



2024 年度 城发环境股份有限公司 信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20244162M-01

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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 2024 年 11 月 19 日至 2025 年 11 月 19 日。主体评级有效期内，中诚信国际将对评级对象进行跟踪评级，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。
- 未经中诚信国际事先书面同意，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2024 年 11 月 19 日

评级对象

城发环境股份有限公司

主体评级结果

AAA/稳定

评级观点

本次评级将城发环境股份有限公司（以下简称“城发环境”或“公司”）主体信用等级由 AA⁺调升至 AAA，主要基于以下考虑因素：作为河南省及控股股东落实黄河流域生态保护和高质量发展重大战略的重要抓手，公司在股东及河南省国资体系的战略地位提升；环保固废业务规模及运营效益处于行业较优水平，且有望继续整合股东及省内固废资源，产业链完备发展潜力较大；推进全省供排水一体化项目后，公司水务运营能力将实现高速增长；核心路产能够提供稳定的收入和现金流来源等方面优势。同时中诚信国际也关注到公司应收账款对公司流动资金形成一定占用等因素可能对公司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，城发环境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：不适用。

可能触发评级下调因素：公司市场地位显著下滑，项目运营效率大幅下降导致盈利能力和获现能力大幅下降且短期不可恢复；项目投资过多导致债务负担过重，难以平衡现金支出，面临一定流动性风险等。

正 面

- 2024年以来，为落实黄河流域生态保护和高质量发展重大战略，控股股东河南投资集团有限公司（以下简称“河南投资集团”）以城发环境为抓手，打造成为省内最大的环保投资运营平台，在“以环保投资为核心，聚焦供排水一体化和循环经济体系建设，打造第二产业”定位下，公司在股东及河南省国资体系的战略重要性提升，并有望获得生态环保相关业务资源
- 随项目投运，公司垃圾处理能力快速增长，处理能力及运营效益均处于行业较高水平；未来公司将继续整合股东及河南省内相关固废业务资源，完备的固废产业链有望推动环保业务做大做强
- 在省政府全力支持下推进全省供排水一体化项目，试点工作已经开展且同步摸排各地市供排水现状，推广后公司水务运营能力将实现高速增长
- 核心路产能够提供稳定的收入和现金流来源

关 注

- 应收账款对公司流动资金形成一定占用

项目负责人：李转波 zhbli@ccxi.com.cn
项目组成员：梁子秋 zqliang@ccxi.com.cn
毛楚杰 cjmao@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

城发环境（合并口径）	2021	2022	2023	2024.9/2024.1~9
资产总计（亿元）	217.55	255.07	291.28	301.42
所有者权益合计（亿元）	63.54	74.19	84.84	93.44
负债合计（亿元）	154.01	180.89	206.44	207.98
总债务（亿元）	120.65	142.68	162.21	167.62
营业总收入（亿元）	56.47	63.56	65.22	47.19
净利润（亿元）	10.06	11.53	11.8	9.64
EBITDA（亿元）	22.54	29.78	31.1	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	12.73	16.45	15.02	11.2
营业毛利率（%）	34.12	39.48	40.2	42.87
总资产收益率（%）	9.31	8.79	7.61	--
资产负债率（%）	70.79	70.92	70.87	69
总资本化比率（%）	65.5	65.79	65.66	64.21
总债务/EBITDA（X）	5.35	4.79	5.22	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	6.01	4.44	4.67	--
FFO/总债务（X）	0.13	0.14	0.13	--

注：1、中诚信国际根据城发环境提供的其经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年三季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用 2023 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；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债中的有息债务。

同行业比较（2023 年数据）

公司名称	垃圾处理能力 （吨/日）	环保业务收入（亿元）	总资产（亿元）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	总资本化比率（%）	总资产收益率（%）	EBITDA 利息保障倍数（X）	FFO/总债务（X）
南海控股	29,800	32.68	514.46	162.95	18.67	53.09	6.17	6.33	0.16
广环投	32,090	34.25	285.51	50.73	6.41	67.93	3.54	4.02	0.10
城发环境	28,550	26.65	291.28	65.22	11.80	65.66	7.61	4.67	0.13

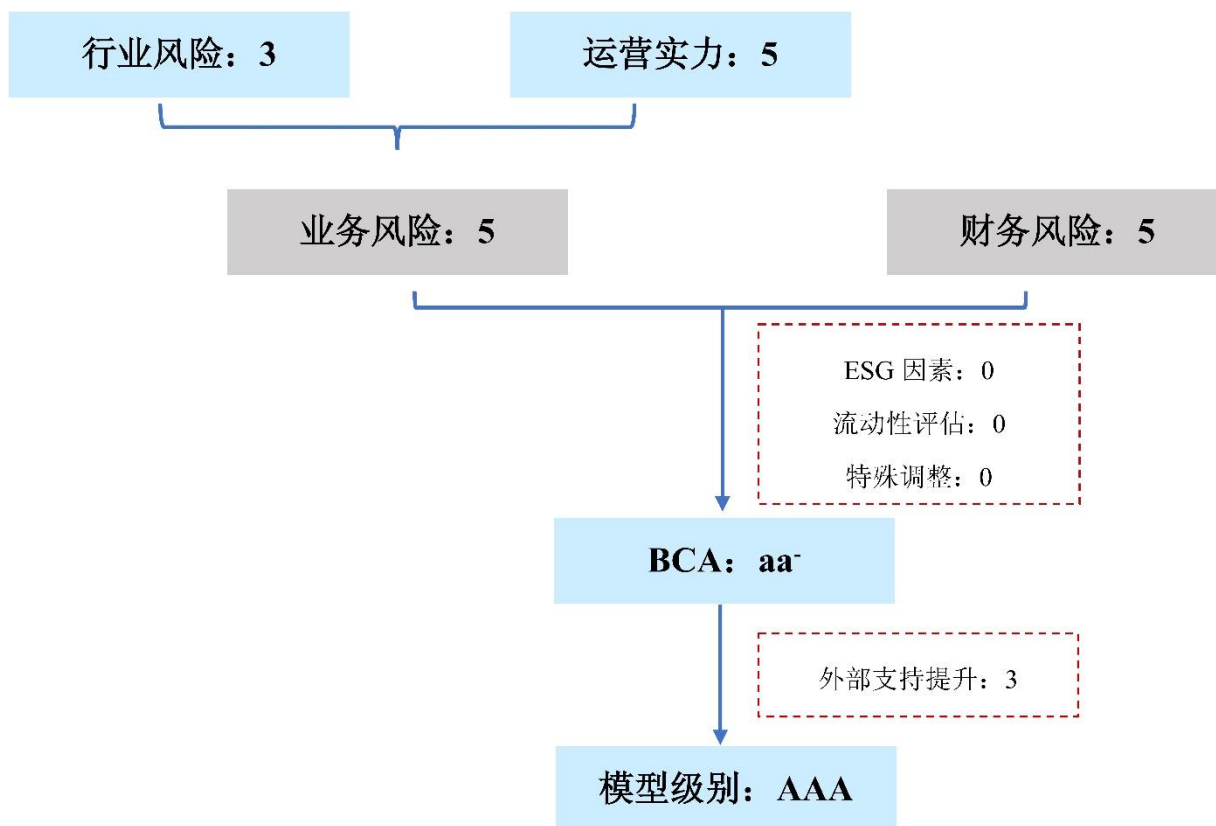
中诚信国际认为，与同行业相比，城发环境的垃圾处理能力、环保业务收入处于行业上游水平，受高速业务贡献，盈利能力和偿债指标处于较好水平，但财务杠杆处于较高水平。

注：“南海控股”为“广东南海控股集团有限公司”简称，“广环投”为“广州环保投资集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

● 评级模型

城发环境股份有限公司评级模型打分(C160400_2024_03_2024_02)



注：

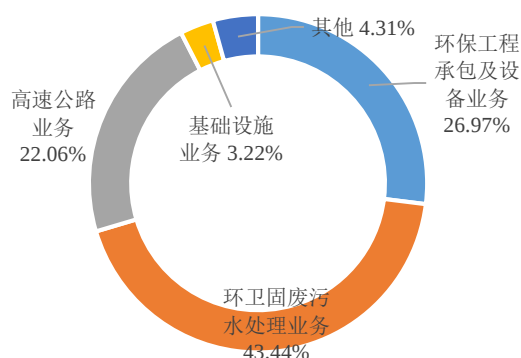
外部支持：控股股东河南投资集团实力雄厚，公司作为河南投资集团服务省生态文明建设的重要抓手，以环保投资为核心，聚焦供排水一体化和循环经济体系建设，定位清晰，能够获得控股股东在业务及资产整合等方面的大力支持，外部支持调升 3 个子级。中诚信国际认为，2024 年以来，为落实河南省黄河流域生态保护和高质量发展重大战略，公司作为控股股东服务省生态文明建设的重要抓手，被赋予更多职能，将获得股东和河南省政府的进一步支持，公司获得的外部支持由 2 个子级调整至 3 个子级。

方法论：中诚信国际环保运营行业评级方法与模型 C160400_2024_03

评级对象概况

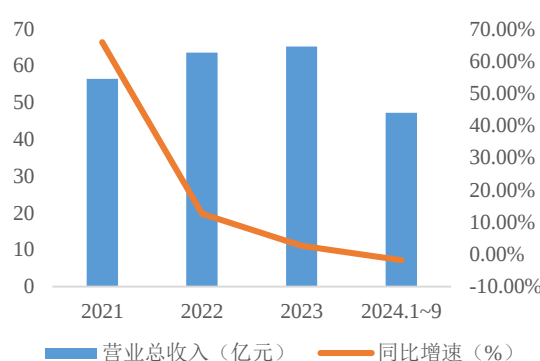
城发环境股份有限公司前身为洛阳春都食品股份有限公司（以下简称“洛阳春都”），1999 年 3 月在深交所上市，股票代码 000885。2007 年，洛阳春都与河南投资集团有限公司（以下简称“河南投资集团”）进行资产置换，洛阳春都主业由食品加工业转变为水泥制造业，并更名为河南同力水泥股份有限公司（以下简称“同力水泥”）。2017 年 9 月，同力水泥与河南投资集团进行资产置换，公司主业由水泥制造业变更为高速公路开发运营和基础设施投资。2018 年 9 月 17 日，同力水泥更名为河南城发环境股份有限公司，并变更证券简称为“城发环境”。2020 年 11 月 18 日，公司发布公告称，为满足公司全国性、国际化发展需求，经河南省市场监督管理局核准，公司名称由河南城发环境股份有限公司变更为城发环境股份有限公司。公司目前主要从事垃圾焚烧发电及污水处理等环保领域业务，以及高速公路开发运营和基础设施投资建设及运营业务。2023 年实现营业总收入 65.22 亿元。

图 1：2023 年收入构成情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

产权结构：截至 2024 年 9 月末，公司股本 6.42 亿元，河南投资集团持有公司 56.47% 的股份，是公司的控股股东；河南省财政厅是公司的实际控制人。

表 1：截至 2024 年 9 月末公司主要子公司情况（亿元）

全称	简称	持股比例	2024 年 9 月末		2024 年 1~9 月	
			总资产	净资产	营业总收入	净利润
河南省许平南高速公路有限责任公司	许平南公司	100.00%	45.79	33.06	10.47	3.71
郑州零碳科技有限公司	郑州零碳	100.00%	45.00	14.03	6.07	1.15
城发水务有限公司	城发水务公司	100.00%	30.30	10.78	4.26	0.85
城发环保能源有限公司	环保能源公司	100.00%	25.72	3.44	0.74	0.30
河南沃克曼建设工程有限公司	沃克曼公司	100.00%	22.74	5.21	8.57	0.88
城发城市服务科技(河南)有限公司	新环卫公司	100.00%	7.67	3.71	3.66	0.36

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务风险

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年三季度中国经济增速边际放缓，最终消费的增长贡献率边际走低是主因。随着一揽

子增量政策出台，各部门资产负债表修复的节奏有望加快，加之四季度可以落地使用的财政支出空间仍大，全年经济增长“保五”虽有压力但仍有增量支撑。

详见《2024 年三季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11529?type=1>

行业概况

中诚信国际认为，垃圾焚烧发电市场增速放缓，县域项目拓展有待关注；危险废物处置行业内竞争持续加剧，盈利空间大幅收窄，低价中标、提高运营效率降低综合成本是主流，行业尚处于寒冬；电力行业大气污染治理发展较为成熟，非电行业烟气治理市场竞争激烈。

我国环保产业格局基本形成，以固体废物处理、大气治理和水环境综合治理等领域为主；“十四五”期间，在碳达峰碳中和背景下，各地成立省级环保集团解决环境治理问题。我国垃圾焚烧发电行业目前产能过剩垃圾量不足问题凸显，行业内企业不断提高运营效能以及拓展其他业务，逐步向城市综合运营商转变，县域垃圾焚烧项目是国家政策关注重点。2023 年，垃圾焚烧发电市场扩张增速放缓，垃圾处理平均单价上涨明显，“焚烧下县”信号已释放；未来城市生活垃圾处理能力和行业集中度或进一步提高，农村市场可期。受行业产能过剩及上游产废“减量化”影响，危险废物处置行业内竞争持续加剧，行业内企业盈利空间大幅收窄，低价中标、提高运营效率降低综合成本是主流，行业尚处于寒冬，行业调整尚需时间。电力行业大气污染治理成果显著，发展较为成熟，非电领域成为大气污染治理行业新的增长点，但市场竞争激烈，盈利空间不及之前。

详见《中国环保运营行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10917?type=1>

运营实力

中诚信国际认为，城发环境作为河南省最大的环保投资运营平台，随项目投运，垃圾处理能力快速增长，运营规模及效率均处行业较高水平；河南省加大环保领域投入及支持力度，2024 年以来，为落实黄河流域生态保护和高质量发展重大战略，公司作为控股股东服务省生态文明建设的重要抓手，战略地位提升，未来有望继续整合股东及省内环保资源，完善固废产业链，做强环保投资业务；在政府及股东支持下，公司聚焦供排水一体化和循环经济体系建设打造第二产业，推广后运营能力将实现高速增长。许平南高速路产质量高，持续发挥现金流“压舱石”作用，其他业务经营相对稳定；后续仍有投资需求，整体投资压力可控。

河南省区域经济保持增长且人口基数较大，省内持续加大环保领域投入和支持力度。为落实黄河流域生态保护和高质量发展重大战略，服务省生态文明建设，河南投资集团以城发环境为抓手，打造成为省内最大的环保投资运营平台，以环保投资为核心，聚焦供排水一体化和循环经济体系建设，打造第二产业。

公司为河南省内最大环保上市平台。2023 年，河南省实现地区生产总值（GDP）59,132.39 亿元，位于全国第六位，同比增长 4.1%。截至 2023 年末，河南省常住人口 9815 万人。2024 年上半年，河南省实现 GDP 31,231.44 亿元，按不变价格计算，同比增长 4.9%。

河南省经济保持增长且人口基数较大，为满足经济发展需求和提高人民生活需求，近年来河南省环保领域加大投入和支持力度。2018 年河南省发改委等多部门联合发布《河南省静脉产业园建

设三年行动计划》政策，作为“十三五”末期及“十四五”河南省环保基础设施建设的主力军，公司利用控股股东传统能源经营管理经验、人才储备和自身资本优势，积极参与静脉产业园、垃圾发电等省政府规划开展新项目的建设；2021 年，做大做强环保产业，公司收购启迪环境科技发展股份有限公司重要项目股权¹业务扩展至全国。2024 年以来，为落实黄河流域生态保护和高质量发展重大战略，服务省生态文明建设，河南投资集团以城发环境为抓手，打造成为省内最大的环保投资运营平台，一方面构建“生态雨林”式环保产业集群，另一方面聚焦供排水一体化、循环经济体系建设等领域，发挥“产业+资本”优势打造第二产业。公司在股东及省国资体系的战略重要性进一步提升。

在手项目以河南省区县为主，已全部投运，垃圾处理能力及运营效益处于行业较高水平，未来将整合股东及省内环保资源，并向海外拓展，进一步完善固废产业链，环保业务发展潜力大。

近年来随垃圾焚烧发电项目陆续进入运营期，公司垃圾处理能力快速增长。截至 2024 年 9 月末，公司 32 个生活垃圾焚烧发电项目均已投运运营，总垃圾处理能力达 28,550 吨/日，装机容量达 591 兆瓦。垃圾焚烧项目主要以河南省区县为主，同时向黑龙江、河北、山东、重庆、云南等地拓展，其中河南省的垃圾处理能力占公司全部处理能力 50%以上，在河南省垃圾焚烧市场占有重要地位。公司在运营项目垃圾量供应较充足，产能利用率较好，虽华中区域垃圾热值一般，经营优势带来厂自用电率低，整体吨上网电量处于行业上游水平；叠加火电厂建设经验带来投资低优势，毛利率处于行业较高水平。补贴方面，截至 2024 年 9 月末，公司非竞争配置项目共 22,450 吨/日，有 10,000 吨/日已纳入国家可再生能源补贴清单，纳入国家可再生能源补贴名单后方可获得电费国补和省补资金，后续纳入国家再生能源名单情况进度有待关注。

在“省内最大的环保投资运营平台”的定位下，未来公司垃圾焚烧项目仍有望加快发展。一方面，为避免上市公司潜在的同业竞争，实现项目专业化高效管理和经营，城发环境全资子公司环保能源受托管理河南城市发展投资有限公司全资子公司城发环保能源（郑州）有限公司的生活垃圾焚烧发电项目（合计日处理能力 6,400 吨/日），并签署《委托管理协议》，委托管理费用按照目标公司营业收入的 0.5%进行收取。待项目符合条件后，公司将逐步对其进行收购纳入城发环境体系内，届时城发环境垃圾处理规模将进一步增长。另一方面，公司积极进行海外垃圾项目拓展，截至 2024 年 9 月末，正积极拓展乌兹别克斯坦、埃及等海外项目，围绕其首都、国家核心城市的垃圾发电投资建设。

表 2：近年来公司垃圾焚烧发电业务运营情况

	2021	2022	2023	2024.9/2024.1~9
垃圾处理能力（吨/日）	12,200	26,250	28,550	28,550
垃圾处理量（万吨）	456.21	835.01	1,031.39	875.98
垃圾处理产能利用率(%)	102.45	102.36	98.97	125.11
装机容量（兆瓦）	241.00	449.00	591.00	591.00
设计发电量（万度/年）	149,688	301,402	391,156	391,156
实际发电量（万度）	139,332	252,742.30	289,693.22	256,451.02
吨垃圾发电量（度/吨）	305.41	302.69	280.88	292.76

¹2019 年以来公司先后收购了喀什宝润环保电力有限公司 80%股权、民权天樾环保能源有限公司 100%股权和城发环保能源（安阳）有限公司 50%股权。2021 年公司收购郑州零碳，获得兰陵兰清环保能源有限公司 100%股权、临朐县清环保能源有限公司 100%股权、双城市格瑞电力有限公司 100%股权、青州益源环保有限公司 100%股权、巨鹿县聚力环保有限公司 94.12%股权、重庆绿能新能源有限公司 100.00%股权、楚雄东方新能源环保有限公司 100.00%股权。

上网电量（万度）	115,431	212,937.56	244,260.67	215,810.27
发电产能利用率(%)	93.08	83.86	74.06	--

注：1、垃圾处理产能利用率=（年垃圾处理量/365）/垃圾处理能力；2、发电产能利用率=实际发电量/设计发电量；3、吨垃圾发电量=实际发电量/垃圾处理量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司以生活垃圾焚烧发电业务为核心，也协同开展餐厨垃圾、污泥、建筑垃圾、填埋场改造等业务。此外，为保障垃圾发电业务前端生活垃圾收集的数量和质量，公司于 2020 年进入新环卫业务领域。截至 2023 年末，公司在运营项目 30 个，运营项目年化合同额约为 4.3 亿元。2024 年前三季度，公司进一步做大做强省内环卫业务，拓展义马、中原区等 12 个环卫项目，新增年化合同额 2.89 亿元，实际执行年化合同约 8.14 亿元，待执行合同额 40.64 亿元。新环卫业务的开展可为公司垃圾焚烧发电项目的运营和布局提供一定的保障，亦可取得一定的收益。**中诚信国际认为**，经过过去几年的快速发展，公司垃圾焚烧项目处理能力及效益均已处于行业较高水平，固废产业链逐步延申，未来在股东及政府的支持下，公司将继续整合股东及省内环保资源，进一步完善固废产业链，做大做强环保业务。

2024 年 5 月以来，在省政府全力支持下推进全省供排水一体化项目，试点工作已经开展且同步摸排各地市供排水现状，推广后公司水务运营能力将实现高速增长；搭建前端收运体系助力集团再生资源产业协同，培育公司利润支撑点。

公司水处理业务主要由子公司城发水务有限公司负责。截至 2024 年 9 月末，公司在郑州港区和中牟县拥有 4 个自来水厂（2 个备用水厂），供水能力合计为 30.50 万吨/日。受限于区域发展，供水业务整体产能利用率不高，但自动化、智能化和数字化生产模式使得生产效率较高。同期末，公司已运营的 8 个污水处理项目处理规模 40.14 万吨/日，项目区域主要分布在河南南阳、新乡、开封等地市的下辖区县，整体经营规模较小。此外，公司也负责中牟县、建成县辖区的供水报装工程，可实现一定报装业务收入。2024 年 5 月，为落实黄河流域生态保护和高质量发展重大战略，服务省生态文明建设，河南省省政府会议明确指出“依托城发环境打造省级水务平台，统筹推进全省供排水一体化工作”。在省委省政府的支持下，公司借助政策窗口，利用部分重资产投资撬动实现委托运营一体化管理，延伸上下游业务，持续挖潜产业价值，升级打造水循环综合服务商。目前，公司依托在河南省十八地市资源优势，已同步摸排各地市供排水现状。下一步，在信阳试点整合取得初步成效的基础上，公司选择更多具有代表性的市县进行试点；不断完善与市、县政府的合作模式与机制，在运营一体化的基础上逐步打通股权一体化，实现水环境综合治理系统模式；同时，加快新业务拓展，上游延伸瓶装水、桶装水、直饮水等售水业务，下游打通中水、污泥等资源化收益渠道，提升园林绿化、企业用水比例，由政府付费逐步向使用者付费转型。届时城发环境下属水务板块管理运营能力将实现高速增长。

此外，公司积极拓展环卫与再生资源双循环模式，利用环卫业务人力资源和装备资源，搭建循环产业前端收运体系，进而与集团再生资源产业协同，打造省级循环经济产业集团。下一步，公司全力开发省内市场，省外重点布局固废和循环项目所在地市场；筛选并购标的企业，推动重大并购项目落地；加强环卫智慧化建设，优化升级数字云平台系统，引入智能环卫设备，选取北关区、荥阳等为试点项目，实现“传统环卫+智慧环卫”项目落地。

许平南高速路产质量较高，区位优势明显，可为公司持续提供稳定的收入和现金流来源。工程承包及设备业务以内部需求为主，在手订单较为充裕；基础设施建设项目均已进入回购期，需关注项目回款情况。

高速公路开发运营方面，公司负责许平南高速、安林高速和林长高速运营，截至 2024 年 9 月末，期末运营路产通车里程 255.36 公里，占全省高速公路总里程的 3.85%，路产规模较为稳定。其中许平南高速为省级高速公路，路产质量较优，起点与京珠国道主干线相接，是中原地区通往大西南的一条重要通道，通行费收入贡献 80%以上，2023 年贡献通行费收入 11.77 亿元；2024 年前三季度，许平南高速经营持续向好，持续为公司提供稳定的收入和现金流来源，持续承担“压舱石”重任。此外，许平南高速特许经营权将于 2032 年到期，公司开展政策研究，谋划通过改扩建实现许平南高速收费期限延长。

工程装备业务方面，公司于 2020 年 3 月以 131.34 万元收购沃克曼公司 100%股权，进入工程施工业务领域。一方面，依托公司固废项目负责建筑施工工程和设备总包等业务，另一方面，负责河南省投资集团体系内工程施工业务；客户主要为河南投资集团及城发环境下属公司，对内部项目依赖度较高。截至 2024 年 9 月末，沃克曼的在手合同金额为 27.30 亿元，河南省投资集团体系工程施工需求仍较多，在手订单仍较为充裕；未来随着省内供排水一体化业务开展，工程业务或将进一步增长。

公司基础设施建设业务主要为郑州航空港经济综合实验区梅河综合治理工程项目和会展路二期道路工程 BT 项目²，均已进入回购期，回购方为郑州航空港区国有资产经营管理有限公司。截至 2024 年 3 月末，梅河综合治理工程项目已完工，会展路二期道路工程 BT 项目尚未完工结算，还有约 4 亿元回款款项未支付，未来回款情况有待关注。

后续投入仍项目以环保固废及水务项目为主，考虑较强获现能力，投资压力可控。

公司新建垃圾焚烧项目较少，剩余投运项目尾款支付以及蒸汽供热技改投入。此外，公司筹建污泥处置项目、潢川城区污水处理厂等项目以及拟将收购潜在环保类项目，项目投产后将进一步扩大公司的业务规模。除潜在收并购项目存在不确定性外，预计 2024 年需投入 15~20 亿元左右，考虑较强的获现能力，投资压力可控。

财务风险

中诚信国际认为，公司环保固废和高速公路收费业务持续增长以及运营效率提高，经营性业务利润持续增长，公司盈利能力仍处于较好水平。随项目持续建设投入，公司资产和负债规模持续增加；财务杠杆水平较高，偿债指标表现有所弱化，但债务期限结构合理，备用流动性较为充足。

盈利能力

随业务规模扩张和运营效率提升，公司经营性业务利润持续提升，具备较好的盈利能力。

² 梅河综合治理工程项目为资金供给型 BT 模式，收益来源为资金利息和投资收益；会展路二期道路工程为标准 BT 建设模式，收益来源为工程施工收入。

公司收入主要来自环保工程承包及设备业务、环卫固废污水处理业务和高速公路业务等。2023 年，随环保固废项目投运及高速公路业务车流量增加，带动营业总收入同比增长 2.61%至 65.22 亿元，工程业务毛利增加，综合毛利率小幅提升。同期，期间费用率变化不大。由于当期毛利提升，经营性业务利润略有增加；由于应收账款规模增加，计提的信用减值损失同步增加，利润总额变化不大。同期 EBITDA 亦保持增长态势，由于总资产规模增速较快，公司总资产收益率有所下降，盈利能力有所弱化，但仍处于行业较好水平。2024 年前三季度，公司实现营业收入 47.19 亿元，同比略有下降，营业毛利率 42.87%，受益于环保运营效率持续提升，经营性业务利润和利润总额较上年同期略有增长，整体具备较好的盈利能力。

表 3：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2021		2022		2023	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
环保工程承包及设备业务	28.96	18.62	22.54	21.37	17.59	22.65
环卫固废污水处理业务	7.92	40.20	22.11	43.05	28.33	42.05
高速公路业务	14.13	57.65	13.50	56.80	14.39	56.01
基础设施业务	1.70	32.24	2.22	54.72	2.10	32.36
其他	3.75	53.19	3.19	58.88	2.81	56.23
营业总收入/营业毛利率	56.47	34.12	63.56	39.48	65.22	40.20

注：各板块业务收入加总与合计数不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2021	2022	2023	2024.1~9
营业毛利率	34.12	39.48	40.20	42.87
期间费用率	10.92	16.10	15.90	17.04
经营性业务利润	12.76	14.46	15.38	11.84
信用减值损失	-0.01	0.21	0.70	0.18
利润总额	13.28	14.87	14.85	12.02
EBITDA	22.54	29.78	31.10	--
总资产收益率	9.31	8.79	7.61	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

随环保固废业务规模的快速扩大，公司资产和负债同步快速增长，同时利润积累推动所有者权益规模持续增长；但需关注应收账款对资金的占用以及债务快速增长对公司资本结构的影响。

公司资产持续增加，以非流动资产为主，主要包括固定资产和无形资产，其中固定资产主要为公路及构筑物、房屋及建筑物、机器设备等，由于新增固定资产投资较少，加之资产摊销，固定资产呈逐年下降趋势；无形资产主要为特许经营权和土地使用权，随着公司垃圾发电项目、水务项目和新环卫项目增加的特许经营权，加上合并范围扩大以及执行企业会计准则解释第 14 号将处于建设期的环保项目投入由其他非流动资产转入，无形资产规模快速增长。公司流动资产以货币资金和应收账款及其他流动资产为主，其中应收账款主要为业务形成的垃圾发电电费、设备销售费、危废及污水处理费等，由于公司多个垃圾焚烧发电项目投入运营，政府补贴款账期较长，2023 年以来公司应收账款有所扩大，应收账款周转率有所降低，对公司流动资金形成较大规模占用。货币资金余额小幅波动，截至 2024 年 9 月末，货币资金余额为 12.59 亿元，其中受限货币资金

1.03 亿元，占比较小。

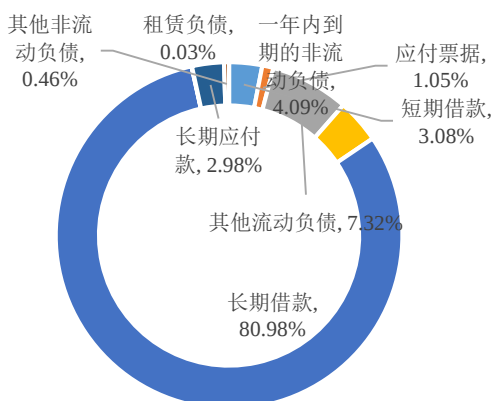
公司负债主要为应付账款等经营性负债和长短期借款、应付债券等有息债务构成。随着项目建设和流动资金的需求增加，公司负债及有息债务总额保持快速增长态势。公司融资来源主要为银行项目贷款和债券市场融资，债务期限结构以长期债务为主，较为合理。权益方面，随着公司经营积累，未分配利润逐年增长，带动公司所有者权益规模持续增加。但公司债务规模较大，整体杠杆水平较高。

表 5：近年来公司财务相关指标（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.9
资产总额	217.55	255.07	291.28	301.42
货币资金	12.71	14.33	13.56	12.59
应收账款	9.11	16.54	26.15	35.67
应收账款周转率	10.11	4.96	3.06	--
其他流动资产	16.82	8.20	9.72	9.31
固定资产	54.57	51.86	52.14	50.59
无形资产	110.75	141.53	164.28	163.04
流动资产占比	18.91	17.21	19.33	22.23
总负债	154.01	180.89	206.44	207.98
短期借款	11.23	7.78	8.17	5.17
应付账款	22.72	27.54	30.24	27.40
长期借款	92.49	118.19	130.20	135.74
长期应付款	8.39	1.02	5.43	5.00
总债务	120.65	142.68	162.21	167.62
短期债务/总债务	15.74	15.90	15.83	15.54
所有者权益合计	63.54	74.19	84.84	93.44
实收资本	6.42	6.42	6.42	6.42
资本公积	10.60	10.22	10.22	10.22
未分配利润	32.99	42.10	51.79	58.82
资产负债率	70.79	70.92	70.87	69.00
总资本化比率	65.50	65.79	65.66	64.21

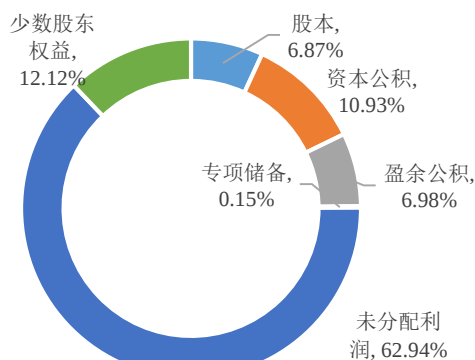
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2024 年 9 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 2024 年 9 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

现金流及偿债情况

公司经营现金流水平较好，随着经营规模的扩大和在建项目持续推进，投资活动现金呈现净流出

状态；随着公司加大存量债务偿还力度，筹资活动现金净流入大幅下降；偿债指标有所弱化，非受限货币资金对短期债务覆盖不足，但考虑公司相对通畅的融资渠道，债务接续压力不大。

随着业务规模的快速扩张，公司保持了较好的获现能力；2023 年，高速公路收费业务的稳定运营仍为公司较好的获现能力提供保障，当期垃圾焚烧项目运营增长，但受员工薪酬及税费支出增长影响，当期经营活动净流入规模有所减少。同期，公司收回投资³收到的现金大幅减少，投资活动净现金流出规模扩大。由于项目建设需求以及收购项目贷款置换，当期筹资活动现金净流入持续加大。2024 年前三季度，受工程项目回款增加，经营活动产生的现金流量净额同比增长 12.32%；而受当期投资进度影响，投资活动产生的现金流量净额同比有所减少，随之融资活动产生的现金流量净额流入较少。

偿债指标方面，由于债务规模增加，2023 年 EBITDA、FFO 对总债务的覆盖能力小幅减弱；同时，非受限货币资金不能覆盖短期债务。但考虑公司良好的股东背景，与金融机构保持较好的合作关系，融资渠道畅通，整体偿债压力不大。截至 2024 年 9 月末，公司共获得银行授信额度 263.39 亿元，其中尚未使用额度为 124.85 亿元，备用流动性较为充足。资金管理方面，公司对下属子公司资金进行统筹和实时归集管理。

表 6：近年来公司财务相关指标（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.1~9
收现比	0.52	0.66	0.68	0.72
付现比	0.15	0.32	0.38	0.42
经营活动产生的现金流量净额	12.73	16.45	15.02	11.20
投资活动产生的现金流量净额	-61.52	-23.82	-27.44	-13.47
筹资活动产生的现金流量净额	42.57	8.36	11.54	1.36
经营活动产生的现金流量净额利息保障	3.39	2.45	2.25	--
EBITDA 利息保障倍数	6.01	4.44	4.67	--
FFO/总债务	0.13	0.14	0.13	--
总债务/EBITDA	5.35	4.79	5.22	--
非受限货币资金/短期债务	0.65	0.59	0.49	--

资料来源：公司财报，中诚信国际整理

其他事项

截至 2024 年 9 月末，公司受限资产账面价值合计为 1.03 元，占当期期末总资产比例较小，受限资产主要为作为保函、汇票保证金的保证金等。

截至 2024 年 9 月末，公司对外担保余额 15.17 亿元，占同期末净资产的 17.88%。其中，许平南对河南投资集团的担保余额为 15 亿元⁴，河南投资集团目前正常经营，不存在逾期未还等主债务违约情形，担保风险总体可控。同期末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼或仲裁事项。

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，2021~2024 年 11 月，公司

³ 2022 年，公司收回财务资助款及债权转让款 9.80 亿元；2023 年收回投资减少。

⁴ 2017 年 8 月，公司召开董事会，同意许平南置入城发环境后，继续为河南投资集团与国家开发银行河南省分行（以下简称“国开行”）之间的担保债务提供反担保。2020 年 1 月，河南投资集团与许平南签署《反担保保证合同》，河南投资集团为许平南提供无条件的、不可撤销的、连带责任的反担保，保证范围为许平南因承担担保责任而代河南投资支出的债务本金、利息等相关款项。因此，前述担保事项预计不会对公司的生产经营产生重大不利影响。截至目前，许平南为河南投资集团 15 亿元债务提供的反担保，债务人河南投资集团及担保权人国开行正在推进该笔担保的解除手续。

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。

假设与预测⁵

假设

——2024 年，城发环境环保固废业务稳步发展，高速公路及其他业务经营相对稳定；盈利水平持续增加，经营活动净现金流相对稳定。

——2024 年，城发环境投资规模预计在 15~20 亿元，与业务需求匹配，新增融资需求。

预测

表 7：预测情况表（%、X）

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率	65.79	65.66	62.00~65.50
总债务/EBITDA	4.79	5.22	5.25~5.60

资料来源：中诚信国际预测

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，城发环境的资金平衡状况较好，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。

公司环保业务回款较好，叠加高速公路业务可提供稳定的经营现金流，经营获现能力较好；经营活动净现金流虽有波动，但总体保持较大规模净流入状态，且随着储备项目落地运营，未来经营净现金流有望保持增长。公司资金流出主要用于债务的还本付息、项目建设及日常经营需求。公司未来一年存在一定规模的债务到期，但考虑到公司融资渠道通畅，再融资压力较小。综上，公司资金平衡状况尚可，流动性较强，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。

ESG 分析⁶

中诚信国际认为，公司安全生产和环保减排表现较好，建立了符合上市公司要求的治理结构，内控制度较为完善；目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，公司坚持规范运作的原则，严格遵守有关环保业务的法律法规。同时，公司定期对自身环境数据进行内部和第三方监测，向公众提供污染物排放的信息，近三年没有因排放物不达标受到相关监管部门的处罚。

社会方面，公司重视安全生产，积极开展安全环保系列专项工作。公司人才队伍建设体系较健全，积极开展各项内部安全教育活动及技能培训，加强内部思想建设和精神学习工作。公司关注员工发展，并积极履行社会责任，开展社会扶贫、教育扶贫等各项社会公益工作。

⁵ 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象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受评对象相关的重要假设，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受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

⁶ 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。

公司治理方面，公司法人治理结构完善，各职能部门分工明确，职责明晰；制定了各类规章制度以及相应管理规定，形成了较好的内部控制体系。发展战略方面，公司以“无废城市建设者、低碳生活引领者”为愿景；以“做强、做优、做大”为原则，夯实“固废业务和高速业务”两大基本盘；紧抓水务业务政策窗口期，以全省供排水一体化工作为抓手，整合省内供水污水项目，打造第二增长曲线；持续发挥交通业务现金流支撑作用，谋划延长收费年限；工程业务全力推进与集团内部协同，持续助力集团工程建设项目，做实集团一流数字建工板块；按照“立足河南、布局全国、走向一带一路”三步走战略，最终成为“国内领军、世界一流”的国际化环保科技产业集团。

外部支持

公司控股股东实力雄厚，作为河南投资集团服务省生态文明建设的重要抓手，以环保投资为核心，聚焦供排水一体化和循环经济体系建设，战略定位提升，能够进一步获得股东及政府在业务及资产整合等方面的大力支持。

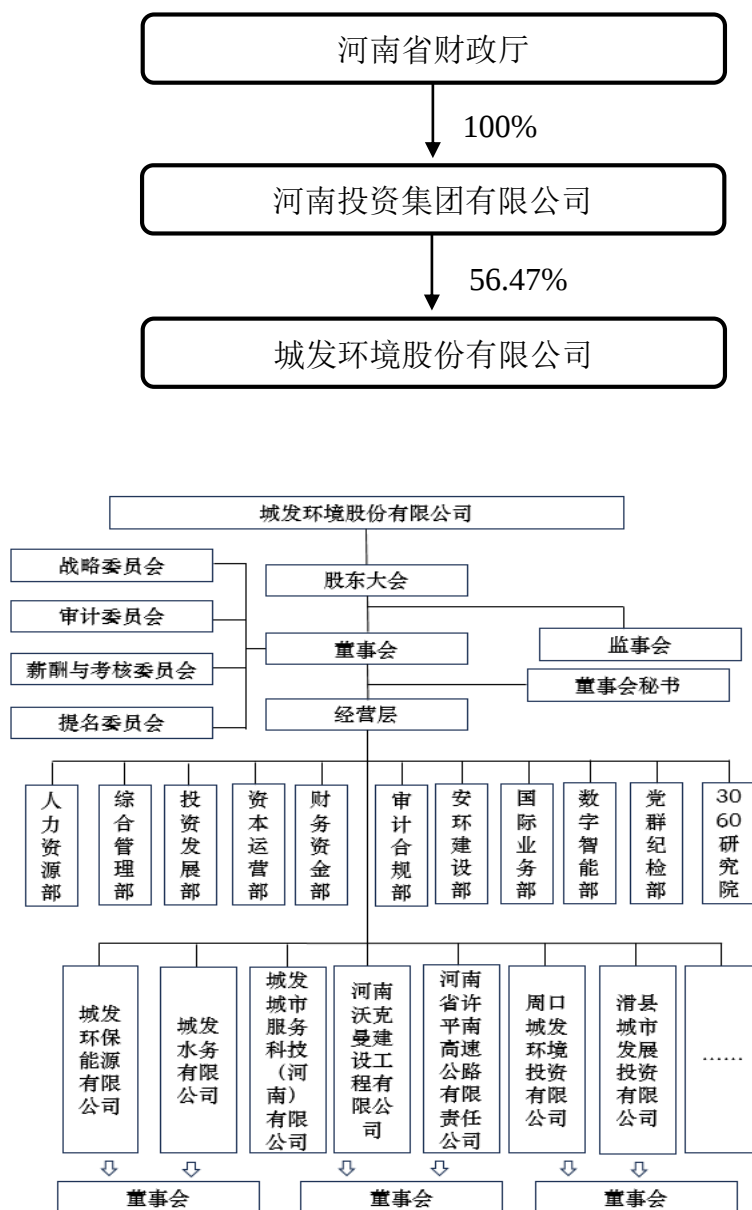
公司控股股东河南投资集团为河南省国有资本投资运营重要主体，在省内经济建设和改革发展总体布局中占有重要地位。河南投资集团业务分布于河南省内各地，涉及电力、水泥、造纸、基础设施、金融等行业，控股豫能控股、城发环境、安彩高科和中原证券四家上市公司，实力雄厚。

公司成立以来获得了股东在业务开展等方面的大力支持；为消除同业竞争，河南投资集团将环保固废项目陆续转让至公司，推动公司业务规模持续扩大。同时，河南投资集团通过孵化培养固废产业链项目，待项目发展成熟后再装入上市公司体系，不断拓宽公司业务范围。2024 年以来，为落实黄河流域生态保护和高质量发展重大战略，服务省生态文明建设，河南投资集团以公司为抓手，打造成为省内最大的环保投资运营平台，以环保投资为核心，聚焦供排水一体化和循环经济体系建设，打造第二产业，战略定位进一步提升。在环保业务方面，公司将继续整合股东成熟项目，并在省政府支持下协同发展环卫等业务，不断完善固废产业链；在第二产业方面，河南省政府已提出“依托城发环境打造省级水务平台，统筹推进全省供排水一体化工作”，同时公司也在股东支持下搭建循环产业前端收运体系，与集团再生资源产业协同。整体来看，在政府持续加大环保领域投入及支持的背景下，公司在股东及省国资体系内战略定位提升，未来有望持续获得股东及省政府在业务及资产整合等方面的大力支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际将城发环境股份有限公司的主体信用等级由 **AA+** 调升至 **AAA**，评级展望为稳定。

附一：城发环境股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附二：城发环境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）	2021	2022	2023	2024.9/2024.1~9
货币资金	127,122.58	143,300.04	135,626.51	125,906.04
应收账款	91,097.04	165,360.38	261,450.60	356,716.19
其他应收款	3,303.10	9,666.87	4,626.60	10,982.87
存货	3,579.11	6,399.57	7,724.01	8,340.44
长期投资	13,515.70	56,242.91	59,083.38	59,959.26
固定资产	545,726.00	518,639.62	521,391.24	505,855.23
在建工程	20,006.93	45,916.27	75,907.20	101,044.94
无形资产	1,107,507.99	1,415,284.58	1,642,840.98	1,630,433.28
资产总计	2,175,477.53	2,550,739.11	2,912,817.05	3,014,198.12
其他应付款	38,006.27	38,105.81	39,238.15	34,956.81
短期债务	189,926.73	226,893.67	256,792.22	260,527.42
长期债务	1,016,558.41	1,199,871.57	1,365,289.77	1,415,707.43
总债务	1,206,485.14	1,426,765.24	1,622,081.99	1,676,234.85
净债务	1,083,053.28	1,293,417.87	1,497,481.60	1,550,328.81
负债合计	1,540,105.44	1,808,862.90	2,064,410.96	2,079,763.58
所有者权益合计	635,372.09	741,876.22	848,406.09	934,434.53
利息支出	37,541.07	67,045.99	66,650.66	47,693.93
营业总收入	564,682.61	635,579.43	652,185.52	471,871.41
经营性业务利润	127,570.05	144,565.08	153,828.89	118,439.63
投资收益	5,902.46	6,746.56	4,557.30	3,477.55
净利润	100,623.18	115,271.56	118,006.95	96,423.90
EBIT	164,146.26	207,672.89	207,776.32	164,371.52
EBITDA	225,449.46	297,798.08	311,028.06	164,371.52
经营活动产生的现金流量净额	127,297.82	164,512.34	150,211.90	112,039.95
投资活动产生的现金流量净额	-615,161.10	-238,217.66	-274,353.93	-134,692.61
筹资活动产生的现金流量净额	425,741.72	83,620.83	115,395.04	13,642.47
财务指标	2021	2022	2023	2024.9/2024.1~9
营业毛利率（%）	34.12	39.48	40.20	42.87
期间费用率（%）	10.92	16.10	15.90	17.04
EBIT 利润率（%）	29.07	32.67	31.86	34.83
总资产收益率（%）	9.31	8.79	7.61	--
流动比率（X）	0.81	0.75	0.86	1.08
速动比率（X）	0.81	0.73	0.85	1.07
存货周转率（X）	154.64	77.09	55.23	--
应收账款周转率（X）	10.11	4.96	3.06	--
资产负债率（%）	70.79	70.92	70.87	69.00
总资本化比率（%）	65.50	65.79	65.66	64.21
短期债务/总债务（%）	15.74	15.90	15.83	15.54
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.07	0.08	0.06	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.47	0.48	0.35	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	3.39	2.45	2.25	--
总债务/EBITDA（X）	5.35	4.79	5.22	--
EBITDA/短期债务（X）	1.19	1.31	1.21	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	6.01	4.44	4.67	--
EBIT 利息保障倍数（X）	4.37	3.10	3.12	--
FFO/总债务（X）	0.13	0.14	0.13	--

注：1、2024 年前三季报未经审计；2、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债中的有息债务；3、季报中折旧、摊销、利息支出财务数据未提供时相关数据指标计算失效。

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
经营效率	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
	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
盈利能力	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
	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
现金流	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	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+资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金+利息支出和混合型证券股利支出
偿债能力	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)
	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	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]43 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，影响报表使用人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