



# 烟台国丰投资控股集团有限公司 2024 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[2024]跟踪 0461 号

---

## 声明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级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，未受评级委托方、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，亦不对评级委托方、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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 4 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	烟台国丰投资控股集团有限公司	AAA/稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“19 国丰 02”、“20 国丰 01”、“21 国丰 01”、“21 国丰 Y3”、“21 国丰 Y5”、“22 国丰 Y1”、“22 国丰 Y2”、“22 国丰 Y3”、“22 国丰 Y4”、“22 国丰 Y5”、“22 国丰 Y6”、“22 国丰 Y8”、“22 国丰集团 MTN001A”、“22 国丰集团 MTN001B”、“22 国丰集团 MTN002A”、“22 国丰集团 MTN002B”、“23 国丰 02”、“23 国丰 03”、“23 国丰 04”、“23 国丰 05”、“23 国丰 06”、“23 国丰 07”、“24 国丰 01”、“24 国丰 02”	AAA
<b>跟踪评级原因</b>	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。	
<b>评级观点</b>	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为烟台市经济持续稳定增长，战略地位显著，潜在支持能力强；烟台国丰投资控股集团有限公司（以下简称“烟台国丰”或“公司”）获得的股东支持力度很大、主要子公司保持较强的经营实力、投资收益良好，投资策略水平较高，投资风险一般，资产流动性较强，股东实力强，能够获得股东的大力支持。同时，中诚信国际关注到公司债务规模增长较快，短期债务规模较大，少数股东权益占比较高，贸易摩擦或对公司化工板块产生一定影响，未来资本支出规模较大等因素对其经营及信用状况造成的影响。	
<b>评级展望</b>	中诚信国际认为，烟台国丰投资控股集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
<b>调级因素</b>	<b>可能触发评级上调因素：</b> 不适用。 <b>可能触发评级下调因素：</b> 公司资产质量显著下降；风险控制出现重大漏洞和缺陷；财务状况的恶化；外部支持能力及意愿大幅弱化等。	
<b>正面</b>		
<ul style="list-style-type: none"><li>■ <b>良好的区域环境。</b>烟台市经济持续稳定增长，战略地位显著，能够为公司提供良好的外部支持和丰富的项目来源。</li><li>■ <b>战略地位突出。</b>公司系烟台市政府出资设立的国有独资企业，系烟台市重要的国有资本投资公司，目前持有多家上市公司股权，承担了国有资产和股权保值增值的职能，在烟台市战略地位突出。</li><li>■ <b>股权资产质量优良。</b>目前公司直接或间接持有万华化学、冰轮环境、泰和新材、东方电子、张裕A/B、密封科技和民士达7家上市公司股权，上述公司在各自细分领域拥有较强的竞争实力，上市公司资产质量优质，可为公司带来丰厚的收入及利润。</li></ul>		
<b>关注</b>		
<ul style="list-style-type: none"><li>■ <b>债务规模增长较快，短期债务规模较大。</b>近年来，公司债务规模快速增长，短期债务规模较大，债务结构有待优化。</li><li>■ <b>少数股东权益占比较高。</b>截至2023年末，公司少数股东权益为976.43亿元，在当期所有者权益合计中占比为73.53%，少数股东权益占比较高。</li><li>■ <b>贸易摩擦或对公司化工板块产生一定影响。</b>公司化工板块中的部分原材料采购及化工产品销售均与国际贸易相关，且该板块收入的国外销售占比逐年提升，需关注国际贸易摩擦可能对公司该业务产生的影响。</li><li>■ <b>未来资本支出规模较大。</b>公司产业园板块和子公司的在建项目仍需较大规模投资，需关注公司后期资本支出压力、资金平衡及资产经营效益情况。</li></ul>		

项目负责人：宋丹丹 ddsong@ccxi.com.cn

项目组成员：蔡昊松 hscail@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

## 财务概况

烟台国丰（合并口径）	2021	2022	2023
资产总计（亿元）	2,620.36	2,994.43	3,666.45
所有者权益合计（亿元）	990.17	1,216.02	1,328.01
负债合计（亿元）	1,630.19	1,778.40	2,338.45
总债务（亿元）	1,385.20	1,510.31	1,985.90
营业总收入（亿元）	1,692.93	2,000.72	1,949.53
净利润（亿元）	258.61	181.52	195.89
EBIT（亿元）	340.21	245.77	271.08
EBITDA（亿元）	418.50	347.80	373.00
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	275.63	378.02	276.88
营业毛利率（%）	25.02	16.49	18.32
总资产收益率（%）	12.98	8.75	8.14
EBIT 利润率（%）	20.10	12.28	13.90
资产负债率（%）	62.21	59.39	63.78
总资本化比率（%）	60.48	58.85	62.12
总债务/EBITDA（X）	3.31	4.34	5.32
EBITDA 利息保障倍数（X）	11.32	8.28	5.80
FFO/总债务（X）	0.22	0.13	0.11

烟台国丰（母公司口径）	2021	2022	2023
资产总计（亿元）	442.93	511.41	594.31
负债合计（亿元）	259.18	258.07	383.46
总债务（亿元）	320.55	391.15	473.61
所有者权益合计（亿元）	183.75	253.34	210.84
投资收益（亿元）	10.36	19.26	15.55
净利润（亿元）	2.16	9.96	2.01
EBIT（亿元）	11.34	20.86	14.20
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-95.37	-67.60	-33.31
经调整的净资产收益率（%）	2.22	10.44	2.15
资产负债率（%）	58.52	50.46	64.52
总资本化比率（%）	76.68	80.73	83.46
总债务/投资组合市值（%）	35.94	46.22	61.18
现金流利息保障倍数（X）	-8.44	-3.52	-1.07

注：1、中诚信国际根据烟台国丰提供的其经和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年度审计报告和经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年度审计报告整理。其中，2021 年财务数据采用了 2022 年审计报告期初数，2022 年数据采用了 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、将其他流动负债和其他应付款中的带息债务和其他权益工具中一年内到期的永续债调入短期债务；长期应付款、其他非流动负债和其他权益工具中的 1 年以上到期永续债调入长期债务；3、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（母公司口径、2023/2022 年数据）

项目	烟台国丰	杭州金融投资	杭州国资运营
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA
地区	山东省-烟台市	浙江省-杭州市	浙江省-杭州市
GDP（亿元）	10,162.46	18,753.07	18,753.07
一般公共预算收入（亿元）	673.87	2,450.61	2,450.61
总资产（亿元）	594.31	484.88	325.02
资产负债率（%）	64.52	76.16	39.12
投资收益（亿元）	15.55	26.36	4.65
净利润（亿元）	2.01	10.88	2.84

中诚信国际认为，与同行业相比，烟台国丰的投资策略处于较好水平，投资风险一般，投资组合资产流动性较好，资本实力一般，财务风险中等。

注：1、烟台国丰使用 2023 年数据，其余可比公司使用 2022 年数据；2、“杭州金融投资”系“杭州市金融投资集团有限公司”的简称；“杭州国资运营”系“杭州市国有资本投资运营有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## 本次跟踪情况

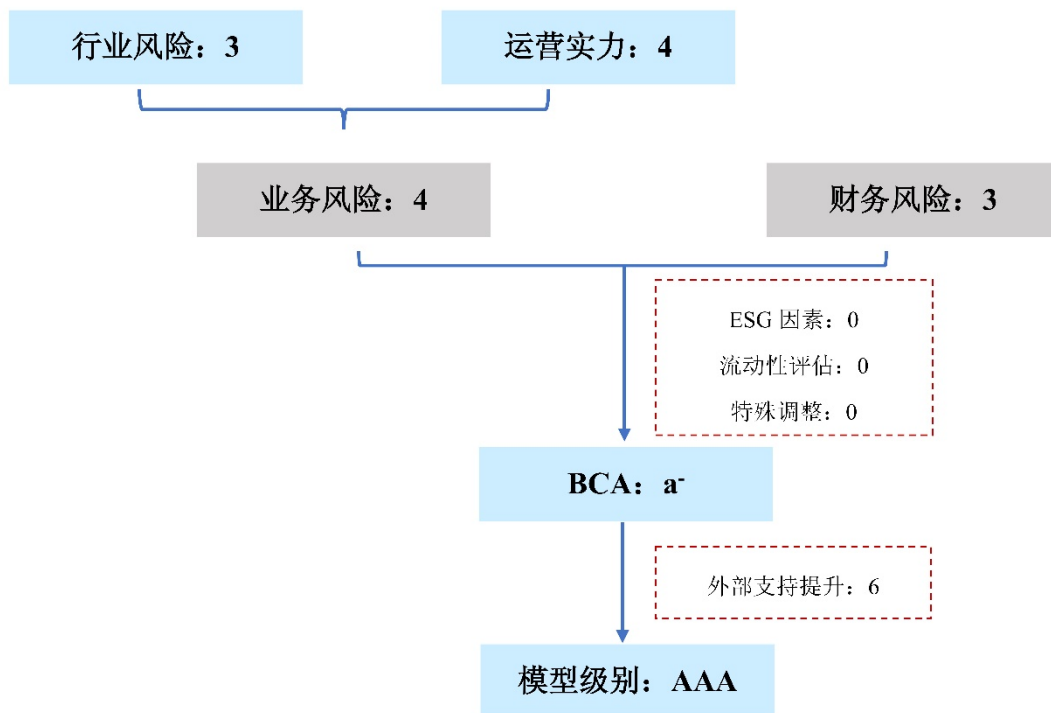
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 有效期	发行金额/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
19 国丰 02	AAA	AAA	2023/06/28 至本 报告出具日	10/10	2019/11/07~2024/ 11/07	--
20 国丰 01	AAA	AAA	2023/06/28 至本 报告出具日	20/20	2020/04/10~2025/ 04/10	--
21 国丰 01	AAA	AAA	2023/06/28 至本 报告出具日	10/10	2021/01/11~2026/ 01/11（3+2）	调整票面利率、回售
21 国丰 Y3	AAA	AAA	2023/06/28 至本 报告出具日	15/15	2021/9/15~2024/9/ 15（3+N）	调整票面利率、赎回、发行人 续期选择权、股息红利条款、 利息递延、偿付顺序
21 国丰 Y5	AAA	AAA	2023/06/28 至本 报告出具日	20/20	2021/11/12~2024/ 11/12（3+N）	调整票面利率、赎回、发行人 续期选择权、股息红利条款、 利息递延、偿付顺序
22 国丰 Y1	AAA	AAA	2023/06/28 至本 报告出具日	15/15	2022/1/11~2025/1/ 11（3+N）	调整票面利率、赎回、发行人 续期选择权、股息红利条款、 利息递延、偿付顺序
22 国丰 Y2	AAA	AAA	2023/06/28 至本 报告出具日	15/15	2022/3/1~2025/3/1 （3+N）	调整票面利率、赎回、发行人 续期选择权、股息红利条款、 利息递延、偿付顺序
22 国丰 Y3	AAA	AAA	2023/06/28 至本 报告出具日	11.5/11.5	2022/6/16~2027/6/ 16（3+N）	调整票面利率、赎回、发行人 续期选择权、股息红利条款、 利息递延、偿付顺序
22 国丰 Y4	AAA	AAA	2023/06/28 至本 报告出具日	3.5/3.5	2022/6/16~2027/6/ 16（5+N）	调整票面利率、赎回、发行人 续期选择权、股息红利条款、 利息递延、偿付顺序
22 国丰 Y5	AAA	AAA	2023/06/28 至本 报告出具日	7/7	2022/8/26~2025/8/ 26（3+N）	调整票面利率、赎回、发行人 续期选择权、股息红利条款、 利息递延、偿付顺序
22 国丰 Y6	AAA	AAA	2023/06/28 至本 报告出具日	8/8	2022/8/26~2025/8/ 26（3+N）	调整票面利率、赎回、发行人 续期选择权、股息红利条款、 利息递延、偿付顺序
22 国丰 Y8	AAA	AAA	2023/06/28 至本 报告出具日	7/7	2022/10/14~2027/ 10/14（5+N）	调整票面利率、赎回、发行人 续期选择权、股息红利条款、 利息递延、偿付顺序
22 国丰集团 MTN001A	AAA	AAA	2023/06/28 至本 报告出具日	5/5	2022/4/22~2025/4/ 22	--
22 国丰集团 MTN001B	AAA	AAA	2023/06/28 至本 报告出具日	10/10	2022/4/22~2027/4/ 22	--
22 国丰集团 MTN002A	AAA	AAA	2023/06/28 至本 报告出具日	10/10	2022/7/22~2025/7/ 22	--
22 国丰集团 MTN002B	AAA	AAA	2023/06/28 至本 报告出具日	5/5	2022/7/22~2027/7/ 22	--
23 国丰 02	AAA	AAA	2023/07/24 至本 报告出具日	9/9	2023/7/24~2026/7/ 25	--
23 国丰 03	AAA	AAA	2023/07/24 至本 报告出具日	6/6	2023/7/24~2028/7/ 25	--
23 国丰 04	AAA	AAA	2023/09/15 至本 报告出具日	10/10	2023/9/15~2026/9/ 18	--

23 国丰 05	AAA	AAA	2023/09/15 至本报 告出具日	5/5	2023/9/15~2028/9/ 18	--
23 国丰 06	AAA	AAA	2023/10/20 至本报 告出具日	5/5	2023/10/20~2026/ 10/23	--
23 国丰 07	AAA	AAA	2023/10/20 至本报 告出具日	10/10	2023/10/20~2028/ 10/23	--
24 国丰 01	AAA	AAA	2024/03/13 至本报 告出具日	8/8	2024/3/13~2027/3/ 14	--
24 国丰 02	AAA	AAA	2024/03/13 至本报 告出具日	7/7	2024/3/13~2034/3/ 14	--

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
烟台国丰	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/28 至本报告出具日

## ● 评级模型

烟台国丰投资控股集团有限公司评级模型打分(C210100\_2024\_02\_2024\_01)



注:

**调整项:** 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

**个体信用状况 (BCA):** 中诚信国际认为, 受总债务增加及投资组合市值减少等影响, 一定程度上削弱了公司的偿债能力, 公司个体信用状况由 a 调整至 a<sup>-</sup>。

**外部支持:** 烟台市政府的支持能力很强, 对公司有强的支持意愿, 主要体现在烟台市强劲的经济财政实力和增长能力; 公司是烟台市重要的市属国有资本投资运营公司, 战略地位显著, 自成立以来得到较多优质资产划转及资金支持, 能够获得政府的大力支持, 与政府关联度高。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿, 外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

**方法论:** 中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 C210100\_2024\_02



## 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，[报告链接](#)

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

## 重大事项

根据 2023 年 10 月 23 日烟台市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“烟台市国资委”）发布《关于加快推进市属企业优化整合实施股权划转的通知》（以下简称“通知”），及 2024 年 1 月 3 日东方电子股份有限公司发布的《东方电子股份有限公司关于控股股东国有股权划转有关情况的提示性公告》（以下简称“公告”），通知及公告显示，烟台市国资委将其持有的东方电子集团有限公司（以下简称“东方电子集团”）51%股权无偿划转至山东省财欣资产运营有限公司（以下简称“财欣资产”）及烟台国丰，其中，烟台国丰持有东方电子集团 45.9%股权，财欣资产持有东方电子集团 5.1%股权，且根据公告显示，在东方电子集团存续期间，财欣资产除参与所持股权收益和处置有关的股东会并表决外，其他股东会事项的表决权均委托烟台国丰代为行使，以此判定烟台国丰实际控制东方电子集团并将其纳入合并范围。截至目前，此次股权划转已完成工商变更，东方电子集团亦已纳入公司合并范围。

## 业务风险

中诚信国际认为，2023 年以来，新一轮国企改革深化提升行动拉开序幕，科技创新的相关支持政策加深，城投转型投资控股企业逐渐增多，股权投资市场处于调整阶段，需要更加关注企业实际运营实力和市场变化对盈利和资金回笼的影响。

2023 年以来，新一轮国企改革深化提升行动拉开序幕，科技创新的相关支持政策加深，化债背景下，城投转型投资控股企业逐渐增多，股权投资市场处于调整阶段，总体呈下行态势；上述因素影响下，企业整合重组增多，科技创新领域投资推动机构的投资阶段前移，同时市场环境变化下，投资机构更为谨慎，国有背景投资机构继续发挥重要作用，需要更加关注企业实际运营实力和市场变化对盈利和资金回笼的影响。

详见《中国投资控股企业特别评论，2024 年 3 月》，[报告链接](#)

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11017?type=1>

中诚信国际认为，公司作为烟台市重要的产业投资与资本运营主体，风控措施逐步完善；母公司所持股权主要系政府划拨资产，计划长期持有；公司单个项目投资额占比高，投资集中度高，但投资表现较好，投资风险中等；除股权投资业务外，公司亦从事产业园建设业务，但目前仍处于建设阶段，暂未产生收益。公司整体投资规模较大，投资收益受市场环境存在波动，未来投资收益情况有待持续观察。

表 1：2021~2023 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2021 年	2022 年	2023 年
--	--------	--------	--------



	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
化工板块	1,453.48	85.86	26.29	1,653.78	82.66	16.48	1,749.92	89.76	16.82
能源设备及服务板块	53.87	3.18	21.99	60.98	3.05	22.81	74.87	3.84	25.75
高性能纤维板块	44.03	2.60	37.24	37.15	1.86	28.10	39.25	2.01	24.23
电力自动化板块	--	--	--	56.63	2.83	33.54	68.46	3.51	34.29
其他业务	141.55	8.36	9.33	192.19	9.61	7.30	17.03	0.87	62.28
<b>合计</b>	<b>1,692.93</b>	<b>100.00</b>	<b>25.02</b>	<b>2,000.72</b>	<b>100.00</b>	<b>16.49</b>	<b>1,949.53</b>	<b>100.00</b>	<b>18.32</b>

注：公司 2023 年其他业务收入降幅较大，主要系贸易业务由总额法改为净额法核算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司为烟台市重要的市属国有资本投资运营公司，战略地位重要，投资管理机制良好，风险控制逐步完善。**

公司作为烟台市最重要的产业投资与资本运营主体，战略地位重要。公司投资业务主要由公司本部负责经营，包括股权直投和基金投资。

投资管理方面，公司制定了《烟台国丰投资控股集团有限公司投资决策委员会议事规则（试行）》，设立了投资决策委员会。投资决策委员会作为公司对投资业务相关方案进行评审的专门机构，主要对项目立项进行审批；对项目投资方案、项目退出方案、项目风险金方案（如有）、项目投后重大事件、投资过程中其他需要决策的事项进行审议。投资决策委员会成员由公司总经理、副总经理、总经理助理以及各部门相关负责人构成。股权管理方面，对于下属企业的对外投资事项，公司通过参与下属企业内部决策程序以及履行出资人审核程序两个层面进行监管。下属企业内部决策程序方面，公司通过向下属企业委派董事和监事，综合考虑项目可行性、经济效益、风险防范措施等问题，然后在其股东会和董事会审议对外投资项目时发表意见。履行出资人审核把关程序方面，下属企业完成内部决策程序并形成决议后，须向公司请示。公司按照国资监管有关规定履行出资人审核程序，对同意实施的项目出具批复，下属企业取得批复后，才能正式实施项目。

公司针对不同业务领域设置专业投资部门，设置了完善的投资管理与风险管理制度，跟踪期内，公司相关制度运行良好，无公开的涉及被投企业与项目的重大风险情况。

**公司投资组合集中，在管国有股权主要系政府划入，公司投资的资产流动性一般，近年来投资业务收益呈现一定波动。**

公司目前在管国有股权主要系政府无偿划入，下属经营实体业务涵盖化工、能源设备、高性能纤维及电力自动化业务。直接持股方面，截至 2023 年末，公司本部分别直接持有 A 股上市公司万华化学（股票代码：600309.SH）和泰和新材（股票代码：002254.SZ）的 21.59%和 18.85%股份，为万华化学和泰和新材第一大股东；间接持股方面，公司的全资子公司烟台国盛投资控股有限公司和烟台冰轮控股有限公司共持有上市公司冰轮环境（股票代码：000811.SZ）22.85%的股份，控股子公司东方电子集团持有上市公司东方电子（股票代码：000682.SZ）27.58%的股份，控股子公司烟台铭祥控股有限公司持有密封科技（股票代码：301020.SZ）47.93%的股权，参股公司烟台张裕集团有限公司<sup>1</sup>分别持有张裕 A（股票代码：000869.SZ）、张裕 B（股票代码：200869.SZ）50.40%和 49.91%的股份；此外，泰和新材集团股份有限公司持有民士达（股票代码：

<sup>1</sup>截至 2023 年末，烟台国丰持有烟台张裕集团有限公司 12%的股份。

833394.BJ) 66.23%的股份。截至 2023 年末, 公司本部直接持有的上述上市公司股份市值合计为 544.47 亿元, 在扣除货币资金后的投资组合市值中占比为 72.40%, 集中度高, 公司本部直接持有的上市公司股票无质押或受限情况。近年来, 公司本部对万华化学的投资收益存在一定波动, 导致整体投资收益呈现波动态势。

同时, 公司本部其他股权投资项目主要系对合伙企业、市场化项目等的股权投资, 合伙企业项目主要为半导体项目、新能源车项目和海洋工程项目等; 市场化项目主要是新能源产业、新材料产业、医药产业等。整体来看, 公司所持股权主要为上市股权, 且多为政府划转所得, 预计公司将长期持有上述股权; 公司直投项目规模尚可, 但股权投资周期较长, 实现投资收益受宏观经济政策和市场行情影响较大, 存在一定的不确定性, 且有赖于公司的投资决策能力和投后管理水平, 需关注未来项目退出和收益实现情况。

表 2: 截至 2023 年末公司本部直接持有主要上市公司股份情况 (股、元/股、亿元)

上市公司简称	股票代码	持股数量	持股比例	2023 年末收盘价	上市时间	账面价值	上市场所
万华化学	600309.SH	677,764,654	21.59%	76.82	2001-01-05	57.59	上交所
泰和新材	002254.SZ	159,134,515	18.85%	14.96	2008-06-25	11.62	深交所
合计	--	--	--	--	--	69.21	--

注: 直接持股比例参照公司提供的 2023 年审计报告。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

**近年来万华化学业务规模持续扩张, 逐步实现产品多元化、产业链一体化以及全球化发展。但随着在建项目的不断推进, 万华化学或将面临较大的资本支出压力, 中诚信国际将对其后续项目投资及产能释放等情况保持关注。**

公司化工板块运营主体为子公司万华化学, 截至 2023 年末, 烟台国丰直接持有万华化学 21.59% 股权, 为其控股股东。万华化学主要从事聚氨酯 (MDI、TDI、聚醚多元醇)、乙烯、丙烯及其下游 HDPE、LLDPE、PP、PVC、丙烯酸、环氧丙烷等系列石化产品, SAP、TPU、PC、PMMA、有机胺、ADI、水性涂料等精细化学品及新材料的研发、生产和销售, 其中 MDI、TDI 是制备聚氨酯的最主要原料之一, 聚氨酯具有橡胶、塑料的双重优点, 广泛应用于化工、轻工、纺织、建筑、家电、建材、交通运输等领域。万华化学作为全球产能规模最大的 MDI 生产企业, 技术水平高, 规模优势显著; 近年来万华化学业务规模持续扩张, 逐步实现产品多元化、产业链一体化以及全球化发展。此外, 截至 2023 年末, 万华化学主要在建工程计划总投资 1,735.55 亿元, 尚需投资 788.58 亿元, 需关注其未来投资进度与效益实现情况。

表 3: 截至 2023 年末万华化学主要在建项目情况 (亿元、%)

项目名称	总投资额	已投资
聚氨酯产业链延伸及配套项目	698.23	581.54
异氰酸酯新建及配套项目	182.89	114.70
乙烯二期项目	176.00	50.23
电池产业链项目	18.00	15.94
高性能材料一体化项目	484.66	67.02
码头项目	12.92	9.70
BC 公司技改项目	13.57	11.18
BC 公司造气项目	11.07	7.18
BC 公司厂区基建投资项目	5.97	5.16
BC 公司苯胺项目	5.01	5.01
水性二期项目	8.15	8.15

生物降解聚酯连续聚合项目	6.50	5.51
万华宁波技改项目	29.60	29.15
正极材料项目	7.60	5.98
NMP 项目	6.20	5.63
大型煤气化项目	52.54	8.25
改性 PP 项目	5.34	5.34
HDI 二期项目	11.30	11.30
<b>合计</b>	<b>1,735.55</b>	<b>946.97</b>

资料来源：万华化学年度报告，中诚信国际整理

2023 年，随着乙烯项目、磷酸铁锂项目及码头项目等完工投产，聚氨酯系列、石化系列和精细化学品及新材料系列产品产销量均有提升，带动公司化工收入增长；同时，受成本价格回落等影响，聚氨酯系列产品毛利率上涨，带动该业务板块整体毛利率较 2022 年有所上升。

表 4：2021~2023 年万华化学主要产品产销情况（万吨）

主要产品		2021	2022	2023
聚氨酯系列	生产量	401	416	499
	销售量	389	418	489
	库存量	32	31	41
石化系列	生产量	400	450	475
	销售量	390	454	472
	库存量	18	14	17
精细化学品及新材料系列	生产量	79	98	165
	销售量	76	95	159
	库存量	10	14	20

资料来源：万华化学年度报告，中诚信国际整理

**冰轮环境已形成了包含工商制冷、中央空调和节能制热在内的全产业链布局，业务技术水平先进，2023 年各细分板块产品产销量持续增长，但下游客户账款回收期限较长。**

冰轮环境主要从事低温冷冻设备、中央空调设备、节能制热设备及应用系统集成、工程成套服务、智慧服务，广泛服务于食品冷链、石化、医药、能源、冰雪体育，以及大型场馆、轨道交通、核电、数据中心、学校、医院等。冰轮环境产品覆盖低温制冷、中央空调、高温制热三大领域，形成了包含工商制冷、中央空调和节能制热在内的全产业链布局，是国内工商制冷行业的领先企业。近年来，冰轮环境的营业收入和订单量持续增长，产销率整体呈增长趋势，维持在 98% 以上水平。

近年来能源设备及服务板块毛利率呈增长态势，主要系冰轮环境通过协议定价、战略采购和大宗备库等方式控制采购成本，提高毛利水平。冰轮环境节能制热产品主要依靠承揽工程和签订工程施工合同获取订单，冰轮环境按照工程施工进度结算，客户大多为地方政府、大型热电厂等，回款期限依据各工程情况不同而存在差异，平均回款期限为 1 年左右。随着环境治理的政策频出，下游政府客户有所增加，账款回收期限较长，需要关注后续账款回收情况。

表 5：2021~2023 年冰轮环境主要产品产销情况（台/套）

主要产品		2021	2022	2023
气温控制设备及系统	生产量	15,097	19,370	22,672
	销售量	14,847	19,235	22,701
	库存量	1,088	1,233	1,194

资料来源：冰轮环境年度报告，中诚信国际整理

公司高性能纤维业务主导产品在行业内处于领军地位，近年来在氨纶行业产能过剩的背景下，公司积极应对市场变化，不断优化产业布局，大力发展芳纶业务，整体实现业绩增长。

泰和新材专业从事氨纶、芳纶等高性能纤维的研发、生产及销售，主导产品为纽士达®氨纶、泰美达®间位芳纶、泰普龙®对位芳纶及其上下游制品。氨纶业务方面，泰和新材是国内首家氨纶生产企业，目前产能居国内前五位，分布于烟台及宁夏两个基地。芳纶业务方面，泰和新材是我国芳纶产业的开拓者和领军企业，主要产品包括泰美达®间位芳纶、民士达®芳纶纸以及泰普龙®对位芳纶及其深加工制品。截至 2023 年末，泰和新材主要在建项目总投资 81.09 亿元，尚需投资 44.32 亿元。

表 6：截至 2023 年末泰和新材主要在建项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资金额	已投资金额
防护性用对位芳纶项目	12.90	9.53
泰和新材创新创业中心项目	5.50	1.05
高伸长低模量对位芳纶产业化项目	6.20	4.70
绿色差异化氨纶智能制造工程项目	12.80	14.35
高性能纤维差异化产品深加工项目	1.07	0.35
高性能纤维原料项目	5.13	0.25
绿色智能化对位芳纶工程项目	27.29	0.24
纤维绿色化处理技术产业化项目	5.20	2.56
高效差异化粗旦氨纶	5.00	3.74
<b>合计</b>	<b>81.09</b>	<b>36.77</b>

注：绿色差异化氨纶智能制造工程项目已投资金额大于计划总投资金额系实际建设过程中资金需求大于预算资金需求，进行动态调整。  
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2023 年，随着下游需求的恢复和应用领域的拓展，氨纶需求量有所提升，但由于产能扩张加速，行业持续呈供过于求状态，氨纶价格维持低位震荡，行业的价格、负荷、利润等指标表现仍弱，盈利情况不佳；同期，芳纶市场的供需格局发生变化，产品价格产生一定波动，但芳纶销量的增长一定程度上弥补了产品单价对业务收入造成的影响。2023 年，泰和新材加快推进新项目建设，不断提升生产效率、降低生产成本、优化产品结构，构建产、销、研一体化的管理模式，进一步提高经营效能。

表 7：2021~2023 年泰和新材主要产品产销情况（吨、万元/吨）

主要产品		2021	2022	2023
氨纶	生产量	47,577	39,386	63,217
	销售量	45,678	40,096	51,550
	销售单价	6.27	3.99	3.00
芳纶	生产量	11,181	15,055	18,949
	销售量	11,668	14,139	17,154
	销售单价	12.27	15.11	14.00

资料来源：泰和新材年度报告，中诚信国际整理

随着东方电子集团划入，公司新增布局电力自动化板块，提高了公司整体业务收入，且该板块毛利率较高，对公司盈利水平起到补充作用；在国家“双碳”战略背景下，东方电子全方位布局智能电网、智慧能源和智慧城市三大核心业务领域，在科技信息行业中具有较强竞争力。

东方电子于 20 世纪 80 年代初进入电力自动化领域，不断推动信息技术在行业的应用。历经数十年发展，公司及旗下子公司的产品体系已覆盖智能电网“发、输、变、配、用”电全环节，形



成“源一网一荷一储”完整的产业链布局。产销模式方面，公司拥有独立的研发、生产、销售与服务体系，根据市场需求进行生产和研发工作。根据自动化、信息化系统产品的特点和工程项目的需求，采用以销定产的生产模式。产品主要通过国家电网、南方电网及其他涉及电力、能源行业的用户单位自主招投标或委托专业招标公司组织招投标的方式进行销售。

东方电子的业务结构中，以信息技术相关产业为主，其收入占比始终维持在 97% 以上，并且随着公司在信息技术产业的相关布局，该部分收入规模和营业收入占比呈现递增趋势。

表 8：2021~2023 年东方电子信息技术产业结构（亿元、%）

	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
调度及云化业务	9.39	20.93	42.19	11.36	20.80	36.02	11.02	17.01	39.73
输变电自动化业务	3.74	8.33	39.17	4.29	7.85	32.87	6.23	9.62	37.93
智能配用电业务	23.62	52.65	29.99	30.53	55.92	31.10	36.94	57.02	32.56
综合能源及虚拟电厂	1.77	3.94	21.66	1.68	3.07	24.52	1.95	3.01	29.92
新能源及储能业务	0.93	2.07	37.59	1.31	2.40	40.78	3.44	5.31	23.24
工业互联网及智能制造	4.34	9.68	23.20	4.38	8.03	22.73	3.98	6.15	23.84
<b>信息技术相关产业合计</b>	<b>43.79</b>	<b>97.60</b>	<b>32.54</b>	<b>53.55</b>	<b>98.07</b>	<b>31.63</b>	<b>63.56</b>	<b>98.12</b>	<b>33.20</b>

资料来源：东方电子年度报告，中诚信国际整理

**公司其他业务主要系产业园区建设开发和裕龙产业园项目炼化产能指标收购，近年来稳步推进，需关注项目完工后的收益回收情况。**

作为烟台市重要投资主体之一，近年来公司还承担了烟台市部分重要产业园区的建设和运营业务，主要包括山东裕龙石化产业园、东方航天港产业园、生物医药产业园等，公司在上述产业园运营主体中的持股比例分别为 57.14%、51% 和 100%。截至 2023 年末，公司对上述三个产业园计划总投资约 287.52 亿元，已投资约 278.52 亿元，建设资金通过公司发行债券、自有资金、政府专项债及其他融资方式筹集。未来公司主要通过运营产业园、产业招引和参与优质产业投资获得收入，其中产业运营收入包括但不限于产业园区内路网、电力、通讯、燃气等基础设施收费，智慧园区、智慧停车等，物业收入和租金收入（包括但不限于产能指标出租和厂房出租），产业园园区资产转让收入及政府补贴等；产业招引和参与优质产业投资系利用产业园的优势资源，对产业园区项目有偿招商、产业孵化和运营，主要通过政府现金奖励和税收分成获得收入。后续资金回笼情况受外部市场环境和项目推进进度的影响较大，未来资金平衡情况需关注。

表 9：2023 年末公司产业园的投资及建设情况（亿元）

产业园名称	建设和运营主体	规划总投资	已投资	公司负责的总投资	公司已投资	建设期	资金平衡方式
山东裕龙石化产业园	山东裕龙石化产业园发展有限公司	385.35	366.00	257.22	248.22	2021.10-2023.12	租金收入、供水收入、指标租赁收入
东方航天港产业园	东方航天港（山东）发展集团有限公司	60.00	34.57	15.30	15.30	2021.5-2025.12	租金收入、资产转让收入、投资收益等
生物医药产业园	烟台生物医药健康产业发展集团有限公司	55.98	27.19	15.00	15.00	2022.1-2024.12	租金收入、资产转让收入、投资收益等
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>501.33</b>	<b>427.76</b>	<b>287.52</b>	<b>278.52</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司对山东裕龙石化产业园的投资亦包含炼化产能指标收购。2018 年 10 月，山东省政府发布

《关于加快七大高耗能行业高质量发展的实施方案》，对地炼产能整合转移作出部署：力争到 2022 年对城市人口密集区和 300 万吨及以下的地炼企业炼油产能进行整合转移；到 2025 年将 500 万吨及以下地炼企业炼油产能分批分步进行整合转移，被整合的炼化企业的产能指标将被整合置换入大型炼化一体化项目。2019 年 2 月，山东省第十三届人大第二次会议政府工作报告中指出，山东省政府将全力推进烟台裕龙炼化一体化项目前期工作。2019 年 6 月，裕龙岛炼化一体化项目实施主体公司山东裕龙石化有限公司（以下简称“裕龙石化”）完成注册。2020 年 6 月，国家发改委、工信部、国家能源局复函，将裕龙岛项目由国家石化产业规划布局方案储备类项目转为规划项目。山东省委、省政府召开项目推进部署会议，明确裕龙岛炼化一体化项目是国家调整优化石化产业布局、提升产业竞争力、推动绿色发展的重要部署，是山东省石化行业新旧动能转换的标志性工程。根据《山东裕龙石化产业园发展有限公司裕龙石化产业园片区综合开发项目可行性研究报告》，裕龙石化产业园片区综合开发项目预计总投资 385.35 亿元，烟台国丰子公司山东裕龙石化产业园发展有限公司（以下简称“裕龙产业园公司”）将向与山东省内签订地炼整合补偿协议关停企业支付炼化指标整合补偿资金，目前由公司本部负责筹措 236.22 亿元，截至 2023 年末，公司已累计投资 236.22 亿元。裕龙产业园公司取得炼化一体化项目产能指标后，将有偿出租给裕龙石化，由裕龙石化向裕龙产业园公司每年支付炼化产能指标使用费，使用费覆盖裕龙产业园公司的筹资本息，期限 10 年，炼化产能指标使用费总额为 430.00 亿元，年指标使用费为 43.00 亿元。

## 财务风险

### 母公司口径财务分析

**中诚信国际认为，公司本部近年来总债务规模增长较快，总资本化比率持续增长，短期债务规模较大；经营活动净现金流持续净流出，无法对利息进行覆盖，且持有的股权资产尚处于投资期，需关注未来投资项目退出的进展情况及收益情况。**

公司本部收入主要系对烟台市国企咨询服务收取的服务费，近年来呈现增长趋势但总量较少；同时，由于近年来公司融资规模扩张，公司本部的财务费用对利润总额有所侵蚀，因此经营性业务利润持续为负且呈缺口扩大趋势。近年来公司股权投资业务投资业绩有所波动，导致投资收益规模变动，需关注公司投资项目减持或退出及证券市场行情波动对公司盈利指标稳定性的影响。

公司本部资产主要以产业投资业务形成的其他应收款、长期股权投资和其他非流动金融资产为主。近年来，随着产业园建设的投入和持有的投资组合价值增加，公司本部总资产逐年增加。截至 2023 年末，公司本部其他应收款 293.76 亿元，主要为母公司对裕龙产业园公司等关联公司的拆借款；长期股权投资 225.27 亿元，主要系公司本部持有的子公司股权；其它非流动金融资产 49.11 亿元，主要系母公司对合伙企业、市场化项目等的股权投资，目前尚处投资期，故投资收益较小。此外，公司本部货币资金 22.04 亿元，无受限。

公司本部负债主要由有息债务和其他应付款构成。截至 2023 年末，公司本部的其他应付款为 24.17 亿元，主要为母公司与烟台市国资委、烟台市财政局持股企业以及公司参股企业之间的往

来款项；随着股权投资业务的开展和产业园的建设，公司融资需求亦有所增长，总债务逐年增加，财务杠杆水平大幅提升。资本实力方面，2023 年公司收到股东实缴注资增加实收资本 5.56 亿元，同时，上缴国有资本收益导致未分配利润减少，综合导致 2023 年经调整的所有者权益较 2022 年波动不大。

公司本部的经营活动现金流持续为净流出状态，主要系对裕龙产业园指标收购款投入和项目建设支出，随着投资进度逐渐接近尾声，经营活动净流出规模逐年缩减。2023 年投资收回的现金较 2022 年大幅减少，导致当年度投资活动现金流由净流入转为净流出。近年来，公司筹资活动净现金流大幅净流入，主要系因公司发行债券筹集资金补充经营活动和投资活动现金流缺口。偿债指标方面，近年来，公司本部总债务规模持续增长态势，未来将通过投资收益回款和借新还旧等方式偿还短期债务，公司直接和间接融资渠道较为通畅，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。公司本部现金流利息保障倍数为负，但其持有较多所投非上市项目股权及流动性较高的上市公司股票，投资组合市值对总债务的覆盖能力较强。

表 10：公司本部主要财务数据及指标情况（亿元、%、X）

	2021	2022	2023
营业总收入	0.00	0.01	0.02
期间费用合计	8.18	9.80	11.98
经营性业务利润	-8.18	-9.30	-11.97
公允价值变动收益	--	--	--
投资收益	10.36	19.26	15.55
利润总额	2.16	9.96	2.01
经调整的净资产收益率	2.14	10.44	2.15
货币资金	26.97	11.68	22.04
可供出售金融资产	--	--	--
其他非流动金融资产	67.00	80.42	49.11
长期股权投资	142.69	155.05	225.27
总资产	442.93	511.41	594.31
应收类款项占比	44.27	50.42	49.43
投资组合市值	891.95	846.30	774.07
总债务/投资组合市值	35.94	46.22	61.18
实收资本	100.00	100.00	105.56
资本公积	4.00	4.89	12.39
未分配利润	-8.85	-13.86	-26.41
经调整的所有者权益 <sup>2</sup> 合计	97.46	93.34	93.84
其他应付款	25.13	26.89	24.17
短期债务	41.76	116.00	89.41
总债务	320.55	391.15	473.61
资产负债率	58.52	50.46	64.52
总资本化比率	76.68	80.73	83.46
经营活动产生的现金流量净额	-95.26	-67.60	-33.31
投资活动产生的现金流量净额	-8.75	3.68	-13.59
其中：收回投资收到的现金	65.83	97.40	22.34
取得投资收益收到的现金	10.22	19.18	13.79
投资支付的现金	73.36	118.10	46.43
取得投资收益收到的现金/投资收益	0.99	1.00	0.89
筹资活动产生的现金流量净额	100.61	48.58	57.26
货币等价物/短期债务	0.85	0.14	0.25

<sup>2</sup> 经调整的所有者权益=所有者权益合计-混合型证券调整，其中混合型证券调整包括因发行永续债、永续信托等形成的其他权益工具，烟台国丰 2021~2023 年混合型证券调整分别为 86.29 亿元、160.00 亿元和 117.00 亿元。



现金流利息覆盖倍数

-8.43

-3.52

-1.07

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 合并口径财务分析

中诚信国际认为，公司合并口径主要收入来源于子公司化工业务、能源设备及服务板块、高性能纤维业务和电力自动化业务，2023 年公司主营业务收入较往年有所增长，毛利水平受各板块成本及期间费用的影响有所波动。随着公司业务的发展和政府划入股权的增加，公司合并口径下总资产规模逐年上升；子公司融资需求较大，合并口径债务规模较高，带动财务杠杆水平提升。

公司合并口径收入主要来自于子公司万华化学的化工业务收入、冰轮环境的能源设备及服务板块收入、泰和新材的高性能纤维业务收入，且随着东方电子集团股权的划入，公司新增电力自动化业务收入，带动公司主营业务收入增长。公司利润主要来自于子公司的经营性利润、资产处置收益及投资收益；受能源设备及服务板块和高性能纤维板块毛利下降及期间费用增加的影响，近两年利润水平较 2021 年有所下降，需关注相关板块后续的盈利情况。

近年来，随着公司业务的开展和政府划入股权的增加，合并口径的总资产规模亦逐年上升。截至 2023 年末，公司合并口径总资产 3,666.45 亿元，主要由子公司业务和产业园建设形成的存货、固定资产、在建工程和以预付地炼产业产能整合补偿资金及预付工程款为主的其他非流动资产等构成，并呈现以非流动资产为主的资产结构。由于化工板块、能源设备及服务板块和高性能纤维业务均偏向重资产运营，公司固定资产和在建工程一直保持较大规模并稳步增长，截至 2023 年末两者合计占比约 46.07%。公司存货亦形成一定规模，主要系子公司产品和原材料以及房地产开发成本。同时，公司保有一定规模的货币资金以满足日常经营周转等资金需求，近年来有所波动，亦存在一定的受限货币资金，截至 2023 年末，受限货币资金账面价值 18.11 亿元，占货币资金期末账面价值的 4.45%，受限比例较小。

债务方面，近年来公司的负债规模持续增长，并呈现以流动负债为主的负债结构。随着子公司业务的开展，公司融资需求亦持续增长，总债务规模近年来持续增加，且债务结构仍以短期债务为主，需持续关注短期债务偿还情况。公司经调整的所有者权益主要系实收资本、未分配利润和少数股东权益，近年来受益于少数股东权益不断增加，且受益于利润累积，未分配利润有所增加，带动经调整的所有者权益规模持续增长。2023 年公司债务规模增长较快，财务杠杆水平有所提升，公司债务管控有待加强。

2023 年，公司经营活动净流入规模有所回落，但整体经营获现能力良好；同期，公司投资活动现金流净流出规模扩大，主要系受公司投资收回现金减少，以及公司产业园项目和子公司在建项目投入增加导致投资活动支出规模较大所致。2023 年，受经营活动和投资活动现金流缺口加大的影响，公司增加融资力度，导致当年度筹资活动现金流呈现净流入态势。偿债指标方面，2023 年公司现金流利息保障倍数有所下降，但仍能实现对利息的覆盖。

表 11：公司合并口径主要财务数据及指标情况（亿元、%、X）

	2021	2022	2023
营业总收入	1,692.93	2,000.72	1,949.53
营业成本合计	1,269.37	1,670.89	1,592.31
投资收益	6.87	8.32	15.81

公允价值变动损益	0.20	2.36	-0.16
经营性业务利润	317.66	208.15	211.28
利润总额	303.52	210.56	216.35
货币资金	495.51	345.61	407.18
发放贷款及垫款	--	0.00	0.00
长期股权投资	49.19	75.86	109.80
其他非流动金融资产	75.51	97.54	110.35
总资产	2,620.36	2,994.43	3,666.45
总负债	1,630.19	1,778.40	2,338.45
经调整的所有者权益	905.17	1,056.02	1,211.01
短期债务	825.80	883.86	988.81
总债务	1,385.20	1,510.31	1,985.90
总资本化比率	60.48	58.85	62.12
资产负债率	62.21	59.39	63.78
经营活动产生的现金流量净额	275.63	378.02	276.88
投资活动产生的现金流量净额	-389.02	-505.45	-578.55
筹资活动产生的现金流量净额	335.71	-49.50	362.17
货币等价物/短期债务	0.60	0.41	0.43
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数	7.46	9.00	4.31
总债务/EBITDA	3.31	4.34	5.32

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，公司本部受限资产合计为 0.46 亿元，占总资产的 0.08%，均为受限的其他权益工具投资。截至 2023 年末，公司合并口径受限资产合计为 61.54 亿元，占总资产的 1.68%，主要系受限货币资金、存货及固定资产等。

或有负债方面，截至 2023 年末，公司本部对外担保金额为 2.34 亿元，占本部净资产的 1.11%，均系对当地国企山东省机场管理集团烟台国际机场有限公司的担保。从合并口径来看，公司合并口径的对外担保金额为 15.42 亿元，占净资产的 1.16%<sup>3</sup>，系对当地国企的担保，除山东省机场管理集团烟台国际机场有限公司外均设反担保措施，代偿风险可控。同期末，公司不存在重大未决诉讼情况。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2024 年 5 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

## 假设与预测<sup>4</sup>

### 假设

- 2024 年，公司投资进度稳步增加。
- 2024 年，公司持有的长期股权投资持续为公司贡献投资收益。
- 2024 年，公司本部投资组合仍以控股的子公司为主，直接持有的上市公司股份份额稳定。

<sup>3</sup> 公司对外担保具体情况见附三。

<sup>4</sup> 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。

——2024 年，公司通过新发行长短期债券和财政注资满足投资运营业务出资需求。

## 预测

表 12：公司重点财务指标预测情况

	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
经调整的净资产收益率(%)	10.44	2.15	4.56~6.85
总债务/投资组合市值(%)	35.94	46.22	57.72~86.57

注：各指标均为本部口径数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

## 流动性评估

**中诚信国际认为，公司流动性较弱，未来一年流动性来源对流动性需求的覆盖能力有待提高。**

公司本部经营活动现金流入较少，由于对裕龙产业园指标收购款投入和产业园建设的持续投入，近年来本部的经营活动现金流持续为净流出状态。截至 2023 年末，公司本部可动用的账面资金为 21.99 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同期末，公司本部银行授信总额 180.80 亿元，尚未使用的授信额度为 129.29 亿元，具有一定的备用流动性。烟台市经济基础较好，区域内企业流动性宽裕，公司作为烟台市重要的国有投资运营公司，可持续获得股东和政府的资金支持。公司目前主要融资渠道为银行贷款和债券融资，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司本部流动性需求主要来自外部投资、在建产业园项目的投资及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出集中于股权投资和产业园项目投资，资金需求为 60~70 亿元。截至 2023 年末，公司未来一年的到期债务约 89.41 亿元，此外 2023 年公司利息支出已增至 18.20 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司的流动性较弱，未来一年流动性来源对流动性需求的覆盖能力有待提高。

表 13：截至 2023 年末公司本部口径债务到期分布情况（亿元）

类型	综合成本	总金额	1 年内	1~2 年	2~3 年	3 年及以上	
银行借款	短期及长期	3.5%-4.5%	51.58	7.42	7.89	33.39	2.88
债券融资	公司债	2.5%-4%	208.47	23.69	44.95	66.93	72.90
永续债	--	3%-4%	117.00	50.00	48.50	--	18.50
信托	--	4%-5%	96.56	8.30	32.76	50.00	5.50
合计	--	--	473.61	89.41	134.10	150.32	99.78

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

合并口径资金流出主要系债务还本付息、经营支出和固定资产投资，公司总体经营获现能力强，现金及等价物储备尚可，未使用授信充足，融资渠道畅通，资金平衡状况良好。因万华化学、冰轮环境等子公司在建项目持续投入以及公司本部产业园建设投入，合并口径投资资金缺口亦有所扩大，债务持续增长，但短期债务占比有所下降。截至 2023 年末，公司货币资金为 407.18 亿元，其中受限货币资金 18.11 亿元，比例较低；合并口径银行授信额度 3,296.69 亿元，

未使用授信额度为 1,926.88 亿元。并且，公司控股上市公司股权融资渠道畅通，财务弹性良好。

表 14：截至 2023 年末公司合并口径债务到期分布情况（亿元）

	总金额	1 年内	1 年及以上
银行借款	1,103.60	548.86	554.74
债券融资	345.21	93.43	251.79
非标融资	82.51	10.92	71.60
应付票据	335.50	335.50	0.00
其他	119.08	0.11	118.97
<b>合计</b>	<b>1,985.90</b>	<b>988.81</b>	<b>997.09</b>

注：“其他”主要包含政府专项债、应付股权收购款等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## ESG 分析<sup>5</sup>

**中诚信国际认为，公司作为国有资本投资运营公司，并积极履行作为国有企业的社会责任；公司治理结构较好，内控制度较完善，但同时公司对部分子公司实控力仍有待加强。**

环境方面，公司本部的产业园建设业务可能面临一定环境风险，目前尚未受到监管处罚。

社会方面，作为国有资本投资运营公司，积极履行作为国有企业的社会责任，公司员工激励机制、培养体系较健全，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，也未出现产品责任事件。

治理方面，公司战略发展规划清晰，法人治理结构较好，但对部分子公司实控力仍有待加强。

## 外部支持

**中诚信国际认为，烟台市政府的支持能力强，主要体现在以下方面：**

公司实际控制人为烟台市国资委。烟台市作为环渤海地区重要的港口城市及首批沿海开放城市，地理位置优越，自然资源储备及工业基础较好，发展质量和效益不断提升，为全市经济、财政实力增长提供了有力支撑。2021~2023 年，烟台市分别实现地区生产总值（GDP）8,711.45 亿元、9,515.86 亿元和 10,162.46 亿元，2023 年按可比价格计算增长 6.6%，经济总量在山东省各地市中排名第三位。从产业结构来看，2023 年，烟台市三次产业比例为 6.85：42.10：51.05，第三产业为主导产业。目前，烟台全力实施“9+N”产业集聚培育工程，其中“9”是绿色石化产业集群、有色及贵金属产业集群、汽车产业集群、高端装备产业集群、电子信息产业集群、食品精深加工产业集群、生物医药产业集群、清洁能源产业集群、航空航天产业集群；与此同时，烟台市加快建链强链补链，培育壮大人工智能、集成电路等 N 个前沿性产业。随着经济增长以及经济结构的持续调整，烟台市财政实力逐步增强，2021~2023 年烟台市一般公共预算收入分别为 646.64 亿元、635.40 亿元和 673.87 亿元，主要来自税收收入，财政自给能力较强；同期，烟台市政府性基金收入分别为 420.78 亿元、390.51 亿元和 278.21 亿元，受土地出让环境影响较大。

表 15：近年来烟台市地方经济财政实力

项目	2021	2022	2023
----	------	------	------

<sup>5</sup> 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。



GDP (亿元)	8,711.75	9,515.86	10,162.46
GDP 增速 (%)	8.00	5.10	6.60
固定资产投资增速 (%)	2.90	8.50	5.80
一般公共预算收入 (亿元)	646.64	635.40	673.87
政府性基金收入 (亿元)	420.78	390.51	278.21
税收收入占比 (%)	69.10	67.08	70.08
公共财政平衡率 (%)	72.16	68.81	70.73

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入\*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%。

资料来源：烟台市财政局，中诚信国际整理

### 同时，烟台市政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下方面：

- 1) 区域重要性强：公司是烟台市国资委的一级子公司，是烟台市产业投资的重要平台，与其他市级平台的职能定位不同、各自分工明确，区域重要性强。
- 2) 与政府的关联度高，过往支持力度大：公司由烟台市国资委直接控股，股权结构和业务开展与政府具有高度的关联性；资产划转方面，成立之初烟台市政府将多家国有股权作为资本金注入公司，并在资产划转、资本金注入和财政补贴等方面有良好记录。

综上，中诚信国际认为，烟台市政府强的支持能力和对公司强的支持意愿可为公司带来很强的外部支持。

### 跟踪债券信用分析

“19 国丰 02”、“21 国丰 01”和“22 国丰 Y2”的募集资金分别为 10.00 亿元、10.00 亿元和 15.00 亿元，募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司有息负债。“20 国丰 01”的募集资金为 20.00 亿元，募集资金扣除发行费用后拟用于山东裕龙石化产业园发展有限公司和于山东东方航天港产业园区开发有限公司的股权出资，剩余部分用于偿还有息债务。“21 国丰 Y3”、“22 国丰 Y1”和“22 国丰 Y2”的募集资金均为 15 亿元，“21 国丰 Y5”、“22 国丰 Y3”、“22 国丰 Y4”、“22 国丰 Y5”、“22 国丰 Y6”和“22 国丰 Y8”的募集资金分别为 20.00 亿元、11.50 亿元、3.50 亿元、7.00 亿元、8.00 亿元和 7.00 亿元，募集资金扣除发行费用后拟用于补充营运资金（包括但不限于裕龙产业园项目炼化产能指标收购）。“23 国丰 02”和“23 国丰 03”的募集资金分别为 9.00 亿元和 6.00 亿元，募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司到期债务。“23 国丰 06”和“23 国丰 07”的募集资金分别为 5.00 亿元和 10.00 亿元，募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司债券和公司到期债务。“23 国丰 04”、“23 国丰 05”“24 国丰 01”和“24 国丰 02”的募集资金分别为 10.00 亿元、5.00 亿元、8.00 亿元和 7.00 亿元，募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司债券。截至 2023 年末，上述债项资金均使用完毕，且募集资金用途均符合相应募集说明书披露的用途与程序。

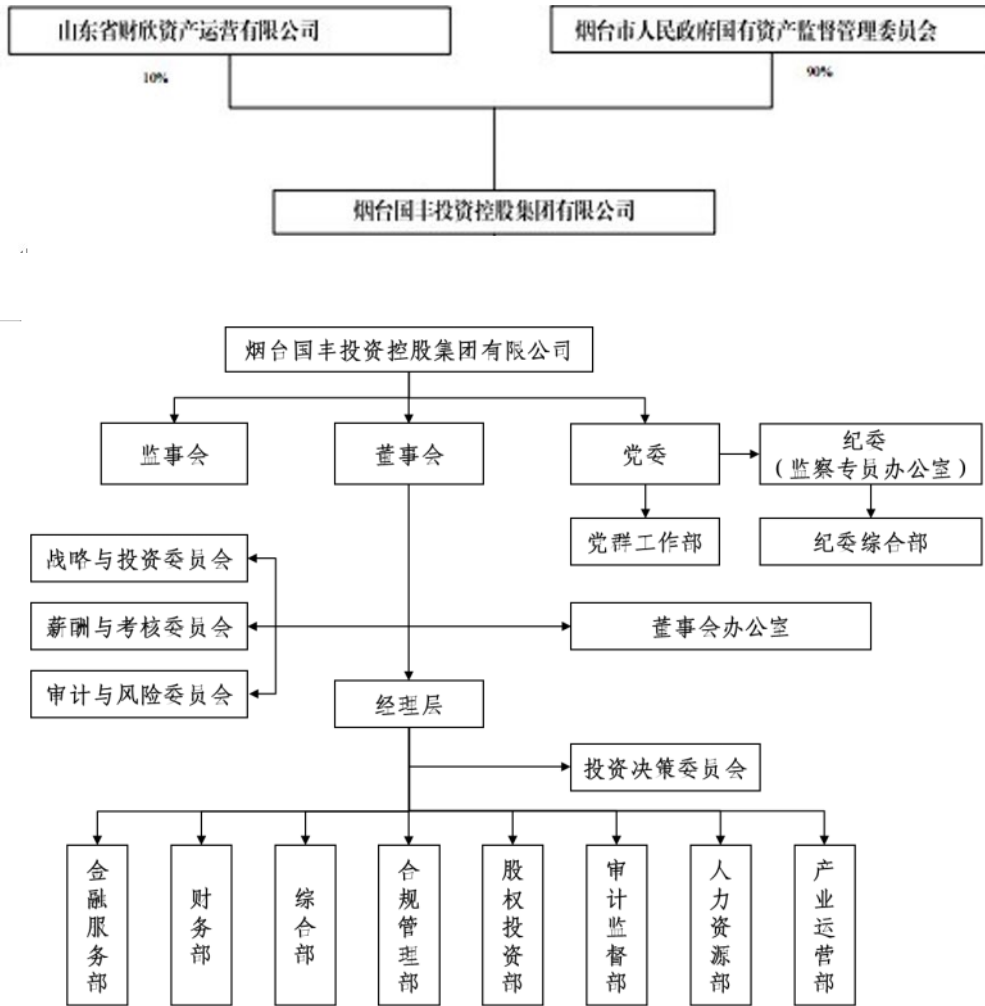
“19 国丰 02”、“20 国丰 01”、“21 国丰 01”、“21 国丰 Y3”、“21 国丰 Y5”、“22 国丰 Y1”、“22 国丰 Y2”、“22 国丰 Y3”、“22 国丰 Y4”、“22 国丰 Y5”、“22 国丰 Y6”、“22 国丰 Y8”、“23 国丰 02”、“23 国丰 03”、“23 国丰 04”、“23 国丰 05”、“23 国丰 06”、“23 国丰 07”、“24 国丰 01”、“24 国丰 02”均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位持续重要，经营层面仍保持区域竞争力，多元化板块增强业务持续性和稳定性，虽然债务规模不断扩大，但考虑到公司外部支持有力，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋

势。从债券到期分布来看，债券到期压力不高，目前跟踪债券信用风险很低。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持烟台国丰投资控股集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；“19 国丰 02”、“20 国丰 01”、“21 国丰 01”、“21 国丰 Y3”、“21 国丰 Y5”、“22 国丰 Y1”、“22 国丰 Y2”、“22 国丰 Y3”、“22 国丰 Y4”、“22 国丰 Y5”、“22 国丰 Y6”、“22 国丰 Y8”、“22 国丰集团 MTN001A”、“22 国丰集团 MTN001B”、“22 国丰集团 MTN002A”、“22 国丰集团 MTN002B”、“23 国丰 02”、“23 国丰 03”、“23 国丰 04”、“23 国丰 05”、“23 国丰 06”、“23 国丰 07”、“24 国丰 01”、“24 国丰 02” 的信用等级为 **AAA**。

附一：烟台国丰投资控股集团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：烟台国丰投资控股集团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）	2021	2022	2023
货币资金	4,955,106.53	3,456,054.92	4,071,806.71
应收账款	1,210,901.63	1,565,582.75	1,616,024.15
其他应收款	689,873.38	633,639.02	578,813.52
存货	2,091,069.84	2,579,256.21	3,039,458.47
长期投资	1,529,516.55	1,962,865.41	2,401,858.91
固定资产	6,955,691.08	8,429,671.92	10,692,284.12
在建工程	3,127,318.14	4,310,467.47	6,200,242.64
无形资产	1,125,964.59	1,400,064.97	1,333,428.96
资产总计	26,203,597.93	29,944,252.95	36,664,541.57
其他应付款	414,926.60	501,260.14	570,266.40
短期债务	8,257,998.58	8,838,552.01	9,888,101.77
长期债务	5,593,970.70	6,264,547.30	9,970,887.66
总债务	13,851,969.28	15,103,099.31	19,858,989.43
净债务	8,953,824.57	11,749,719.55	15,968,325.90
负债合计	16,301,928.00	17,784,017.09	23,384,482.59
所有者权益合计	9,901,669.93	12,160,235.86	13,280,058.98
利息支出	369,727.15	420,134.65	642,809.12
营业总收入	16,929,345.59	20,007,228.39	19,495,256.81
经营性业务利润	3,176,571.19	2,081,476.48	2,112,762.76
投资收益	68,683.65	83,211.91	158,118.45
净利润	2,586,064.64	1,815,224.27	1,958,857.33
EBIT	3,402,067.02	2,457,730.04	2,710,782.01
EBITDA	4,184,997.08	3,478,021.93	3,729,982.08
经营活动产生的现金流量净额	2,756,320.40	3,780,207.46	2,768,790.98
投资活动产生的现金流量净额	-3,890,189.35	-5,054,533.61	-5,785,523.77
筹资活动产生的现金流量净额	3,357,086.66	-494,997.32	3,621,697.11
财务指标	2021	2022	2023
营业毛利率(%)	25.02	16.49	18.32
期间费用率(%)	5.96	6.02	7.54
EBIT 利润率(%)	20.10	12.28	13.90
总资产收益率(%)	12.98	8.75	8.14
流动比率(X)	0.94	0.76	0.79
速动比率(X)	0.75	0.55	0.56
存货周转率(X)	6.07	7.16	5.67
应收账款周转率(X)	13.98	14.41	12.25
资产负债率(%)	62.21	59.39	63.78
总资本化比率(%)	60.48	58.85	62.12
短期债务/总债务(%)	59.62	58.52	49.79
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.15	0.18	0.08
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.25	0.30	0.17
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	7.46	9.00	4.31
总债务/EBITDA(X)	3.31	4.34	5.32
EBITDA/短期债务(X)	0.51	0.39	0.38
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	11.32	8.28	5.80
EBIT 利息覆盖倍数(X)	9.20	5.85	4.22
FFO/总债务(X)	0.22	0.13	0.11

注：1、中诚信国际根据烟台国丰提供的其经和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年度审计报告和经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年度审计报告整理。其中，2021 年财务数据采用了 2022 年审计报告期初数，2022 年数据采用了 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、将其他流动负债和其他应付款中的带息债务和其他权益工具中一年内到期的永续债调入短期债务；长期应付款、其他非流动负债和其他权益工具中的 1 年以上到期永续债调入长期债务。

### 附三：烟台国丰投资控股集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023
货币资金	269,732.95	116,796.42	220,376.70
应收账款	0.00	10.02	0.00
其他应收款	1,960,868.28	2,578,275.14	2,937,642.89
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产	86,000.00	42,000.00	0.00
债权投资	--	--	--
其他债权投资	--	--	--
持有至到期投资	--	--	--
可供出售金融资产	--	--	--
长期股权投资	1,426,855.25	1,550,544.48	2,252,680.94
其他权益工具投资	4,519.52	4,519.52	24,019.52
其他非流动金融资产	670,027.90	804,198.42	491,126.00
固定资产	9,423.64	14,168.30	15,213.13
投资性房地产	--	--	--
资产总计	4,429,269.26	5,114,063.93	5,943,070.14
投资组合账面价值	2,457,135.62	2,518,058.84	2,988,203.16
投资组合市值	8,919,546.95	8,462,953.36	7,740,706.66
其他应付款	251,275.11	268,917.28	241,696.76
短期债务	417,600.92	1,160,037.05	894,113.64
长期债务	2,787,917.30	2,751,441.61	3,842,027.81
总债务	3,205,518.22	3,911,478.66	4,736,141.45
净债务	2,935,785.27	3,794,682.25	4,515,764.74
负债合计	2,591,787.69	2,580,664.72	3,834,632.79
所有者权益合计	1,837,481.57	2,533,399.22	2,108,437.35
利息支出	100,924.51	137,730.79	182,029.21
营业总收入	8.49	142.99	185.76
经营性业务利润	-81,838.93	-92,994.71	-119,745.31
投资收益	103,603.77	192,581.39	155,453.98
净利润	21,615.94	99,566.15	20,131.71
EBIT	113,369.35	208,552.47	141,995.02
经营活动产生的现金流量净额	-953,679.97	-676,023.99	-333,082.25
投资活动产生的现金流量净额	-87,462.84	36,800.57	-135,899.50
筹资活动产生的现金流量净额	1,006,076.21	485,786.94	572,562.20
财务指标	2021	2022	2023
总资产收益率（%）	2.56	4.37	2.57
经调整的净资产收益率（%）	2.22	10.44	2.15
取得投资收益收到的现金/投资收益（X）	0.99	1.00	0.89
应收类款项占比（%）	44.27	50.42	49.43
资产负债率（%）	58.52	50.46	64.52
总资本化比率（%）	76.68	80.73	83.46
短期债务/总债务（%）	13.03	29.66	18.88
总债务/投资组合市值（%）	35.94	46.22	61.18
现金流利息覆盖倍数（X）	-8.44	-3.52	-1.07
货币等价物/短期债务（X）	0.85	0.14	0.25
总债务/EBITDA（X）	28.23	18.69	33.35
EBITDA/短期债务（X）	0.27	0.18	0.16
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.12	1.52	0.78
EBIT 利息覆盖倍数（X）	1.12	1.51	0.78

注：1、中诚信国际根据烟台国丰提供的其经和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年度审计报告和经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年度审计报告整理。其中，2021 年财务数据采用了 2022 年审计报告期初数，2022 年数据采用了 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、将其他流动负债和其他应付款中的带息债务和其他权益工具中一年内到期的永续债调入短期债务；长期应付款、其他非流动负债和其他权益工具中的 1 年以上到期永续债调入长期债务。

#### 附四：烟台国丰投资控股集团有限公司对外担保明细（截至 2023 年末）

序号	被担保对象	企业性质	担保期限	担保余额（万元）
1	山东省机场管理集团烟台国际机场有限公司	国企	至 2025 年 11 月	23,361.49
2	烟台港万华工业园码头有限公司	国企	至 2027 年 11 月	40,421.76
3	福建省东南电化股份有限公司	国企	至 2030 年 11 月	90,399.41
	<b>合计</b>	--	--	<b>154,182.67</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 附五：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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
货币等价物	非受限货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
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
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
投资组合账面价值	货币资金+长期股权投资+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+其他非流动金融资产+其他权益工具投资+债权投资+其他债权投资+其他投资组合账面价值调整项
投资组合市值	投资组合账面价值+需要调整为市值的资产期末市值-需要调整为市值的资产原账面价值
上市公司占比	母公司直接持有的上市公司市值合计/(投资组合市值-货币资金)
应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收账款融资调整项)/总资产
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
经调整的净资产收益率	净利润/经调整的所有者权益平均值
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)
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
现金流利息保障倍数	(经营活动产生的现金流量净额+取得投资收益收到的现金)/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”，投资组合账面价值计算公式为：“投资组合账面价值=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资+其他投资组合账面价值调整项”；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，影响报表使用者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。

## 附六：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