

中国海螺创业控股有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕7097号

联合资信评估股份有限公司通过对中国海螺创业控股有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国海螺创业控股有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“23 海螺创业 GN001BC”和“23 海螺创业 GN002BC”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年七月二十五日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受中国海螺创业控股有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



中国海螺创业控股有限公司

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
中国海螺创业控股有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/07/25
23 海螺创业 GN001BC	AAA/稳定	AAA/稳定	
23 海螺创业 GN002BC	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

中国海螺创业控股有限公司（以下简称“公司”）以垃圾处置及配套节能设备和成套服务为主营业务，在环保业务布局、机组运营效率等方面仍具备较强优势。跟踪期内，公司主营业务运营模式无重大变化，公司垃圾处置业务新增建设项目数量减少导致建设收入降幅明显，但受益于已投运项目规模增加，该板块盈利能力小幅提升；同期，公司节能装备业务收入增幅明显，主要系海外订单增量明显所致，但毛利率降幅较大；新能源业务仍处于拓展期，对收入和利润贡献有限。财务方面，公司资产规模保持增长，货币资金充裕，受限比例极低，资产质量较好，但流动性较弱。公司业务盈利能力有所下降，获现能力尚可，但由于投资支出规模较大，仍存在一定融资需求。受业务规模扩张影响，公司全部债务有所增长，但债务结构合理，整体债务负担仍轻。此外，股东注入的安徽海螺集团有限责任公司（以下简称“海螺集团”）49%股权可为公司提供较大规模投资收益和现金分红，但 2023 年受水泥行业下行影响，公司投资收益同比缩减。

个体调整：无。

外部支持调整：股东支持。

评级展望

公司所处环保行业，国家政策支持力度大。未来，随着在建项目逐步投运，公司业务规模和收益水平有望提升。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司收入及盈利显著下降，资本支出超预期，债务规模显著增长导致偿债能力明显弱化等。

优势

- **公司主营业务规模持续扩大，垃圾发电项目运营效率高。**截至 2023 年底，公司已投运垃圾处置项目 97 个，公司垃圾处理能力为 4.54 万吨/日，较上年底增长 18.85%。2023 年，公司实际垃圾处理量 1404 万吨，同比增长 30.24%。2023 年，公司垃圾发电设备平均运转率提升至 94%，吨上网电量 326 千瓦时/吨，处于行业较高水平。
- **公司所获海螺集团投资收益对利润贡献高。**2023 年，公司持有的海螺集团 49%股权获得投资收益 16.00 亿元；同期，公司所获联营公司分配股息 7.50 亿元。
- **公司债务负担轻。**截至 2023 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 40.65%和 36.44%。

关注

- **垃圾发电单体项目规模不大，但整体效益能够达到投资预期。**公司大部分自建垃圾发电项目日处理能力低于 750 吨，无法形成规模优势。
- **受制于国家政策变化，公司在建项目数量较前期有所减少，但公司在建和拟建项目投资规模较大，未来资本支出较大，且存在跨行业经营风险。**截至 2023 年底，公司在建及拟建垃圾发电项目剩余投资约 34 亿元，在建磷酸铁锂电池负极材料一期项目剩余投资约 6 亿元，整体投资规模较大。公司开始布局锂电池回收及锂电池正负极材料生产业务，考虑到与现有业务在产品和服务内容以及业务模式等方面均有不同，对公司经营和管理能力提出较高要求。此外，新能源材料行业产品价格波动大，或将对公司盈利水平造成不利影响。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 电力企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 电力企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	5
		资本结构		1
		偿债能力		1
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：股东支持				+1
评级结果				AAA

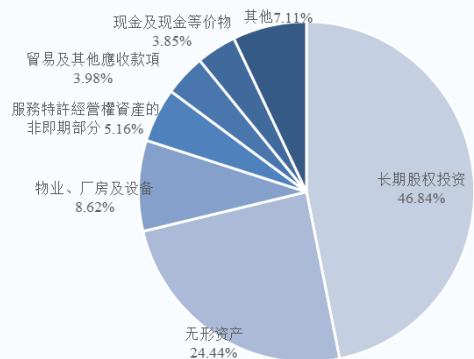
注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

主要财务数据

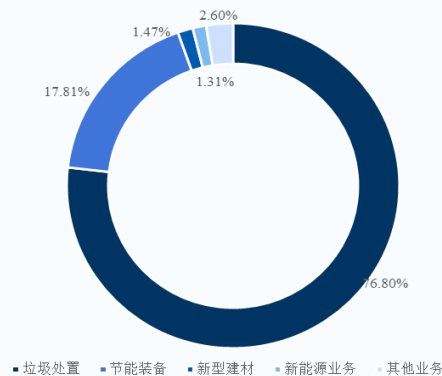
合并口径		
项 目	2022 年	2023 年
现金类资产（亿元）	56.40	37.92
资产总额（亿元）	753.80	804.60
总权益（亿元）	471.72	477.53
短期债务（亿元）	47.94	15.99
长期债务（亿元）	175.16	257.80
全部债务（亿元）	223.10	273.79
收入（亿元）	82.24	80.15
税前总额（亿元）	44.39	28.72
EBITDA（亿元）	57.91	45.26
经营活动所得现金净额（亿元）	18.10	19.86
毛利率（%）	29.10	27.18
净资产收益率（%）	34.32	5.62
资产负债率（%）	37.42	40.65
全部债务资本化比率（%）	32.11	36.44
流动比率（%）	90.44	125.97
经营现金流动负债比（%）	17.49	30.80
现金短期债务比（倍）	1.18	2.37
EBITDA 利息倍数（倍）	8.02	5.47
全部债务/EBITDA（倍）	3.85	6.05

注：1. 公司合并财务报表按照《国际财务报告准则》编制；除特别说明外，均指人民币；2. 2022 年，公司收入、税前利润和 EBITDA 包含持续经营业务和终止经营业务
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

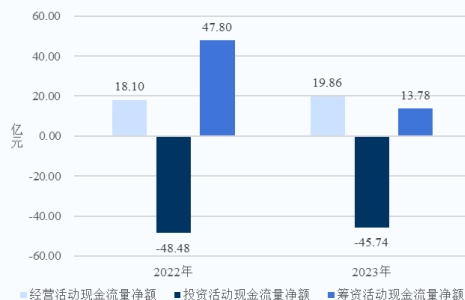
2023 年底公司资产构成



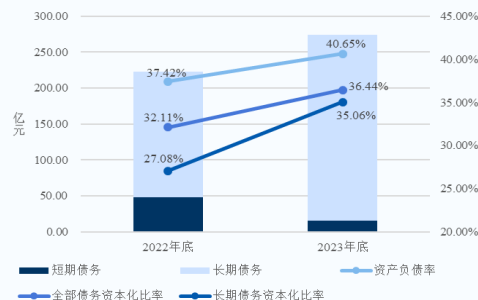
2023 年公司收入构成



2022—2023 年公司现金流情况



2022—2023 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	特殊条款
23 海螺创业 GN001BC	12.00	12.00	2026/03/20	--
23 海螺创业 GN002BC	15.00	15.00	2026/06/06	--

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
23 海螺创业 GN001BC 23 海螺创业 GN002BC	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/07/24	黄露 王皓	电力企业信用评级方法 V4.0.202208/电力企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
23 海螺创业 GN002BC	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/05/23	黄露 王爽	电力企业信用评级方法 V4.0.202208/电力企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
23 海螺创业 GN001BC	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/02/28	黄露 王爽	电力企业信用评级方法 V4.0.202208/电力企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：黄露 huanglu@lhratings.com

项目组成员：马金星 majx@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国海螺创业控股有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司成立于 2013 年 6 月，初始股本 15.00 亿股，初期主营业务包括立磨、余热发电等设备成套服务和港口物流等业务。2013 年 12 月，公司于联交所主板上市（证券代码：00586.HK）。2014 年，公司新增拓展垃圾发电业务；2021 年，公司开始拓展新能源正负极材料项目。截至 2024 年 4 月底，公司股本合计约 18.13 亿股，其中海螺系员工持股 39.74%。公司无实际控制人。

跟踪期内，公司主营业务无变化，包括垃圾发电及协同处理、节能装备制造及成套服务等，按照联合资信行业分类标准划分为电力行业。

跟踪期内，公司组织结构无变化，本部经理层下设 8 个职能部门。截至 2023 年底，公司在职工合计 6225 人；合并范围内子公司 145 家。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 804.60 亿元，总权益 477.53 亿元（含非控股权益 14.37 亿元）；2023 年，公司实现收入 80.15 亿元，税前利润 28.72 亿元。

公司注册地址：Cricket Square, Hutchins Drive P.O.Box 2681, Grand Cayman KY1-1111 Cayman Islands；董事会主席：郭景彬。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 6 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已按计划使用完毕，且均已按期支付利息。

图表 1 • 截至 2024 年 6 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
23 海螺创业 GN001BC	12.00	12.00	2023/03/20	3 年
23 海螺创业 GN002BC	15.00	15.00	2023/06/06	3 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

五、行业分析

中国生物质发电装机规模及发电量保持增长。国家在生物质发电的电价上给予较大空间的补贴，但实际操作中存在较多延期

支付情况，且在国补退坡的背景下，企业现金流压力或进一步加大。

生物质发电是利用生物质所具有的生物质能进行发电，是可再生能源发电的一种。生物质发电分为直接燃烧发电、混合燃烧发电、生物质气化发电和沼气发电等不同类型。生物质发电技术是目前生物质能应用方式中普遍、有效的方法之一，在欧美等发达国家，生物质能发电已形成非常成熟的产业，成为一些国家重要的发电和供热方式。

从可再生能源利用规模上看，中国可再生能源的替代作用逐渐凸显，生物质发电量也呈增长势头。截至 2023 年底，可再生能源装机容量为 15.16 亿千瓦，占全国发电总装机容量比重首次突破 50%至 51.9%。其中，生物质发电装机容量为 4400 万千瓦，较 2022 年底增长 6.49%。生物质能累计装机容量排名前五的省份是广东、山东、江苏、浙江、黑龙江，几乎占全国装机规模的一半。中国生物质发电的装机分布呈地域性。发电量方面，2023 年，可再生能源发电量近 3 万亿千瓦时，约占全社会用电量的三分之一。其中，生物质发电量 1980 亿千瓦时，同比增加 156 亿千瓦时。

从生物质发电装机容量看，截至 2023 年底，垃圾焚烧发电装机容量占比最高，约为 58%；农林废弃物发电装机容量占比次之，约为 38%；沼气发电装机容量仅占 4%。当前我国生活垃圾清运量和无害化处理率保持持续增长，对于垃圾焚烧的需求在日益增加，随着垃圾焚烧发电市场从东部地区向中西部地区和乡镇转移，垃圾焚烧发电量也持续增长。截至 2023 年底，中国生活垃圾焚烧发电累计装机容量达到 2577 万千瓦，较上年底增长 7.5%；2023 年发电量约 1394 亿千瓦时，同比增长 9.1%。虽然我国农林生物质发电面临原料因多元化利用导致收集成本高的问题，但随着技术的进步及产业链的完善，装机容量及发电量依然呈现增长的趋势。截至 2023 年底，中国农林生物质发电累计装机容量约 1688 万千瓦，较上年底增长 3.8%；2023 年发电量约 550 亿千瓦时，同比增长 6.2%。

政策方面，国家对生物质发电执行优先上网政策，不参与调峰，因此下游终端客户用电量的变化对生物质发电行业影响很小。针对生物质发电项目，中国于 2006 年推出了“标杆电价+补贴电价”的优惠政策；2010 年和 2012 年，农林生物质发电和垃圾焚烧发电分别开始执行 0.75 元和 0.65 元的标杆电价。国家在生物质发电的电价上给予较大空间的补贴，但实际操作中出现较多延期支付情况，对具体电厂现金流产生较大影响。2020 年 9 月 29 日，财政部等部委发布《关于<关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见>有关事项的补充通知》（财建〔2020〕426 号），对于已纳入可再生能源发电补贴清单范围的项目，生物质发电项目自并网之日起满 15 年后，无论项目是否达到全生命周期补贴电量，不再享受中央财政补贴资金，核发绿证准许参与绿证交易。其中生物质发电项目（含农林生物质发电、垃圾焚烧发电和沼气发电项目）的全生命周期合理利用小时数为 82500 小时。此外，从 2021 年开始，虽然生物质发电装机容量依旧在增加，但增速明显放缓，主要是 2020 年国家发改委发布的《完善生物质发电项目建设运行的实施方案》（发改能源〔2020〕1421 号）明确规定了自 2021 年 1 月 1 日起，规划内已核准未开工和新核准的生物质发电项目要全部通过竞争方式配置并确定上网电价，新纳入补贴范围的项目补贴资金由中央和地方共同承担，分地区合理确定分担比例，中央分担部分逐年调整并有序退出；另一方面，虽然 2023 年 10 月财政部在发布的《关于调剂 2023 年可再生能源电价附加补助资金预算的通知》（财资〔2023〕93 号）要求，对纳入补贴目录或清单且满足结算条件的各类项目进行及时、足额转付，但到目前仍有许多生物质发电项目未收到补助资金结算通知。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司股权结构、控股股东等方面无重大变化。

跟踪期内，公司主营垃圾处置、节能设备制造及成套服务等业务。截至 2023 年底，公司已在全国 25 个省、市、自治区共签约推广环保项目公司 132 个，包括炉排炉垃圾发电项目 103 个、厨余垃圾处置项目 2 个、水泥窑处置垃圾项目 10 个、垃圾转运项目 1 个、新能源项目 2 个、锂电池回收综合利用项目 8 个等；已投运项目可处置生活垃圾约 4.54 万吨/日。跟踪期内，公司以生活垃圾处置业务为核心，不断提升和开发先进的垃圾处理技术，丰富和优化业务结构，目前业务已覆盖生活垃圾焚烧处理产业的各个环节，包括核心技术和工艺路线的研发、设备及配件的生产和制造、项目的投资、建设和运营管理等全产业链。2023 年，公司处置生活垃圾 1404 万吨，同比增长 30.24%。2021 年，公司开始布局新能源材料业务，计划建设年产 50 万吨/年磷酸铁锂电池正极材料、年产 20 万吨/年磷酸铁锂电池负极材料以及锂电池回收综合利用项目。公司联合日本川崎重工共同研发，开创了世界首台套焙烧工艺处置废旧锂电池的先河，公司锂电池回收项目处于生产实验阶段，子公司海川节能已纳入工信部《新能源汽车废旧动力电池综合利用行业规范条件》企业白名单；2022 年 9 月，年产 5 万吨的磷酸铁锂正极材料一期项目建成投产；截至本报告出具日，负极材料项目已处于产线调试阶段，锂电池回收项目已处于生产实验阶段。

公司为境外注册公司，不适用境内征信报告等相关事项。根据公司反馈，公司无未结清或已结清不良信贷信息，过往履约情况良好。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

（二）管理水平

跟踪期内，公司法人治理结构、主要管理制度等方面均无重大变化；部分董事和高级管理人员因工作调动有所变更，但对公司经营未造成重大影响。

（三）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，公司主营业务及运营模式无重大变化，仍以垃圾处置和节能装备业务为主。其中，已投运垃圾处置项目增加带动公司运营收入大幅提升，但由于建设项目的减少导致该板块建设收入降幅明显；节能装备业务收入受海外订单增量明显而大幅增长，但由于订单盈利水平一般，该板块毛利率降幅较大；新能源产线逐步投产，业务增量带动收入快速提升，但当前业务规模仍较小，对公司收入和利润贡献有限。

2023 年，公司收入规模同比有所下降，主要系剥离固废处置业务所致。若以 2023 年公司收入构成口径对比，公司收入规模同比小幅增长。其中，垃圾处置业务收入同比下降，主要系新建项目减少导致建造收入下降所致，但由于投运项目占比提高，该板块毛利率小幅增长；节能装备业务收入大幅增长，主要系东南亚等海外业务订单增量明显所致，但由于新增订单盈利水平一般，该板块毛利率降幅较大；新型建材和港口物流业务受市场需求不足影响，持续性经营效率偏低，整体业务量有所下降导致板块收入和毛利率均同比下降；公司新能源产线逐步投产，市场布局逐步拓展，带动新能源业务收入同比大幅提升，但受市场竞争加剧影响，业务毛利率有所下降，该业务当前规模仍较小，对公司收入和利润贡献有限。

图表 2 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
垃圾处置	65.61	79.78%	27.49%	61.56	76.80%	28.68%
节能装备	9.68	11.77%	27.16%	14.28	17.82%	18.61%
新型建材	1.27	1.54%	14.12%	1.18	1.47%	11.79%
新能源业务	0.07	0.07%	8.51%	1.05	1.31%	6.89%
港口物流	2.34	2.85%	61.49%	2.09	2.60%	60.64%
固废处置	3.28	3.99%	50.27%	--	--	--
合计	82.24	100.00%	29.10%	80.15	100.00%	27.18%

注：尾差系四舍五入导致
资料来源：公司提供

公司主营垃圾处置业务，跟踪期内，公司垃圾处置业务仍主要以 BOT 模式进行投资建设，经营模式及收入确认准则无重大变化。2023 年，公司投运项目规模持续扩大，主要系新增安徽舒城、吉林舒兰、河北围场、湖北丹江口等 10 个自建项目以及山东聊城、山东高唐等 4 个并购项目所致。同期，由于新建项目数量同比减少，公司垃圾处置业务建设收入降幅明显。

图表 3 • 公司垃圾处置收入构成（单位：亿元）

指标	2022 年	2023 年	变动率（%）
建设收入	38.85	26.93	-30.69
炉排炉垃圾发电	38.34	26.93	-29.78
水泥窑处置垃圾	0.51	0.00	-100.00
运营收入	26.76	34.63	29.41
炉排炉垃圾发电	26.12	34.05	30.37

水泥窑处置垃圾	0.64	0.58	-9.56
总计	65.61	61.56	-6.17

注：利息收入计入运营收入中；尾差系四舍五入导致
 资料来源：公司提供

公司炉排炉垃圾焚烧项目布局于全国 25 个省，其中安徽、湖南、云南、贵州垃圾处理能力较为集中。截至 2023 年底，公司已投运垃圾处理项目 97 个。其中，炉排炉垃圾发电项目 73 个，水泥窑处置垃圾项目 10 个，厨余垃圾处置项目 14 个。因水泥窑处置垃圾项目对水泥产线依赖性很强且综合效益较炉排炉垃圾发电项目偏弱，公司垃圾处置业务拓展将依赖于炉排炉垃圾发电。受益于投运项目数量的增加，公司炉排炉垃圾发电项目垃圾处理能力和发电能力均大幅提升，截至 2023 年底分别为 4.24 万吨/日和 74.28 亿千瓦时/年，但大部分单体项目处理能力不超过 750 吨/日。

图表 4 • 公司垃圾处置项目经营能力情况

指标	2022 年	2023 年	变动率（%）
运营中项目数量（个）	78	97	24.36
其中：炉排炉垃圾发电	62	73	17.74
水泥窑处置垃圾	10	10	0.00
厨余垃圾处置	6	14	133.33
运营中项目设计产能	/	/	--
其中：炉排炉垃圾发电设计垃圾处理能力（吨/日）	35600	42350	18.96
炉排炉垃圾发电设计发电能力（亿千瓦时/年）	63.00	74.28	17.90
水泥窑处置垃圾（吨/日）	2200	2200	0.00
厨余垃圾处置能力（吨/日）	375	895	138.67
在建炉排炉垃圾发电项目数量（个）	24	16	-33.33
在建炉排炉垃圾发电设计垃圾处理能力（吨/日）	10400	6400	-38.46

资料来源：公司提供

公司垃圾处置业务主要分为垃圾处理业务和垃圾发电业务。跟踪期内，公司垃圾处置业务签约及运营模式无重大变化。垃圾处理业务方面，2023 年，公司垃圾处理均价小幅波动。受益于投运项目增加，公司垃圾处理量同比大幅增长，其中水泥窑处置垃圾量因水泥限产影响而同比下降。垃圾发电业务方面，公司装机容量有所增长，机组运营效率高，带动 2023 年上网电量同比增幅较大。公司所发电量实行全额上网，上网电价依据国家相关电价标准制定。2023 年，受新收购项目吨发电效益不及公司自建项目影响，公司入炉吨上网电量略有下降，但仍保持行业较高水平。跟踪期内，公司生产、建设所需主要物资设备、原料耗材种类及采购模式无重大变化。伴随业务规模扩大，公司主要原材料采购量有所提升，但受价格回落影响，公司主要原材料采购金额同比变化不大。

图表 5 • 公司垃圾处置项目运营情况

指标		2022 年	2023 年	变动率（%）
炉排炉垃圾发电	垃圾发电装机容量（兆瓦）	786.50	928.50	18.05
	垃圾发电设备平均运转率（%）	89.00	94.00	5.62
	垃圾发电综合厂用电率（%）	16.30	16.00	-1.84
	入炉吨上网电量（千瓦时/吨）	336.00	326.00	-2.98
	发电量（亿千瓦时）	41.49	53.43	28.78
	上网电量（亿千瓦时）	34.74	44.69	28.64
	上网电价（元/千瓦时）	0.65	0.65	0.00
	垃圾处理量（万吨）	1039.00	1371.00	31.95
	垃圾处理均价（元/吨）	64.00	65.00	1.56
水泥窑处置垃圾	垃圾处理量（万吨）	39.00	33.00	-15.38
	垃圾处理均价（元/吨）	125.00	120.00	-4.00

注：尾差系四舍五入导致
 资料来源：公司提供

新能源业务为公司未来重点发展方向之一，当前仍处于起步期，收入规模小。公司规划在安徽建设年产 50 万吨磷酸铁锂电池正极材料项目。其中，年产 5 万吨的磷酸铁锂电池正极材料一期项目已于 2022 年 9 月建成投产。公司目前正极材料产量低，且产品价格受市场波动大。2023 年，公司生产正极材料 770.00 吨。公司规划在四川建设年产 20 万吨磷酸铁锂电池负极材料项目，该项目由公司与主营特种电缆业务的尚纬股份有限公司合作开发（公司持有项目公司 51% 股权）。其中，年产 4 万吨的磷酸铁锂电池负极材料一期项目已开工建设，截至目前尚未投产。此外，公司积极布局废旧锂电池回收业务，主要由安徽海创循环科技有限公司负责经营，开展 CKB 锂电池回收项目建设，当前回收产线仍处于试生产阶段。

公司整体经营效率一般，2023 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数分别为同比小幅下降至 3.92 次和 0.10 次，存货周转次数同比小幅提高至 15.20 次。

2 未来发展

公司发展战略较为清晰，跟踪期内无重大变化，在建和储备项目投资规模较大，投资压力较大。此外，公司逐步布局新能源材料业务，长期来看，项目投产或将推动公司收入和利润的增长。考虑到与现有业务在产品和服务内容以及业务模式等方面均有不同，该业务对公司经营和管理能力提出较高要求。

公司将继续推行双轮驱动的发展战略，聚焦垃圾处置的基础上，布局新能源产业，着力发展锂电池材料生产于废旧锂电池回收相结合的循环产业链，优化产业格局，做大做强各业务板块。但新能源材料行业产品价格波动大，或将对公司盈利水平造成不利影响。

垃圾处置方面，截至 2023 年底，公司在建垃圾发电项目 16 个，预计总投资约 45 亿元，已完成投资约 35 亿元；拟建及储备垃圾发电项目 14 个，预计总投资约 30 亿元，已完成投资约 6 亿元。公司将持续扩张垃圾发电业务规模，未来将有较大持续性资本支出。

新能源材料方面，截至 2023 年底，公司在建项目主要为负极材料一期项目，预计总投资约 19 亿元，已完成投资约 13 亿元。

（四）财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，毕马威会计师事务所对上述财务报表进行了审计，审计意见为：该等合并财务报表已根据国际会计准则委员会颁布的《国际财务报告准则》真实而中肯地反映公司于 2023 年 12 月 31 日的合并财务状况及其截至该日止年度的合并财务表现及合并现金流量，并已遵照香港《公司条例》的披露要求妥善编制。

2023 年，公司合并范围内新增子公司 13 家。公司主营业务无重大变化，整体财务数据可比性尚可。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产规模持续增长，货币资金充裕，受限比例极低，持有的海螺集团 49% 股权为优质的投资资产，为公司提供了较大规模投资收益及现金分红，整体资产质量较好，但流动性弱。公司债务结构与资产结构匹配性高，债务规模快速增长，但债务负担轻，集中偿付压力较小。受市场竞争加剧以及投资收益同比缩减影响，公司盈利能力有所下降，经营获现水平尚可，但经营活动所得现金净额仍无法覆盖投资支出，存在对外融资需求。

跟踪期内，受垃圾处置业务规模扩大影响，物业、厂房及设备和无形资产快速增长带动公司资产总额增长。截至 2023 年底，公司用于开具银行承兑汇票而受限的银行存款为 1.14 亿元，公司货币资金（含现金及现金等价物、受限制银行存款及三个月后到期的银行存款）受限比例为 3.16%；受已投运项目增加以及设备订单增加影响，公司电力业务收入和设备收入增加，以致公司贸易及其他应收款项较上年底有所增长，账龄在 1 年内的应收款项占比高，亏损拨备规模小。截至 2023 年底，公司合约资产增幅明显，主要系投运项目规模增加带动上网电量同比增长，未入库政府上网电价补贴大幅增长所致。公司联营企业主要为海螺集团（持股 49%），为公司提供了较大规模投资收益及现金分红，对公司业绩实现提供有力支撑。

截至 2023 年底，公司受限资产 6.80 亿元（含 1.14 亿元现金及现金等价物和 5.66 亿元使用权资产），占总资产的 0.85%。

图表 6 • 公司资产构成情况

项目	2022 年末		2023 年末		资产规模变动增幅 (%)
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	
流动资产	93.64	12.42	81.22	10.09	-13.26
现金及现金等价物	43.62	46.58	30.95	38.10	-29.05

贸易及其他应收款项	28.46	30.39	32.01	39.41	12.48
合约资产	5.26	5.62	8.36	10.30	58.91
非流动资产	660.16	87.58	723.38	89.91	9.58
于联营公司的权益	368.96	55.89	376.88	52.10	2.14
物业、厂房及设备	40.78	6.18	69.33	9.58	70.01
合约资产的非即期部分	48.06	7.28	41.56	5.74	-13.53
无形资产	166.89	25.28	196.65	27.18	17.83
资产总额	753.80	100.00	804.60	100.00	6.74

注：流动资产科目占比为占流动资产的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产的比重
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2023 年底，受利润积累影响，公司总权益较上年底增长 1.23%至 477.53 亿元。从构成来看，公司非控股权益 14.37 亿元，占总权益的 3.01%；本公司权益股东应占总权益 463.16 亿元，占总权益的 96.99%。其中，股本占 0.03%，储备（主要为保留盈利）占 96.96%。储备占比很高，公司权益结构稳定性弱。

截至 2023 年底，公司负债总额较上年底有所增长，主要系公司业务扩张、项目投资规模扩大带动长期债务增加所致。截至 2023 年底，公司银行贷款合计 243.22 亿元，较上年底增长 33.73%，主要为信用贷款。其中，2~5 年内到期的贷款占 37.22%，5 年以后到期的贷款占 57.57%。受可换股债券到期以及新增长期债务规模较大影响，公司流动负债占比较上年底下降 16.99 个百分点。

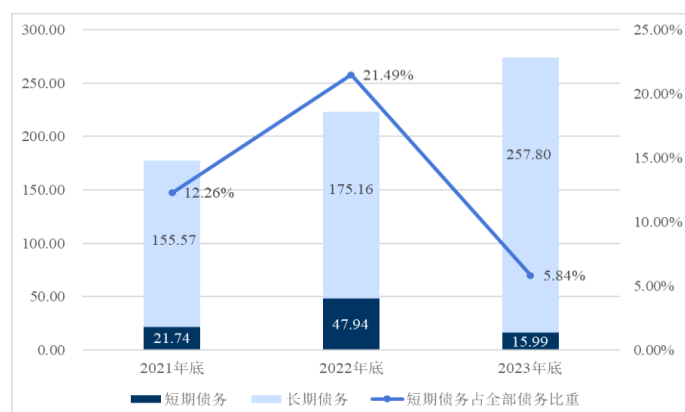
图表 7 • 公司负债构成情况

项目	2022 年末		2023 年末		负债规模变动增幅 (%)
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	
流动负债	103.54	36.71	64.48	19.71	-37.73
银行贷款（即期部分）	6.91	6.67	12.68	19.66	83.54
贸易及其他应付款项	55.30	53.41	49.57	76.89	-10.35
可换股债券	38.80	37.48	0.00	0.00	-100.00
非流动负债	178.54	63.29	262.60	80.29	47.08
银行贷款（长期部分）	174.96	98.00	230.54	87.79	31.77
无担保中期票据	0.00	0.00	27.00	10.28	--
负债总额	282.07	100.00	327.08	100.00	15.95

注：流动负债科目占比为占流动负债的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债的比重
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

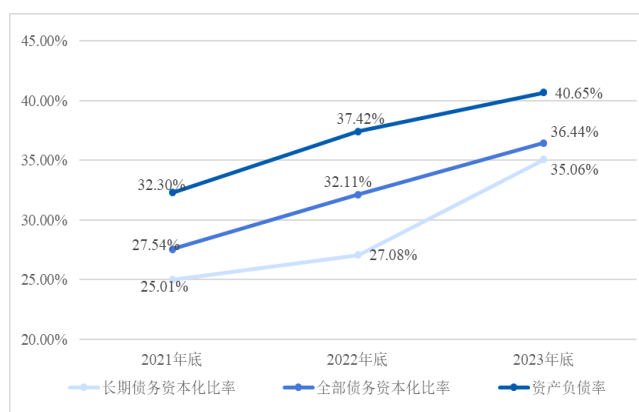
有息债务方面，截至 2023 年底，公司全部债务较上年底增幅明显，导致资产负债率和全部债务资本化比率均有所提高。同期，受可换股债券到期影响，短期债务占比大幅下降。公司整体债务负担仍轻。

图表 8 • 公司债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 9 • 公司债务负担情况



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2023 年，受固废处置业务剥离、垃圾处置建设收入下降、以及节能装备收入增长等因素共同影响，公司收入同比小幅下降，成本和期间费用控制能力较好；应占联营公司利润占公司税前利润比重仍较高，但由于水泥行业下行，该部分投资收益规模同比降幅明显。

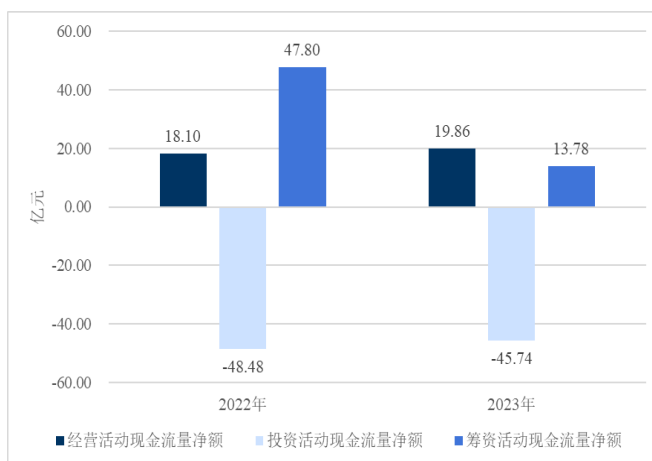
公司拆分中国海螺环保股份有限公司（以下简称“海螺环保”），并以 2022 年 3 月 30 日收盘价及发行股数对海螺环保的公允价值进行确认，扣减海螺环保净分派资产和集团内部交易未实现溢利后，确认拆分海螺环保新增公司净收益 120.49 亿元。受此影响，2022 年，公司总资本收益率和净资产收益率均处于很高水平。2023 年，公司利润缩减导致当期盈利能力指标均同比下降。

图表 10 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

指标	2022 年	2023 年	变动率（%）
收入	82.24	80.15	-2.54
销售成本	58.31	58.36	0.10
费用总额	6.39	6.35	-0.64
应占联营公司利润	29.39	16.62	-43.44
税前利润	44.39	28.72	-39.83
实物分派净收益	120.49	0.00	-100.00
毛利率（%）	29.10	27.18	下降 1.92 个百分点
总资本收益率（%）	24.19	4.54	下降 19.65 个百分点
净资产收益率（%）	34.32	5.62	下降 28.70 个百分点

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 11 • 公司现金流情况



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

公司垃圾处置项目建造服务收入为非现金收益，不能在当期形成现金流，项目运营期间可获得现金流。2023 年，经营活动所得现金净额同比有所增长，同时联营公司分配的股息现金流规模较大，但仍无法覆盖投资支出，投资仍主要依赖于融资所得现金。

2 偿债能力指标变化

跟踪期内，公司全部债务增长，利润下降，经营现金和 EBITDA 对全部债务本息保障能力有所下降；同期，由于短期债务规模降幅明显，公司短期偿债能力指标体现显著增强。

图表 12 • 公司偿债能力指标

项目	指标	2022 年	2023 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	90.44	125.97
	速动比率（%）	86.15	120.95
	经营现金流动负债比（%）	17.49	30.80
	经营现金/短期债务（倍）	0.38	1.24
	现金短期债务比（倍）	1.18	2.37
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	57.91	45.26
	全部债务/EBITDA（倍）	3.85	6.05
	经营现金/全部债务（倍）	0.08	0.07
	EBITDA 利息倍数（倍）	8.02	5.47
	经营现金/利息支出（倍）	2.51	2.40

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司数据整理

跟踪期内，公司货币资金充裕，短期债务规模降幅明显，流动资产对流动负债以及现金类资产对短期债务保障能力有所提升。同期，公司 EBITDA 同比下降，全部债务增幅明显，经营现金和 EBITDA 对全部债务本息保障能力有所下降。

截至 2023 年底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼和对外担保。

截至 2023 年底，公司共获得金融机构授信总额约 550 亿元，未使用授信约 274 亿元；同时，公司为上市公司，具备直接融资条件。

（五）ESG 方面

公司注重环保安全，积极履行社会责任。整体看，目前公司 ESG 表现良好。

环境方面，公司主营垃圾处置业务，在炉排炉发电过程中会产生二氧化硫、氮氧化物、烟尘等大气污染物、温室气体、废水及固体废弃物。在排放治理方面，公司严格落实生态环境保护相关法律法规，持续加强环境管理体系建设，建立健全突发环境事件应急机制等，主要开展环保设施改造、无组织和有组织排放治理、固体废物综合利用等办法。为降低对环境的影响，契合国家双碳政策导向，公司下设安全环保部，负责环境保护监督的具体管理工作，建立环境风险管控机制，明确环保工作任务和目标。2023 年，公司未发生重大环保处罚事件。安全生产方面，公司制定了多项安全制度，为进一步管控风险、排查隐患，组织开展双控体系建设。2023 年，公司未发生重大安全事故。生产经营方面，公司与上下游客户、供应商保持良好合作关系。社会责任方面，公司积极履行社会责任，2023 年，公司解决就业 6225 人，公益总投入 10.50 万元，共处置生活垃圾 1371 万吨。

公司董事会下设立战略、可持续发展及风险管理委员会，并成立 ESG 工作小组，定期披露社会责任报告，2023 年获评 MSCI 的 ESG 管理水平 A 级，ESG 信息披露质量良好。

七、外部支持

股东将其持有的海螺集团 49% 股权注入公司，海螺集团规模优势显著，盈利能力很强，为公司提供了较大规模投资收益和股息分配现金流，对公司发展提供有力支撑。

2013 年 7 月，股东安徽海螺集团股份有限公司（原安徽海螺创业投资有限责任公司）将海螺集团 49% 股权注入公司。海螺集团是以水泥制造为主导，集绿色建材、智能制造、节能环保、新能源新材料、国际贸易等业务为一体的安徽省属大型集团企业。海螺集团旗下控股海螺水泥（证券代码“600585.SH”）和海螺新材（证券代码“000619.SZ”）两家上市公司，在水泥和型材业务方面均具有显著的规模优势，产销规模处于行业领先水平。同时，海螺集团技术及管理优势明显，依托良好的资源禀赋及合理的产能布局，海螺集团市场控制力不断加强，盈利能力和综合竞争力均居于行业领先地位。公司持有的 49% 海螺集团股权为公司提供了较大规模的投资收益和股息分配现金流，对公司发展提供有力支撑。2022—2023 年，公司应占联营公司（海螺集团）利润分别为 29.29 亿元和 16.00 亿元，所获联营公司（海螺集团）分配股息分别为 15.75 亿元和 7.50 亿元。

八、债券偿还能力分析

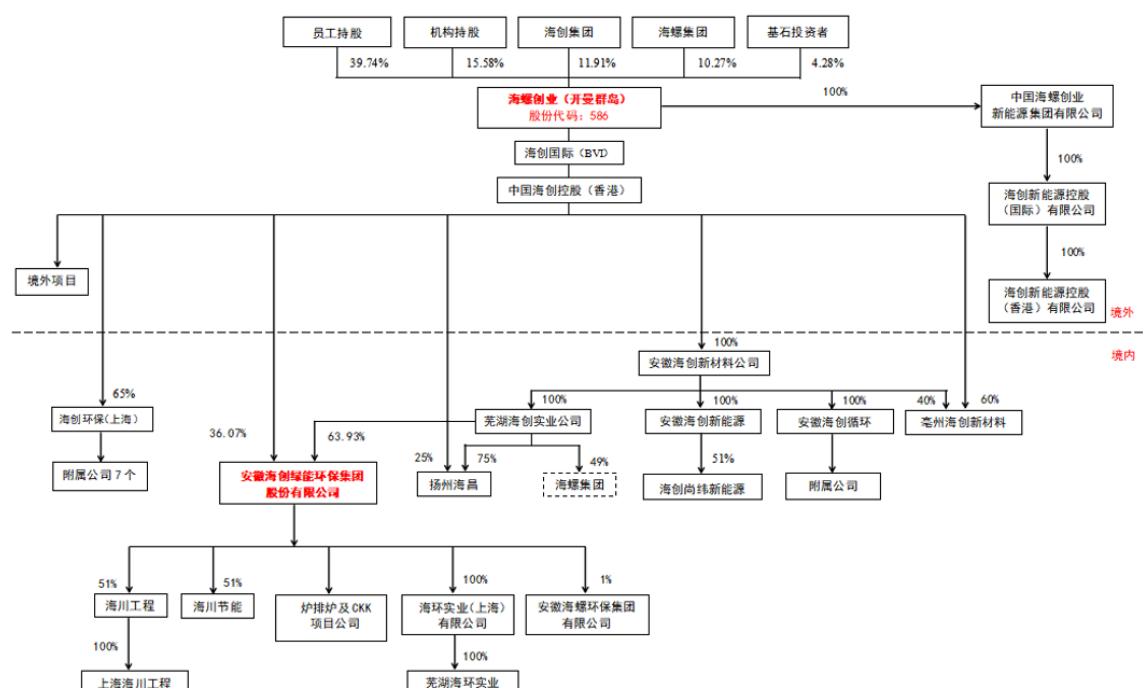
公司经营活动所得现金净额和 EBITDA 对本报告跟踪债券本金保障程度很高。

本报告跟踪债券余额 27.00 亿元。2023 年，公司经营活动所得现金净额和 EBITDA 分别为本报告跟踪债券余额的 0.74 倍和 1.68 倍。

九、跟踪评级结论

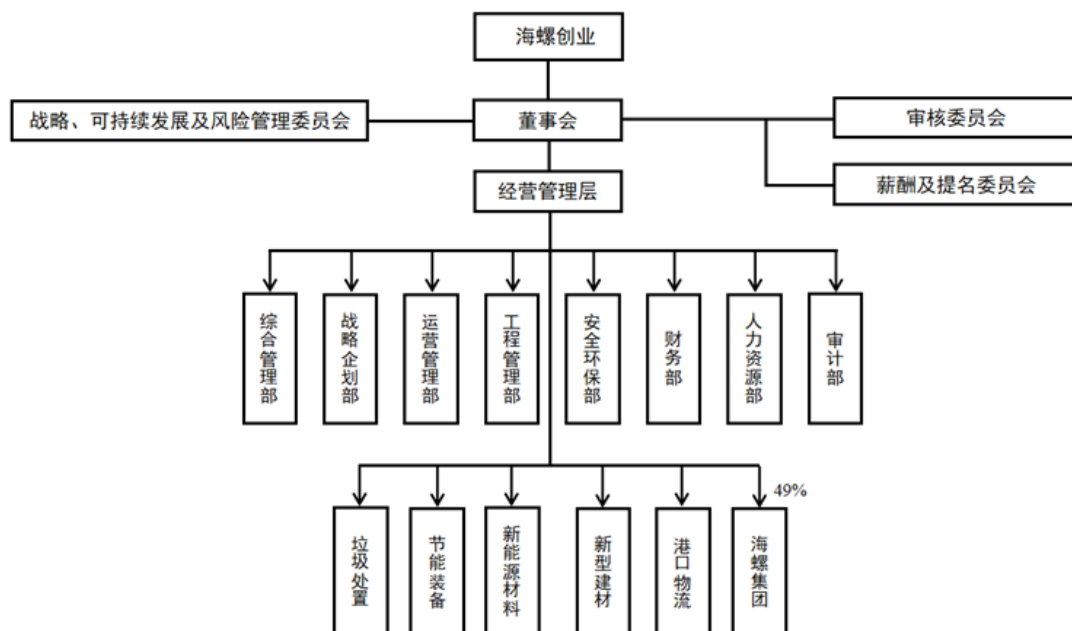
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“23 海螺创业 GN001BC”和“23 海螺创业 GN002BC”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 4 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2023 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

企业名称	法定股本/注册资本（万元）	应占权益百分比（%）	主营业务
中国海创控股（香港）有限公司	25000 港元	100.00	控股公司
中国海创控股国际有限公司	1 万美元	100.00	控股公司
安徽海创绿能环保集团股份有限公司	166360	89.62	控股公司
安徽海创新能源材料有限公司	100000	80.00	新能源材料
四川海创尚纬新能源科技有限公司	50000	51.00	新能源材料
咸阳海创环境能源有限责任公司	27000	100.00	垃圾处置
扬州海昌港务实业有限责任公司	26050	100.00	港口物流
海环实业（上海）有限公司	20000	100.00	建设工程设计及施工
安徽海创新型节能建筑材料有限责任公司	20000	100.00	新型建材
安徽海创循环科技有限公司	20000	80.00	锂电池回收
呼和浩特嘉盛新能源有限公司	18089	70.00	垃圾处置
贵阳海创环境能源有限责任公司	16700	100.00	垃圾处置
内蒙古普拉特交通能源有限公司	16000	100.00	垃圾处置
上海创玥置业有限公司	15000	65.00	物业
上海创玗置业有限公司	15000	65.00	物业
上海创旭实业有限公司	15000	65.00	物业
上海创衡实业有限公司	15000	65.00	物业
烟台海创丛林环保能源有限责任公司	15000	60.00	垃圾处置
吉林市双嘉环保能源利用有限公司	15000	99.67	垃圾处置
杭州盛勋投资合伙企业	14944	100.00	垃圾处置
冠县国环垃圾处理有限公司	13980	90.00	垃圾处置
亳州海创新型节能建筑材料有限责任公司	12500	100.00	新型建材
沙河海创环保科技有限公司	12000	66.00	垃圾处置
建水海创环境能源科技有限责任公司	11340	100.00	垃圾处置
馆陶县正好环保科技有限公司	11000	100.00	垃圾处置
马鞍山海创环境科技有限责任公司	10770	100.00	垃圾处置
江西景圣环保有限公司	10125	70.00	垃圾处置
芜湖海创实业有限责任公司	10000	100.00	节能环保设备的设计与建造
芜湖海环实业有限公司	10000	100.00	建设工程设计及施工
海螺创业环保科技（上海）有限公司	10000	65.00	控股公司
金寨海创环境工程有限责任公司	10000	100.00	垃圾处置
莎车海创环境工程有限责任公司	10000	100.00	垃圾处置
海东海创环境科技有限责任公司	10000	100.00	垃圾处置
茌平县国环再生能源有限公司	10000	95.00	垃圾处置
安徽海螺川崎工程有限公司	10000	51.00	节能装备
安徽海螺川崎节能设备制造有限公司	10000	51.00	节能装备
上海海螺川崎节能环保工程有限公司	10000	51.00	节能装备

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项 目	2021 年	2022 年	2023 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	48.30	56.40	37.92
贸易及其他应收款项（亿元）	24.09	28.46	32.01
存货（亿元）	3.86	4.44	3.24
于联营公司的权益（亿元）	358.37	368.96	376.88
物业、厂房及设备（亿元）	61.60	40.78	69.33
资产总额（亿元）	689.19	753.80	804.60
股本（亿元）	0.15	0.14	0.14
非控股权益（亿元）	13.88	23.10	14.37
总权益（亿元）	466.57	471.72	477.53
短期债务（亿元）	21.74	47.94	15.99
长期债务（亿元）	155.57	175.16	257.80
全部债务（亿元）	177.31	223.10	273.79
收入（亿元）	83.50	82.24	80.15
销售成本（亿元）	57.06	58.31	58.36
其他收入净额（亿元）	2.59	3.66	4.15
税前利润（亿元）	79.33	44.39	28.72
EBITDA（亿元）	87.46	57.91	45.26
经营活动现金流量净额（亿元）	13.08	18.10	19.86
投资活动现金流量净额（亿元）	-70.08	-48.48	-45.74
筹资活动现金流量净额（亿元）	55.18	47.80	13.78
财务指标			
销售债权周转次数（次）	5.83	4.76	3.92
存货周转次数（次）	17.39	14.04	15.20
总资产周转次数（次）	0.14	0.11	0.10
毛利率（%）	31.67	29.10	27.18
总资本收益率（%）	12.32	24.19	4.54
净资产收益率（%）	16.24	34.32	5.62
长期债务资本化比率（%）	25.01	27.08	35.06
全部债务资本化比率（%）	27.54	32.11	36.44
资产负债率（%）	32.30	37.42	40.65
流动比率（%）	116.09	90.44	125.97
速动比率（%）	110.23	86.15	120.95
经营现金流动负债比（%）	19.84	17.49	30.80
现金短期债务比（倍）	2.22	1.18	2.37
EBITDA 利息倍数（倍）	18.09	8.02	5.47
全部债务/EBITDA（倍）	2.03	3.85	6.05

注：1. 公司合并财务报表按照《国际财务报告准则》编制；除特别说明外，均指人民币；2. 由于公司 2021 年筹划对海螺环保进行分拆上市，资产负债表中海螺环保相关资产和负债分别划分为持有待售资产和持有待分配负债，本报告已将 2021 年底划分为持有待售的资产进行拆分并调整至流动资产及非流动资产相关科目，将 2021 年底划分为持有待分配负债进行拆分并调整至流动负债及非流动负债相关科目；3. 2021—2022 年收入、税前利润和 EBITDA 包含持续经营业务和终止经营业务

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
总权益年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
税前利润年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	收入/平均贸易应收款项及应收票据 (即期)
存货周转次数	销售成本/平均存货净额
总资产周转次数	收入/平均资产总额
盈利指标	
总资产收益率	(年内利润+费用化利息支出) / (总权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	年内利润/总权益×100%
毛利率	(收入-销售成本) / 收益×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+总权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+总权益) ×100%
担保比率	担保余额/总权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动所得现金净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=现金及现金等价物+受限制银行存款+三个月后到期的银行存款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产

短期债务=流动负债中的银行贷款+流动负债中的可换股债券+应付票据+流动负债中的租赁负债

长期债务=非流动负债中的银行贷款+非流动负债中的可换股债券+非流动负债中的租赁负债+无担保中期票据

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=税前利润+费用化利息支出 (财务费用) +折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出 (财务费用)

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持