

湖北三宁化工股份有限公司 2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：王梦莹 mywang01@ccxi.com.cn

项目组成员：程方誉 fycheng@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 07 月 23 日

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评级对象构成委托关系外，中诚信国际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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。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。

■ 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为“20 三宁 SCP001”的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪2746 号

湖北三宁化工股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年七月二十三日

评级观点：中诚信国际维持湖北三宁化工股份有限公司（以下简称“三宁化工”或“公司”）的主体信用等级为**AA**，评级展望为**稳定**。中诚信国际肯定了公司较为完善的循环经济产业链、产品可调节性较强且具备运输成本优势、较强的股东实力以及债务结构改善等优势。但同时，中诚信国际也关注到公司产品所在行业存在产能过剩和周期性波动风险、2019年以来盈利和获现能力弱化、债务规模持续上升以及在建设项目投资规模大等因素对公司生产经营和整体信用状况的影响。

概况数据

三宁化工（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	77.30	115.58	147.47	163.95
所有者权益合计（亿元）	51.57	67.36	78.28	79.20
总负债（亿元）	25.73	48.22	69.20	84.76
总债务（亿元）	4.05	20.82	38.64	41.54
营业总收入（亿元）	74.29	80.71	80.09	11.64
净利润（亿元）	11.61	14.88	12.12	0.92
EBIT（亿元）	13.52	17.32	14.26	--
EBITDA（亿元）	18.68	22.17	19.43	--
经营活动净现金流（亿元）	7.63	19.86	15.78	-0.96
营业毛利率(%)	26.00	30.22	25.65	20.02
总资产收益率(%)	18.21	17.95	10.84	--
资产负债率(%)	33.29	41.72	46.92	51.69
总资本化比率(%)	7.29	23.61	33.05	34.41
总债务/EBITDA(X)	0.22	0.94	1.99	--
EBITDA 利息倍数(X)	321.42	51.89	27.80	--

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：化工(C030000_2019_02)

湖北三宁化工股份有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
规模(25%)	营业总收入(亿元)*	78.36	8
	固定资产(亿元)	29.17	7
盈利能力(15%)	EBITDA 利润率(%)*	25.62	10
	总资产收益率(%)*	15.67	10
财务政策与偿债能力(30%)	总资本化比率(%)	33.05	10
	总债务/EBITDA(X)*	1.05	10
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	139.12	10
	经营活动净现金流/总债务(%)*	108.16	10
运营实力(30%)	产品结构及竞争力	6	6
	技术水平	7	7
打分结果			aa+
BCA			aa
支持评级调整			1
评级模型级别			AA+
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa)的基础上考虑支持评级得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、财务政策及财务报表质量、流动性、安全环保及特殊事件风险等因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用近三年平均值

正面

■ **循环经济产业链较为完善，产品可调节性较强且具备运输成本优势。**公司目前可生产尿素、复合肥、精甲醇、磷铵、己内酰胺等多种化肥和化工产品，通过生产装置和产品的先后连接形成了较为完善的循环经济产业链，同时可根据淡旺季或市场价格波动情况，及时调整产品结构，规避市场风险。此外，公司临江的地理位置及配套码头令其具备运输成本优势。

■ **控股股东实力强，对公司提供有力支持。**公司控股股东为山西省国资委下属的山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司（以下简称“晋煤集团”），是我国优质无烟煤重要的生产基地以及全国产能规模排名靠前煤化工企业集团，实力较为雄厚，并能为公司提供及时、稳定的煤炭供应等方面的支持。

■ **债务结构改善。**2019 年以来，公司逐步调整债务结构，新增较多长期借款令 2020 年 3 月末短期债务/总债务降至 56.53%，债务结构得以改善。

关注

■ **行业产能过剩和周期性波动风险，2019 年以来盈利和获现能力弱化。**化工行业周期性波动明显且公司部分产品处于产能过剩状态，主要产品及原材料价格波动将直接影响公司盈利水平，2020 年一季度，受主要产品价格下跌以及疫情等因素影响，公司盈利和获现能力有所弱化，面临一定的行业竞争压力和周期性波动的风险。

■ **在建项目投资规模大，面临较大的资金压力，债务规模持续上升。**公司在建项目投入令债务规模持续上升，截至 2020 年 3 月末总债务增至 41.54 亿元；此外，同期末在建的合成氨原料结构调整及联产 60 万吨/年乙二醇项目尚需投资 43.49 亿元，投资规模大，未来或将进一步推升债务规模，面临较大资金压力。

评级展望

中诚信国际认为，湖北三宁化工股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，产品结构大幅优化且竞争力显著提升，盈利增长且具有可持续性，或资产质量、偿债能力显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**原材料价格超预期上行、产品价格超预期下行、超预期停产、在建项目超预期终止或投产时产能释放不足等令净利润出现大幅亏损，财务杠杆大幅攀升，流动性恶化，安全事故严重影响生产经营或其他导致信用水平显著下降的因素。

评级历史关键信息

湖北三宁化工股份有限公司					
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
AA/稳定	--	2019/07/03	王梦莹、程方誉、刘钊博	中诚信国际化工行业评级方法 030400_2017_01	阅读全文

同行业比较

2019年部分化工企业主要指标对比表				
公司名称	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	资产总额（亿元）	资产负债率(%)
铜化集团	82.04	-3.23	130.27	68.73
中盐红四方	65.82	2.29	144.29	70.40
三宁化工	80.09	12.12	147.47	46.92

注：“铜化集团”为“铜陵化学工业集团有限公司”简称；“中盐红四方”为“中盐安徽红四方股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

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定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，

宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年以来国内需求不振、出口承压加之成本端支撑不足令化工行业景气度下行，产品价格降幅明显；供给侧改革及安全环保持续高压带动化工行业走向规模化、一体化、大型化及规范化，行业集中度持续提升；行业收入保持平稳，但整体盈利能力下降，行业间盈亏变动存在分化

2019 年以来，去产能政策及安全、环保督查高压持续，进一步淘汰部分落后不达标企业，国家统计局数据显示，年末行业内规模以上企业同比减少 1,332 家；同期，部分化工子行业固定资产投资增速领先于全国工业投资平均水平，行业产能增长且集中于龙头企业，集中度进一步提升。

产量方面，2019 年我国化工行业生产继续保持增长。从增幅来看，除原油加工量增幅基本维持稳定、受下游行业需求减弱等因素影响烧碱和硫酸增长率同比有所下降外，其他产品产量增幅均较上年同期有所提升，供给端继续呈上升态势。此外，2019 年以来，化工行业安全事故频发，从短期来看，安全环保事故引发供给端收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期来看，安全环保督查持续保持高压将有助于加强化工园区风险排查，严格化工行业准入，提升化工企业安全环保水平，带动化工行业模式从小、散、乱的行业格局向大型化、集中化、一体化和规范化的化工园区转型，龙头企业将从中受益，市场集中度有望持续提升。

表 1：近年我国部分化工产品产量统计
(万吨、亿立方米、万条、%)

产品	2018		2019	
	产量	同比	产量	同比
原油	18,910.6	-1.3	19,101.4	0.8
天然气	1,610.2	7.5	1,736.2	9.8
原油加工量	60,357.0	6.8	65,198.1	7.6
硫酸（折 100%）	8,636.4	1.8	8,935.7	1.2
烧碱（折 100%）	3,420.2	0.9	3,464.4	0.5
纯碱（碳酸钠）	2,620.5	-0.1	2,887.7	7.6
乙烯	1,841.0	1.0	2,052.3	9.4
农用氮、磷、钾化学肥料（折纯）	5,459.6	-5.2	5,624.9	3.6
化学农药原药（折有效成分 100%）	208.3	-9.5	225.4	1.4
初级形态塑料	8,558.0	4.2	9,574.1	9.3
合成橡胶	559.0	7.1	733.8	11.0
化学纤维	5,011.1	7.7	5,952.8	12.5
橡胶轮胎外胎	81,640.7	1.0	84,226.2	1.9
塑料制品	6,042.1	1.1	8,184.2	3.9

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从需求端来看，化工产品下游终端需求主要分布在房地产、纺织服装、汽车和家电等行业，2019 年国内经济增速继续放缓，下游各行业对化工产品需求减弱。长期来看，地产行业面临一定下行压力，对化工产品的需求或将弱化；但预计 2020 年房地产政策基本保持中性，市场平稳发展，随着前期开发投资逐步进入竣工阶段，对化工产品需求或将短期小幅回升。在短期侧重“稳增长”的宏观政策调控和向十三五规划目标冲刺的背景下，预计家电、汽车、建筑等行业或将低位企稳或实现边际改善，对国内化工产品需求亦会有所提升。出口方面，受海外经济体经济下行、国际贸易摩擦以及逆全球化事件带来的全球经济不确定性等影响，化工行业出口端亦承受了较大压力，根据国家统计局数据，2019 年行业进出口贸易总额增幅为近三年来最低水平，中美两国于 2019 年 1 月 16 日正式签订贸易第一阶段协议，但后续发展仍存在一定不确定性。

新型冠状病毒肺炎疫情自 2020 年 1 月 20 日公之于众后蔓延较为迅速，对化工及上下游行业产生影响。具体来说，房地产、基建、交运、纺织服装、

¹本文中所述化工行业及企业，除特别说明外，均指申万行业分类中的化工行业和归属于采掘行业中的石油开采业及所属企业，在宏观数据中化工行业数据则包括

国家统计局行业分类中的石油和天然气开采业、石油加工、煤炭及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业与橡胶和塑料制品业等 5 个子行业。

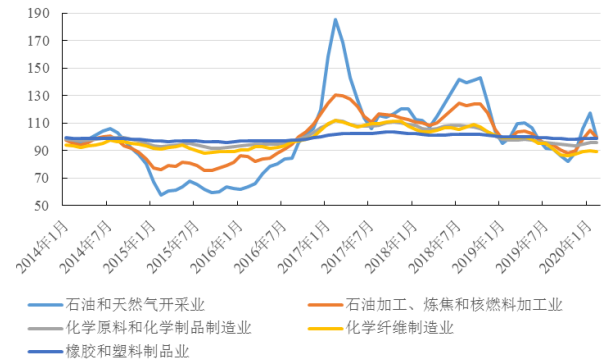
汽车和家电等将因复工推迟、商贸承压、交通管制、施工暂缓等短期内压制化工产品的需求，而医疗行业需要的部分产品如用作消毒剂的环氧乙烷、双氧水，用作医疗外包装的 HDPE，用作口罩的 PP 等化工品的需求大幅增加。从生产环节来看，因疫情而导致的生产供应不足情况较少，以大型自动化装置生产的化工企业更多因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，而湖北省内化工行业以及其他省份部分劳动密集型企业因职工无法到岗等而推迟开工或开工率明显降低。随着疫情影响的逐渐消除，各省市逐步推动企业开工复产，受负面影响的下游行业对化工产品的需求预计将反弹。

从成本端来看，化工产品基础原材料包括原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石等。2019 年布伦特原油价格在 50~70 美元区间震荡，多数基础原材料价格呈震荡下滑态势。2020 年 2 月以来受 OPEC+ 减产谈判破裂及新冠疫情制约消费需求等影响，原油价格同比大幅下跌，截至 2020 年 3 月末，布伦特和 WTI 原油期货结算价分别降至 22.74 美元/桶和 20.48 美元/桶，跌幅达 65.7% 和 66.5%，原油价格的超预期下跌将令主要石油出口国如美国、沙特及俄罗斯等国家经济承压。4 月 13 日，OPEC+ 全球原油减产协议达成，减产行动自 5 月 1 日起生效，后续原油价格走势需持续关注。**中诚信国际认为**，低油价将严重削弱石油开采企业的盈利空间，有助于油制产业链上各产品盈利的提升，同时对煤制和气制化工品的盈利形成冲击，而接近消费端的化工品盈利更依赖自身的供需变化，受油价的影响将相对较小。

受供给端新增产能逐步投产、需求下滑导致的供需结构失衡及成本端支撑不足等影响，2019 年化工产品价格受到冲击并进入下行周期。从工业价格

指数来看，化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）自 2018 年 10 月开始大幅回落，并于 2019 年 1 月同比增速首次由正转负，之后化工品价格小幅回升，进入二季度后，由于经济下行压力叠加下游需求持续疲软，PPI 持续下滑，价格处于相对低位区间。

图1：化工行业工业生产者出厂价格指数(上年同月=100)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

2019 年化工行业景气度较上年下行，大多数化工产品价格同比下降，使得行业营业收入虽然仍呈增长态势，但增幅大幅下降，同时行业利润空间收窄，多数子行业亏损面有所上升，不过行业间差异明显。其中，受原油价格下跌影响，石油和天然气开采业收入略有下降，但油价总体保持在合理区间，加之原油和天然气产销量增加，石油和天然气开采业利润总额则同比略有增长；原油价格变动的不确定性、成品油及焦炭等价格的下跌等令石油加工、煤炭及核燃料加工业利润总额同比下滑 42.5%；受下游需求不振影响，产品供需结构有所逆转，化学原料及化学制品制造业和化学纤维制造业利润总额分别同比下滑 25.6% 和 19.8%；受益于产业结构改善、海外布局成效显现以及原材料成本的下降等，橡胶和塑料制品业利润总额同比上升 12%。

表 2：2019 年化工行业主要经济指标（亿元、%）

行业	行业亏损企业占比		营业收入		利润总额	
	2019	同比	2019	同比	2019	同比
石油和天然气开采业	35.65	-5	8,675.6	-0.8	1,606.1	1.8
石油加工、煤炭及核燃料加工业	25.91	3.52	48,378.3	4	1,279	-42.5
化学原料及化学制品制造业	16.77	1.12	65,776.2	-1	3,481	-25.6

化学纤维制造业	22.11	3.87	8,571.2	4	311	-19.8
橡胶和塑料制品业	13.77	-0.007	25,426.1	2	1,374.8	12
化工行业	16.19	0.005	156,827.4	1.29	8,051.9	-20.26

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

中诚信国际认为，受中美贸易摩擦的不确定性以及疫情等因素影响，2020年化工产品下游终端需求或将先抑后扬，但大幅改善的难度较大，行业景气度将承受一定压力。

公司产品产销继续围绕湖北省展开，产业链循环经济使得产品生产可调节性较强，且临江的地理位置及配套码头令其具备运输成本优势；2019年以来产品产销率保持较高水平，但销售价格下降令公司业绩承压，未来持续关注产品价格变动对公司盈利能力的影

响

公司为全国循环经济先进单位，近年来形成了较为完善的煤化工、磷化工和石油化工三条循环经济产业链，能够实现生产工序的有机结合，原材料及成本优势明显。同时，公司产品种类丰富且相互之间具有一定关联性和互补性，具备较强的市场应变能力 and 较高的产品结构调整升级空间，可根据不同产品的淡旺季或市场价格波动情况，及时调整产品结构，规避市场风险。

公司生产基地集中于湖北宜昌地区，2019年以来产品产能保持稳定。公司根据订单制定生产计划，其中合成氨部分用于生产尿素，尿素部分用于生产复合肥，产销率处于较低水平，2019年受益于加大客户开拓力度，合成氨和尿素的产销量均同比增加；甲醇系合成氨的联产产物，2019年以来产量随利润空间变化而变化，基本实现产销平衡；受益于下游对附加值较高的复合肥需求上升，当年复合肥产销量均同比上升。磷铵方面，公司根据下游企业对磷铵的需求，灵活调节磷酸一铵及磷酸二铵的生产，2019年产销率处于较高水平。公司已内酰胺产能超负荷运转，不过由于行业仍面临结构性产能过剩，公司20万吨/年己内酰胺（二期）项目推迟建设。此外，受益于市场复苏，2019年二甲醚恢复生产。销售价格方面，受益于高附加值的复合肥占比上升，

2019年复合肥销售均价有所提升；但受下游需求不足等因素影响，其他主要产品销售均价呈下降态势；2020年一季度，受原油价格暴跌叠加疫情等因素影响，主要产品价格进一步下跌，公司业绩承压。

表3：公司主要产品生产情况（万吨/年、万吨）

产品	最新产能	产量			
		2017	2018	2019	2020.1~3
甲醇	35	28.56	29.23	21.46	5.08
尿素	58	51.25	53.54	59.40	15.21
合成氨	100	94.39	95.82	99.32	23.50
复合肥	140	116.46	111.99	131.03	21.91
磷酸一铵	36	35.02	38.30	35.39	9.42
磷酸二铵	30	35.84	34.58	33.84	8.86
己内酰胺	10	12.88	13.43	14.11	3.72
二甲醚	10	-	-	3.70	1.21

注：由于二甲醚市场价格较低，公司二甲醚装置自2016年3月起开始停产，2019年起恢复生产。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表4：近年来公司主要产品销售情况（万吨、元/吨）

产品		2017	2018	2019	2020.1~3
		销量	29.05	29.48	21.16
甲醇	销售均价	2,236	2,536	1,952	1,726
	销量	33.90	34.50	44.81	6.35
尿素	销售均价	1,482	1,793	1,732	1,619
	销量	26.20	25.90	26.66	6.30
合成氨	销售均价	2,331	2,696	2,516	2,105
	销量	116.93	105.92	116.54	14.18
复合肥	销售均价	1,811	2,046	2,090	1,977
	销量	30.29	29.77	29.99	6.19
磷酸一铵	销售均价	1,669	2,003	1,843	1,693
	销量	37.55	34.18	32.94	1.61
磷酸二铵	销售均价	2,034	2,445	2,317	2,007
	销量	12.97	13.43	14.12	3.17
己内酰胺	销售均价	12,914	13,803	10,918	9,256
	销量	-	-	3.62	1.00
二甲醚	销售均价	-	-	2,902	2,976

资料来源：公司提供

公司产品销售以湖北省为主，湖南省、江苏省次之。受益于产品质量和价格优势，公司产品在南美、印度等市场亦拥有较高的认可度，但受疫情影响，港口及运输受阻，2019~2020年一季度海外销售实现收入分别为7.07亿元和3.22亿元，均同比下降。公司销售模式较以前年度没有变化，其中化

肥产品由子公司湖北三宁农资贸易有限公司负责销售，采取县级代理及自营零售网点结合的销售模式，客户主要为终端用户和经销商；化工产品销售集中于本部，主要采用直销和经销相结合的销售方式，客户一般为下游生产厂商和经销商。公司和下游客户结算采用先款后货的方式，主要以银行电汇和承兑汇票方式进行结算，无赊销账期。

由于公司生产基地位于长江中游北岸的江汉平原，产品主要通过江海联运、公路运输售往周边产粮区域，江海联运单位运输成本较低，有助于维持公司产品在行业内的竞争力。另外，公司已建成现代化综合码头及集装箱装卸码头，年吞吐量达350万吨，基本满足公司货物进出港需求，同时集装箱装卸能够加快装卸速度，降低装卸过程中的人工成本和存货损失。

中诚信国际关注到，2020年以来，受国际原油价格大幅下跌，加之公司位于新冠病毒疫情高发的湖北区域的影响，一季度产品销量及价格均大幅下降，后续下游需求对公司业绩影响值得关注。

2019年以来，公司原料煤全部采购于控股股东，磷矿石自给率的提升亦有助于保障资源供应和降低生产成本；但原材料价格的波动对公司成本控制能力提出一定挑战

公司对外采购的原材料主要为燃料煤、原料煤、磷矿石、纯苯、硫磺和氯化钾等。其中，原料煤自2019年起全部从晋煤集团采购，保障了其供应的及时与稳定，当年采购量下降主要系减少库存占用所致；晋煤集团均以市场价格与公司进行结算，2019年以来采购均价呈小幅波动态势。磷矿石采购方面，子公司湖北三宁矿业有限公司（以下简称“三宁矿业”）拥有资源储量为2亿吨的自有磷矿，具备100万吨/年的开采能力，2019年磷矿石自给率提升至59.55%；截至2020年3月末，其东部矿区已建设完成且能够满足生产需求，因受政府资源分配限制，西部矿区已停止建设。此外，子公司湖北宜安联合实业有限责任公司拥有磷矿资源储量约3亿吨，正处于办理采矿权证阶段，建成投产后预计将形成

400万吨/年的磷矿石开采能力。中诚信国际关注到，公司关联供应商主要为三宁矿业，采购价格遵守市场定价原则，2019年关联采购金额为2.88亿元，占当年采购总额的4.50%。纯苯用于制造己内酰胺，受下游需求不足及油价下跌影响，2019年采购均价大幅下降；2020年一季度采购均价有所回升，主要系市场供应量减少所致。公司硫磺和氯化钾采购量主要随磷肥和复合肥产量波动而波动。此外，公司还采购部分燃料煤，用于锅炉燃烧发电，为化肥生产提供电能，受化肥相关产品产量上升影响，2019年燃料煤采购量有所增加，采购价格亦有所上涨。除与晋煤集团和部分强势供应商采取预付款的方式，其他大部分原材料的结算方式主要为货到付款。中诚信国际将持续关注原材料采购价格的波动对公司成本控制及盈利空间的影响。

表5：近年来公司主要原材料采购情况（万吨、元/吨）

		2017	2018	2019	2020.1~3
原料煤	采购总量	206.81	209.08	192.95	50.46
	其中：晋煤供应量	145.68	150.63	192.95	50.46
	采购均价	670.14	645.38	698.65	621.03
磷矿石	采购总量	215.58	216.37	175.65	12.41
	其中：三宁矿业供应量	64.63	76.91	104.60	10.29
	采购均价	236.56	291.02	270.53	296.70
燃料煤	采购总量	53.81	40.55	45.53	15.72
	采购均价	437.50	480.86	495.34	519.93
纯苯	采购总量	11.97	10.54	11.57	2.62
	采购均价	5,856.03	6,535.96	4,349.76	5,140.53
硫磺	采购总量	52.04	54.56	53.82	13.13
	采购均价	823.27	1,136.21	820.37	465.50
氯化钾	采购总量	20.35	22.38	17.18	1.44
	采购均价	1,629.53	1,909.47	2,017.98	1,619.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司将继续围绕产业链进行延伸发展，目前其主要在建项目为乙二醇项目，该项目资金投入大，建设周期较长，中诚信国际将对该项目建设进度、融资情况及投产后的经济性保持关注

未来，公司将继续专注化工实业，不断丰富产业结构和产品链，将在做好现有装置安全、环保、高效生产的基础上，全力推进乙二醇等项目建设，推动公司从高速增长向高质量发展转变。

根据投资规划,公司在建项目投资规模为98.16亿元,主要为合成氨原料结构调整及联产60万吨/年乙二醇项目(以下简称“乙二醇项目”),该项目用地位于湖北省枝江市姚港化工园区,土地出让款已支付,相关权证均已办理完成,其中合成氨和尿素部分预计于2020年9月开车试生产,乙二醇部分预计于2020年末试生产;截至2020年3月末已投入54.67亿元,未来仍需投入43.49亿元。中诚信国际认为,该项目资金投入规模较大,建设周期较长,建设进度可能受资金及其他因素影响存在不确定性,中诚信国际将对该项目建设进度、融资情况以及投产后的经济性保持关注。

表 6: 截至 2020 年 3 月末公司在建项目情况 (亿元)

项目名称	建设周期	总投资	累计投资	2020.4-12 计划投资	2021 年计划投资
乙二醇项目	2018-2020 年	98.16	54.67	33.67	9.82

资料来源:公司提供

财务分析

以下分析基于经瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2017~2018年审计报告及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2019年审计报告和未经审计的2020年一季报,其中各期财务数据均为报告期末数。

受主要产品价格下跌影响,2019年以来公司收入和盈利水平呈下滑趋势;但受益于运输成本优势、部分原材料实现自给以及较低的财务成本,公司盈利水平在同行业处于较高水平,未来盈利能力稳定性需持续关注

受主要产品销售价格下降影响,2019年公司营业总收入和营业毛利率分别同比下降0.77%和4.56个百分点,但受益于尿素、合成氨和复合肥等产品销量增加,使得当年营业总收入降幅较小。2020年一季度,由于产品价格进一步下跌叠加疫情影响,营业总收入同比下滑18.33%,营业毛利率同比降低2.10个百分点。

表 7: 公司主要板块收入结构及占比 (亿元、%)

收入	2017		2018		2019		2020.1-3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
煤化工	21.51	20.78	24.75	30.63	26.20	30.04	4.25	21.65
其中: 尿素	5.02	20.60	6.19	32.36	7.76	31.44	1.03	33.98
甲醇	6.50	8.51	7.48	15.76	4.13	-2.42	0.81	-14.81
合成氨及其他	9.99	28.83	11.08	39.68	13.26	41.78	2.11	31.75
二甲醚	-	-	-	-	1.05	-0.95	0.30	6.67
磷化工	33.88	26.57	36.07	27.78	37.52	25.21	4.17	30.94
其中: 复合肥	21.18	21.96	21.75	21.67	24.36	21.80	2.80	23.57
磷酸一铵	5.06	38.21	5.96	40.30	5.53	34.00	1.05	49.52
磷酸二铵	7.64	31.59	8.36	34.73	7.63	29.75	0.32	34.38
石油化工	16.76	29.51	18.54	32.09	15.41	21.28	2.94	3.40
其中: 己内酰胺	16.76	29.51	18.54	32.09	15.41	21.28	2.94	3.40
其他	2.14	41.86	1.35	62.06	0.96	-6.25	0.28	3.70
合计	74.29	26.00	80.71	30.22	80.09	25.65	11.64	20.02

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

受益于加强对管理费用的管控,加之费用化利息支出规模小于存款产生的利息收入²,2019年公司期间费用同比下降,期间费用率亦随之降低;

2020年一季度,由于收入降幅较大,期间费用率有所上升,但整体费用控制能力仍处于较好水平。受主要产品价格下跌影响,2019年以来公司经营性业

² 2019年,公司利息收入为0.78亿元。

务利润和利润总额均有所下滑。盈利指标方面，2019年EBIT和EBITDA亦同比下降，相关盈利指标有所弱化。但受益于生产销售区域集中、临江的地理位置及配套码头令其具备运输成本优势、原材料供应稳定且部分实现自给以及财务成本低，公司盈利水平在同行业仍处于较高水平，未来盈利能力稳定性需持续关注。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	1.77	1.94	2.19	0.34
管理费用	4.32	5.31	4.79	0.95
财务费用	-0.07	-0.18	-0.37	0.03
期间费用合计	6.02	7.07	6.61	1.32
期间费用率(%)	8.11	8.76	8.26	11.37
经营性业务利润	13.37	17.12	13.92	0.97
利润总额	13.47	17.15	13.90	0.92
净利润	11.61	14.88	12.12	0.92
EBIT	13.52	17.32	14.26	--
EBITDA	18.68	22.17	19.43	--
EBITDA 利润率(%)	25.14	27.47	24.26	--
总资产收益率(%)	18.21	17.95	10.84	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着乙二醇项目建设投入增加以及利润积累，2019年以来总资产、总负债和所有者权益均实现不同程度增长，且债务结构有所改善，但债务增速较快令财务杠杆水平有所上升

随着在建项目的投入，2019年以来公司总资产呈增长态势，截至2020年3月末，以固定资产和在建工程为主的非流动资产在总资产中占比为60.78%。由于乙二醇项目热能中心二期的部分转固，2019年末固定资产略有增加；受计提折旧影响，2020年3月末固定资产略有下降。随着乙二醇项目等建设投入增加，2019年以来在建工程大幅增长。此外，2019年末公司货币资金大幅下降，主要系用于乙二醇项目建设所致，截至2020年3月末有3.54亿元使用受限；2019年末预付款项增幅较大，主要系原材料以及乙二醇项目土建和设备的预付款增加所致；存货主要为原材料和产成品，2019年以来呈增长态势。

受在建项目投入增加令融资需求大幅提升影

响，2019年以来公司总负债和总债务均有较大幅度增长。其中，2020年3月末公司递延收益为5.18亿元，主要为乙二醇项目和己内酰胺基础设施等的政府补助；预收款项为下游客户肥料预定款，2019年以来呈大幅增长态势。2019年以来公司逐步调整债务结构，新增较多长期借款令2020年3月末短期债务/总债务降至56.53%，债务结构得以改善。**中诚信国际关注到**，公司在建项目尚需较大投资，或将进一步推升债务规模。

受益于利润累积，2019年以来公司所有者权益不断增长，当年分红为3.57亿元；其中未分配利润占比较高且持续增加，2020年3月末占比为84.64%，若后续分红政策发生变化，或对权益稳定性及流动性产生压力。由于债务及负债规模增速较快，2019年以来财务杠杆水平有所上升。

表 9：公司主要资产、负债和资本结构情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	11.63	26.37	18.78	19.72
预付款项	6.13	10.52	18.25	12.13
存货	9.89	11.99	13.23	16.68
流动资产	39.22	57.82	59.75	64.30
固定资产	31.83	28.65	29.17	28.14
在建工程	1.08	14.22	43.61	54.48
总资产	77.30	115.58	147.47	163.95
预收款项	9.68	8.12	10.14	18.47
递延收益	1.97	4.81	5.18	5.18
总负债	25.73	48.22	69.20	84.76
短期债务	3.12	16.37	22.27	23.48
长期债务	0.93	4.45	16.37	18.06
总债务	4.05	20.82	38.64	41.54
所有者权益合计	51.57	67.36	78.28	79.20
资产负债率(%)	33.29	41.72	46.92	51.69
总资本化比率(%)	7.29	23.61	33.05	34.41

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年以来公司经营获现能力有所弱化；乙二醇项目投资力度大使资本支出大幅增加，外部融资上升；各项偿债指标虽有所弱化，但整体偿债压力可控

受经营预付较多材料款等影响，2019年公司经营活动净现金流有所下降，2020年一季度，由于主要产品价格下降叠加疫情等因素，经营活动现金流由正转负。2019年以来乙二醇项目加大投入力度，

投资支出大幅增加，但因经营获现能力弱化，公司扩大外部融资，同期筹资活动净现金流亦大幅增长。偿债指标方面，2019年，公司EBITDA和经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力有所下降，但货币等价物仍能有效覆盖短期债务，整体偿债压力可控。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	7.63	19.86	15.78	-0.96
投资活动净现金流	-6.94	-4.97	-43.10	-2.77
筹资活动净现金流	1.76	1.78	15.51	6.39
EBITDA 利息倍数	321.42	51.89	27.80	--
总债务/EBITDA	0.22	0.94	1.99	--
经营活动净现金流/利息支出	131.28	46.49	22.58	--
经营活动净现金流/总债务	1.88	0.95	0.41	-0.09*
货币等价物/短期债务	6.44	2.09	1.05	1.16

注：带“*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

备用流动性较充足，为整体偿债能力提供一定支撑

备用流动性方面，截至2020年3月末，公司获得授信额度总计45.50亿元，其中未使用的授信额度为23.14亿元，备用流动性充足。

受限资产方面，截至2020年3月末，公司受限资产账面价值为12.07亿元，其中货币资金3.54亿元，其余为土地使用权及建筑物等，受限资产合计占期末总资产的比重为7.36%。同期末，公司无对外担保和未决重大法律诉讼或仲裁事项。

过往债务履约情况：根据公开资料及公司提供的企业信用报告和相关资料，截至2020年5月21日，公司在公开市场无信用违约记录，借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

外部支持

晋煤集团实力雄厚，公司系其煤化工板块重要经营主体，能在煤炭供应及协调当地政府和金融机构等资源方面提供支持

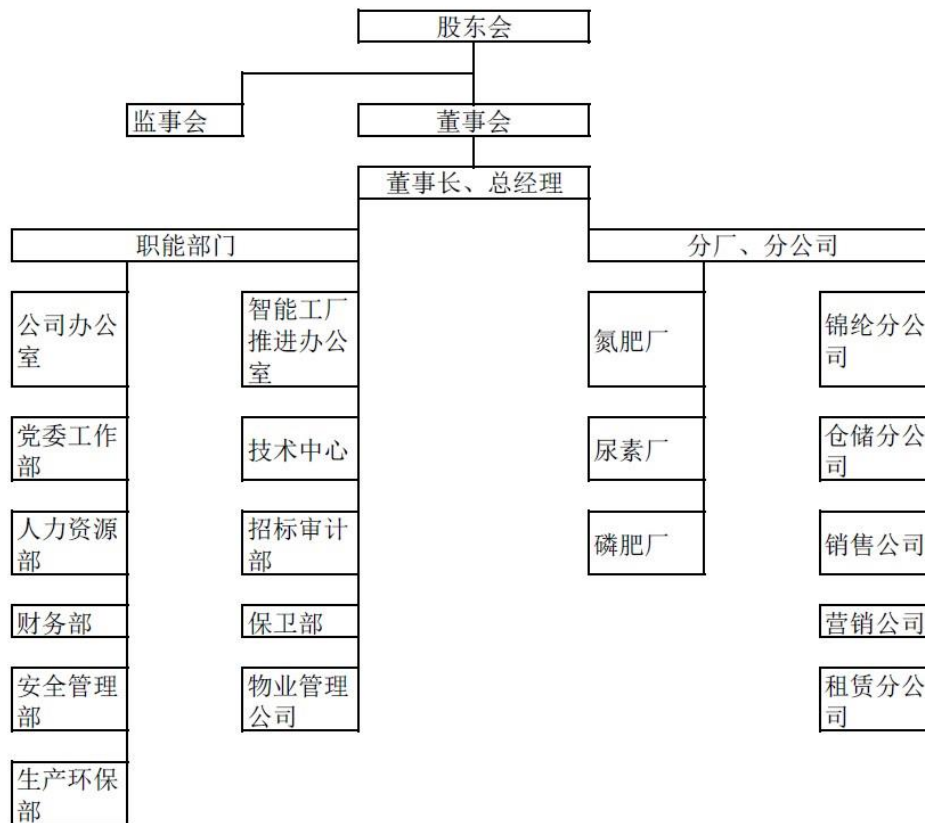
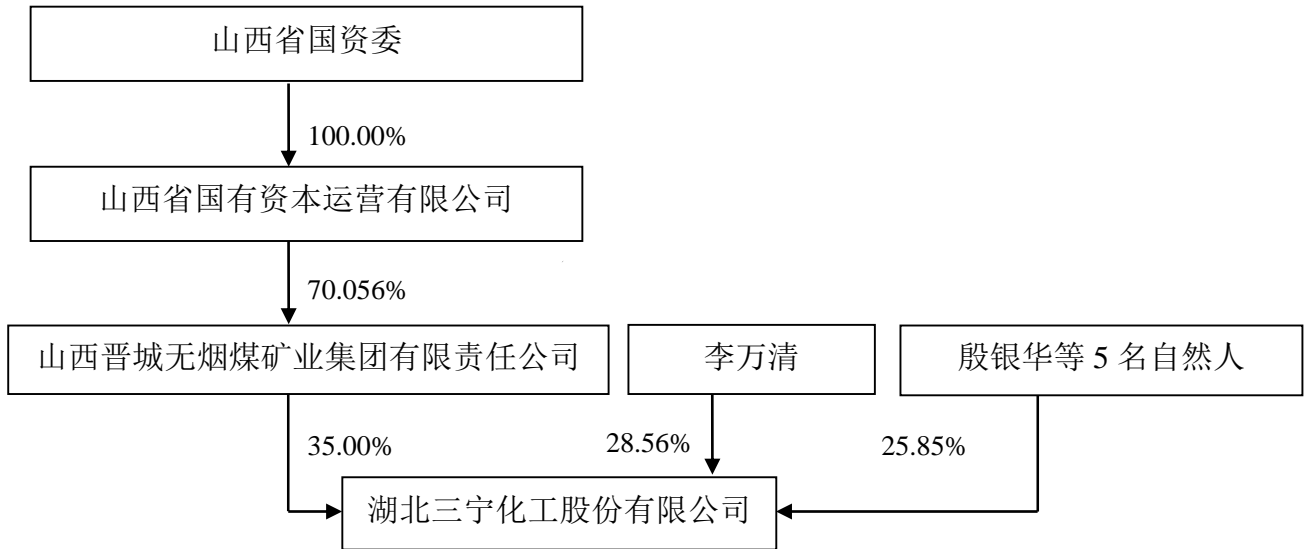
公司控股股东为晋煤集团，晋煤集团是由山西省国有资本运营有限公司控股，国开金融有限责任

公司、中国信达资产管理股份有限公司参股的全国煤炭行业特大型企业，是我国优质无烟煤的重要生产基地以及全国产能规模排名靠前的煤化工企业集团。晋煤集团主营业务为煤炭开采、洗选及深加工、煤层气开发利用、物流、物质采购、机械制造等，公司系晋煤集团煤化工板块重要经营主体。2019年公司营业总收入占晋煤集团总收入的4.57%，净利润占晋煤集团净利润的80.59%，控股股东对公司具有较强的支持意愿。近年晋煤集团为公司提供及时、稳定的煤炭供应，同时其自身实力雄厚，协调当地政府和金融机构等资源的能力较强，能在各方面资源协调上为公司提供支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持湖北三宁化工股份有限公司的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定。

附一：湖北三宁化工股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



注：根据《公司章程》规定，在公司存续期间，李万清将其在股东大会上 16% 的表决权不可撤销地委托给晋煤集团行使。截至 2020 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 2.67 亿元，晋煤集团持有公司 35% 的股份，享有 51% 的表决权。

资料来源：公司提供

附二：湖北三宁化工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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	116,327.44	263,692.08	187,798.17	197,240.29
应收账款净额	15,954.59	200.52	11.29	8,584.93
其他应收款	13,299.98	2,477.61	3,349.17	3,223.89
存货净额	98,886.81	119,922.64	132,326.40	166,819.76
长期投资	5,372.36	12,600.00	12,600.00	18,600.00
固定资产	318,290.98	286,526.15	291,697.09	281,432.57
在建工程	10,785.70	142,175.55	436,121.24	544,842.60
无形资产	39,376.53	109,789.02	110,237.22	109,436.68
总资产	773,037.73	1,155,808.41	1,474,747.44	1,639,545.70
其他应付款	13,646.45	22,988.51	34,328.05	34,004.31
短期债务	31,210.00	163,717.56	222,699.89	234,822.08
长期债务	9,315.60	44,500.00	163,700.00	180,591.34
总债务	40,525.60	208,217.56	386,399.89	415,413.42
净债务	-75,801.84	-55,474.52	198,601.72	218,173.13
总负债	257,344.21	482,227.21	691,977.27	847,551.31
费用化利息支出	581.17	1,631.23	3,556.46	--
资本化利息支出	-	2,641.11	3,431.59	--
所有者权益合计	515,693.53	673,581.20	782,770.17	791,994.39
营业总收入	742,913.78	807,101.17	800,850.85	116,362.06
经营性业务利润	133,741.60	171,240.49	139,205.58	9,692.46
投资收益	572.23	-30.11	-	-
净利润	116,066.23	148,764.17	121,196.72	9,153.64
EBIT	135,236.43	173,157.93	142,554.64	--
EBITDA	186,797.72	221,672.56	194,286.19	--
经营活动产生现金净流量	76,293.29	198,608.45	157,805.47	-9,597.60
投资活动产生现金净流量	-69,448.81	-49,679.09	-430,967.39	-27,741.92
筹资活动产生现金净流量	17,556.28	17,849.38	155,125.87	63,871.33
资本支出	43,481.79	52,750.71	430,967.39	21,704.77
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	26.00	30.22	25.65	20.02
期间费用率(%)	8.11	8.76	8.26	11.37
EBITDA 利润率(%)	25.14	27.47	24.26	--
总资产收益率(%)	18.21	17.95	10.84	--
净资产收益率(%)	24.73	25.02	16.64	4.65*
流动比率(X)	1.81	1.53	1.29	1.09
速动比率(X)	1.36	1.21	1.01	0.80
存货周转率(X)	6.18	5.15	4.72	2.49*
应收账款周转率(X)	59.40	99.92	7,562.08	108.29*
资产负债率(%)	33.29	41.72	46.92	51.69
总资本化比率(%)	7.29	23.61	33.05	34.41
短期债务/总债务(%)	77.01	78.63	57.63	56.53
经营活动净现金流/总债务(X)	1.88	0.95	0.41	-0.09*
经营活动净现金流/短期债务(X)	2.44	1.21	0.71	-0.16*
经营活动净现金流/利息支出(X)	131.28	46.49	22.58	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	153.92	88.81	35.69	--
总债务/EBITDA(X)	0.22	0.94	1.99	--
EBITDA/短期债务(X)	5.99	1.35	0.87	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	321.42	51.89	27.80	--
EBIT 利息保障倍数(X)	232.70	40.53	20.40	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将研发费用计入管理费用；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+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
	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
	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
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-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
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	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
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（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）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT利息保障倍数	=EBIT/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：信用等级符号及定义

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	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。

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

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。