



2024 年度 安徽海螺水泥股份有限公司 信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20241047M-01

声 明

- 本次评级为评级对象委托评级。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，中诚信国际及其评估人员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。
- 中诚信国际关联机构中诚信绿金科技(北京)有限公司对该受评对象提供了绿色债券评估服务，经审查，不存在利益冲突的情形。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2024 年 4 月 19 日至 2025 年 4 月 19 日。主体评级有效期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 未经中诚信国际事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

跟踪评级安排

- 根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在评级对象的评级有效期内进行跟踪评级。
- 我公司将在评级对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级对象公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级对象发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就該事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 4 月 19 日

评级对象

安徽海螺水泥股份有限公司

主体评级结果

AAA/稳定

评级观点

中诚信国际肯定了安徽海螺水泥股份有限公司（以下简称“海螺水泥”或“公司”）水泥业务拥有明显的产能规模优势和很高的市场占有率，且相关产业布局完善；成本控制能力强，极高的石灰石自给率和余热发电等措施有助于降低生产成本；经营获现能力很好，财务杠杆很低，偿债能力很强；具备很好的财务弹性，融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到下游需求减弱和煤炭价格波动使得近年来公司盈利能力有所弱化；在建产线投资规模较大，投资进度、资金平衡及未来新增产线建成投产后的产能消化情况值得关注等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，安徽海螺水泥股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：受市场波动和需求减弱影响，公司水泥业务产销量大幅下滑；产能释放及消纳不及预期；杠杆水平明显上升；盈利能力显著恶化且无好转迹象；并购、产线建设等事项使得公司流动性压力攀升等。

正 面

- 水泥业务拥有明显的产能规模优势和很高的市场占有率，且相关产业布局完善
- 成本控制能力强，极高的石灰石自给率和余热发电等措施有助于降低生产成本
- 经营获现能力很好，财务杠杆很低，偿债能力很强
- 具备很好的财务弹性，融资渠道畅通

关 注

- 下游需求减弱和煤炭价格波动使得近年来公司盈利能力有所弱化
- 在建产线投资规模较大，投资进度、资金平衡及未来新增产线建成投产后的产能消化情况值得关注

项目负责人：杜佩珊 pshdu@ccxi.com.cn

项目组成员：刘彦迪 ydliu@ccxi.com.cn

张倩倩 qqzhang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

海螺水泥（合并口径）	2021	2022	2023
总资产（亿元）	2,305.56	2,439.76	2,461.89
所有者权益合计（亿元）	1,918.57	1,959.94	1,979.69
总负债（亿元）	386.99	479.83	482.20
总债务（亿元）	123.24	226.58	236.91
营业总收入（亿元）	1,679.60	1,320.22	1,409.99
净利润（亿元）	341.64	161.40	107.49
EBIT（亿元）	433.36	199.91	140.23
EBITDA（亿元）	492.94	267.79	214.68
经营活动净现金流（亿元）	338.95	96.49	201.06
营业毛利率(%)	29.63	21.30	16.57
总资产收益率(%)	18.80	8.45	5.77
EBIT 利润率(%)	25.80	15.14	9.95
资产负债率(%)	16.78	19.67	19.59
总资本化比率(%)	6.04	10.36	10.69
总债务/EBITDA(X)	0.25	0.85	1.10
EBITDA 利息保障倍数(X)	147.64	46.75	20.52
FFO/总债务(X)	2.91	0.88	0.67

注：1、中诚信国际根据经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年度审计报告整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明。

评级历史关键信息

安徽海螺水泥股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2022/08/25	赵珊迪、张倩倩	中诚信国际水泥行业评级方法 031001 2019_03	阅读全文
AAA/稳定	--	2011/05/09	曲涛、张琪	--	--

注：中诚信国际口径。

安徽海螺水泥股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2019/05/17	郭敏军、曹梅芳	中国建材行业评级方法 CCXR2015004	阅读全文
AAA/稳定	--	2011/03/28	唐雯、邵津宏	--	阅读全文

注：原中诚信证券评估有限公司口径。

同行业比较（2023 年数据）

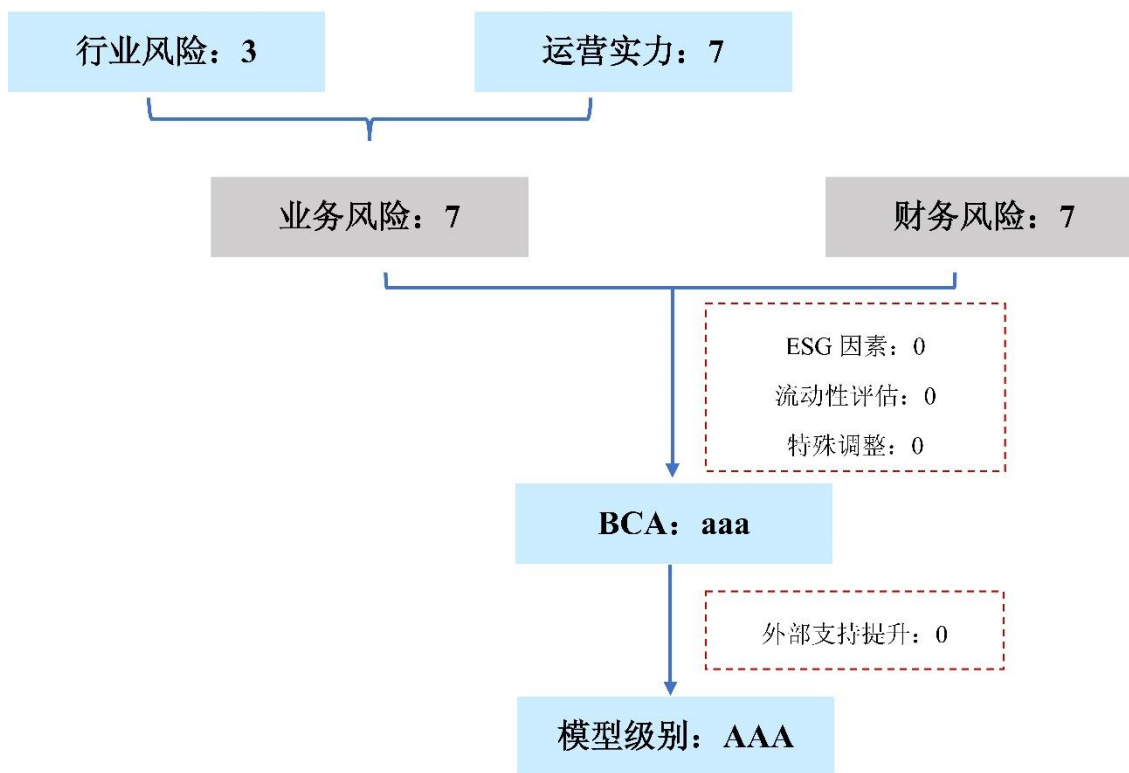
2023 年部分水泥企业主要指标对比表							
公司名称	水泥产能 (亿吨/年)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业毛利率 (%)	经营活动净现 金流(亿元)
金隅集团	约 1.8	2,696.79	65.01	1,079.56	-12.87	11.10	71.41
华新水泥	1.27	688.00	51.56	335.57	32.18	26.71	62.36
海螺水泥	3.95	2,461.89	19.59	1,409.99	107.49	16.57	201.06

中诚信国际认为，与可比企业比较，海螺水泥的水泥产能规模处于行业领先水平，且国内市场布局较广，在安徽、江西、湖北、湖南、广东、贵州、陕西等地市占率较高；贸易业务的开展一定程度上削弱了盈利指标，盈利能力处于适中水平；公司杠杆水平远低于同行业企业，且经营获现能力较好，偿债能力很强。

注：“金隅集团”为“北京金隅集团股份有限公司”简称，“华新水泥”为“华新水泥股份有限公司”简称。

● 评级模型

安徽海螺水泥股份有限公司评级模型打分(2024_01)



注：

调整项：当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

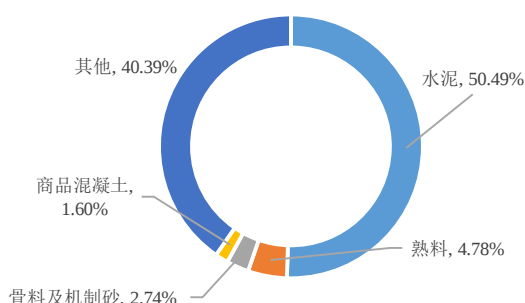
外部支持：作为安徽省大型省属国企，公司可在业务协同、内部管理、产业和财税政策等方面能够得到股东和地方政府多方面的支持；受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论：中诚信国际水泥行业评级方法与模型 C190100_2022_04

评级对象概况

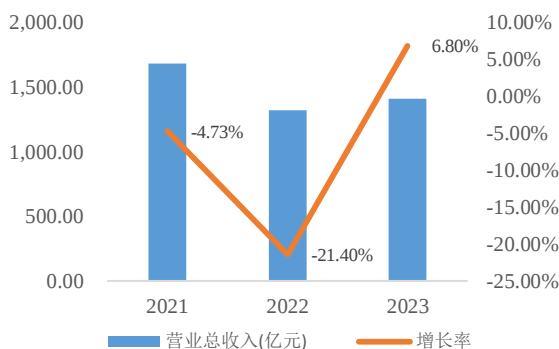
公司成立于 1997 年 9 月 1 日，是国家发改委、国土资源部和中国人民银行联合发文重点支持的 12 家全国性大型水泥企业之一安徽海螺集团有限责任公司（以下简称“海螺集团”）的主要经营实体，1997 年和 2002 年分别在 H 股和 A 股上市（证券代码：00914.HK、600585.SH）。公司主营业务为水泥、熟料、骨料及混凝土的生产、销售，2023 年实现营业总收入 1,409.99 亿元。

图 1：2023 年收入构成情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

产权结构：经过多次增资扩股，截至 2023 年末，公司股本为 52.99 亿元，控股股东海螺集团持有公司 36.40% 股权，公司实际控制人为安徽省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“安徽省国资委”）。

表 1：截至 2023 年末公司主要子公司（亿元）

全称	简称	持股比例	2023 年末		2023 年	
			总资产	净资产	营业总收入	净利润
安徽铜陵海螺水泥有限公司	铜陵海螺	100%	36.67	25.40	44.14	5.87
安徽池州海螺水泥股份有限公司	池州海螺	100%	77.60	32.27	49.49	3.81
芜湖海螺水泥有限公司	芜湖海螺	100%	49.81	19.28	43.11	3.57
安徽枞阳海螺水泥股份有限公司	枞阳海螺	100%	29.93	17.08	28.50	3.32

资料来源：公司提供

业务风险

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2023 年中国经济实现恢复性增长但复苏力度较为温和，在多项有利因素支撑下，2024 年中国经济有望延续向好，但经济运行仍将面临多重压力，“进”与“立”的政策措施仍需加快落实。

2023 年中国经济在复杂形势下保持韧性，GDP 同比增长 5.2%，较前值加快 2.2 个百分点，两年复合增速为 4.1%，总体实现温和复苏。虽然经济复苏节奏波动起伏，但产出缺口逐季收窄，三大产业与三大需求的增长贡献率总体恢复至常态。在经济恢复性增长的过程中，随着增长动能的持续调整与“多重压力”的交织影响，经济运行呈现出名义增速偏低，需求不足仍存，修复结构分化，以及价格水平较弱等特征。

中诚信国际认为，2024 年中国经济持续向好有多项有利因素支撑。其中，房地产等拖累因素有望减轻，工业生产将保持韧性，超额储蓄有望释放，新动能将持续蓄势，前期政策效果延续显现，后续政策空间也将形成有力支撑。但是，以下五个重点领域能否顺利实现“再平衡”依然面临一定的挑战与风险：一是投资需求和投资结构转换过程中的挑战；二是消费需求和供给结构重新匹配中的挑战；三是新旧动能转换与传统动能平稳衔接中的挑战；四是房地产调整转型与行业向新发展模式转变中的风险与挑战；五是债务风险化解过程中的结构性与尾部风险释放与挑战。

中诚信国际认为，2024 年宏观经济政策将落实“稳中求进、以进促稳、先立后破”总基调，并且“进”和“立”的政策力度将有所加强。从财政政策来看，积极的财政政策将适度加力、提质增效，注重用好政策空间，提高资金效益，优化支出结构，在操作节奏上或将“财政前置”。从货币政策来看，稳健的货币政策将灵活适度、精准有效，注重引导实体经济融资成本稳中有降，推动宽货币向宽信用传导，或将侧重支撑价格水平有所改善。总体来看，宏观政策操作仍将坚持在“稳增长”与“防风险”中寻求平衡。

综合以上因素，中诚信国际预计 2024 年中国 GDP 增速将为 5.0%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年四季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10948?type=1>

行业概况

中诚信国际认为，2023 年错峰限产等政策持续发力，但在房地产投资下滑及落后产能退出较慢的情况下，水泥行业供需失衡加剧，竞争激烈导致行业整体经营效益进一步下滑，长期需求不足仍是制约行业回暖的首要因素，绿色低碳化和产能置换是行业高质量发展的关键，水泥企业将持续面临转型发展和盈利压力。

从水泥供给端来看，2023 年去产能化进程持续推进，各地区水泥错峰生产执行周期和停产时间均有不同程度的延长，但技术改造等带来一定的产能提升，低效产能退出相对缓慢，行业产能过剩的局面长期存在，低碳绿色发展和产能置换是目前水泥行业供给变化的最重要影响因素。受整体市场需求疲软影响，2023 年中国水泥产量已连续 3 年下滑，加之过去两年延期的产能置换项目集中投产，实际产能利用率有所下降。

需求端方面，2023 年，全国固定资产投资（不含农户）为 50.30 万亿元，同比增长 3.0%，其中基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 5.90%，地方政府和城投平台的资金压力限制了以道路运输业为代表的部分基建项目的投资能力，基建投资增长趋缓；2023 年，道路运输业投资实现负增长，铁路运输投资同比保持两位数高速增长，对水泥需求起到一定支撑作用。地产投资方面，居民收入预期弱、房价下跌逾期、地产开发商信用风险等因素仍然制约市场恢复节奏，2023 年，房地产开发投资同比下降 9.6%，商品房销售面积、新开工面积、施工面积等指标仍承压，难以提振水泥需求，行业需求整体向下。供需结构性失衡使得全国水泥库存维持高位，叠加煤炭价格同比回落，2023 年水泥价格降至历史低位后反弹动力不足，部分区域跌破现金成本使得企业盈利空间大幅收缩，掌握优质矿山资源和产业链完整度高、规模优势突出、生产成本低、拥有其他优质资产的企业安全垫更高。

整体来看，经济结构转型发展使得以基建和房地产投资为主要驱动力的水泥需求高增长难以为继，水泥行业景气度自高点回落，预计未来将处于长期下行通道。2024 年“万亿国债”和“三大工程”等稳增长政策拉动的投资需求有助于水泥需求企稳，但水泥价格趋势性反转动力不足，行业整体经营效益改善压力大。

详见《中国水泥行业展望，2024 年 1 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10944?type=1>

运营实力

中诚信国际认为，海螺水泥是我国水泥行业龙头企业，产能规模优势突出、市场布局广泛、区域竞争实力极强且成本控制能力领先，但近年来水泥行业需求端疲软对公司业绩增长和盈利能力带来较大挑战，且在建产线投入使其仍面临较大的资本支出压力。

公司产能规模优势突出，产业链完整，行业龙头地位稳固；区域布局多元，可抵御单一区域政策、市场波动等对经营的影响；需求下降导致产量增长有限，但产能利用率仍高于行业平均水平。

近年来，公司整体产能规模逐步扩大，其中水泥产能增加一方面源于国外项目投运，另一方面系国内择优并购部分项目所致；而骨料及混凝土产能因并购和新建项目的投运提升较大。公司在熟料、水泥、骨料、商品混凝土等领域均有广泛产能布局，产业链完整，规模优势十分突出，行业龙头地位稳固。

表 2：近年来公司主要产品产品情况（亿吨/年、万立方米/年）

	2021	2022	2023
熟料产能	2.69	2.69	2.72
水泥产能	3.84	3.88	3.95
骨料产能	0.66	1.08	1.49
混凝土产能	1,470	2,550	3,980

资料来源：公司提供

产能布局方面，根据水泥生产和销售特点，公司独创“T”型发展战略，即在沿江拥有丰富石灰石资源的地区新建、扩建新型干法熟料生产线，在沿海无资源但水泥市场发达的地区建设水泥粉磨站，就地生产水泥产品。依据此战略，公司在东部（主要包括江苏、浙江、上海、福建）、中部（包括安徽、江西、湖南）、南部（主要包括广东、广西及海南）等地区及国家西部开发重点地区（包括四川、重庆、贵州、云南、甘肃、陕西及新疆等）建有生产基地，广泛的区域布局可降低单一市场波动对其经营的影响。此外，公司积极布局海外市场，在拓展东南亚项目布局的同时，积极向中亚、非洲发展，随着印度尼西亚、柬埔寨、缅甸、老挝、乌兹别克斯坦等项目先后落地，近年来海外水泥和熟料产能稳步提升，2023 年末公司海外熟料投产产能位居中国企业第一¹，且随着海外在建、拟建项目的逐步推进，未来海外产能布局将进一步扩大。中诚信国际认为，在国内水泥行业产能过剩及能耗双控等背景下，海外业务的发展为其经营业绩提供一定补充，亦能增强抗风险能力，但相较于国内业务，海外业务面临政治、经济和汇率波动等风险，管理难度更大，需对海外项目的投资压力、产能释放和消纳情况及经营情况等方面保持关注。

¹ 数据来源于水泥网公布的 2023 年海外投资投产排行榜 TOP10。

表 3：公司熟料及水泥已投产产能分布情况（万吨/年）

所在 区域	2021		2022		2023	
	熟料产能	水泥产能	熟料产能	水泥产能	熟料产能	水泥产能
东部地区	786	6,410	720	6,410	720	6,874
中部地区	13,448	14,062	13,270	13,972	13,270	13,808
南部地区	4,400	6,715	4,400	6,825	4,580	6,865
西部地区	7,192	9,179	7,266	9,424	7,226	9,619
海外地区	1,110	2,005	1,210	2,125	1,420	2,295
合计	26,936	38,371	26,866	38,756	27,216	39,461

资料来源：公司提供

产量方面，因国内房地产市场景气度低迷，水泥市场需求下降，导致近年来公司熟料、水泥产量增长受限，2023 年公司水泥及熟料产品的产能利用率仍然不高，但仍高于行业平均水平。

表 4：近年来公司熟料与水泥生产情况（亿吨、%）

	2021	2022	2023
水泥产量	2.68	2.54	2.58
水泥产能利用率	69.79	65.50	65.57
熟料产量	2.40	2.29	2.21
熟料产能利用率	91.60	85.40	81.25

资料来源：公司提供

此外，公司建有配套矿山和水泥窑协同处置固废及危废处置产线，相关产业布局完善且具备协同效应。截至 2023 年末在安徽、重庆、江西、广东、陕西等地区已建成 74 个水泥窑协同项目，可处置危险废弃物和一般工业废物（城市污泥等）860.73 万吨/年，处于全国同行业前列。2023 年公司固废及危废处置项目实现相关营业收入 18.82 亿元，同比提升约 8.79%，实现利润总额 3.52 亿元，同比下降约 14.19%。

近年来，受市场需求下降影响，水泥产品价格持续走弱，但公司水泥产品仍保持了很高的市占率，区域竞争实力很强，且产销率和货款回收情况等仍保持在较好水平。

因水泥行业受运输成本等制约，运输半径相对较小，区域特征较为显著，但公司国内市场布局广泛，且在安徽、江西、湖南、湖北、广东、贵州、陕西等地市占率很高，具有很强的区域竞争优势。公司采取直销为主、经销为辅的营销模式，目前已在中国及海外所覆盖的市场区域设立 500 多个市场部，建立了较为完善的营销网络。

主要产品销售方面，受市场需求下降及区域市场竞争加剧的影响，近年来公司水泥产品价格持续走弱，但销量较为稳定，同时因水泥产品保质期较短，公司主要采取以销定产方式进行生产，产销率保持很高水平；熟料产品以对内销售为主，对外销售规模不大；骨料及商业混凝土自产品销量增长较快主要系近年来公司并购和新增产能较多所致，二者对主营业务收入的贡献持续提升。

结算方面，公司水泥、熟料、骨料及机制砂等产品一般采用款到发货的销售方式，而对经销商的信用政策采用保证金模式，经销商根据合同规定按年销售量缴纳一定比例保证金，可在保证金范围内提货；商业混凝土销售存在一定账期。公司主要产品通过现金和银行承兑汇票结算，近年来整体回款情况良好，未发生大额货款逾期和坏账情况。

表 5：近年来公司主要产品销售情况

	2021	2022	2023
42.5 水泥销量（亿吨）	2.29	2.18	2.19
42.5 水泥产销率（%）	99.65	99.99	97.77
42.5 水泥平均单价（元/吨）	371.23	318.28	278.25
32.5 水泥销量（亿吨）	0.38	0.36	0.38
32.5 水泥产销率（%）	99.66	99.58	99.80
32.5 水泥平均单价（元/吨）	359.79	324.80	273.11
熟料对外销量（亿吨）	0.37	0.33	0.29
熟料平均单价（元/吨）	296.41	299.27	236.28
骨料及机制砂销量（亿吨）	0.36	0.46	0.97
骨料及机制砂产销率（%）	85.12	89.06	76.98
骨料及机制砂平均单价（元/吨）	49.90	48.31	39.68
商品混凝土销量（万立方米）	173.00	503.31	746.91
商品混凝土产销率（%）	100.00	100.00	100.00
商品混凝土平均单价（元/立方米）	128.90	359.02	301.72

注：公司熟料产品大部分自用，小部分销售，故未统计其产销率。

资料来源：公司提供

公司通过极高的石灰石自给率、与大型煤企签订战略合作协议、余热和新能源发电等方式降低外采成本，原材料和能耗控制能力很强，但近年来煤炭价格波动较大对公司成本控制提出较大挑战。

公司石灰石矿产资源储量丰富，且大部分石灰石资源位于长江沿岸以及中南、西北等资源丰富的地区，公司依托资源优势建设熟料生产基地，并通过水运以及公路、铁路等运输方式辐射全国水泥主要消费地区，确保了公司在市场竞争中保持成本优势。截至 2023 年末，目前已获得采矿许可的石灰石储量有 125.50 亿吨，开采能力 4.58 亿吨/年，可为生产运营所需原材料提供有力保证；公司石灰石自给率²约为 98%，处于同行业领先水平，极高的自给率可在一定程度上减少石灰石外购价格波动对公司成本控制的影响。

采购方面，对于煤炭等采购量和采购金额较大且消耗较为规律的采购物资，由公司采购部门进行统一采购、统一调配。近年来，公司通过与晋能控股集团、国家能源集团、中煤能源集团、山西焦煤等多个大型煤矿企业签订战略合作协议，保证煤炭资源直供的稳定性，并获取一定优惠采购价格。但受市场供需波动影响，近年来煤炭价格波动较大。

公司电力供应分为外购及自发电两部分，其中外购电是由国家电网统一输送，自发电是利用公司各生产线配套的余热发电系统和光伏及风电设备。近年来公司约三分之一的电力供应来自自发电，其中 2023 年公司实现自发自用电量 667,169 万度³，占总用电量的 35.99%。公司持续推进新能源项目的建设和推广，加大光伏、风力发电及储能项目的落地，截至 2023 年末，公司已建成光伏发电装机容量 542MW，未来公司仍将持续推进新能源项目建设，为水泥产业链形成协同效应。整体来看，公司原材料和能耗控制能力很强，但煤炭价格波动较大对公司成本控制提出较大挑战。

表 6：近年来水泥熟料综合成本构成情况（元/吨）

项目	2021	2022	2023
原材料	46.10	40.52	39.18
燃料及动力	112.74	144.54	119.71
折旧费用	12.66	14.00	14.96

² 石灰石自给率=（石灰石自产量/石灰石耗用量）*100%。

³ 其中余热发电并网电量 637,975 万度、光伏电量 29,081 万度、风能电量 114 万度。

人工	12.14	13.08	12.56
其他	19.70	18.26	18.56
合计	203.34	230.40	204.97

注：上述各项成本为本公司水泥熟料自产品成本，不含贸易业务成本。

资料来源：公司提供

近年来公司持续扩大大宗物资贸易规模，贸易板块对营业总收入形成补充，但也一定程度上拉低了公司毛利率。

为加强区域一体化统筹，公司自 2018 年起发展上下游相关产业贸易业务，与水泥主业形成协同。公司贸易业务主要分为两部分，一部分为水泥、熟料贸易业务，主要通过统筹各子公司在交叉区域市场的水泥、熟料等进行贸易销售，但因公司战略发展规划调整，近年来水泥熟料贸易业务规模呈大幅下降态势；另一部分为煤炭、钢材、矿粉等大宗物资贸易，近年来公司为更好把控水泥产品原料价格，同时扩展建材业务下游客户，持续扩大大宗物资贸易规模，2023 年公司贸易业务收入大幅增长。公司贸易业务主要采用款到发货的结算模式，部分客户也有预付或给予账期的情况，大部分账期在 1 个月以内，下游客户以央企国企为主，民企占比较小，截至 2023 年末公司贸易类应收账款占比约 20%。综合来看，公司贸易业务规模较大，对公司营业总收入形成一定补充，但也一定程度上拉低了公司毛利率，且对公司资金形成一定占用。

公司在建项目整体投资规模较大，需关注投资进度及新增产线建成投产后的产能消化情况。

在建项目方面，公司在建工程主要为水泥及熟料生产线建设、余热发电、节能环保技改和骨料项目建设等项目，截至 2023 年末公司在建工程余额为 108.42 亿元。总体来看，公司在建项目整体投资规模较大，需关注投资进度及新增产线建成投产后的产能消化情况。

表 7：截至 2023 年末公司部分在建产线情况（亿元）

在建产线	总投资	已投资	投资比例	资金来源
封开海螺交投绿色建材有限公司（“封开绿色建材”）古利山年开采 800 万立方米饰面用花岗岩项目	30.72	6.45	21%	自有资金
安徽池州海螺水泥股份有限公司（“池州海螺”）四期 10000t/d 熟料线+配套 18MW 余热发电等项目	26.21	24.38	93%	自有资金
塔什干海螺 6300t/d 熟料线+220 万吨水泥粉磨线+配套 9MW 余热发电项目	17.75	15.62	88%	自有资金及银行借款
安集延项目一期 5000t/d 熟料+220 万 t/a 水泥粉磨+配套 9MW 余热发电	16.53	5.78	35%	自有资金及银行借款
金边海螺 5000t/d 熟料+180 万 t/a 水泥粉磨+配套 9MW 余热发电+年产 100 万吨骨料项目	16.42	4.43	27%	自有资金
芜湖海螺水泥有限公司（“芜湖海螺”）新粉磨站项目、5#6#SCR 脱硝技改设计、3 线 4 线综合能效提升、10MW/80MWh 二氧化碳压缩储能示范项目、石灰石破碎移位改造及其它技改	13.53	7.31	54%	自有资金
马鞍山海螺绿色建材有限公司（“马鞍山绿色建材”）建筑石料用安山岩矿 960 万吨/年建设工程项目	10.45	4.08	39%	自有资金及银行借款
清新公司 5000t/d 熟料+200 万 t/a 水泥粉磨+配套 9MW 余热发电项目	8.80	4.84	55%	自有资金
水城海螺 4000t/d 熟料+220 万 t/a 水泥粉磨+配套 9MW 余热发电项目	8.62	6.38	74%	自有资金及银行借款
江苏八菱海螺水泥有限公司（“八菱海螺”）300 万 t/a 水泥粉磨及年中转 60 万吨矿粉和年中转 40 万吨骨料项目	7.68	2.84	37%	自有资金

注：部分项目虽已投产，但后续仍有一定收尾投资需求。

资料来源：公司提供

财务风险

中诚信国际认为，公司盈利水平突出，但受房地产市场下行、水泥需求收缩等因素影响，近年来盈利能力和偿债指标有所弱化，但考虑到公司财务杠杆很低，经营获现很好，偿债能力很强。

盈利能力

受房地产市场下行、水泥需求收缩等因素影响，近年来盈利能力有所弱化。

受房地产市场下行、水泥需求收缩以及煤炭价格波动等因素影响，近年来公司水泥、熟料自产品业务收入和毛利率均呈下降态势；而骨料及机制砂、商品混凝土自产品业务因并购和新增产能较多，近年来收入持续增长，但毛利率水平因市场竞争加剧影响亦呈下降态势；建材贸易业务近年来因战略调整，水泥熟料贸易规模收缩较快，致使其收入大幅下降，其毛利率持续维持在很低水平；其他业务主要开展的是煤炭、钢材等大宗物资业务，对公司营业收入形成较好补充，其业务毛利率较为稳定。综合影响下，近年来公司营业总收入有所波动，而毛利率水平持续下降。

表 8：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2021		2022		2023	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
42.5 级水泥自产品	847.90	43.98	693.86	28.43	609.17	25.23
32.5 级水泥自产品	138.41	46.27	115.77	29.15	102.76	30.33
熟料自产品	109.79	37.07	98.74	25.57	67.41	15.06
骨料及机制砂自产品	18.20	65.69	22.30	60.29	38.64	48.32
商品混凝土自产品	2.23	19.14	18.07	14.56	22.54	11.00
建材贸易	365.71	0.21	88.13	0.32	23.56	0.70
其他业务	197.35	3.52	283.35	3.05	545.92	3.17
营业总收入/营业毛利率	1,679.60	29.63	1,320.22	21.30	1,409.99	16.57

注：1、42.5 级水泥包括 42.5 级和 42.5 级以上的水泥；2、其他业务主要系公司开展的煤炭、钢材、矿粉等大宗物资贸易业务；3、分项收入数据来源为当年年度报告；4、加总数存在尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

期间费用方面，近年来期间费用率波动上升，但仍处于行业较好水平。细分来看，公司销售费用较为稳定，而管理费用因合并范围扩大引致职工薪资和安全生产费用等支出增加而持续增长；研发费用 2022 年增加较多主要系公司增加超低排放及节能提效技术研发项目费用投入所致；财务费用因公司充裕的货币资金产生利息收入较多，近年来持续为负，但受汇兑损益波动较大及利息支出增加综合影响，其规模有所波动。

公司利润总额主要来源于经营性业务利润，对合联营企业和理财及存款投资产生的投资收益⁴亦形成一定补充。但 2022 年以来股票市场波动较大对公司持有的上市公司股票价值阶段性产生一定影响。整体来看，受水泥市场下游需求疲软及成本高企态势影响，近年来公司总资产收益率及 EBIT 利润率呈下降态势，盈利能力有所弱化。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2021	2022	2023
销售费用	34.08	33.27	34.24

⁴ 2023 年公司投资收益下滑较多，主要系公司投资的合营及参股公司利润下降所致。

管理费用	50.80	55.61	56.52
研发费用	13.27	20.11	18.60
财务费用	-13.15	-16.51	-11.19
期间费用率	5.06	7.01	6.96
其他收益	10.02	6.66	5.65
经营性业务利润	410.33	185.75	130.88
公允价值变动收益	5.91	-4.58	-2.06
投资收益	14.02	13.51	5.44
利润总额	441.14	200.15	136.00
总资产收益率	18.80	8.45	5.77
EBIT 利润率	25.80	15.14	9.95

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

近年来公司资产和权益规模持续增长，随着合并范围扩大及银行借款增加，总债务规模和财务杠杆有所上升，但仍处于行业内很低水平。

近年来公司资产总额持续增长。具体来看，公司非流动资产占比较高，随着并购产线引致的合并范围扩大、项目建设推进和转固，公司固定资产持续增加。同时，采矿权、土地使用权的购买亦使得公司无形资产保持增长。近年末公司在建工程持续增加，主要系国内产线升级改造及海外产线推进；此外，其他权益工具投资主要包括对同行业公司股权的投资，2022 年因对同行业公司的战略投资增加带动其规模增长较多，但 2023 年来因资本市场波动规模大幅下降。流动资产方面，公司现金类资产充裕，且将部分闲置资金用于购买银行理财和结构性产品以提高资金使用效率。此外，水泥货到付款和以销定产的模式使得存货和应收类款项等流动资产占总资产比重较小，公司经营效率较高。

公司经营性负债规模较为稳定，随着近年来合并范围扩大及银行借款增加，有息债务规模持续增加，但债务结构持续优化，且财务杠杆仍处于行业内很低水平。

受益于利润积累及合并范围扩大引致的少数股东权益增加，公司权益规模保持增长。近年来公司分红政策相对稳定⁵，但未分配利润规模较大，权益稳定性值得关注。

表 10：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

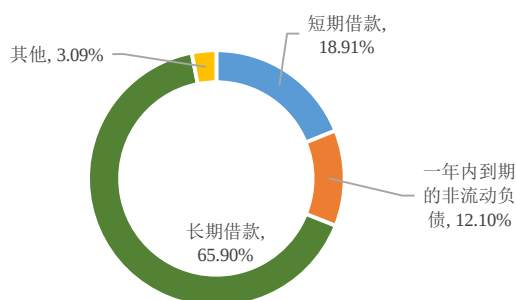
	2021	2022	2023
货币资金	695.59	578.66	683.62
交易性金融资产	242.79	107.55	22.11
应收票据	79.89	85.92	63.28
应收账款	23.77	56.37	43.99
存货	98.96	116.79	101.00
长期股权投资	55.63	67.93	77.65
其他权益工具投资	8.70	23.25	13.48
固定资产	665.22	811.82	855.65
在建工程	72.73	83.87	108.42
无形资产	182.40	320.38	323.80
总资产	2,305.56	2,439.76	2,461.89
应付账款	67.65	67.81	62.98
其他应付款	74.44	88.37	90.46
合同负债	32.54	35.77	28.88

⁵ 2021 年~2023 年，公司宣告现金分红分别为 126.12 亿元、78.43 亿元和 50.66 亿元，分别占当年归母净利润的 37.91%、50.08%和 51.82%。

总负债	386.99	479.83	482.20
其他综合收益	-0.76	-14.32	-23.48
未分配利润	1,653.21	1,664.41	1,690.28
少数股东权益	81.48	123.55	126.48
所有者权益合计	1,918.57	1,959.94	1,979.69
总债务	123.24	226.58	236.91
短期债务/总债务	66.30	55.62	32.15
总资本化比率	6.04	10.36	10.69
资产负债率	16.78	19.67	19.59

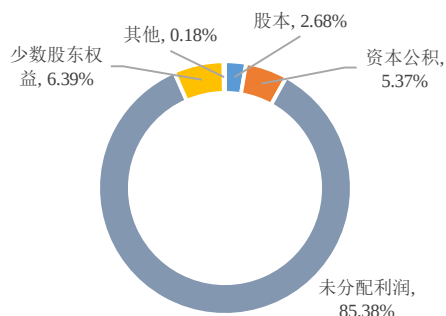
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2023 年末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：截至 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债情况

公司经营获现能力很强，受近年来盈利能力下降影响，偿债指标有所弱化，但公司整体偿债能力仍保持在很强水平。

近年来，公司保持了很强的经营获现能力，但经营活动净现金流有所波动，其中 2022 年因公司盈利水平大幅下降，且贸易业务产生一定的应收账款，致使经营活动净现金流大幅下降，2023 年公司通过优化资产结构，加强催收等方式带动经营活动净现金流大幅提升；公司投资活动净现金流呈净流出状态，一方面来源于项目建设推进，另一方面随理财产品投资往来变化呈波动态势；公司筹资活动净现金流近年来持续净流出，但随着债务规模增加及盈利下降导致分红减少，净流出规模逐年下降。

偿债指标方面，随着经营业绩下滑及债务规模增长，近年来公司偿债指标均有所弱化，但整体偿债能力仍保持在很强水平。

截至 2024 年 3 月末，公司共获银行人民币授信额度 756.95 亿元，其中未使用额度为 508.38 亿元，同时公司共获银行美元和港币授信分别为 3.6 亿美元和 14.85 亿港币，均未使用，备用流动性充足；此外，公司为“A+H”股上市公司，拥有多重股权融资渠道。资金管理方面，公司对下属子公司账户收支及余额进行每日监控和定期归集管理。海外项目公司资金实行分国别统筹管理，在同一国别内开展资金集中统筹调度管理。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2021	2022	2023
经营活动产生的现金流量净额	338.95	96.49	201.06
投资活动产生的现金流量净额	-216.64	-52.81	-193.07

筹资活动产生的现金流量净额	-116.02	-57.23	-54.36
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	101.46	15.54	17.30
EBITDA 利息保障倍数	147.64	46.75	20.52
FFO/总债务	2.91	0.88	0.67
总债务/EBITDA	0.25	0.85	1.10
非受限货币资金/短期债务	8.44	4.53	8.87

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

截至 2023 年末，公司受限资产合计为 21.12 亿元，占当期末总资产的 0.86%。受限资产主要是用于贷款抵押的 12.57 亿元无形资产及用于保证金的 7.75 亿元货币资金，受限比例很小。

截至 2023 年末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼。同期末，公司对外担保余额为 8.76 亿元，担保对象为合营公司，对外担保金额占公司净资产的 0.44%，占比较小。

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，2021 年~2024 年 3 月末，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。

假设与预测⁶

假设

——2024 年公司继续保持区域竞争优势，但因水泥行业景气度未明显回升，业绩增长和盈利能力仍将面临压力。

——2024 年公司仍将维持一定规模的资本支出，公司债务规模和杠杆水平或将有所上升。

预测

表 12：预测情况表（%、X）

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率	10.36	10.69	11.0~12.0
总债务/EBITDA	0.85	1.10	1.2~1.4

资料来源：中诚信国际预测

调整项

流动性评估

公司经营获现能力很强，未使用授信额度和未受限货币资金充足，近年来，公司资金流出主要用于项目建设、节能环保技改、并购项目支出及分红等，预计未来公司产线升级改造仍将维持一定投资规模，考虑到公司财务弹性很好，融资通道较为通畅，未来一年流动性来源可对流动性需求形成良好覆盖。

⁶ 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

ESG 分析⁷

环境方面，作为熟料、水泥生产企业，公司在生产过程中面临的能源消耗和环境保护问题较为突出。公司在环保降耗方面制定了完善的制度体系，相关投入力度逐步加大，近年来，公司持续通过窑炉改造、配套协同固废处置及余热发电系统、产能置换、技术升级等方式提高能源利用率，且未发生重大环保事故。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系十分健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，公司已建立较为完善的法人治理结构，董事会由 8 名董事组成，设董事长 1 人，8 名董事中包括 5 名执行董事和 3 名独立非执行董事，2022 年 7 月 13 日，经临时股东大会审议批准，杨军获委任为执行董事；同日，公司董事会选举杨军担任公司董事长。**中诚信国际认为**，本次变更系正常人事变动，对公司信用水平无实质性影响。内控方面，对于重点的海外项目投资管理，公司制定了境外投资管理办法、财务专业管理办法等制度，规范对外投资各个环节；投资决策由公司董事会审批，并制定全流程监督体制；公司对外投融资及担保须由本部统一批准，子公司负责业务洽谈及执行。战略方面，在投资发展方面，公司将围绕公司“十四五”战略规划，全面统筹主业发展和上下游产业链延伸，培育高质量发展动能；同时在经营管理方面，公司将密切关注国内外宏观经济形势，提升精益化管理水平。

外部支持

作为安徽省大型省属国企，公司可在业务协同、内部管理、产业和财税政策等方面能够得到股东和地方政府多方面的支持。

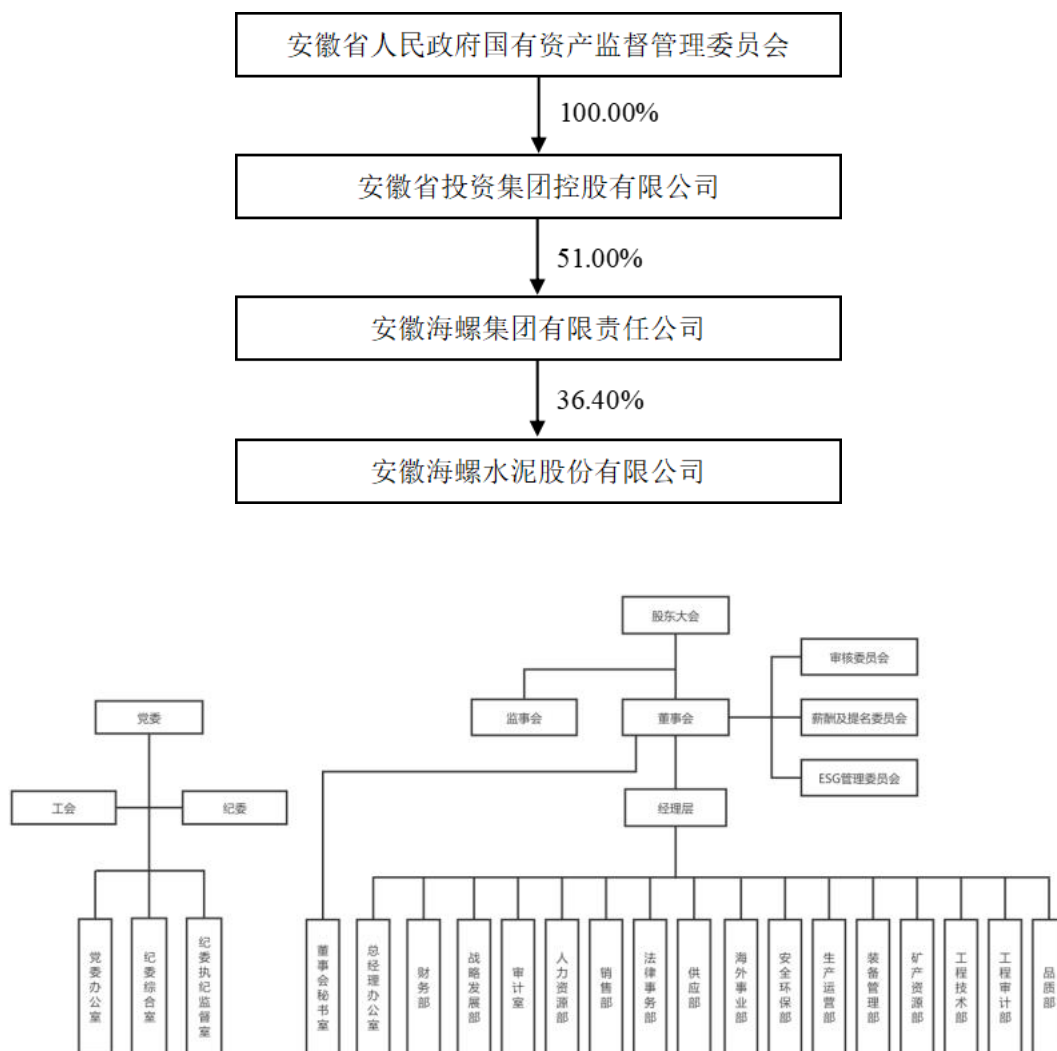
公司控股股东海螺集团是安徽省大型国有企业，同时是国家重点支持的十二家大型水泥企业或集团之一，公司作为其水泥熟料生产销售业务的最重要经营主体，能够得到股东在业务协同、内部管理、信用背书和资金等方面的大力支持，且公司在促进地方经济建设、增加就业和税收等方面地位突出，当地政府支持意愿很强，亦能够得到地方政府在产业政策、财税政策等方面的支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定安徽海螺水泥股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

⁷ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

附一：安徽海螺水泥股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附二：安徽海螺水泥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：亿元）	2021	2022	2023
货币资金	695.59	578.66	683.62
应收账款	23.77	56.37	43.99
其他应收款	32.95	39.00	36.94
存货	98.96	116.79	101.00
长期投资	94.05	101.19	91.13
固定资产	665.22	811.82	855.65
在建工程	72.73	83.87	108.42
无形资产	182.40	320.38	323.80
资产总计	2,305.56	2,439.76	2,461.89
其他应付款	74.44	88.37	90.46
短期债务	81.70	126.02	76.17
长期债务	41.54	100.56	160.74
总债务	123.24	226.58	236.91
净债务	-565.94	-344.00	-438.96
负债合计	386.99	479.83	482.20
所有者权益合计	1,918.57	1,959.94	1,979.69
利息支出	3.34	5.73	10.46
营业总收入	1,679.60	1,320.22	1,409.99
经营性业务利润	410.33	185.75	130.88
投资收益	14.02	13.51	5.44
净利润	341.64	161.40	107.49
EBIT	433.36	199.91	140.23
EBITDA	492.94	267.79	214.68
经营活动产生的现金流量净额	338.95	96.49	201.06
投资活动产生的现金流量净额	-216.64	-52.81	-193.07
筹资活动产生的现金流量净额	-116.02	-57.23	-54.36

财务指标	2021	2022	2023
营业毛利率（%）	29.63	21.30	16.57
期间费用率（%）	5.06	7.01	6.96
EBIT 利润率（%）	25.80	15.14	9.95
总资产收益率（%）	18.80	8.45	5.77
流动比率（X）	3.78	2.98	3.41
速动比率（X）	3.48	2.65	3.07
存货周转率（X）	11.94	9.63	10.80
应收账款周转率（X）	70.66	32.95	28.10
资产负债率（%）	16.78	19.67	19.59
总资本化比率（%）	6.04	10.36	10.69
短期债务/总债务（%）	66.30	55.62	32.15
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	2.71	0.40	0.81
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	4.08	0.73	2.50
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	101.52	16.85	19.22
总债务/EBITDA（X）	0.25	0.85	1.10
EBITDA/短期债务（X）	6.03	2.12	2.82
EBITDA 利息保障倍数（X）	147.64	46.75	20.52
EBIT 利息保障倍数（X）	129.80	34.90	13.40
FFO/总债务（X）	2.91	0.88	0.67

注：中诚信国际分析时将公司计入长期应付款中的有息部分调整至长期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	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
	经调整的所有者权益 所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金 货币资金-受限货币资金
	利息支出 资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	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
	应收账款周转率 营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率 营业成本/存货平均净额
	现金周转天数 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-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 (营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率 期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余) 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
现金流	EBIT 利润率 EBIT/营业收入
	收现比 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额 经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO 经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(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)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数 EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数 EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能保证偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

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

短期债项等级符号	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，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn