# 华新水泥股份有限公司

# 2025 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[2025]跟踪 0230 号

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD.

# 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

2025 年 5 月 23 日

| | | |
|---|---|---|
| **本次跟踪发行人及评级结果** | 华新水泥股份有限公司 | AAA/稳定 |
| **本次跟踪债项及评级结果** | “25 华新 K1” | **AAA** |
| **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。 | |
| **评级观点** | 本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于华新水泥股份有限公司（以下简称“华新水泥”或“公司”）作为国内领先的水泥全产业链一体化协同发展企业，公司业务竞争力和抗风险能力持续提升；海外水泥产能扩充及稳健发展、骨料和混凝土业务增长对公司收入和利润贡献进一步加大；成本控制能力强，保持良好的盈利和经营获现能力等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时中诚信国际也关注到国内水泥市场需求减弱及激烈的行业竞争使公司相关业务面临一定经营压力；混凝土产能利用率低和业务规模扩大导致资金占用增加；海外资产收购规模大且存在不确定性，需持续关注被收购资产经营业绩表现、收购进展及对财务稳健性的影响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，华新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。<br>**可能触发评级下调因素：**受市场波动和需求减弱等因素影响，公司水泥业务产销量持续大幅下降；产能释放及消纳不及预期；财务杠杆比率显著上升；盈利能力恶化等。 | |

**正 面**

- 作为国内领先的水泥全产业链一体化协同发展企业，公司业务竞争力和抗风险能力持续提升
- 海外水泥产能扩充及稳健发展、骨料和混凝土业务增长对公司收入和利润贡献进一步加大
- 公司成本控制能力强，保持了良好的盈利和经营获现能力

**关 注**

- 国内水泥市场需求减弱及激烈的行业竞争使公司相关业务面临一定经营压力
- 混凝土业务产能利用率低，账款回收期长对公司资金占用增加
- 海外资产收购规模大且存在不确定性，需持续关注被收购资产经营业绩表现、收购进展及对财务稳健性的影响

**项目负责人：**汪莹莹 yywang@ccxi.com.cn
**项目组成员：**赵曰鹏 ypzhao@ccxi.com.cn

**评级总监：**
电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

## 财务概况

| 华新水泥（合并口径） | 2022 | 2023 | 2024 | 2025.3/2025.1~3 |
|---|---|---|---|---|
| 资产总计（亿元） | 642.42 | 687.48 | 695.13 | 710.69 |
| 所有者权益合计（亿元） | 308.38 | 333.15 | 348.98 | 349.16 |
| 负债合计（亿元） | 334.03 | 354.33 | 346.15 | 361.53 |
| 总债务（亿元） | 161.34 | 194.52 | 201.90 | 215.75 |
| 营业总收入（亿元） | 304.70 | 337.57 | 342.17 | 71.62 |
| 净利润（亿元） | 30.24 | 32.18 | 29.53 | 3.45 |
| EBIT（亿元） | 44.36 | 46.47 | 42.76 | -- |
| EBITDA（亿元） | 70.83 | 84.43 | 81.81 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 45.68 | 62.36 | 59.77 | -1.06 |
| 营业毛利率（%） | 26.22 | 26.71 | 24.69 | 26.11 |
| 总资产收益率（%） | 7.60 | 6.99 | 6.19 | -- |
| EBIT 利润率（%） | 14.56 | 13.77 | 12.50 | -- |
| 资产负债率（%） | 52.00 | 51.54 | 49.80 | 50.87 |
| 总资本化比率（%） | 34.35 | 36.86 | 36.65 | 38.19 |
| 总债务/EBITDA（X） | 2.28 | 2.30 | 2.47 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 14.88 | 11.46 | 10.11 | -- |
| FFO/总债务（%） | 35.68 | 34.68 | 31.24 | -- |

注：1、中诚信国际根据华新水泥提供的其经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022~2024 年度审计报告以及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年财务报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年财务报告期末数；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，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

## 同行业比较（2024 年数据）

2024 年部分水泥企业主要指标对比表

| 公司名称 | 熟料产能（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） | 水泥业务毛利率（%） | 经营活动净现金流（亿元） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 红狮控股 | 0.76 | 962.07 | 54.91 | 354.74 | 9.04 | 19.99 | 34.45 |
| 金隅集团 | 1.08 | 2,639.96 | 65.11 | 1,107.12 | -15.34 | 9.52* | -53.16 |
| **华新水泥** | **0.81** | **695.13** | **49.80** | **342.17** | **29.53** | **23.75** | **59.77** |

***中诚信国际认为，与同行业企业相比，公司水泥熟料产能居于中等偏上水平，聚焦主业使得总资产规模小于可比企业，财务杠杆水平较低。凭借其一体化发展优势、更优的海外产能布局以及良好的成本控制能力，公司水泥产品毛利率优于同行业，加之公司混凝土和骨料等非水泥业务贡献的可观收入和利润，共同使得公司盈利和经营获现能力处于行业领先水平。***

注：1、“金隅集团”为“北京金隅集团股份有限公司”的简称；“红狮控股”为“红狮控股集团有限公司”的简称。2、金隅集团未披露水泥业务毛利率，表中列示数据为绿色建材板块毛利率。

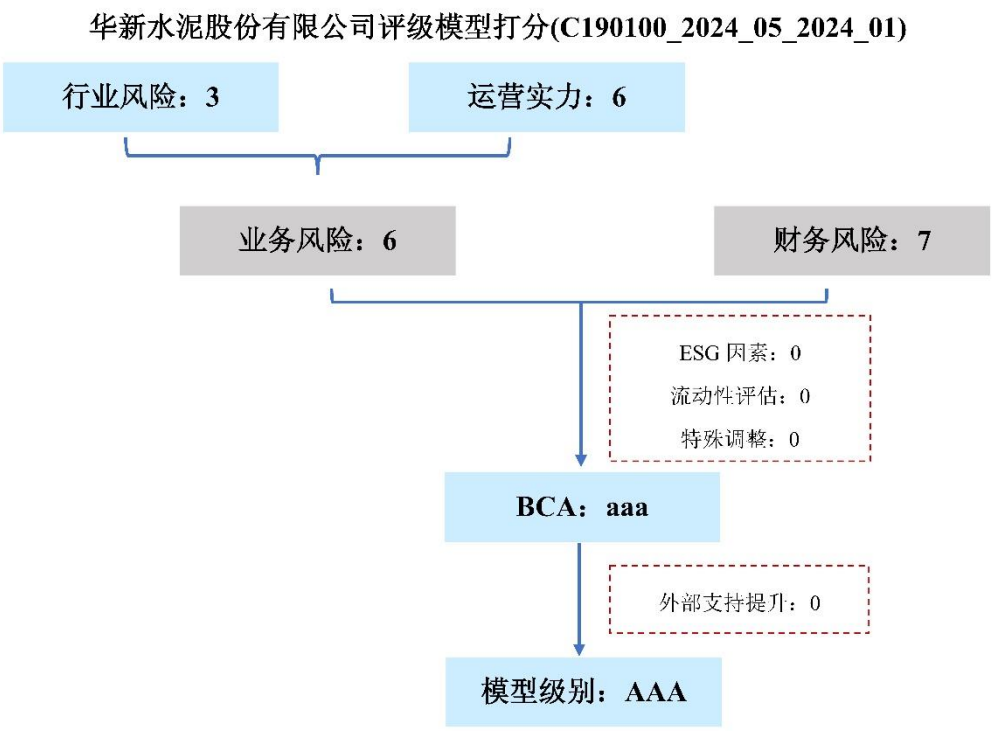
## 本次跟踪债项情况

| 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 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 25 华新 K1 | AAA | AAA | 2024/12/31 至本报告出具日 | 11.00/11.00 | 2025/01/13~2030/01/13 | -- |

注：债券余额为 2025 年 3 月末数据。

| 主体简称 | 本次评级结果 | 上次评级结果 | 上次评级有效期 |
|---|---|---|---|
| 华新水泥 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2024/05/28 至本报告出具日 |

## 评级模型




**注：**

**调整项：**当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

**方法论：**中诚信国际水泥行业评级方法与模型 C190100_2024_05

## 宏观经济和政策环境

**中诚信国际认为，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，全年实现 5%左右的增长目标虽有压力但仍有增量政策支撑。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。**

*详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw*

## 业务风险

**中诚信国际认为，2024 年国内供需失衡格局加剧使得水泥行业面临较大的下行压力，行业经营业绩降至历史低位。2025 年，在更加积极的宏观政策刺激下，水泥需求降幅或有望收窄，但行业景气度仍偏弱，预计企业经营仍将承压，需对区域分布单一、经营获现及成本控制能力不强、财务杠杆高企及偿债指标边际恶化较大的企业经营及偿债压力保持关注。**

2024 年，水泥行业仍面临较大的下行压力。需求端来看，国内下游基建投资增速放缓，地产行业仍持续筑底，水泥需求延续弱势运行态势，2024 年国内水泥产量连续第四年下滑。供给端来看，虽然错峰限产周期延长、双碳等一系列政策趋严执行有助于优化行业供给格局，但行业产能过剩局面依然严峻。供需结构失衡使得水泥库存偏高，价格维持低位震荡态势，行业效益持续下滑，企业亏损程度亦有所扩大，经营获现水平下降使得企业偿债指标普遍弱化。展望 2025 年，宏观政策基调明显更为积极，在政策、资金落地节奏有序和执行力度到位的前提下，水泥行业需求或在短期内有所支撑，但长期来看，水泥行业需求下行是经济结构转型的必然结果，行业景气度仍然偏弱；同时，错峰限产、产能置换及“双碳”等政策仍将在较长时间内影响行业供给，2025 年产能去化情况有赖于政策执行力度和行业反“内卷”式竞争。预计在供需关系未有明显改善的情况下，2025 年水泥价格或仍将延续低位震荡走势，难以形成趋势性反弹，行业经营效益或仍将承压。同时，在行业下行周期中，区域分布单一、经营获现及成本控制能力不强、财务杠杆高企及偿债指标边际恶化较大的水泥企业所面临的经营及偿债压力值得持续关注。

*详见《中国水泥行业展望，2025 年 1 月》，报告链接 https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11689?type=1*

**中诚信国际认为，跟踪期内，公司持续推进水泥全产业链一体化发展，非水泥业务产销规模保持增长，海外布局持续推进，业务竞争力和抗风险能力进一步提升，持续技改和精细化管理等使得公司维持成本优势；但国内水泥市场需求持续低迷导致销量有所下降，未来各产线产能利用水平、产品价格修复情况以及海外资产收购进展值得关注。**

*跟踪期内，公司产权结构保持稳定，两会一层[1]正常换届，海外并购符合公司战略方向，但推进中*

[1] 公司董事会由 9 名董事组成，非独立董事 6 名，独立董事 3 名，其中控股股东 Holchin B.V 拥有 3 个非独立董事席位。2024 年 5 月，公司完成第十一届董事会和监事会换届。徐永模任董事长；李叶青、刘凤山、Martin Kriegner、罗志光和陈婷慧任董事；黄灌球、张继平和江泓任独立董事；明进华任监事会主席、工会主席，张林、刘伟胜、刘胜和杨小兵任监事。

***收购事项的后续进展、完成收购资产的经营业绩表现及对公司财务稳健性的影响仍需关注。***

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人均未发生变化。截至 2024 年末，Holchin B.V.持有公司 40.19%股权（无质押、标记或冻结情况），为公司控股股东，华新集团有限公司（以下简称“华新集团”）为公司第二大股东，持股比例 16.26%；Holcim Limited（以下简称“豪瑞集团”）仍为公司实际控制人。

2025 年 3 月，公司完成对 ITATUBA PARTICIPAÇÕES LTDA（以下简称“标的公司 A”）100%股权和 EMBU S.A. ENGENHARIA E COMÉRCIO（以下简称“标的公司 B”）40%股权的收购[2]，支付初始代价 1.769 亿美元[3]，资金主要来源于发行债券。**中诚信国际认为，**此次收购事项有助于公司开拓南美洲建材市场，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，需对海外项目的经营管理情况等保持关注。

此外，根据公司自 2024 年 12 月以来发布的关于收购豪瑞尼日利亚资产之关联交易的相关公告，公司拟通过子公司收购关联方持有的尼日利亚大型上市公司的股权[4]，并购交易总价为 8.38 亿美元[5]，交易完成后将间接持有最终标的公司 83.81%的股份。本次交易对价拟用公司自有资金和银行借贷、发行债券等外部融资资金支付，截至本报告出具日，本次交易已经获得董事会批准和股东会表决通过，还须获得国家发展和改革委员会、商务部的批准及其他审批程序等。**中诚信国际认为，**公司推进中的关联方资产收购规模较大，股权交割的先决条件较多，能否达成存在不确定性，后续实施进展及收购后的经营业绩表现及对公司财务稳健性的影响仍值得关注。

战略规划方面，公司将继续围绕“海外多业务发展、国内一体化协同、碳减排及增值创新以及数字化 AI 驱动”四大战略方向，推进海外工厂收购步伐，拓展非水泥业务产能，加速一体化转型发展；加强资源、安全、环保等合规性管理并坚持绿色低碳化发展路径。未来投资支出方面，海外资产收购及项目改扩建、国内产线技术升级改造和节能减排、一体化发展投入仍是未来一段时期资本支出的重点。

***跟踪期内，公司水泥产能保持国内前列，海外项目收购及改扩建推动海外规模优势进一步增强，非水泥业务产能及产量亦保持增长，但对混凝土产能释放以及国内水泥和熟料产线利用率下降情***

[2] 标的公司 A 为持股公司，唯一资产是持有标的公司 B60%的股权，无其他经营业务，标的公司 B 在巴西圣保罗州拥有四座骨料工厂，总产能共计 880 万吨/年（2023 年实际产量为 620 万吨）。

[3] 标的公司 100%股份的总代价为 1.866 亿美元。根据股权收购协议，于交割日起 90 日内，买方将向卖方提供一份标的公司于交割日的财务报表，经双方确认后，以确定最终代价。最终代价将根据交割日标的公司净现金及标的公司 B 的营运资本计算得出。2023 年标的公司 A 税后利润 861.1 万美元，2023 年标的公司 B 税后利润 1,713.3 万美元。

[4] 本次拟并购资产为尼日利亚大型上市公司，为尼日利亚第三大水泥生产商，拥有丰富的石灰石资源及较好的区位优势，业务覆盖尼日利亚全国市场，截至公告日，该公司具有水泥产能 1,060 万吨/年，混凝土产能 40 万方/年。卖方持有本公司第一大股东 Holchin B.V.100%股权，为豪瑞集团全资子公司。根据安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计出具的备考合并财务报表，Caricement B.V. 2023 年末，总资产 67.39 亿元，净资产 44.85 亿元，2023 年实现营业收入 44.42 亿元，净利润 5.04 亿元；2024 年 9 月末，总资产 35.46 亿元，净资产为 20.31 亿元，2024 年 1~9 月实现营业收入 23.92 亿元，净利润 2.38 亿元。主要财务指标变动较大系尼日利亚奈拉兑人民币的汇率在报告期内发生较大幅度下降所致。

[5] 公司第十一届董事会第六次会议审议通过了收购议案，批准以 56,044 万美元现金收购卖方持有的 Caricement B.V.100%（以下简称“标的公司 C”)股权；批准在 AICL 将其持有的 Lafarge Africa Plc（以下简称“最终标的公司”）27.77%股权转入到 Davis Peak Holdings Limited（以下简称“标的公司 D”)之后，以 27,769 万美元收购 100%股权。截至本公告披露日，标的公司 C 90%的资产为其持有的最终标的公司 56.04% 的股权，标的公司 D 除在本次交易交割前将持有最终标的公司 27.77%股权外，无其它资产及负债。交易定价方面，结合考虑可比交易的 EBITDA 倍数和吨水泥产能价格的估值方式，最终标的公司的企业价值约为 10.6 亿美元~15.9 亿美元，鉴于最终标的公司截至 2024 年 9 月末的现金为 5,300 万美元，债务 100 万美元，预估最终标的公司 100%股份的价值在 11 亿~16 亿美元之间。若顺利交割，仍需对最终标的公司剩余 16.18%的公众股权进行强制要约收购。

*况仍需保持关注。*

跟踪期内，公司持续推进海外水泥和熟料产线布局，随着莫桑比克纳卡拉工厂 3,000 吨/日水泥熟料生产线建成投产，2024 年末公司海外熟料产能提升至 1,674 万吨/年，排名全国前三；海外水泥产能提升至 2,370 万吨/年，海外产能规模和区域布局均优于同行业。公司国内水泥、熟料生产基地仍主要集中于华中和西南地区。2024 年，公司退出河南信阳 4,500 吨/日熟料生产线，用于置换补充湖北黄石 2,250 吨/日产能[6]，导致其当期末熟料产能有所下降，水泥产能同比变化不大。

**表 1：截至 2024 年末公司水泥熟料产能布局（条、万吨/年）**

| 所在区域 | 熟料生产线数量 | 熟料产能 | 水泥产能 |
|---|---|---|---|
| 湖北省 | 18 | 2,582 | 3,963 |
| 云南省 | 13 | 1,493 | 2,216 |
| 湖南省 | 5 | 781 | 1,446 |
| 重庆市 | 4 | 580 | 809 |
| 西藏自治区 | 5 | 381 | 623 |
| 四川省 | 2 | 279 | 473 |
| 广东省 | 1 | 155 | 294 |
| 河南省 | 1 | 0 | 245 |
| 贵州省 | 2 | 130 | 154 |
| 塔吉克斯坦 | 2 | 217 | 305 |
| 柬埔寨 | 1 | 124 | 160 |
| 吉尔吉斯斯坦 | 1 | 93 | 105 |
| 乌兹别克斯坦 | 1 | 155 | 220 |
| 坦桑尼亚 | 2 | 264 | 350 |
| 赞比亚和马拉维 | 3 | 130 | 190 |
| 尼泊尔 | 1 | 124 | 180 |
| 阿曼 | 3 | 310 | 400 |
| 南非 | 2 | 102 | 180 |
| 莫桑比克 | 1 | 155 | 250 |
| 津巴布韦 | 0 | 0 | 30 |
| **合计** | **68** | **8,055** | **12,593** |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，得益于一体化战略的持续推进，骨料、商品混凝土等水泥相关产品的产能进一步提升。随着前期购买矿山资源的逐步开发以及完成对巴西 880 万吨/年骨料工厂的收购，公司骨料产能较上年末增长 2.95%。同时，公司通过在现有水泥熟料生产线周边投资建设混凝土搅拌站的方式扩充混凝土产能，以推进水泥全产业链一体化战略，带动 2024 年末骨料和混凝土产能规模持续提升。

**表 2：近年来公司主要产品产能情况（万吨/年、万立方米/年）**

| 产能 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|---|---|---|
| 水泥 | 11,796 | 12,650 | 12,593 |
| 熟料 | 7,616 | 8,215 | 8,055 |
| 骨料 | 20,970 | 27,700 | 28,516 |
| 混凝土 | 6,875 | 12,200 | 12,521 |

注：1、水泥产能包括联营企业产能，混凝土产能包括委托加工产能 2,910 万立方米/年。

[6] 华新水泥（河南信阳）有限公司退出一条 4,500t/d 熟料生产线，用于华新水泥（黄石）有限公司建设一条 11,750t/d 熟料生产线，置换比例 2：1。拟建主体设备为 6.2*98 米回转窑。目前，华新水泥（黄石）有限公司拥有 9,500t/d 熟料产能，本方案置换补充 2,250t/d 产能，拟建线计划点火投产时间为 2025 年 8 月底。建设地点位于湖北黄石市阳新县富池镇袁广村 526 号。退出项目将于新建点火投产前关停、拆除退出。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

生产方面，公司主要采取“以销定产、产销结合”的生产模式。2024 年，受国内房地产开发投资继续下行、基建投资增速放缓等因素影响，公司水泥和熟料产量均同比下降，水泥和熟料产线的产能利用率随之下滑，但熟料产线的产能利用率仍略高于行业平均水平。同期，随着一体化发展成效体现，公司骨料和混凝土产线的产能利用率均有所提升，相关产品产量亦保持增长，但混凝土产能利用率仍处于低位，对后续产能释放情况仍需保持关注。

**表 3：近年来公司主要产品生产情况（万吨、万立方米、%）**

| 产量 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|---|---|---|
| 水泥 | 5,902 | 6,526 | 6,344 |
| 熟料 | 5,077 | 5,243 | 4,825 |
| 骨料 | 9,980 | 17,779 | 20,821 |
| 混凝土 | 1,639 | 2,727 | 3,181 |
| **产能利用率** | **2022** | **2023** | **2024** |
| 水泥 | 50.03 | 51.39 | 50.38 |
| 熟料 | 66.66 | 63.82 | 59.90 |
| 骨料 | 47.59 | 64.18 | 73.02 |
| 混凝土 | 23.84 | 22.35 | 25.41 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

***跟踪期内，公司骨料和混凝土销量保持增长，产品结构进一步优化，但国内水泥市场需求收缩导致水泥和熟料销量有所下滑，主要产品价格修复程度及持续性亦值得关注。***

2024 年，随着海外市场拓展以及产能规模提升，公司海外水泥销量同比增长 37%，但受国内市场拖累，公司总体水泥销量同比下降 1.99%。同期，受益于水泥产业链纵向一体化战略的实施及产能扩张，公司骨料、混凝土销量保持增长，二者对主营业务收入贡献持续提升，产品结构进一步优化。销售区域方面，湖北省仍为公司核心市场，2024 年市场占有率维持在 30%左右。销售价格方面，2024 年下半年以来，受益于水泥新国标以及防止“内卷式”恶性竞争呼吁导向下行业自律生产落实较好，国内水泥销售均价有所回升，加之海外市场价格波动较小及其销售占比提升，2024 年公司水泥平均销售价格略有上升，但在国内水泥市场需求长期下行趋势影响下，当期水泥价格仍处相对低位，国内销售占比更高的熟料、骨料和混凝土等产品价格仍呈下降态势，未来国内水泥及相关产品市场价格修复程度和持续性仍值得关注。

跟踪期内，公司仍以经销为主，客户结构[7]保持稳定且客户集中度很低。结算方面，公司水泥、骨料业务以现款现货为主，混凝土业务主要采用信用销售模式，跟踪期内整体回款情况良好，但账期相对较长，约为 3 个月，需对商砼业务发展的资金占用情况保持关注。

**表 4：近年来公司主要产品销售情况**

| 销量（万吨、万立方米、万标块） | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|---|---|---|
| 水泥 | 5,469 | 5,818 | 5,702 |
| 熟料 | 571 | 372 | 324 |
| 骨料 | 6,579 | 13,137 | 14,323 |
| 混凝土 | 1,639 | 2,727 | 3,181 |
| **销售价格（元/吨、元/立方米）** | **2022** | **2023** | **2024** |
| 水泥 | 344 | 315 | 316 |

[7] 客户类型仍主要为大型重点工程类、工业类及民用类企业，2024 年销量占比分别约为 20%、30%和 50%。

| | | | |
|---|---|---|---|
| 熟料 | 308 | 255 | 235 |
| 骨料 | 47 | 41 | 39 |
| 混凝土 | 313 | 281 | 265 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

***跟踪期内，公司保持充足的石灰石资源储备，煤炭及电力供应稳定，主要原燃材料价格均持续下降，综合能耗和燃料替代率优于同行业，成本控制能力强。***

水泥生产主要原燃材料包括石灰石、煤炭及电力等。跟踪期内，公司依托其矿产资源储备优势，保持了极高的石灰石自供比例，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。截至 2024 年末，公司共拥有 72 处石灰石和页岩矿山，已获得采矿许可证的石灰石总储量约 66 亿吨，石灰石自供比例约为 97%，外部采购比例仅约 3%。近年来，公司石灰石采购均价呈下降态势。

煤炭及电力成本占水泥生产成本约 55%，是影响水泥企业盈利情况的重要因素。其中，公司煤炭主要采购自中煤能源集团、晋能控股集团、国家能源集团等大型煤矿企业，燃料供应稳定性较高。2024 年，受益于煤炭市场供需持续改善，公司煤炭采购均价同比下降 18.44%。另外，公司持续推进燃料替代以降低综合能耗和燃料成本，2024 年公司国内熟料综合能耗 94.03kgce/t，合并热替代率达到 21.66%，均领先于同行业。公司所需电力分为外购和自发电两部分，其中外购电是由国家电网或南方电网统一输送，供应稳定；自发电主要来源于公司各生产线配套的余热发电系统，截至 2024 年末，公司已投运余热发电机组 43 套，余热发电总装机容量达到 387.7MW，全年发电量占用电总量的 30%以上。

**表 5：近年来公司主要原材料采购情况（万吨、元/吨）**

| 产品 | 2022 | | 2023 | | 2024 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 采购量 | 采购均价 | 采购量 | 采购均价 | 采购量 | 采购均价 |
| 石灰石 | 487.45 | 68.87 | 227.96 | 60.86 | 205.71 | 45.95 |
| 石膏 | 247.23 | 59.76 | 271.01 | 55.94 | 212.28 | 50.82 |
| 煤炭 | 526.90 | 1,213.27 | 533.10 | 940.06 | 489.10 | 766.71 |

注：石灰石以自供为主，采购量主要为内部采购量。
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，公司水泥和熟料板块的经营业绩仍受到行业需求弱化的不利影响，但得益于海外市场拓展以及骨料和混凝土业务对公司收入和利润提供有益补充，整体经营获现和盈利表现仍优于同行业。期间，公司较大的投资支出推动债务规模进一步上升，但偿债压力可控，未来债务管控情况仍值得关注。**

### *盈利能力*

2024 年，受市场景气度下行以及行业需求弱化影响，公司水泥和熟料销售收入同比有所下滑，但得益于海外市场以及非水泥业务贡献的收入增量，公司营业总收入同比小幅增长。期间，水泥业务毛利率受国内市场产品价格下跌、折摊和人力成本上升等影响有所下滑，熟料业务毛利率受益于原燃材料成本下降有所上升，混凝土业务毛利率因销售价格下跌而同比降低，虽骨料业务毛利率受益于规模化效应而略有上升，但公司营业毛利率仍因前两大收入贡献板块的毛利率下滑而下降。期间费用微幅下降，以上因素综合影响下，公司当期经营性业务利润同比减少 13.46%，利润

总额同比降幅相对较小，主要系政府征收补偿产生的资产处置收益[8]增加所致。2025 年一季度，公司营业总收入保持增长态势，并且随着国内水泥价格阶段性修复，营业毛利率有所提升，利润总额亦同比有所增长。

**表 6：近年来公司分板块收入及毛利率情况（亿元、%）**

| 项目 | 2022 | | 2023 | | 2024 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 水泥 | 188.30 | 25.94 | 183.32 | 26.76 | 180.30 | 23.75 |
| 熟料 | 17.58 | 10.30 | 9.47 | 10.90 | 7.60 | 14.25 |
| 骨料 | 30.65 | 55.27 | 53.64 | 45.88 | 56.42 | 47.92 |
| 商品混凝土 | 51.33 | 15.81 | 76.52 | 15.48 | 84.15 | 12.02 |
| 其他 | 16.85 | 24.73 | 14.62 | 24.71 | 13.69 | 24.88 |
| **营业总收入/营业毛利率** | **304.70** | **26.22** | **337.57** | **26.71** | **342.17** | **24.69** |

注：其他收入主要包括装备销售收入、垃圾处理费收入等；2024 年公司海外收入 79.84 亿元，同比增长 47%。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

***资产质量***

跟踪期内，公司资产仍以非流动资产为主，资产总额保持增长趋势。其中，2024 年公司保持良好的经营回款且收到部分资产处置款使得当期末货币资金较年初有所增加，混凝土业务发展及账期拉长导致应收账款规模快速上升，其他应收款增长主要系应收资产处置款增加所致，非流动资产规模同比变动不大；2025 年 3 月末，公司混凝土业务发展进一步推升应收账款余额，账期拉长对其资金占用情况值得关注；同期末，公司资产收购导致采矿权等无形资产规模上升，进而推动总资产规模持续提升。

公司负债以有息债务为主，债务期限结构较为合理。跟踪期内，公司对供应商结算及时，使得各期末应付账款持续减少，但矿产资源收购款的陆续支付带来的资金需求及投资需求等带动有息债务规模持续上升。公司所有者权益主要由未分配利润和少数股东权益等构成，跟踪期内，得益于利润积累以及合并范围扩大，公司所有者权益保持增长。整体来看，公司财务杠杆仍保持行业较低水平，但随着收购推进，公司有息负债规模或将上升，未来财务杠杆管控情况有待关注。

***现金流及偿债情况***

公司经营获现能力很强，2024 年保持了较大规模的经营活动现金净流入，并且当期完成对外收购的减少使得投资活动现金缺口大幅收窄，因此公司降低外部融资力度，使得当期筹资活动现金净流出有所增加。2025 年一季度，受季节性因素影响，公司经营活动净现金流规模相对较小，完成对巴西资产的主要收购对价支付导致当期投资活动现金净流出同比有所增加，为补充资本支出缺口和流动性，公司筹资活动现金净流入同比大幅增加。

偿债指标方面，2024 年，受债务规模上升、利润总额和经营活动净现金流小幅减少等因素影响，公司主要偿债指标表现略有弱化，但整体偿债能力仍保持在很强水平。

[8] 2024 年 12 月，为配合昆明市政府征迁，公司全资子公司云南华新东骏水泥有限公司（以下简称“东骏水泥”）及云南国资水泥昆明有限公司（以下简称“国资昆明”）以 8.5 亿元的征收补偿价格，将其名下之土地使用权及上建（构）筑物等非流动资产转让给云南省昆明市官渡区人民政府长水街道办事处。截至本报告出具日，该项征收补偿款按进度回收中，待回收金额为 4.25 亿元。

截至 2024 年末，公司合并口径共获得银行授信额度 371.87 亿元，其中尚未使用额度为 219.20 亿元，备用流动性较为充足。资金管理方面，公司编制公司年度资金预算、年度融资方案等，对子公司实施资金预算管理，并对闲置资金实施归集、统一调配；其中，公司于香港和海南设立海外投资平台，对海外工厂闲置资金实施归集，并统一负责海外投资事项。公司作为上市公司，独立实施资金管理，各股东不干预公司资金管理及使用。

**表 7：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）**

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025.3/2025.1~3 |
|---|---|---|---|---|
| 期间费用合计 | 34.91 | 43.38 | 43.05 | 11.80 |
| 期间费用率（%） | 11.46 | 12.85 | 12.58 | 16.47 |
| 经营性业务利润 | 41.29 | 41.08 | 35.55 | 5.41 |
| 资产处置收益 | -0.07 | 4.27 | 7.50 | 0.00 |
| 利润总额 | 39.88 | 43.26 | 41.12 | 5.00 |
| EBITDA | 70.83 | 84.43 | 81.81 | -- |
| 总资产收益率（%） | 7.60 | 6.99 | 6.19 | -- |
| 货币资金 | 70.38 | 58.49 | 68.09 | 63.04 |
| 应收账款 | 13.83 | 22.59 | 29.70 | 37.53 |
| 其他应收款 | 4.78 | 7.47 | 12.38 | 10.47 |
| 固定资产 | 227.21 | 280.95 | 284.08 | 278.68 |
| 在建工程 | 65.75 | 36.15 | 35.31 | 41.33 |
| 无形资产 | 151.83 | 150.19 | 150.80 | 159.45 |
| **资产总计** | **642.42** | **687.48** | **695.13** | **710.69** |
| 应付账款 | 83.66 | 78.27 | 77.44 | 71.37 |
| **负债合计** | **334.03** | **354.33** | **346.15** | **361.53** |
| **总债务** | **161.34** | **194.52** | **201.90** | **215.75** |
| 短期债务/总债务（%） | 22.72 | 28.36 | 34.75 | 33.47 |
| 未分配利润 | 230.10 | 247.03 | 260.18 | 262.52 |
| 少数股东权益 | 33.92 | 43.82 | 46.06 | 44.32 |
| **所有者权益合计** | **308.38** | **333.15** | **348.98** | **349.16** |
| 资产负债率（%） | 52.00 | 51.54 | 49.80 | 50.87 |
| **总资本化比率**（%） | **34.35** | **36.86** | **36.65** | **38.19** |
| 经营活动净现金流 | 45.68 | 62.36 | 59.77 | -1.06 |
| 投资活动净现金流 | -83.83 | -64.54 | -36.72 | -18.52 |
| 筹资活动净现金流 | 17.72 | -9.52 | -14.72 | 12.20 |
| 总债务/EBITDA（X） | 2.28 | 2.30 | 2.47 | -- |
| EBITDA 利息覆盖倍数（X） | 14.88 | 11.46 | 10.11 | -- |
| FFO/总债务（%） | 35.68 | 34.68 | 31.24 | -- |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### *或有事项*

截至 2024 年末，公司受限资产的账面价值共计 6.01 亿元，占总资产的比例很低，主要为票据及信用证保证金、矿山复垦及采矿权竞拍保证金等受限货币资金。

截至 2024 年末，公司无对外担保。同期末公司作为被告的未决诉讼/仲裁案件 1 起，涉案金额 7,706.96 万美元，该案件于 2024 年 3 月在 ICC 开庭，待裁决，中诚信国际将对该案件的后续进展情况保持关注。

**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，2022 年~2025 年 3 月末，公司本部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，截至本评级报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

# 假设与预测[9]

## 假设

——2025 年，国内市场需求持续萎缩，但受益于海外市场拓展，公司水泥及熟料销量同比微幅下降，骨料及商品混凝土销量随业务扩张保持增长，进而带动营业总收入同比上升。

——2025 年，预计公司保持良好的经营获现能力。

——2025 年，公司保持一定的投资强度，债务融资有所增加，综合融资成本进一步下降。

## 预测

表 8：预测情况表

| 重要指标 | 2023 年实际 | 2024 年实际 | 2025 年预测 |
|---|---|---|---|
| 总资本化比率（%） | 36.86 | 36.65 | 36.65~39.48 |
| 总债务/EBITDA（X） | 2.30 | 2.47 | 2.30~2.45 |

资料来源：中诚信国际预测

# 调整项

**ESG**[10]表现方面，公司注重安全生产与环保投入，并积极履行作为社会责任，为其平稳运营奠定基础；跟踪期内，公司下属单位因环境问题受到行政处罚 3 次，未对公司产生重大影响；公司治理结构和内控制度较为规范；目前公司 ESG 综合表现水平较高，其对持续经营和信用风险负面影响较小，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面，**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较为充足，公司资金流出主要用于债务的还本付息及项目投资建设支出等。公司作为上市公司拥有直接融资渠道，财务弹性较好，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。

# 跟踪债券信用分析

“25 华新 K1”募集资金 11 亿元，其中 7.70 亿元募集资金用于“一带一路”沿线目标公司投资，剩余用于补充流动资金。截至本报告出具日，均已按用途使用完毕。

“25 华新 K1”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。跟踪期内，公司保持相对稳健的经营策略，业务竞争优势进一步提升；资产和权益规模保持增长，虽然盈利和获现水平小幅下滑，但明显优于同行业企业表现。此外，公司流动性良好、再融资渠道畅通，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。本期债券将于 2030 年 1 月到期且未设定特殊债券条款，目前跟踪债券信用风险很低。

# 评级结论

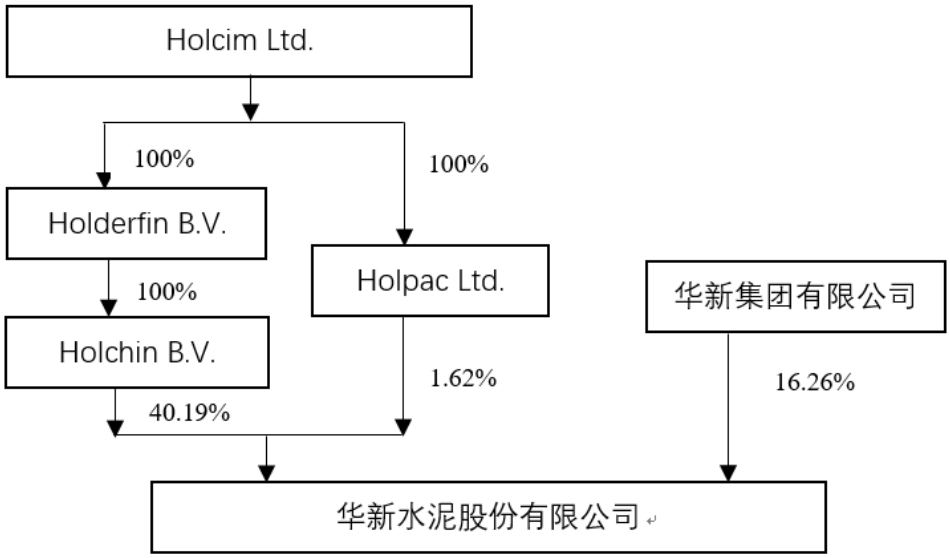
综上所述，中诚信国际维持华新水泥股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维

[9] 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对发行主体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主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，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主体的未来实际经营情况可能存在差异。

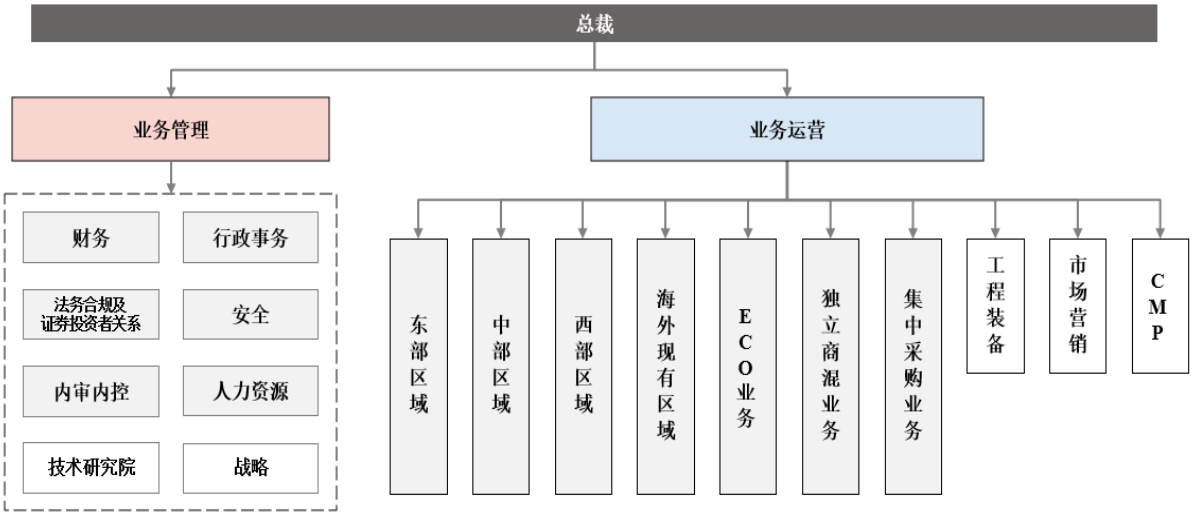
[10] 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

持“25 华新 K1”的信用等级为 **AAA**。

# 附一：华新水泥股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年末）




| 主要子公司 | 截至 2024 年末（亿元） | | | 2024 年（亿元） | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 持股比例 | 总资产 | 净资产 | 营业收入 | 净利润 |
| 华新水泥（武穴）有限公司 | 100% | 33.66 | 18.21 | 25.00 | 6.55 |
| 华新水泥吉扎克有限责任公司 | 100% | 6.14 | 5.74 | 4.62 | 0.63 |
| 华新绿色建材(武穴)有限公司 | 59% | 16.74 | 10.63 | 16.73 | 4.48 |




资料来源：公司提供

# 附二：华新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：万元） | 2022 | 2023 | 2024 | 2025.3/2025.1~3 |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 703,834.18 | 584,946.54 | 680,900.26 | 630,364.45 |
| 应收账款 | 138,263.12 | 225,949.62 | 296,979.99 | 375,296.85 |
| 其他应收款 | 47,795.69 | 74,726.84 | 123,750.25 | 104,724.40 |
| 存货 | 340,512.20 | 346,293.82 | 305,776.95 | 309,690.39 |
| 长期投资 | 148,430.42 | 151,180.52 | 155,742.03 | 155,215.79 |
| 固定资产 | 2,272,080.50 | 2,809,548.64 | 2,840,845.19 | 2,786,786.82 |
| 在建工程 | 657,546.56 | 361,481.44 | 353,075.23 | 413,331.42 |
| 无形资产 | 1,518,275.15 | 1,501,869.61 | 1,508,002.05 | 1,594,525.67 |
| 资产总计 | 6,424,167.63 | 6,874,786.57 | 6,951,268.92 | 7,106,887.09 |
| 其他应付款 | 91,509.60 | 104,630.93 | 101,148.74 | 105,307.75 |
| 短期债务 | 366,557.35 | 551,618.21 | 701,704.48 | 722,211.59 |
| 长期债务 | 1,246,828.14 | 1,393,622.64 | 1,317,314.68 | 1,435,287.66 |
| 总债务 | 1,613,385.50 | 1,945,240.85 | 2,019,019.16 | 2,157,499.25 |
| 净债务 | 951,783.32 | 1,408,229.25 | 1,397,115.13 | 1,527,134.80 |
| 负债合计 | 3,340,349.58 | 3,543,255.28 | 3,461,488.47 | 3,615,279.80 |
| 所有者权益合计 | 3,083,818.05 | 3,331,531.29 | 3,489,780.44 | 3,491,607.29 |
| 利息支出 | 47,611.86 | 73,654.51 | 80,887.01 | -- |
| 营业总收入 | 3,047,038.24 | 3,375,708.73 | 3,421,734.77 | 716,164.23 |
| 经营性业务利润 | 412,899.50 | 410,799.91 | 355,500.28 | 54,084.14 |
| 投资收益 | 1,714.09 | 5,928.72 | 7,987.54 | -565.52 |
| 净利润 | 302,355.49 | 321,809.81 | 295,346.91 | 34,490.65 |
| EBIT | 443,628.70 | 464,703.99 | 427,634.78 | -- |
| EBITDA | 708,290.96 | 844,329.64 | 818,130.15 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 456,769.42 | 623,555.51 | 597,731.72 | -10,615.76 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -838,333.68 | -645,390.47 | -367,202.66 | -185,175.42 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 177,183.52 | -95,174.79 | -147,226.10 | 122,029.62 |
| **财务指标** | **2022** | **2023** | **2024** | **2025.3/2025.1~3** |
| 营业毛利率（%） | 26.22 | 26.71 | 24.69 | 26.11 |
| 期间费用率（%） | 11.46 | 12.85 | 12.58 | 16.47 |
| EBIT 利润率（%） | 14.56 | 13.77 | 12.50 | -- |
| 总资产收益率（%） | 7.60 | 6.99 | 6.19 | -- |
| 流动比率（X） | 0.87 | 0.80 | 0.87 | 0.89 |
| 速动比率（X） | 0.66 | 0.62 | 0.70 | 0.72 |
| 存货周转率（X） | 6.47 | 7.20 | 7.90 | 6.88* |
| 应收账款周转率（X） | 26.05 | 18.54 | 13.09 | 8.52* |
| 资产负债率（%） | 52.00 | 51.54 | 49.80 | 50.87 |
| 总资本化比率（%） | 34.35 | 36.86 | 36.65 | 38.19 |
| 短期债务/总债务（%） | 22.72 | 28.36 | 34.75 | 33.47 |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X） | 0.26 | 0.28 | 0.26 | -- |
| 经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X） | 1.12 | 1.00 | 0.75 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X） | 9.59 | 8.47 | 7.39 | -- |
| 总债务/EBITDA（X） | 2.28 | 2.30 | 2.47 | -- |
| EBITDA/短期债务（X） | 1.93 | 1.53 | 1.17 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 14.88 | 11.46 | 10.11 | -- |
| EBIT 利息保障倍数（X） | 9.32 | 6.31 | 5.29 | -- |
| FFO/总债务（%） | 35.68 | 34.68 | 31.24 | -- |

# 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 |
| | 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 |
| 经营效率 | 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 |
| | EBIT 利润率 | EBIT/营业收入 |
| 现金流 | 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