



际华集团股份有限公司

2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0272

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，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，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，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。
- 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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 5 月 29 日

本次跟踪发行人及评级结果	际华集团股份有限公司	AAA/稳定
--------------	------------	--------

本次跟踪债项及评级结果	“18 际华 01” 和 “20 际华 01”	AAA
-------------	-------------------------	-----

评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于际华集团股份有限公司（以下简称“际华集团”或“公司”）控股股东实力雄厚、公司能够在业务和资金等方面获得一定股东支持，保持突出的行业地位和显著的规模优势、品牌影响力较强、市场地位稳固，盈利能力有所改善以及资本结构稳健、融资渠道保持畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到存货规模增幅较大、部分订单结算周期较长、应收账款和存货周转情况值得关注，费用管控有待增强以及际华园项目委托关联方运营，后续运营思路 and 经营情况值得关注等因素对公司经营及信用状况造成的影响。
------	--

评级展望	中诚信国际认为，际华集团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：公司盈利能力大幅恶化，财务杠杆水平大幅提高，流动性压力大幅上升，在军需品市场的占有率大幅下降。
------	--

正 面
■ 股东实力雄厚，公司能够在业务和资金等方面获得一定股东支持 ■ 保持突出的行业地位和显著的规模优势，品牌影响力较强，市场地位稳固 ■ 盈利能力有所改善 ■ 资本结构稳健，融资渠道保持畅通
关 注
■ 存货规模增幅较大，部分订单结算周期较长，应收账款和存货周转情况值得关注 ■ 费用管控有待增强 ■ 际华园项目委托关联方运营，后续运营思路 and 经营情况值得关注

项目负责人：孙 抒 shsun@ccxi.com.cn

项目组成员：陈光远 gychen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

际华集团（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	300.23	282.99	276.71	271.07
所有者权益合计（亿元）	171.90	168.66	170.31	170.67
负债合计（亿元）	128.34	114.33	106.40	100.40
总债务（亿元）	62.09	50.41	31.39	32.37
营业总收入（亿元）	149.54	154.94	154.36	27.48
净利润（亿元）	-8.30	-3.25	2.27	0.25
EBIT（亿元）	-3.81	-0.77	3.14	--
EBITDA（亿元）	0.75	3.53	7.37	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	1.48	11.52	-3.12	-4.65
营业毛利率（%）	8.81	9.19	11.84	14.16
总资产收益率（%）	-1.27	-0.27	1.12	--
EBIT 利润率（%）	-2.55	-0.50	2.03	--
资产负债率（%）	42.75	40.40	38.45	37.04
总资本化比率（%）	26.54	23.01	15.56	15.94
总债务/EBITDA（X）	82.90	14.29	4.26	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.29	1.62	4.63	--
FFO/总债务（X）	0.03	0.09	0.24	--

注：1、中诚信国际根据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 2020~2022 年财务报告，以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 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，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

同行业比较（2022 年数据）

公司名称	主要产品及产能	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	EBIT 利润率（%）	总资本化比率（%）	总债务/EBITDA
开润股份	旅行箱及包袋 3,973 万件/年	27.41	0.55	3.99	39.65	6.79
际华集团	职业装及各类服装 10,058 万套件/年、职业鞋靴 3,940 万双/年	154.36	2.27	2.03	15.56	4.26

中诚信国际认为，与开润股份相比，际华集团拥有突出的行业地位和很强的品牌影响力，研发体系完善，具备显著的生产规模优势，对上游的议价能力较强，但部分下游订单结算周期较长。整体来看，公司业务盈利能力偏弱，获现水平一般，财务杠杆水平低且偿债能力强。

注：“开润股份”为“安徽开润股份有限公司”简称。

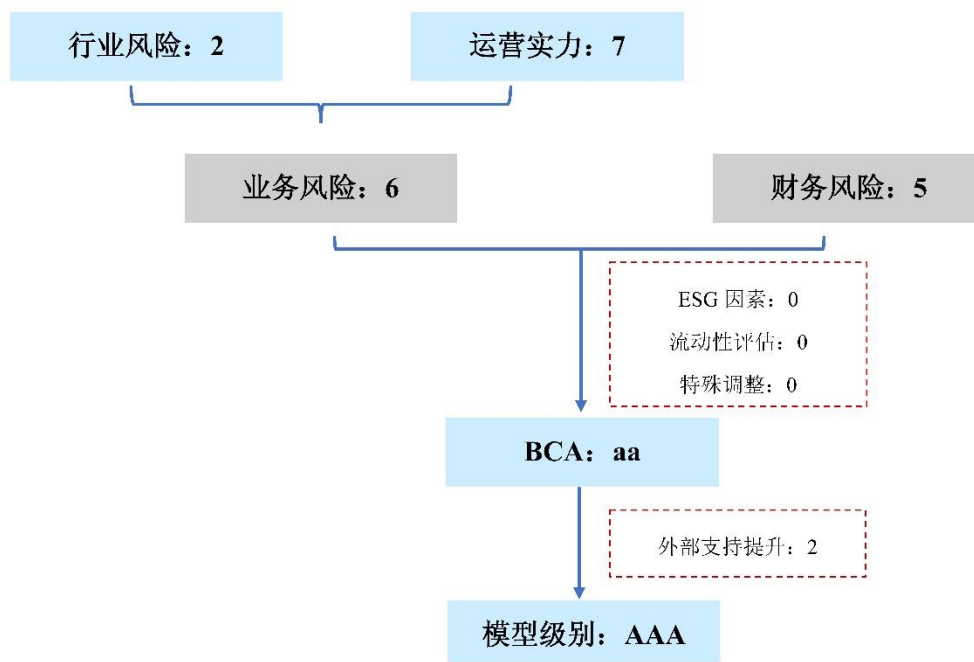
本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
18 际华 01	AAA	AAA	2022/6/24	10.00	0.10	2018/7/20~2023/7/20（3+2）	票面利率选择权、回售条款
20 际华 01 ¹	AAA	AAA	2022/6/24	15.00	15.00	2020/6/15~2025/6/15（3+2）	票面利率选择权、回售条款、控制权变更条款

¹ 2023 年 5 月 16 日，公司公告称“20 际华 01”回售期为 2023 年 5 月 19 日、2023 年 5 月 22 日至 2023 年 5 月 25 日。

● 评级模型

际华集团股份有限公司评级模型打分(2023_01)



● 方法论

中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY_2022_03

■ 业务风险：

际华集团属于纺织服装行业，中国纺织服装行业风险评估为较高；际华集团行业地位和生产规模优势突出，品牌影响力较强，产品结构多元化程度高，业务风险评估为很低。

■ 财务风险：

际华集团盈利能力较弱，经营获现水平一般，杠杆保持在较低水平，债务规模较低且货币资金充裕为其偿债能力提供保障，财务风险评估为较低。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对际华集团个体基础信用等级无影响，际华集团具有 aa 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持：

公司控股股东新兴际华集团有限公司（以下简称“新兴际华集团”）是受国务院国资委直接监管的中央企业，是集资产管理、资本运营和生产经营于一体的大型国有独资公司，综合实力很强。公司为新兴际华集团轻工板块的运营主体，新兴际华集团与公司之间有资金及资产盘活等方面协同。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。

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

表 1：公司募集资金使用情况（亿元）

债项简称	募集资金	已使用资金	募集用途	募集用途是否变更
18 际华 01	10.00	10.00	偿还债务，补充流动资金	否
20 际华 01	15.00	15.00	偿还债务，补充流动资金	否

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 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。

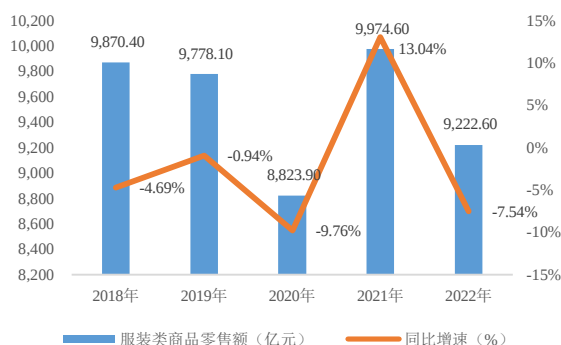
详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

2022 年在需求疲软、成本高企、预期转弱等因素影响下，我国纺织服装行业经营承压；2023 年以来，纺织行业下游需求有所回暖，中诚信国际将持续关注行业供需关系变化及修复状况。

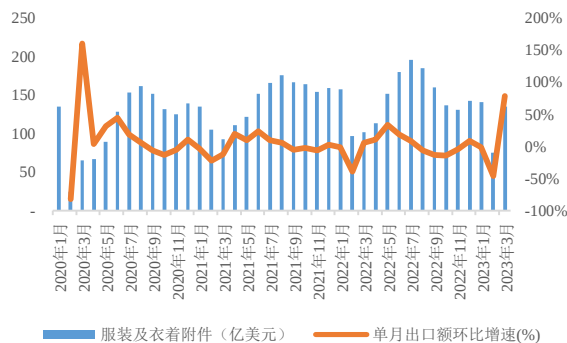
纺织服装行业是典型的竞争型与劳动密集型产业，是我国传统优势产业之一，在国民经济中处于重要地位。需求方面，2022 年，在国内外市场需求疲软、原材料成本高企、外贸环境更加错综复杂等因素的影响下，我国服装行业经济运行压力显著加大，总体呈现了持续放缓的发展态势。具体来看，国家统计局数据显示 2022 年，全国重点大型零售企业服装零售量同比下降 17.5%，各品类服装零售额均低于上年同期，全年我国限额以上单位服装类商品零售额累计 9,222.6 亿元，同比下降 7.7%，同期全国线上穿着类商品零售额同比增长 3.5%。外需方面，2022 年，我国服装出口规模在高基数的基础上继续保持小幅增长，但从月度数据来看，服装出口增速呈现了前升后降的变化趋势，同年 12 月在圣诞季促销刺激国际市场需求短期增加等积极因素的拉动下，出口降幅有所收窄。根据中国海关数据，2022 年我国纺织品服装累计出口金额为 3,233.4 亿美元，同比增长 2.6%。

图 1：2018 年以来服装类商品零售额变化情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

图 2：2020 年 1 月以来我国服装及衣着附件出口情况



资料来源：中华人民共和国海关总署，中诚信国际整理

成本端来看，纺织服装行业原材料包括棉、麻、丝、毛和化工原料等，其中棉花占 20%。2022 年在原油价格上涨的推动下，涤纶、化纤等纺织原料价格上升；棉纺方面，2022 年全国棉花均价呈高位下跌走势，主要系终端需求持续低迷，但平均价格仍处于历史高位，上述因素使得纺织企业成本高企，开工负荷持续偏低。2023 年以来，受益于原材料价格回落，纺织服装企业成本压力有所缓解。

受需求不旺及成本上涨挤压影响，我国服装行业企业经营承压。根据国家统计局数据，2022 年 1~12 月，我国服装行业规模以上企业共有 13,219 家，实现营业收入 14,538.89 亿元，同比下降 4.56%，实现利润总额 763.82 亿元，同比下降 6.34%；同期服装行业规模以上企业亏损面达 19.37%，较 2021 年同期扩大 2.52 个百分点，亏损企业亏损额同比增长 12.46%；产成品周转率、应收账款周转率和总资产周转率同比分别下降 4.87%、4.50%和 3.62%。

2023 年一季度，受益于稳经济政策措施进一步显效带动需求转暖，服装内销市场实现由降转增；同期，我国服装累计出口额为 351.6 亿美元，同比下降 1.3%，但 3 月份服装出口额环比大涨 78.6%，出口回升态势显著，且对东盟国家服装出口额大幅增长，但未来仍需对纺织服装行业供需关系变化及企业业绩修复状况保持关注。

中诚信国际认为，跟踪期内际华集团保持了突出的行业地位和较强品牌影响力，研发体系较为完善，具备显著的生产规模优势和对上游较强的议价能力；受益于军需品需求旺盛，产销规模和生产效率有所提升；但公司对下游议价能力有限，际华园经营情况值得关注。

跟踪期内，公司仍为中国军队、武警部队军需品采购的核心供应商，且为国家统一着装部门和其他职业装着装行业的主要供应商，保持了突出的行业地位和较强品牌影响力。

“际华”作为公司品牌，在亚洲品牌 500 强中位列 256 名，并荣获“中国纺织服装企业竞争力 500 强企业”等荣誉称号，具有较强品牌影响力。公司是中国军队、武警部队军需品采购的核心供应商，在军需品（包括服装、鞋、帽及配饰等）市场占有率超过 50%；同时，公司是消防、检察院、法院、税务、公安、城管以及全国综合执法等国家统一着装部门的主要供应商，2022 年占据公安和消防的被装市场份额分别为 10%和 50%，并在央企、大中型企业工装、行业制服、劳保配装等市场占有一定份额，行业地位显著。

公司产品类型丰富，包括服装、胶布鞋、皮鞋、棉布、棉纱、家纺印染、装具装备等，可为不同行业客户提供满足其使用场景的产品，产品结构多元化程度高。跟踪期内公司向装备市场发力，研发防弹头盔、防弹衣等防护装备产品，或将进一步提高其产品多元化程度。

跟踪期内，受益于军队换装、应急物资等订单增长，公司整体产销量扩大，生产效率有所提升，但公司对下游议价能力有限，且军需品回款情况值得关注。

公司是中国最大的军需品、职业装、职业鞋靴研发和生产基地，产线布局方面，截至 2022 年末，公司共拥有 150 条职业装生产线、65 条职业鞋靴生产线和 24 条皮鞋生产线；下属生产企业遍布全国 23 个省、自治区和直辖市，能及时有效地覆盖市场需求，在行业内保持突出的生产制造和规模优势。

2022 年公司整体产能²及产销量增长，生产效率提升，具体品类有所差异。其中，受益于军队换装及六部委订单增长，公司的职业装、防护装具和皮革皮鞋板块产销量和产能利用率上升；因建筑行业企业客户需求下降，劳保订单减少使得胶布鞋产销量下降，同时职业鞋靴板块产能利用率下滑；因关闭产线，纺织印染板块产能利用率上升；由于央企等企业客户工装需求减少，棉布产销量进一步萎缩。

表 2：公司主要产品产能及产能利用率情况（%）

	2020		2021		2022	
	产能	产能利用率	产能	产能利用率	产能	产能利用率
职业装						
职业装及各类服装（万套件/年）	4,031	61.23	3,829	49.17	10,058	95.79
各类服饰（万件/年）	1,415	74.12	1,344	59.52	3,530	89.76
帽子及手套（万件/年）	224	54.17	213	43.50	560	84.54
职业鞋靴						
职业鞋靴（万双/年）	5,709	77.56	5,994	83.76	3,940	69.80
橡胶件（吨/年）	3,600	89.43	3,780	96.58	2,485	80.49

² 公司亦委托外部单位生产加工，产能调整灵活。

橡胶大底（万双/年）	276	86.86	290	93.81	191	78.17
橡胶（万吨/年）	2	47.64	5	38.60	2	42.88
皮革皮鞋						
皮鞋（万双/年）	710	77.45	675	51.89	1,165	93.22
纺织印染						
纱线（吨/年）	12,790	82.23	12,151	85.52	10,096	95.68
坯布（万米/年）	10,459	82.63	9,936	85.94	8,554	81.64
印染色布（万米/年）	6,445	42.43	6,123	44.13	6,630	51.97
针织面料（吨/年）	8,630	65.05	8,199	67.65	8,199	74.63
家纺制品（万件/年）	88	72.25	84	75.14	91	81.36
防护装具						
防护制品（万件/年）	2,496	100	866	34.68	3,736	100.00
帐篷（万顶/年）	9	62.78	10	61.52	10	24.30
携行具（万件）	259	72.33	277	77.18	277	82.84
环保滤材（万米/年）	155	52.52	166	56.04	166	64.07

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3：近年来公司主要产品产销量变动情况

主要产品	单位	2020		2021		2022	
		产量	销量	产量	销量	产量	销量
服装类	万套件	6,470.66	6,102.61	4,329.28	4,419.31	12,595.63	12,293.71
棉布类	万米	7,305.79	7,539.22	5,931.07	5,433.65	4,410.47	4,491.47
棉纱类	吨	12,444.52	12,808.00	11,761.64	4,918.77	9,660.35	9,382.84
皮鞋类	万双	1,034.46	1,076.19	689.73	722.19	1,086.06	987.18
胶布鞋类	万双	5,706.85	5,878.41	6,218.04	5,900.00	4,087.00	4,779.00

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司对下游议价能力有限，2022 年，受市场竞争影响，公司产品单价下跌，军需品及民品盈利空间缩减。此外，军需品结算周期较长，回款速度较慢，对公司资金造成一定占用。军需品出口方面，2022 年公司军需品和医疗防护物资出口大幅增长带动境外收入同比上升 117%，且新增出口国家包括罗马尼亚等。

公司对上游议价能力有所增强，且研发创新能力的增强为公司关键技术攻关提供了有力支撑。

跟踪期内，受采购量增加影响，公司新增供应商约 4,000 家，2022 年末公司合格供应商合计 2 万余家，议价能力有所增强，公司与供应商结算周期多为 6~12 个月。

公司逐步形成了以际华研究总院为牵引，以职业装、职业鞋靴、纺织印染、防护装具等 4 个专业研究院为支撑的分层研发创新体系，2022 年共投入研发费用 4.09 亿元，占当期营业收入的 2.65%，属业内较高水平。截至 2022 年末，公司共拥有 2 家国家级企业技术中心分中心、2 家国家级工业设计中心、1 个博士后科研工作站、1 个博士后科研流动站协作研发中心、21 家省级企业技术中心、9 家省级工程技术研究中心、2 家省级工程研究中心、7 家省级工业设计中心、2 个省级重点实验室、2 家省级产业研究院、2 个院士专家工作站和 4 个协会技术中心，研发创新体系的不断完善和研发创新能力的提升为公司重大项目研发设计、关键材料和技术攻关以及保持产品质量和性能的提升提供了有力支撑。

跟踪期内，为聚焦主责主业，公司大幅压减贸易业务规模，整体风险较为可控；公司向关联方委托管理和出售际华园项目，现存际华园项目后续运营思路 and 经营情况值得关注；公司在建项目紧密围绕主业，投资规模不大。

公司贸易业务主要为橡胶贸易业务，为进一步聚焦主业，公司大幅压减橡胶贸易业务规模。从客户构成来看，公司贸易业务下游客户以民营贸易企业为主且集中度较高，公司一般向下游客户收取 10% 保证金，并在交货前结清尾款。公司对贸易业务上游供应商采取现款现货的结算模式。整体来看，未来公司将进一步压缩贸易业务规模，贸易业务整体风险较为可控。

表 4：近年来公司贸易业务收入情况（亿元）

贸易品种	2020	2021	2022
服装	0.04	--	--
布料	0.06	--	--
皮革	0.58	--	--
橡胶	27.38	46.60	20.20
乙二醇	0.08	1.97	--
其他	6.79	6.90	10.57 ³
合计	34.93	55.47	30.77

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

前期公司投资了若干际华园项目，跟踪期内，重庆际华园项目处于运营期，但客流较少延续亏损状态，长春和陕西际华园项目处于建设期，盈利能力尚有待提升。

2022 年 10 月，公司公告称将重庆际华目的地中心实业有限公司、长春际华投资建设有限公司、陕西际华园开发建设有限公司（以下简称“陕西际华园公司”）的部分股东管理权⁴委托给新兴际华资产经营管理有限公司⁵（以下简称“资产经营公司”），同时与资产经营公司签署《际华园委托经营管理协议》⁶，该协议明确的委托管理期限为 2022 年 10 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日。2022 年 12 月末，公司公告称为贯彻落实国务院《关于进一步提高上市公司质量的意见》要求，持续推动聚焦主责主业，剥离非主业、非优势业务的战略举措，公司将所持有的陕西际华园公司 100% 股权及公司对其全部债权以非公开协议方式转让给公司关联方资产经营公司，此次交易总价为 8.20 亿元，相关股权转让款已于 2023 年 2 月付清。中诚信国际认为，委托关联方管理际华园项目运营和剥离非主业资产有利于公司集中优势资源用于核心业务发展，但未来际华园项目后续运营思路 and 经营情况值得关注。

表 5：截至 2023 年 3 月末际华园项目建设情况（亿元）

际华园	项目简介	总投资	截至 2023 年 3 月末已投资额	截至 2023 年 3 月末项目进度	2023 年计划投资内容
重庆际华园	项目位于重庆市两江新区，目前极限运动中心和室内滑雪馆对外	18.62	14.59	当前室内滑雪馆及极限运动中心对外营业，运营项目主要包括风洞跳	娱乐业态补充。

³ 2022 年其他收入主要包括化工、棉花和防弹等产品。

⁴ 包括但不限于标的公司的发展战略、经营方针、投资计划、财务预决算、管理制度、运营实施等日常经营管理权；决定标的公司的组织架构、人事任免、薪酬分配及党组织关系等组织人事管理权；日常经营、资产与债权债务、重大风险等事项的监督管理权。但资产经营公司不享有标的公司股权的处置权（含转让、赠与、抵押、质押等），不享有标的公司章程修改、注册资本增加或减少以及公司合并、分立、解散事项的股东决策权。资产经营公司发挥资产运营平台作用提供管理支撑，达成标的公司经营目标，标的公司每年度经营目标经际华集团履行关联交易相关程序后确定。

⁵ 资产经营公司由新兴际华集团 100% 持股，是新兴际华集团旗下专业化的资产开发、管理和运营平台。

⁶ 托管经营结果确认按该委托年度经审计确认的经营结果与委托经营目标同口径对比，超出经营净利润目标的差额部分作为托管收益，由委托方支付受托方；经营结果不足经营净利润目标的差额部分由受托方负责向委托方补足。

运营。

伞、室内攀岩、室内冲浪、滑雪等运动娱乐业态，同时配备餐饮、住宿业态。

长春际华园	项目位于长春市兴隆保税区配套服务区内，已建成商业中心、运动中心、汽摩运动主题公园，目前卡丁车项目正在进行试运营。	20.79	13.81	运动中心工程目前已完工程度为 98%。	运动中心改造投资和商业中心项目投资。
合计		39.41	28.40	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司在建项目紧密围绕主业，主要为生产型子公司产线的智能化改造以及装备类产品的产线扩张，投资规模不大。

表 6：截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	项目建设内容	资金来源	计划投资额	累计投资额	项目投资计划		
					2023.4-12	2024	2025
3515 强人工业园二期项目	包括两栋工房，工房内安装精益制鞋生产线 6 条，建成后实现年产 200 万双皮鞋产能规模；另建设一栋公寓楼，可配置 170 余套职工公寓。	自有资金	0.98	0.29	0.68	0	0
3521 际华单兵综合及应急保障基地项目	际华 3521 公司拟利用滨江二期土地打造单兵防护装备、应急救援个体防护装备、新型野营装备集成创新平台。项目投资包括购置国产和进口生产设备等。	募集资金	1.48	0.77	0.71	0	0
3502 际华华北特种防护装备生产研发基地	拟建特种防护装备生产研发工房 13,997 m ² ，协同配套产能指挥中心 5,202.65 m ² ，总建筑面积为 19,203 m ² 。	募集资金	0.75	0.14	0.60	0	0
合计	--	--	3.21	1.20	1.99	0	0

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，际华集团盈利能力有所改善，资产、负债和债务规模下降，财务杠杆保持在较低水平，偿债指标有所提升；但经营获现能力减弱，应收账款回收及周转情况有待关注。

跟踪期内，受益于军需品板块订单增长，公司经营性业务利润大幅提升，盈利能力有所改善，但费用管控力度有待增强。

2022 年，公司整体收入规模较上年基本稳定，但结构变化较大，具体来看，受益于军队批量换装新式军服加之消防被装和六部委订单增长，军需品与民品板块收入同比增长；公司压缩贸易板块规模使之收入大幅下降，以上因素带动公司整体收入质量提升。毛利率方面，2022 年受主要原材料棉花和燃料动力等价格处于高位以及市场竞争激烈影响，军需品与民品板块毛利率均有所下滑，未来需对公司产品的利润空间变化情况保持关注。

表 7：近年来公司主要板块收入和毛利率构成(亿元、%)

项目	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
军需品	35.16	13.73	23.78	16.91	53.65	15.64
民品	82.48	7.94	64.80	12.60	71.45	11.22
贸易及其他	36.92	1.76	66.16	1.56	33.88	2.77

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司期间费用整体规模小幅扩大推动期间费用率上升，费用管控力度有待增强。2022

年，受益于军需品业务规模扩张，经营性业务利润同比上升 343.04%，同期公司的投资收益主要来自新兴际华投资有限公司的股利分红，加之对历史诉讼形成的减值损失计提较充分，当期减值计提规模下降，在上述因素影响下公司净利润扭亏为盈，总资产收益率和 EBIT 利润率回正，整体盈利能力有所改善。2023 年一季度，受公司压缩贸易业务规模影响，收入规模下降使得期间费用率进一步上升，同期净利润规模同比下降。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.3
销售费用	2.57	2.98	3.37	0.82
管理费用	8.33	7.43	7.53	1.93
研发费用	3.10	3.84	4.09	0.82
财务费用	1.52	-0.22	-0.18	-0.03
期间费用率	10.38	9.05	9.59	12.86
其他收益	1.83	1.54	1.04	0.11
经营性业务利润	-1.56	0.79	3.50	0.22
信用减值损失	3.17	3.53	1.05	0.10
投资收益	0.55	0.11	0.76	0.39
净利润	-8.30	-3.25	2.27	0.25
EBITDA	0.75	3.53	7.37	--
总资产收益率	-1.27	-0.27	1.12	--
EBIT 利润率	-2.55	-0.50	2.03	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司资产及负债规模呈下降态势，财务杠杆保持在较低水平并进一步下降；部分订单结算周期较长，需对应收账款和存货周转情况保持关注。

公司资产仍以流动资产为主，2022 年末，因军需品板块订单大幅增长，产成品增加使得存货规模扩张，同时，军需品订单结算周期较长，当期军需品订单增长推动应收账款同比增加；受益于前期股权出售款的收回，其他应收款规模减少；此外，受偿还债务影响，货币资金规模有所下降。非流动资产方面，因部分在建项目完工转固，固定资产增加。2023 年一季度，因转让陕西际华园公司股权，公司货币资金小幅增加，同时在建工程与无形资产有所减少，整体来看公司资产结构较为稳定。

跟踪期内，公司经营性负债主要由应付原材料供应商的货款和合同未履约形成的合同负债构成，受订单增长公司向供应商扩大采购规模影响，应付账款规模同比增长 37.08%。有息债务方面，因“15 际华 02”和“15 际华 03”已兑付，2022 年末总债务规模大幅减少，债务结构转变为以长期债务为主。2022 年末，受益于利润积累，公司权益规模有所上升，同年公司宣告分配现金股利 1.32 亿元，整体来看，公司财务杠杆水平进一步下降并保持在较低水平。

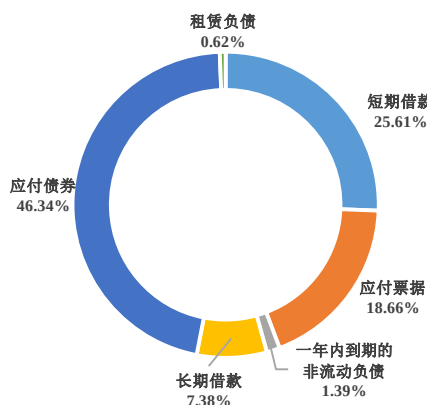
表 9：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	70.76	66.06	54.49	57.73
应收账款	32.30	20.77	36.34	39.13
其他应收款	37.52	31.89	15.15	14.16
存货	34.41	37.85	46.00	43.06
流动资产占比	61.56	58.51	57.58	59.70
固定资产	38.67	37.04	39.84	37.68
在建工程	15.19	16.93	17.11	15.00
无形资产	25.78	24.71	24.07	20.35

其他权益工具投资	8.27	8.29	7.18	6.86
长期应收款	6.86	6.88	6.24	6.29
总资产	300.23	282.99	276.71	271.07
短期借款	5.15	5.31	8.92	8.29
应付票据	6.98	4.15	5.87	6.04
应付账款	30.69	28.56	39.15	34.50
其他应付款	11.57	9.02	9.63	9.15
合同负债	8.76	13.74	14.51	13.19
流动负债合计	72.02	91.72	84.63	76.92
流动负债占比	56.12	80.22	79.54	76.61
应付债券	48.81	15.07	14.97	15.00
总负债	128.34	114.33	106.40	100.40
总债务	62.09	50.41	31.39	32.37
所有者权益合计	171.90	168.66	170.31	170.67
短期债务/总债务	20.20	67.62	49.53	45.65
资产负债率	42.75	40.40	38.45	37.04
总资本化比率	26.54	23.01	15.56	15.94

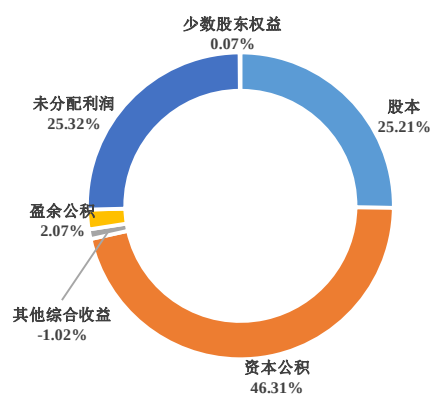
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：截至 2023 年 3 月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

跟踪期内，公司经营获现能力减弱，但部分偿债指标有所提升，公司偿债压力不大。

跟踪期内，公司经营获现能力减弱。2022 年，因订单承揽量大幅增加推动原材料等采购支出增长，且年末部分订单未到结算期，上述因素使得当期经营活动净现金流呈净流出态势；同期公司收到已划出际华园项目还款，使得投资活动净现金流大幅增长；由于偿还到期债券，筹资活动净现金流流出规模扩大。2023 年一季度，因履约被装皮鞋订单，公司材料采购及加工费支出较大，使得经营活动净现金流仍为净流出态势；同期由于公司收到陕西际华园公司股权转让款，投资活动净现金流同比增长。

偿债指标方面，2022 年受益于公司盈利能力的改善及债务规模的减少，EBITDA 对债务本息的保障程度有所增强，但经营活动净现金流无法覆盖债务本息。截至 2023 年 3 月末，公司未受限货币资金为 55.27 亿元，可完全覆盖当期末短期债务，公司偿债压力不大。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	1.48	11.52	-3.12	-4.65
投资活动产生的现金流量净额	-1.08	0.22	12.77	6.56

筹资活动产生的现金流量净额	-1.38	-12.62	-20.74	1.74
经营活动净现金流/利息支出	0.57	5.29	-1.96	--
EBITDA 利息保障倍数	0.29	1.62	4.63	--
FFO/总债务	0.03	0.09	0.24	--
总债务/EBITDA	82.90	14.29	4.26	--
非受限货币资金/短期债务	5.08	1.84	3.32	3.91

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司受限资产合计为 3.47 亿元，其中受限货币资金 2.46 亿元，受限固定资产 0.87 亿元。

表 11：截至 2023 年 3 月末公司及下属子公司涉诉金额在 5,000 万元以上的未决诉讼、仲裁情况

诉讼事件	简介及进展
新兴际华国际贸易有限公司诉长江国际港务港口合同纠纷案	新兴际华国际贸易有限公司（以下简称“国贸公司”）作为原告已就双方港口作业合同纠纷事项向武汉海事法院提起诉讼。截至目前，武汉海事法院已经立案受理并出具了《民事裁定书》（[2019]鄂 72 民初 1421 号），同时裁定查封、扣押、冻结长江国际价值 48,052.83 万元的财产。国贸公司已向最高人民法院申请再审，请求：（1）依法撤销湖北省高级人民法院、武汉海事法院作出《民事裁定书》；（2）依法改判，指令武汉海事法院审理本案。2022 年 8 月 19 日，公司已收到湖北省高级人民法院作出的再审受理通知。
天津威鹏投资有限公司诉国贸公司合同履行情况纠纷案	天津威鹏投资有限公司就其与国贸公司之《购销合同》的履行纠纷事宜提起诉讼，天津威鹏公司诉讼请求：（1）请求法院判令被告立即给付原告货款共计 190,483,150 元；（2）判令被告向原告支付逾期付款违约金 6,332,929 元。2022 年 8 月 10 日，天津市高级人民法院作出《民事裁定书》（（2022）津民终 802 号），认定本案与公安机关立案侦查的长江公司被伪造公司印章、被诈骗的刑事案件，当事人不同且不属于同一事实。不同当事人之间分别存在民事法律关系和刑事犯罪嫌疑，民事案件与刑事案件应当分别审理。裁定：（1）撤销天津市第一中级人民法院（2021）津 01 民初 779 号之一民事裁定；（2）本案指令天津市第一中级人民法院审理。

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

截至目前，上述案件的相关减值损失均已基本计提完毕，且案件的后续判决结果对公司生产经营的影响较为有限；除以上诉讼案件之外，截至 2023 年 3 月末，公司无影响正常生产经营活动和偿债能力的重大未决诉讼情况，同期末公司无对外担保。

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，2020 年~2023 年 4 月 26 日，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⁷

假设

- 2023 年，预测军需品订单规模略降，民品订单需求增加；
- 2023 年，预测公司或将存在新建产能等投资支出需求；
- 2023 年，预测因新建产能，公司融资需求增加推动债务规模和财务杠杆水平上升。

预测

表 12：预测情况表（%、X）

⁷ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人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发行人相关的重要假设，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发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率	23.01	15.56	16.00~19.00
总债务/EBITDA	14.29	4.26	4.5~6.5

资料来源：中诚信国际整理

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，际华集团的流动性较强，未来一年流动性来源可对流动性需求形成覆盖。

公司经营获现能力一般，合并口径现金及等价物储备尚可，未使用授信充足，对债务覆盖程度较高。公司收现比保持在较好水平，截至 2023 年 3 月末，公司非受限货币资金为 55.27 亿元，相对于 2023 年内到期的债务规模，资金储备较充足。同期末，公司合并口径共获得银行授信额度 100.12 亿元，其中尚未使用额度为 86.25 亿元，备用流动性充足。

公司资金流出主要用于在建项目投资以及债务的还本付息。2020 年以来公司购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金约为 20 亿元。此外，2022 年分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出为 1.63 亿元。综上所述，公司流动性较强，未来一年流动性来源可对流动性需求形成良好覆盖。

表 13：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	2023 年内到期	2024 年内到期	2025 年内到期	2026 年及以后
合并口径	7.83	17.58	0.46	0.13
银行融资	7.73	2.58	0.46	0.13
公开债务	0.10	15.00	--	--
本部口径	2.95	15.00	--	--
银行融资	2.85	--	--	--
公开债务	0.10	15.00	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析⁸

中诚信国际认为，跟踪期内公司注重安全生产与环保投入，并积极履行企业社会责任，为其平稳运营奠定基础；公司治理结构较优，内控制度完善，目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，公司秉持可持续发展理念，通过采取产品结构调整、系统优化、技术进步等管理措施，把能源节约与生态环境保护工作贯穿于公司生产经营之中，跟踪期内未发生突发环境事件或重大环境违法违规事件。截至 2022 年末，际华三五五皮革皮鞋有限公司、际华橡胶工业有限公司、新疆际华七五五五职业装有限公司等三家企业被评为国家级绿色工厂；际华三五三四制衣有限公司、际华三五三六实业有限公司、际华三五四三针织服饰有限公司等三家企业被评为省级绿色工厂。

表 14：近年来公司安全、环保资金投入情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1~3
安全生产投入	0.12	0.11	0.17	0.02
环境保护投入	0.14	0.15	0.20	0.02

⁸ 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。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

社会方面，公司员工激励机制和培养体系健全，人员稳定性较高；跟踪期内未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，跟踪期内公司保持了较为完善的法人治理结构，股东大会是公司的最高决策机关，下设董事会对股东大会负责，董事会由 9 名董事组成，其中 3 名来自控股股东新兴际华集团。**中诚信国际关注到**，2023 年 3 月，公司公告称原董事长吴同兴因工作需要请辞董事长职务，新任董事长和法定代表人由夏前军担任，此次董事长变更事项对公司经营无负面影响。公司设监事会，由 3 名监事组成，设主席 1 人。公司设总经理 1 名、总会计师 1 名，副总经理 2 名，负责公司日常经营管理工作。内控方面，公司制定了详尽的制度，主要包括内部控制评价制度、全面风险管理制度、重大经营风险事件报告工作办法等。资金管理方面，公司对各子公司实施资金归集制度，资金归集率约 90%，且经公司审批后子公司可拥有融资权限。战略方面，未来公司将深耕存量市场，巩固被装核心供应商地位；强化科研人才队伍建设与激励；以推动聚焦专业化、智能化和集约化为目标，进一步理顺生产管理体系，强化同类企业间的对标管理。

外部支持

公司控股股东新兴际华集团是受国务院国资委直接监管的中央企业，雄厚的股东背景能为公司经营发展提供一定支撑。

公司控股股东新兴际华集团是受国务院国资委直接监管的中央企业，是集资产管理、资本运营和生产经营于一体的大型国有独资公司，拥有冶金、轻工、装备制造、商贸物流及医药五大业务板块，其中球墨铸铁管的生产规模居世界前列，行业地位突出。截至 2022 年末，新兴际华集团总资产为 1,299.69 亿元，资产负债率为 62.84%，所有者权益为 483.01 亿元，营业总收入为 1,045.47 亿元，利润总额为 19.38 亿元。

公司为新兴际华集团轻工板块的运营主体，是中国最大的军需品、职业装、职业鞋靴研发和生产基地，亦是中国军队和武警部队的核心供应商，新兴际华集团通过提供资金以及协助公司盘活和处置际华园项目资产等方面的政策支持公司业务的发展壮大。2022 年和 2023 年，公司分别收到向股东已划出际华园项目约 12 亿元和 8 亿元转让款，且同期公司股东受托管理并接收了公司的非主业优势资产。截至 2023 年 3 月末，新兴际华集团财务有限公司向际华集团总计提供 35 亿元授信额度。公司及下属企业后续有望获得融资等方面的支持。2020~2022 年，公司累计收到各类政府补助资金 4.95 亿元。

同行业比较

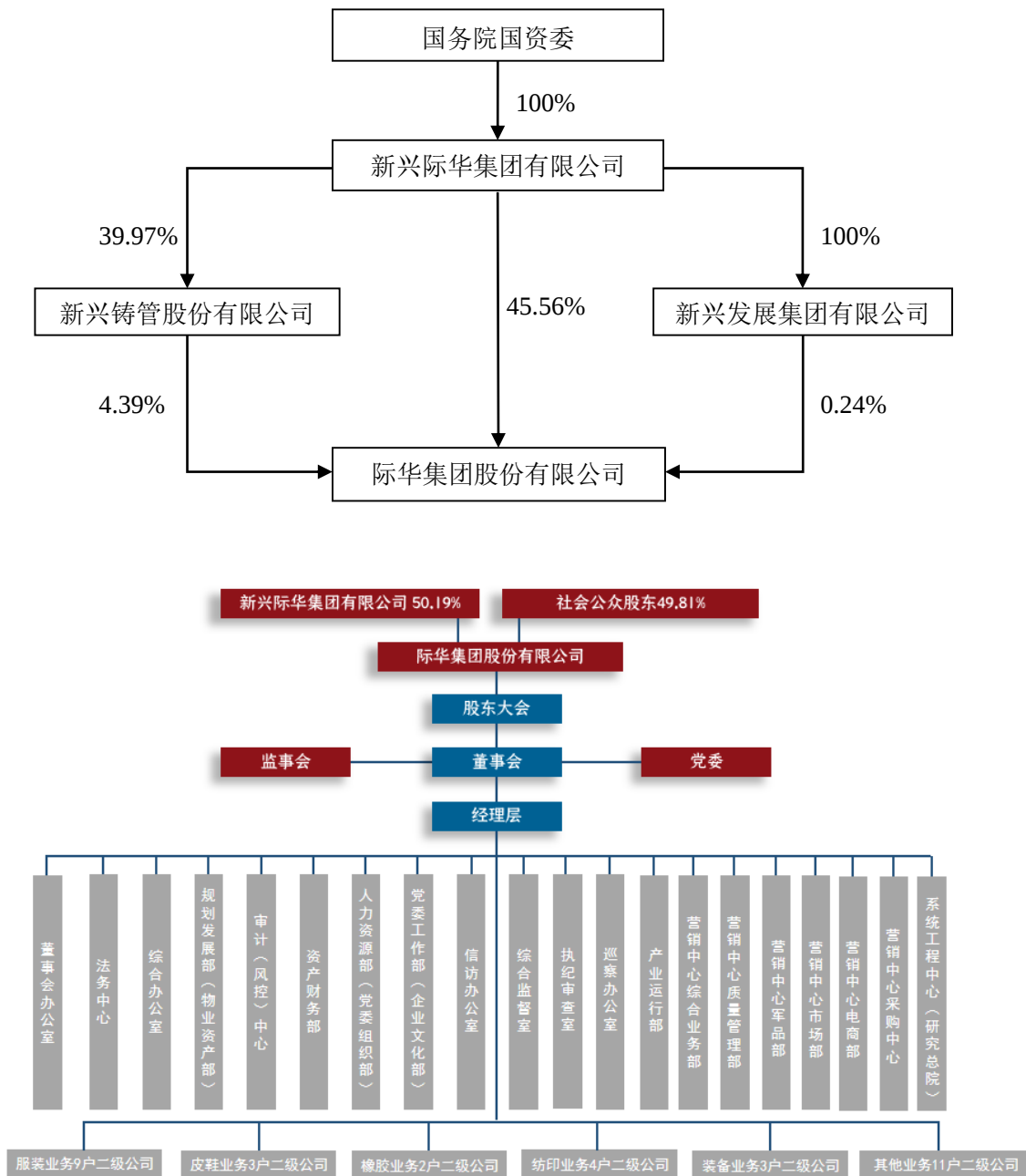
中诚信国际选取了开润股份有限公司（以下简称“开润股份”，300577.SZ）作为际华集团的可比企业，上述均为纺织服装企业，具有较高可比性。

中诚信国际认为，与开润股份相比，际华集团拥有突出的行业地位和很强的品牌影响力，研发体系完善，具备显著的生产规模优势，对上游的议价能力较强，但部分下游订单结算周期较长。整体来看，公司业务盈利能力偏弱，获现水平一般，财务杠杆水平低且偿债能力强。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持际华集团股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 际华 01”和“20 际华 01”的信用等级为 **AAA**。

附一：际华集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：际华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）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	707,573.93	660,564.38	544,945.06	577,338.87
应收账款	323,011.46	207,662.40	363,402.34	391,288.65
其他应收款	375,204.37	318,889.19	151,451.68	141,627.76
存货	344,149.74	378,453.87	460,005.28	430,579.73
长期投资	91,310.03	90,619.76	75,533.36	72,365.17
固定资产	386,712.32	370,406.36	398,366.59	376,770.13
在建工程	151,918.05	169,302.30	171,144.68	150,026.50
无形资产	257,777.45	247,096.54	240,732.52	203,472.36
资产总计	3,002,349.05	2,829,906.46	2,767,129.30	2,710,658.60
其他应付款	115,708.34	90,195.50	96,336.80	91,467.05
短期债务	125,416.37	340,903.44	155,462.12	147,785.78
长期债务	495,487.25	163,231.08	158,408.25	175,942.82
总债务	620,903.62	504,134.52	313,870.37	323,728.59
净债务	-15,750.04	-123,327.94	-202,837.84	-253,610.28
负债合计	1,283,356.20	1,143,278.61	1,064,016.94	1,003,962.36
所有者权益合计	1,718,992.85	1,686,627.85	1,703,112.36	1,706,696.24
利息支出	25,841.04	21,766.55	15,901.54	--
营业总收入	1,495,371.60	1,549,400.73	1,543,579.96	274,779.90
经营性业务利润	-15,594.85	7,946.48	34,988.31	2,179.24
投资收益	5,522.66	1,105.03	7,627.56	3,853.47
净利润	-83,031.01	-32,512.42	22,667.63	2,495.83
EBIT	-38,141.83	-7,740.62	31,379.16	--
EBITDA	7,490.05	35,276.46	73,694.68	--
经营活动产生的现金流量净额	14,819.37	115,217.51	-31,209.87	-46,546.65
投资活动产生的现金流量净额	-10,847.11	2,185.27	127,653.63	65,648.08
筹资活动产生的现金流量净额	-13,771.69	-126,165.24	-207,383.71	17,381.94
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率（%）	8.81	9.19	11.84	14.16
期间费用率（%）	10.38	9.05	9.59	12.86
EBIT 利润率（%）	-2.55	-0.50	2.03	--
总资产收益率（%）	-1.27	-0.27	1.12	--
流动比率（X）	2.57	1.81	1.88	2.10
速动比率（X）	2.09	1.39	1.34	1.54
存货周转率（X）	3.96	3.89	3.25	2.12*
应收账款周转率（X）	4.63	5.84	5.41	2.91*
资产负债率（%）	42.75	40.40	38.45	37.04
总资本化比率（%）	26.54	23.01	15.56	15.94
短期债务/总债务（%）	20.20	67.62	49.53	45.65
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 总债务（X）	-0.01	0.19	-0.15	-0.58*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 短期债务（X）	-0.06	0.28	-0.30	-1.26*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍 数（X）	0.57	5.29	-1.96	--
总债务/EBITDA（X）	82.90	14.29	4.26	--
EBITDA/短期债务（X）	0.06	0.10	0.47	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.29	1.62	4.63	--
EBIT 利息保障倍数（X）	-1.48	-0.36	1.97	--
FFO/总债务（X）	0.03	0.09	0.24	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、带*指标已经年化处理；3、因缺少 2023 年一季度现金流量补充表，部分指标无法计算。

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 (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)
	现金周转天数	
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：“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