浙江昆仑控股集团有限公司主体与2014年度第一期短期融资券跟踪评级报告

大公报SD【2014】834号

跟踪评级
债项信用等级：A-1
主体信用等级：AA-
评级展望：稳定
上次评级
债项信用等级：A-1
主体信用等级：AA-
评级展望：稳定

本期发债额度：5亿元
上次评级时间：2013.10
债券存续期间：2014.4.25 - 2015.4.25

主要财务数据和指标 （人民币亿元）

项 目	2014.3	2013	2012	2011
货币资金	11.74	13.51	12.98	10.45
总资产	140.84	135.06	123.05	97.15
所有者权益	33.48	32.30	29.32	20.77
营业收入	28.93	129.13	92.64	81.59
利润总额	0.88	4.15	3.58	3.46
经营性净现金流	-10.25	7.08	1.86	-8.19
资产负债率（%）	76.23	76.09	76.17	78.62
速动比率（倍）	0.27	0.27	0.34	0.40
毛利率（%）	10.69	9.11	9.88	9.95
净资产收益率（%）	1.95	9.54	9.21	12.75
应收账款周转天数（天）	6.75	5.76	12.41	15.67
存货周转天数（天）	369.73	295.73	348.01	325.40
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-10.02	1.89	0.56	-2.59
经营性净现金流/流动负债（%）	-13.08	9.78	3.18	-16.83

注：2014年3月财务数据未经审计。

评级小组负责人：邰东旭
评级小组成员：石慧芳
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传　　真：010-84583355
Email　：rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

浙江昆仑控股集团有限公司（以下简称“昆仑控股”或“公司”）主要从事房屋建筑工程总承包、房地产开发和物资贸易等业务。评级结果反映了公司具有房建施工总承包特级资质，2013年以来，公司土地储备有所增加，房屋建筑施工新签合同额继续增加，营业收入和净利润继续增加等有利因素；同时也反映了杭州商品住宅市场供大于求，去库存压力较大，公司经营性净现金流波动较大，担保比率较高等不利因素。

综合分析，大公对公司2014年度第一期短期融资券信用等级维持A-1，主体信用等级维持AA-，评级展望维持稳定。

有利因素

- 公司具备房建施工总承包特级等多项总承包和专业承包资质，在工业与民用建筑建设工程领域具备较强的技术实力；
- 2013年公司房屋建筑施工新签合同额继续增加，其中重大工程数量和金额均继续增长；
- 公司具备房地产开发一级资质，项目开发经验较为丰富，2013年以来，土地储备有所增加；
- 2013年以来，公司营业收入和净利润继续增加。

不利因素

- 建筑工程建设周期较长，公司面临钢材、水泥等原材料价格波动和人工成本上升的风险；
- 2014年以来杭州商品住宅市场供大于求，去库存压力较大；
- 2013年以来，公司经营性净现金流波动较大，对债务的保障能力不稳定；
- 公司担保比率仍较高，存在一定或有风险。

大公国际资信评估有限公司
二〇一四年七月二十八日

大公保留对本期融资券信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本期融资券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据公司 2014 年度第一期短期融资券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

昆仑控股由浙江旅游房地产开发有限公司（以下简称“浙江旅游地产”）和自然人叶哲华分别出资 3,500 万元和 1,500 万元于 2005 年成立，成立时叶哲华、叶健和其他 9 位自然人分别持有浙江旅游地产 58.60%、10.35%和 31.05%的股权。2006 年 11 月，浙江旅游地产将其持有公司的 51%的股权计 2,550 万元转让给自然人叶健，将其持有公司 19%的股权计 950 万元转让给自然人方宏青；自然人叶哲华将其持有公司 2.735%的股权计 136.75 万元转让给自然人方宏青。截至 2014 年 3 月末，自然人叶健、叶哲华和方宏青分别持有公司 51.00%、27.265%和 21.735%的股权，其中叶哲华与叶健为父子关系，为公司共同控制人。

公司主营房屋建筑工程总承包、房地产开发和物资贸易等业务。公司房屋建筑施工业务主要由浙江昆仑建设集团股份有限公司（以下简称“昆仑建设”）承担。昆仑建设为杭州市建筑企业中首家实现股份制改组的企业，具备房建施工总承包特级、市政公用工程施工总承包壹级等多项总承包和专业承包资质，在工业与民用建筑建设工程领域具备较强的技术实力。公司房地产开发业务主要由浙江昆仑置业集团有限公司（以下简称“昆仑置业”）承担。昆仑置业具备房地产开发一级资质，已成功开发水印城、红苹果、橡树园、绿洲之馨等项目，积累了较为丰富的开发经验。

宏观经济和政策环境

2014 年一季度国民经济开局平稳且总体向好，结构调整和转型升级继续取得新进展；外部环境复杂多变导致国内经济仍存在下行压力

2014 年一季度我国实现国内生产总值 128,213 亿元，同比增长 7.4%，增速较 2013 年同期回落 0.3 个百分点；从环比看，2014 年一季度国内生产总值增长 1.4%。分产业看，第一产业增加值 7,776 亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 57,587 亿元，同比增长 7.3%；第三产业增加值 62,850 亿元，同比增长 7.8%。分要素看，固定资产投资（不含农户）同比增长 17.6%；社会消费品零售总额同比增长 12.0%；进出口总额同比下降 1.0%，实现贸易顺差 167.4 亿美元。2014 年 3 月份中国制造业 PMI 为 50.3%，较 2014 年 2 月微升 0.1 个百分点，自 2013 年 11 月份后首次回升，预示我国制造业总体平稳向好。从工业景气度看，2014 年一季度工业企业景气指数为 128.0，环比上升 3.7 点；工

业企业家信心指数为 124.3，环比提高 3.3 点。

结合宏观数据综合分析发现，2014 年一季度第三产业增加值占 GDP 比重升至 49%，且第二产业中装备制造业和高技术产业增加值增速比规模以上工业增加值平均增速高 3 个百分点，说明在市场机制作用下，产业结构继续得到优化。此外，投资增速有所回落，第三产业与民间投资比重继续提高，居民消费增速有所加快，投资与消费的关系更趋合理，整体看国民经济结构调整与转型升级取得一定进展。

导致国民经济增速下滑的主要原因是一方面外部环境仍然复杂严峻，新兴经济体下行压力较大，IMF 分别调低 2014 年世界经济增长预期和发展中国家经济增长预期 0.1 个百分点和 0.2 个百分点，世界经济复苏低于预期进而影响我国出口增速；另一方面，我国正处于增速调整期、结构调整期与前期刺激政策消化期“三期”叠加阶段，加上政府主动调控加大淘汰落后产能与环境污染治理力度，多重因素综合导致国民经济增速阶段性放缓。

总体来看，2014 年一季度国民经济运行处于合理区间，结构调整和转型升级继续取得新进展。但同时也注意到，外部环境仍然复杂多变导致国内经济仍存在一定的下行压力。

行业及区域经济环境

我国固定资产投资和建筑业总产值保持较快增长，但 2013 年增速均有所下滑；房地产调控政策将对房屋建筑业发展产生一定不利影响，保障房建设及公共建筑成为房屋建筑业发展的重要驱动力

2013 年我国城镇固定资产投资完成额 436,528 亿元，同比增长 19.6%，增速同比下降 1.0 个百分点。建筑业的发展与固定资产投资密切相关，2013 年我国建筑业实现总产值 159,313 亿元，同比增长 16.10%，增速同比降低 1.7 个百分点。

房地产房屋建筑施工面积在建筑业房屋建筑施工面积中的比重保持在 50%～55%之间，房屋建筑市场受房地产行业影响很大。2011 年以来房地产宏观调控力度持续加大、信贷环境收紧、住房销售放缓及财务压力加大等因素导致开发商现金流紧张，尽管国家积极推动保障性住房建设，但住房市场依然出现下滑，开发进度放缓。2013 年及 2014 年 1～5 月，我国土地购置面积分别完成 3.88 亿㎡和 1.11 亿㎡，同比分别减少 8.80%和 5.70%；房地产开发投资完成额同比分别增长 19.80%和 14.70%；2013 年房屋新开工面积同比增长 13.50%，2014 年 1～5 月同比减少 18.60%。

“十二五”期间，我国计划建设 3,600 万套保障性住房，2013 年我国保障房建设目标为城镇保障性安居工程基本建成 460 万套、新开工 600 万套。随着城镇化的推进速度的加快，不少地区基础设施仍需要进行继续建设，并且工业扩大再生产和各地大型工业企业“退城进园”等

规划的实施也将带来大量厂房和办公用房的建设;城市发展中的大型文体场馆等公共配套设施建设需求也将保持增长。

建筑工程建设周期较长，建筑企业面临钢材、水泥等原材料价格波动和人工成本上升的风险；垫资施工、应收账款回笼速度放缓也将使建筑企业面临一定的财务风险

建筑工程所需钢材、水泥等原材料占生产成本比重较大，一般在60%以上，由于建筑行业的生产经营周期较长，期间原材料价格波动对建筑企业的盈利水平影响较大。目前，建筑类企业合同有一部分属于固定价格合同，不论成本变动情况，公司都有义务按合同价格完成项目，增加了成本控制压力。开口合同（没有固定价格的合同，根据市场价格变化调整合同价格）中建筑企业也要承担原材料价格波动一定范围以内的变化成本。

建筑行业具有劳动力密集的特性，近年来全国劳动力的地域性和产业性转移、社会进入老年化、出生率下降、生活成本提高、劳动力社会保障提高等因素，增加了建筑业劳动力的成本，建筑行业全国综合人工成本平均日工资呈不断增长趋势。

垫资施工是目前众多施工企业承揽项目的先决条件，同时在国家继续深入贯彻楼市调控政策的环境下，商品房楼市短期内难以出现明显复苏，加上房地产企业融资渠道受限，从而可能导致房地产企业工程款支付拖延，使得建筑企业应收账款回笼速度放缓、债务规模扩大和财务成本上升。

浙江省是我国经济较为发达的沿海对外开放省份，2013 年全省建筑业总产值继续增长，产业聚集度有所提高；2014 年以来杭州商品住宅市场供大于求，去库存压力较大

浙江是中国经济比较发达的沿海对外开放省份，工业基础较好。2013 年浙江全省生产总值 37,569 亿元，同比增长 8.2%。我国建筑业存在地区发展不均衡的现象，江苏、浙江、北京、山东等地建筑业总产值持续稳定增长。2013 年浙江省建筑业总产值 20,066 亿元，同比增长 15.8%；2014 年一季度，浙江省建筑业总产值 3,785 亿元，同比增长 15.5%。在建筑业总量大幅增长的同时，建筑业运行质量得到稳步提升，2013 年，浙江省全年共创出“鲁班奖”工程 8 项，居全国前列。2013 年，全省总产值超过 10 亿元的建筑企业达 393 家，占全省建筑企业的 6.4%，完成总产值 13,467 亿元，占全省建筑企业总产值的 67.1%；有 74 家建筑企业总产值超过 50 亿元，其中，25 家建筑企业总产值超过 100 亿元，产业聚集度有所提高。

2014 年上半年，杭州商品住宅市场（含萧山、余杭）累计供应量为 436 万平米，同比上涨 6.14%；但是成交量为 251 万平米，同比下滑 34.74%，杭州市上半年商品住宅供求比为 1.74，呈供大于求趋势。上半年杭州市商品住宅成交均价同比下滑 12.73%，为 15,154 元/平米。而从杭州市商品住宅库存来看，截至 2014 年 6 月末，杭州市商品住宅库存

量为1,152万平米，库存去化周期为24.75个月。

经营与竞争

2013年以来，公司营业收入和毛利润继续增长，房屋建筑施工和房地产开发仍是公司收入和利润的主要来源；受房地产调控政策、商品住宅市场供大于求等因素影响，房地产开发业务毛利率持续下降

2013年以来，公司经营规模继续增长，主要是房屋建筑施工和房地产开发业务的收入均继续增长，占公司营业收入的比重为80%以上，仍是公司收入的主要来源，毛利润合计占公司毛利润的85%以上，仍是公司利润的主要来源。其中，房屋建筑施工占营业收入的比重有所下降，房地产开发占比有所上升。

表1　2011～2013年及2014年1～3月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014年1～3月		2013年		2012年		2011年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**28.93**	**100.00**	**129.13**	**100.00**	**92.64**	**100.00**	**81.59**	**100.00**
房屋建筑施工	12.89	44.56	92.87	71.92	70.16	75.73	60.06	73.61
房地产开发	10.26	35.46	16.60	12.86	7.87	8.50	6.43	7.89
其他	5.78	19.98	19.66	15.22	14.61	15.77	15.10	18.50
其中：物资贸易	2.74	9.47	12.04	9.32	9.02	9.74	9.85	12.07
劳务收入	2.87	9.92	6.97	5.40	4.52	4.88	4.28	5.25
毛利润	**3.09**	**100.00**	**11.77**	**100.00**	**9.16**	**100.00**	**8.12**	**100.00**
房屋建筑施工	0.96	31.07	6.62	56.24	4.45	48.65	3.72	45.80
房地产开发	1.80	58.25	4.05	34.41	3.46	37.80	3.22	39.68
其他	0.33	10.67	1.10	9.35	1.24	13.55	1.18	14.52
其中：物资贸易	0.04	1.29	0.19	1.61	0.17	1.88	0.16	1.96
劳务收入	0.27	8.74	0.67	5.69	0.42	4.60	0.42	5.17
综合毛利率		**10.69**		**9.11**		**9.88**		**9.95**
房屋建筑施工		7.45		7.13		6.34		6.19
房地产开发		17.54		24.40		43.96		50.08
其他		5.71		5.60		8.56		7.81
其中：物资贸易		1.46		1.58		1.88		1.62
劳务收入		9.41		9.61		9.29		9.81

数据来源：根据公司提供资料整理

公司综合毛利率整体水平仍较低，2013年同比下降了0.77个百分点，主要是受房地产调控政策、商品住宅市场供大于求等因素影响，公司对部分房源采取了“以价换量”的销售策略，且拉长开发周期导致资金周转率下降和财务成本上升，人工费、材料费等上涨导致开发成本有所提高，房地产开发业务毛利率继续下降。

2014 年 1～3 月，公司各项业务规模均有所增加，营业收入同比增长 44.06%；毛利润同比增长 59.02%，综合毛利率同比提升 0.10 个百分点。其中，房地产开发业务收入规模大幅增加，主要是昆仑公馆、昆仑天籁、玺之湾、金域华府等项目销售情况较好，2014 年 1～3 月确认收入较多所致。

预计未来 1～2 年，随着公司经营规模的扩大，营业收入和毛利润将持续增长。

● 房屋建筑施工

公司具备房建施工总承包特级、市政公用工程施工总承包壹级等多项总承包和专业承包资质，在工业与民用建筑建设工程领域具备较强的技术实力

公司具备房建施工总承包特级资质、市政公用工程施工总承包壹级资质以及机电设备安装、建筑装饰装修、地基基础施工、消防设施工程、市政公用工程等专业承包壹级资质，并具备对建设工程项目的勘察、设计、采购、施工、试运行等全过程实行承包的资格，拥有对外承包劳务经营权。

表 2　截至 2014 年 3 月末公司已完工代表性建筑工程（单位：万元、平方米）

项目名称	签约时间	完工时间	合同额	建筑面积	业主
武义县供电局电力调度中心	2009.10	2011.02	15,506	31,859	武义县供电局
杭州贝因美年产 6 万吨干法配方奶粉项目工程科研厂房	2009.05	2010.09	3,970	10,451	杭州贝因美母婴营养品有限公司
杭州市钱江新城城市阳台工程	2005.11	2008.09	16,566	23,233	杭州市钱江新城建设指挥部
杭州铁路东站枢纽地区白石港 R21-05 地块拆迁安置工程	2009.04	2011.08	19,507	136,062	杭州市铁路投资有限公司
下沙呼叫中心建安工程	2009.05	2010.05	3,876	4,556	中国电信股份有限公司杭州分公司
余杭供电局生产调度大楼	2009.03	2013.08	14,966	57,651	余杭供电局
杭氧集团地块（文晖单元）农转非居民拆迁安置房工程 J-03 地块	2010.09	2013.08	17,780	102,368	杭州市拆迁安置房建设管理中心
上海市总工会屏风山工人疗养院一、二分院改建工程	2011.12	2013.09	12,000	24,000	上海市总工会屏风山工人疗养院

数据来源：根据公司提供资料整理

公司在工业与民用建筑工程建设领域具备较强的技术实力，参与编制了多项行业和地方标准；拥有国家级工法 5 项，省部级工法 5 项。截至 2014 年 3 月末，在公司已完工的代表性建筑工程中，杭州贝因美

年产 6 万吨干法配方奶粉项目工程科研厂房、杭政储出（2007）金都九龙仓转塘项目（西区）一期工程和武义县供电局电力调度中心荣获“钱江杯”优质工程奖；武义县供电局电力调度中心获得 2012～2013 年度中国建设工程鲁班奖（国家优质工程）。

在建工程方面，公司义乌经济开发区总部经济 A 组团项目总建筑面积 31.89 万平方米（地上部分 24.14 万平方米，地下部分 7.75 万平方米），共 8 幢高层建筑，其中 A7、A8 为超过 100 米的超高层，工程具备体量大、超高层施工技术复杂、分包单位众多配合复杂、新技术工艺多等特点。公司采用超高层泵送、超重超高支模施工、地下室地面一次成型施工、玻璃石材组合幕墙施工等新技术来控制工程质量、成本和工期。

2013 年公司新签合同额继续增加，主要是保障房工程和公建工程业务新签合同额快速增加所致；重大工程数量和金额均继续增长，有利于提升公司的品牌效应

2013 年公司房屋建筑施工业务新签合同额继续增长，与施工进度较为匹配。其中，公建工程和保障房工程业务新签合同额快速增长，同比分别增长 16.17%和 33.05%；商品房工程新签合同额略有下降。

表 3　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司房建施工板块新签合同额业务构成情况（单位：亿元）

项目	2014 年 1～3 月	2013 年	2012 年	2011 年
房建工程施工业务新签合同额	26.40	97.92	84.86	75.24
其中：商品房工程施工业务	7.23	30.32	30.56	30.29
保障房工程施工业务	9.81	27.74	20.85	22.06
公建工程施工业务	9.36	38.86	33.45	22.89
其他业务新签合同额	0.21	1.29	0.54	1.09

数据来源：根据公司提供资料整理

2013 年公司房建施工新承接建筑施工工程订单中重大工程数量和重大工程金额均继续增加，有利于提升公司的品牌效应。2014 年 1～3 月，公司房建施工板块新承接重大建筑施工工程总金额为 25.68 亿元，占新承接工程总金额的比例达到 96.51%。

表 4　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司房建施工板块承接 5,000 万元以上重大项目情况

项目	2014 年 1～3 月	2013 年	2012 年	2011 年
重大工程数量（个）	19	53	41	37
重大工程金额（亿元）	25.68	92.51	80.45	69.54
新承接工程总金额（亿元）	26.61	99.21	85.40	76.33
重大工程金额占总金额比重（%）	95.75	92.97	94.20	91.10

数据来源：根据公司提供资料整理

● 房地产开发

公司具备房地产开发一级资质，项目开发经验较为丰富；2013 年以来，公司土地储备有所增加，在建项目业态仍以住宅为主，继续实施以价换量等措施加大项目销售力度

公司房地产开发板块主营住宅地产开发，同时发展代建及商业运营业务，具备房地产开发一级资质，已成功开发水印城、红苹果、橡树园、绿洲之馨等项目，积累了较为丰富的开发经验。公司房地产开发在建项目以住宅为主，产品定位有所差异。

表 5　截至 2014 年 3 月末公司主要在建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目类型	项目起止年限	规划总建筑面积	总计划投资	截至 2014 年 3 月末已投资	截至 2014 年 3 月末已签销售合同
杭州昆仑公馆	住宅	2007.07～2014.12	19.19	31.90	29.39	31.38
杭州昆仑天籁	住宅	2009.10～2014.12	20.72	17.05	14.93	14.12
杭州昆仑嘉府	住宅	2009.10～2014.12	7.89	11.63	10.22	6.36
杭州玺之湾	住宅	2009.11～2014.06	24.26	21.22	16.14	11.91
天津浙昆大厦	商住	2007.08～2015.09	19.02	16.45	11.13	5.86
南京金域华府	住宅	2010.09～2014.06	32.20	21.85	13.11	11.60
长兴龙山公馆	住宅	2011.01～2015.09	16.45	7.35	5.95	2.73
温州昆仑公馆	住宅	2012.12～2016.02	21.29	12.70	7.99	-
合计	-	-	161.02	140.15	108.86	83.96

数据来源：根据公司提供资料整理

在销售策略方面，公司首先注重于产品利润最大化，但在房地产限购、限贷的背景下，通过增加销售代理、降低部分利润空间较大的房源价格等方式，刺激消费需求，达到回笼资金的目的，拉低了业务的毛利率水平。2013 年以来公司昆仑公馆、昆仑天籁、玺之湾、金域华府等项目销售状况良好。截至 2014 年 3 月末，公司未售住宅面积、排屋面积和商业面积分别为 50.87 万平方米、4.42 万平方米和 2.29 万平方米，未来将形成一定的利润贡献，但受到政策持续调控、商品住宅市场供大于求等因素的影响，盈利水平具有一定不确定性。

2013 年以来，公司土地储备有所增加。2014 年 1 月 3 日，昆仑置业以 5.19 亿元竞得杭政储出【2013】104 号地块，该项目位于杭州市钱江新城；2014 年 1 月 10 日，昆仑置业以 9.26 亿元竞得杭政储出【2013】111 号地块，该项目位于杭州余杭。截至 2014 年 3 月末，公司在杭州和绍兴共有占地面积 28.21 万平方米、地价 24.29 亿元的土地储备。其中，在绍兴新昌地区的土地储备总占地面积 12.70 万平方米，地价 0.67 亿元；在杭州余杭、九堡和钱江新城的土地储备占地面积分别为 8.43 万平方米、6.25 万平方米和 0.84 万平方米，地价分别为 9.17 亿元、9.26 亿元和 5.19 亿元。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

截至 2014 年 3 月末，自然人叶健、叶哲华和方宏青分别持有公司 51.00%、27.265%和 21.735%的股权，其中叶哲华与叶健为父子关系，为公司共同控制人。

2013 年，公司加强了以董事会为主体的法人治理结构建设，改组董事会，增设内部非股东董事，在内部选择了三位具备较强经营管理素质、经验和能力的高层人员进入最高决策机构，参与企业重大决策，原则上超过 5,000 万元的投资必须经过董事会 2/3 人员的同意。同时，引进外部在公司治理、营销、资本运营、财务审计等方面具有丰富工作经验的独立董事。

战略与管理

在发展战略方面，公司发挥房屋建筑产业链较为完善的优势，以建筑施工为主业，稳固发展建筑施工、住宅房产，优先发展项目代建和商业地产，做大贸易产业；推进金融投资、文体等产业，实现产业优化配置、联动发展，产业链有效延伸，整体综合效益持久，使公司具备较强的竞争力。在房屋建筑施工方面，公司继续巩固和扩大建筑施工业的市场份额，保证相对稳定和持续发展的经营规模，为产业结构的优化调整提供强大的资金和资源保障。在房地产开发方面，公司继续发展住宅房产，深耕长三角主要城市的同时，抓住城镇化建设重心逐渐转向二三线城市的机遇，适时布局中西部主要市场。在代建方面，公司加强与下属的建设总承包、物资贸易、商业投资、设计、房产、物业等公司的合作，利用产业链的优势，进行全面服务，以期获得较高的利润率。

在管理方面，公司核心管理层服务年限较长，较为稳定。公司建有系统的质量管理和保障体系，总经理为质量管理总责任人，总工程师分管领导，工程部、处具体行使质量管理责任，在质量管理方面不断建立和完善一系列管理制度，包括工艺标准、过程控制等。

抗风险能力

公司为浙江省具备较强竞争力的建筑企业，以房屋建筑施工为主业，房地产开发业务共同发展的产业链较为完善，有利于提升公司的盈利水平和市场影响力。2013 年以来，公司营业收入和毛利润继续增长，但受房地产调控政策等因素影响，房地产开发业务毛利率持续下降。公司制定了稳步发展、注重风险控制的发展战略，核心管理层较为稳定，内部控制制度逐步完善，有利于增强公司的抗风险能力。

财务分析

公司提供了 2013 年及 2014 年 1～3 月财务报表。利安达会计师事务所有限责任公司浙江分所对公司 2013 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 2014 年 1～3 月财务报表未经审计。

资产质量

2013 年以来，公司资产规模继续增长，流动资产仍占比 90%以上；公司受限资产规模较大，占总资产比重较高

2013 年末及 2014 年 3 月末，公司总资产分别为 135.06 亿元和 140.84 亿元，继续增长；资产仍以流动资产为主，流动资产占总资产的比重分别 91.97%和 92.47%。

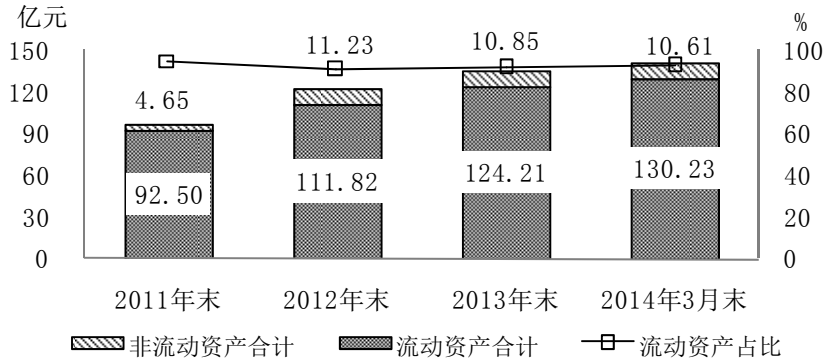


图 1　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司资产结构

公司流动资产主要由存货和货币资金构成，2013 年末及 2014 年 3 月末，公司存货与货币资金合计占流动资产的比重分别为 93.43%和 93.26%。2013 年末，公司存货为 102.54 亿元，同比增长 13.59%，占总资产的比重为 75.93%，其中，开发成本 65.34 亿元，主要是昆仑置业在南京金域华府、天津昆仑中心等 8 个开发项目上的成本投入；开发产品 28.77 亿元，主要是 2013 年 12 月竣工的昆仑公馆项目。2013 年末，公司货币资金 13.51 亿元，同比增长 4.07%，其中，银行存款 12.23 亿元，占比 90.53%。随着经营规模的扩大，截至 2014 年 3 月末，公司存货为 109.71 亿元，较 2013 年末增长 6.99%；货币资金为 11.74 亿元，较 2013 年末减少 13.08%，其余流动资产科目较 2013 年末变化不大。

公司非流动资产主要由发放贷款及垫款、固定资产、递延所得税资产和投资性房地产构成。2013 年末，由于公司具有小额贷款业务，公司发放贷款及垫款 2.64 亿元；固定资产为 2.26 亿元，同比略有减少，主要是房屋建筑物、施工机械以及运输设备；递延所得税资产为 1.03 亿元，同比增长 9.83%；投资性房地产为 4.21 亿元，与 2012 年

末基本持平。2014 年 3 月末，公司非流动资产科目较 2013 年末变动不大。

2013 年和 2014 年 1～3 月，公司应收账款周转天数分别为 5.76 天和 6.75 天；公司存货周转天数分别为 295.73 天和 369.73 天。

截至 2013 年末，公司受限资产为 57.34 亿元，占总资产的比重为 42.47%。其中，受限货币资金为 1.27 亿元，主要为保证金；受限固定资产和无形资产为 56.06 亿元，主要是公司以物业和土地做抵押从银行获取借款 25.80 亿元。

综合来看，2013 年以来，公司资产规模继续增长，存货金额和占比继续增加。随着经营规模的扩大，预计未来 1～2 年，公司资产规模将继续上升。

资本结构

2013 年以来，公司负债规模继续增长，仍以流动负债为主，资产负债率仍处于较高水平；担保比率仍较高，存在一定或有风险

2013 年以来，公司负债规模继续增长，仍以流动负债为主。

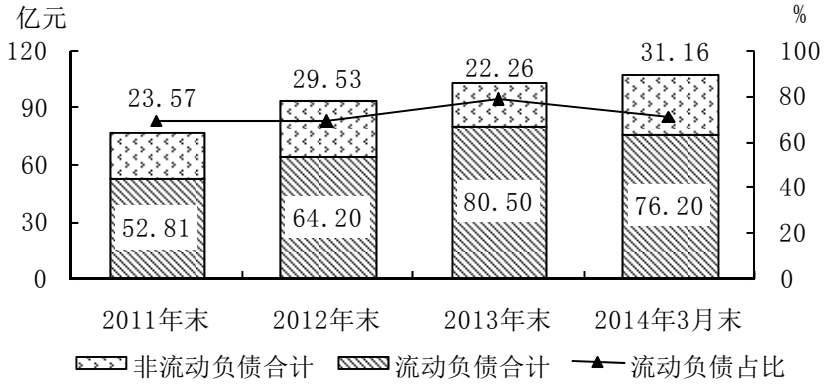


图 2　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司负债结构

公司的流动负债主要由预收款项、短期借款、其他应付款和应付账款构成。2013 年末，公司预收款项为 47.77 亿元，同比增长 55.64%，主要得益于 2013 年公司房产销售增加；短期借款为 14.73 亿元，同比下降 3.76%，其中保证借款和抵押借款分别为 12.51 亿元和 2.22 亿元；其他应付款为 6.78 亿元，同比下降 42.64%，主要是昆仑置业合作项目的其他股东往来款，为拆借资金，不计息；应付账款为 3.02 亿元，同比下降 9.39%，主要为工程和材料款。2014 年 3 月末，公司预收款项为 38.97 亿元，较 2013 年末减少 18.42%，主要是由于房地产项目确认收入所致；其他应付款 11.05 亿元，较 2013 年末增长 63.01%，主要是其他股东拆借资金增加所致；其余流动负债科目较 2013 年末变动不大。

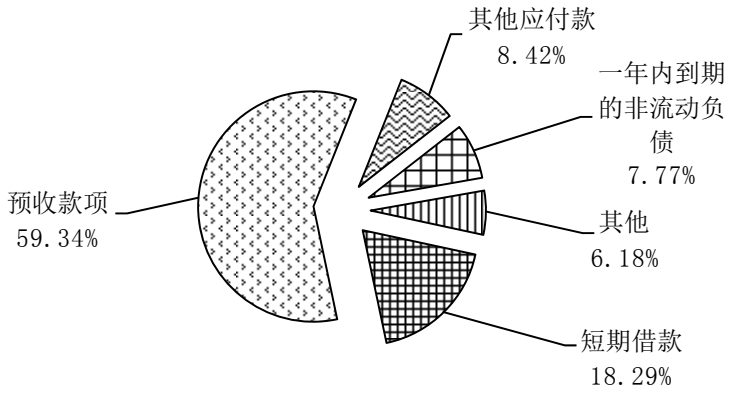


图 3　2013 年末公司流动负债构成

公司非流动负债主要由长期借款构成，2013 年以来，公司长期借款占非流动负债的比重保持在 95%以上。2013 年末，公司长期借款为 21.43 亿元，同比下降 25.29%，全部为抵押借款。2014 年 3 月末，公司长期借款为 30.33 亿元，较 2013 年末增长 41.55%。

表 6　2011～2013 年末及 2014 年 3 月末公司有息债务构成及占总负债的比重（单位：亿元、%）

项目	2014 年 3 月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
短期有息债务	22.49	23.10	17.93	20.46
长期有息债务	30.33	21.43	28.68	22.72
总有息债务	52.82	44.53	46.62	43.17
总有息债务在总负债中占比	49.20	43.33	49.74	56.52

2013 年末，公司总有息债务有所下降，主要是偿还长期借款所致。2014 年 3 月末，公司长期借款有所增加，致使总有息债务规模和总有息债务占总负债比重均有所增加。从短期有息债务期限结构来看，截至 2014 年 3 月末，公司短期有息债务主要集中在 2014 年第二季度。

表 7　截至 2014 年 3 月末公司未来一年有息债务期限结构（单位：亿元、%）

有息债务到期季度	短期借款	应付票据	一年内到期的长期借款	合计	占比
2014 年二季度	5.37	0.91	4.21	10.49	46.66
2014 年三季度	2.75	0.47	0.01	3.23	14.37
2014 年四季度	2.95	-	2.02	4.97	22.11
2015 年一季度	3.78	-	0.02	3.80	16.86
合计	**14.85**	**1.38**	**6.26**	**22.49**	**100.00**

2013 年末及 2014 年 3 月末，公司所有者权益分别为 32.30 亿元和 33.48 亿元，所有者权益的增加主要得益于少数股东权益和未分配利润的增加。2013 年末及 2014 年 3 月末，公司未分配利润分别为 11.80 亿元和 12.11 亿元；少数股东权益分别为 12.72 亿元和 13.59 亿元。

2013 年末及 2014 年 3 月末，公司资产负债率分别为 76.09%和 76.23%，仍处于较高水平，主要由于房地产业务预收款占比较高所致；

长期资产适合率分别为502.94%和609.28%，长期资本对长期资产的保障程度较高，主要是由于公司资产以流动资产为主；由于房地产开发业务存货较多，公司流动比率分别为1.54倍和1.71倍，速动比率分别为0.27倍和0.27倍，流动资产对流动负债的保障程度一般。

截至2014年3月末，公司对包括中天建设集团有限公司在内的共8家企业提供连带责任担保，担保余额10.44亿元，担保比率为31.18%。其中，浙江中业建设集团有限公司（以下简称“中业建设”）为浙江众合建设有限公司（以下简称“众合公司”）担保6,000万元，众和公司银行贷款出现逾期后，中业建设未进行代偿，且自身贷款出现逾期，中业建设处于重组过程中。公司已对该笔担保追加落实反担保措施：包括掌控中业建设所属昆仑小额贷款有限公司股权和收益质押以及办公楼长期使用权的转让。其余被担保企业经营正常。综合来看，公司担保比率较高，存在一定或有风险。

表8　截至2014年3月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保企业	企业性质	担保方式	担保总额	担保对象现状	是否逾期	反担保方式	是否互保
浙江宝华控股集团有限公司	民营	保证	8,500	正常	否	无	是
浙江天地实业发展有限责任公司	民营	保证	2,000	正常	否	无	是
保亿集团有限公司	民营	保证	16,000	正常	否	无	是
中天建设集团有限公司	民营	保证	22,500	正常	否	无	是
歌山建设集团有限公司	民营	保证	28,200	正常	否	无	是
五洋建设集团股份有限公司	民营	保证	20,500	正常	否	无	是
杭州交通工程集团有限公司	民营	保证	2,000	正常	否	无	是
浙江中业建设集团有限公司	民营	保证	4,700	重组中	是	有	否
合计	-	-	104,400	-	-	-	-

资料来源：根据公司提供资料整理

随着经营规模的不断扩大，预计未来1～2年，公司负债规模将继续上升。

盈利能力

2013年公司营业收入继续增加，但受房地产调控政策、商品住宅市场供大于求等因素影响，毛利率有所下降

2013年公司营业收入继续增加，主要是业务规模逐步扩大及产业链不断完善所致；毛利率有所下降，主要是公司销售受房地产调控政策、商品住宅市场供大于求等因素影响，部分房源降低销售价格所致。

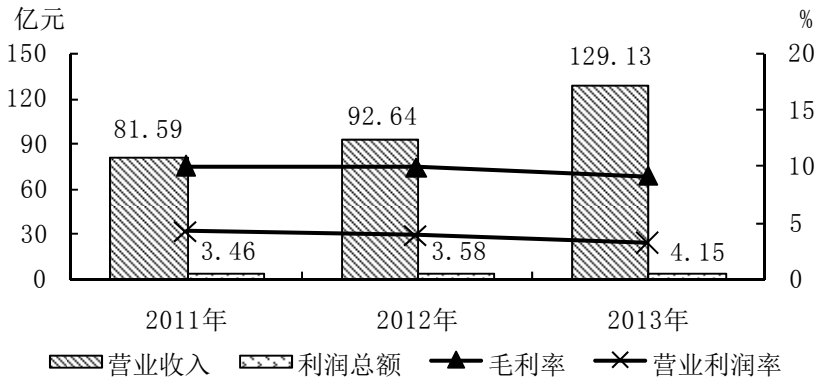


图 4　2011～2013 年公司收入和盈利情况

随着经营规模的扩大，2013 年公司期间费用继续上升，但期间费用率有所下降，总体上维持在较低水平。

2013 年公司利润总额和净利润分别为 4.15 亿元和 3.08 亿元，均有所上升；总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.78%和 9.54%。

表 9　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司期间费用情况（单位：万元、%）

项目	2014 年 1～3 月	2013 年	2012 年	2011 年
销售费用	1,096	7,728	5,724	5,072
管理费用	2,910	10,395	9,061	6,852
财务费用	5,779	11,654	7,255	5,099
期间费用	9,786	29,778	22,040	17,023
期间费用/营业收入	3.38	2.31	2.38	2.09

2014 年 1～3 月，公司经营规模进一步扩大，实现营业收入 28.93 亿元，同比增长 44.07%；毛利率为 10.69%，同比上升 1.03 个百分点；利润总额和净利润分别为 0.88 亿元和 0.65 亿元，同比分别增长 2.92%和 0.72%。

预计未来 1～2 年，随着房屋施工规模的稳步增长和房地产项目的逐步结算，公司收入和利润规模将持续增加。

现金流

2013 年以来公司经营性净现金流波动性较大，对债务的保障能力不稳定

2013 年公司经营性净现金流为 7.08 亿元，同比增加 5.22 亿元，主要是由于公司预收款项增加所致。

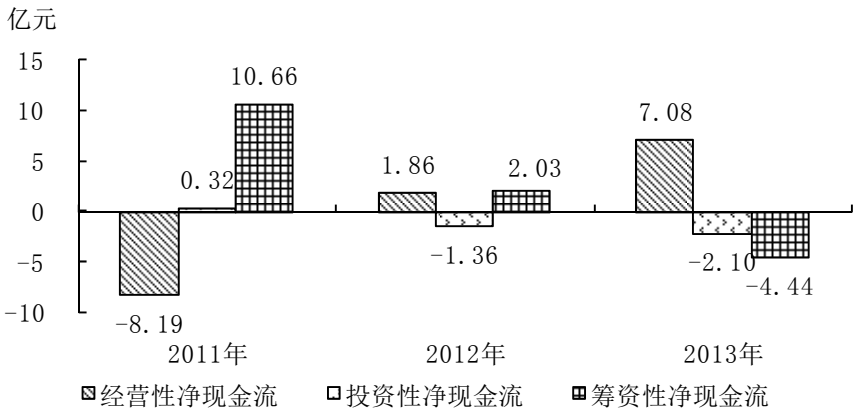


图 5　2011～2013 年公司现金流情况

2013 年，公司投资性净现金流表现为净流出，总体规模较小，主要是投资理财产品的支出；公司筹资性净现金流继续下降，主要是土地购买减少，偿还债务较多所致。

2014 年 1～3 月，公司经营性净现金流为-10.25 亿元，主要是由于购买土地所致；投资性净现金流为-0.01 亿元；筹资性净现金流为 8.49 亿元。

预计未来 1～2 年，在土地购买难度较高的背景下，公司土地购买将增加对资金的需求，筹资需求将处于较高水平。

偿债能力

随着经营规模的增加，2013 年以来公司资产和负债规模均继续增长。由于房地产开发项目未到交付期，存货与预收款项金额较高导致资产负债率仍处于较高水平。

表 10　2011～2013 年及 2014 年 1～3 月公司部分偿债指标（单位：%、倍）

偿债指标	2014 年 1～3 月	2013 年	2012 年	2011 年
资产负债率	76.23	76.09	76.17	78.62
经营性净现金流/流动负债	-13.08	9.78	3.18	-16.83
经营性净现金流/总负债	-9.75	7.20	2.19	-11.70
经营性净现金流利息保障倍数	-10.02	1.89	0.56	-2.59
EBIT 利息保障倍数	1.61	1.36	1.42	1.43
EBITDA 利息保障倍数	1.66	1.42	1.48	1.47

2013 年公司营业收入及利润水平均有所上升，但利息支出逐年增加，EBIT 和 EBITDA 对利息的保障程度有所下降；2013 年以来公司经营性净现金流波动性较大，对债务的保障能力不稳定。总体来看，公司的偿债能力很强。

债务履约情况

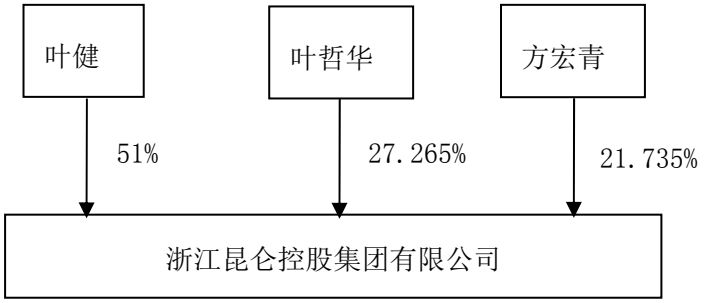
根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2014 年 7 月 10 日，公司本部无信贷违约记录；截至本报告出具日，公司在债券市场发行过一期短期融资券，尚未到还本付息日。

结论

我国固定资产投资和建筑业总产值保持较快增长，但 2013 年增速均有所下滑；房地产调控政策将对房屋建筑业发展产生一定不利影响，保障房建设及公共建筑成为房屋建筑业发展的重要驱动力。2013 年以来，公司营业收入和毛利润继续增长，房屋建筑施工和房地产开发仍是公司收入和利润的主要来源。2013 年公司新签合同额和土地储备继续增加，有利于公司的稳定发展。随着经营规模的增加，2013 年公司资产和负债规模均继续增长，资产负债率仍处于较高水平。

总体来看，昆仑控股偿还债务的能力很强，仍能够为 2014 年度第一期短期融资券提供很强的偿还保障。

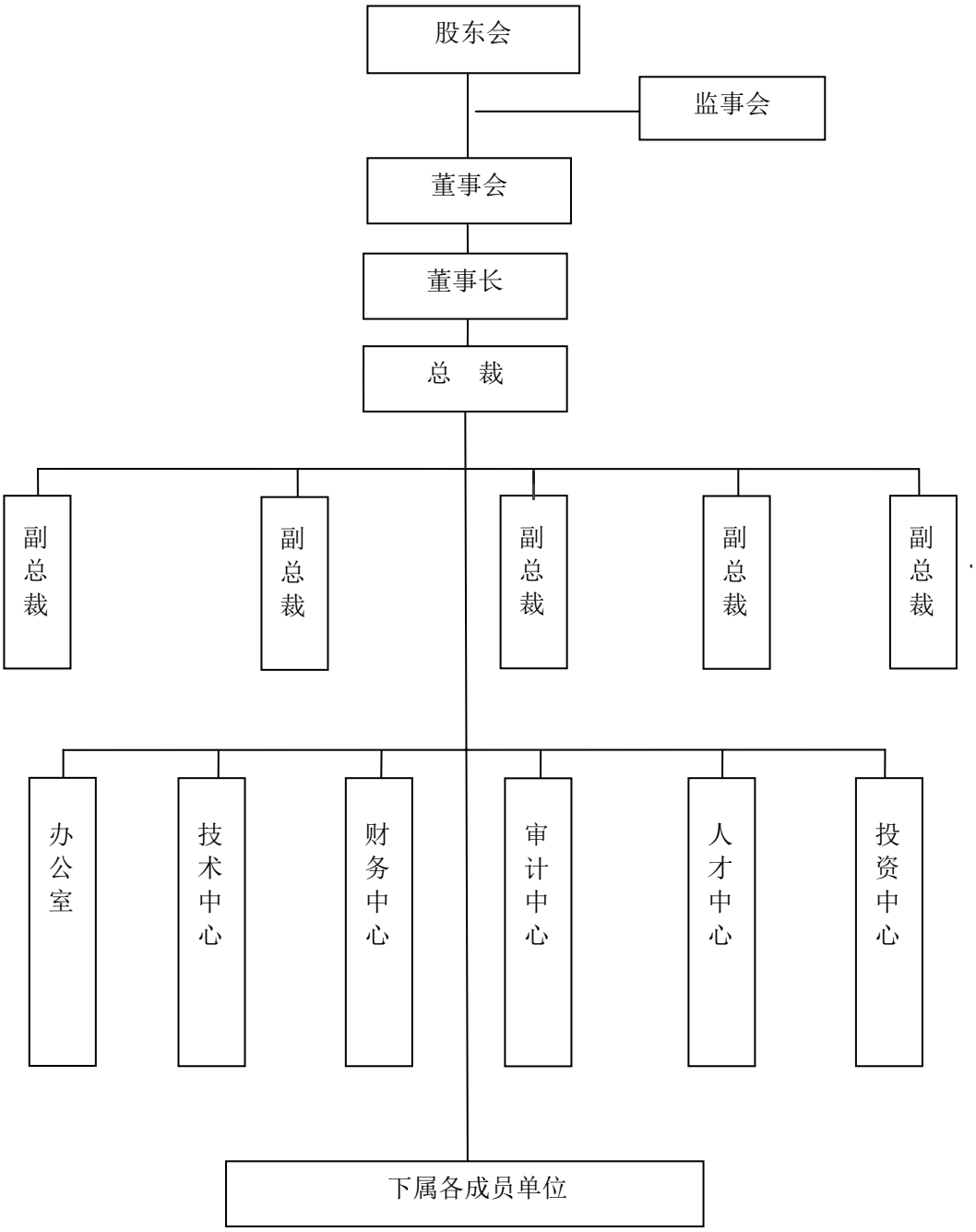
附件1　截至2014年3月末浙江昆仑控股集团有限公司股权结构图



附件 2　截至 2014 年 3 月末浙江昆仑控股集团有限公司主要子公司

序号	企业名称	持股比例（%）	注册资本（万元）	主营业务
1	浙江昆仑置业集团有限公司	60.00	10,000	房地产开发
2	浙江昆仑建设集团股份有限公司	84.74	30,000	建筑施工
3	杭州日兴建设劳务承包有限公司	100.00	150	建筑劳务
4	杭州中力建筑劳务承包有限公司	100.00	80	建筑劳务
5	浙江昆仑物业管理有限公司	100.00	500	物业管理
6	杭州三建物资有限公司	100.00	10,000	建筑材料销售
7	浙江昆仑商业投资管理有限公司	100.00	3,000	商业地产经营管理
8	浙江昆仑建设管理有限公司	100.00	5,000	项目代建

附件3　截至2014年3月末浙江昆仑控股集团有限公司组织结构图



附件 4　　浙江昆仑控股集团有限公司主要财务指标

单位：万元

年　份	2014 年 3 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
资产类				
货币资金	117,435	135,109	129,820	104,477
应收账款	20,104	23,304	18,020	45,831
其他应收款	31,916	31,190	26,621	27,684
预付款项	34,467	23,387	34,364	35,688
存货	1,097,122	1,025,422	902,711	711,284
流动资产合计	1,302,290	1,242,094	1,118,175	924,974
固定资产	23,848	22,608	23,695	23,880
投资性房地产	42,097	42,125	42,225	7,867
非流动资产合计	106,095	108,473	112,318	46,549
资产总计	1,408,385	1,350,567	1,230,492	971,524
占资产总额比（%）				
货币资金	8.34	10.00	10.55	10.75
应收账款	1.43	1.73	1.46	4.72
其他应收款	2.27	2.31	2.16	2.85
预付款项	2.45	1.73	2.79	3.67
存货	77.90	75.93	73.36	73.21
流动资产合计	92.47	91.97	90.87	95.21
固定资产	1.69	1.67	1.93	2.46
投资性房地产	2.99	3.12	3.43	0.81
非流动资产合计	7.53	8.03	9.13	4.79
负债类				
短期借款	148,499	147,251	153,000	178,300
应付票据	13,805	21,200	18,570	26,260
应付账款	40,240	30,230	33,363	32,199
预收款项	389,700	477,714	306,926	244,636
其他应付款	110,450	67,758	118,119	39,384
流动负债合计	761,969	805,015	641,963	528,093
长期借款	303,311	214,282	286,825	227,159
递延所得税负债	8,092	8,092	8,092	8,092
非流动负债合计	311,608	222,579	295,279	235,688
负债合计	1,073,577	1,027,594	937,243	763,781
占负债总额比（%）				
短期借款	13.83	14.33	16.32	23.34
应付票据	1.29	2.06	1.98	3.44

附件 4　　浙江昆仑控股集团有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年　份	2014 年 3 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
应付账款	3.75	2.94	3.56	4.22
预收款项	36.30	46.49	32.75	32.03
其他应付款	10.29	6.59	12.60	5.16
流动负债合计	70.97	78.34	68.49	69.14
长期借款	28.25	20.85	30.60	29.74
递延所得税负债	0.75	0.79	0.86	1.06
非流动负债合计	29.03	21.66	31.51	30.86
权益类				
股本	5,000	5,000	5,000	5,000
资本公积	66,193	66,193	66,193	33,307
盈余公积	6,629	6,628	4,398	2,206
未分配利润	121,051	117,987	97,918	78,183
归属于母公司所有者权益合计	198,873	195,808	173,510	118,696
少数股东权益	135,935	127,165	119,740	89,048
所有者权益合计	334,808	322,973	293,250	207,743
损益类				
营业收入	289,265	1,291,269	926,360	815,941
营业成本	258,337	1,173,596	834,798	734,715
营业税金及附加	12,323	48,573	32,572	27,840
销售费用	1,096	7,728	5,724	5,072
管理费用	2,910	10,395	9,061	6,852
财务费用	5,779	11,654	7,255	5,099
营业利润	8,819	40,018	35,851	34,625
利润总额	8,800	41,467	35,846	34,648
所得税费用	2,270	10,656	8,834	8,157
净利润	6,530	30,811	27,012	26,491
其中：归属于母公司所有者的净利润	3,059	22,298	21,928	21,491
少数股东损益	3,470	8,512	5,084	5,000
占营业收入比（%）				
营业成本	89.31	90.89	90.12	90.05
营业税金及附加	4.26	3.76	3.52	3.41
销售费用	0.38	0.60	0.62	0.62
管理费用	1.01	0.81	0.98	0.84
财务费用	2.00	0.90	0.78	0.62
营业利润	3.05	3.10	3.87	4.24

附件 4　　浙江昆仑控股集团有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年　份	2014 年 3 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
利润总额	3.04	3.21	3.87	4.25
所得税费用	0.78	0.83	0.95	1.00
净利润	2.26	2.39	2.92	3.25
其中：归属于母公司所有者的净利润	1.06	1.73	2.37	2.63
少数股东损益	1.20	0.66	0.55	0.61
现金流类				
经营性净现金流	-102,460	70,777	18,626	-81,919
投资性净现金流	-102	-21,042	-13,622	3,250
筹资性净现金流	84,889	-44,447	20,339	106,603
财务指标				
EBIT	16,450	51,006	47,482	45,346
EBITDA	17,014	53,268	49,510	46,639
总有息债务	528,179	445,297	466,155	431,719
毛利率（%）	10.69	9.11	9.88	9.95
营业利润率（%）	3.05	3.10	3.87	4.24
总资产报酬率（%）	1.17	3.78	3.86	4.67
净资产收益率（%）	1.95	9.54	9.21	12.75
资产负债率（%）	76.23	76.09	76.17	78.62
债务资本比率（%）	61.20	57.96	61.38	67.51
长期资产适合率（%）	609.28	502.94	523.99	952.60
流动比率（倍）	1.71	1.54	1.74	1.75
速动比率（倍）	0.27	0.27	0.34	0.40
保守速动比率（倍）	0.16	0.17	0.21	0.20
存货周转天数（天）	369.73	295.73	348.01	325.40
应收账款周转天数（天）	6.75	5.76	12.41	15.67
经营性现金净流/流动负债（%）	-13.08	9.78	3.18	-16.83
经营性现金净流/总负债（%）	-9.75	7.20	2.19	-11.70
经营现金流利息保障倍数（倍）	-10.02	1.89	0.56	-2.59
EBIT 利息保障倍数（倍）	1.61	1.36	1.42	1.43
EBITDA 利息保障倍数（倍）	1.66	1.42	1.48	1.47
现金比率（%）	15.43	16.80	20.25	19.78
现金回笼率（%）	73.20	93.68	98.56	92.49
担保比率（%）	31.18	26.32	34.03	33.50

附件 5　　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. 营业利润率（%）＝ 营业利润/营业收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝ 净利润/年末净资产×100%
5. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
6. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
7. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
13. 资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益
14. 流动比率 ＝ 流动资产/流动负债
15. 速动比率 ＝（流动资产-存货）/ 流动负债
16. 保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
18. 存货周转天数[1] ＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数[2] ＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
20. 现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

[1] 一季度取 90 天。
[2] 一季度取 90 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出 ＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

24. 担保比率（%）＝ 担保余额/所有者权益×100%

25. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%

26. 经营性净现金流/总负债(%)＝ 经营性现金流量净额/[(期初负债总额＋期末负债总额)/2]×100%

附件 6　　企业主体信用等级符号和定义

大公主体信用等级符号和定义：

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。

BB 级 ：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

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** 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。

大公评级展望定义：

正面 ：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定 ：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面 ：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

附件 7　　短期债券信用等级符号和定义

A-1 级：为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。

A-2 级：还本付息能力较强，安全性较高。

A-3 级：还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。

B 级：还本付息能力较低，有一定的违约风险。

C 级：还本付息能力很低，违约风险较高。

D 级：不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。