



凌源钢铁股份有限公司 2023 年度 跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1136 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 26 日

本次跟踪发行人及评级结果	凌源钢铁股份有限公司	AA/稳定
--------------	------------	-------

本次跟踪债项及评级结果	“凌钢转债”	AA
-------------	--------	----

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于凌源钢铁股份有限公司（以下简称“凌钢股份”或“公司”）具备一定的区域和产品优势、政府及股东能够提供一定支持、融资渠道畅通和资本结构较优等方面的优势。同时中诚信国际也关注到钢铁行业面临成本高企及钢价下行压力、2022 年公司利润水平明显回落并出现经营亏损、货币资金受限比例较高、面临一定的资本支出压力和对股东担保规模较大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，凌源钢铁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：公司进行收并购或大型钢铁基地建设，粗钢产能大幅增长；收入及利润水平大幅好转且具有可持续性；资本实力显著增强，资产质量显著提升。

可能触发评级下调因素：受行业产量继续上升等因素影响，钢材价格超预期下行，原燃料价格超预期上涨，大幅侵蚀利润水平；债务规模大幅扩大，偿债能力显著弱化。

正面
<ul style="list-style-type: none"> ■ 公司是辽西地区唯一的国有钢铁企业，以建材为主的产品结构可在区域内形成差异化竞争优势 ■ 政府及股东能够提供一定支持 ■ 融资渠道畅通，资本结构较优
关注
<ul style="list-style-type: none"> ■ 钢铁行业面临成本高企及钢价下行压力，受下游需求低迷和原燃料成本处于相对高位影响，2022年公司利润水平明显回落并出现经营亏损 ■ 货币资金受限比例较高，且面临一定的资本支出压力 ■ 对股东担保规模较大

项目负责人：汤梦琳 mltang@ccxi.com.cn
项目组成员：王君鹏 jpwang@ccxi.com.cn

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

财务概况

凌钢股份（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
总资产（亿元）	159.96	176.08	166.29	180.33
所有者权益合计（亿元）	82.77	92.51	81.46	81.95
总负债（亿元）	77.19	83.57	84.83	98.38
总债务（亿元）	52.90	61.83	55.98	70.37
营业总收入（亿元）	202.97	261.54	215.58	55.31
净利润（亿元）	5.58	9.19	-8.34	0.46
EBIT（亿元）	8.96	13.65	-8.61	--
EBITDA（亿元）	15.04	21.00	-0.79	--
经营活动净现金流（亿元）	16.94	6.45	-7.85	0.43
营业毛利率(%)	6.52	7.31	-1.56	3.41
总资产收益率(%)	5.60	8.12	-5.03	--
EBIT 利润率(%)	4.42	5.22	-3.99	--
资产负债率(%)	48.26	47.46	51.01	54.56
总资本化比率(%)	38.99	40.06	40.73	46.20
总债务/EBITDA(X)	3.52	2.94	-70.91	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	15.19	21.77	-0.94	--
FFO/总债务(%)	26.46	22.51	-1.21	--

注：1、中诚信国际根据凌钢股份提供的其经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，各期财务数据均采用当年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，与企业年报披露口径可能存在一定差异，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司计入“长期应付款”的融资租赁款。

同行业比较（2022 年数据）

公司名称	粗钢产量（万吨）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	总资产（亿元）	资产负债率(%)
攀钢钒	566	285.76	2.62	278.21	58.90
凌钢股份	510	215.58	-8.34	166.29	51.01

中诚信国际认为，凌钢股份粗钢产量、营业收入及资产规模小于可比企业，受产品结构差异影响，行业景气度下行背景下，盈利能力弱化更为明显，净利润出现亏损，但财务杠杆水平低于行业内可比企业。

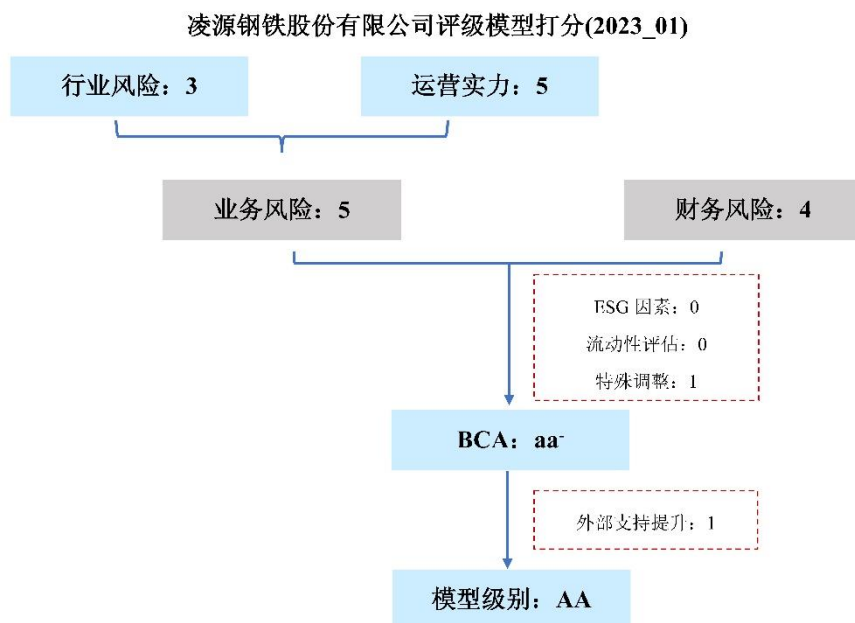
注：“攀钢钒”为“攀钢集团攀枝花钢铁有限公司”简称。

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	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
凌钢转债	AA	AA	2022/04/25	4.40	2.17	2020/04/13~2026/04/12	赎回条款，回售条款

注：债券余额为截至 2023 年 3 月末数据。

评级模型



方法论

中诚信国际钢铁行业评级方法与模型 C040000_2022_05

■ 业务风险：

凌钢股份属于钢铁行业，因具有强周期属性，中国钢铁行业风险评估为中等；凌钢股份在规模、产品结构和区域市场地位方面具备一定优势，但装备水平仍有待升级，环保指标较优，原燃料采购渠道稳定，业务风险评估为较低。

■ 财务风险：

凌钢股份杠杆水平较优，凭借其较好的银企关系和多重外部融资渠道能够实现到期债务续接，但 2022 年以来盈利水平下滑较多，经营获现能力偏弱，主要偿债指标有所弱化，财务风险评估为中等。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，凌钢股份具有 aa- 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和中等的财务风险以及鞍钢集团有限公司（以下简称“鞍钢集团”）对公司控股股东实施战略重组后，公司有望在业务经营等方面受益的有利影响。

■ 外部支持：

控股股东凌源钢铁集团有限责任公司（以下简称“凌钢集团”）是朝阳市大型国有企业之一，拥有一定的铁矿石资源及焦炭生产能力，可部分保障公司的原燃料供应，外部支持调升 1 个子级。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

2020 年 4 月公司发行“凌钢转债”，募集资金总额 4.40 亿元，扣除发行费用后剩余 4.321 亿元。截至 2023 年 3 月末，已按照所约定用途偿还公司债务 1.32 亿元，支付原料场改扩建项目工程款 3.02 亿元，募集资金已全部按承诺计划使用完毕。

宏观经济和政策环境

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

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

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

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

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

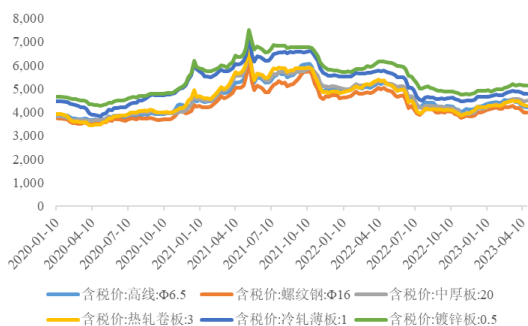
近期关注

中诚信国际认为，钢铁行业属于周期性行业，与宏观经济、行业政策及供需情况关系密切，整体波动较大，需持续关注钢材市场行情、原燃料成本变化及环保和兼并重组等因素对行业信用水平与企业盈利能力的影响。

供需关系

钢铁行业属于周期性行业，与宏观经济、行业政策及供需情况关系密切，整体波动较大。2022 年以来，受下游需求弱化和部分区域限产等影响，钢铁企业高炉开工率有所下降，当年我国生铁、粗钢和钢材产量分别为 10.13 亿吨、8.64 亿吨和 13.40 亿吨，同比分别减少 2.1%、0.8%和 0.8%。房地产等主要下游行业景气度下滑及外部环境变化等因素对消费信心存在冲击，2022 年下游需求普遍较弱，下半年以来主要钢材产品价格下降较多。虽然目前工程机械行业销量增速已有所恢复，多项地产利好政策和稳增长政策的出台以及汽车行业需求增长有望保障部分钢材需求；但市场回稳需要一定周期，未来一段时间内下游需求明显好转的预期不强，难以支撑钢价回升。俄乌冲突导致能源价格上涨、焦煤和焦炭全年价格高位震荡等均对钢企盈利情况影响较大。2023 年一季度，全国房地产开发投资同比下降 5.8%，挖掘机销量同比减少 25.5%，用钢行业对钢材需求拉动作用较弱；同时，粗钢产量调控政策定调为平控，我国生铁、粗钢及钢材产量分别为 2.20 亿吨、2.62 亿吨和 3.33 亿吨，分别同比增长 7.6%、6.1%、5.8%，供需不平衡的局面造成当期钢价仍较为低迷，钢厂利润持续承压。

图 1: 近年来我国部分钢材品种价格走势 (元/吨)



资料来源: 公开资料, 中诚信国际整理

图 2: 近年来国内外铁精粉价格走势 (元/吨)



资料来源: 公开资料, 中诚信国际整理

环保和兼并重组

2022 年以来行业节能环保改造进一步加速，“十四五”期间钢铁行业环保政策要求及执行力度预计将进一步提升，钢铁企业在运营过程中亦面临更高的运营成本，利润空间或将有所压缩，而装备水平较高、环保技术较强的钢铁企业有望获得更强的信用实力。龙头钢企继续加快推进行业内兼并重组，加之部分钢铁企业亦拥有自身矿业资源以及中国矿产资源集团有限公司的成立，铁矿石采购与跨境结算的话语权及抗风险能力有望提升。未来随着有关兼并重组政策的完善与落地，行业集中度提升的进程或将进一步加快。

详见《中国钢铁行业展望，2023 年 2 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9720?type=1>

中诚信国际认为，凌钢股份的钢铁生产在辽宁省内具备一定规模，以建材为主的产品结构可在区域内形成差异化竞争优势，环保指标整体有所优化，原燃料采购渠道稳定，对企业信用实力提供了有力支撑，但铁矿石自给率不高，资源保障程度一般，生产设备仍有置换升级需求，同时需关注未来成本控制和钢材价格波动情况。

公司钢铁生产在辽宁省内具备一定规模，以建材为主的产品结构可在区域内形成差异化竞争优势，但受市场需求低迷影响，跟踪期内销售均价降幅较大，需对后续钢材销售及价格波动情况保

持续关注。

公司生产基地位于辽宁省凌源市，截至 2022 年末，生铁、粗钢和钢材的年产能分别为 530.00 万吨、599.50 万吨和 701.00 万吨，具备一定规模优势。2022 年国家限产政策有所延续，且公司于当年实施了转炉和中宽热带大修改造，铁、钢、材产量同比均有不同程度下降。

表 1：公司生铁、粗钢、钢材产量（万吨）

产品种类	2020	2021	2022	2023.1-3
生铁	542	503	482	134
粗钢	581	541	510	136
钢材	576	537	506	138

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司产品仍以棒材、线材、中宽热带等普钢和优质棒材、高强度中宽热带等优特钢品种为主，跟踪期内公司持续推动产品结构转型升级，中宽带钢品种比达到 59.8%。普钢方面，主要产品“菱圆”牌热轧带肋钢筋、“华凌”牌热轧中宽带钢、热轧圆钢、焊接钢管等均为辽宁省著名商标，下游应用领域广泛；公司对优特钢实行产供研销“特区式”自主经营，开发、生产及市场销售均实现新突破，部分产品已进入中高端市场，市场竞争力持续增强。同时，公司保持一定的研发力度，2022 年研发投入占营业总收入的 2.55%，研发项目和研发人员数量同比大幅增加。

尽管所处地区钢铁产量大、竞争较为激烈，但公司是东北地区最大的棒线材生产基地，产品中建材占比较高，一定程度弥补了辽宁乃至东北地区棒线材产能小的缺口，形成了产品差异化优势。受下游需求弱化和产线改造影响，2022 年钢材销量合计 503.53 万吨，同比减少 6.53%；从销售市场来看，华北、东北及华东地区仍为公司的重要销售区域，2022 年合计销售占比超过 90%，棒线材作为公司主导产品，在东北和华北市场保持了较强的定价话语权。

价格方面，2022 年以来钢材市场价格较上年高点明显回落，5 月以来跌幅迅速扩大，公司主要产品销售价格均有不同程度下滑，受地产行业景气度下行对建筑用钢需求冲击较大影响，棒线材价格降幅更大；2023 年一季度以来钢价延续下行趋势，未来钢材价格及销售情况受市场供需影响仍面临一定的不确定性。

表 2：近年来公司主要钢材产品销售情况（万吨、元/吨）

		2020		2021		2022		2023.3	
		销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价
管材	焊接钢管	9.74	3,654.36	6.03	4,821.17	5.42	4,348.79	0.55	3,896.37
板带材	中宽热带	118.11	3,312.94	121.06	4,671.47	68.57	4,238.77	31.46	3,731.74
型材	棒材	391.21	3,320.29	363.90	4,555.12	375.93	3,987.72	93.45	3,808.35
	线材	55.13	3,360.31	47.71	4,689.85	53.61	4,005.51	10.31	3,811.29
合计		575.09	3,328.65	538.70	4,596.18	503.53	4,027.69	135.77	3,791.17

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

生产基地交通便利，有一定的区位优势，原燃料外采渠道稳定，但铁矿石自给率不高，资源保障程度一般；2022 年以来焦炭及焦煤价格高位运行，公司成本控制压力仍较大。

公司是辽西地区唯一的国有钢铁企业，地处辽宁、河北、内蒙古三省交汇的凌源市是连接东北与华北、沟通内蒙古东部与沿海港口的交通要道，独特的地理位置使得公司在原料运输、钢材销售

等方面占有一定优势。截至 2022 年末，公司在岗员工约 0.74 万人，当期人均产钢量超过 700 吨，在国内钢铁企业中处于中等水平。

公司生产所需原燃料主要包括铁矿石、焦炭等，由于部分原燃料需通过凌钢集团关联方采购，关联采购金额始终较大，2022 年为 71.76 亿元，占当年采购总额的 35.07%。跟踪期内，公司继续依托子公司凌钢股份北票保国铁矿有限公司（以下简称“保国铁矿”）开采自有铁矿资源，保国铁矿拥有铁蛋山、黑山、边家沟三个矿区，截至 2022 年末铁矿石可采储量合计达 1,985.49 万吨，2022 年生产铁精矿 51.93 万吨，同比增长 3.00%。上述矿山所生产铁精矿全部销售至公司，但由于整体规模较小，且实际产量与规划产能存在一定差距，公司铁矿自给率长期在 10%以下，资源保障程度一般。

除自产铁矿外，公司从周边矿山、国际铁矿石供应商及控股股东凌钢集团处采购铁矿石，供应关系较为稳定。凌钢集团通过外部采购及受朝阳市国资委委托代为管理的朝阳龙山资产管理有限公司向公司供应铁矿石，2022 年公司从凌钢集团采购铁精矿占年度总采购量的比重维持在 30%以上。

表 3：截至 2023 年 3 月末公司自有矿山资源情况（万吨、%、万吨/年）

矿山	保有储量	可采储量	平均品位	原矿设计产能	2022 年原矿产量
铁蛋山	1,025.93	820.75	30.67	100.00	97.12
黑山	1,076.63	561.05	29.01	80.00	60.63
边家沟	795.60	603.69	31.54	70.00	49.74
合计	2,898.16	1,985.49	30.29	250.00	207.49

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

焦炭与喷吹煤方面，凌钢集团拥有焦化厂，具备年产能 65 万吨的焦炭生产能力，可为公司供给焦炭，2022 年向公司供应焦炭 60 万吨，占当年总采购量的 27.60%；除凌钢集团供应外，公司所需焦炭主要向临近区域内焦化厂采购，同时亦与山西焦煤等大型煤炭企业签有长协，2022 年整体采购量受生产需求减弱影响有所减少。

采购价格方面，2022 年以来铁矿石价格有所下降，但与当期钢材价格相比仍较高，同时焦炭和喷吹煤价格维持高位震荡，成本压力对盈利空间的影响仍较大。

表 4：近年来公司原燃料采购情况（万吨、元/吨）

	2020		2021		2022		2023.3	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
喷吹煤	92.34	653.15	86.34	1,033.01	84.97	1,267.46	24.56	1,237.70
焦炭	246.16	1,920.75	231.58	2,949.32	217.42	2,998.23	58.48	2,634.81
废钢	67.03	2,436.48	63.68	3,282.34	44.41	3,286.06	7.81	2,924.47
铁矿石	726.89	802.53	777.12	1,060.13	660.82	871.43	205.93	918.00
其中：自产	51.85	808.98	49.49	1,118.49	51.59	890.80	15.28	926.35
集团采购	219.10	844.35	244.31	998.98	210.58	874.32	113.24	942.26
外购国内矿	183.17	784.68	200.34	1,322.72	170.62	944.95	--	--
外购进口矿	272.77	779.70	282.97	916.81	228.02	809.36	77.41	880.85

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

生产设备升级改造工作不断推进且满足公司目前生产需求，但仍有高炉产能置换项目待实施，装

备水平整体一般；跟踪期内，能耗指标整体有所优化。

公司产品生产涉及炼铁、炼钢、轧钢等全部工艺流程，2022 年公司将原有的 3 座 35t 转炉减量置换为一座 120t 转炉，炼钢产能置换完成后，生产装备和技术工艺水平进一步提升。在环保政策及排放要求趋严的形势下，公司拟在未来几年实施 1~4#高炉产能置换项目，将两座 450m³ 高炉和两座 1000m³ 高炉减量置换为两座 1550m³ 高炉，项目现已完成公示，后续实施进展有待关注。

表 5：公司主要生产设备情况（万吨/年）

区域	设备类别	主要设备	产品种类	产能
凌源基地	炼铁	450m ³ 高炉 2 座；1000m ³ 高炉 2 座；2300m ³ 高炉 1 座	生铁	530
	炼钢	120t 转炉 4 座	粗钢	599.5
	轧钢	大型型钢轧机 1 套、普通中型型钢轧机 1 套、普通小型型钢轧机 3 套	棒材	453
		高速线材轧机 1 套	线材	60
		热轧中宽带钢轧机 1 套	中宽热带	140
北票基地	轧钢	热轧无缝钢管轧机 2 套	无缝管	6
		冷轧钢管轧机 11 套	焊接钢管	42

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司秉承“黑色冶金、绿色制造”的理念，全力推进节能减排，建设绿色企业，跟踪期内能耗及排放等主要指标均符合国标要求并整体有所优化。

表 6：近年来公司主要能耗指标情况

指标名称	2020	2021	2022
吨钢综合能耗(Kgce)	562	580	543
吨钢新水耗量(t)	1.32	1.47	1.47

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司以产能置换及环保升级为发展方向，仍面临一定的资本支出压力。

截至 2022 年末，公司重要在建项目计划总投资 32.87 亿元，主要在炼钢产能置换及环保升级等领域，资金来源为自有资金、银行借款和融资租赁款，拟建项目主要为节能环保和高炉产能置换项目，计划总投资 28.90 亿元，拟在 2~3 年内完成投资，未来面临一定的资本支出压力。

表 7：截至 2022 年末公司主要在建项目情况（亿元）

在建项目名称	计划总投资	累计完成投资	工程进度	资金来源
超低排放改造（二期）工程	3.53	1.17	50%	自筹、贷款、融资租赁
绿色发展综合改造（一期）工程	3.49	0.70	12%	自筹、融资租赁
1#烧结环冷机节能低碳技术改造项目	0.47	0.18	70%	自筹
优特钢大棒材数字化建设	0.47	0.14	85%	自筹
炼钢产能置换建设项目	14.17	7.44	80%	自筹、融资租赁
拟建项目名称	计划总投资	累计完成投资	资金来源	
绿色发展综合改造（二期）工程	13.40	--	自筹、贷款	
1-4#高炉装备升级建设项目	15.50	--	自筹、贷款	

注：公司在建项目较多，上表仅列示主要项目

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，鞍钢集团对公司控股股东实施战略重组，需关注后续进展情况。

2023 年 3 月 31 日，公司发布公告称收到实际控制人朝阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“朝阳市国资委”）的通知，获悉朝阳市国资委与鞍钢集团签署股权转让协议，将其持有的凌钢集团 49% 股权转让给后者。股权转让后，鞍钢集团将持有凌钢集团 49% 股权，朝阳市国资委将持有凌钢集团 41% 股权，辽宁省财政厅持有凌钢集团 10% 股权并将对应表决权委托给朝阳市国资委行使，公司的控股股东和实际控制人不会发生变化。截至本报告出具日，上述事项尚未完成工商变更，中诚信国际将对其后续进展情况保持关注。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，受行业景气度下行影响，凌钢股份利润降幅较大并出现亏损，对所有者权益形成侵蚀，财务杠杆水平有所回升，但在行业内仍处于较低水平；经营获现能力弱化，偿债能力有待加强。

2022 年市场需求下滑和原燃料成本压力上升导致利润降幅较大并出现亏损，公司盈利能力弱化。

公司钢铁业务占营业总收入比重在 90% 以上，2022 年地产等下游行业景气度低迷对需求产生较大冲击，钢材产品价格回落，加之当年产量减少，营业总收入同比下降；叠加原燃料成本压力仍较大，营业毛利率明显下滑并转负，经营性业务利润出现亏损。期间费用与上年基本持平，但营业总收入减少使得期间费用率略有上升，承担诉讼案件退款责任导致营业外支出增加，同时计提存货跌价准备令资产减值损失上升，上述因素加剧了对当年利润的侵蚀。整体来看，在钢铁行业下行背景下，公司盈利能力显著弱化。2023 年一季度，受钢材价格持续走低影响，公司营业总收入同比下降 8.09%，但得益于原燃料价格有所回落，当期营业毛利率回正，经营性业务利润实现扭亏，但较上年同期仍大幅减少，盈利空间依然承压。

表 8：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2020		2021		2022		2023.3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
钢铁业务	193.30	6.77	247.74	7.66	202.99	-1.72	51.63	3.33
其他业务	9.67	1.34	13.80	1.03	12.59	1.09	3.68	4.58
营业总收入/ 营业毛利率	202.97	6.52	261.54	7.31	215.58	-1.56	55.31	3.41

资料来源：公司提供

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1~3
期间费用率	1.81%	1.50%	1.81%	1.77%
经营性业务利润	8.58	13.74	-8.31	0.71
资产减值损失	0.34	0.52	1.31	0.00
营业外损益	-0.51	-0.61	-1.50	-0.01
利润总额	7.61	12.09	-10.94	0.64
EBITDA	15.04	21.00	-0.79	--
总资产收益率	5.60%	8.12%	-5.03%	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产总额小幅波动，2022 年经营亏损导致期末所有者权益有所减少，应付票据增加等因素带动总负债和有息债务规模整体有所上升，财务杠杆水平亦有回升，但在行业内仍处于较低水平。

公司资产总额小幅波动，其中炼钢产能置换建设、转炉和中宽热带大修改造等项目的实施以及陆续转固推升固定资产和在建工程合计规模，带动非流动资产占比整体有所提升。流动资产方面，

经营亏损及工程投入增加令 2022 年末货币资金有所下降，其中期末受限部分为 22.08 亿元，受限比例较高；为应对下游需求变化，公司实施低库存战略，加快原燃料周转速度，存货规模同比下降；为控制存货规模，因采购原燃料而背书的应收票据相应较少，加之持有信用证的意图发生变化，将其对应的应收账款调整至应收款项融资项目列报，期末应收款项融资有所增长。2023 年一季度，公司盈利能力有所恢复，同时银行借款增加，期末货币资金余额上升，带动资产规模小幅上升。

2022 年末公司负债规模略有上升，主要系公司开展融资租赁售后租回业务，使得长期应付款增加。当年公司偿还部分短期借款，同时采购需求减少带动应付票据下降，有息债务规模随之下降；公司为匹配项目建设增加长期借款，同时融资租赁款增加，年末长期债务占比有所上升，但债务结构仍以短期为主，有一定的改善空间。2023 年 3 月末，受采购增加影响，应付票据相应增加较多，使得有息债务规模回升，资产负债率和总资本化比率亦有所上升。

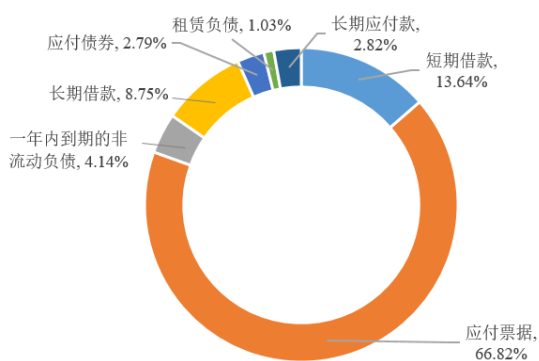
所有者权益方面，2022 年净利润亏损及分配股利等导致期末未分配利润减少，进而影响权益规模下降，加之 2023 年 3 月末有息债务的增长，跟踪期内财务杠杠水平有所上升，但在行业内仍处于较低水平。

表 10：近年来公司资产质量相关指标（亿元）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	33.96	42.35	28.31	36.20
存货	19.60	24.68	17.31	18.11
应收款项融资	9.43	7.00	11.40	15.15
流动资产占比	41.71%	46.12%	37.90%	41.30%
固定资产	82.38	70.95	72.41	87.21
在建工程	1.56	6.95	15.66	3.55
总资产	159.96	176.08	166.29	180.33
总债务	52.90	61.83	55.98	70.37
短期债务/总债务	84.86	90.28	80.90	84.61
所有者权益	82.77	92.51	81.46	81.95
资产负债率	48.26%	47.46%	51.01%	54.56%
总资本化比率	38.99%	40.06%	40.73%	46.20%

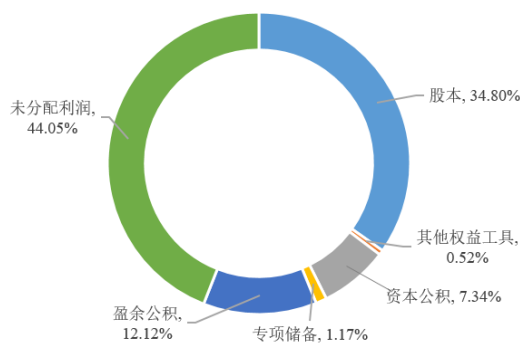
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

主要偿债指标受盈利能力和经营获现能力下滑影响有所弱化，公司偿债能力有待加强。

利润亏损导致 2022 年公司经营获现能力弱化，经营活动净现金流转负；当期公司继续进行项目建设，投资活动现金维持净流出态势；同期公司减少短期借款且支付的现金股利增加，筹资活动现金转为净流出。2023 年一季度，公司经营活动现金随盈利能力改善而呈小幅净流入，新增部分银行借款令筹资活动现金转为净流入。

受盈利能力和经营获现能力下滑影响，2022 年 EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息的保障能力均出现明显弱化，货币资金规模下降且受限比例较高导致其对短期债务的覆盖程度亦减弱，公司偿债能力有待加强。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.3
经营活动净现金流	16.94	6.45	-7.85	0.43
投资活动净现金流	-3.99	-2.50	-2.03	-0.73
筹资活动净现金流	-3.19	0.29	-3.93	1.82
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务	0.30	0.09	-0.16	--
经营活动净现金流/利息支出	17.12	6.69	-9.34	--
EBITDA 利息保障倍数	15.19	21.77	-0.94	--
FFO/总债务(%)	26.46	22.51	-1.21	--
总债务/EBITDA	3.52	2.94	-70.91	--
非受限货币资金/短期债务	0.35	0.36	0.14	0.13

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产合计 42.84 亿元，占期末总资产的 23.76%，主要为银行承兑汇票保证金、用于质押的定期存款和银行承兑汇票等，资产变现能力一般。截至 2022 年末，凌钢集团将其所持公司股份的 45.82% 质押用于取得银行借款，不影响其对公司的控制权。

表 12：截至 2023 年 3 月末公司受限资产情况（亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	28.39	--
其中：银行承兑汇票保证金	20.94	保证金
信用证保证金	0.96	保证金
定期存款	6.50	存单质押
应收款项融资	8.62	银行承兑汇票质押
固定资产	5.17	融资租赁售后租回
无形资产	0.65	抵押担保
合计	42.84	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年，公司涉及一起金额较大的诉讼，起诉方为江苏银行股份有限公司深圳分行，应诉方为深圳市钩帝进出口贸易有限公司，公司为共同承担连带责任方。最高人民法院于 2022 年 11 月 18 日送达公司的《民事判决书》判决“凌源钢铁股份有限公司对江苏银行股份有限公司深圳分行分行垫付的银行承兑汇票垫款本金 49,558,237.43 元承担退款责任”；鉴于该判决为终审判决，公司已将应承担的退款责任确认为负债，并影响当年利润总额 4,955.82 万元。根据相关公告，公司不服从上述判决，并向最高人民检察院申请民事审判监督，依法提起抗诉，已于 2023 年 3 月 15 日收到最高人民检察院的《受理通知书》，中诚信国际将持续关注案件的后续进展情况。

对外担保方面，2019 年公司与凌钢集团签订了《相互担保协议》，并于 2020 年签订了《相互担保协议之补充协议》，约定互保额度不超过人民币 50 亿元，互保期限为 2020 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日。截至 2022 年末，公司对控股股东凌钢集团及其控制的公司提供的累计担保余额为 32.12 亿元，占当期末公司净资产的 39.43%；凌钢集团及其控制的公司对公司提供的累计担保余额为 27.14 亿元，互保规模基本相当，风险相对可控。

过往债务履约情况：根据公开资料显示，截至本评级报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。根据公司提供的征信报告及相关资料，2020~2023 年 3 月末，公司合并口径内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。

假设与预测¹

假设

——凌钢股份在产品结构和市场区位方面保持竞争优势，得益于产线升级改造和部分设备检修的完成，2023 年钢铁产销规模稳中有升。

——2023 年，钢材、铁矿石价格回落，煤炭、焦炭价格持平。

——2023 年，凌钢股份为推进重大项目建设，外部融资将有所增加并推升有息债务。

预测

表 13：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率(%)	40.06	40.73	44.00~46.00
总债务/EBITDA(X)	2.94	-70.91	8~10

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，凌钢股份短期偿债压力尚可，凭借其良好的银企关系及多重外部融资渠道能够实现债务接续，但货币资金受限规模较高，且项目建设需要一定的外部融资，整体流动性一般。

公司经营获现能力偏弱，合并口径现金及等价物储备一般，未使用授信额度相对充足。截至 2023 年 3 月末，公司非受限货币资金为 7.81 亿元，可部分覆盖有息债务，但覆盖倍数不高。同期末，公司从境内各家金融机构获得综合授信额度合计 73.58 亿元，其中尚未使用授信余额为 24.76 亿元，备用流动性相对充足；同时，公司为 A 股上市公司，融资渠道畅通，具有较强的财务弹性。

公司资金流出主要用于项目投资及偿还债务本息，凭借其良好的银企关系及多重外部融资渠道能够实现债务接续，资金平衡状况尚可。根据公司规划，未来随着高炉产能置换等项目的推进，每年固定资产支出的现金规模在 15 亿元左右；由于 2022 年度经营亏损，当年公司不进行利润分

¹ 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。

配；截至 2022 年末，一年以内到期的有息债务主要为银行借款。综上所述，公司面临的短期偿债压力可控，短期内流动性来源能够部分覆盖流动性需求，但项目建设所需资金需通过增加外部融资等方式进行匹配，整体流动性一般。

ESG 分析²

中诚信国际认为，公司在安全环保方面投入力度较大，管理体系和管理制度完善，治理结构较优、内控制度健全，但仍有较多超低排放改造项目正在推进，ESG 综合表现中等，符合行业平均水平，潜在 ESG 风险一般。

环境方面，作为钢铁冶炼加工类企业，公司在安全和环保生产等方面投入力度较大，相关投入累计超过 20 亿元。在安全生产方面，公司严格贯彻落实《安全生产法》及国家、省市有关安全生产的相关要求，深入推进全员安全生产责任的落实，开展安全生产标准化和职业健康安全管理体系建设，强化动态管控和专业安全管理，细化隐患排查及专项治理，突出重大及重要危险源管控。环保管理方面，公司把绿色低碳、极致能效作为提升竞争力的重要手段，把超低排放改造作为企业生命线，积极推进数字化工厂建设，实施智能化管控，2022 年实施 20 个超低排放改造项目，近年来环保指标总体情况良好，未发生重大环保问题，但公司目前尚有较多工序未完成超低排放改造，随着环保要求加严，未来在环保生产方面仍需提升。

社会方面，公司激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高；此外，近三年公司未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。公司法人治理结构完善、内部控制制度健全，2022 年以来董事、监事、高级管理人员均未发生变动。资金管理方面，为提高资金管理水平、防范资金管理风险，公司实行资金集中归口管理，遵循以收定支、收支两条线原则。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

特殊事项

鞍钢集团作为国务院国资委实际控制的特大型国有钢铁企业集团，资源储备丰富、实力雄厚、产能规模位居全国前列，考虑到鞍钢集团对凌钢集团实施战略重组后将持有其 49% 股权，并实现对公司的间接持股，未来公司有望在业务经营以及管理、财务等方面受益，公司信用水平可在特殊调整部分有所提升。

外部支持

公司作为辽西地区唯一的大型上市钢铁企业，可获得政府及股东多方面支持。

公司控股股东凌钢集团是朝阳市大型国有企业之一，在协调政府和金融机构等资源方面可对下属子公司提供一定支持。此外，凌钢集团拥有一定的铁矿石资源及焦炭生产能力，能够部分保障公司的原燃料供应。公司是凌钢集团的重要子公司，对控股股东的收入和利润贡献度很高，控股股

²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。

东对公司的支持意愿很强，同时公司是辽西地区唯一的大型上市钢铁企业，政府能够给予一定的政策支持。

同行业比较

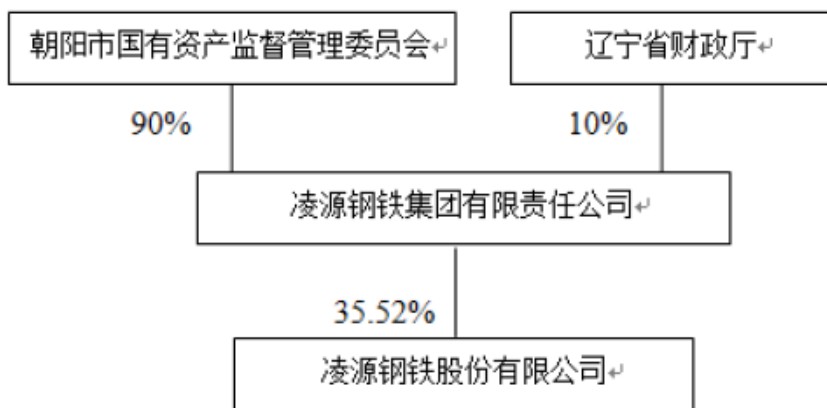
中诚信国际选取了攀钢钒作为凌钢股份的可比公司，上述公司在业务和财务方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，公司产能规模与攀钢钒相近但产品结构存在差异，公司产品以建材为主且在区域市场具备一定差异化优势，产品综合竞争实力符合可比企业水平。原燃料稳定性及成本控制方面，公司与可比企业均拥有长期稳定的原燃料供应渠道，运输条件更为便利，有一定的区位优势，但铁矿石等原燃料自给率不高，资源保障能力一般。财务方面，公司收入及资产规模偏低，由于产品种类不同，盈利能力受行业下行影响弱化更为明显，但财务杠杆水平低于行业内可比企业。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持凌源钢铁股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“凌钢转债”的信用等级为 **AA**。

附一：凌源钢铁股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：凌源钢铁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：亿元）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	33.96	42.35	28.31	36.20
应收账款	0.38	2.16	0.10	0.06
其他应收款	0.28	0.65	0.15	0.17
存货	19.60	24.68	17.31	18.11
长期投资	0.57	0.23	0.20	0.20
固定资产	82.38	70.95	72.41	87.21
在建工程	1.56	6.95	15.66	3.55
无形资产	5.23	5.37	5.12	5.09
资产总计	159.96	176.08	166.29	180.33
其他应付款	1.74	2.04	2.77	2.76
短期债务	44.89	55.83	45.29	59.53
长期债务	8.01	6.01	10.70	10.83
总债务	52.90	61.83	55.98	70.37
净债务	37.19	41.90	49.75	62.56
负债合计	77.19	83.57	84.83	98.38
所有者权益合计	82.77	92.51	81.46	81.95
利息支出	0.99	0.96	0.84	--
营业总收入	202.97	261.54	215.58	55.31
经营性业务利润	8.58	13.74	-8.31	0.71
投资收益	-0.09	-0.34	0.07	-0.05
净利润	5.58	9.19	-8.34	0.46
EBIT	8.96	13.65	-8.61	--
EBITDA	15.04	21.00	-0.79	--
经营活动产生的现金流量净额	16.94	6.45	-7.85	0.43
投资活动产生的现金流量净额	-3.99	-2.50	-2.03	-0.73
筹资活动产生的现金流量净额	-3.19	0.29	-3.93	1.82
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率(%)	6.52	7.31	-1.56	3.41
期间费用率(%)	1.81	1.50	1.81	1.77
EBIT 利润率(%)	4.42	5.22	-3.99	--
总资产收益率(%)	5.60	8.12	-5.03	--
流动比率(X)	0.98	1.06	0.87	0.87
速动比率(X)	0.69	0.74	0.63	0.66
存货周转率(X)	9.68	10.95	10.43	12.07*
应收账款周转率(X)	532.54	205.53	190.12	2,655.84*
资产负债率(%)	48.26	47.46	51.01	54.56
总资本化比率(%)	38.99	40.06	40.73	46.20
短期债务/总债务(%)	84.86	90.28	80.90	84.61
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务(X)	0.30	0.09	-0.16	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.36	0.10	-0.19	--
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	17.12	6.69	-9.34	--
总债务/EBITDA(X)	3.52	2.94	-70.91	--
EBITDA/短期债务(X)	0.33	0.38	-0.02	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	15.19	21.77	-0.94	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	9.06	14.15	-10.24	--
FFO/总债务(%)	26.46	22.51	-1.21	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、带“*”指标已经年化处理；3、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。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	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)
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	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 利息覆盖倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数	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]143 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