司之股权转让协议》，对公司持有的18.948%和2.368%的股权进行回购，回购价款分别为10,800万元、3,000万元以及按照同期人民银行贷款利率计算的利息。

关于10,800万元诉讼案件，2019年8月16日，公司收到上海市第一中级人民法院的一审判决书，判决内容主要为被告谢虹、马自强应于本判决生效之日起十日内支付原告股份回购款1.08亿元及相对应的银行同期利息。谢虹、马自强不服上海市第一中级人民法院民事判决，向法院提起上诉。2019年12月25日，公司收到上海市高级人民法院《民事裁定书》，裁定结果为本案按上诉人谢虹、马自强自动撤回上诉处理。一审判决自本裁定书送达之日起发生法律效力，本裁定为终审裁定。目前公司已向法院提交申请强制执行的材料，并收到法院的立案通知。此外，关于3,000万元诉讼案件，目前案件正在审查立案之中，尚未收到法院立案通知。**中诚信国际认为**，鉴于公司对鸿洋电商的投资损失已经全部反映在2018年的当期利润中，未来该项投资对公司的负面影响有限，中诚信国际将持续关注相关诉讼的后续进展。

财务分析

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017~2018年度财务报表，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2019年度财务报表以及未经审计的2020年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，评级报告中所用财务数据均为各期财务报表期末数。

2019年受外部环境波动、财务费用增加及资产减值计提等因素影响，公司的整体盈利水平进一步下滑

公司主业为建筑装饰工程，近年来以公共建筑装饰、住宅装饰和幕墙装饰为代表的装饰业务收入占比始终保持在较高比重，2019年来受海外项目推进不及预期、公司加强前端风险控制、下游行业持续受政策调控、外部融资环境等因素影响，公司营业收入小幅下滑。从毛利率来看，在建筑装饰市场竞争不断加剧，人工等成本上升的背景下，公司通过加强项目过程管控与成本管理，营业毛利率整体保持平稳，但2019年外部经济环境及下游房地产行业持续调控等因素仍使得公司订单利润空间有所收窄。2020年一季度，受新冠肺炎疫情导致项目延迟复工影响，公司营业收入同比下降37.42%。

表5：近年来公司主要板块收入及毛利率（%）

收入分板块	2017	2018	2019	2020.1-3
公共建筑装饰	37.42	28.64	20.84	2.66
住宅精装修	18.47	25.02	35.39	4.30
幕墙装饰	5.92	5.56	7.07	2.14
其他业务	8.72	8.37	2.60	0.08
设计业务	1.11	0.97	0.87	0.10
营业总收入	71.64	68.56	66.77	9.27
毛利率分板块	2017	2018	2019	2020.1-3
公共建筑装饰	15.72	17.64	16.61	17.11
住宅精装修	14.51	17.72	15.87	17.72
幕墙装饰	15.35	17.33	18.63	14.22
其他业务	11.80	11.86	9.32	19.58
设计业务	49.78	34.92	36.08	15.23
营业毛利率	15.44	17.18	16.40	16.73

注：2018年公司部分计入营业成本的研发费用单独核算，并对2017年营业成本进行追溯调整，追溯调整后的2017年营业毛利率为17.04%。
资料来源：公司财务报告

从三费结构来看，公司管理费用（含研发费用）在期间费用中占比较高，主要由研发费用、职工薪酬等组成，公司系高新技术企业，近年来研发投入始终保持在较高水平，2019年为2.10亿元。2019年公司票据贴现和应收账款保理业务保持在较高水平，加之融资规模的扩大，财务费用进一步上升

至 2.21 亿元，客户资金压力的传导使得公司财务费用持续上升。2019 年期间费用率增至 8.84%，对利润侵蚀较大。受疫情影响收入降低和固定成本仍存影响，公司三费收入占比大幅提升。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	0.32	0.27	0.28	0.07
管理费用	2.47	3.33	3.41	0.61
财务费用	1.77	1.84	2.21	0.49
三费合计	4.57	5.44	5.90	1.16
三费收入占比	6.37	7.94	8.84	12.56
经营性业务利润	6.45	6.26	4.96	0.36
资产减值损失	-1.87	-2.71	-2.71	-0.14
利润总额	4.55	3.47	2.24	0.22
净利润	3.84	2.72	2.00	0.17
EBITDA 利润率	8.95	7.86	6.35	--
净资产收益率	11.28	6.93	4.90	--

注：中诚信国际分析时将研发费用计入管理费用，将信用减值损失计入资产减值损失。

资料来源：公司财务报告

利润方面，2019 年公司实现经营性业务利润 4.96 亿元，呈持续下降态势。当年公司计提资产减值损失（含信用减值损失）2.71 亿元，主要系高文安设计商誉减值及对部分公共建筑装饰项目单项计提 1.81 亿元坏账准备所致，资产减值损失对利润造成较大侵蚀，当期利润总额为 2.24 亿元。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情导致收入下降影响，公司利润总额同比大幅下滑 77.69%。此外，盈利收窄使得 2019 年公司 EBITDA 利润率和净资产收益率均有所下降，中诚信国际将对公司未来盈利状况的变化保持关注。

2019 年以来公司资产、负债规模均有所增加，较大的项目资金周转压力使得公司有息债务规模持续扩大，且短期偿债压力进一步上升

2019 年公司资产规模保持稳定增长，从结构来看，建筑行业的经营特点决定了流动资产在公司总资产中占比很高，主要由存货、货币资金、应收账款和应收票据构成。应收账款主要为应收工程款，近年来客户的资金占用现象加剧使其保持较高水平，截至 2019 年末，账龄在 1 年内占比约为 75%；按欠款方归集的余额前五名的应收账款合计占比

为 9.91%；期末公司累计计提应收账款坏账准备 9.69 亿元。2019 年以来，公司主要客户采用票据方式结算，使得应收票据进一步增加，期内公司向金融机构等以不附追索权的方式转让应收票据及应收账款 5.73 亿元（2018 年为 7.42 亿元），相关的损失为 0.44 亿元（2018 年为 0.50 亿元）。整体来看，在客户资金趋紧的情况下，2019 年以来公司的回款压力进一步增加。截至 2019 年末公司货币资金 11.54 亿元，较上年末基本持平，但受限货币资金大幅增至 9.03 亿元，包括银票保证金等经营性保证担保 8.38 亿元、存单质押 0.30 亿元和涉诉冻结款 0.35 亿元等，很高的货币资金受限比例显著降低了其资金流动性。由于公司施工及结算周期相对较短，以已完工未结算款和原材料为主的存货规模较小，但应收账款积压仍使得其营业周期明显高于土建施工行业，2019 年达 370 天。

表 7：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
存货	3.04	3.43	3.78	4.46
货币资金	16.62	11.75	11.54	11.28
应收账款	51.28	60.83	67.96	59.30
应收票据	2.65	8.08	10.20	15.37
其他应收款	1.89	2.81	2.59	2.89
流动资产	77.55	88.87	98.77	96.96
资产总额	83.77	92.52	102.09	100.73

注：中诚信国际分析时将合同资产计入存货。

资料来源：公司财务报告

由于建筑施工企业对营运资金需求较高，属于高杠杆经营行业，因此负债水平较高是行业的普遍特征。从负债构成来看，公司负债以流动贷款、应付票据及对原材料供应商和分包商的资金占用为主。随着项目规模的扩大和业主付款周期的延长，公司对营运资金的需求快速增加，2019 年短期借款进一步增加，其中 6.32 亿元为商业承兑汇票贴现及应收账款保理产生的短期借款。2019 年以来，公司积极探索采用多元化的结算方式缓解资金压力，期末以银承汇票为主的应付票据大幅增至 16.52 亿元。此外，应付账款主要为应付材料款和劳务费，2019 年末较上年变化不大。从债务结构来看，2019 年末公司债务均为短期债务，短期债务周转压力很大，未来债务结构调整及短期债务到期偿还情况值得

关注。

表 8：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1-3
应付账款	12.88	11.79	11.40	6.40
应付票据	0.88	3.04	16.52	16.52
短期借款	14.12	20.92	20.28	23.19
短期债务	15.13	27.95	42.90	45.81
长期债务	11.54	6.08	-	-
总债务	26.67	34.03	42.90	45.81
所有者权益合计	38.46	40.11	41.37	41.51
资产负债率	54.09	56.65	59.48	58.79
总资本化比率	40.95	45.90	50.91	52.46

注：中诚信国际分析时将合同负债计入预收款项。

资料来源：公司财务报告

2019 年公司所有者权益积累较为缓慢，主要系当年利润下滑及进行现金分红和股份回购所致。2019 年公司现金分红和股份回购金额分别为 3,317.67 万元和 4,000.00 万元。资本结构方面，受负债上升较快影响，2019 年来公司资产负债率和总资本化比率均有所提升。

2019 年来公司优化结算方式，经营获现情况明显改善；但偿还较多债务使得资金压力仍存，整体偿债能力有待提升

经营活动方面，2019 年优化结算方式，提高与供应商使用票据结算的比例，加之账款催收力度的加大，经营活动现金流明显好转。2019 年投资活动现金净流入下降主要系 2018 年处置子公司、参股公司股权使得基数较高所致。筹资活动方面，2019 年公司融资环境进一步收紧，当年偿还较多银行借款使得筹资活动现金流为大幅净流出态势。2020 年一季度，由于经营和投资业务存在一定资金缺口，公司通过债务融资方式进行了适当的资金平衡。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

指标	2017	2018	2019	2020.1-3
经营活动净现金流	-3.97	-7.99	7.45	-2.43
投资活动净现金流	-0.41	0.99	0.15	-0.49
筹资活动净现金流	8.82	-1.53	-12.00	3.29
收现比	0.92	0.83	0.85	1.53
付现比	1.05	1.02	0.76	1.99
货币资金/短期债务	1.10	0.42	0.27	0.25
经营活动现金流入/短期债务	4.41	2.04	1.35	1.28
总债务/EBITDA	4.16	6.32	10.12	--
EBITDA 利息倍数	3.86	2.96	2.23	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2019 年以来公司短期债务规模增长较快，货币资金对短期债务的覆盖程度持续弱化，考虑到受限货币资金的影响，公司面临很大的流动性压力。债务的增长和盈利水平的弱化亦使得 EBITDA 对债务本息的覆盖程度有所减弱。整体来看，公司偿债压力较大。

公司公开市场无信用违约记录，或有事项较少

或有负债方面，截至 2019 年末，公司无对外担保。同期末，公司无作为被告的重大未决诉讼案件。受限资产方面，截至 2019 年末公司受限资产 13.37 亿元，主要为受限货币资金和附追索权的票据贴现产生的质押。

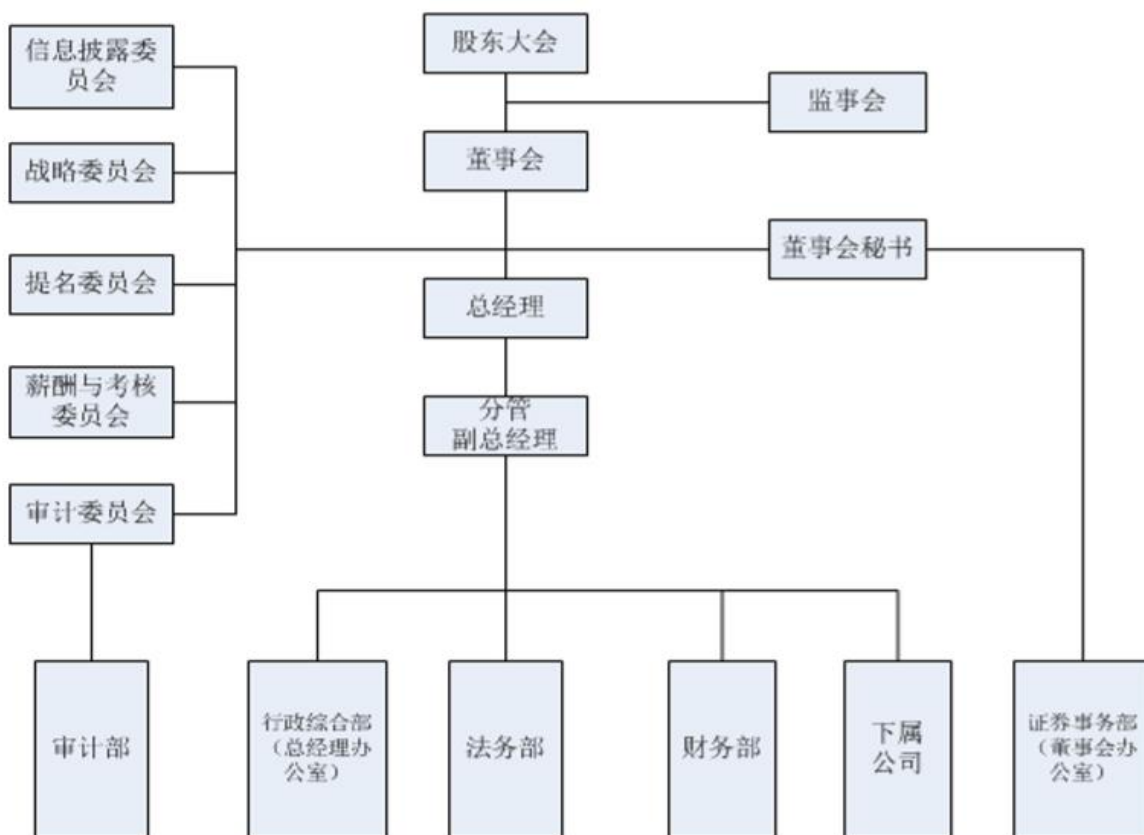
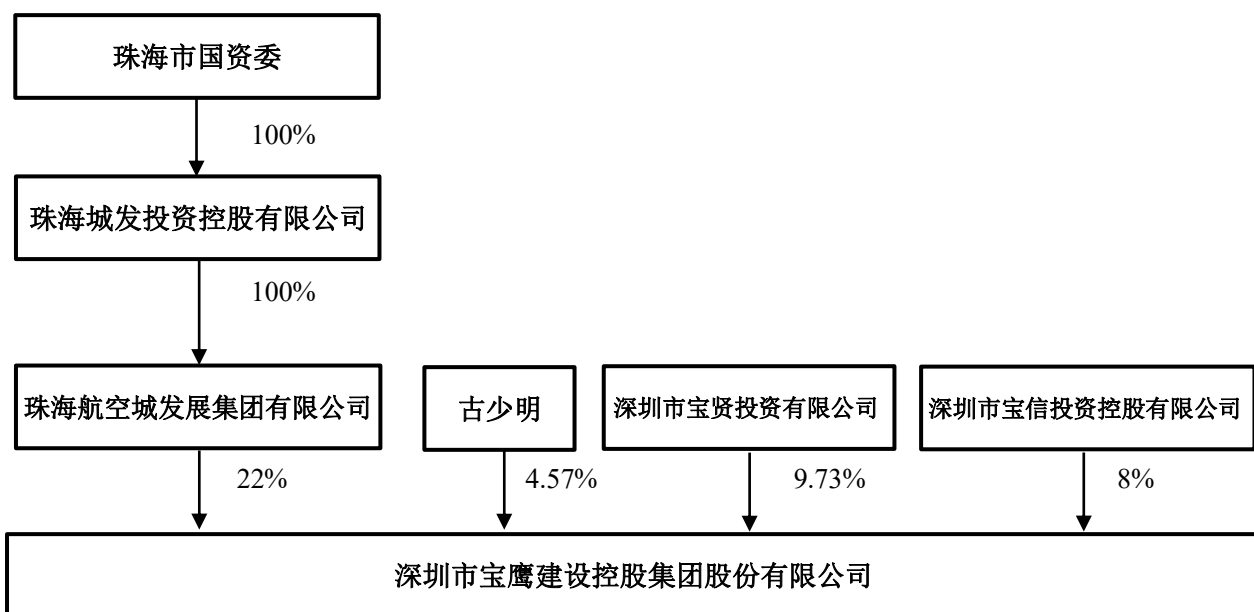
公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2019 年末共获得各银行综合授信额度 82.75 亿元，其中未使用额度 51.37 亿元。此外，公司作为 A 股上市公司，具备一定的股权及债券融资能力，财务弹性尚可。

过往债务履约情况：根据公开资料显示，公司在公开市场无信用违约记录。根据公司提供企业信用报告及其他相关资料，截至 2020 年 3 月 6 日，公司借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

结论

综上，中诚信国际维持深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“17 宝鹰 01”的债项信用等级为 **AA**。

附一：深圳市宝鹰建设控股集团股份有限公司股权及组织结构图(截至 2020 年 3 月末)



资料来源：公司提供

附二：深圳市宝鹰建设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	166,188.15	117,466.28	115,358.26	112,787.28
应收账款净额	512,833.64	608,348.07	679,647.33	593,045.31
其他应收款	18,869.03	28,109.95	25,886.12	28,866.57
存货净额	30,427.75	34,304.69	37,782.56	44,646.02
长期投资	25,962.89	6,088.51	5,789.22	5,793.11
固定资产	5,816.08	5,588.77	5,142.51	4,980.11
在建工程	--	--	--	--
无形资产	107.44	75.13	84.75	75.49
总资产	837,704.66	925,203.03	1,020,893.36	1,007,320.88
其他应付款	7,282.61	10,458.66	6,085.26	6,941.68
短期债务	151,254.37	279,470.60	429,001.94	458,077.89
长期债务	115,449.18	60,844.44	0.00	0.00
总债务	266,703.56	340,315.04	429,001.94	458,077.89
净债务	100,515.41	222,848.75	313,643.69	345,290.61
总负债	453,117.26	524,109.24	607,243.18	592,184.71
费用化利息支出	16,634.95	18,192.67	19,032.55	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	384,587.40	401,093.79	413,650.18	415,136.17
营业总收入	716,445.14	685,582.03	667,683.33	92,716.77
经营性业务利润	64,469.70	62,555.39	49,560.15	3,610.73
投资收益	-1,783.42	-499.09	58.14	2.70
净利润	38,431.44	27,234.75	19,972.86	1,655.20
EBIT	62,152.50	52,940.38	41,448.93	--
EBITDA	64,136.53	53,870.50	42,395.30	--
经营活动产生现金净流量	-39,671.66	-79,935.24	74,537.24	-24,328.84
投资活动产生现金净流量	-4,080.96	9,853.13	1,482.94	-4,926.90
筹资活动产生现金净流量	88,158.94	-15,267.62	-120,042.42	32,937.25
资本支出	1,590.46	783.18	277.73	4,933.46

财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	15.44	17.18	16.40	16.73
期间费用率(%)	6.37	7.94	8.84	12.56
EBITDA 利润率(%)	8.95	7.86	6.35	--
总资产收益率(%)	7.25	6.01	4.26	--
净资产收益率(%)	11.28	6.93	4.90	1.60*
流动比率(X)	2.30	1.92	1.63	1.64
速动比率(X)	2.21	1.84	1.56	1.56
存货周转率(X)	13.65	17.54	15.49	7.49*
应收账款周转率(X)	1.35	1.22	1.04	0.58*
资产负债率(%)	54.09	56.65	59.48	58.79
总资本化比率(%)	40.95	45.90	50.91	52.46
短期债务/总债务(%)	56.71	82.12	100.00	100.00
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.15	-0.23	0.17	-0.21*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.26	-0.29	0.17	-0.21*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-2.38	-4.39	3.92	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-23.80	-29.27	11.53	-23.87*
总债务/EBITDA(X)	4.16	6.32	10.12	--
EBITDA/短期债务(X)	0.42	0.19	0.10	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.86	2.96	2.23	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.74	2.91	2.18	--

注：1、2019年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务；3、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用；4、带*指标已经年化处理。

附三：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/交易性金融资产+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+租赁负债+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	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=营业周期-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） 营业周期=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
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	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”。

附四：信用等级符号及定义

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。