

重庆康达环保产业（集团）有限公司

2017 年度第一期短期融资券

跟踪评级报告

主体信用等级： AA 级

债项信用等级： A-1 级

评级时间： 2018 年 2 月 8 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2018]100013】

跟踪对象: 重庆康达环保产业(集团)有限公司 2017年度第一期短期融资券(简称“本期短券”)

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	AA级	稳定	A-1级	2018年2月
首次评级:	AA级	稳定	A-1级	2017年7月

主要财务数据

项 目	2014年	2015年	2016年	2017年 前三季度
金额单位:人民币亿元				
发行人母公司数据:				
货币资金	5.50	10.04	3.63	6.34
短期刚性债务	11.35	15.15	24.93	34.66
所有者权益	16.00	20.78	20.14	22.28
现金类资产/短期刚性债务 [倍]	0.48	0.66	0.15	0.18
发行人合并数据及指标:				
流动资产	27.35	41.97	38.15	46.18
货币资金	6.59	11.61	7.03	9.98
流动负债	18.25	24.74	37.34	50.14
短期刚性债务	11.35	16.14	26.38	36.36
所有者权益	24.02	33.34	37.12	41.56
营业收入	16.98	17.41	18.72	15.29
净利润	2.75	2.86	3.38	2.43
经营性现金净流入量	1.62	2.76	3.31	0.50
EBITDA	5.81	6.21	7.23	—
资产负债率[%]	64.74	63.27	65.62	69.04
流动比率[%]	149.82	169.66	102.16	92.11
现金比率[%]	36.28	72.01	19.22	19.91
利息保障倍数[倍]	2.65	2.76	2.79	—
经营性现金净流入与流动 负债比率[%]	11.83	12.82	10.68	—
非筹资性现金净流入与流 动负债比率[%]	-61.62	-39.89	-37.64	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.77	2.82	2.86	—
EBITDA/短期刚性债务[倍]	0.71	0.45	0.34	—

注:根据康达环保经审计的2014~2016年及未经审计的2017年前三季度财务数据整理、计算。其中2015年数据采用2016年审计报告经追溯调整后数据。此外2017年季报中,本评级报告将“17康达环保CP001”、“17康达环保SCP001”及“17康达环保SCP003”的本金由应付债券调整至一年内到期的非流动负债。

分析师

熊梓
Tel: (021) 63501349-837
E-mail: xh@shxsj.com

江帆
Tel: (021) 63501349-821
E-mail: jf@shxsj.com

上海市汉口路398号华盛大厦14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪评级”或“本评级机构”)对重庆康达环保产业(集团)有限公司(简称“康达环保”、“该公司”或“公司”)及其发行的2017年度第一期短期融资券的跟踪评级反映了跟踪期内,康达环保在行业政策环境、业务规模、经营性现金流等方面所具备的优势,同时也反映了公司在行业竞争、业务回款、财务杠杆、资本性支出、流动性等方面继续面临压力。

主要优势:

- **国家对污水处理行业的支持力度较大。**随着国内城镇化的不断推进及政府环境整治力度的不断加大,国内污水处理需求有所提升,污水处理行业面临的外部发展条件较好。
- **业务规模持续扩大。**跟踪期内,康达环保继续推进主业规模扩张,随着污水处理项目陆续落地,公司经营规模保持扩张态势。
- **污水处理业务收入及现金流回笼稳定。**污水处理主业合同约定有保底水量、水价调整等机制,可为康达环保未来提供稳定的收入和现金流来源。

主要风险:

- **业务回款风险。**受业务特点影响,康达环保应收账款规模较大,且回款效率受项目所在地政府或其指定机构的影响较大。随着污水处理市场的不断下沉,需关注业务回款效率及风险。此外,也需关注公司运营过程中往来款风险控制。
- **市场竞争激烈。**资金实力、项目资源及运营管理能力等是决定水务企业竞争力的核心要素。目前污水处理行业竞争激烈且投资主体呈现多元化,康达环保面临的竞争压力较大。

- **财务杠杆较高，资金压力较大。**污水处理项目前期投入较大，而投资回收期较长。受 BOT、TOT、PPP 等项目模式和资金来源影响，跟踪期内，康达环保刚性债务规模继续扩大，负债经营程度有所上升，且处于较高水平。此外，随着公司业务的继续拓展，后续发展资金需求量大，将持续面临较大的资金压力，需关注公司财务杠杆控制情况。
- **流动性压力加大。**康达环保现阶段业务仍处于扩张期，公司短期债务增长较快，流动性压力有所加大。

➤ 未来展望

通过对康达环保及其发行的本期短券主要信用风险要素的分析，新世纪评级维持公司 AA 级主体信用等级，评级展望为稳定，认为本期短券还本付息安全性最高，并维持本期短券 AA 级信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

本评级机构对重庆康达环保产业（集团）有限公司 2017 年度第一期短期融资券的跟踪评级作如下声明：

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评估人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评估人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级有效期至重庆康达环保产业（集团）有限公司 2017 年度第一期短期融资券本息的约定偿付日止。

鉴于信用评级的及时性，本评级机构将对评级对象进行跟踪评级。在信用等级有效期限内，评级对象在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

重庆康达环保产业（集团）有限公司

2017 年度第一期短期融资券

跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

按照重庆康达环保产业（集团）有限公司(以下简称“康达环保”、该公司或公司) 2017 年度第一期短期融资券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据康达环保提供的未经审计的 2017 年前三季度财务报表及相关经营数据，对康达环保的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

二、宏观经济和政策环境

2017 年全球经济扩张步伐加快并有望持续，美联储货币政策收紧将对全球经济产生外溢性效应，全球热点地缘政治仍是影响全球经济增长不确定性冲击因素。我国经济在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下、在外部需求回暖带动下，整体表现出稳中向好的态势。随着我国“开放、包容、普惠、平衡、共赢”的推进，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长且发展质量不断提升。

2017 年全球经济扩张步伐加快并有望持续，通胀预期走高，美联储货币政策收紧将对全球经济产生外溢性效应，全球热点地缘政治仍是影响全球经济增长不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现强韧，美联储加息缩表有序推进、税改计划即将落地，经济增长有望保持强劲，需谨防地产和资本市场泡沫风险；欧盟经济复苏势头良好且前景乐观，但内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松缩减，或为继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，增长基础仍不稳固，超宽松货币政策将持续。在除中国外的主要新兴经济体中，相关央行普遍降息刺激经济，其中印度经济仍保持中高速增长，增速放缓状况将随着“废钞令”影响褪去及税务改革的积极作用逐步显现而得到扭转；俄罗斯经济复苏向好、巴西经济从衰退走向复苏、南非经济受政治不确定性拖累，经济增长前景均受大宗商品价格走势影响较大。

在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下以及外部需求

回暖带动下，2017 年我国经济整体表现出稳中向好的态势。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平上涨明显，就业形势较好；居民收入增长较快、消费升级需求持续释放且增长稳定，对经济的拉动作用日益突出；投资增长稳中略缓，投资结构持续改善，补短板、增后劲力度加大；进出口增长强劲，净出口对 GDP 增长贡献率由负转正。工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产调控“因城施策”、租购并举，调控效果明显，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成并不断完善。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”战略、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展战略持续推进，各区域协同发展的效应逐步显现。

2017 年我国财政政策积极有效，对经济平稳增长和结构调整发挥了重要作用。财政收支形势趋好，地方政府举债融资监管不断加强，融资机制创新同时日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。央行持续推进稳健中性的货币政策，调控手段不断创新且精准性提高，针对普惠金融实施定向降准、公开市场操作“削峰填谷”、逆回购利率上调，保障了市场流动性的总体稳定；宏观审慎监管框架不断完善、金融监管强化，金融部门资金空转现象和杠杆率得到控制，为经济发展和风险防范营造了稳定的金融环境。人民币汇率体制改革稳步推进，市场化定价机制不断完善，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设持续深入推进、引进来和走出去并重，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币已成为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放取得新进展。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年我国仍将以供给侧结构性改革为主线，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济、金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴

随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

三、公司所处行业及区域经济环境

我国水资源整体贫乏、污染问题严重、供需矛盾十分突出，污水处理为解决水资源循环利用的主要途径，面临良好的发展前景。

从水资源供给情况来看，我国是一个水资源贫乏和分布不均匀的国家，其基本特点体现在：总量并不丰富，人均占有量更低；降雨时空分布不均，水土资源不相匹配。作为一个干旱缺水严重的国家，我国淡水资源总量约为 28,000 亿立方米，占全球水资源的 6%，仅次于巴西、俄罗斯、加拿大、美国和印度尼西亚，居世界第 6 位，但人均仅为世界平均水平的 1/4，整体较为贫乏，是全球 13 个人均水资源最贫乏的国家之一。

同时，国内水源污染问题较严重。多年来，随着国内城市化、工业化进程的推进，我国污水排放量逐年增加。我国污水排放主要包括生活污水排放和工业污水排放两种。生活污水排放主要是居民用水的排放，排水量受城镇化程度和人口数量影响较大；工业污水即工业生产中排放的污水，一般情况下污染程度比生活污水要大，相对较难处理。根据环保部于 2017 年 2 月发布的《全国环境统计公报（2015 年）》，2015 年，全国废水排放总量 735.3 亿吨。其中，工业废水排放量 199.5 亿吨、城镇生活污水排放量 535.2 亿吨。2007 年，我国工业废水排放达到了前期峰值，之后在国家大力实施产业结构调整、淘汰落后产能，以及积极推广节能减排等政策的作用下，工业废水排放逐步呈现下降趋势，但城市化进程的加快导致城镇生活污水排放量快速增长，带动全国废水排放总量持续增长。基于污水排放量与经济增长水平、人口数量及城市化进程等因素高度相关，预计未来我国污水排放总量将继续保持增长。

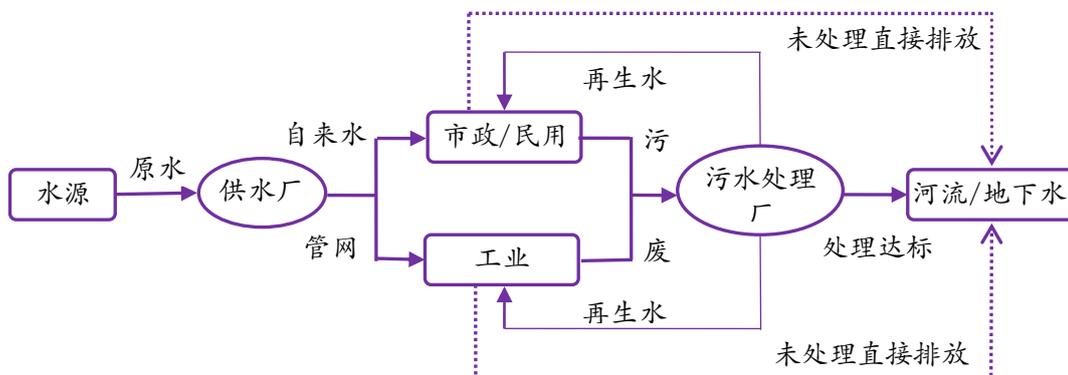
图表 1. 2003-2015 年全国废水排放量¹ (单位: 亿吨)



注: 根据环保部 2003-2015 年全国环境统计公报整理

总体来看, 随着工业化、城市化的深入发展, 预计未来我国水资源需求总量将继续增长, 水资源供需矛盾将更加尖锐, 我国水资源面临的形势也将更为严峻。水务行业主要包括供水和污水处理两个子行业, 水资源循环利用为解决供水矛盾的唯一途径, 为污水处理行业带来了良好的发展机遇。

图表 2. 水务行业产业链



资料来源: 新世纪评级整理

我国现行水务体系仍处于向市场化方向过渡阶段。我国污水处理费实行政府定价, 地区间差异较大, 但整体偏低, 在水价市场化、污水处理成本逐步上升和政策支持等背景下, 污水处理费存在较大上调空间。

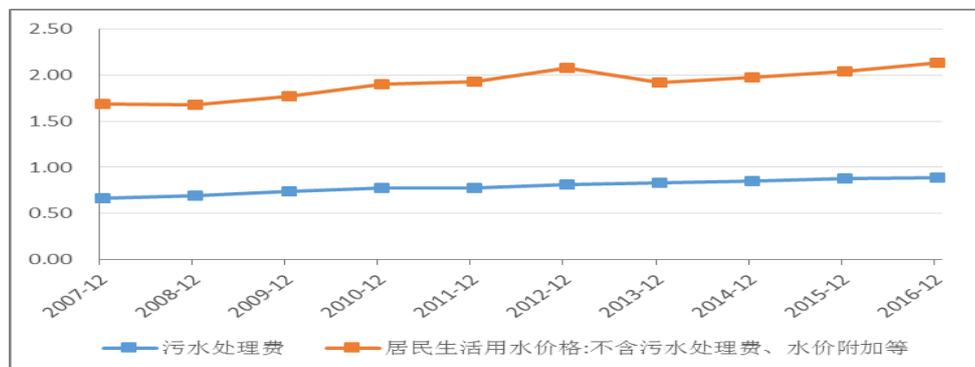
我国城市水务产业脱胎于计划经济体制, 在此体制下城市水务与政府关系密切, 主要表现为经营管理上的政企合一、政资合一, 各城市拥有自己的供水厂, 并以事业单位的形式进行运营管理, 同一地区内的水厂形成区域性供水垄断。20 世纪 90 年代以来, 各城市对城市水务事业

¹ 2016 年数据尚未公布。

单位进行了企业化改革，形成了一批城市自来水公司和排水公司。2002年，原国家建设部（现“国家住房和城乡建设部”）颁布了《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》，使城市水务行业的市场化改革向纵深推进，城市水务行业对国外资本、民营资本的逐步开放也使得外国水务企业和民营水务企业在整个行业中扮演着越来越重要的角色。但是目前，我国水务行业仍处于向市场化方向过渡阶段，地方政府下属的区域性水务企业仍占主导地位，行业仍存在集中度低、运营服务能力较弱等问题。

水务行业受到政府的严格管制，其中水价管制是政府调控的主要手段。我国水价制定以《城市供水价格管理办法》为基础，随着市场化机制的引进，我国水价形成了“成本加成”的定价模式。目前，我国污水处理费收费标准的制度或调整根据各地污水处理厂等设施的运行维护成本，结合当地经济发展水平和居民承受能力等因素确定。由于各地经济发展水平、水资源供需等方面的不同，区域间污水处理费标准差异大，但从污水处理费占综合水价的比例或水费支出占我国家庭支出的比例看，与发达国家相比我国水价整体水平偏低。随着供水和污水处理等方面的成本逐渐上升，为提高用水效率，促进节约用水，我国将进一步完善水价形成机制。2015年1月，发改委等部门联合发布《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》，指出2016年底前，城市污水处理收费标准原则上每吨应调整至居民不低于0.95元，非居民不低于1.4元；县城、重点建制镇原则上每吨应调整至居民不低于0.85元，非居民不低于1.2元。除北京、上海等个别省市外，全国绝大多数地区的污水处理费均有上调空间。从我国水资源的稀缺性以及水污染程度来看，在资源品价格改革以及节能减排的大趋势下，水的资源属性将逐渐得以体现，水价及污水处理费有着一定的上涨空间。

图表 3. 2008 年以来居民用水价格和污水处理价格（单位：元/吨）²



数据来源：Wind、国家发改委

² 为 36 城数据。

在政府环境整治力度加大，水务市场投资扩大，发展加快和市场化改革深入的背景下，水务行业产业格局呈现多元化，具有资源、资金、技术等方面优势的企业更易取得领先地位。

政策方面，近年来政府环境治理力度不断加大，污水处理等环保领域面临的市场机遇及政策面较好。2014年国务院发布《国家新型城镇化规划（2014-2020）》提出，要推进环境污染第三方治理、实行最严格的环境监管制度，到2020年要使所有县城和重点镇都具备污水处理能力。2015年4月，国务院印发《水污染防治行动计划》（简称“水十条”），从全面控制污染物排放、推动经济结构转型升级、着力节约保护水资源、强化科技支撑、充分发挥市场机制作用、严格环境执法监管、切实加强水环境管理、全力保障水生态环境安全、明确和落实各方责任、强化公众参与和社会监督十个方面开展防治水污染防治行动。水十条中提出，现有城镇污水处理设施，要因地制宜进行改造，2020年底前达到相应排放标准或再生利用要求；敏感区域（重点湖泊、重点水库、近岸海域汇水区域）城镇污水处理设施应于2017年底前全面达到一级A排放标准，建成区水体水质达不到地表水IV类标准的城市，新建城镇污水处理设施要执行一级A排放标准。2016年，国务院发布《“十三五”生态环境保护规划》，对2020年我国水环境质量提出多项约束性和预期性指标，由此，预计水环境综合治理将成为“十三五”治理重点。同时，由于国家层面对各地黑臭水体治理、海绵城市建设进行推动，释放出巨大的市场需求，流域水环境治理或与之交叉，或统筹兼顾，已经成为各地水环境质量改善的重要手段。2018年1月新修改的《水污染防治法》正式实施，其中增加了关于建立河长制、加强对违法行为的惩治力度等内容，水环境管理更趋严格。

“十三五”期间，我国规划新增污水处理设施规模5.22亿立方米/日，提标改造污水处理设施规模4220亿立方米/日，新增污泥（以含水80%湿污泥计）无害化处置规模6.01亿吨/日，新增再生水利用设施规模1505亿立方米/日等；计划新建配套新增污水处理设施投资1506亿元，提标改造污水处理设施投资432亿元，新增或改造污泥无害化处置设施投资294亿元，新增再生水生产设施158亿元等。未来我国污水处理领域投资规模预计仍将保持在较高水平。

在融资方面，2015年9月，中共中央、国务院《生态文明体制改革总体方案》发布，提出要建立绿色金融体系，推广绿色信贷。12月，中国人民银行推出绿色债券市场，以完善绿色银行信贷。12月底，国家发

改委印发了《绿色债券发行指引》，进一步发挥企业债券融资对节能减排、发展节能环保产业等方面的作用。我国绿色债券市场的推出，为水务行业企业的融资带来便利。同年，财政部、环保部两部门印发了《关于推进水污染防治领域政府和社会资本合作（PPP）的实施意见》（简称“意见”）。意见包括鼓励水污染防治领域推进 PPP 工作，实施城乡供排水一体、厂网一体和行业“打包”，实现组合开发，吸引社会资本参与等。

由于污水处理项目在同一区域内进行重复建设的可能性较低，污水管网等固定资产生命周期较长，以及行业内项目大量采取特许经营方式运营等影响，造成污水处理项目具有一定的区域垄断及先发优势特征。近年来持续的政策推动，以及经济新常态下企业转型需求的增加，提高了市场对于污水处理行业投资的积极性，部分业内实力较强的水务集团快速进行扩张，同时行业新进入者也在增多，项目争夺激烈。从目前市场参与者的企业性质来看，行业的主要参与者可以分为国有控股的综合性水务企业、综合性外资水务集团、国有地方性水务企业和民营企业，市场参与主体较多，市场集中度较低，行业整体呈现出多元化的竞争格局。随着行业内新进入者携资本进入并快速扩张，在加剧行业竞争的同时，也倒逼行业内现有企业不断完善自身管理运营体制，提高服务水平，对行业整体发展起到一定的推动作用。综合来看，资本实力或融资能力、运营管理能力及政府资源等是影响水务企业竞争实力的决定性因素。

四、公司自身素质

（一）公司产权状况、法人治理结构与管理水平

截至 2017 年 9 月末，该公司实收资本仍为 17.30 亿元，公司董事长赵隽贤之子赵思朕以间接方式，通过离岸公司持有公司约 55% 的股份。公司近年来实际控制方一直为赵氏家族。

组织架构方面，2017 年以来，该公司在原事业部制的基础上，推进职能中心改革。目前公司按照扁平型直线职能制结构设置职能部门，设有财务管理中心、市场拓展中心、技术管理中心、建设管理中心、成本控制中心、风险监控中心、人力资源中心等，并下辖多个管理部门，公司组织架构详见附录二。

（二）经营状况

跟踪期内，该公司继续推进业务规模扩张，并通过 BOT、TOT 及

PPP 等模式开展业务。随着已签约及已投运污水处理项目量的增加，公司运营规模进一步扩大，收入保持增长。同时，公司现阶段处于扩张期，项目投入较多，存在持续的资金压力。此外，国内污水处理市场重心在不断下沉，项目存在小型化、分散化的趋势，公司面临的市场竞争及管控压力也有所加大。

该公司近年来主要业务是以 BOT、TOT 及 PPP 等方式投资运营污水处理项目和以 BT 方式投资市政管网及其配套项目。跟踪期内，公司继续聚焦污水处理主业，扩大业务规模，同时公司未再新增 BT 项目。公司目前具有市政公用工程施工总承包一级、环境污染治理设施运营资质证书（工业废水甲级、生活污水甲级）等资质；已通过 ISO9001 和 ISO14001 体系认证；具有改良型氧化沟城市污水处理工艺等专利。

2017 年前三季度，该公司实现营业收入 15.29 亿元，较上年同期增长 50.66%。从主营业务收入构成来看，工程建造收入和运营服务收入仍为公司主要的收入来源，其中，2017 年前三季度，公司工程建造收入为 8.50 亿元，较上年同期增长 97.14%，占比为 55.59%；运营服务收入为 6.75 亿元，较上年同期增长 15.94%，占比为 44.15%。公司工程建造业务收入主要受 BOT 等项目承接量及完工进度的影响；运营服务收入来自于污水处理厂日常运营收入。跟踪期内，随着公司污水处理项目工程建设的推进以及投入运营项目量的增长，收入规模保持了增长态势。

图表 4. 公司 2016 年以来主营业务收入及毛利率构成情况

业务板块	2016 年度		2017 年前三季度		2016 年前三季度	
	收入(亿元)	毛利率(%)	收入(亿元)	毛利率(%)	收入(亿元)	毛利率(%)
运营服务	7.81	57.79	6.75	63.18	5.82	63.55
工程建造	10.88	30.94	8.50	25.05	4.31	26.45
其他	0.01	9.48	0.01	7.38	0.01	6.95
合计	18.70	42.14	15.26	41.90	10.15	47.75

资料来源：康达环保

该公司项目运作可分为建设及运营两大部分，营业成本主要由工程分包款、原材料成本（包括设备、药剂、电力）等构成。建设阶段，公司通常会对管网建设 BT 项目、污水处理 BOT 项目建设进行分包，一般通过公开招标或在公司供应商平台（包含二十多家战略合作伙伴及多家合格供应商等）以内部招标的方式进行选择，由评标委员会确定符合相关业绩、资质、报价等条件的企业作为中标分包商。对于管材、设备等

重要物资材料，公司也通过供应商平台进行招标采购，其他工程建设材料由分包商提供。运营阶段，污水处理厂主要消耗电和药剂，每年年底污水处理厂上报药剂等的次年用量及月度用量，再由水务中心对供应商进行询价并签订年度采购合同，统一进行采购。合同大多会固定采购价格，但若物资价格波动过大，亦会根据实际情况对采购价格进行调整。

从结算方式来看，该公司一般按上月完工量的 60~75% 支付工程分包款；设备等仍按进度支付，一般预付 20%，到货付 40%，工程竣工再付 30%，剩余 10% 作为质保金；按月付上月的药剂采购款。支付方式上，仍主要采用期限为 6 个月的银行承兑汇票和现款相结合的方式。

1. 污水处理业务

国内水务行业大量采取特许经营方式，跟踪期内，该公司污水处理业务仍主要以 BOT、TOT 及 PPP 的方式投资、运营污水处理项目。在 BOT 模式下，业主与特许服务商签订特许权协议，特许服务商承担污水处理项目的投资、建设、运营和维护；在协议约定的期限内，特许服务商定期向业主收取运营费用，以此来回收项目的建设、运营和维护成本，并获取合理回报；特许期结束，服务商将整个污水处理项目无偿移交给业主。在 TOT 模式下，政府部门或国有企业将已建成项目一定期限的产权或经营权，有偿转让给特许服务商，由其进行运营管理；特许服务商在特许经营时间内通过项目运营期间产生的现金流回收投资并取得合理的回报；在合约期满之后，再将项目交回给业主。在 PPP 模式下，政府与私人组织之间以特许经营权为基础，与私人组织之间形成伙伴关系，并通过签署合同明确权利与义务。公司 BOT、TOT 运营期限长，一般为 25~30 年左右，公司 PPP 项目运营时间依照具体所签订的合同确定。污水处理项目运营期间可为公司带来稳定的现金流入，但项目前期投入一般较大，对资金实力及运营管理能力要求较高。

该公司污水处理项目分布在山东、河南、安徽、北京、天津、吉林、江苏、黑龙江、河北等省份，其中山东及河南的项目集中度相对较高；且公司项目主要集中在中小城市及县城。2016 年以来，出于战略拓展的考虑，公司开始开拓广东、浙江、海南、江西等地区的市场。公司主要通过成立项目公司对污水处理项目进行投资运营管理。从行业发展趋势来看，大城市污水处理市场逐渐饱和，同时受建设“美丽乡村”及“特色小镇”等政策影响，项目发展的重点正向中西部、中小城市、县城等进行转移，现阶段公司主要竞争对手也在不断加强对相关区域的布局，公司面临着更为激烈的竞争，且交易对手风险将进一步上升。

跟踪期内，该公司继续推进主业扩张，2017年以来，公司新取得惠州市惠阳区淡水污水处理厂（18万吨）等BOT项目；海南省东方市污水处理厂改扩建等EPC项目。同时，公司通过股权收购方式，获得温州市创源水务有限公司（简称“创源水务”）³等项目。PPP项目方面，公司2017年以来主要取得广东省蕉岭县生活污水处理设施全县捆绑PPP项目⁴、江西省抚河流域生态保护及综合治理PPP项目⁵、广东省中山市东升镇污水处理厂网一体化PPP项目⁶、广东省惠州市马安镇生活污水处理厂PPP项目⁷等4个项目。公司PPP项目无固定合作模式，公司参与程度及性质按项目相关地方政府的要求而定。公司主业开展及项目获取资金需求量较大，跟踪期内，公司主要通过发行债券、银行借款等方式筹集资金以保障业务发展。

截至2017年9月末，该公司已签订合约的污水处理项目规模⁸为410.9万吨/日，较上年末增长21.90%；其中已运营项目实际污水处理规模为298.4万吨/日，较上年末增长19.74%。截至2017年9月末，公司在建和待运营的污水处理项目较多（见下表），项目类型包含新增、扩建、提标改造等，项目类型包含新增、扩建、提标改造等，项目完工时间集中在2018年，届时将能进一步扩大公司的运营规模。

图表5. 公司主要在建和待运营污水处理项目概况(万吨/日、万元)

项目名称	设计处理规模	预计完工时间	预计总投资	截至2017年9月末已投资
山东文登污水处理厂	2.50	2017年	5,798.43	8,800.01
哈尔滨二期	10.00	2018年	63,394.76	10,018.29
丹东BOT	2.00	2018年	9,212.57	1,737.26
河南鹤壁自来水厂	3.13	2018年	4,250.33	4,800.56
新郑污水处理四厂项目(一期)	3.00	2018年	9,015.43	8,416.50
济宁梁山开发区污水处理厂项目	2.00	2018年	7,313.34	7,313.34
丰县城区污水厂三期	2.00	2017年	4,499.07	2,730.00
三门峡陕州区产业集聚区供水(一期)	3.00	2018年	3,000.00	390.67

³ 公司于2017年5月收购创源水务70%的股权，交易对价为1.45亿元，创源水务拥有温州市西片污水处理厂，特许经营期至2037年12月31日，一期日处理量10万吨（已在运营中），二期规划日处理量15万吨（在建中，规划总投资额3.96亿元）。截至评级报告日二期项目也已投入运营。

⁴ 该PPP项目总投资预算约为1.87亿元，特许经营期为22年。公司与湖南省建筑设计院将成立并分别持有项目公司97%及3%权益。

⁵ 项目公司为抚州市抚河流域投资开发有限公司，分别由公司、江西省水投生态资源开发集团有限公司及其他四名股东持有24%、50.8%及25.2%权益。该PPP项目共33个子项目，估计政府投资总额约48亿元；据施工承包协议，公司作为承包商负责其中的3个项目，包括抚州三江湿地生态修复工程、梦湖-浒湾古镇水上旅游线路建设项目及广昌县扶河（盱江）东岸滨江东路及滨江生态建设工程，项目总投资预算约为13亿元。

⁶ 该PPP项目总投资预算约为3.76亿元，特许经营期为30年。

⁷ 该PPP项目总投资预算约为8.08亿元，特许经营期为27年。项目公司为惠州康达晟水务有限公司，由公司全资拥有。

⁸ 部分签约项目预留有远期规划，以当前实际处理规模计算。

项目名称	设计处理规模	预计完工时间	预计总投资	截至2017年9月末已投资
河南济源 A 区	2.00	2017 年	5,490.00	4,280.97
河北廊坊大城污水处理厂二期	2.00	2018 年	5,275.59	858.55
河南鹤壁污水处理厂一期扩建	1.50	2018 年	4,496.84	4,370.27
东平县第二污水处理厂一期	2.00	2018 年	6,496.91	1,661.44
惠州市惠阳污水处理厂（一期、二期）	18.00	2018 年	50,915.33	29,136.79
潘阳近海污水处理厂	6.00	2018 年	11,000.00	11,000.00
边院污水处理厂	1.00	2017 年	3,000.00	2,400.00
西片污水处理厂二期	15.00	2018 年	39,600.00	34,500.00
莱阳污水处理厂	2.00	2018 年	5,000.00	5,000.00
合计	77.13	-	237,758.60	137,414.65

注：①根据康达环保提供数据绘制；②数据截至 2017 年 9 月末

在污水处理项目中，该公司实际处理量受到区域内污水收集管网建设、污水收集等情况的影响，为保证公司取得必要的收益率⁹，公司与地方政府或其指定机构等业主在特许经营协议中签订有保底水量条款，并设置了结算单价调整机制。公司获得的保底水量和污水处理厂的 actual 处理规模大小基本一致。按照合同约定，结算单价根据处理成本的不同而存在较大差异，一般根据物价指数、电价、药剂成本等因素进行调整。在结算方面，业主按照实际污水处理量（考虑保底水量）和结算单价，核算污水处理费，一般按月支付上月污水处理费。2016 年及 2017 年前三季度公司实际平均污水处理费均为 1.32 元/吨。

总体上看，该公司污水处理规模整体较大，且剩余运营期限较长。保底水量条款及价格调整机制的设置、运营规模的逐步扩大以及污水处理费支付纳入财政预算¹⁰等，有助于公司实现现金流的稳定流入。但公司污水处理厂主要分布在中小城市和县城，数量较多但单个污水处理厂规模一般较小；且在建项目所需资金量较大且投入集中，公司持续存在一定的管控和资金压力。

2. 市政管网业务

该公司市政管网业务主要是指以 BT 方式投资市政管网及其配套项目。公司于 2009 年开始承接 BT 项目，总共承接了 4 个 BT 项目，包括开封市市政基础设施建设项目、高密市政管网建设项目、文登市南海供排水管网建设项目和吉林市高新北区市政基础设施建设项目。签订的合同为框架性协议，协议中包括多个标段，实际操作上按公司承做标段来签定回购协议并进行结算。公司近年来逐步退出 BT 业务，以完成前期

⁹ 对于不同的项目，该公司会进行财务测算，然后进行投标或与业主进行协商确定。

¹⁰ 该公司的污水处理费由地方财政部门按月进行支付，部分项目有纳入年度财政预算的人大决议文件。

项目为主，截至 2015 年末 4 个项目已全部完工，并进入回购期。截至 2017 年 9 月末，公司 4 个 BT 项目已完成投入 8.25 亿元，已签订回购款约为 13.83 亿元，已收到回购款 11.52 亿元。

（三）财务质量

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2017 年前三季度财务数据未经审计。本评级报告中将 2017 年 9 月末“17 康达环保 CP001”、“17 康达环保 SCP001”及“17 康达环保 SCP003”债券本金由应付债券重分类至一年内到期的非流动负债。

截至 2016 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 58.23 亿元，所有者权益 46.29 亿元（其中归属于母公司所有者权益 31.62 亿元）；2016 年度实现营业收入为 29.63 亿元，净利润 4.40 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 2.60 亿元）；2016 年经营性现金流净额为 4.34 亿元。

截至 2017 年 9 月末，该公司未经审计的合并报表口径资产总额为 134.22 亿元，所有者权益为 41.56 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 39.55 亿元）；2017 年 1~9 月实现营业收入 15.29 亿元，实现净利润 2.43 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 2.33 亿元）；当期经营活动产生的现金流量净额为 0.50 亿元。

（四）公司抗风险能力

经过多年积累与发展，该公司在污水处理领域的业务资质较齐全，已具备建设部颁发的市政公用工程施工总承包一级资质证书、环保部颁发的环境污染治理设施运营资质证书（工业废水甲级、生活污水甲级）等业务资质；同时公司项目经验较丰富，在污水处理厂项目运作、日常运营等方面积累了大量经验，也为公司培养了一批建设和运营技术人员。截至目前，公司已投入运营的项目超过 70 个，分布在全国多地，项目整体运营情况良好。公司在业内已具有一定的市场地位和较好的市场口碑。公司目前污水处理运营规模和设计总规模较大，综合实力较强。

五、公司盈利能力与偿债能力

跟踪期内，该公司业务规模继续扩大，收入及净利润规模均保持增长态势。公司大量依靠债务融资满足发展所需资金，债务负担加重，财务杠杆总体上升且处于较高水平；同时短期债务的较快增长使得公司流

动性压力有所加大。但得益于已投入运营项目的增加及收入规模的扩大，公司经营环节能实现稳定现金流入，且存量货币资金仍可对债务偿付形成较好保障。公司规划主业发展规模大，后续仍存在持续的资金投入需求，关注公司财务杠杆控制及应收款回款质量。

2017年以来，为满足主业发展所需资金，该公司债务融资力度继续加大，截至2017年9月末，公司负债总额为92.66亿元，较2016年末增长30.76%。公司期末资产负债率由2016年末的65.62%升至2017年9月末的69.04%。随着公司业务的持续扩张及项目的陆续启动，公司资金需求预计将维持在较大规模，需关注公司负债经营程度的控制情况。

从债务期限结构看，截至2017年9月末，该公司流动负债与非流动负债总额分别为50.14亿元与42.52亿元，分别较上年末增长34.27%及26.85%。其中，从非流动负债构成来看，期末公司长期借款较上年末增长39.19%至28.07亿元，增加的长期借款性质主要为质押借款与保证借款，期末长期借款利率主要在4.45%-7.2%区间，质押物主要为污水处理项目特许经营权等；期末应付债券余额为9.48亿元，较上年末基本持平，主要系公司发行的“15康达债”和“16康达环保PPN001”。从流动负债来看，短期借款、应付账款、其他应付款及一年内到期的非流动负债为主要构成部分。其中，截至2017年9月末，公司短期借款余额较上年末增长43.41%至20.88亿元，增加的短期借款性质主要为信用借款和保证借款，公司期末短期借款利率区间为3.92%-5.66%；期末其他应付款较上年末增长116.57%至5.25亿元，主要系往来款及公司增加对外股权收购，应付股权收购款增多；期末应付账款较上年末略增6.00%至8.35亿元；此外，受“17康达环保CP001”、“17康达环保SCP001”及“17康达环保SCP003”发行影响，一年内到期的非流动负债较上年末增长33.49%至14.08亿元。截至2017年9月末，公司刚性债务为73.91亿元，占负债总额的比重为79.77%。总体来看，跟踪期内，公司负债中刚性债务占比仍较高，面临一定偿付压力。

2017年前三季度，该公司实现营业收入15.29亿元，较上年同期增长50.66%。受毛利率相对较低的工程建筑业务收入占比提高等影响，公司毛利率由上年同期的47.75%降低至41.96%。同时，受人工成本上升、利息支出上升等影响，公司当期期间费用较上年同期增长19.63%至3.94亿元，单位收入期间费用率上升至25.80%。公司当期实现投资收益0.39亿元，同比增长482.81%，主要是系公司对参股的南昌青山湖污水处理有限公司及中原资产管理公司等投资收益增加。受上述因素

综合影响，公司当期实现营业利润 2.51 亿元，较上年同期增长 53.78%。此外，公司当期实现营业外净收入为 0.74 亿元，较上年同期增长 59.25%，主要是增值税退税增加等影响。公司当期实现的净利润较上年同期增长 56.22% 至 2.43 亿元。

该公司经营活动现金流受主业运营模式影响，BT、BOT 等业务建造收入及利润确认与实际回款周期存在较长时差；而进入运营期项目的污水处理费回笼一般会较为及时（一般开票后一个月左右），因此主业获取现金水平可能存在较大的波动性。2017 年前三季度公司营业收入现金率为 87.64%，较上年同期有所下降。随着已投入运营项目的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金保持增长，当期 13.40 亿元，同比增长 39.65%，但受 EPC 项目支出增加等影响，公司经营环节现金净流量为 0.50 亿元，较上年同期下降 55.70%。投资活动方面，公司持续推进项目建设及对外投资，当期投资活动产生的现金流仍呈净流出状态，为 -13.43 亿元。公司通过增加借款及发行债券等方式筹措资金，当期公司筹资活动现金流量净额为 15.83 亿元。总体来看，随着公司持续推进主业拓展，预计仍将面临较大规模的资本性支出压力，公司经营环节现金流入尚难以满足业务扩张期间投入需求，仍需要依靠外部融资满足投资环节资金缺口。

随着该公司经营规模的扩大，截至 2017 年 9 月末，公司资产总额为 134.22 亿元，较上年末增长 24.30%。从资产结构看，公司期末非流动资产较上年末增长 26.07% 至 88.04 亿元；流动资产较上年末增长 21.06% 至 46.18 亿元。公司期末非流动资产主要体现为长期应收款、长期股权投资、无形资产及其他非流动资产等。其中，公司期末长期应收款为 68.55 亿元，较上年末增长 24.75%，主要是业务规模扩大，项目陆续落地，相应确认的金融应收款增长所致¹¹。公司期末长期股权投资较上年末增长 42.47% 至 9.80 亿元，增加的部分主要为对中原资产、青山湖公司等联营企业权益法下投资增加以及 PPP 项目对外股权投资增加等。公司期末无形资产为 3.60 亿元，较上年末增长 28.66%，主要为收购项目所新增的特许经营权；对于无保底条款的项目，采用无形资产模式核算。公司期末其他非流动资产为 2.65 亿元，较上年末变化不大，仍主要系公司借给鹤壁市财政局的拆迁补偿款 2.50 亿元¹²。

¹¹ 公司以 BOT、TOT 等形式参与特许经营项目，公司采用金融资产模式进行确认，并根据金融应收款期限（一年以内或一年以上）相应地在“在一年内到期的非流动资产”及“长期应收款”列报。

¹² 借款金额 2.50 亿元，借款利率 6%，借款期限 2016 年 9 月至 2024 年（2020 年-2024 年分次偿还本息，五年内还清）。

截至 2017 年 9 月末，该公司流动资产主要体现为货币资金、应收账款、其他应收款和一年内到期的非流动资产。受公司融资规模扩大，银行借款及债券发行资金到位的影响，期末货币资金较上年末增长 42.04% 至 9.98 亿元（其中受限货币资金为 0.80 亿元），期末现金比率为 19.91%。公司期末应收账款为 9.94 亿元，较上年末增长 6.66%，主要系经营规模扩大及并购项目带入所致；一年内到期的非流动资产为 14.42 亿元，较上年末增加 18.49%，系预期一年内能收取的特许经营项目的金融应收款项。公司项目业主以地方政府或其指定机构为主，且部分污水处理费收入纳入地方财政预算，回款风险相对较小，但仍需关注款项到位及时性以及对现金流平衡的影响。公司期末其他应收款较上年末增长 34.98% 至 10.92 亿元，主要系公司业务规模扩大，公司与项目合作方及股东的往来借款增加所致。

2016 年末该公司流动比率和速动比率分别为 102.16% 和 98.80%；2017 年 9 月末上述比率分别为 92.11% 和 90.43%。公司流动性压力总体有所加大，且实际流动性依赖于污水处理费的回收情况。

六、外部支持

该公司目前与多家商业银行保持了较好的合作关系，间接融资渠道较畅通。截至 2017 年 9 月末，公司获得银行贷款授信总额 69.12 亿元，尚余 14.08 亿元未使用。另外，公司下属污水处理公司享受国家所得税“三免三减半”等优惠。

七、公司过往债务履约情况

根据该公司 2017 年 12 月 13 日的《企业信用报告》，公司无不良债务余额。此外，据《企业信用报告》所载，公司存在 4 笔已结清欠息记录，共计 4.87 万元，发生于 2007-2012 年间，据公司反馈，为银行系统操作原因造成。

八、跟踪评级结论

该公司为民营企业，经过多年发展，公司在污水处理领域已积累了较丰富的投资运营经验，并在业务资质、技术、人才等方面形成了一定的储备。跟踪期内，公司继续推进业务规模扩张，并通过 BOT、TOT 及 PPP 等模式开展业务。随着已签约及已投运污水处理项目量的增加，公司运营规模进一步扩大，收入保持增长。但同时，国内污水处理市场重心在不断下沉，项目存在小型化、分散化的趋势，公司面临的市场竞

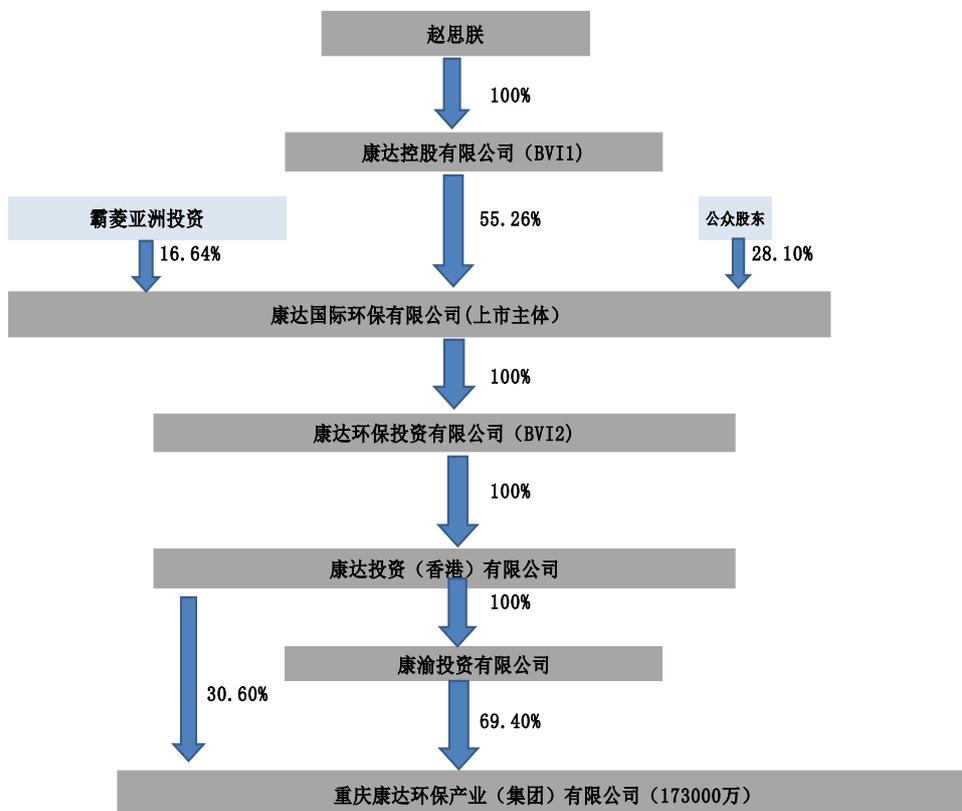
争及管控压力也有所加大。

跟踪期内，该公司业务规模继续扩大，收入及净利润规模均保持增长态势。公司大量依靠债务融资满足发展所需资金，债务负担加重，财务杠杆总体上升且处于较高水平；同时短期债务的较快增长使得公司流动性压力有所加大。但得益于已投入运营项目的增加及收入规模的扩大，公司经营环节能实现稳定现金流入，且存量货币资金仍可对债务偿付形成较好保障。公司规划主业发展规模大，后续仍存在持续的资金投入需求，关注公司财务杠杆控制及应收款回款质量。

同时，本评级机构仍将持续关注：（1）在污水处理行业竞争加剧的情况下，康达环保项目承接情况，以及资金配套能力；（2）政府水价调整情况；（3）公司 BOT、TOT 等项目交易对手及主业回款情况；（4）公司 PPP 项目推进情况；（5）主业规模扩张的资金来源以及对经营杠杆的控制情况；（6）外部资金往来控制情况等。

附录一：

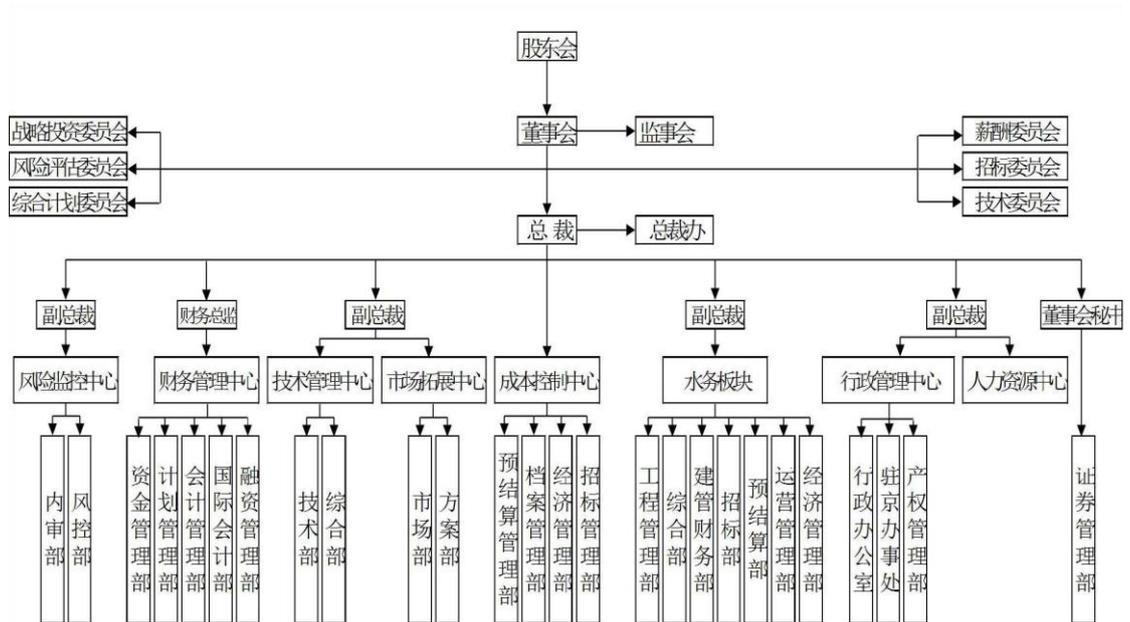
公司与实际控制人关系图



注：根据康达环保提供的资料整理绘制（截至评级报告日）

附录二：

公司组织结构图



注：根据康达环保提供的资料整理绘制（截至评级报告日）

附录三：

公司主要财务数据及指标表

主要财务指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 前三季度
金额单位：人民币亿元				
流动资产合计	27.35	41.97	38.15	46.18
货币资金	6.59	11.61	7.03	9.98
流动负债合计	18.25	24.74	37.34	50.14
短期刚性债务	11.35	16.14	26.38	36.36
所有者权益合计	24.02	33.34	37.12	41.56
营业收入	16.98	17.41	18.72	15.29
净利润	2.75	2.86	3.38	2.43
EBITDA	5.81	6.21	7.23	—
经营性现金净流入量	1.62	2.76	3.31	0.50
投资性现金净流入量	-10.04	-11.33	-15.00	-13.43
资产负债率[%]	64.74	63.27	65.62	69.04
权益资本与刚性债务比率[%]	67.21	71.98	66.27	56.23
长期资本固定化比率[%]	81.77	73.90	98.86	104.71
流动比率[%]	149.82	169.66	102.16	92.11
速动比率[%]	148.46	166.16	98.80	90.43
现金比率[%]	36.28	72.01	19.22	19.91
现金类资产/短期刚性债务[倍]	0.58	1.10	0.27	0.27
应收账款周转速度[次]	4.14	2.93	2.55	—
存货周转速度[次]	256.04	107.46	43.85	—
固定资产周转速度[次]	24.43	24.31	23.54	—
毛利率[%]	40.05	44.72	42.17	41.96
营业利润率[%]	18.92	20.15	19.68	16.44
利息保障倍数[倍]	2.65	2.76	2.79	—
总资产报酬率[%]	9.63	7.64	7.11	—
净资产收益率[%]	14.26	9.98	9.58	—
营业收入现金率[%]	69.62	83.43	87.20	87.64
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	11.83	12.82	10.68	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率[%]	-61.62	-39.89	-37.64	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.77	2.82	2.86	—
EBITDA/短期刚性债务[倍]	0.71	0.45	0.34	—

注：表中数据依据康达环保经审计的 2014~2016 年及未经审计的 2017 年前三季度财务数据整理、计算。其中 2015 年数据采用 2016 年审计报告经追溯调整后数据，此外 2017 年三季度中，本评级报告将“17 康达环保 CP001”、“17 康达环保 SCP001”及“17 康达环保 SCP003”的本金由应付债券调整至一年内到期的非流动负债。

附录四：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债总额/期末资产总额×100%
权益资本与刚性债务比率	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
长期资本固定化比率	(期末总资产 - 期末流动资产)/(期末负债及所有者权益合计 - 期末流动负债)×100%
流动比率	期末流动资产总额/期末流动负债总额×100%
速动比率	(期末流动资产合计 - 期末存货余额 - 期末预付账款余额 - 期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
现金类资产/短期刚性债务	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额
应收账款周转速度	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度	报告期营业收入/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]
毛利率	1 - 报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
利息保障倍数	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入与流动负债比率	报告期经营性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
非筹资性现金净流入与流动负债比率	报告期非筹资性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
EBITDA/利息支出	= EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/短期刚性债务	= EBITDA/[(期初短期刚性债务 + 期末短期刚性债务)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出 = EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 短期刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+其他具期短期债务

注5. 报告期利息支出 = 列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额 = 经营性现金流量净额+投资性现金流量净额

附录五：

信用等级符号及定义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	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级	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级	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级	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
投机级	BB级	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级	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级	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级	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级	不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级		含义
A等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。