



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪363号

中化国际（控股）股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“中化国际（控股）股份有限公司公开发行2016年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持“中化国际（控股）股份有限公司公开发行2016年公司债券”信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
信用评级委员会
二零一九年六月三日

中化国际（控股）股份有限公司 公开发行 2016 年公司债券跟踪评级报告（2019）

发行主体	中化国际（控股）股份有限公司		
债券名称	中化国际（控股）股份有限公司公开发行 2016 年公司债券		
债券简称	16 中化债		
债券代码	136473		
发行规模	人民币 25 亿元		
存续期限	2016/06/06-2021/06/06（5 年期）		
上次评级时间	2018 年 5 月 28 日		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

中化国际	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	210.33	210.43	240.01	236.21
总资产（亿元）	539.11	557.61	503.29	567.26
总债务（亿元）	226.93	164.50	171.19	237.57
营业总收入（亿元）	538.70	624.66	599.57	125.65
营业毛利率（%）	9.68	11.27	12.03	14.82
EBITDA（亿元）	25.17	40.92	54.22	13.33
所有者权益收益率（%）	2.72	6.50	8.78	11.12*
资产负债率（%）	60.99	62.26	52.31	58.36
总债务/EBITDA（X）	9.01	4.02	3.16	4.46*
EBITDA 利息倍数（X）	4.28	5.95	7.44	7.23

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、带“*”财务指标已经年化处理；

3、2016 年数据均采用 2017 年审计报告期初数。

分析师

周飞 fzhou@ccxr.com.cn

乔明星 mxqiao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 6 月 3 日

基本观点

2018年中化国际（控股）股份有限公司（以下简称“公司”或“中化国际”）继续实施战略转型，推进产业结构调整优化，逐步实现了产业链一体化运营，综合竞争实力极强。同时，受益于化工行业回暖及外延式发展，公司盈利能力向好，财务结构稳健性有所提升。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到市场波动风险、存货跌价和商誉减值风险、债务期限结构有待优化、海外经营及风险管理压力加大等因素对公司业务运营及信用水平带来的影响。

综上，中诚信证评维持中化国际主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；维持“中化国际（控股）股份有限公司公开发行2016年公司债券”信用等级为AAA。

正面

- 综合竞争实力极强。公司实施战略转型，继续推进产业结构调整优化，实现产业链一体化运营，业务覆盖高性能材料及中间体、农用化学品、聚合物添加剂、轻量化材料及医药健康；同时，天然橡胶业务涵盖种植、加工和营销一体化产业链，产业基础雄厚，细分市场达到全球领先，综合竞争实力极强。
- 盈利能力增强。2018 年公司继续推进产业结构的调整优化，且受益于化工行业回暖及外延式发展，整体盈利能力增强，2018 年取得净利润 21.08 亿元，同比增长 54.21%。

关注

- 市场波动风险。化工属于高耗能、高污染行业，易受国家节能减排、环保等政策影响；同时，化工行业具有强周期性特点，受宏观经济环境影响较大；且石油、天然气和化学矿石等原材料价格波动频繁，均会对公司经营业绩带来一定影响。

- 存货跌价和商誉减值风险。2018 年天然橡胶市场价格震荡下行，处于周期性低位，同时印尼产区气候变化负面影响公司原料采购及盈利空间，当年公司计提存货跌价准备 3.52 亿元和商誉减值准备 6.50 亿元。中诚信证评将持续关注天然橡胶供需关系及价格走势对公司相关资产质量及盈利产生的影响。
- 海外经营及风险管理压力加大。公司不断推进产业链全球化布局，海外子公司及产业资源众多，公司在应对日常经营及汇率波动风险等方面的管理压力加大。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

重大事项

1、2018年7月，公司与中化浙江化工有限公司（以下简称“中化浙江”）以不超过61亿元人民币的价格通过增资和收购方式共同投资江苏扬农化工集团有限公司（以下简称“扬农集团”）。具体交易情况如下：公司收购44名自然人股东所持有的扬农集团18.702%的股份、中化浙江收购江苏省扬州市国有资产监督管理委员会资产管理平台江苏金茂化工医药集团有限公司所持有的扬农集团10.91%股份、中化浙江向扬农集团增资36亿元。通过该交易，公司持有扬农集团40%的股权，并且与中国中化集团有限公司（以下简称“中化集团”）、中化浙江共同持有扬农集团79.88%股权。同时，公司与中化集团、中化浙江签订《股权托管协议》，受托管理其持有的扬农集团0.04%和39.84%的股权。

2、2018年，公司天然橡胶板块子公司Halcyon Agri Corporation Limited非同一控制下收购Kelvin Terminals B.V./CentrottradeHatyai Co.,Ltd.、PT Pulau Bintan Djaya及PT Sumber Alam/PT Sumber Djanting，形成商誉6.25亿元；子公司圣奥化学科技有限公司（以下简称“圣奥化学”）非同一控制下收购山东华鸿化工有限公司，形成商誉1.64亿元；公司非同一控制下收购淮安骏盛新能源科技有限公司（以下简称“淮安骏盛”）形成商誉0.18亿元。

3、2018年9月24日，公司通过公开征集方式将所持江山股份（600389.SH）29.19%股权协议转让给四川省乐山市福华作物保护科技投资有限公司，转让价格为20.80元/股，转让价款18.03亿元；该交易于2018年11月16日完成过户，公司不再持有江山股份股权。

4、2018年12月31日，公司完成中化国际物流有限公司（以下简称“中化物流”）100%股权转让及交割手续，后续中化物流不再纳入公司合并报表范围。

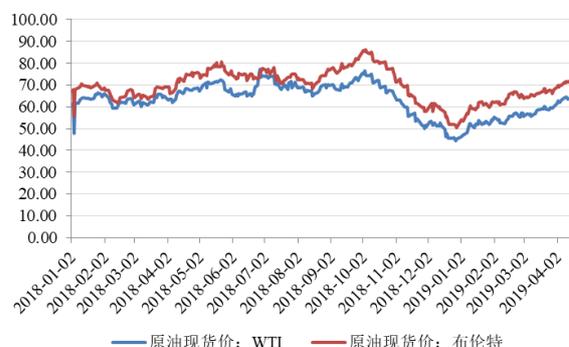
行业关注

2018 年石油和化工行业供给侧改革持续深入，行业经济实现高速发展；但产能结构性过剩矛盾和风险仍存，安全环保压力加大等问题依然困扰行业发展

2018 年油价呈先扬后跌趋势。上半年，OPEC 减产效果显著，美国退出伊核协议，重启对伊朗制裁，多国响应减少或停止对伊原油进口，原油供给趋紧，价格震荡上扬。10 月 3 日，Brent/WTI 达到 86.29/76.41 美元/桶，为近四年来新高，但随着沙特记者卡舒吉遇害事件不断发酵，开启下跌通道。沙特为换取美国支持增产，美国对伊制裁给予 8 个国家和地区 180 天的豁免期，同时中美贸易战愈演愈烈，市场对 2019 年原油需求悲观。

从短期来看，欧佩克国家和俄罗斯等国的原油供给量将会减少，减产政策将促使国际原油价格具有温和上涨的空间。从中期而言，受供求关系、全球流动性收紧等因素影响，国际原油价格将继续呈现下跌的态势。从需求角度看，2019 年全球经济增速有所下滑，原油需求规模下降；供给方面，尽管俄罗斯和欧佩克国家之间已经达成减产协议，但各方力量博弈之中，美国原油供给步伐将进一步加快，弥补减产缺口。美国或将继续扩大其原油产量，俄罗斯和欧佩克国家长期大规模减产动力仍显不足，国际原油供给过剩态势仍将持续。同时，美元流动性收紧，能源去金融化进程仍将继续，也将使原油价格维持中低位。

图 1：2018 年以来国际原油价格走势（美元/桶）



资料来源：Choice，中诚信证评整理

目前美国、沙特和俄罗斯三大产油国原油产量处在记录高位，叠加预期 2019 年全球经济增长放

缓，市场担忧供应过剩而需求趋弱。在原油需求不旺的情况下，当前决定油价的核心因素依然为供给侧，2019年1月OPEC原油产量继续大幅减少，但叠加中美贸易谈判影响，未来一段时间油价或将维持中低位波动态势。

2017年以来，石油和化工行业多个基础品种价格上涨超预期，行业景气度边际改善明显，经济运行总体稳中向好。同时，在需求端相对稳定甚至回暖的状态下，小企业产能主动或被动出清，产能向龙头公司进一步集中趋势明显，各细分行业龙头公司将成为景气度持续改善的最大受益者。根据国家统计局数据显示，截至2018年末，石油和化工行业规模以上企业27,813家，全年增加值同比增长4.6%，比上年提高0.6个百分点；主营业务收入12.4万亿元，同比增长13.6%；利润总额8,393.8亿元，同比增长32.1%，分别占全国规模以上工业主营业务收入和利润总额的12.1%和12.7%；出口交货值7,018.7亿元，同比增长22.0%；资产总计12.81万亿元，同比增加5.3%，占全国规模以上工业总资产的11.3%，资产负债率54.56%，比上年下降1.4个百分点。2018年，石化业规模以上企业主营收入利润率为6.77%，同比上升0.95点；其中，石油和天然气开采业利润大增587.2%，石油加工业利润下降3.4%，化学工业利润增幅16.3%。总体来看，2018年行业经济运行呈现出效益保持较快增长态势、经济结构继续优化升级、出口好于预期、能源消费增长加快等主要特点。

在石油和化工行业经济高速增长背景下，行业发展仍然存在着诸多挑战和制约因素。

资源制约日益严峻。2018年，我国原油进口量达4.62亿吨，同比增长10.1%；原油加工量6.04亿吨，同比增长6.8%，原油对外依存度达到70.83%，同比提高2.5个百分点；当年，天然气进口量达到1,257.2亿立方米，同比增幅高达31.9%，进口量首次超过日本，成为全球第一大天然气进口国，对外依存度升至43.2%，同比增长4.8个百分点。我国石油及天然气原料对外依存度不断升高，资源约束愈发严峻。

产能仍显过剩。经多年持续发力，化工行业化

解过剩产能、尤其是淘汰落后产能工作取得了一定成效。但据2019年1月14日中国石化发布的《2019中国能源化工产业发展报告》显示，2019年国内炼油能力预计增加4,500万吨，达8.8亿吨，增量全部来自民营炼厂；2020年，预计全国炼油产能将再增1,500万吨，突破9亿吨关口。在此背景下，我国炼油产能过剩矛盾日益突出，2018年全国炼油能力为8.31亿吨/年，较上年净增2,225万吨/年，增幅为2.72%，超过全球净增能力的一半。与炼油能力逐年上升相反的是，我国炼油化工机械行业生产企业规模普遍较小，产业集中度较低；同时我国石油化工行业正在转型升级阶段，低端炼油化工设备需求不断降低，近年炼油化工设备产销量连年下降。2018年国内炼化专用设备产量约162.2万吨，同比减少约6.84%；国内需求量约149.9万吨，同比减少约10.72%。

产能结构性矛盾仍然突出。一方面传统产能过剩尚未根本改变，去产能任务仍较艰巨，特别是随着近两年价格的回升，一些过剩投资冲动回升，炼油行业近年来在成品油供需矛盾加大、装置开工水平低位情况下，一批项目仍在新建或扩能，2017年以来氯碱、聚氯乙烯新增产能亦较多。另一方面高端产品和专用化学品依然短缺，战略新兴产业发展仍显滞后。2018年，全行业贸易逆差2,832.6亿美元，同比增长43.8%，其中进口有机化学品681.18亿美元，同比增长21.3%，逆差164.4亿美元，同比增长12.0%；合成橡胶进口量441万吨，增幅1.20%；乙二醇进口量980万吨，同比增长12.8%；二甲苯（PX）进口量1,621万吨，同比增长9.5%。

安全环保压力加大。2016年以来中央环保督察多次进驻天津、山西、辽宁、安徽、福建、湖南、贵州等地进行环保督查，对部分化工企业的开工率带来一定压力。2017年11月27日，国家环保部印发了《重点排污单位名录管理规定（试行）》，对重点排污单位的筛选原则进一步明确，要求设区的市级人民政府环境保护主管部门结合企业污染物排放量、重点行业、排污许可证管理的重点企业等条件，确定本辖区内重点排污单位名录并按《企业事业单位环境信息公开办法》的规定向社会公开。下

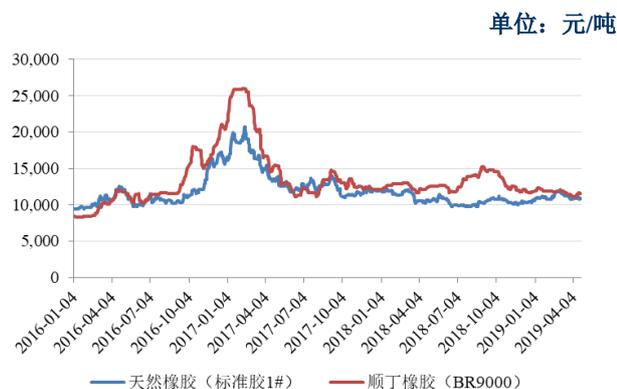
阶段，环保部将开展依证执法，打击无证排污企业，实现核发一个行业，清理一个行业，达标一个行业，规范一个行业，全面提高固定污染源管理效能。2017年12月5日，国家发展改革委、工业和信息化部两部委联合发布《关于促进石化产业绿色发展的指导意见》，从更高的层面完善行业绿色标准，建立绿色发展长效机制，推动石化产业绿色可持续发展。2019年3月21日，位于江苏省盐城市响水县陈家港化工园区的江苏天嘉宜化工有限公司突发爆炸事故，引起化工行业震动，江苏省出台整治方案，其他省份也对化工企业安全运行引起高度关注。这一事件对化工行业未来的发展意义深远，行业变革继续深化。

整体而言，当前油价处于中低位，同时我国石油和化工行业坚持深化供给侧结构性改革，大力推进创新驱动和转型升级，行业经济实现高速发展；但行业产能结构性过剩矛盾和风险仍存，安全环保压力加大等问题依然困扰行业发展。

2018年天然橡胶及合成橡胶价格整体低位震荡，对相关企业经营带来一定负面影响

由于国内橡胶供应存在刚性缺口，2018年天然橡胶对外依存度仍较高，为75.9%，当年外胶进口量继续保持较高水平。根据海关总署数据，2018年，我国天然橡胶和合成橡胶（包括胶乳）进口量为701万吨，同比减少1.96%。其中合成橡胶进口量为441万吨，同比增长1.15%；因复合胶标准进行调整，2018年天然橡胶进口量有所萎缩，同比减少6.81%至260万吨。

图2：2016.1~2019.4 橡胶价格走势



资料来源：Choice 金融终端，中诚信证评整理

价格方面，2018年全球天然橡胶仍处于产量高

峰期且供应持续增长，而高库存消化难度较大，在下游需求无大改观的情况下，2018年天然橡胶供需矛盾仍十分严重，叠加合成橡胶价格持续下跌等诸多利空因素影响，2018年以来天然橡胶价格低位震荡。作为天然橡胶同类产品，合成橡胶价格走势基本和天然橡胶基本一致，但自7月份起，顺丁装置大面积停车，市场供应面较为紧张，顺丁橡胶价格涨幅大幅增长；10月以来补货需求减弱，且终端需求跟进乏力，市场商谈价格松动而出现回落行情。

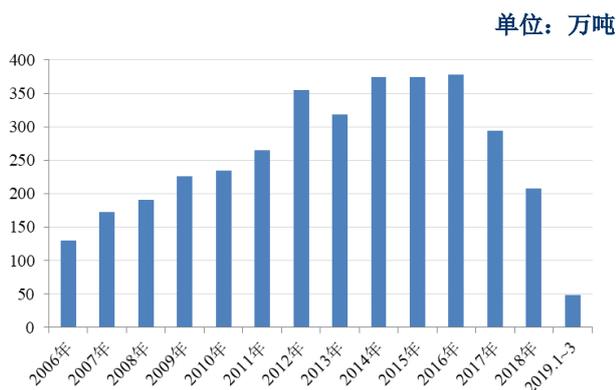
总体来看，在供应持续增长，高库存消化难度较大及下游需求无大改观的背景下，2018年以来天然橡胶和合成橡胶价格震荡走低，对相关企业经营带来一定负面影响。

2018年，农药行业供给侧改革成效逐步显现，行业供需格局持续改善，出口额保持增长

与全球农药行业的高度集中不同，我国农药生产企业众多，规模普遍偏小，呈现多而分散、技术水平和产品质量参差不齐等特点。2016年5月，中国农药工业协会正式发布《农药工业“十三五”发展规划》，提到要推进农药产业结构调整，鼓励通过兼并、重组、股份制改造等，实现企业大型化。2019年3月，江苏响水爆炸事故发生后，江苏省的整治措施将使得行业短期供给缩减；但长远来看，不达标化工园区和企业的整治、关停，将使得行业向安全风险低、环保管理水平高和技术水平高的企业集中，有利于农药行业集中度进一步提升。

受环保压力加大和中小企业产能逐渐退出的影响，2016年以来我国化学农药产量持续下降，2018年全国化学农药原药产量为208.3万吨，同比减少9.5%；2019年一季度全国化学农药原药产量为48.8万吨，同比减少25.72%。农药行业供给侧改革成效逐步显现，落后产能逐步出清，行业供需格局持续改善。

图 3：2006 年~2019 年一季度我国农药原药产量



资料来源：choice 数据，中诚信证评整理

国内需求方面，随着国家农药化肥零增长政策的进一步贯彻实施，高效、低毒、环保农药品种的比例不断增大，国内农药使用量不断下降。根据农业部数据显示，我国农药使用量零增长目标已经提前三年实现。随着使用技术的提升，机械化、智能化施药体系不断完善，未来用量只减不增。

出口方面，由于发达国家农药企业受环保和生产成本等因素影响，农药的生产基地一直在向外转移，中国农药企业在原料配套、劳动力成本等方面具有较强的综合优势，从而成为最主要的产能转移承接者。近年来，我国农药出口量逐年增长，目前已成为世界上主要的农药出口国。全球市场约有 70% 的农药原药在中国生产，中国农药产品出口到 180 多个国家，市场覆盖东南亚、南美、北美、非洲和欧洲等地区。2018 年，受中美贸易战影响，我国农药出口数量为 149.00 万吨，同比减少 8.70%；但出口金额同比增长 9.80% 至 52.27 亿美元，继续

保持上升趋势。

图 4：2008 年~2019 年一季度我国农药出口情况



资料来源：Wind，中诚信证评整理

总体来看，目前我国农药企业正面临单体生产规模偏小、科研实力薄弱、行业集中度低等不利因素的影响，但随着行业供给侧改革加快及环保力度加大，农药行业过剩产能将逐步淘汰、产业结构及行业集中度将不断提升。

业务概况

跟踪期内，公司继续推进产业结构优化调整，逐步实现由传统贸易分销公司向大型产业化集团的战略转型。2018 年公司将原轻量化材料业务中的聚烯烃等传统分销化学品业务整合到中化集团，同时受天然橡胶业务规模缩减影响，2018 年公司总收入同比减少 4.02% 至 599.57 亿元；但高性能中间体及新材料、聚合物添加剂和医药健康等业务板块仍保持增长趋势，对营业收入形成重要补充。

表 1：2016~2018 年公司营业收入构成情况

业务名称	2016		2017		2018	
	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)
高性能中间体及新材料	54.68	10.15	78.36	12.54	90.71	15.13
农用化学品	28.37	5.27	33.89	5.42	33.02	5.51
天然橡胶	118.99	22.09	153.10	24.51	143.95	24.01
轻量化材料	205.77	38.20	202.74	32.46	211.76	35.32
聚合物添加剂	22.73	4.22	27.92	4.47	29.40	4.90
医药健康	19.75	3.67	25.67	4.11	31.09	5.19
化工物流	40.23	7.47	52.37	8.38	59.30	9.89
其他业务	48.19	8.95	50.60	8.10	0.33	0.06
合计	538.70	100.00	624.66	100.00	599.57	100.00

注 1：公司于 2017 年收购中化塑料 100% 股权，将其纳入“轻量化材料”板块，并对 2016 年数据进行了追溯调整；

注 2：公司其他业务原为矿石、煤焦和锆英砂等贸易业务；2016 年公司将矿石业务调入轻量化材料板块，2018 年将煤焦和锆英砂业务调入轻量化材料板块；

注 3：扬农集团系高性能中间体及新材料业务的运营主体，其农药收入仍计入该板块。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在供给侧改革及环保力度加大的背景下，2018年公司增持扬农集团并拟将中化作物置入，进一步优化业务结构和产业链，农药和精细化工主要产品呈现稳中有增态势，业务发展良好

高性能中间体及新材料方面，2018年公司增持扬农集团，直接持股比例达到40.00%，并受托管理中化集团、中化浙江分别持有的扬农集团0.04%和39.84%的股权，进一步增强了对扬农集团盈利资产的控制力。

表 2：公司高性能中间体及新材料板块主要产品经营情况

单位：吨、%、元/吨

种类	科目	2017	2018
杀虫剂	产量	11,426	12,573
	销量	11,236	12,498
	产销率	98.33	99.40
	销售均价	169,800	211,987
除草剂	产量	47,805	50,985
	销量	48,396	51,588
	产销率	101.24	101.18
	销售均价	41,000	39,224
烧碱	产量	244,000	228,029
	销量	220,004	201,638
	产销率	90.17	88.43
	销售均价	2,972	2,796
环氧树脂	产量	132,964	111,669
	销量	115,013	96,436
	产销率	86.50	86.36
	销售均价	14,428	17,965
二氯苯	产量	84,899	84,548
	销量	73,326	75,175
	产销率	86.37	88.91
	销售均价	6,642	6,522
硝基氯苯	产量	90,095	92,423
	销量	98,265	97,552
	产销率	109.07	105.55
	销售均价	5,305	6,140
环氧氯丙烷	产量	114,771	115,645
	销量	115,963	115,782
	产销率	101.04	100.12
	销售均价	8,396	10,376

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018年，扬农集团持续推进产品结构调整及技

术升级，在供给侧改革和安全环保监管持续深化的背景下，全年实现销售收入 90.71 亿元，同比增长 15.76%。随着农药行业落后产能逐渐出清，扬农集团产业链及品牌优势进一步得以凸显，下游需求量充足，叠加优嘉二期等项目投产，当年扬农集团杀虫剂产量增至 12,573 吨，同比增长 10.04%；受益于全球转基因作物耕种面积持续增长以及转基因种子销售额增速扩大，2018 年扬农集团除草剂产量同比增长 6.65%至 50,985 吨。跟踪期内，受环保政策趋严以及重大峰会限产影响，扬农集团烧碱产量同比减少 6.55%至 228,029 吨；此外，环氧氯丙烷、二氯苯和硝基氯苯产量保持增长，环氧树脂产量同比有所减少。2018 年，扬农集团农药产品产销率均保持在 96%以上，产销衔接情况较好；受环保因素影响，杀虫剂供给收缩明显，2018 年杀虫剂价格同比上涨 24.85%至 211,987 元/吨，除草剂价格全年有所波动，同比略有下降。当年烧碱销量 201,638 吨，同比基本持平；销售价格 2,796 元/吨，同比略有下降，但仍处于相对高位。此外，环氧树脂、环氧氯丙烷、二氯苯和硝基氯苯等有机中间体销量较上年变化不大，但销售均价整体呈上涨态势。整体看，2018 年扬农集团主要产品产销量及销售均价基本保持增长趋势，整体业务规模逐步扩张。

农用化学品方面，2018年8月2日，公司拟将持有的中化作物100%股权转让予扬农集团子公司公司扬农化工，双方已签订意向书，目前仍在进行谈判磋商。转让完成后，公司将进一步提升产业链核心价值，优化业务结构。当年公司农用化学品业务实现营业收入33.02亿元，同比基本持平。生产方面，2018年公司除草剂、杀虫剂和杀菌剂产量保持增长，分别为2,971吨、1,132吨和108吨（原药和制剂合并口径）。销售方面，由于公司农用化学品业务以贸易为主并与孟山都等保持代理合作，受贸易摩擦等市场环境的影响，2018年除草剂销量同比减少 17.50%至64,284吨；当年杀虫剂和杀菌剂销量同比分别增长58.95%和46.10%。价格方面，2018年除草剂销售均价为32,912元/吨，同比上涨18.16%，主要是当年公司孟山都和农达品牌产品销售占比有所提升，且其价格比其他品牌相对较高；2018年杀虫

剂价格达到111,189元/吨，同比上涨15.64%，杀菌剂均价同比基本持平。此外，当年该板块其他产品业务量同比萎缩。整体看，2018年公司除草剂销量同比减少，但杀虫剂和杀菌剂保持量价齐升态势。

表 3：公司农用化学品主要产品经营情况

		单位：吨、元/吨	
产品		2017	2018
除草剂	销量	77,917	64,284
	均价	27,854	32,912
杀虫剂	销量	2,575	4,093
	均价	96,153	111,189
杀菌剂	销量	1,857	2,713
	均价	88,020	88,275

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

聚合物添加剂业务方面，公司聚合物添加剂业务主要产品包括防老剂6PPD和中间体RT培司等，合计产能约15万吨/年，产能利用率和产销量均保持在90%以上的较高水平。2018年，公司防老剂PPD产销量分别为13.83万吨和13.80万吨，同比均略有增长，并已与世界前20强轮胎生产商中的大部分企业建立了长期合作关系，产品覆盖国内外绝大多数橡胶防老剂市场用户。2018年，公司聚焦核心客户，优化内外贸客户结构，并根据市场变化及时调整销售策略，收入同比增长5.30%至29.40亿元。

2018 年公司天然橡胶销量恢复增长，但天然橡胶市场价格震荡下行，处于周期性低位，叠加印尼产区气候变化因素，负面影响公司收入规模和盈利空间

截至2018年末，公司及下属参控股子公司在全球范围内合计拥有可种植面积11.16万公顷，已种植面积3.69万公顷，同比增加0.39万公顷；天然橡胶生产加工产能160万吨/年，同比增加10万吨/年，分销网络遍布全球350座城市，全球市场份额在11%左右。

表 4：公司天然橡胶业务经营情况

		单位：万公顷、万吨、元/吨	
		2017	2018
可种植面积		12.00	11.16
已种植面积		3.30	3.69
产能		150	160
销量		113	140
平均销售价格		12,831	9,935

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018年，公司天然橡胶销量恢复增长，但全球天然橡胶市场价格震荡下行，处于周期性低位，公司天然橡胶销售均价同比下滑 22.57%至 9,935 元/吨；全年天然橡胶业务实现销售收入 143.95 亿元，同比缩减 5.98%。同时，由于印尼产区气候变化因素导致农业产胶量大幅下滑，一定程度上影响了公司在印尼产区的原料采购及盈利空间。在橡胶市场价格下行的背景下，2018年公司天然橡胶业务毛利率同比下降 5.16 个百分点至 7.08%。近年天然橡胶价格波动剧烈，且国外市场受气候等不可控因素影响较大，未来公司该板块业务获利能力仍存在波动风险，中诚信证评对此予以关注。

2018 年，公司推进传统分销化学品业务整合，积极开拓新的货源与客户，收入规模实现增长；医药健康业务亦保持增长趋势；年末化工物流业务完成出表

轻量化材料系公司传统化工分销业务，为配合中化集团战略发展，2018年公司将聚烯烃等传统分销化学品业务整合到中化集团下属“能源事业部”统筹管理，同时当年将煤焦和锆英砂业务调入轻量化材料板块，积极开拓新的货源与客户，使得轻量化材料业务同比增长4.45%至211.76亿元。

公司医药健康业务亦保持良好发展趋势，2018年营业收入同比增长21.11%至31.09亿元。其中，中化江苏有限公司（以下简称“中化江苏”）大力推进战略核心业务拓展，进一步完善平台建设，2018年医疗器械业务收入规模同比增加4.45亿元；中化健康产业发展有限公司（以下简称“中化健康”）在传统业务保持稳定发展的同时，坚持产品创新，围绕天然甜味剂甜菊甙，探索全产业链资源整合，行业影响力不断提升。但受保健品等采购价格上涨，当年中化健康业务成本有所增加。

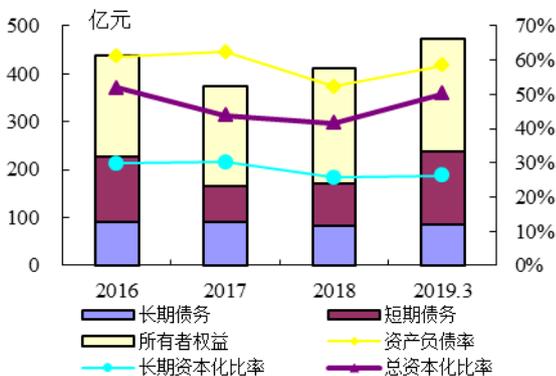
此外，2018年中化物流业务实现营业收入59.30亿元，同比增长13.23%。但公司为推进战略转型，专注于精细化工主业，已于2018年12月31日将中化物流100%股权予以转让并完成交割手续，后续中化物流不在纳入公司合并报表范围。

财务分析

以下分析基于公司提供的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 2016~2017 年审计报告和经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）¹ 审计并出具标准无保留意见的 2018 年审计报告，以及公司提供的未经审计的 2019 年一季度财务报表。公司财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。公司 2016~2017 年审计报告存在同一控制下企业合并追溯调整情况，故 2016 年数据均采用 2017 年审计报告期初数。

资本结构

图 5：2016~2019.3 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受中化物流出表影响，2018 年末公司总资产同比减少 9.74% 至 503.29 亿元，总负债同比减少 24.16% 至 263.28 亿元。当年末所有者权益合计 240.01 亿元，同比增长 14.06%，主要系少数股东在扬农集团的股权变动使得少数股东权益同比增加 25.22 亿元至 127.58 亿元。同期，公司资产负债率和总资本化比率分别为 52.31% 和 41.54%，同比分别降低 9.95 个百分点和 2.33 个百分点，财务结构有所优化。但 2019 年以来，公司短期债务大幅增长，3 月末资产负债率和总资本化比率分别增至 58.36% 和 50.13%。

从资产结构来看，2018 年末公司流动资产占资产总额的比重为 58.79%，主要由货币资金、应收票据、应收账款、其他应收款、存货、持有待售资产以及其他流动资产构成。当年末公司货币资金为 87.24 亿元，集中于银行存款，流动性较强；应收

票据为 26.21 亿元，均为银行承兑汇票，同比基本持平；应收账款同比减少 15.40% 至 42.90 亿元，公司应收账款以重点客户为主，回收风险相对较低，2018 年计提坏账准备金额 0.67 亿元，年末坏账准备余额 1.80 亿元；其他应收款为 12.91 亿元，同比增长 19.80%，主要包括资金往来款、应收退税款和保证金等，当年年末计提坏账准备金额 0.24 亿元，年末坏账准备余额 3.24 亿元；存货同比减少 6.06% 至 61.21 亿元，当年计提存货跌价准备 3.52 亿元，在天然橡胶及化工产品价格波动的行情下，公司存货面临一定的跌价风险。公司 2017 年持有待售资产系已转让而尚未完成交割的中化物流相关资产，当年末账面余额为 91.40 亿元，2018 年末已完成交割。2018 年末公司其他流动资产为 55.85 亿元，同比增长 271.67%，主要系公司购买的理财产品增加使得可供出售金融资产大幅增加，同时向中化物流提供资金拆借 26.77 亿元，预计 2019 年收回。

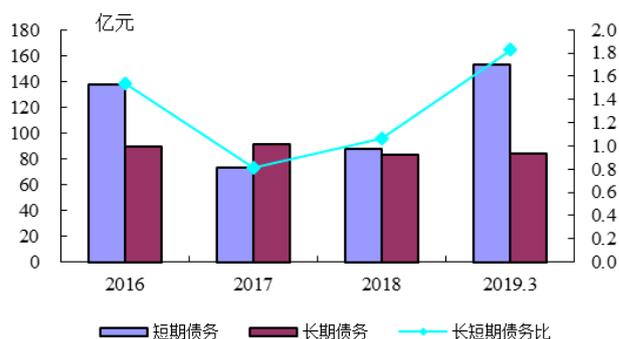
公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、生产性生物资产、无形资产和商誉构成。2018 年末固定资产为 77.26 亿元，同比增长 16.92%，主要系在建工程转固；当年末，在建工程同比增长 27.22% 至 11.73 亿元，主要为一氯二氯吡虫啉和瑞恒新建连云港项目等；生产性生物资产 15.28 亿元，同比增长 28.19%，主要为公司所持有的位于喀麦隆和科特迪瓦的橡胶林，其中年末账面净值为 12.73 亿元的橡胶林尚未达到可使用状态；无形资产为 38.43 亿元，主要为土地使用权和专利等；商誉为 45.71 亿元，主要系公司近年吸收合并 GMG、扬农集团及合盛公司等多家企业形成，2018 年子公司 Halcyon Agri Corporation Limited 非同一控制下收购 Kelvin Terminals B.V. 等公司新增商誉 6.25 亿元，子公司圣奥化学非同一控制下收购山东华鸿化工有限公司新增商誉 1.64 亿元，但由于天然橡胶市场需求低迷，国际橡胶价格下跌，包含商誉的相关资产组预计未来现金流量的现值低于其账面价值，当年公司计提商誉减值准备 6.50 亿元，中诚信证评对此保持关注。此外，2018 年末公司其他非流动资产 4.97 亿元，系预付长期资产款项，当年末同比增加 4.91 亿元，主要是预付工程采购款增加所致。

¹ 公司定期轮换年度决算审计师。

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，2018 年末占比为 64.54%，主要包括短期借款、应付票据、应付账款和其他应付款。2018 年末，公司短期借款同比增长 11.46%至 50.47 亿元，主要系海外子公司借款增加所致，2019 年 3 月末公司短期借款继续攀升至 117.72 亿元，公司短期偿债压力加大；应付票据均为应付银行承兑汇票，当年末同比增长 16.86%至 23.43 亿元；应付账款 42.52 亿元，主要为商品采购款、工程项目款和劳务服务款等，2018 年应付账款同比减少 27.85%，主要系商品采购款同比减少 27.97%；其他应付款主要为预提费用（3.99 亿元）、资金往来款（2.44 亿元）和暂估工程款（2.39 亿元）等，当年末为 17.07 亿元，同比增长 57.91%，主要系新增暂估工程款 2.39 亿元、收购股权款 1.10 亿元和资金往来款 2.44 亿元。此外，2018 年末公司预收款项和持有待售负债分别为 8.26 亿元和 0 亿元，同比分别减少 36.29 亿元和 50.82 亿元，系中化物流出表所致。2018 年末公司非流动负债为 93.35 亿元，主要包括长期借款和应付债券。其中，应付债券为 45.41 亿元，主要包括 11 中化 02、16 中化债和无担保优先债券等，2018 年公司部分应付债券转入一年内到期的非流动负债使得当年末应付债券同比减少 19.34%。

从债务期限结构来看，2018 年公司银行借款增加使得当年末总债务规模同比增长 3.70%至 170.58 亿元；其中，短期债务 87.83 亿元，同比增长 19.50%，长短期债务比（短期债务/长期债务）由上年末的 0.81 倍增至 1.06 倍。2019 年一季度，公司总债务规模 237.46 亿元，其中短期债务规模 153.32 亿元，长短期债务比为 1.82 倍，债务期限结构有待进一步优化。

图6：2016~2019.3公司债务结构情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，跟踪期内，公司财务杠杆仍保持适中水平；但债务规模持续增长，以短期债务为主的债务期限结构有待优化，同时在天然橡胶及化工产品价格波动的行情下，公司存货面临的跌价风险以及由此带来的商誉减值风险值得关注。

盈利能力

图7：2016~2019年一季度公司收入成本情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018年公司将聚烯烃等传统分销化学品业务整合到中化集团下属“能源事业部”统筹管理，同时天然橡胶受行情及国外地缘因素影响，业务规模缩减，使得当年总收入同比减少4.02%至599.57亿元。从毛利率来看，2018年天然橡胶市场价格震荡下行，同时印尼产区气候变化一定程度上影响了公司原料采购及盈利空间，当年天然橡胶业务毛利率同比下降5.16个百分点至7.08%；但高性能中间体及新材料和农用化学品板块在下游供需、环保督查加严等因素影响下，产品价格有所上涨，同时公司推进产品转型，当年两类业务板块毛利率均同比提升，使得公司整体毛利率同比提升0.76个百分点至12.03%；2019年一季度，公司毛利率提升至14.82%。

表 5：2016~2019 年一季度公司期间费用构成

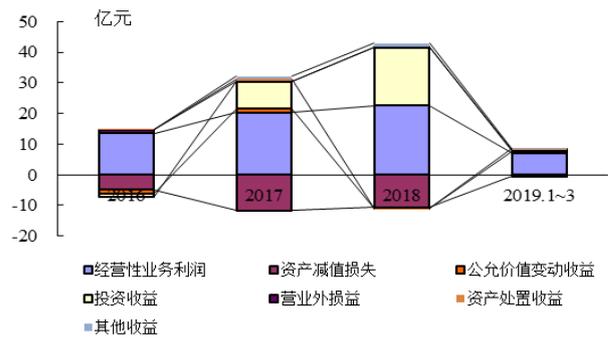
	单位：亿元、%			
	2016	2017	2018	2019.1~3
销售费用	12.16	13.98	13.32	3.03
管理费用	17.82	21.59	22.93	5.15
研发费用	3.24	4.99	6.14	1.47
财务费用	4.10	7.75	5.32	1.42
期间费用合计	37.32	48.32	47.72	11.06
期间费用/收入	6.93	7.74	7.96	8.81

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2018年公司期间费用合计47.72亿元，同比基本持平。具体来看，公司销售费用主要系运输包装费及销售人员薪资等，2018年为13.32亿元，同比基本持平；同期管理费用为22.93亿元，同比略有增长，主要系职工薪酬待遇提升以及无形资产摊销增加；公司不断提升自主创新能力，研发费用增加，2018年为6.14亿元，同比增长23.05%；同期财务费用为5.32亿元，同比减少31.35%，主要是受当年美元对人民币汇率升高所致。2018年公司期间费用收入占比为7.96%，同比略有增长；2019年一季度增至8.81%，公司期间费用控制能力有待提升。

利润总额方面，2018年公司利润总额主要来源于经营性业务利润和投资收益，得益于化工板块业务规模扩张、获利能力提升以及投资收益大幅增加，当年利润总额同比增长56.72%至31.97亿元。2018年公司经营性业务利润22.51亿元，同比增长10.80%；同期发生资产减值损失10.56亿元，同比减少9.75%，其中存货跌价损失3.46亿元、商誉减值损失6.50亿元。2018年公司处置江山股份（600389.SH）等联营公司，取得投资收益19.00亿元，同比增长110.91%；同时当年实现净利润21.08亿元，同比增长54.23%，盈利能力持续增强。

图 8：2016~2019 年一季度公司利润总额构成



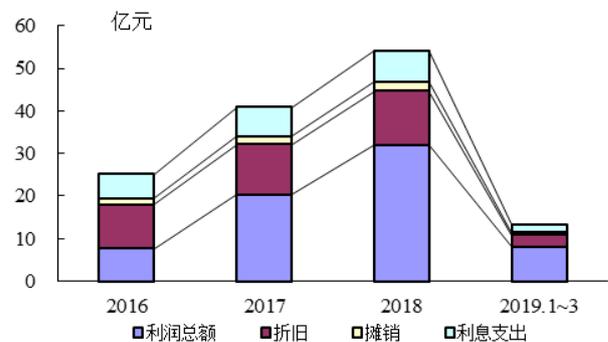
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，受益于化工行业回暖及业务结构调整优化，2018年公司整体盈利能力持续增强；但仍需关注天然橡胶、化工产品价格波动以及汇率波动风险对公司盈利能力带来的不利影响。

偿债能力

公司 EBITDA 由折旧、摊销、利息支出及利润总额构成，2018 年 EBITDA 为 54.22 亿元，同比增长 32.51%；当年末总债务/EBITDA 指标由上年末的 4.02 倍下降至 3.15 倍，EBITDA 利息保障倍数由上年末的 5.95 倍上升至 7.44 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度提高。

图 9：2016~2019 年一季度公司 EBITDA 构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

经营性现金流方面，2018 年公司加大回款力度，经营活动净现金流同比增长 170.11%至 23.64 亿元，经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.14 倍和 3.24 倍，同比均有所提升，经营净现金流能对债务利息保障程度有所提升。

表 6：2016~2019 年一季度公司偿债能力指标

	2016	2017	2018	2019.1~3
短期债务（亿元）	137.38	73.50	87.83	153.32
长期债务（亿元）	89.55	91.00	82.75	84.13
长短期债务比（X）	1.53	0.81	1.06	1.82
总债务（亿元）	226.93	164.50	170.58	237.46
经营性净现金流（亿元）	20.87	8.75	23.64	-9.30
经营活动净现金/利息支出（X）	3.55	1.27	3.24	-5.04
经营活动净现金/总债务（X）	0.09	0.05	0.14	-0.16*
EBITDA（亿元）	25.17	40.92	54.22	13.33
总债务/EBITDA（X）	9.01	4.02	3.15	4.45*
EBITDA 利息倍数（X）	4.28	5.95	7.44	7.23

注：带“*”财务指标已经年化处理。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2019 年 3 月末，公司对山东省泰安泰龙软管软管厂担保 0.11 亿元，对外担保规模较小，或有负债风险相对可控。此外，公司无重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债。

财务弹性方面，截至 2019 年 3 月末，公司获得多家金融机构合计 565.88 亿元的银行授信额度，其中未使用授信额度为 398.72 亿元，备用流动性充足。

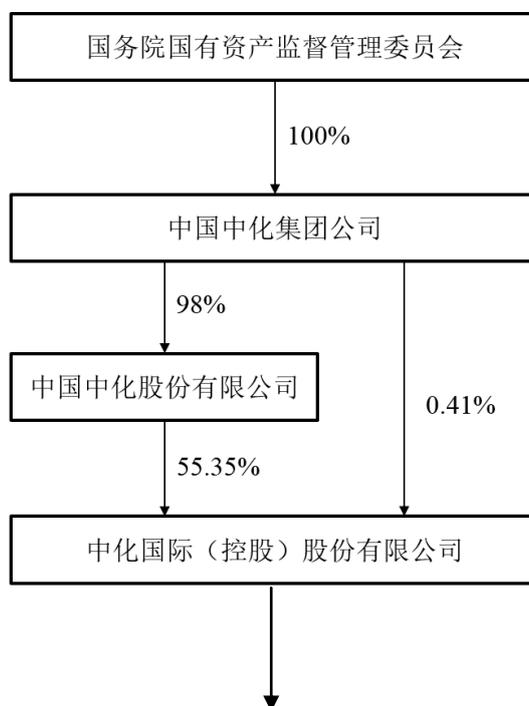
过往债务履约情况方面，公司与银行等金融机构建立了长期的合作关系，根据公司提供的资料，公司近年借款均能够按时还本付息，不存在逾期而未偿还的债务。

总体来看，2018 年公司继续实施战略转型，推进业务结构调整优化，产业整合和业务组合优化能力持续增强。同时，受益于化工行业回暖及外延式发展，公司盈利能力逐步提升，EBITDA 对债务本息的保障程度提高，备用流动性充足，整体偿债能力极强。

结 论

综上，中诚信证评维持中化国际（控股）股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“中化国际（控股）股份有限公司公开发行 2016 年公司债券”信用等级为 **AAA**。

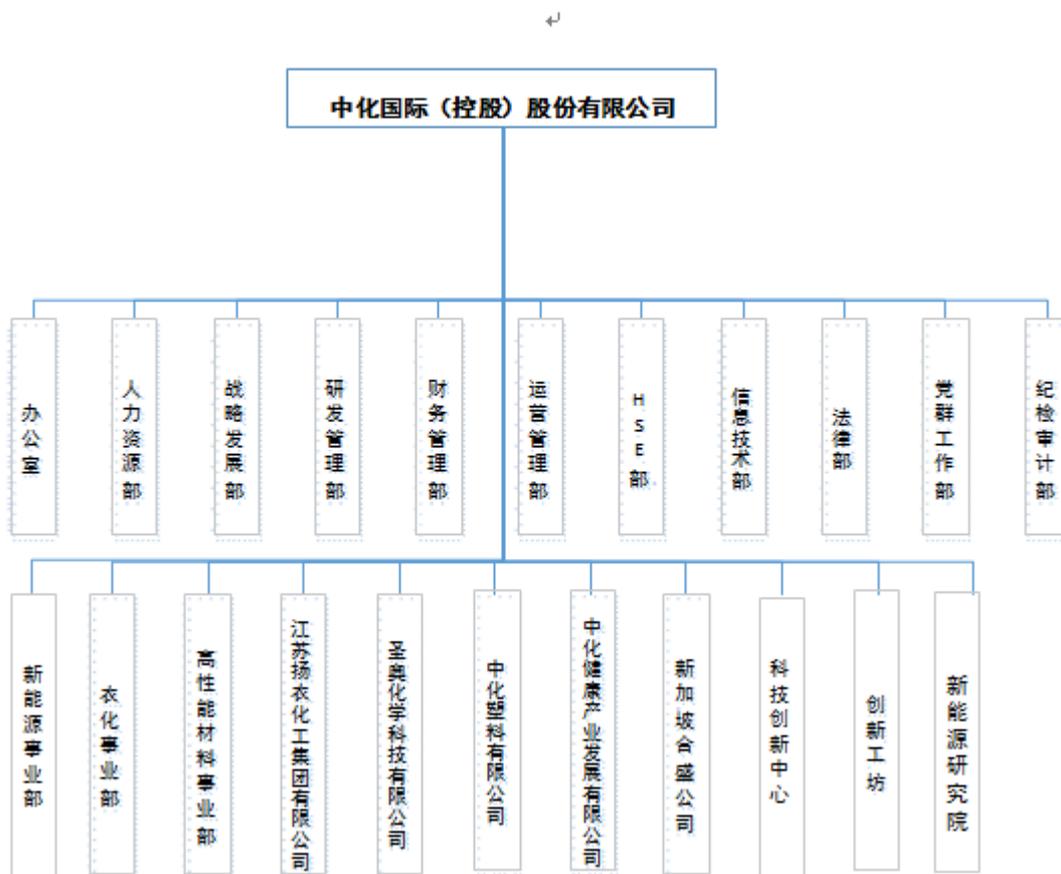
附一：中化国际（控股）股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



一级子公司名称	持股比例 (%)	一级子公司名称	持股比例 (%)
Sinochem International (Overseas) Pte.,Ltd.	100.00	中化作物保护品有限公司	100.00
青岛中化闻创贸易有限公司	100.00	上海中化科技有限公司	100.00
上海德寰置业有限公司	100.00	江苏扬农化工集团有限公司	40.00
中化塑料有限公司	100.00	沈阳中化农药化工研发有限公司	100.00
中化健康产业发展有限公司	100.00	中化国际（香港）化工投资有限公司	100.00
上海瞻元新材料科技有限公司	100.00	宁夏中化锂电池材料有限公司	94.00
中化连云港产业园管理有限公司	100.00	淮安骏盛新能源科技有限公司	79.49
中化（宁波）润沃膜科技有限公司	70.00		

资料来源：公司提供

附二：中化国际（控股）股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：中化国际（控股）股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.1~3
货币资金	812,363.92	943,817.19	872,422.78	952,241.75
应收账款净额	525,105.37	507,101.01	428,980.30	576,252.58
存货净额	623,501.70	651,568.73	612,089.71	691,057.17
流动资产	2,569,500.41	3,631,291.18	2,958,651.31	3,454,163.36
长期投资	461,086.59	189,429.33	60,925.65	67,362.07
固定资产合计	1,401,590.97	903,177.22	1,077,404.92	1,150,686.67
总资产	5,391,126.32	5,576,065.76	5,032,909.64	5,672,565.28
短期债务	1,373,818.15	735,010.98	878,256.73	1,533,210.11
长期债务	895,528.20	909,986.05	827,511.47	841,341.39
总债务（短期债务+长期债务）	2,269,346.36	1,644,997.03	1,705,768.20	2,374,551.50
总负债	3,287,791.58	3,471,722.84	2,632,774.67	3,310,508.70
所有者权益（含少数股东权益）	2,103,334.75	2,104,342.92	2,400,134.97	2,362,056.58
营业总收入	5,387,044.73	6,246,607.46	5,995,657.34	1,256,469.72
三费前利润	508,846.21	686,380.35	702,305.00	182,436.91
投资收益	-9,691.28	90,090.28	190,012.82	5,379.47
净利润	57,130.32	136,699.46	210,827.62	65,677.98
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	251,741.65	409,216.79	542,238.37	133,292.96
经营活动产生现金净流量	208,672.00	87,516.79	236,393.37	-93,014.72
投资活动产生现金净流量	-223,098.66	325,326.47	-427,164.01	-290,893.36
筹资活动产生现金净流量	313,295.37	-213,975.41	36,173.36	489,719.94
现金及现金等价物净增加额	296,012.35	190,292.55	-159,013.97	96,250.89
财务指标	2016	2017	2018	2019.1~3
营业毛利率（%）	9.68	11.27	12.03	14.82
所有者权益收益率（%）	2.72	6.50	8.78	11.12*
EBITDA/营业总收入（%）	4.67	6.55	9.04	10.61
速动比率（X）	0.86	1.21	1.38	1.18
经营活动净现金/总债务（X）	0.09	0.05	0.14	-0.16*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.15	0.12	0.27	-0.24*
经营活动净现金/利息支出（X）	3.55	1.27	3.24	-5.04
EBITDA 利息倍数（X）	4.28	5.95	7.44	7.23
总债务/EBITDA（X）	9.01	4.02	3.15	4.45*
资产负债率（%）	60.99	62.26	52.31	58.36
总资本化比率（%）	51.90	43.87	41.54	50.13
长期资本化比率（%）	29.86	30.19	25.64	26.26

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；2、带“*”财务指标已经年化处理；3、近三年一期，公司“长期应付款”中的应付融资租赁款分别为5,566,563.20元、2,336,021.71元、3,583,173.96元和3,432,301.53元；2019年一季报，“其他非流动负债”中有息债务金额262,891,209.53元，中诚信证评在分析债务指标时，将上述数据计入长期债务。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他一年内到期的付息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期付息债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（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））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

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

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业收入-营业成本合计-营业税金及附加-三费

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，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，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。