

际华集团股份有限公司 2018 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：向 岚 lxiang@ccxi.com.cn

项目组成员：杨笑天 xtyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 24 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 and 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，有效期为受评债券的存续期。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 1545 号

际华集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。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 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“18 际华 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持际华集团股份有限公司（以下简称“际华集团”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 际华 01”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际认为跟踪期内公司保持突出的行业地位和显著的规模优势、资本结构保持稳健、获现能力有所提升以及融资渠道保持畅通。同时，中诚信国际关注到部分产品订单减少，收入规模下降、盈利主要由非经常性损益构成以及面临一定的资本支出压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

际华集团（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	313.95	317.10	311.97	311.94
所有者权益合计（亿元）	190.15	181.17	180.88	181.03
总负债（亿元）	123.79	135.93	131.10	130.91
总债务（亿元）	54.54	64.15	61.18	61.35
营业总收入（亿元）	254.40	226.77	211.54	25.99
净利润（亿元）	7.57	-0.78	0.55	0.21
EBIT（亿元）	12.86	3.85	4.18	--
EBITDA（亿元）	17.27	8.53	8.63	--
经营活动净现金流（亿元）	-26.64	5.11	18.86	-3.31
营业毛利率(%)	7.75	8.81	8.81	17.29
总资产收益率(%)	4.41	1.22	1.33	--
资产负债率(%)	39.43	42.87	42.02	41.97
总资本化比率(%)	22.29	26.15	25.27	25.31
总债务/EBITDA(X)	3.16	7.53	7.09	--
EBITDA 利息倍数(X)	7.39	2.58	3.07	--

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

正面

- **保持突出的行业地位和显著的规模优势。**2019 年公司维持其中国军队和武警部队军需品采购核心供应商的地位，在军需品市场中占有 60% 的市场份额。
- **资本结构保持稳健。**截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 41.97% 和 25.31%，仍处于较低水平，且公司保持以长期为主的债务期限结构。

同行业比较

2019 年纺织服装行业部分企业主要指标对比表							
公司名称	产量	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现 金流(亿元)
上海纺织	针织面料 6,304 吨；针织成衣 3,720 万件	482.07	67.83	50.85	754.53	0.79	5.73
际华集团	服装 4,845 万件；棉布 9,172 万米；棉纱 20,184 吨；皮鞋 985 万双；胶鞋 7,184 万双	311.97	42.02	25.27	211.54	0.55	18.86

注：“上海纺织”为“上海纺织（集团）有限公司”简称；由于缺乏数据，上海纺织产量数据为 2018 年数据。

资料来源：公开信息，中诚信国际整理

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	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
18 际华 01	AAA	AAA	10.00	10.00	2018/7/20~2023/7/20（3+2）

- **获现能力有所提升。**受益于减少土地购置且积极开展“两金”专项压降工作，2019 年公司获现能力有所增强，对债务本息的偿还保障能力亦有所提高。

- **融资渠道保持畅通。**截至 2020 年 3 月末，公司共获得各家银行授信额度合计人民币 61.55 亿元，未使用额度 54.14 亿元。此外，公司作为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

关注

- **部分产品订单减少，收入规模下降。**2019 年受军需品去库存、军品市场化招标常态化、市场竞争愈发激烈等因素影响，公司部分产品订单承揽数量减少，收入规模有所下降。
- **盈利由非经常性损益构成。**受市场竞争激烈、期间费用增长等因素影响，2019 年公司经营业务利润仍较为有限，非经常性损益为公司盈利的主要来源。
- **面临一定的资本支出压力。**2020 年公司将继续推进际华园项目和存量土地开发项目建设，面临一定的资本支出压力。

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。

- **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。

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。

募集资金使用情况

表 1：公司募集资金使用情况

债项简称	募集资金（亿元）	已使用资金（亿元）	募集用途	募集用途是否变更
18 际华 01	10	10	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

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%，较去年底大幅回落 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。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，我国纺织服装行业仍处于去产能、去库存的调整转型期，加之需求疲软等因素影响，行业内企业经营压力有所加大；此外，新冠肺炎疫情短期内对行业冲击较大

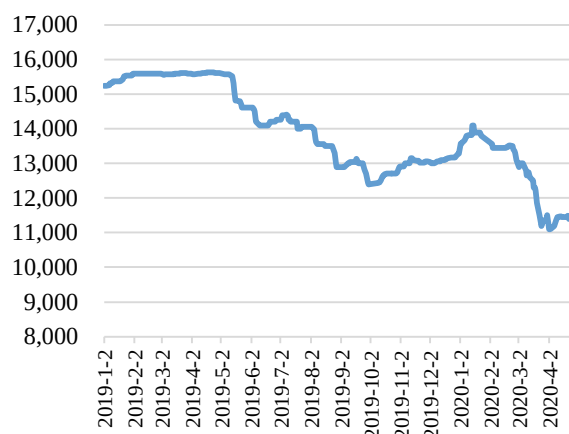
纺织服装行业是典型的竞争性与劳动密集型产业，是我国传统优势产业之一，在国民经济中处于重要地位。近年来随着国内外市场需求放缓、贸易环境更趋复杂及综合成本持续提升，我国纺织服装行业运营压力进一步加大，转型升级日趋紧迫。

从生产端来看，近年来我国纺织服装业处于去产能、去库存、产业升级的调整转型期，行业新增投资有所减少，同时主要产品产量持续下滑。《2019 年纺织行业经济运行报告》数据显示，2019 年纺织业和化纤业投资额同比分别减少 8.9% 和 14.1%，服装业全年投资额实现 1.8% 的增长。《2019 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2019 年我国布、纱产量分别为 575.6 亿米和 2,892.1 万吨，同比分别下降 17.6% 和 6.1%，延续上年的负增长态势；同期，据中国服装协会统计，我国服装行业规模以上企业累计完成服装产量为 244.72 亿件，同比下降 3.28%。此外，**中诚信国际关注到**，受人力成本上升及环保趋严等因素影响，近年来，纺织服装产业开

始向东南亚等劳动力成本更低、税收优惠较多的地区转移。

从制造成本来看，纺织服装行业制造成本主要由原材料和劳动力成本构成，其中原材料约占 70%。2019 年棉市在供应持续宽松的情况下，价格涨跌主要受政策和宏观环境影响。2019 年 5 月以来，受中美经贸摩擦反复影响，棉花价格大幅下跌，9 月 30 日，新疆棉花现货价格创年内最低 12,400 元/吨，较年初降低 2,840 元，之后受国储棉轮入和中美贸易磋商进展积极的影响，价格平稳回升。2019 年新疆棉花全年平均现货价格为 14,225 元/吨，同比下降 9.6%。2020 年受新冠肺炎疫情爆发影响，下游需求大幅萎缩，棉花价格大幅下降，截至 2020 年 3 月 31 日，新疆棉花现货价格为 11,500 元/吨，较年初降低 2,070 元/吨。

图 1：2019 年以来新疆棉花现货价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯，中诚信国际整理

需求方面，2019 年，我国纺织品服装内销市场增长速度有所放缓。国家统计局数据显示，2019 年我国限额以上服装鞋帽、针纺织品类商品零售额为 13,517 亿元，同比增长 2.9%，增速较 2018 年放缓 5.1 个百分点；全国线上穿着类商品零售额同比增长 15.4%，增速较上年放缓 6.6 个百分点。外需方面，近年来，受成本上升、竞争加剧、外需减弱及贸易环境风险上升影响，纺织服装行业出口形势较为严峻，根据中国海关数据，2019 年我国纺织品服装累计出口金额为 2,807 亿美元，同比减少 1.5%。

根据《2019 年纺织行业经济运行报告》统计，

2019 年，我国规模以上纺织企业合计 3.5 万户，实现营业收入 49,436.4 亿元，同比减少 1.5%；实现利润总额 2,251.4 亿元，同比减少 11.6%。2019 年，我国纺织行业产成品周转率为 14.9 次/年，总资产周转率为 1.2 次/年，均较上年小幅放缓；期间费用率为 6.9%，略高于上年 0.1 个百分点，企业运营压力有所增大。

中诚信国际关注到，2020 年以来，新冠肺炎疫情爆发进一步加大了行业经营压力。疫情防控期间，区域封闭管理、交通管制、复工延迟均抑制了行业的正常生产及供应；各大商场、购物中心以及街店等客流大幅减少抑制了线下消费，叠加消费者消费意愿下降，行业订单大幅减少。此外，生产企业还面临着较大的人工及租金等固定支出压力。2020 年 3 月以来，随着国内疫情防控取得明显成效，生产企业陆续复产复工，线下渠道销售日渐恢复。但由于新冠疫情在全球大规模爆发，海外需求严重下滑，同时供应链的稳定也受到严重影响，短期内，纺织服装行业仍面临着较大压力。

2019 年受持续推进低端产品产能压减及下游订单

表 2：公司主要产品产能及产能利用情况（%）

	2017		2018		2019	
	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/年）	5,000	100.00	5,603	98.23	4,253	74.54
各类服饰（万件/年）	6,000	82.45	2,813	69.90	2,047	74.81
帽子及手套（万件/年）	1,200	100.00	933	60.80	1,172	71.32
职业鞋靴						
职业鞋靴（万双/年）	9,000	80.07	7,521	86.98	7,437	89.26
橡胶件（吨/年）	3,400	88.24	4,228	79.38	4,000	90.05
橡胶大底（万双/年）	900	60.00	353	79.98	300	92.00
橡胶（万吨/年）	4.15	65.06	4.00	85.50	5.00	38.60
皮革皮鞋						
皮鞋（万双/年）	1,200	94.03	1,485	96.93	1,277	81.83
纺织印染						
纱线（吨/年）	20,000	98.24	17,843	62.62	24,456	84.44
坯布（万米/年）	10,000	91.81	5,739	95.41	9,187	96.24
印染色布（万米/年）	9,000	80.32	7,425	82.00	7,278	48.41
针织面料（吨/年）	12,000	74.97	10,000	84.81	9,288	85.38
家纺制品（万件/年）	1,200	100.00	818.52	37.18	681	89.51
防护装具						

变动影响，公司部分产品产能利用水平有所下滑

目前，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，在行业内生产制造和规模优势突出。截至 2019 年末，公司共拥有 150 余条职业装生产线、43 条职业鞋靴生产线和 24 条皮鞋生产线；下属生产企业遍布在全国 23 个省、自治区和直辖市，能及时有效地覆盖市场需求，规模优势显著。此外，新冠肺炎疫情期间，公司积极组织下属企业紧急转产医用防护服，医用防护服日产能持续升高，2020 年 2 月 28 日公司日产医用防护服 15.28 万件，占全国医用防护服产能超过 40%，截至 2020 年 4 月 28 日，公司累计产出各类防护服约 450 万件。

2019 年公司持续推进低端产品产能压减工作，职业装板块中各类服饰、职业鞋靴及橡胶大底产能下降幅度较大。同时，公司积极推动装备升级和智能化生产线改造工作，以达到提质增效目标。中诚信国际关注到，由于订单承接量下降以及订单结构发生改变，公司部分产品的产能利用水平有所下滑。

防护制品（万件/年）	1,000	66.44	1,419	86.49	358	64.09
帐篷（万顶/年）	10	6.06	16.10	45.62	1.40	77.79
携行具（万件）	100	77.69	385	32.34	360	87.11
环保滤材（万米/年）	150	48.26	150	85.76	183	64.06
高碳铬铁合金（万吨/年）	10	34.32	10	34.60	10	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司保持突出的行业地位；但军品市场订单减少、市场竞争加剧以及新冠肺炎疫情爆发均对公司销售产生了不利影响

2019 年由于军队实行采购改革，大力消化库

存，军品订单承揽量减少导致公司服装和皮鞋等产品产销量同比有所下降；公司棉纱销量同比降幅较大，主要系当年棉纱价格下降，公司加大棉纱自用比例所致；公司棉布产销量同比增长，主要系产品结构调整所致。

表 3：近年来公司主要产品产销量变动情况

主要产品	单位	2017		2018		2019	
		产量	销量	产量	销量	产量	销量
服装	万件套	5,072.88	5,272.22	5,226.52	5,306.34	4,845.10	4,827.30
棉布	万米	11,124.19	10,543.06	7,337.75	7,650.16	9,172.10	8,954.88
棉纱	吨	19,102.24	18,549.76	26,238.02	26,170.93	20,184.04	18,425.06
皮鞋	万双	1,234.00	1,150.44	1,030.17	1,049.28	986.17	1,010.80
胶鞋	万双	7,002.72	7,421.25	6,674.04	6,521.13	7,183.61	6,587.64

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

目前，按产品大类来看，公司产品分为军品和民品两大类。军品市场方面，跟踪期内，公司维持其中国军队、武警部队军需品采购核心供应商的地位，公司占据军需品（包括服装、鞋、帽及配饰等）市场 60%左右的份额。2019 年受军队改革、军品消化库存影响，公司军品订单承揽量下降，使得公司军需品收入同比降幅较大。毛利率方面，2019 年公司军品毛利率小幅下降，主要系军品市场化招标方式常态化，中标价格整体下降所致。此外，目前军品结算周期较长，回款速度较慢，对公司资金运转造成一定压力。

民品市场方面，目前公司在消防、公安、司法、检察院、法院、工商、税务、铁路、交通等国家统一着装部门制服市场占据 10%左右的份额，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。2019 年受公司产品结构调整、压降低毛利率产品订单承接量影响，公司民品收入同比小幅下降；受市场竞争愈发激烈，产品销售价格下

降影响，当年公司民品毛利率有所下滑。

表 4：近年来公司军需品和民品产品收入及毛利率情况

（亿元、%）

项目	2017		2018		2019	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
军需品	45.44	19.09	45.30	15.89	33.12	15.72
民品	98.75	8.84	89.69	11.15	86.79	9.31

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售区域方面，目前公司产品大部分销往国内，少部分销往国外。中诚信国际关注到，2020 年因新冠肺炎疫情影响海外需求下降，公司出口业务承压。

跟踪期内，公司继续压降贸易规模，有利于降低贸易业务风险

跟踪期内，公司继续贯彻聚焦主业的战略规划，主动压缩贸易规模，并集中开展橡胶和化工（乙二醇等）等与主业相关品种的贸易业务，减少其他

贸易品种业务量。国际贸易方面，公司具有军需品出口资质，国际贸易品种以军需品为主。2019 年公司外贸出口订单和出口国数量实现稳步增长。

未来，公司将继续压缩贸易规模。**中诚信国际认为**，主动压降贸易规模有助于进一步降低公司贸易业务风险。

表 5：近年来公司贸易业务经营情况（亿元）

贸易品种	2017	2018	2019
服装	3.14	2.79	5.51
布料	0.57	0.17	1.33
皮革	1.63	1.26	0.98
橡胶	1.29	15.35	20.66
乙二醇	6.49	56.80	48.47
其他	99.14	18.52	4.26
合计	112.26	94.89	81.21

注：其他品种主要包括电解铜、棉花鞋材、聚氯乙烯树脂、棉制品、锌锭、煤炭、通讯设备等产品。目前，公司已不再开展上述产品的贸易业务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司橡胶采购渠道主要包括国内的贸易平台以及马来西亚等国家，乙二醇的采购渠道为各市场渠道，较为分散。下游客户中贸易商占比高，客户稳定性不高。公司贸易合同主要为闭口合同，风险相对可控。

中诚信国际注意到，2019 年公司贸易业务运营

主体新兴际华国际贸易有限公司（以下简称“国贸公司”）与张家港保税区长江国际港务有限公司（以下简称“长江国际港务”）发生货权纠纷¹。国贸公司已对长江国际港务提起诉讼，目前该案正在审理中。

跟踪期内，际华园项目仍处于培育期，对公司收入贡献少且盈利欠佳；际华园项目未来投资规模较大，加之公司仍有一定的存量土地开发项目，公司面临一定的投资压力

目前，公司已经布局重庆、长春、西安、扬中、咸宁和清远 6 个际华园项目。截至 2020 年 3 月末，除重庆项目的室内运动休闲中心场馆和室内滑雪馆已投入运行外，其他项目正处于规划建设阶段，其中长春际华园项目一期运动中心预计在 2020 年底投入运营。2019 年，际华园项目共实现营业收入 0.40 亿元，收入贡献少且仍处于亏损状态。2020 年以来，受新冠肺炎疫情疫情影响，际华园项目运营和开发工作均处于停滞状态。

中诚信国际关注到，际华园项目尚未建设完成，未来拟投资金额较大，中诚信国际将对际华园项目未来的投资进展保持关注。

表 6：截至 2020 年 3 月末公司际华园项目建设情况

际华园	项目简介	总投资（亿元）	截至 2020 年 3 月末已投资（亿元）	截至 2020 年 3 月末项目进度	2020 年计划投资内容	整体开业或计划开业时间
重庆际华园一期一阶段	征地 943 亩，建设购物中心、运动中心等休闲娱乐旅游目的地	13.51	13.35	购物中心一期已建成，运动中心已建成，球型餐厅已建成。运动中心投入运营。	无	运动中心正在营业
重庆际华园一期二阶段	购物中心一期二阶段、运动中心一期二阶段等	5.10	1.44	运动中心一期二阶段室内滑雪场）已建成并投入运营，滑雪馆酒店完成装修工程。	无	室内滑雪馆正在营业，滑雪馆快捷酒店 2020 年上半年投入运营
扬中际华园一期	征地 780 亩，建设奥特莱斯、美食街、探险中心等	11.18	9.15	完成土地平整，局部道路及绿化，美	进行商业局部建设	--

¹国贸公司从事乙二醇贸易，与长江国际港务公司就乙二醇保管及港口作业合作。2019 年 9 月初，国贸公司按惯例正常要求长江国际港务公司提供货权转移入库凭证及要求提货时，长江国际港务公司拒不同意国贸公司的提货要求。本次经济合同纠纷涉及乙二醇货物数量累计为 110,608 吨，价值金额为人民币 4.81 亿元。

	为一体的休闲旅游度假中心			食街桩基础。		
西安际华园一期	征地 483 亩，建设购物中心、运动中心等休闲娱乐旅游目的地	10.15	4.76	完成土地平整、文物勘探、遗址公园建设，正在进行滑雪馆基础施工	进行商业局部建设，进行滑雪馆主体建设	--
咸宁际华园一期	征地 606 亩，建设室内体育中心、配套商业设施及配套住宅	10.51	4.55	完成场平清表，正在进行滑雪馆主体建设。	完成滑雪馆主体建设，进行设备购买。	--
清远际华园一期	征地 529 亩，建设购物中心、运动中心等休闲娱乐旅游目的地	10.53	3.16	完成场地平整，局部道路及绿化，正在进行三栋商业单体施工。	进行商业局部建设	--
长春际华园一期一阶段	征地 401 亩，建设购物中心、运动中心等休闲娱乐旅游目的地	15.86	9.54	购物中心一期一阶段主体结构完成，运动中心一期一阶段主体结构完成	完成运动中心一期一阶段	2020 年底
长春际华园一期二阶段	括购物中心一期二阶段、运动中心一期二阶段及酒店等	4.93	4.53	运动设备已完成采购，正在进行安装调试。	完成运动设备安装调试达到运营状态	--
合计		81.77	50.48			-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

目前除际华园项目外，公司其余在建项目主要为存量土地的综合开发项目，包括 3537 公司搬迁项目、际华高分子材料高科产业园一期项目和 3542

公司搬迁建设功能性面料、家纺制品项目等，跟踪期内，公司保持着一定的投资规模。

表 7：截至 2019 年末公司在建存量土地开发项目情况（万元）

项目名称	开工时间	预计竣工时间	计划投资额	2019 年末账面余额	2020 年预计投资额
3537 公司搬迁项目	2019/1	2020/12	12,100.00	1,948.00	10,152.00
际华高分子材料高科产业园一期项目	2015/12	2020/12	33,202.12	26,742.23	6,459.89
3542 公司搬迁建设功能性面料、家纺制品项目	2020/1	2021/6	38,800.00	10,000.00	12,142.00
合计	-	-	84,102.12	38,690.23	28,753.89

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，际华园项目未来投资规模较大，公司存量土地建设项目保持着一定的投资规模，公司面临一定的投资压力。

跟踪期内公司剥离部分非主业资产和股权，公司未来盈利能力有望得到一定改善

为进一步聚焦主业，优化业务和资产结构，充分利用存量土地资源，2019 年公司积极推动部分项目的转让和处置。公司于年内完成了邢台财富中心地产开发项目的挂牌转让、岳阳际华置业土地使用权的政府收储转让、亏损企业 3523 公司股权和债权的转让及非主营医药业务的转让剥离。中诚信国

际认为，随着非主业资产和股权的剥离，公司盈利能力有望得到一定改善。

表 8：2019 年公司资产剥离及处置情况（亿元）

项目名称	时间	转让价格
邢台财富中心地产开发项目	2019/7/15	3.52
岳阳际华置业土地使用权的政府收储	2019/6/7	15.61
3523 公司	2019/12/6	3.26
天津华津制药有限公司	2019/12/6	11.91

注：新兴际华集团以其持有的新兴际华投资有限公司 17.53% 股权作为交易对价支付 3523 公司和天津华津制药有限公司的剥离价款。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2018 年审计报告、经大华会计师事务所（特殊普通合伙）² 出具标准无保留意见的 2019 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表，各期财务数据均为财务报告期末数。中诚信国际分析时将“长期应付款”中的融资租赁款计入长期债务。

跟踪期内，公司收入及毛利率水平均有所下降，公司利润主要来自非经常性损益

2019 年，受军品订单量下降、公司主动压降低毛利订单量、贸易规模收缩等因素影响，公司主营业务收入同比有所下降；受产品结构调整及军品价格下降影响，公司毛利率同比有所下降。其中，由于军队和武警订单减少及劳动力成本上升，公司职业装和防护装具板块毛利率有所降低；受益于成本控制加强和产品结构变化，纺织印染和职业鞋靴毛利率整体有所提高。此外，贸易业务毛利率虽然同比上升但仍处于较低水平。

表 9：近年来公司主要板块毛利率构成(亿元、%)

项目	2017		2018		2019	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
职业装	37.09	13.01	38.57	13.16	34.43	10.76
纺织印染	27.15	9.67	25.01	9.78	20.78	10.73
皮革皮鞋	22.25	15.47	19.84	17.60	18.75	17.37
职业鞋靴	36.50	8.05	30.01	6.93	26.16	8.85
防护装具	21.20	16.84	21.56	19.02	19.79	9.02
贸易及其他	115.18	0.98	96.59	1.72	84.19	2.25
减：内部抵销数	8.32	--	7.91	--	9.75	--
合计	251.05	7.38	223.07	8.49	194.35	7.89

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成。2019 年，公司销售费用同比有所增长，主要系公司为扩大出口业务，代理费、仓储费同比增加所致；受职工薪酬、折旧摊销金额和研发费用增加影响，公司管理费用同比小幅增长。此外，由于公司加大货币回笼力度，使得公司资金效益提升；加之债务规模有所下降，公司财务费用同比降幅较大。

中诚信国际认为，公司期间费用率偏高且呈增长态势，费用管控能力有待加强。

跟踪期内，公司主营业务盈利水平有所下降且期间费用保持增长，经营性业务利润继续下降。政府补助及处置子公司取得的投资收益等非经常性损益为公司利润的主要来源。受股权转让影响，2019 年公司投资收益大幅增长，使得当年公司利润水平较 2018 年有所增强。中诚信国际认为，公司非

经常性损益稳定性欠佳，且公司剥离亏损子公司导致资产减值损失较大。中诚信国际将对公司非经常性损益的稳定性保持关注。

表 10：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	5.29	5.06	5.47	0.86
管理费用	9.35	10.97	11.48	2.58
其中：研发费用	2.26	2.50	3.04	0.55
财务费用	1.42	2.08	1.22	0.23
期间费用合计	16.06	18.11	18.17	3.67
期间费用率	6.31	7.98	8.59	14.11
经营性业务利润	3.38	1.85	0.64	0.68
其中：其他收益	0.82	1.19	1.33	0.06
资产减值损失	2.56	1.72	7.12	0.04
投资收益	0.06	0.03	6.87	-0.01
营业外损益	9.53	0.32	0.41	-0.10
利润总额	10.52	0.83	1.66	0.31
EBITDA 利润率	6.79	3.76	4.08	--
总资产收益率	4.41	1.22	1.33	--

² 公司原审计机构立信会计师事务所（特殊普通合伙）已连续多年为公司提供审计服务，为继续保持公司审计工作的独立性、客观性和公允性，公司聘任大华会计师事务所（特殊普通合伙）为公司 2019 年度财务审计机构和内控审计机构。

注：管理费用含研发费用；其他收益主要为与本公司日常活动相关的政府补助；资产减值损失含信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司资产规模较为稳定，债务规模下降带动财务杠杆小幅下降，公司财务杠杆保持较低水平

跟踪期内，公司资产规模整体较为稳定。2019年，公司加大回款力度，期末货币资金余额同比增幅较大；公司积极开展“两金”专项压降工作，期末应收账款下降 14.54%。同时，由于公司完成了邢台财富中心地产开发项目的挂牌转让和岳阳际华置业土地使用权的政府收储转让，2019 年末存货余额下降幅度较大。2020 年 3 月末，公司存货余额同比增幅较大。2019 年公司其他应收款增长较快，主要系土地转让应收款和未决诉讼款增加所致；此外，中诚信国际关注到，公司 1 年以上其他应收款占比达 32.15%，且累计计提坏账准备 6.16 亿元，规模较大，中诚信国际将对相关款项的回收及坏账计提保持关注。

表 11：近年来公司资产构成情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	65.59	62.22	72.33	66.06
存货	48.68	51.99	37.21	46.29
应收账款	36.04	37.54	32.08	30.83
其他应收款	18.83	20.46	26.44	22.22
流动资产	182.46	183.82	181.10	180.60
固定资产	40.94	42.21	39.09	38.80
无形资产	45.49	43.86	43.61	41.18
在建工程	15.80	17.44	15.63	18.53
其他非流动资产	17.48	17.73	12.60	12.60
非流动资产	131.48	133.28	130.87	131.34
资产总额	313.95	317.10	311.97	311.94

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司总负债和总债务均有所下降。此外，随着 15 际华 01 临近到期，公司长短期债务比虽有所上升，但公司债务仍以长期债务为主。

所有者权益方面，跟踪期内，公司所有者权益规模小幅下降，主要系现金分红及部分子公司亏损³所致。

³ 2019 年公司现金分红为 1.32 亿元；2019 年末公司少数股东权益较 2018 年末有所下降，主要系公司下属子公司咸阳际华新三零印染有限公司及际华（香港）威斯塔科技有限公司处于持续亏损状态所致。

财务杠杆方面，2019 年，债务规模有所下降带动公司财务杠杆小幅下降。整体来看，公司财务杠杆仍处于较低水平。

表 12：近年来公司债务结构及财务杠杆情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	7.84	13.77	25.12	25.34
长期债务	46.70	50.38	36.06	36.01
长短期债务比	0.17	0.27	0.70	0.70
总债务	54.54	64.15	61.18	61.35
所有者权益合计	190.15	181.17	180.88	181.03
总资本化比率	22.29	26.15	25.27	25.31

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司获现能力大幅增强，经营活动净现金流对债务的偿付保障能力有所增强；EBITDA 对债务本息的覆盖能力略有好转

跟踪期内，由于减少土地购置且积极开展“两金”专项压降工作，公司经营获现能力大幅增强，其对债务本息的偿还保障能力亦有所增强。2019 年，公司投资活动净现金流同比大幅增长，主要系公司收回定期存款及利息逐年增长所致；筹资活动现金流流出规模加大，主要系公司偿还债务支付的现金增长所致。

受非经常性损益大幅增长影响，2019 年，公司利润水平较 2018 年略有好转，同时债务规模略有下降，EBITDA 偿债指标同比略有好转。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动产生现金净流量	-26.64	5.11	18.86	-3.31
投资活动产生现金净流量	-14.47	-0.28	23.42	-0.69
筹资活动产生现金净流量	37.97	-2.60	-8.64	0.79
经调整的经营净现金流/总债务（%）	-56.15	-6.78	25.83	--
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.49	0.08	0.31	-0.22*
EBITDA 利息保障倍数（X）	7.39	2.58	3.07	--
总债务/EBITDA（X）	3.16	7.53	7.09	--
经营活动净现金流/利息支出（X）	-11.41	1.55	6.71	--

注：“-”指标经年化，由于缺乏相关数据，2020 年一季度，公司部分财务指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司银企关系和谐，且作为上市公司，其直接融资渠道畅通；受限资产规模较小；中诚信国际将对公司的贸易诉讼纠纷保持关注

截至 2020 年 3 月末，公司共获得各家银行授信额度合计人民币 61.55 亿元，未使用额度 54.14 亿元。公司作为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2019 年末，公司受限资产合计 9.74 亿元，占总资产比重为 3.12%，其中受限货币资金为 7.50 亿元、固定资产 1.49 亿元、无形资产 0.75 亿元。此外，公司货币资金中未使用的 IPO 和非公开发行股票募集资金达 25.53 亿元。

截至 2019 年末，公司无对外担保事项。

截至 2019 年末，公司及下属子公司存在以下未决诉讼事项：

表 14：截至 2019 年末公司及下属子公司金额在 2,000 万元以上的未决诉讼、仲裁情况

诉讼事件	简介及进展
际华三五四三针织服饰有限公司与肃宁卓尔纺织制品有限公司两个合同纠纷案	2017 年 4 月 22 日，肃宁卓尔纺织制品有限公司（以下简称“肃宁卓尔”）与际华三五四三针织服饰有限公司（以下简称“三五四三”）发生贸易纠纷。保定市中级人民法院出具了（2017）冀 06 民初 105 号民事裁定书，冻结肃宁卓尔名下银行账户存款以及资产。公司将与肃宁卓尔相关的往来款全额计提减值准备，对未能掌握的存货全额计提跌价。
国贸公司诉长江国际港务港口合同纠纷案	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、冻结长江国际港务公司价值 48,052.83 万元的财产。截至 2020 年 3 月末，受疫情影响，相关案情仍在审理中。
天津威鹏投资有限公司诉国贸公司合同履行情况纠纷案	国贸公司与天津威鹏投资有限公司（以下简称“天津威鹏”）于 2019 年 3 月 18 日签订了《乙二醇贸易项目合作协议》，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。天津威鹏公司的诉讼请求：（1）请求法院判令被告立即给付原告货款共计 19,048.32 万元；（2）判令被告向原告支付逾期付款违约金 633.29 万元；截至 2020 年 3 月末，受疫情影响，相关案情审理仍在审理中。

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的资料，截至 2020 年 3 月末，公司未发生债务违约情况，均按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息（含债务融资工具），无不良信用记录。

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，目前新兴际华集团业务主要划分为冶金、轻工、装备制造及商贸物流四个板块，分别由新兴铸管股份有限公司、际华集团、新兴重工集团有限公司和新兴发展负责经营。

截至 2019 年末，新兴际华集团总资产为 1,309.34 亿元，资产负债率为 58.78%，所有者权益为 539.69 亿元；2019 年新兴际华集团营业总收入为 1,402.67 亿元，利润总额为 34.31 亿元。

公司为新兴际华轻工板块的运营主体，亦是中

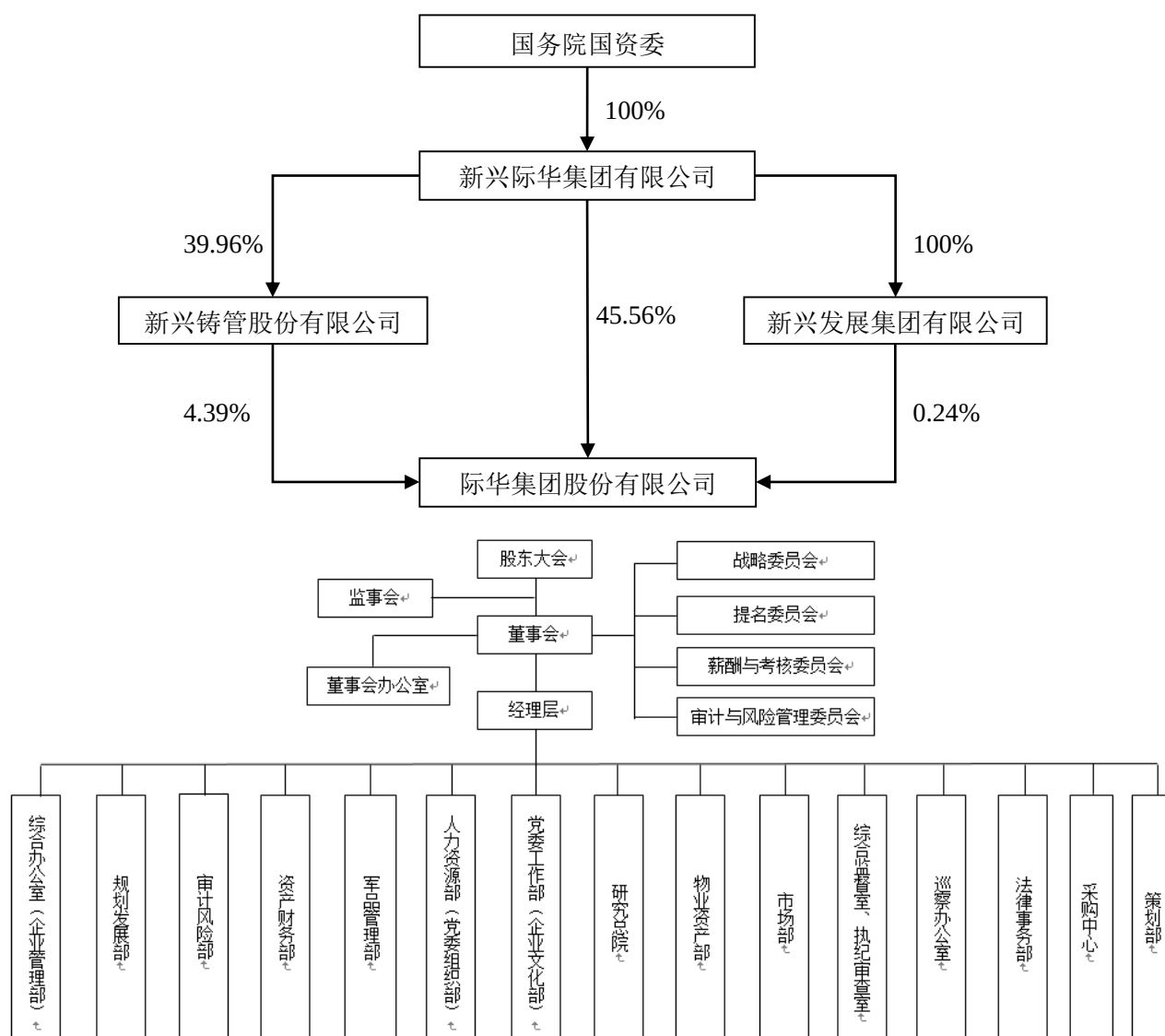
国最大的军需品、职业装、职业鞋靴研发和生产基地。2020 年 4 月 15 日，新兴际华集团增持公司股票 87,393,420 股，增持比例为公司已发行股份的 1.99%，增持后，新兴际华集团对公司持股比例升至 50.19%。

此外，际华集团在本次应急转产医用防护服过程中承担了重要工作，际华集团及下属多家子公司已被工业和信息化部列为国家调拨重点疫情防控物资生产企业（第一批）、国家临时收储重点生产企业和新冠肺炎疫情防控重点保障企业名单（第一批）。公司及下属企业后续有望获得税收及融资等方面的支持。2020 年 1 月 1 日至 2020 年 3 月 22 日，累计收到各类政府补助资金 1,282.68 万元（未经审计）。

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”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 2020 年 3 月末）



注：2020 年 4 月 15 日，新兴际华集团通过大宗交易方式增持了公司 87,393,420 股，增持股份占公司已发行股份的比例为 1.99%，增持后新兴际华集团直接及间接公司的股份增至 50.19%。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	655,915.72	622,171.02	723,301.71	660,603.31
应收账款净额	360,364.28	375,425.57	320,842.34	308,253.10
其他应收款	188,256.98	204,593.62	264,397.46	222,241.72
存货净额	486,794.23	519,944.88	372,108.54	462,944.78
长期投资	21,753.19	28,049.44	96,014.03	93,899.70
固定资产	409,433.05	422,114.31	390,941.64	388,022.56
在建工程	157,993.06	174,371.49	156,348.23	185,301.52
无形资产	454,932.83	438,615.92	436,129.06	411,833.17
总资产	3,139,455.61	3,170,998.39	3,119,742.07	3,119,354.40
其他应付款	82,706.81	84,074.87	122,429.88	149,963.66
短期债务	78,379.67	137,744.29	251,233.91	253,356.24
长期债务	467,008.18	503,779.53	360,555.37	360,124.45
总债务	545,387.84	641,523.82	611,789.28	613,480.68
净债务	-110,527.88	19,352.80	-111,512.43	-47,122.62
总负债	1,237,912.67	1,359,288.56	1,310,969.07	1,309,061.71
费用化利息支出	23,356.49	30,138.11	25,256.95	--
资本化利息支出	0.00	2,841.14	2,841.14	--
所有者权益合计	1,901,542.94	1,811,709.83	1,808,773.00	1,810,292.69
营业总收入	2,543,998.98	2,267,703.82	2,115,351.65	259,949.28
经营性业务利润	33,811.92	18,545.51	6,407.00	6,810.58
投资收益	567.40	335.21	68,659.12	-87.55
净利润	75,742.97	-7,815.69	5,464.81	2,084.73
EBIT	128,589.67	38,461.46	41,816.36	--
EBITDA	172,721.12	85,250.87	86,288.72	--
经营活动产生现金净流量	-266,412.14	51,096.40	188,620.81	-33,119.18
投资活动产生现金净流量	-144,650.00	-2,847.90	234,186.15	-6,933.04
筹资活动产生现金净流量	379,661.19	-25,975.57	-86,417.52	7,941.23
资本支出	138,814.17	91,222.54	81,189.15	26,112.16
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	7.75	8.81	8.81	17.29
期间费用率(%)	6.31	7.98	8.59	14.11
EBITDA 利润率(%)	6.79	3.76	4.08	--
总资产收益率(%)	4.41	1.22	1.33	--
净资产收益率(%)	4.57	-0.42	0.30	0.46*
流动比率(X)	2.85	2.61	2.16	2.16
速动比率(X)	2.09	1.87	1.72	1.61
存货周转率(X)	5.85	4.11	4.32	2.06*
应收账款周转率(X)	10.35	6.16	6.08	3.31*
资产负债率(%)	39.43	42.87	42.02	41.97
总资本化比率(%)	22.29	26.15	25.27	25.31
短期债务/总债务(%)	14.37	21.47	41.07	41.30
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.49	0.08	0.31	-0.22*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-3.40	0.37	0.75	-0.52*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-11.41	1.55	6.71	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-56.15	-6.78	25.83	--
总债务/EBITDA(X)	3.16	7.53	7.09	--
EBITDA/短期债务(X)	2.20	0.62	0.34	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	7.39	2.58	3.07	--
EBIT 利息保障倍数(X)	5.51	1.17	1.49	--

注：公司所有财务报表均按照新会计准则编制；2020 年一季报未经审计；所有者权益含少数股东权益；各期财务数据均为财务报告期末数据；由于缺乏数据，未计算 2020 年一季度部分指标；中诚信国际分析时将公司计入“长期应付款”的融资租赁款调整至长期债务；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
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
	经调整的经营活动净现金流（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：信用等级的符号及定义

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。