

天津泰达股份有限公司 2020 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）（疫情防控） 跟踪评级报告（2022）

项目负责人：程方誉 fycheng@ccxi.com.cn

项目组成员：谭婕妤 jytan@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 24 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，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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和标准做出的独立判断，不存在因发行人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。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对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。

■ 本跟踪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 [2022]跟踪 1136 号

天津泰达股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA-**，评级展望为稳定；

维持“20 泰达 01”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持天津泰达股份有限公司（以下简称“泰达股份”或“公司”）的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持天津泰达投资控股有限公司（以下简称“泰达控股”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 泰达 01”的债项信用等级为 **AAA**，该级别充分考虑了泰达控股提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。中诚信国际肯定了公司有力的股东支持、生态环保产业发展良好、能源贸易业务规模提升以及较为畅通的融资渠道对其未来发展的良好支撑。同时，中诚信国际也关注到公司洁净材料业务收到冲击、短期偿债压力大、债务结构有待持续优化、资产流动性较弱及受限比例较高等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

概况数据

泰达股份（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	342.35	336.16	372.56	377.37
所有者权益合计（亿元）	59.75	60.40	64.10	63.73
总负债（亿元）	282.60	275.76	308.46	313.64
总债务（亿元）	172.63	194.73	198.93	203.41
营业总收入（亿元）	201.61	188.35	211.76	24.24
净利润（亿元）	3.32	0.86	1.58	-0.38
EBIT（亿元）	13.93	9.52	10.32	--
EBITDA（亿元）	15.33	11.03	11.82	--
经营活动净现金流（亿元）	12.75	3.04	-9.22	-1.01
营业毛利率(%)	7.32	5.84	5.43	6.79
总资产收益率(%)	4.05	2.81	2.91	--
资产负债率(%)	82.55	82.03	82.79	83.11
总资本化比率(%)	74.29	76.33	75.63	76.14
总债务/EBITDA(X)	11.26	17.65	16.83	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.90	0.76	0.77	--

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

担保方概况数据

泰达控股（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	2,764.56	4,596.19	4,320.64	4,327.85
所有者权益合计（亿元）	696.51	1,491.93	1,413.54	1,413.79
总债务（亿元）	1,436.10	1,977.95	1,951.91	1,934.18
营业总收入（亿元）	424.68	865.31	859.49	145.01
净利润（亿元）	12.36	23.27	32.66	0.25
EBITDA（亿元）	95.24	158.38	153.33	--
经营活动净现金流（亿元）	17.39	129.57	106.71	39.22
资产负债率(%)	74.81	67.54	67.28	67.33

注：中诚信国际根据泰达控股 2019~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **有力的股东支持。**公司控股股东泰达控股系天津市重要的国有企业之一，实力雄厚，在天津市以及滨海新区战略地位突出。公司作为泰达控股下属生态环保业务的运营主体，在资金支持及业务拓展等方面获得了泰达控股的有力支持。此外，泰达控股提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保也为公司本

同行业比较

2021 年部分投资控股集团企业主要指标对比表

公司名称	总资产（亿元）	总债务（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
东湖高新	289.07	112.87	71.50	121.40	7.03
鲁银投资	42.82	16.90	54.16	30.20	2.34
泰达股份	372.56	198.93	82.79	211.76	1.58

注：“东湖高新”为“武汉东湖高新集团股份有限公司”简称；“鲁银投资”为“鲁银投资集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 泰达 01	AAA	AAA	2021/6/10	3.56	3.56	2020/3/25~2025/3/25 (3+2)	附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

期债券还本付息起到了极强的保障作用。

■ **生态环保业务发展良好，能源贸易业务规模提升。**生态环保系公司核心主业，2021 年子公司天津泰达环保有限公司（以下简称“泰达环保”）完成 12.50 亿元市场化债转股，资本实力提升；同时生态环保项目持续扩产，加之会计政策调整，当年该板块实现收入大幅增至 27.21 亿元。同期，受益于国内外物流运输及下游需求逐步恢复，2021 年能源贸易业务规模回升，当年该板块实现收入增至 166.25 亿元。

■ **融资渠道较为畅通。**作为 A 股上市公司，公司直接融资渠道较为畅通。

关注

■ **洁净材料业务收到冲击。**受新防疫物资行业产能大幅扩张影响，口罩滤材市场竞争激烈且产能严重过剩，2021 年公司相关产品产销量及销售均价明显下滑，该板块销售收入同比下降。

■ **短期偿债压力大，债务结构有待持续优化。**近年来公司总债务维持持续增长，财务杠杆处于高位，截至 2022 年 3 月末资产负债率和总资本化比率分别为 83.11%和 76.14%；同期末短期债务占比 69.77%，短期偿债压力较大，债务结构有待持续优化。

■ **资产流动性较弱，受限比例较高。**截至 2022 年 3 月末，公司应收账款和存货余额分别为 62.95 亿元和 126.69 亿元，形成较大资金占用，资产流动性较弱；同期末，公司受限货币资金 22.03 亿元，受限资金占货币资金比重为 71.99%，受限比例较高。

评级展望

中诚信国际认为，天津泰达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。**公司项目运营情况大幅向好发展，资本实力显著增强，债务规模显著下降，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**受政策调控和行业周期影响以及对外投资情况不佳、失去重要子公司控制权等，股东支持力度显著弱化，对公司业务产生重大不利影响，盈利情况显著低于预期、现金流状况恶化等导致流动性风险。

跟踪评级原因

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

募集资金使用情况

本次跟踪债项的募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致，且已全部使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战

有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应当适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，

实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

我国环保产业投资保持较大规模，垃圾处理相关政策的加码及“十四五”规划的出台将进一步推动行业发展，带动行业需求提升

随着城镇化和工业化进程的持续推进，我国经济社会发展与资源环境约束的矛盾日益突出，环境保护面临越来越严峻的挑战。为了改善环境保护滞后于经济发展的局面，我国加大了环境保护工作力度，淘汰了一批高能耗、高污染的落后生产能力，加快了污染治理和城市环境基础设施建设。2020年，我国环境污染治理投资为14,139亿元，占国内生产总值的比重为1.39%；据统计“十三五”期间全社会环境污染治理投资累计近4.8万亿元。2021年，全国财政生态环保投入8,210亿元，其中中央财政共安排生态环境保护领域资金4,374亿元，同比增长7.4%。

当前，环境状况总体恶化的趋势仍未得到根本遏制，环境问题日益突出，生活垃圾分类和处理设施是城镇环境基础设施的重要组成部分，是推动实施生活垃圾分类制度，实现垃圾减量化、资源化、无害化处理的基础保障。国家出台了一系列政策及规划措施以推动固废行业的发展。

2021年5月6日，国家发展改革委、住房城乡建设部印发了《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》（发改环资〔2021〕642号），规划

目标要求：1、垃圾资源化利用率：到2025年底，全国城市生活垃圾资源化利用率达到60%左右；2、垃圾分类收运能力：到2025年底，全国生活垃圾分类收运能力达到70万吨/日左右，基本满足地级及以上城市生活垃圾分类收集、分类转运、分类处理需求；鼓励有条件的县城推进生活垃圾分类和处理设施建设。3、垃圾焚烧处理能力：到2025年底，全国城镇生活垃圾焚烧处理能力达到80万吨/日左右，城市生活垃圾焚烧处理能力占比65%左右。

同年，国家先后出台了《“十四五”循环经济发展规划》《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》《“十四五”时期“无废城市”建设工作方案》《强化危险废物监管和利用处置能力改革实施方案》《危险废物转移管理办法》等一系列重量级环保产业政策文件，明确了全面提升环境基础设施水平、提高固废处置能力，补齐处理设施短板，并构建资源循环利用体系、强化废物源头减量等产业政策导向，也明晰了资源化综合利用已成为危废处理行业的发展方向。

2022年2月，国务院办公厅转发国家发展改革委等部门《关于加快推进城镇环境基础设施建设的指导意见》（国办函〔2022〕7号，以下简称《指导意见》）。《指导意见》的出台，明确了加快推进城镇环境基础设施建设的重点与措施，将为深入打好污染防治攻坚战提供有力保障，同时也将进一步释放环境基础设施建设与运营市场，为我国环保产业发展带来新机遇。《指导意见》明确提出健全污水收集处理及资源化利用设施、逐步提升生活垃圾分类和处理能力、持续推进固废处理设施建设、强化提升危废医废处置能力等，并健全价格收费制度，加大财税金融政策支持，环保产业市场需求将进一步释放。

2022年5月，住建部等6部门发布《关于进一步加强农村生活垃圾收运体系建设管理的通知》，明确统筹县乡村三级生活垃圾收运设置设施建设和服务，进一步扩大农村生活垃圾收运处置体系覆盖范围，提高无害化处理水平，健全长效管护机制。

“十四五”时期，生活垃圾分类和处理设施建设将进入关键时期，在环保产业投资高速增长以及“十四五”规划实施的带动下，固废处理行业将得到快速发展。

垃圾焚烧成为固废处理主流趋势，生活垃圾无害化处理率显著提高，但县城焚烧处理能力存在较大缺口；工业固废综合利用率有待提升；危险废物处理行业产能过剩带来市场竞争激烈，洗牌整合期后行业集中度或将在进一步提升；垃圾分类及环卫服务成为行业企业产业链一体化的重要发展方向

根据固体废物产生的源头和对环境的危害程度，通常可将固体废物分为生活垃圾、一般工业固体废物、危险废物等。根据《固体废物环境污染防治法》的规定，地方政府应当配套建设生活垃圾清扫、收集、储存、运输、处置设施，而产生工业废物的单位应当采取防治工业固体废物污染环境的措施。

从处理方式上看，常见的垃圾无害化处理方式有卫生填埋、焚烧和高温堆肥等，我国主要采取填埋和焚烧两大方式。近年来，焚烧取代填埋成为垃圾处置主流趋势。具体来看，填埋方式存在不利于垃圾的减量化、需要占用大量土地、渗滤液或造成污染扩大等各种弊端；与之相比，垃圾焚烧方式具有占地小、场地选择容易、处理时间短、减量化显著、无害化较彻底以及可回收垃圾焚烧余热等优点，长期来看拥有较大的成长空间。

生活垃圾处理方面，在政府的大力推动下，各地加大对城镇生活垃圾无害化处理的资金投入，处理设施数量和能力快速增长，生活垃圾无害化处理率显著提高。“十三五”期间，城镇生活垃圾设施处理能力超过 127 万吨/日，较 2015 年增加 51 万吨/日，生活垃圾无害化处理率达到 99.2%；全国共建成生活垃圾焚烧厂 254 座，累计在运行生活垃圾焚烧厂超过 500 座，焚烧设施处理能力 58 万吨/日；全国城镇生活垃圾焚烧处理率约 45%，初步形成了新增处理能力以焚烧为主的垃圾处理发展格局。但

目前垃圾焚烧处理能力仍有较大缺口，全国约 50% 的城市（含地级市和县级市）尚未建成焚烧设施，大多数县城焚烧处理能力有较大缺口。此外，《指导意见》明确到 2025 年，生活垃圾分类收运能力达到 70 万吨/日左右，焚烧处理能力达到 80 万吨/日左右；城市资源化利用率达到 60% 左右，城市生活垃圾焚烧处理能力占比达到 65% 左右。进一步明确了以焚烧为主的处理设施建设格局，推动垃圾减量化、资源化利用，为“十四五”期间生活垃圾分类和处理指明了方向。

一般工业固体废物处理方面，2017~2020 年，我国一般工业固体废物产生量逐年上升，由 2017 年的 33.16 亿吨上升为 36.76 亿吨，增长 10.84%；综合利用量和处置量总体上升，2020 年分别为 20.38 亿吨和 9.18 亿吨，综合利用率约为 45.04%；目前暂未公布 2021 年全国一般工业固废产生量，根据往年增速，一般工业固废产生量超过 38 亿吨。整体看我国工业固体废物的综合利用率有待提升。

危险废物处理方面，2020 年 11 月，生态环境部公布《国家危险废物名录（2021 年版）》，自 2021 年 1 月 1 日起施行。次月，生态环境部发布《一般工业固体废物贮存和填埋污染控制标准》、《危险废物焚烧污染控制标准》和《医疗废物处理处置污染控制标准》，进一步规范固体废物处置标准。在环保政策驱动下，全国危废处置能力持续扩容，据统计，截至 2021 年底，全国危险废物许可证持证单位核准收集和利用处置能力达 1.70 亿吨/年，利用能力和处置能力比 2015 年底分别增长 2.1 倍和 2.8 倍，另一方面，随着近年来“无废城市”建设试点和全国“清洁生产”方案的大力推行，工业固废危废源头减量趋势显著。产能持续扩张、废物源头减量的反作用下，行业呈现有价废物收运价格上涨、无价废物处理费下降、恶性低价竞争频现等情况；此外新《环保法》《固体废物信息化管理通则》《十四五》全国危险废物规范化环境管理评估工作方案》等系列法规提高了各项安环标准，处置企业环保运营成本增加，进而导致行业整体利润率下滑，市场竞争

进入白热化。危废处理行业正处于成长期到成熟期的过渡时期，正迎来新一轮的洗牌整合期，行业集中度或将在“十四五”时期进一步提升。

垃圾分类及环卫服务方面，根据 2019 年 6 月住建部等 9 部门联合发布的《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》要求，截至 2020 年末，46 个重点城市生活垃圾分类居民小区覆盖率达到 86.6%，基本建成了生活垃圾分类投放、分类收集、分类运输、分类处理系统。截至 2020 年末，全国生活垃圾分类收运能力约 50 万吨/日。随着试点范围的进一步推广及垃圾分类政策的不断加码，垃圾前端清扫分类服务环节将得到快速发展，环保企业环卫一体化进程将加速。近年来，多家环保企业通过收并购等方式积极拓展产业链上下游布局，以期成为全产业链综合服务商。

在行业经营层面，生物质发电补贴及可再生能源电价政策的进一步明确，对垃圾发电项目运营效率提出更高要求；政府相关意见出台有利于环保企业健康发展

根据 2020 年以来财政部、国家发展改革委、国家能源局联合相继发布的《可再生能源电价附加资金管理办法》（财建〔2020〕5 号）、《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），明确生物质发电项目全生命周期合理利用小时数为 82,500 小时，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。2020 年 9 月，财政部等三部委联合发布《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），自 2021 年 1 月 1 日起，规划内已核准未开工、新核准的生物质发电项目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（包括 2020 年已并网但未纳入当年补贴规模的项目及 2021 年起新并网纳入补贴规模的项目）补贴资金由中央地方共同承担，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。2021 年，国家发展改革委、财政部、国家能源局联合发布了《2021 年生物质发电项目建设工作方案》（发改能源〔2021〕1190 号），文件规定申报中央补贴的生物质发电项目分为非竞争配置项目和竞争配置项目，竞争配置项目的申报电价需低于现行标杆上网电价。新开工垃圾焚烧发电项目全面实施“竞价上网”，可再生能源补贴将逐步退出。上述政策的出台对垃圾发电企业补贴和上网电价情况进行了进一步明确，对促进垃圾发电行业健康有序发展、促进垃圾发电企业提升项目运营效率有积极意义。

2020 年 5 月，国家发改委等六部委联合发布《关于营造更好发展环境支持民营节能环保企业健康发展的实施意见》（发改环资〔2020〕790 号），指出要营造公平开放的市场环境，进一步引入市场竞争机制，放开节能环保竞争性业务。鼓励国有企业与民营节能环保企业成立混合所有制公司，发挥各自优势，合作开展相关业务。同时，要持续完善招标投标机制，积极兑现对企业各项承诺。上述意见的出台有利于为民营环保企业发展创造公平有序的行业竞争环境，并有利于推动行业的积极整合和健康发展。

中诚信国际认为，我国固废处理行业处于快速成长阶段，经济的持续发展、相关政策规划的出台以及行业经营规则的明确，将推动行业需求进一步增长，创造更多的市场机会并带动行业内企业实现公平有序的合作及竞争。

公司产权结构稳定，拥有较为完善的内部控制制度

跟踪期内，公司产权结构稳定，截至 2022 年 3 月末，公司总股本为 14.76 亿元，其中天津市国资委全资子公司泰达控股持有公司 32.98% 的股权，为控股股东。截至 2022 年 3 月末，泰达控股累计质押公司 2.4 亿股，占其持股比例的 49.32%，占总股本的 16.26%。

根据公司章程，公司按照现代企业制度建立了法人治理结构，设立股东大会、董事会和监事会等。

同时，建立了必要的内部控制制度，强化各部门在资金、财务、投资和对外担保等方面的管理职能。其中，资金管理方面，公司统一调配所属企业可使用资金，未经公司同意，二级子公司之间不得进行资金往来。公司财务部按月汇总下属公司未来一个月内资金需求，并根据公司整体资金情况统筹安排资金，拟订与所属企业资金往来议案，提交公司党委会、经理办公会（领导班子会）审议后执行。整体来看，跟踪期内，公司保持了较为完善的法人治理结构和内部控制制度；高管成员较为稳定。

泰达环保完成市场化债转股，生态环保项目持续扩产，已投运项目运营平稳，年垃圾处理量及焚烧发电量上升，收入持续增长；在建项目仍有资本支出压力

公司生态环保业务运营主体为控股子公司泰达环保。2021年10月，泰达环保引进农银金融资产投资有限公司（“农银投资”）、陕西金融资产管理股份有限公司（“陕西金资”）通过实施市场化债转股，

对其增资12.50亿元。截至2022年3月末，泰达环保注册资本由8.00亿元增至12.79亿元，资本公积由0.08亿元增至7.79亿元，其中10亿元增资款已于2021年末到账，2.50亿元于2022年5月末到账，公司对其的持股比例由99.94%降至62.52%，农银投资的持股比例为29.95%，陕西金资的持股比例为7.49%，其他股东天津市环境卫生工程设计院有限公司的持股比例由0.06%变为0.04%。

跟踪期内，公司继续将生态环保作为其核心主业，随着新建项目陆续投产运营，泰达环保投产项目扩展到18个（13个垃圾焚烧发电项目、1个秸秆焚烧项目，1个卫生填埋项目、3个餐厨污泥处理项目），日处理能力从5,610吨提升到12,410吨。2021年以来，公司已投运项目运营良好，年垃圾处理量及焚烧发电量上升。2021年1月1日起，泰达环保开始执行《企业会计准则解释第14号》，对在在建BOT项目按履约进度确认收入和成本，使得2021年泰达环保¹收入规模同比大幅增长。

表 1：截至 2022 年 3 月末泰达环保主要运营项目情况

项目名称	运营模式	特许经营权期限（年）	投运日期	累计投资（亿元）	垃圾/污泥处理能力（吨/日）	装机容量（千瓦）	垃圾处理单价（元/吨）	垃圾/污泥处理量（万吨）			
								2019	2020	2021	2022.Q1
生活垃圾焚烧发电项目											
天津双港	BOT	30	2005.05	5.80	1,200	24,000	145.00	42.27	40.00	32.48	6.86
辽宁大连	BOT	27	2012.11	6.90	1,500	24,000	51.00	55.90	56.01	54.66	13.37
扬州一期	BOT	28	2011.07	4.57	1,000	18,000	67.98	29.34	36.16	65.80	21.61
扬州二期	BOT	23	2016.01	2.89	610	12,000	67.98	24.00	25.47		
扬州三期	BOT	28	2021.12	4.65	800	25,000	67.98	-	-	-	-
江苏高邮	PPP	30（含建设期）	2018.06	3.94	700	12,000	26.50	33.46	33.56	30.48	6.97
安徽黄山（一期）	PPP	30（含建设期）	2019.03	4.12	600	12,000	57.50	25.12	28.77	27.96	9.01
安徽黄山（二期）	PPP	30	2022.03	2.20	300	10,000	57.50	-	-	-	
天津武清	BOT	30	2021.08	6.03	1,000	18,000	72.00	-	-	19.00	7.73
衡水冀州	PPP	30	2021.08	2.69	500	12,000	50.00	-	-	-	3.64
河北遵化	PPP	30	2021.12	2.91	600	12,000	59.50	-	-	-	3.61
宝坻一期	BOT	30	2021.06	3.49	700	12,000	76.00	-	-	20.76	5.75
贵州遵义	BOT	30	2021.12	8.51	1,500	50,000	70	-	-	-	5.98
生活垃圾卫生填埋项目											
扬州固废	PPP	23	2021.10	1.47	210	-	181.50	-	-	-	0.72
生物质秸秆发电项目											

¹ 截至 2021 年末，泰达环保总资产为 100.30 亿元，所有者权益为 31.17 亿元，2021 年实现营业总收入 27.57 亿元，同比增长 247.96%，实现净利润 2.23 亿元，同比增长 68.38%。

河北故城	自主经营	-	2016	2.88	790	30,000	-	-	-	-	-
餐厨、污泥处理项目											
江苏高邮餐	PPP	27	2019.12	0.29	污泥 100	-	340.00	0.19	1.50	1.47	0.09
厨污泥项目	PPP	26	2020.12	0.40	餐厨 60	-	270.00	-	0.03	0.29	0.09
黄山通源餐	BOT	30	2020.08	0.68	污泥 60	-	302.00	-	-	2.31	0.71
厨污泥项目	BOT	30	2020.08		餐厨 30	-	199.00	-	-	0.79	0.13
宝坻餐厨	BOT	26		0.61	餐厨 150		231.5	-	-	-	-
合计	--	--	--	42.08	12,410	--	--	210.28	221.50	256.00	86.27

资料来源：公司提供

2021年，泰达环保发电量持续增长，上网电量亦呈稳步上升趋势，上网电量占总发电量的比例维持在84.00%左右。

表 2：近年来泰达环保主要运营项目概况（亿千瓦时）

发电量	2019	2020	2021	2022.1~3
天津双港	1.69	1.67	1.53	0.32
辽宁大连	2.05	2.12	1.98	0.50
扬州一期	1.35	1.28	1.45	0.29
扬州二期	0.99	0.95	0.93	0.21
扬州三期	-	-	0.10	0.35
江苏高邮	1.18	1.20	1.15	0.25
安徽黄山一期	0.92	1.15	1.14	0.27
安徽黄山二期	-	-	0.02	0.09
河北故城	2.33	2.20	2.10	0.61
天津武清	-	-	0.54	0.31
衡水冀州	-	-	-	0.07
河北遵化	-	-	-	0.09
宝坻一期	-	-	0.53	0.24
贵州遵义	-	-	-	0.15
合计	11.17	11.83	12.10	3.75
上网电量	2019	2020	2021	2022.1~3
天津双港	1.46	1.42	1.28	0.27
辽宁大连	1.73	1.78	1.67	0.42
扬州一期	1.18	1.12	1.19	0.25
扬州二期	0.78	0.74	0.79	0.17
扬州三期	-	-	0.084	0.30
江苏高邮	0.99	1.00	0.95	0.21
安徽黄山一期	0.78	0.97	0.95	0.23
安徽黄山二期	-	-	0.02	0.07
河北故城	2.12	2.00	1.90	0.55
天津武清	-	-	0.45	0.27
衡水冀州	-	-	-	0.05
河北遵化	-	-	-	0.07
宝坻一期	-	-	0.40	0.18
贵州遵义	-	-	-	0.12
合计	9.47	10.06	10.21	3.16

资料来源：公司提供

截至2022年3月末，泰达环保在建项目8个，包括垃圾焚烧发电项目1个，餐厨垃圾处置项目1个，计划总投资合计30.77亿元，尚需投资约17亿元，仍

有一定资本支出压力，中诚信国际将对公司投资安排及项目建设和投运情况保持关注。

区域一级开发业务回款不及预期，存在较大的资金压力；二级开发继续聚焦现有项目，未来将加快销售和回款进程

泰达股份控股子公司扬州泰达发展建设有限公司（以下简称“扬州泰达”）为扬州市广陵新城唯一的土地一级开发主体，承担扬州市广陵区面积约8.5平方公里土地范围内的土地整理及市政配套项目代建工作。

跟踪期内，扬州泰达未新增土地平整项目，仅为广陵新城项目存续已平整土地的出让工作。2021年，广陵新城项目出让2块土地，成交价共计11.11亿元，截至本评级报告出具日，已出让土地尚未结算完毕，公司尚未收回土地出让回款。2022年一季度，公司未新增土地出让。截至2022年3月末，广陵新城项目累计征地473.70万平方米，累计平整土地315.86万平方米，累计出让土地3,221.97亩，已平整尚未出让土地1,515.94亩，累计应收27.67亿元。中诚信国际认为，公司土地出让进度缓慢，回款不及预期，存在较大的资金压力，未来对土地出让计划执行情况以及公司收到回款情况保持关注。

表 3：广陵新城项目土地整理及出让情况（亩、亿元）

项目名称	2019	2020	2021
整理土地面积	235.76	205.37	-
出让土地面积	406.39	376.14	149.42
公司确认的土地出让收入	12.95	9.41	7.44
公司实际收到的土地出让收入返还	9.12	-	-

资料来源：公司提供

公司房地产二级开发业务规模较小，运营主体为南京新城发展股份有限公司，截至2022年3月

末在建及在售项目共 3 个,分布于江苏和辽宁地区,其中,大连北方生态慧谷项目、句容宝华山门下项目均采用租售结合的运作模式;同期末,大连北方生态慧谷项目、句容泰达青筑项目均已竣工。除上述项目外,公司此前建设的扬州 Y-MSD 项目(一期)采取市场化经营和政府回购相结合的建设运营模式,其中约 80%部分由政府回购,由扬州万运建设发展有限公司(以下简称“扬州万运”)与扬州市广江资产经营管理有限公司(以下简称“广江资产”)签订委托投资建设运营协议,广江资产委托扬

州万运在项目中建设 15.00 万平方米总部办公写字楼、7.50 万平方米文创信息 SOHO 工作室及地下建筑,广江资产按照项目开发成本加成 16.00%进行回购。扬州 Y-MSD 项目总投资额为 79.43 亿元,其中一期项目包含商业、酒店、办公、公寓部分且均已全部竣工,截至 2021 年末已投资 31.44 亿元,截至 2021 年末,政府回购部分已实现回款 9.28 亿元,尚未回款金额待与政府结算审计完成后最终确认。**中诚信国际**将对扬州 Y-MSD 项目后续回款实现情况保持关注。

表 4: 截至 2022 年 3 月末公司在售及在建房地产开发项目情况(万平方米、亿元)

项目名称	项目类型	总建筑面积	计划总投资	已投资	可售面积	已售面积	累计回款	可供出租面积	已出租面积	2022 年 4~12 月计划投资
大连北方生态慧谷	住宅	53.30	52.00	41.37	14.73	14.38	13.34	-	-	1.21
	产业	14.91			8.55	1.50	1.34	6.18	4.16	0.06
	商业	3.30			2.80	0.08	0.10	-	-	0.14
句容泰达青筑	住宅	33.00	21.00	21.81	25.44	25.09	25.15	-	-	0.13
句容宝华山门下	商业	3.04	4.50	2.12	1.26	-	-	1.28	0.37	0.01
合计	-	107.55	77.50	65.30	52.78	40.05	39.93	7.46	4.53	1.55

注:句容宝华山山下项目分三期开发建设,目前已经建设一期商业街及二期喜舍,三期公司所属企业宝华文化发展有限公司以住宅用地拍得该土地,后政府告知该土地未履行公益林地变性手续属林地性质,且政府尚未对该土地性质予以调整,故未能继续建设,目前仍在与政府讨论解决方案。

资料来源:公司提供

截至 2022 年 3 月末,公司土地储备 23.10 万平方米,为大连北方生态慧谷和句容宝华山山下项目储备。此外,同期末公司无新增拟建二级开发项目。未来,公司将重点开展在手项目销售回款工作,该板块业务规模或将有所收缩。

受益于国内外物流运输及下游需求逐步恢复,市场拓展力度加大,2021 年能源贸易业务规模有所回升

公司能源贸易产品主要为石化产品、有色金属和新材料等,业务模式均为购入大宗商品后销售以获取差价利润。为控制价格波动风险,公司采用现款现货方式进行采购和销售,仅有小部分信用较好的大客户可享受 20~30 天的账期。2021 年,受疫情常态化管理,国内外物流运输及有色金属市场需求逐步恢复,加之逐步加大市场拓展力度,当年公司能源贸易业务销售规模有所回升。

上游供应商方面,2021 年,公司前五大供应商集中度较 2020 年的 34.53% 上升了 38.05 个百分点,其

中对第一大客户天津蓝盾工贸有限公司的采购额占比增至 40.03%,集中度较高。

表 5: 2021 年公司贸易业务主要供应商采购情况(亿元、%)

供应商	采购金额	占比
天津蓝盾工贸有限公司	66.02	40.03
金川集团股份有限公司	19.80	12.00
南京佳韵物资贸易有限公司	13.47	8.17
南京昌昊国际贸易有限公司	11.03	6.69
天津中和石化有限公司	9.38	5.69
合计	119.70	72.58

注:2022 年 1 月,天津蓝盾工贸有限公司更名为天津临港中汇资源有限公司。

资料来源:公司提供

下游客户方面,受疫情和国际形势双重影响,价格波动、运输成本、区域限制等因素也导致供需关系变化较快,2021 年公司主要客户变化较大,当年前五大客户集中度较 2020 年的 34.53% 有所上升。

表 6: 2021 年公司贸易业务主要客户销售情况(亿元、%)

销售客户	销售金额	占能源贸易收入比例
------	------	-----------

公航旅（浙江自贸区）供应链管理有限公司	29.45	17.71
上海红鹭国际贸易有限公司	13.36	8.03
阳泉煤业集团国际贸易有限公司	10.86	6.53
广西数广云商科技有限公司	8.85	5.32
陕西煤业化工国际物流有限责任公司舟山分公司	8.27	4.98
合计	70.79	42.58

资料来源：公司提供

2021 年以来口罩滤材市场竞争激烈且产能严重过剩，公司相关产品产销量及销售均价下滑，未来销售改善和研发成果转化进展需持续关注

截至 2022 年 3 月末，公司口罩滤材、液体滤材和空气滤材产能分别为 2,300 吨/年、400 吨/年和 600 吨/年，拥有熔喷生产线 7 条、熔喷插棉生产线 2 条，另有水冲、压光、复合等再加工生产线 6 条，产能保持稳定。受新防疫物资行业产能大幅扩张影响，口罩滤材市场竞争激烈且产能严重过剩，2021 年，公司相关产品产销量及销售均价明显下滑。

面对较大的行业竞争压力，2021 年以来，公司不断调整产品销售结构，培育重点客户、单品，同时优化出口产品比例，化解口罩滤材市场竞争激烈对公司的不利影响。在产品研发及成果转化方面，公司将加大“泰达芯”品牌建设力度，加快高性能及新型材料的研发进程，2021 年以来，公司通过与下游行业龙头企业的合作，已陆续开发出多种高性能及新型材料，其中 BFE99 级别、N95 级别初代 PLA 过滤材料成功制备并形成部分销售额；同时与

世界 500 强企业立项开发的 PBT 产品已于 2022 年初完成产业化转化，未来有望成为公司新的业绩增长点。

中诚信国际认为，疫情对公司洁净材料业务的短期波动较大，且新型材料研发周期较长，新品效益转化存在一定不确定性，目前新品销售规模仍较小，未来公司销售改善情况及新品研发及成果转化进展有待持续关注。

表 7：近年来公司主要洁净材料产品经营情况（吨、元/吨）

产量	2019	2020	2021	2022.1-3
口罩滤材	1,601	2,733	1,740	647
液体滤材	379	279	250	56
空气滤材	516	605	405	80
合计	2,496	3,617	2,395	783
销量	2019	2020	2021	2022.1-3
口罩滤材	1,514	3,294	1,743	645
液体滤材	379	279	250	54
空气滤材	516	605	405	78
合计	2,409	4,178	2,398	777
平均售价	2019	2020	2021	2022.1-3
口罩滤材	19,300	94,968	28,198	20,428
液体滤材	53,900	97,729	91,259	78,704
空气滤材	36,800	43,451	34,631	38,884

资料来源：公司提供

未来公司在建项目资本支出压力有限

在建项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司主要在建项目计划总投资额为 11.01 亿元，未来尚需投入 6.89 亿元，资本支出压力有限。

表 8：截至 2022 年 3 月末公司部分在建工程情况（亿元）

项目名称	计划投资额	资金来源	预计建成投产时间	已投入	2022 年 4 月~12 月计划投入	2023 年计划投入
C1-3 综合酒店	7.18	自有资金+银行授信	待定	3.31	0.20	0.20
遵化秸秆发电	3.19	自有资金+农发行 2 亿元项目贷	2023 年 7 月	0.73	1.20	1.00
口罩滤材熔喷生产线扩能	0.64	自有资金+银行授信	2022 年 12 月	0.08	0.56	-
合计	11.01			4.12	1.96	1.20

注：其中农发行项目贷期限五年，利率 4.9%。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2020 年财务报告、经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的

2021 年财务报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表。中诚信国际分析时，将公司计入“其他应付款”的有息负债调整至短期债务，将“长期应付款”中的有息负债调整至长期债务；各期财务数据均为审计报告当期数或期末数。

贸易业务扩张及会计政策调整令营业总收入同比大幅增长，使得经营性业务利润提升；稳定增长的投资收益成为利润的重要来源；2022 年一季度呈现亏损状态

受益于国内外物流运输及下游需求逐步恢复，2021 年公司能源贸易业务收入同比增长；同时，新增及存续环保项目投运情况良好带动垃圾处理量及焚烧发电量上升，加之会计政策调整，公司生态环保业务收入大幅增长，共同推升营业总收入规模。此外，口罩滤材产品销售冲击令公司当年洁净材料板块收入大幅下滑；区域开发业务规模战略性压缩。2022 年一季度，公司营业总收入同比增长，主要系泰达环保按照《企业会计准则解释第 14 号》，确认了 BOT 项目建造期的建造收入以及能源贸易业务收入同比增加所致。

毛利率方面，因盈利空间较小的能源贸易收入占比较高，公司整体毛利率处于较低水平。2021 年，熔喷布等口罩耗材市场价格下跌，公司洁净材料业务毛利率随之大幅下滑；受会计政策调整影响，生态环保业务毛利率大幅下降，因该板块收入占比有所上升，一定程度上拉低公司营业毛利率，但整体降幅不大。2022 年一季度，公司贸易业务收入占比下降，营业毛利率小幅升至 6.79%。

表 9：近年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.1-3
能源贸易业务	169.83	156.72	166.25	17.72
区域开发业务	21.12	19.44	16.79	0.84
其中：一级开发及代建	14.77	10.31	9.58	0.51
房地产销售	6.35	9.13	7.21	0.33
生态环保业务	6.87	7.92	27.21	5.41
洁净材料业务	0.85	4.07	1.09	0.27
其他业务	2.94	0.20	0.06	-
营业总收入	201.61	188.35	211.76	24.24
毛利率	2019	2020	2021	2022.1-3
能源贸易业务	0.48	0.72	0.81	0.61
区域开发业务	-	-	-	-
其中：一级开发及代建	41.68	17.85	46.99	45.64
房地产销售	26.24	18.77	12.55	10.72
生态环保业务	46.21	45.32	16.47	18.90

² 截至 2022 年 3 月末，公司持有渤海证券 13.07% 股权，其中已质押股权占公司所持股权的比例为 89.20%。2021 年，渤海证券实现营业总收入

洁净材料业务	25.99	64.88	23.17	22.78
营业毛利率	7.32	5.84	5.43	6.79

注：其他业务主要是仓储费收入。

资料来源：公司提供

2021 年，公司费用管控情况较好，期间费用率同比下降。受益于收入规模扩张以及良好的费用管控，2021 年公司经营性业务利润同比增长，加之参股企业渤海证券股份有限公司（以下简称“渤海证券”）²确认的投资收益持续增加，当年利润总额和净利润均同比上升，相关盈利指标均有所提升。2022 年一季度，因疫情以及环保项目检修，公司生态环保项目开工率不足，加之期间费用侵蚀，当期出现经营性亏损。中诚信国际将持续关注后续项目开工及业绩恢复情况。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1-3
销售费用	1.00	0.62	0.72	0.05
管理费用	2.49	2.35	2.22	0.45
财务费用	8.29	7.41	7.34	1.25
期间费用	11.78	10.38	10.29	1.76
期间费用率	5.84	5.51	4.86	7.25
经营性业务利润	3.22	0.53	1.27	-0.07
投资收益	2.54	2.60	3.42	0.05
利润总额	5.46	2.15	2.73	-0.04
净利润	3.32	0.86	1.58	-0.38
EBITDA	15.33	11.03	11.82	--
EBITDA 利润率	7.60	5.86	5.58	--
总资产收益率	4.05	2.81	2.91	--

注：中诚信国际分析时将“研发费用”计入“管理费用”。

资料来源：公司财务报表

货币资金受限比例较大，应收账款和存货规模高企，对资金形成较大占用，资产流动性较弱；总债务规模有所增长，短期债务占比高，财务杠杆高位运行

2022 年 3 月末，公司总资产中流动资产占比约为 70%，主要由货币资金、应收账款和存货构成，其中受限货币资金 22.03 亿元，主要为存单保证金及保函等，受限资金占货币资金比重为 71.99%，受限比例较高。2021 年，广陵新城项目持续出让地块，扬州泰达对扬州市广陵新城投资发展集团有限公司（以下简称“广陵新城投资”）形成的债权规模进

入 30.07 亿元，净利润 18.00 亿元，2021 年为公司贡献投资收益 2.35 亿元。

一步增加，公司年末应收账款同比增长，其中账龄在一年内的应收账款占比为 21.50%³，当年公司计提坏账准备 0.22 亿元；此外，同期末应收账款前五名金额合计占应收账款余额的比例为 93.78%，集中度继续保持高位，中诚信国际将对公司未来应收账款的回收情况保持关注。跟踪期内，公司维持较大存货规模，主要为广陵新城项目土地开发成本，2021 年末占比为 74.14%，其余部分主要为在建或

已建成待售的房地产项目。预付账款主要为公司预付土地出让金和贸易业务预付采购款，截至 2021 年末账龄超过一年的预付款项为 7.21 亿元，按欠款方归集的余额前五名的预付款项总额为 15.58 亿元，占年末余额比例的 70.18%。**中诚信国际认为**，公司货币资金受限比例较高，应收账款和存货规模高企，对资金形成了较大占用，资产流动性较弱。

表 11：2021 年末前五大应收账款情况（亿元、%）

	发生时间	款项内容	账龄	当年回款	期末金额	占比	长期未结算原因	关联方	是否逾期	坏账准备金额	控股股东/实际控制人
扬州市广陵新城投资发展集团有限公司	2019 年	土地开发款	1~3 年	-	27.67	44.38	土地开发收入回款，要通过国土及财政部门层层返还，回收期较长	是	否	0.16	扬州市广陵区国有资产管理中心
扬州市广江资产经营管理有限公司	2017 年	Y-MSD 项目代建工程款	1~5 年，5 年以上	-	27.56	44.21	正在配合政府项目决结算审计，尚未完成	否	是	0.18	扬州市广陵区国有资产监督管理局办公室
国网河北省电力有限公司	2020 年	应收上网电费	1~2 年	0.82	1.70	2.72	等待国家拨付补贴电费	否	否	0.005	国家电网有限公司
国网辽宁省电力有限公司	2019 年	应收上网电费	1~3 年	0.80	0.80	1.28	等待国家拨付补贴电费	否	否	0.003	国家电网有限公司
国网江苏省电力有限公司	2019 年	应收上网电费	1~3 年	0.98	0.74	1.19	等待国家拨付补贴电费	否	否	0.002	国家电网有限公司
合计		--	--	2.60	58.47	93.78	--	--	--	0.35	--

注：扬州市广陵新城投资发展集团有限公司为公司二级子公司扬州泰达发展建设有限公司的参股股东，持股比例为 45%。

资料来源：公司提供

表 12：2021 年末前五大预付账款情况（亿元、%）

单位名称	发生时间	交易事项	期末金额	占比	发生原因	关联方	预计结算安排
大连市国土资源和房屋局	2012 年	土地出让金	6.31	28.44	通过招拍挂取得土地，因拆迁问题未取得全部土地使用权证	否	2022 年取得部分土地证，进行部分结转
天津蓝盾工贸有限公司	2021 年	预付采购货款	3.87	17.43	预付铝锭采购款	否	截至 2022 年 4 月 30 日已部分交货，预计 2022 年将全部交货，完成预付款结转
南京佳韵物资贸易有限公司	2021 年	预付采购货款	2.56	11.53	预付铝锭采购款	否	截至 2022 年 4 月 30 日已全部交货，已完成预付款结转
天津中和石化有限公司	2021 年	预付采购货款	1.56	7.02	预付铝锭采购款	否	截至 2022 年 4 月 30 日已部分交货，2022 年将全部交货，完成预付款结转
江苏宏远电缆材料有限公司	2021 年	预付采购货款	1.28	5.76	预付铜杆采购款	否	2022 年已收到货物，预付款已结转
合计	--	--	15.58	70.18	--	--	--

资料来源：公司财务报表

公司非流动资产主要为长期股权投资、以环保项目特许经营权为主的无形资产和环保项目在建工程。随着在建项目不断推进及投入运营，2021 年

末，公司在建工程规模下降，无形资产同步增长；受益于渤海证券经营效益良好，同期末长期股权投资同比增长。

³ 截至 2021 年末，账龄在 1~2 年的应收账款占比为 21.31%，账龄在 2~3 年的应收账款占比为 25.48%，3 年以上的应收账款占比为 31.71%。

表 13: 近年来公司主要资产情况 (亿元)

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	21.05	29.74	35.14	30.60
应收账款	67.16	50.28	61.43	62.95
存货	146.99	122.71	127.84	126.69
预付账款	15.36	22.62	22.19	28.48
流动资产	256.04	230.41	250.53	252.53
长期股权投资	29.58	29.72	31.10	30.86
在建工程	9.93	27.04	4.08	4.32
无形资产	26.24	25.72	51.31	53.81
非流动资产	86.31	105.74	122.03	124.84
总资产	342.35	336.16	372.56	377.37

注: 中诚信国际在分析时, 将合同资产计入存货。

资料来源: 公司财务报表

公司负债主要由有息债务、应付账款、其他应付款和长期应付款构成。2021 年末, 其他应付款主要为广陵新城投资及其关联政府平台资金往来 24.20 亿元和泰达控股往来款 17.10 亿元, 其中广陵新城投资及其关联政府平台以资金往来款形式向扬州泰达、扬州万运支付 24.20 亿元, 计入其他应付款科目核算, 余款待政府方完成内部流程后连同前期借款一同抵消应收账款。

表 14: 2021 年末其他应付款主要情况 (亿元、%)

	金额	到期日	年利率
广陵新城投资及其关联政府平台	24.20	未约定	-
泰达控股	17.10	未约定	6.62
融资借款	10.00	2022/2/5	-
B 商业保理公司	1.35	2022/6/9	9.00
股权质押借款	0.70	2022/4/23	13.00
合计	53.35	-	-

资料来源: 公司年度报告

随着环保板块等业务对长期资金需求的增加, 2021 年以来, 公司新增长期借款较多, 总债务规模持续增长, 截至 2022 年 3 月末短期债务占比降至 69.77%, 债务期限结构仍有待进一步优化。受益于利润积累, 2021 年以来公司所有者权益整体呈增长态势, 但由于债务增速较快, 财务杠杆仍保持较高水平。分红方面, 2021 年, 公司向普通股股东分红 0.15 亿元, 分红比例为 6.12%。

表 15: 近年来公司主要负债和权益情况 (亿元、%)

	2019	2020	2021	2022.3
其他应付款	75.99	66.07	75.76	82.07
总债务	172.63	194.73	198.93	203.41
总负债	282.60	275.76	308.46	313.64

短期债务	132.47	141.55	139.81	141.93
未分配利润	21.32	22.70	26.21	26.24
所有者权益	59.75	60.40	64.10	63.73
资产负债率	82.55	82.03	82.79	83.11
总资本化比率	74.29	76.33	75.63	76.14

资料来源: 公司财务报表

会计政策调整令经营活动现金净流出, 环保项目投资等资本性支出大幅增加; 偿债指标表现整体较弱

2021 年, 公司执行《企业会计准则解释第 14 号》, 对于 PPP 项目确认为金融资产部分在建造期间发生的建造支出从投资性现金流出调整为经营性现金流出, 导致当年经营性现金净流减少 5.53 亿元; 同时子公司泰达能源用于贸易业务的采购支付增加导致当年经营性现金净流减少 6.5 亿元; 加之净利润增长的主要事项并未在当期形成现金流入, 导致 2021 年公司经营活动现金流呈净流出态势。同期, 公司环保在建项目投资增加, 资本性支出规模大幅提升; 为弥补资金缺口, 公司新增较多银行借款等外部筹资。偿债指标方面, 受益于 EBITDA 规模增长, EBITDA 利息保障系数略有提升, 但经营活动呈净流出态势, 整体偿债指标表现仍较弱。

表 16: 近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元、X)

	2019	2020	2021	2022.1~3
经营活动净现金流	12.75	3.04	-9.22	-1.01
投资活动净现金流	9.19	-9.52	-10.39	-2.92
其中: 取得投资收益收到的现金	1.28	1.88	1.37	-
筹资活动净现金流	-22.87	10.37	27.37	-1.75
经营活动净现金流/总债务	0.07	0.02	-0.05	-0.02*
经营活动净现金流/利息支出	0.75	0.21	-0.60	--
总债务/EBITDA	11.26	17.65	16.83	--
EBITDA 利息保障系数	0.90	0.76	0.77	--

注: 带*指标经年化处理。

资料来源: 公司财务报表

备用流动性较少, 但畅通的股权融资渠道能够对偿债能力提供支持

银行授信方面, 截至 2022 年 3 月末, 公司共获得各银行综合授信总额 138.93 亿元, 其中未使用额度 15.12 亿元, 备用流动性较少。作为 A 股上市公司, 公司股权融资渠道较为畅通。

受限资产方面, 截至 2022 年 3 月末, 公司受

限资产合计 66.79 亿元，占总资产的比重为 17.70%，主要系用于借款抵质押的定期存款、保证金、应收账款、存货和长期股权投资等。

对外担保方面，截至 2022 年 3 月末，公司无对外担保。同期末，泰达股份为各子公司提供担保合计 63.14 亿元，担保规模较大。

过往债务履约情况：根据公司及重要子公司提供的征信报告及相关资料，截至 2022 年 3 月末，公司及重要子公司银行融资资信状况良好，还本付息记录正常，无违约记录；根据公开资料显示，公司发行的债务融资工具均能按期支付利息。

外部支持

控股股东实力雄厚，公司作为其生态环保业务运营主体，能够在资金及业务拓展等方面获得控股股东的较大支持

公司控股股东泰达控股系天津市国资委下属的重要国有企业之一，实力雄厚，在天津市战略地位突出。公司定位为泰达控股生态环保板块运营主体，能够在资金及业务拓展等获得控股股东的较大支持。

资金支持方面，泰达控股同意公司使用其分级资金池内资金，2022 年 3 月经股东大会审议通过将资金池使用额度由 30.00 亿元上调为 45.00 亿元，使用期限为五年；同时，泰达控股为公司提供借款以及为公司外部借款提供担保。此外，泰达控股为公司生态环保业务的承揽提供了项目资源等支持，体现了较强的支持意愿。

偿债保障措施

泰达控股为“20 泰达 01”本息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

泰达控股成立于 2001 年，以原天津经济技术开发区总公司为基础框架，将天津市泰达集团有限公司、天津经济技术开发区建设集团公司纳入其中，经统筹组合设立。天津市国资委代表天津市人民政

府对泰达控股履行出资人职责，依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等出资人权利。2020 年 10 月 30 日，天津市国资委将其持有的津联控股 100% 股权无偿划转至泰达控股，拟优化泰达控股产业布局和经营模式，打造城市综合开发、金融和高端制造业三大主业，并辅以资产管理和资本运作两大管理功能；2021 年 4 月 28 日完成工商变更登记手续。本次股权无偿划转后，泰达控股资产权益大幅增加，负债率降低，营业总收入、净利润及经营活动净现金流均有所增长，有利于泰达控股进一步整合业务，提高资产质量，增强核心竞争力。截至 2022 年 3 月末，泰达控股注册资本 110.77 亿元，控股股东及实际控制人天津市国资委持有其 100% 股权。

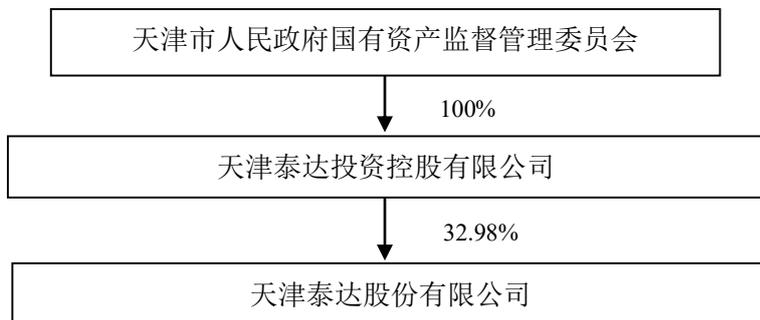
泰达控股主营业务包括商品销售、房地产、公共事业、物流等多个领域，其中商品销售业务收入对泰达控股收入贡献度较大，商品销售收入主要包含铜材、批发及贸易、天然气等商品销售收入。下属子公司天津市泰达国际控股(集团)有限公司(以下简称“泰达国际”)是承担市属国有金融资产出资人职责的金融控股集团，目前已形成包括银行、证券、保险、信托、资产管理、投资等较为全面的金融业务布局。截至 2021 年末，泰达控股总资产为 4,320.64 亿元，所有者权益合计为 1,413.54 亿元，资产负债率为 67.28%；2021 年，泰达控股实现营业收入 859.49 亿元，净利润为 32.66 亿元，经营活动净现金流 106.71 亿元。

综上所述，中诚信国际维持天津泰达投资控股有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际认为泰达控股能够为“20 泰达 01”的按期偿还提供有力的保障。

评级结论

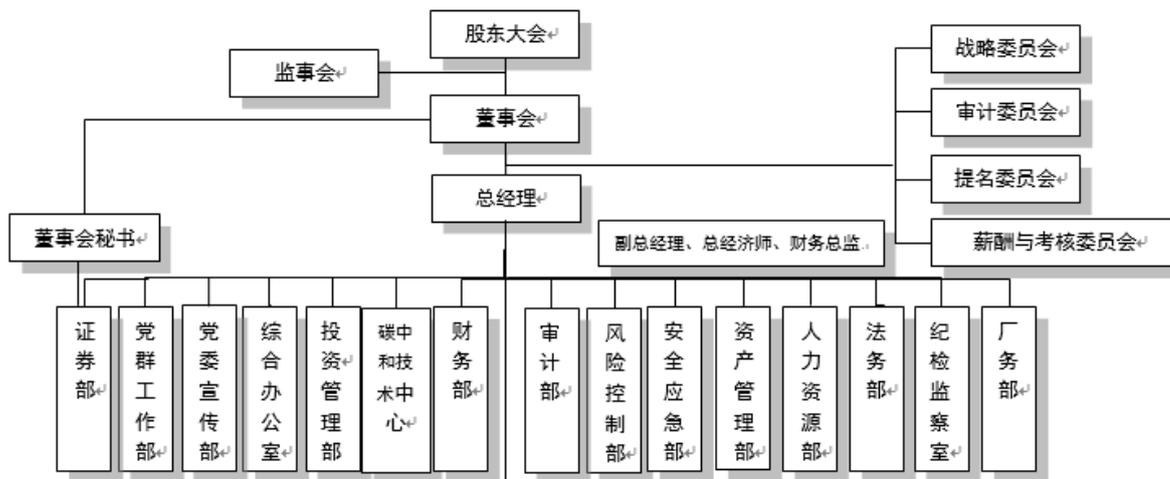
综上所述，中诚信国际维持天津泰达股份有限公司的主体信用等级为 **AA-**，评级展望为稳定；维持“20 泰达 01”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：天津泰达股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



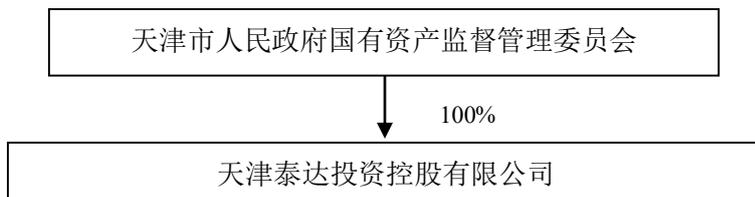
截至 2022 年 3 月末公司主要子公司情况

全称	简称	持股比例
天津泰达环保有限公司	泰达环保	62.52%
南京新城发展股份有限公司	南京新城	51.00%
天津泰达能源集团有限公司	泰达能源	51.00%
天津泰达洁净材料有限公司	泰达洁净	100%



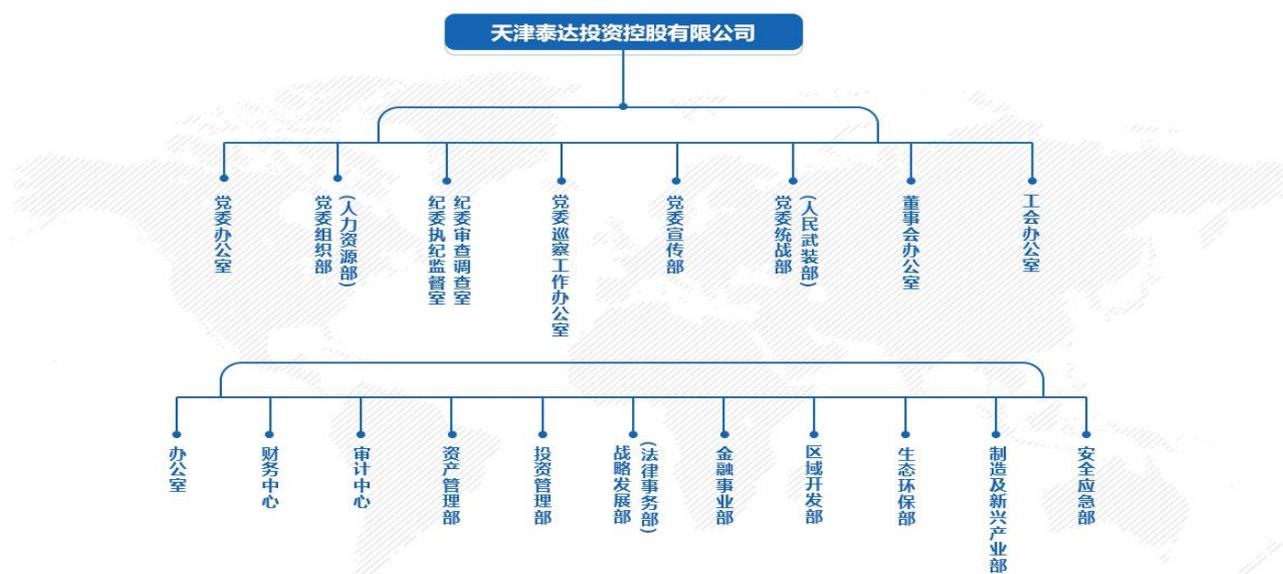
资料来源：公司提供

附二：天津泰达投资控股有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



截至 2022 年 3 月末泰达控股主要子公司情况

序号	企业名称	持股比 (%)	序号	企业名称	持股比 (%)
1	天津蓝德典当行有限公司	88.96	19	天津泰达威立雅水务有限公司	51.00
2	天津泰达电力有限公司	82.48	20	北方国际信托股份有限公司	73.89
3	天津泰达热电源管理有限公司	100.00	21	泰达香港置业有限公司	100.00
4	天津开发区苏伊士国际合作有限公司	100.00	22	天津滨海泰达物流集团股份有限公司	42.45
5	天津泰达燃气有限责任公司	51.00	23	天津泰达城市轨道交通投资发展有限公司	84.03
6	天津滨海新区公共交通集团有限公司	100.00	24	天津泰达交通枢纽运营管理有限公司	100.00
7	天津滨海泰达酒店开发有限公司	58.82	25	天津泰达城市综合开发投资集团有限公司	100.00
8	中非泰达投资股份有限公司	60.00	26	天津生态城泰达市政设施有限公司	100.00
9	天津滨海泰达航母旅游集团股份有限公司	100.00	27	天津泰达资产运营管理有限公司	100.00
10	天津泰达水业有限公司	100.00	28	天津生态城泰达海洋技术开发有限公司	100.00
11	天津泰达集团有限公司	100.00	29	天津泰丰工业园投资（集团）有限公司	80.00
12	天津泰达股份有限公司	32.98	30	天津梅江国际会展中心有限责任公司	100.00
13	天津泰达滨海站建设开发有限公司	100.00	31	天津中沙泰达工业园区管理有限公司	100.00
14	天津泰达绿化科技集团股份有限公司	100.00	32	天津钢管（泰达）美国有限公司	100.00
15	天津国泰会展有限公司	100.00	33	天津泰达酒店有限公司	100.00
16	天津泰达联合置地有限公司	100.00	34	天津泰达实业集团有限公司	100.00
17	天津灯塔涂料有限公司	100.00	35	天津渤海泰达投资有限公司	65.00
18	天津市泰达国际控股（集团）有限公司	100.00			



资料来源：泰达控股提供

附三：天津泰达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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	210,532.07	297,360.21	351,399.77	305,970.19
应收账款净额	671,633.69	502,834.43	614,287.54	629,535.05
其他应收款	33,690.93	19,600.46	10,482.96	14,732.32
存货净额	1,469,875.50	1,227,073.30	1,278,449.31	1,266,920.74
长期投资	349,280.27	341,866.50	350,352.21	347,838.71
固定资产	41,510.49	43,894.38	42,665.71	41,627.34
在建工程	99,294.03	270,387.43	40,795.10	43,170.63
无形资产	262,369.87	257,167.95	513,138.05	538,699.25
总资产	3,423,520.11	3,361,567.20	3,725,618.09	3,773,707.22
其他应付款	759,863.57	660,670.11	757,639.68	820,714.76
短期债务	1,324,660.04	1,415,541.97	1,398,051.12	1,419,251.61
长期债务	401,602.68	531,763.51	591,229.49	614,889.64
总债务	1,726,262.72	1,947,305.48	1,989,280.61	2,034,141.25
净债务	1,515,730.65	1,649,945.27	1,637,880.84	1,728,171.05
总负债	2,825,980.20	2,757,588.11	3,084,614.38	3,136,404.68
费用化利息支出	84,694.38	73,745.39	75,936.52	--
资本化利息支出	85,886.32	71,335.60	77,675.29	--
所有者权益合计	597,539.91	603,979.09	641,003.71	637,302.54
营业总收入	2,016,139.95	1,883,471.21	2,117,573.69	242,418.51
经营性业务利润	32,176.88	5,297.79	12,677.34	-736.30
投资收益	25,420.78	26,034.46	34,160.99	512.00
净利润	33,159.90	8,639.44	15,806.69	-3,810.13
EBIT	139,321.55	95,231.02	103,246.78	-
EBITDA	153,301.20	110,306.75	118,230.88	-
经营活动产生现金净流量	127,532.75	30,393.82	-92,193.86	-10,148.79
投资活动产生现金净流量	91,948.52	-95,164.65	-103,901.25	-29,167.80
筹资活动产生现金净流量	-228,674.34	103,659.83	273,689.00	-17,470.49
资本支出	61,910.64	130,445.93	129,970.49	30,598.30
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	7.32	5.84	5.43	6.79
期间费用率(%)	5.84	5.51	4.86	7.25
EBITDA 利润率(%)	7.60	5.86	5.58	--
总资产收益率(%)	4.05	2.81	2.91	--
净资产收益率(%)	5.96	1.44	2.54	-2.38*
流动比率(X)	1.08	1.05	1.07	1.07
速动比率(X)	0.46	0.49	0.53	0.53
存货周转率(X)	1.29	1.32	1.60	0.71*
应收账款周转率(X)	3.45	3.21	3.79	1.56*
资产负债率(%)	82.55	82.03	82.79	83.11
总资本化比率(%)	74.29	76.33	75.63	76.14
短期债务/总债务(%)	76.74	72.69	70.28	69.77
经营活动净现金流/总债务(X)	0.07	0.02	-0.05	-0.02*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.10	0.02	-0.07	-0.03*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.75	0.21	-0.60	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-2.59	-3.86	-9.74	--
总债务/EBITDA(X)	11.26	17.65	16.83	--
EBITDA/短期债务(X)	0.12	0.08	0.08	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.90	0.76	0.77	--
EBIT 利息保障倍数(X)	0.82	0.66	0.67	--

注：1、2022 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他应付款和其他流动负债中的借款和超短期融资券和短期融资券调整至短期债务；将长期应付款中的融资租赁款调整至长期债务；3、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将使用权资产计入无形资产；将研发费用计入管理费用；4、带*指标已经年化处理。

附四：天津泰达投资控股有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位:万元)	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	1,757,272.50	3,415,416.82	3,089,098.52	2,942,907.81
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	3,582,302.52	215,737.94	4,856,170.32	4,573,218.41
应收账款	1,354,438.58	1,295,706.56	1,387,786.37	1,430,749.93
其他应收款	2,341,693.36	3,633,212.69	3,658,027.88	3,692,783.52
存货	6,127,529.38	7,492,378.37	7,348,612.65	7,056,703.86
可供出售金融资产	1,864,532.35	2,980,148.26	113,895.56	0.00
长期股权投资	2,812,804.08	3,892,607.51	4,457,856.25	4,468,677.39
固定资产	1,689,255.35	2,712,646.86	2,592,377.71	2,670,599.84
在建工程	1,211,506.59	1,585,236.48	1,016,712.61	1,101,440.19
无形资产	442,147.25	1,448,688.99	2,124,484.20	2,173,505.34
总资产	27,645,573.11	45,961,871.69	43,206,447.90	43,278,548.79
其他应付款	2,636,496.46	3,654,559.74	4,825,811.44	4,578,969.14
短期债务	9,018,043.51	13,787,324.43	12,839,687.64	12,732,229.66
长期债务	5,342,988.36	5,992,164.96	6,679,456.88	6,609,550.08
总债务	14,361,031.87	19,779,489.39	19,519,144.53	19,341,779.74
净债务	12,603,759.37	16,364,072.57	16,430,046.01	16,398,871.93
总负债	20,680,433.02	31,042,621.09	29,071,037.16	29,140,670.72
费用化利息支出	599,898.93	851,217.11	860,537.05	222,968.69
资本化利息支出	155,049.60	189,128.64	157,710.99	77,306.16
实收资本	1,007,695.00	1,107,695.00	1,107,695.00	1,107,695.00
少数股东权益	2,368,332.59	3,680,507.58	3,254,931.99	3,245,310.41
所有者权益合计	6,965,140.09	14,919,250.60	14,135,410.74	14,137,878.07
营业总收入	4,246,755.22	8,653,070.47	8,594,906.64	1,450,082.97
三费前利润	570,101.34	1,433,332.79	985,666.48	151,592.77
营业利润	228,011.58	448,255.45	498,900.05	7,631.88
投资收益	519,312.02	1,396,647.66	1,695,054.63	197,607.72
营业外收入	11,468.14	35,345.69	33,259.63	2,814.72
净利润	123,634.26	232,654.55	326,605.83	2,467.32
EBIT	828,395.22	1,284,550.09	1,285,483.11	229,795.16
EBITDA	952,430.66	1,583,826.74	1,533,330.01	--
销售商品、提供劳务收到的现金	4,230,012.57	8,652,032.12	7,999,072.11	1,276,281.89
收到其他与经营活动有关的现金	917,057.15	4,558,396.88	1,135,891.77	3,371,009.27
购买商品、接受劳务支付的现金	3,583,447.76	7,194,855.46	6,659,594.28	1,276,115.26
支付其他与经营活动有关的现金	892,617.28	3,934,969.81	988,412.41	2,406,161.41
吸收投资收到的现金	1,557.87	886,108.07	29,084.99	81,350.07
资本支出	291,151.26	752,963.87	745,151.23	154,752.71
经营活动产生现金净流量	173,914.51	1,295,734.25	1,067,060.89	392,172.16
投资活动产生现金净流量	-729,120.96	17,393.73	923,198.11	76,088.75
筹资活动产生现金净流量	495,118.36	-1,403,138.41	-2,816,354.22	-468,756.56
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	15.59	17.87	13.33	11.13
期间费用率(%)	24.07	23.12	20.75	25.23
总资产收益率(%)	3.08	2.79	2.87	--
流动比率(X)	1.12	1.08	1.05	1.05
速动比率(X)	0.71	0.76	0.70	0.72
资产负债率(%)	74.81	67.54	67.28	67.33
总资本化比率(%)	67.34	57.00	58.00	57.77
长短期债务比(X)	1.69	2.30	1.92	1.93
经营活动净现金流/总债务(X)	0.01	0.07	0.05	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.02	0.09	0.08	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.23	1.25	1.05	1.31
总债务/EBITDA(X)	15.08	12.49	12.73	--
EBITDA/短期债务(X)	0.11	0.11	0.12	--
货币资金/短期债务(X)	0.19	0.25	0.24	0.23
EBITDA利息倍数(X)	1.26	1.52	1.51	--

注：1、公司各期财务报表均采用新会计准则编制；2、中诚信国际将各期财务报表长期应付款和租赁负债中带息部分纳入长期债务核算，将其他流动负债、其他应付款中的带息部分纳入短期债务核算；3、公司未提供2022年一季度现金流量补充表，相关指标失效。

附五：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）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	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”。

附六：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。