

新疆天业股份有限公司

公开发行可转换公司债券信用评级报告

项目负责人：王梦莹 mywang01@ccxi.com.cn 王梦莹

项目组成员：刘逸伦 ylliu@ccxi.com.cn 刘逸伦

评级总监：刘洋

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021年7月27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。

■ 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。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]1979D 号

新疆天业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“新疆天业股份有限公司公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定，本期可转换公司债券的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年七月二十七日



发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	转股期限	偿还方式	发行目的
新疆天业股份有限公司	不超过 30 亿元 (含 30 亿元)	6 年	可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起, 至可转债到期日止	每年付息一次, 到期归还本金和支付最后一年利息	用于投资天业汇祥年产 25 万吨超净高纯醇基精细化学品项目、天业汇祥年产 22.5 万吨高性能树脂原料项目及补充流动资金

评级观点: 中诚信国际评定新疆天业股份有限公司(以下简称“天业股份”或“公司”)主体信用等级为 **AA+**, 评级展望为稳定; 评定“新疆天业股份有限公司公开发行可转换公司债券”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了公司区域和资源优势明显、拥有绿色环保型循环经济产业链、产业链竞争力突出、经营获现能力较好、资产并购后盈利能力增强、较大的股东支持力度以及融资渠道较畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时, 中诚信国际关注到化工产品价格周期性波动影响公司盈利稳定性、未来资本支出规模较大、债务规模大幅增长及对外担保代偿风险等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

天业股份(合并口径)	2018	2019	2020	2021.3
总资产(亿元)	86.57	137.40	147.74	157.04
所有者权益合计(亿元)	51.85	88.64	75.56	80.26
总负债(亿元)	34.73	48.76	72.18	76.78
总债务(亿元)	24.47	30.60	52.07	54.07
营业总收入(亿元)	48.28	85.48	89.93	25.10
净利润(亿元)	4.63	5.95	8.94	4.64
EBIT(亿元)	6.71	9.41	12.20	--
EBITDA(亿元)	10.16	16.26	18.21	--
经营活动净现金流(亿元)	4.77	19.38	11.12	0.44
营业毛利率(%)	27.09	24.66	29.31	37.57
总资产收益率(%)	7.65	8.41	8.56	--
资产负债率(%)	40.11	35.49	48.86	48.89
总资本化比率(%)	32.06	25.66	40.80	40.25
总债务/EBITDA(X)	2.41	1.88	2.86	--
EBITDA 利息倍数(X)	8.66	8.65	11.93	--

注: 中诚信国际根据 2018 年和 2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理, 2019 年数据为 2020 年审计报告期初数(上年同期数)。

正面

■ **区位、资源与成本优势明显。** 公司化工生产所需原料主要集中于上游的煤炭、原盐和石灰石等, 而新疆地区拥有丰富的上述资源, 其中煤炭预测储量居全国之首, 就近采购可显著降低公司成本; 同时, 控股股东天业集团拥有充足的石灰石资源储备, 公司向天业集团采购石灰石, 可实现集团内 100% 自给, 相比于同行业企业, 成本优势明显。

■ **通过资产重组形成绿色环保型循环经济产业链, 产业链竞争力突出。** 2020 年 4 月, 公司通过收购天能化工有限公司(以下简称“天能化工”)实施资产重组以及收购天伟水泥有限公司(以下简称“天伟水泥”), 形成了较为完备的“自备电力-电石-聚氯乙烯树脂及副产品-电石渣及其他废弃物制水泥”的绿色环保型循环经济产业链, 产品结构进一步丰富与优化, 产业链竞争力突出。

■ **经营获现能力较好, 资产并购后盈利能力增强。** 近年来公司

同行业比较

2020 年(末)部分化工企业主要指标对比表

公司名称	PVC 年产能(万吨)	烧碱年产能(万吨)	资产总额(亿元)	资产负债率(%)	营业总收入(亿元)	净利润(亿元)
中泰化学	183	132	639.27	66.60	841.97	-0.43
天业股份	65	47	147.74	48.86	89.93	8.94

注: “中泰化学”为“新疆中泰化学股份有限公司”简称。

资料来源: 中诚信国际整理

经营获现能力较好, 资产并购重组后整体盈利能力增强。此外, EBITDA 和经营活动净现金流可以有效覆盖利息, 货币等价物亦可为短期债务偿还提供一定支持。

■ **股东支持力度较大, 融资渠道较畅通。** 公司控股股东天业集团系新疆生产建设兵团第八师国有资产监督管理委员会重要的国有全资企业, 公司为天业集团氯碱业务主要运营主体, 能够获得控股股东业务协调、资源配置、资金拆借及股东担保等支持, 未来天业集团将通过资产注入解决同业竞争问题。此外, 公司与新疆天业节水灌溉股份有限公司(以下简称“天业节水”)均为上市公司, 股权融资渠道较畅通。2020 年公司成功完成非公开发行股份及可转换公司债券募集资金净额 15.09 亿元, 资本实力增强。

关注

■ **化工产品价格周期性波动对公司盈利稳定性影响较大。** 化工行业具有周期性, 公司产品所处行业产能存在过剩现象且易受宏观经济环境波动影响。

■ **未来资本支出规模较大。** 公司拟投资 23.49 亿元建设年产 25 万吨超净高纯醇基精细化学品项目及 22.5 万吨高性能树脂原料项目, 未来资本支出规模较大, 需关注公司拟投资项目的建设进度、预期收益实现以及资金匹配情况。

■ **债务规模大幅增长, 需关注对外担保代偿风险。** 2020 年公司完成收购天能化工有限公司(以下简称“天能化工”)资产重组, 因合并范围扩大及票据结算规模增加等, 年末总债务规模大幅增长, 财务杠杆比率亦有所上升。此外, 对联营企业新疆天业汇合新材料有限公司(以下简称“天业汇合”)提供 36.00 亿元的保证担保, 需关注天业汇合乙二醇项目投产运营情况及对外担保代偿风险。

评级展望

中诚信国际认为, 新疆天业股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。** 公司资本实力显著增强, 盈利大幅增长且具有可持续性, 或资产质量、偿债能力显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。** 产品价格持续大幅下跌, 公司连续发生大额亏损、财务杠杆大幅攀升、流动性恶化、投资项目效益不及预期、担保面临代偿风险或其他导致信用水平显著下降的因素。

发行主体概况

公司系独家发起并以募集方式设立的股份有限公司，新疆石河子天业塑化总厂将其下属的新疆石河子塑料制品总厂和新疆石河子化工厂部分改组，并将其经评估确认后的全部经营性资产投入公司。1997年6月公司在上海证券交易所上市交易，股票代码为600075.SH。公司下属天业节水成立于1999年12月，主要从事农用塑料节水器材及塑料管材的开发、加工、生产、销售和节水灌溉施工安装，2006年2月在香港联合交易所上市，股票代码为HK.00840。2020年，公司通过发行股份、可转换债券及支付现金的方式收购控股股东新疆天业（集团）有限公司（以下简称“天业集团”）下属控股子公司天能化工¹，4月30日完成上述资产过户手续，天能化工成为公司全资子公司；同年12月，公司完成对天伟水泥的现金收购²。目前公司从事的主要业务涉及氯碱化工及农业节水业务，形成了“自备电力-电石-聚氯乙烯树脂及副产品-电石渣及其他废弃物制水泥”的绿色环保型循环经济产业链，主要产品包括PVC、糊树脂、特种树脂、烧碱、水泥等。

产权结构：截至2021年3月末，公司股本为14.20亿元，控股股东为天业集团。天业集团系新疆生产建设兵团第八师国有资产监督管理委员会（以下简称“第八师国资委”）下属国有全资企业，第八师国资委对天业集团持股比例为90%，天业集团对公司的持股比例为51.30%，所持股份未被质押或冻结。公司控股子公司天业节水为港股上市公司，截至2021年3月末，公司对天业节水直接持股比例为38.91%，所持股份未被质押或冻结。

表1：公司主要子公司

全称	简称	持股比例（%）
天伟化工有限公司	天伟化工	100.00
天能化工有限公司	天能化工	100.00
天伟水泥有限公司	天伟水泥	100.00

¹ 上述交易对价为48.39亿元，其中公司以发行股份支付23亿元，以发行可转换债券方式支付3亿元，以现金方式支付22.39亿元。2020年5月，公司完成向交易对方发行股份及可转换公司债券支付交易对价合计26亿元；2020年12月，公司完成向特定投资者发行股份及可转换公司

天能水泥有限公司	天能水泥	100.00
新疆天业节水灌溉股份有限公司	天业节水	38.91

本期债券概况

表2：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	新疆天业股份有限公司公开发行可转换公司债券
发行规模	本次发行可转债募集资金总额（含发行费用）不超过人民币300,000.00万元（含300,000.00万元），具体募集资金数额由公司股东大会授权公司董事会在上述额度范围内确定。
债券期限	本次可转债期限为发行之日起六年。
票面金额和发行价格	本次可转债每张面值100元人民币，按面值发行。
债券利率	本次可转债的票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
偿还方式	本次发行的可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和支付最后一年利息。
转股期限	本次发行的可转债转股期自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起，至可转债到期日止。
初始转股价格的确定	本次发行的可转换公司债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司A股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价，具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
赎回条款	<p>1、到期赎回条款：在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。</p> <p>2、有条件赎回条款：转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：</p> <p>1）在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）；</p> <p>2）当本次发行的可转债未转股余额不足3,000万元时。</p>
回售条款	1、附加回售条款：若本次可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本次可转债持有人享有

债券，募集配套资金总额15.09亿元；截至2020年末，上述交易的交易价款已全部支付完成。

² 公司于2020年12月25日完成对天伟水泥的现金收购，交易对价为3.07亿元。

	<p>一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或者全部本次可转债的权利。在上述情形下，本次可转债持有人可以在公司公告后的回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权。</p> <p>2、有条件回售条款：在本次可转债最后两个计息年度内，如果公司股票收盘价在任何连续三十个交易日低于当期转股价格的70%时，本次可转债持有人有权将其持有的本次可转债全部或部分以面值加上当期应计利息回售给公司。</p> <p>若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起按修正后的转股价格重新计算。</p> <p>最后两个计息年度可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权。可转债持有人不能多次行使部分回售权。当期应计利息的计算方式参见第十一条赎回条款的相关内容。</p>
募集资金用途	<p>本次发行募集资金总额（含发行费用）拟投资于天业汇祥年产25万吨超净高纯醇基精细化学品项目、天业汇祥年产22.5万吨高性能树脂原料项目及补充流动资金。</p>

资料来源：公司提供

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经

济增长的贡献率回升至50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；

总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

行业及区域经济环境

2020年化工³行业固定资产投资延续下降趋势，产能扩张幅度回落，新冠疫情和出口压力令阶段性供需失衡，叠加原油价格的大幅变动影响，1~5月化工产品价格整体下跌，随着疫情缓和、下游复工复产、海外经济体提振经济等，行业需求不断回升，加之前期库存逐步消化，化工产品价格底部复苏，企业盈利持续修复；预计2021年化工行业在政策推动等影响下，整体需求或将实现回升，但仍需关注阶段性需求的调整及海外疫情发展和贸易摩擦的不确定性

³ 文中所提化工行业及企业，除特别说明外，均指申万行业分类中的化工行业和归属于采掘行业中的石油开采业及所属企业，在宏观数据中化工行业数据则包括国家统计局行业分类中的石油和天然气开采业、石油

化工产品下游需求分布在地产建筑、纺织服装、汽车、家电、医疗、电子、农业、日用品等众多应用终端。2020年初，新型冠状病毒肺炎疫情蔓延较为迅速，一季度下游终端对化工品需求断崖式下降：国内房地产、基建、交运、纺织服装、汽车和家电等行业因复工推迟、商贸承压、交通管制、施工暂缓等造成产业链协作暂时性割裂和内部消费需求阶段性延后、萎缩，短期内压制了化工品的需求；医疗行业需要的部分产品如用作消毒剂的环氧乙烷、双氧水，用作医疗外包装的HDPE，用作口罩的PP等化工品的需求因新冠疫情而大幅增加，但其产值相对有限。3月份以后，随着国内新冠疫情得到控制，国内各行业推进复工复产，加之国家政策支持，经济景气度逐步回升，化工行业下游主要产业亦逐步回暖，对化工品需求不断回升。

2020年化工行业产能扩张速度回落，固定资产投资完成额整体延续下降态势。其中，新冠疫情和下游需求不足等因素对化工产品生产产生负面影响，疫情期间以大型自动化装置生产的化工企业更多因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，其中湖北省内化工行业以及其他省份部分劳动密集型企业因职工无法到岗等而推迟开工或开工率明显降低；随着国内疫情缓和以及常态化管理，行业复工复产加快，产业链及供应链不断恢复和改善，化工产品生产负荷企稳回升。

表3：我国部分化工产品产量统计
(万吨、亿立方米、万条、%)

产品	2019		2020	
	产量	同比	产量	同比
原油	19,101.4	0.8	19,492.0	1.6
天然气	1,736.2	9.8	1,888.5	9.8
原油加工量	65,198.1	7.6	67,440.8	3.0
硫酸(折100%)	8,935.7	1.2	8,332.3	-1.2
烧碱(折100%)	3,464.4	0.5	3,643.2	5.7
纯碱(碳酸钠)	2,887.7	7.6	2,812.4	-2.9
乙烯	2,052.3	9.4	2,160.0	4.9
农用氮、磷、钾化学肥料(折纯)	5,624.9	3.6	5,395.8	-0.9
化学农药原药(折有)	225.4	1.4	214.8	-1.1

加工、煤炭及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业与橡胶和塑料制品业等5个子行业。

效成分 100%)				
初级形态塑料	9,574.1	9.3	10,355.3	7.0
合成橡胶	733.8	11.0	739.8	0.5
化学纤维	5,952.8	12.5	6,167.9	3.4
橡胶轮胎外胎	84,226.2	1.9	81,847.7	1.7
塑料制品	8,184.2	3.9	7,603.2	-6.4

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从成本端来看，化工行业产业链多且长，其初始原材料可追溯至原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石、石英砂、硫铁矿等基础原料。2020年初以来，在全球疫情爆发、中美贸易摩擦不断持续以及产油国减产博弈等事件的冲击下，全球经济受到沉重打击，石油需求出现大幅萎缩，供需失衡令产油国库存高企，国际原油价格快速下跌，4月20日美国西得克萨斯轻质原油（以下简称“WTI”）期货5月结算价暴跌至-37.63美元/桶；随后主要原油生产国达成减产协议以及全球范围内疫情阶段性好转、各国经济活动逐步重启，油价逐步反弹。2020年全年WTI期货结算价和布伦特原油期货均价分别约为39.58美元/桶和43.21美元/桶，同比分别下降约17.45美元/桶和20.96美元/桶。由于疫情及国际天然气供给增长的影响，2020年上半年天然气价格持续下跌；下半年以来，疫情缓和以及下游需求回暖，天然气消费量上升，价格亦反弹明显，LNG市场价格较上半年增长7.99%，不过全年均价仍同比下降约16.79%。自供给侧改革以来，煤炭价格大幅上涨后已趋于平稳，2020年以来呈小幅下降态势，整体降幅较为平稳，截至12月末国内无烟煤（2号洗中块）市场价为900元/吨，较年初下降15.75%。总体来看，2020年原油价格的超预期下跌将严重削弱石油开采企业的盈利空间，短期内油制产业链前端消化高油价库存令成本高企，随着油价及下游产品价格缓慢恢复，油制产业链盈利提升，同时油价的持续低位对煤制和气制化工品的盈利形成冲击；接近消费端的化工品的盈利更依赖自身的供需变化，受油价的影响将相对较小。预计2021年，OPEC+执行减产协议、经济刺激政策下全球经济努力复苏等将对油价形成一定支撑，但疫情对经济和原油需求的拖累将持续存在，加之当前原油供

大于求的格局下，油价或将处于中枢区间。

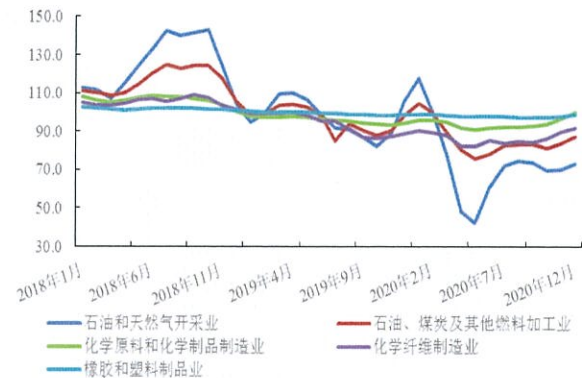
图1：国际原油价格走势情况（美元/桶）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

受全球经济停摆致基础化工下游需求承压、叠加原油价格大幅下跌等诸多因素影响，2020年1~5月化工产品价格整体下跌；随着前期库存逐步消化，国内下游行业复工复产，化工产品价格底部复苏，全年价格多呈“V”字波动。从工业价格指数来看，自2020年2月以来化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）全年均弱于上年同期且分化较为明显。

图2：化工行业工业生产者出厂价格指数(上年同月=100)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

环保和安全生产仍是化工行业长期关注的重点，据应急管理部数据，2020年全国生产安全事故起数和死亡人数与去年同期相比分别下降15.5%和8.3%，化工行业安全生产形势整体稳定向好。2020年，国家持续推进长江“三磷”专项整治、大气治理攻坚、第二轮中央环保督察等一系列行动，化工行业环保水平不断提升，落后不达标的企业进一步淘汰。《石化和化工行业“十四五”规划指南》指出

“十四五”期间行业将继续贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念,《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》亦提出推进重点行业和重要领域绿色化改造;全面实行排污许可制,推进排污权、用能权、用水权、碳排放权市场化交易。化工行业安全环保政策将持续从严,短期看,不达标企业停工停产整改和淘汰引发供给端收缩、重构,对化工存量产能形成一定约束;长期看,安全环保标准的持续提升和督查高压将促进化工企业提高工艺和技术水平、增加产品附加值、推进产业升级。

2020年一季度受新冠疫情影响较大,化工企业⁴普遍因下游销售、物流受阻而降低生产负荷,叠加

原油价格大幅下跌,营业总收入同比下降,亏损企业数量大幅增至89家。进入二季度后,随着国内疫情逐步得到控制,企业开工率有所回升,4-6月塑料橡胶、化学制品、化学原料、化学纤维等子行业营业总收入和净利润环比一季度明显提升;但由于原油及其炼化产品价格处于低位,石油开采和石油化工行业营业总收入环比进一步下降,且仍呈亏损状态。三季度以来,在国内疫情防控措施得力的背景下,工业生产保持快速增长,各行业需求持续复苏,第三季度营业总收入环比增长;行业亏损企业数量降至43家。总体来看,2020年化工行业营业总收入同比下降,盈利能力有所弱化,但随着疫情缓和、下游复工复产、海外经济体提振经济等,盈利能力持续修复。

表4: 2020年化工行业主要经济指标

行业	行业亏损企业亏损总额(亿元)		营业收入(亿元)		利润总额(亿元)	
	2020	同比(%)	2020	同比(%)	2020	同比(%)
石油和天然气开采业	767.5	243.4	6,674.0	-20.1	257.1	-83.2
石油加工、煤炭及核燃料加工业	485.1	79.5	41,632.4	-13.4	868.5	-26.5
化学原料及化学制品制造业	765.6	-41.8	63,117.4	-3.7	4,257.6	20.9
化学纤维制造业	81.9	23.0	7,984.2	-10.4	263.5	-15.1
橡胶和塑料制品业	163.7	-4.1	24,763.3	-1.0	1,681.6	24.4
化工行业	2,263.8	--	144,171.3	-8.07	7,328.3	-8.99

资料来源:国家统计局,中诚信国际整理

中诚信国际认为,2021年在以扩大内需为抓手的内循环消费政策等支持和十四五规划目标引导下,终端行业将延续回暖态势或实现边际改善,国内化工产品整体需求或将提升,但仍需关注阶段性需求的调整及海外疫情发展和贸易摩擦的不确定性。

业务运营

氯碱化工业务是公司营业总收入的主要来源,2020年化工产品板块收入占营业总收入的65.67%,主营业务突出。2020年公司完成天能化工⁵及天伟水泥⁶同一控制下股权收购,上述主体分别于2020年4月及12月纳入合并报表范围,公司新增水泥

⁴ 根据申万行业分类中的化工行业和归属于采掘行业的石油开采业及所属企业,中诚信国际选取A股381家化工上市公司,剔除2019年以来上市但缺少单一季度数据的20家公司后保留361家为样本进行分析,其中包括石油开采企业3家,石油化工企业19家,化学原料企业36家,化学制品企业228家,化学纤维企业24家,塑料和橡胶制品企业51家。

⁵ 2020年,天能化工实现营业收入37.92亿元,净利润4.12亿元;截至年末,天能化工总资产50.91亿元,净资产40.41亿元。天业集团和锦富投资承诺天能化工2020-2022年扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别为5.24亿元、5.42亿元及5.25亿元,2020年天能化工实际完成盈利承诺口径业绩为3.50亿元,未达到预期业绩承诺目标,考虑到新冠肺炎疫情的不可抗力因素,公司与交易对方对重组业绩承诺进行调整,将原业绩承诺中2020年度实现的业绩承诺口径业绩由5.24亿元调减至3.50亿元,将调减额1.74亿元延期至2021年履行(即2021年需完成业绩承诺口径业绩7.16亿元)。如天能化工在业绩补偿期实现

的业绩承诺口径业绩少于约定数而需要天业集团、锦富投资补偿,公司将在业绩补偿期逐年计算并确定应补偿股份数量、应补偿可转换债券数量和应补偿现金金额。差额部分优先以公司股份进行补偿,股份补偿不足部分以可转换债券补偿,可转换债券及股份均不足补偿的,应支付现金进行补偿。

⁶ 2020年,天伟水泥实现营业收入3.34亿元,净利润0.85亿元;截至年末,天伟水泥总资产8.73亿元,净资产2.34亿元。天业集团承诺天伟水泥在2020-2022年度实现的扣除非经常性损益后的净利润累计不低于2.02亿元(分别为0.64亿元、0.72亿元和0.65亿元),2020年天伟水泥经审计的扣除非经常性损益后的净利润为0.84亿元,完成当年预测。如天伟水泥发生承诺期实现扣非净利润数低于承诺数而需要天业集团现金补偿的情形,公司将在业绩补偿期届满后计算并确定天业集团应补偿现金金额,若天伟水泥期末资产减值额大于业绩承诺应补偿净额,则天业集团应另行以现金补偿。天业集团向公司进行的累计补偿金额(包括业绩承诺补偿及减值测试补偿)以其获得的交易对价为限。

和熟料收入，化工产品板块收入规模亦大幅增加。此外，近年来公司深入推进改革，陆续退出增长乏力和发展前景不良的行业，剥离非主营业务的建筑安装商品房、建材并清算注销番茄业务下属子公司。

表 5：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2018	2019	2020
化工产品	23.37	55.19	59.06
水泥和熟料	-	7.49	6.57
电、汽	7.58	9.17	11.67
节水器材等塑料产品	4.67	5.39	5.14
番茄业	0.88	0.80	--
建筑安装商品房	3.08	--	--
建材	0.04	0.04	--
灌溉工程收入	1.09	0.78	1.60
包装材料	1.83	0.90	0.86
运输收入	4.19	2.66	1.10
商业和其他	1.56	3.06	3.93
营业总收入	48.28	85.48	89.93
占比	2018	2019	2020
化工产品	48.41	64.56	65.67
水泥和熟料	-	8.76	7.31
电、汽	15.70	10.73	12.98
节水器材等塑料产品	9.67	6.31	5.72
番茄业	1.82	0.94	--
建筑安装商品房	6.38	--	--
建材	0.08	0.05	--
灌溉工程收入	2.26	0.91	1.78
包装材料	3.79	1.05	0.96
运输收入	8.68	3.11	1.22
商业和其他	3.21	3.58	4.36
合计	100.00	100.00	100.00

注：公司 2018 年分板块收入未进行追溯调整；公司于 2018 年已剥离建筑安装工程服务和房地产非主营业务资产，2019 年已无上述业务收入；2020 年公司退出建材、番茄业务，当年已无上述业务收入。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资源、区位和成本优势明显；公司通过资产重组形成“自备电力-电石-聚氯乙烯树脂及副产品-废渣制水泥”绿色环保型循环经济产业链，产业链竞争力突出

公司化工生产所需原料主要集中于上游的煤炭、原盐和石灰石等，而新疆地区拥有丰富的上述资源，其中煤炭预测储量居全国之首，就近采购可显著降低公司成本；同时，控股股东天业集团拥有

⁷ 天能化工拥有年产 45 万吨 PVC、年产 32 万吨烧碱、年产 64 万吨电石、205 万吨电石渣制水泥和 2×300MW 热电机组装置资产；天伟水泥

充足的石灰石资源储备，公司向天业集团采购石灰石，可实现集团内 100% 自给；此外，公司配套建有电石生产装置和自备电厂，目前已拥有 134 万吨/年的电石生产能力和装机容量为 126 万千瓦的 2×300MW、2×330MW 自备热电站，相比于同行业企业，成本优势明显。

2020 年，公司通过收购天能化工资产重组以及收购天伟水泥，形成了较为完备的“自备电力-电石-聚氯乙烯树脂及副产品-电石渣及其他废弃物制水泥”的绿色环保型循环经济产业链，产品结构进一步丰富与优化，产业链竞争力突出。下属天业节水负责生产滴灌带、农用 PVC 管以及与节水系统配套的各类管件等，公司所产 PVC 可为其提供部分原料支持；同时，利用生产过程中产生的废电石渣、粉煤灰、硫酸渣等生产水泥或熟料，解决了生产废渣的环保问题。**中诚信国际认为**，公司循环产业链有助于降低生产成本、提高原料利用率，在解决生产废弃物环保问题的同时，创造了经济效益。

天能化工纳入合并报表范围大幅提升公司产能规模；近年来原材料采购价格有所上升，但公司仍具有较强成本优势；化工行业的周期性波动对氯碱化工板块盈利造成较大影响，但水泥业务对公司盈利形成较好补充

天能化工资产重组以及天伟水泥收购的完成推动公司主要产品产能规模大幅上升⁷，规模优势进一步增强。截至 2021 年 3 月末，主导产品 PVC 和烧碱年产能分别为 65 万吨（含 10 万吨特种 PVC、10 万吨 PVC 糊树脂）和 47 万吨；同时，公司还配套建有 405 万吨/年电石渣制水泥装置。公司 PVC 产品结构丰富，除通用产品外，还可生产消光树脂以及高、低聚合度聚氯乙烯树脂等 20 多种不同牌号的聚氯乙烯特种树脂产品以及 PVC 糊树脂，具有很强的竞争力。

天能化工资产重组完成后，天业集团按照《委拥有 200 万吨/年电石渣制水泥产能。

《托管协议》将与公司存在业务重合的下属子公司生产经营管理托管予公司，且天业集团原普通PVC、烧碱及水泥等产品的销售团队及原材料采购团队并入公司，纳入集中采购和销售体系；对于不可避免发生的关联业务往来或交易，按照公允、合理的市场价格进行交易，并依照有关规定履行关联交易决策程序和信息披露业务。由于上市公司尚未收购天业集团下属氯碱化工板块的天辰化工有限公司（以下简称“天辰化工”）及石河子天域新实化工有限公司（以下简称“天域新实”），在天业集团整体循环经济产业链的影响下，公司与天业集团关联交易仍保持在较大规模，未来随着天业集团氯碱板块的逐步注入，将减少和规范关联交易。

原材料采购方面，受煤炭供给侧改革、国内市场基础原料需求上升、铁路运费下浮政策取消等影响，2018~2020年公司生产所需各类原材料采购均价上行，但公司区位与资源优势明显，相比同行业疆外企业仍保持较强的成本优势，不过2021年上半年煤炭价格逐步上行，需关注煤炭价格对公司采购成本控制的影响。公司与上游供应商结算账期以一个月为主，安全库存通常保障15天到1个月的生产需要。2020年，受天能化工、天伟水泥纳入合并报表范围影响，原材料采购规模大幅增加。同期，公司前五名供应商采购金额31.27亿元，占年度采购总额49.19%，其中前五名供应商采购额中关联方采购额23.07亿元，占年度采购总额的36.29%，主要为向天业集团及其下属子公司采购的煤、焦炭、石灰等原材料，以及接受铁路运输及配套服务。

表 6：近年来公司煤炭与原盐采购情况（万吨、元/吨）

采购量	2018	2019	2020	2021.1-3
煤炭	259.49	203.45	445.02	119.06
石灰石	57.10	65.78	155.66	41.03
原盐	21.87	21.51	84.23	16.96
采购均价	2018	2019	2020	2021.1-3
煤炭	196.50	241.81	246.35	240.29
石灰石	423.97	454.61	457.60	446.94
原盐	160.47	178.97	179.66	165.28

注：2018-2019年煤炭与原盐采购数据未进行追溯调整；煤炭主要从神华新疆能源有限责任公司和新疆天池能源销售有限公司等采购；原盐主要从布克赛尔宏达盐业股份有限公司和吐鲁番天业矿业有限公司采购；2020年采购量包含天能化工、天伟化工全年采购量；采购价格为不含税

含运费价格。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来，公司凭借较好的产品质量以及稳定的销售网络和销售渠道，基本保持满产满销的状态，产销率处于很高水平。销售模式方面，公司PVC、烧碱等产品销售均采用先款后货的模式，下游客户以经销商为主，销售定价每日进行调整并签订合同。2020年公司前五名客户销售额45.02亿元，占年度销售总额的50.07%，其中前五名客户销售额中关联方销售额36.67亿元，占年度销售总额的40.77%，主要为向天业集团及其下属子公司销售的PVC、烧碱、电、气等。销售均价方面，由于氯碱化工行业为充分竞争行业，公司产品销售价格随市场价格的变化而变动，化工行业的周期性波动对行业盈利产生较大影响，具体来看，由于我国PVC消费量波动增长，且行业基本处于供需平衡状态，PVC市场价格亦呈现高位震荡态势，2020年下半年以来，在疫情影响下糊树脂手套料供应紧张，带动PVC销售均价大幅上涨，加之2021年以来大宗商品价格普遍上涨等影响，PVC均价于2021年第一季度达到阶段性高点；由于国内铝制品、纸制品、服装等下游行业需求不振，烧碱价格近年来持续低迷，但公司烧碱生产成本较低，在当前价格下仍可保持盈利状态。

公司氯碱化工产品销售区域以疆外为主，其中华东、华南和华中地区是主要销售地，由于生产地距销售市场运距远，公司运输费用规模偏大，一定程度削弱了公司盈利水平，但控股股东天业集团建有自用铁路，其与乌鲁木齐铁路局合作，享有较多运费优惠政策，并拥有定时、定价和手续简便等优势，一定程度上缓解了公司的运输成本压力。此外，公司在广州、上海和江苏等重要消费区域建有异地库，可储存一部分存货，亦为公司减轻了部分运输的压力。

作为氯碱化工产业链的延伸，公司水泥业务主要由天能水泥和天伟水泥运营，以化工产业生产的废电石渣作为主要钙质原料，以热电、电石、化工

生产过程中产生的粉煤灰、电石灰和硫酸渣等废弃物作为辅助原料，实现了电石渣和电石粉尘的零排放。公司电石渣制水泥生产规模位于全国前列，拥有405万吨/年的生产能力，受益于水泥市场回暖及下游需求对水泥价格的支撑等，水泥业务对公司利润形成较好补充。2021年一季度，受当地冬季建筑行业开工量较少等影响，水泥下游需求不足，产销率及销售价格均有所下降。目前天伟水泥2020年业绩承诺已完成，受疫情影响天能化工2020年业绩承诺未完成，并延期至2021年。2021年1~3月，天能化工实际完成盈利承诺口径业绩17,397.90万元，占2021年调整后业绩承诺数71,551.56万元的24.32%。中诚信国际将持续关注上述公司的业绩情况及其业绩承诺完成情况。

表7：近年来公司PVC、烧碱及水泥产销情况
(万吨、%、元/吨)

产品	项目	2018	2019	2020	2021.1-3
PVC	产量	20.30	20.71	67.79	18.43
	销量	20.54	21.40	68.47	17.67
	产销率	101.18	103.33	101.00	95.88
	销售均价	6,651.92	6,189.64	6,828.10	8,880.64
烧碱	产量	13.65	13.64	43.42	11.57
	销量	13.59	13.09	44.08	11.25
	产销率	99.56	95.97	101.52	97.23
	销售均价	2,847.52	2,267.85	1,430.74	1,220.82
水泥 (含熟料)	产量	-	-	404.75	60.14
	销量	-	-	231.22	22.57
	产销率	-	-	57.13	37.53
	销售均价	-	-	284.02	215.49

注：2018-2019年产销数据未进行追溯调整；水泥（含熟料）产量含自用量，销量全部为对外销售量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

节水器材业务进一步完善了产业链，但盈利能力较弱

公司节水器材业务将PVC产业链进一步完善，由天业节水等负责运营，为世界上规模最大的农业节水器材生产和推广企业之一，截至2020年末，天业膜下滴灌技术已成功推广到国内29个省、市、自治区，累计国内外推广7,000多万亩。天业节水主要产品包括一次性可回收滴灌带、内镶式滴灌带、压力补偿式滴灌管、给排水及农用硬PVC管、给水及农用PE软管等节水系统配套管件。受市场恶性

竞争等影响，近年来塑料节水制品市场价格持续低迷，天业节水盈利能力较弱，较高的期间费用及确认坏账损失、存货跌价损失等因素令其近年来处于小幅亏损状态，但随着建设高标准农田相关政策的出台，农业现代化有望进一步推进，天业节水盈利状况或将有所改善。

表8：近年来天业节水主要财务数据（亿元、%）

	2018	2019	2020
资产总计	9.58	8.69	9.47
营业总收入	5.36	6.24	7.07
期间费用合计	0.78	1.03	0.94
资产减值损失	0.16	0.33	0.09
净利润	-0.49	-0.48	-0.0006
营业毛利率	8.49	13.46	14.08
资产负债率	35.62	34.61	38.55

注：资产减值损失包含信用减值损失。

资料来源：天业节水财务报告，中诚信国际整理

技术研发与产品创新能力较强

公司注重产品研发和技术创新，下属天能化工、天伟化工、天伟水泥和天能水泥均被认定为国家高新技术企业，拥有国家节水灌溉工程技术研究中心（新疆）国家级创新研发平台。2018-2020年研发投入分别为1.11亿元、1.21亿元和2.71亿元，研发支出主要针对支撑可持续发展的科技创新专项工程等进行研发攻关。近年来，公司围绕节能降耗、提质优化、安全生产、绿色发展等方面启动或完成多项技改研发项目，并参与制订或修订国家及行业标准，取得了多项专利和研发成果。具体来看，2020年公司提交专利申请54项，其中9项获国家授权发明专利、43项实用新型专利、2项外观设计专利；同时修订6项企业标准，起草并发布1项企业标准。公司形成的绿色环保型循环产业链，实现了资源、能源就地转化，同时在生产装备、资源利用、污染排放、废物回收等方面大部分指标达到了国家规定的氯碱工业清洁生产一级标准。

战略规划及管理

未来将继续推进对控股股东同业主体收购，扩展和优化产品结构；与控股股东共同投资的乙二醇项目投资规模较大，需关注预期效益实现情况

公司完成天能化工资产重组后，根据天业集团《关于避免同业竞争的承诺》及《关于避免同业竞争的补充承诺》，天业集团将待天辰化工全部股权权属清晰后且行业政策和市场环境未发生重大不利变化的情况下提议天辰化工的收购议案，待天域新实技改项目完成后且行业政策和市场环境未发生重大不利变化的情况下提议天域新实的收购议案，通过合法程序将天辰化工、天域新实注入公司⁸。未来公司将逐步整合天业集团下属氯碱化工主体，上述收购完成后，将进一步提升公司产能规模，扩展和优化产品结构。**中诚信国际关注到**，受自身债务负担较重、技改与维修导致开工率较低等因素影响，2019~2020 年天辰化工经营持续亏损，需关注天辰化工资产注入后对公司业绩的影响，以及收购带来的融资需求。

2017 年，公司与天业集团共同投资设立天业汇合⁹，承接并运营 100 万吨/年合成气制低碳醇一期工程 60 万吨/年乙二醇项目（以下简称“乙二醇项目”，项目总投资 79.90 亿元。为满足项目建设运营的资金需求，天业汇合向各家银行组成的银团申请合计 48 亿元的贷款额度，根据资金需要放款，贷款期限为 15 年。天业汇合乙二醇项目已于 2020 年 7 月 25 日开车试生产，截至本评级报告出具日，乙二醇项目全部生产线均已打通并实现达产达标。2021 年以来，国内乙二醇市场明显回暖，天业汇合乙二醇项目投产将有望实现较好投资收益，成为新的利润增长点，但化工行业的周期性波动对乙二醇市场价格及天业汇合经营效益存在较大影响，**中诚信国**

际将对项目建成投产后效益实现情况保持关注。

根据公司公告，2021 年 3 月，公司与东华工程科技股份有限公司签署股东出资协议，共同投资设立项目公司建设及运营 PBAT 项目，项目公司注册资本 2.00 亿元，公司以现金认缴出资 9,800 万元，占注册资本 49%。PBAT 项目总体规划 50 万吨/年产能，一期建设 10 万吨/年 PBAT，预计建设期 1 年，后期建设将依据情况再启动，项目预计总投资为 6.50 亿元（其中 2 亿元由股东方按股权比例自筹，其余资金拟向金融机构融资）。PBAT 项目将有利于发挥投资双方的资源和优势，为公司未来开拓可降解塑料等化工新材料业务领域、实现产品转型升级奠定基础。此外，2021 年 5 月，公司投资设立新疆天业汇祥新材料有限公司（以下简称“天业汇祥”）¹⁰，将承接年产 25 万吨超净高纯醇基精细化学品项目及年产 22.5 万吨高性能树脂原料项目建设及运营，项目计划总投资 23.49 亿元，建设期约为 2 年，公司拟通过公开发行可转换公司债券募集资金，满足项目资金投入需求。上述项目建成后将有利于推动公司产品实现专用化、高端化和差异化发展，提升氯碱化工产业链价值，增强行业竞争力，但项目投资规模较大，且化工行业具有明显的周期性，产品价格变动或对项目收益产生较大影响，**中诚信国际**将对公司投资项目的建设进度、预期收益实现以及资金匹配情况保持关注。

法人治理结构完善，内控机制良好

公司严格按照相关法律、法规的要求，建立健全了股东大会、董事会、监事会以及经营管理层的治理架构，并且制定了较为规范和完善的制度。日常运作中，股东大会、董事会、监事会等机构和人员均能够按照有关法律、法规、公司章程和相关议事规则的规定开展工作并切实履行应尽的职责和义务。公司董事会由 9 名成员组成，由股东大会选

⁸ 截至 2020 年末，天辰化工总资产 120.18 亿元，净资产 13.24 亿元；全年实现营业收入 40.86 亿元，净利润 6.42 亿元。天辰化工现有年产能 PVC45 万吨、烧碱 32 万吨、BDO20 万吨、乙二醇 35 万吨和水泥 155 万吨；天域新实主要产品包括烧碱、PVC、高沸物、盐酸、次氯酸钠等。

⁹ 公司对天业汇合出资 7.50 亿元，占注册资本的 22.73%，天业集团对天业汇合出资 17.50 亿元，占注册资本的 53.03%。截至 2020 年末，天

业汇合总资产为 77.97 亿元，净资产为 33.00 亿元；2020 年天业汇合未实现营业收入，净利润为 15.68 万元。

¹⁰ 最终名称以当地市场监督管理部门核定的名称为准，天业汇祥注册资本 6 亿元，于 2022 年底前实缴到位，公司持股 100%。

举或更换；设董事长一名，由董事会以全体董事过半数选举产生。

为防范经营风险、提高运行效率，公司按照法律法规和规范性文件的相关要求，根据业务实际情况，在风险管理、人力资源、资金管理、销售业务、战略规划等各个方面建立了较为完善的内部控制制度和内部管理体系，对公司的日常经营起到了重要的指导、规范、控制和监督作用，能够有效地控制业务运营和资金管理中的关键风险点，内控机制良好。

为加强资金管理、规范资金结算行为、确保资金运转安全、提高资金使用效率，公司制定了较为完备的财务管理制度、内部控制实施制度和资金管理制度，对子公司实行资金集中归集。公司为下属各单位在公司结算中心设立内部结算账户，对其在银行开设的资金账户实行审核备案，并进行管理和监控，公司下属各单位收取的现金、支票、银行承兑汇票等必须在三个工作日内交存公司结算中心存款账户，不得自行支配资金。此外，由于天业节水为港股上市公司，天业节水根据上市公司独立性要求，设有独立的结算中心，公司不对其资金进行归集，公司为 A 股上市公司，控股股东天业集团亦不对公司资金实行归集。

此外，公司制定了较为完备的安全生产、环境保护制度，近年来未发生重大安全环保事故及处罚事项。

财务分析

以下分析基于经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表。公司于 2020 年完成对天能化工和天伟水泥 100% 股权的收购，将其纳入合并报表范围，并对期初数据进行追溯调整。中诚信国际分析时 2018 和 2020 年采用的财务数据为财务报表期末数，2019 年为追溯调整后 2020 年财务报表期初数。中诚信国际分析时将公司计入其他应付款科目的集团结算中心借

款计入短期债务；将计入其他非流动负债中天业集团结算中心借款和长期应付款中融资租赁款计入长期债务。

盈利能力

受业务结构调整和行业周期性影响，公司营业毛利率呈波动态势，期间费用高企且持续攀升；但受益于并购重组带来的收入规模扩大，经营性业务利润快速增长，整体盈利能力增强

近年来受公司业务板块结构调整，以及主要产品市场价格和生产成本变动等影响，公司营业毛利率处于波动状态。分板块来看，近年来烧碱价格低迷，加之原材料价格上涨，2019 化工产品板块毛利率大幅下跌；2020 年糊树脂手套料价格强劲上涨，带动当年 PVC 等化工产品毛利率快速回升。电、蒸汽业务系公司配套氯碱化工生产用产品，满足自身耗用同时对外销售，因 2019 年以来电、汽业务成本涨幅较大，该板块毛利率有所下降。节水器材等塑料业务近年来对人工、燃料及动力等生产成本有效控制，毛利率水平持续提高。2021 年一季度 PVC 树脂价格进一步上涨，推动当期收入和毛利率同比大幅增长。

表 9：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2018	2019	2020
化工产品	29.71	20.57	27.78
水泥和熟料	--	55.77	47.11
电、汽	54.57	46.45	46.16
节水器材等塑料产品	7.52	14.14	16.30
番茄业	14.87	8.22	--
建筑安装商品房	4.11	--	--
建材	93.32	100.00	--
灌溉工程收入	9.51	5.94	9.03
包装材料	13.57	3.95	18.60
运输收入	6.14	2.32	3.43
营业毛利率	27.09	24.66	29.31

注：公司 2018 年分板块毛利率未进行追溯调整。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司期间费用以销售费用和管理费用为主，因地处新疆运输成本较高故销售费用偏高，2020 年公司改变销售模式将所有化工产品改为自行销售，运输费用增加令销售费用大幅增长；管理费用增加主

要系公司合并范围扩大所致；财务费用随融资规模与融资成本的变化呈波动态势；上述因素共同导致公司期间费用高企且持续攀升，费用控制能力有待加强。经营性业务利润是公司利润总额的主要来源，合并范围扩大和2020年以来PVC产品价格上涨等使得近年来公司经营性业务利润快速增长。资产减值损失主要系下属子公司停工停产对固定资产计提减值；2018年因处置石河子市泰安建筑工程有限公司和石河子市泰康房地产开发有限公司的股权产生投资收益0.73亿元；以上非经营性损益对利润总额影响较小。2021年第一季度随着产品价格的提升，经营性业务利润提升带动当期净利润同比增长15.57倍。整体来看，公司资产并购重组后盈利能力增强，总资产收益率有所提升，但仍需关注化工产品周期性价格变动对公司盈利能力的影响。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1-3
销售费用	3.48	4.32	7.37	2.49
管理费用	3.00	5.54	5.14	0.93
财务费用	1.17	2.02	1.59	0.36
期间费用合计	7.66	11.89	14.10	3.78
期间费用率	15.86	13.60	15.68	15.07
经营性业务利润	4.99	8.34	11.52	5.43
资产减值损失	0.20	0.52	0.51	0.01
投资收益	0.73	-0.09	-0.40	0.08
利润总额	5.54	7.53	10.69	5.51
净利润	4.63	5.95	8.94	4.64
EBIT	6.71	9.41	12.20	--
EBITDA	10.16	16.26	18.21	--
EBITDA 利润率	21.05	19.03	20.25	--
总资产收益率	7.65	8.41	8.56	--

注：将研发费用计入管理费用，信用减值损失计入资产减值损失。
 资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

根据公司2021年半年度业绩预增公告，因聚氯乙烯树脂等产品价格较上年同期大幅上涨，公司保持主要氯碱化工产品的产能发挥，实现营业利润率、净利润同比大幅上涨。2021年半年度归属于上市公司股东的净利润预计在95,000万元到98,000万元，较追溯调整后的上年同期15,009万元增加530%到550%。扣除非经常性损益事项后，2021年半年度归属于上市公司股东的净利润预计在92,000

万元到95,000万元，较追溯调整后的上年同期9,069万元增加910%到950%；中诚信国际将对公司业绩实现情况保持关注。

资产质量

并购事项使得公司总资产和总负债规模快速扩张，权益规模亦有所增长，资本结构仍较为稳健，且债务结构得到优化；但货币资金受限比例较高，需对资产流动性保持关注

近年来，公司合并范围变化及业务扩张使得总资产规模大幅增加，其中非流动资产占比较高。其中，长期股权投资主要系对天业汇合的投资，近年来账面价值较稳定，每年贡献投资收益较少。合并范围扩大、在建工程以及融资租赁到期部分使用权资产转入固定资产使得固定资产规模持续增长。2019年以来，流动资产规模及占比整体呈增长态势。具体来看，截至2021年3月末货币资金余额为4.91亿元，其中2.73亿元为保证金，受限货币资金占比较高。2020年以来，公司为减少财务成本、提高结算效率，通过票据对上下游进行收付结算，使得应收票据期末余额快速增长，全部为银行承兑汇票。存货以原材料和库存商品为主，基本保持满产满销状态且对原材料进行安全库存管理，近年存货规模较稳定。

近年公司负债总额亦呈扩张态势，以流动负债为主。合并范围内天能化工对外结算业务规模较大，且2020年起采用票据方式直接结算，应付票据规模亦快速增长，同时长期借款临近到期转入流动负债，共同推动流动负债增长。合并范围扩大、应付票据规模增长以及发行可转债等，使得总债务大幅增长，截至2021年3月末为54.07亿元¹¹，以保证和信用类借款为主；公司通过新增长期借款置换到期债务，同期末短期债务占比降至46.50%，债务期限结构进一步优化。此外，计入其他应付款和其他非流动负债的与天业集团结算中心往来借款亦

¹¹ 扣除应付票据结算方式改变的影响，2021年3月末公司总债务为

44.76亿元，其中短期债务占比为35.37%。

对公司资金周转提供较好支持。

2020 年公司向天业集团等发行股份和可转换公司债券，当期共发行股份 4.47 亿股，资本溢价为 21.58 亿元；同期，发行两期可转换公司债券共计 15.17 亿元，其中 11.69 亿元计入应付债券科目，3.38 亿元计入其他权益工具科目，带动权益规模大幅增长。2020 年，资本公积大幅减少主要系完成天能化工和天伟水泥的同一控制下收购所致。此外，近三年公司累计实现可分配利润 14.09 亿元，累计现金分红 2.39 亿元，留存未分配利润用于扩大生产经营规模、增强资本实力。近年来资产负债率及总资本化比率随债务扩张而有所上升，但资本结构仍较稳健。

表 11：近年来公司主要资产、负债和资本结构情况
(亿元、%)

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	2.24	4.45	6.96	4.91
应收票据	5.42	1.05	19.31	29.10
存货	8.54	9.81	8.06	9.17
流动资产	19.17	23.01	37.17	47.42
长期股权投资	7.58	7.57	7.53	7.53
固定资产	53.12	81.93	86.02	85.29
无形资产	5.20	8.18	8.08	8.03
使用权资产	-	13.34	5.74	5.64
非流动资产	67.40	114.39	110.57	109.62
总资产	86.57	137.40	147.74	157.04
应付票据	-	-	5.85	9.31
短期债务	18.46	17.06	29.72	25.14
长期债务	6.01	13.54	22.35	28.93
总债务	24.47	30.60	52.07	54.07
应付票据	-	-	5.85	9.31
应付账款	7.55	12.80	13.90	14.23
其他应付款	4.89	8.80	6.43	6.54
一年内到期的非流动负债	5.81	2.02	14.20	7.23
总负债	34.73	48.76	72.18	76.78
实收资本	9.73	9.73	14.20	14.20
资本公积	13.29	32.14	8.72	8.72
未分配利润	22.29	29.43	38.04	42.70
少数股东权益	3.88	9.87	3.72	3.73
所有者权益合计	51.85	88.64	75.56	80.26
资产负债率	40.11	35.49	48.86	48.89
总资本化比率	32.06	26.11	40.80	40.25

注：中诚信国际分析时将应收款项融资计入应收票据，其中 2020 年末公司已质押的应收票据为 8.92 亿元。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

近年经营获现能力处于较好状况，投资活动现金净流出敞口随在建项目投入及现金收购活动而大幅增加；EBITDA 和经营活动净现金流可以完全覆盖利息，货币等价物可对短期债务形成一定覆盖

近年来公司经营获现能力处于较好状况，2019 年，受业务规模扩张影响，销售商品、提供劳务收到的现金大幅增长推动当年经营活动现金流净流入增加；2020 年，因增加票据结算资金占用使得当期经营活动净现金流缩减；2021 年一季度经营活动净现金流规模较小主要系应收应付款项的结算周期影响所致。投资活动现金流受在建项目资本投入等影响呈现净流出状态，2020 年由于收购天能化工以现金方式支付部分交易对价以及现金收购天伟水泥使得当年投资活动净流出缺口大幅增加。筹资活动方面，2019 年公司偿还部分到期债务，因此筹资活动现金流呈净流出状态；2020 年公司发行股份和可转换公司债券扩大融资规模，当年筹资活动有较大规模净流入。

在经营合并范围变化和债务规模扩张的影响下，近年来 EBITDA 对债务本息的支撑能力有所波动，EBITDA 和经营活动净现金流可以有效覆盖利息，但扣除利息支出、股利及必要资本支出后的经营活动净现金流对总债务的覆盖能力尚有待加强。截至 2021 年 3 月末，由于应收票据大幅增加，货币等价物/短期债务增至 1.35 倍，为公司短期债务的偿付提供一定支持。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元、X)

	2018	2019	2020	2021.1-3
经营活动净现金流	4.77	19.38	11.12	0.44
投资活动净现金流	-5.02	-6.77	-29.26	-1.09
筹资活动净现金流	0.03	-26.01	17.39	-1.40
总债务/EBITDA	2.41	1.88	2.86	--
EBITDA 利息保障倍数	8.66	8.65	11.93	--
经营活动净现金流/利息支出	4.06	10.31	7.29	--
货币等价物/短期债务	0.41	0.32	0.88	1.35

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

畅通的直接融资渠道能够对整体偿债能力提供支

持；对外担保占净资产比重较高，需对代偿风险保持关注；关联交易规模较大，但已逐步缩减

截至 2021 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 32.60 亿元，其中未使用额度为 4.69 亿元，备用流动性一般；但公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道通畅，能够对整体偿债能力提供支持。

截至 2021 年 3 月末，公司受限资产合计 15.52 亿元，占当期末净资产的 19.34%，其中 2.73 亿元受限货币资金为各项保证金，以及用于质押的应收票据 12.79 亿元。

根据公司公告，截至 2021 年 4 月 28 日，公司对联营企业天业汇合实际已提供 36.00 亿元的保证担保，该担保事项由公司控股股东天业集团提供反担保，同时以天能化工 50% 的股权提供质押担保，对应的出质股权数额为 10.00 亿元。同期末，公司无影响其正常经营的重大未决诉讼或仲裁事项。

在天业集团整体循环经济产业链的影响下，公司与天业集团关联交易仍保持在较大规模，2020 年以来公司与天业集团关联销售规模大幅减少，未来将进一步减少和规范关联交易。此外，天业集团亦为公司提供借款担保和资金拆借支持，其中资金拆借主要系向天能化工和天伟水泥提供借款支持项目建设及投产后生产经营活动；截至 2020 年末，天业集团为公司提供借款担保 19.50 亿元，提供资金拆借 5.84 亿元，占期末总债务 11.22%。

表 13：2019~2020 年公司关联方交易情况（亿元）

关联交易类型	2019	2020
采购商品/接受劳务	31.69	23.16
其中：新疆西部资源物流有限公司	9.93	12.40
新疆天域汇通商贸有限公司	14.66	5.42
天业集团	2.92	3.01
销售商品/提供劳务	63.82	36.34
其中：石河子天域新实化工有限公司	8.37	9.48
天辰化工有限公司	6.37	8.83
天业集团	40.15	14.08
关联被担保金额	18.56	20.22
其中：天业集团	16.38	19.50
关联方资金拆借余额	10.79	5.84
其中：天业集团	10.79	5.84

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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，2018~2021 年 5 月 6 日，公司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。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司系天业集团下属最主要的上市公司，股东在业务、资金等方面提供了较大支持

公司控股股东天业集团系新疆生产建设兵团第八师国有资产监督管理委员会重要的国有全资企业。公司为天业集团氯碱业务主要运营主体，能够获得股东业务协调和资源配置。2020 年公司资产和收入分别占控股股东的 33.18% 和 50.43%，控股股东对公司的支持意愿很强。在兵团第八师的支持下，天业集团建有自用铁路专用线，同时可获取铁路运力配置计划量，能够为货物运输提供保障。截至 2020 年末，公司获得天业集团资金拆借余额 5.84 亿元，获得股东担保金额 19.50 亿元。整体来看，控股股东对公司支持能力和支持意愿均较强。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定新疆天业股份有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；评定“新疆天业股份有限公司公开发行可转换公司债券”的债项信用等级为 **AA⁺**。

中诚信国际关于新疆天业股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

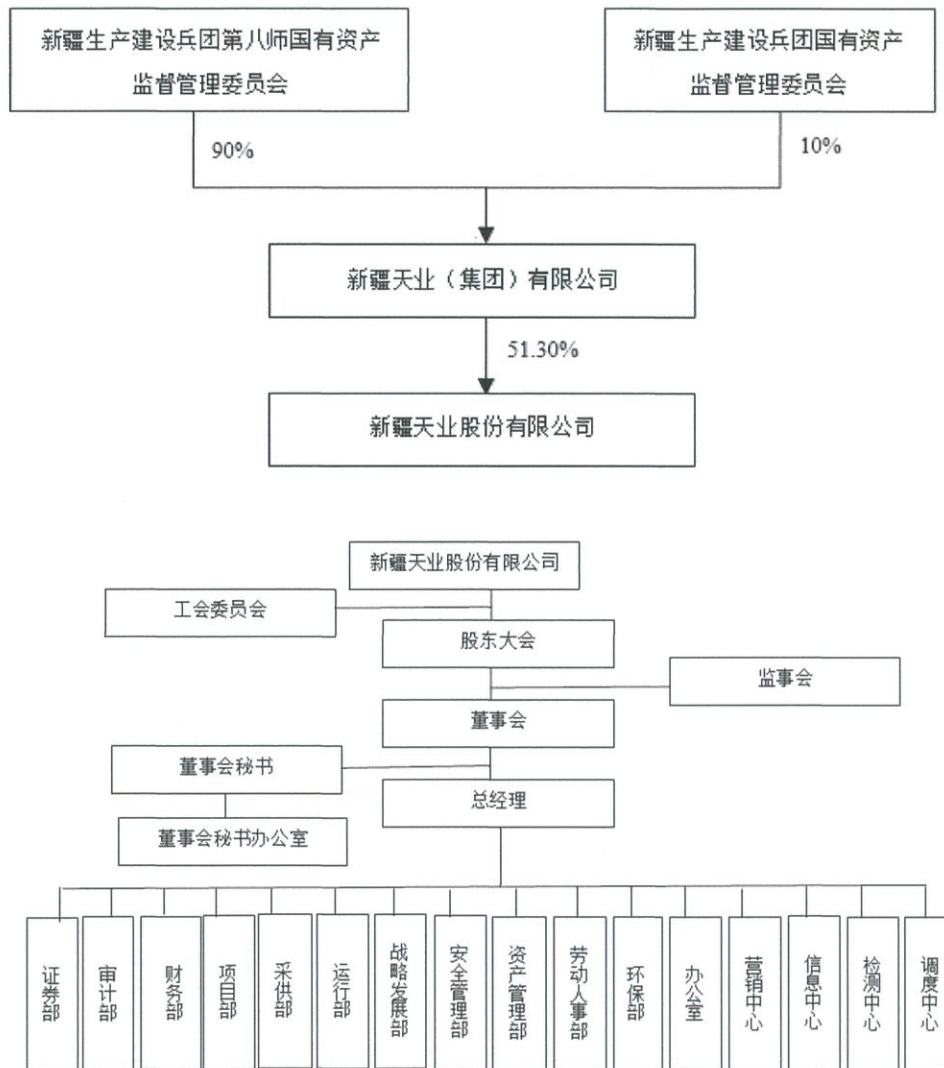
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2021 年 7 月 27 日

附一：新疆天业股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：新疆天业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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	22,385.90	44,466.34	69,586.52	49,061.27
应收账款净额	23,786.58	23,928.19	19,005.71	27,492.68
其他应收款	1,959.83	3,165.39	2,951.18	3,156.09
存货净额	85,431.11	98,114.77	80,568.49	91,743.66
长期投资	78,904.27	78,849.35	75,415.94	75,415.94
固定资产	531,241.65	819,330.48	860,173.46	852,889.21
在建工程	7,264.75	13,489.88	15,172.09	15,315.18
无形资产	51,970.06	215,228.89	138,195.02	80,261.68
总资产	865,730.14	1,373,971.32	1,477,379.63	1,570,359.08
其他应付款	48,886.61	88,006.56	64,340.06	65,352.40
短期债务	184,555.99	170,598.56	297,200.13	251,423.90
长期债务	60,111.27	135,395.99	223,492.16	289,282.36
总债务	244,667.26	305,994.56	520,692.29	540,706.26
净债务	222,281.35	261,528.22	451,105.77	491,644.99
总负债	347,250.25	487,589.30	721,811.69	767,768.11
费用化利息支出	11,730.15	18,796.75	15,083.82	--
资本化利息支出	-	-	175.17	--
所有者权益合计	518,479.88	886,382.02	755,567.94	802,590.98
营业总收入	482,776.01	854,764.27	899,257.99	251,040.74
经营性业务利润	49,947.23	83,401.95	115,215.43	54,304.75
投资收益	7,250.75	-872.82	-4,049.72	780.39
净利润	46,266.71	59,500.09	89,382.49	46,435.37
EBIT	67,119.56	94,126.90	121,969.52	--
EBITDA	101,613.41	162,624.23	182,115.92	--
经营活动产生现金净流量	47,679.92	193,812.99	111,240.30	4,365.93
投资活动产生现金净流量	-50,201.33	-67,702.70	-292,608.07	-10,857.32
筹资活动产生现金净流量	314.88	-260,084.50	173,877.58	-14,033.87
资本支出	34,343.72	68,555.95	39,603.46	11,144.00
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	27.09	24.66	29.31	37.57
期间费用率(%)	15.86	13.90	15.68	15.07
EBITDA 利润率(%)	21.05	19.03	20.25	--
总资产收益率(%)	7.65	8.41	8.56	--
净资产收益率(%)	9.30	8.47	10.89	23.84*
流动比率(X)	0.67	0.68	0.76	1.01
速动比率(X)	0.37	0.39	0.59	0.81
存货周转率(X)	3.95	7.02	7.11	7.28*
应收账款周转率(X)	9.50	35.83	41.89	43.19*
资产负债率(%)	40.11	35.49	48.86	48.89
总资本化比率(%)	32.06	25.66	40.80	40.25
短期债务/总债务(%)	75.43	55.75	57.08	46.50
经营活动净现金流/总债务(X)	0.19	0.63	0.21	0.03*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.26	1.14	0.37	0.07*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.06	10.31	7.29	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	13.44	36.10	18.53	--
总债务/EBITDA(X)	2.41	1.88	2.86	--
EBITDA/短期债务(X)	0.55	0.95	0.61	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	8.66	8.65	11.93	--
EBIT 利息保障倍数(X)	5.72	5.01	7.99	--

注：1、2021年一季报未经审计，2018年财务数据未经追溯调整；2、将应收款项融资调整至应收票据，将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
盈利能力	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（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。