

徐工集团工程机械股份有限公司 2020 年面向合格 投资者公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报 告（2021）

项目负责人：盛京京 jjsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：汤梦琳 mltang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 06 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，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 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 [2021]跟踪 1214 号

徐工集团工程机械股份有限公司：

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 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“20 徐工 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

二零二一年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持徐工集团工程机械股份有限公司（以下简称“徐工机械”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 徐工 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了工程机械行业景气度向好、完备的产品系列和领先的行业地位、技术研发实力突出以及融资渠道畅通等优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际也关注到工程机械行业受经济周期影响较大、应收账款处于较高水平、存在一定或有回购风险、债务规模持续增长以及债务期限结构有待优化等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

概况数据

徐工机械（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	612.50	772.92	917.97	965.75
所有者权益合计（亿元）	303.41	336.46	341.71	359.26
总负债（亿元）	309.09	436.45	576.27	606.49
总债务（亿元）	177.63	240.30	297.66	272.44
营业总收入（亿元）	444.10	591.76	739.68	249.78
净利润（亿元）	20.56	36.45	37.46	17.46
EBIT（亿元）	25.60	44.49	48.99	--
EBITDA（亿元）	36.13	55.12	60.80	--
经营活动净现金流（亿元）	33.09	51.36	27.89	19.46
营业毛利率(%)	16.69	17.45	17.07	16.58
总资产收益率(%)	4.61	6.42	5.79	--
资产负债率(%)	50.46	56.47	62.78	62.80
总资本化比率(%)	36.93	41.66	46.56	43.13
总债务/EBITDA(X)	4.92	4.36	4.90	--
EBITDA 利息倍数(X)	10.36	15.08	10.08	--

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

- **工程机械行业景气度向好。**下游基建以逆周期调节为依托，叠加设备更新需求不断释放及环保排放标准升级等因素，2020 年以来行业景气度持续向好。
- **完备的产品系列和领先的行业地位；2020 年产销量持续增长。**跟踪期内，公司起重机械、道路机械等产品在国内市场占有率均保持首位。2020 年公司主要工程机械产品产销量维持增长，收入规模、盈利水平均有所提升。
- **研发投入较大，技术研发实力突出。**跟踪期内公司不断加强

产品升级及技术研发，2020 年研发投入占营业总收入的比重升至 5.07%。截至 2020 年末，公司拥有有效授权专利 5,944 件、发明专利 1,545 件、国际专利 90 件，研发实力突出。

■ **融资渠道畅通。**截至 2020 年末，公司共获得银行授信额度 446 亿元，实际使用 206 亿元，备用流动性充足。此外，作为 A 股上市公司，股权融资渠道畅通。

关注

■ **需求受经济周期影响较大。**公司工程机械产品终端客户主要来自于与宏观经济状况高度相关的基建和房地产等行业，其收入和盈利水平易受到周期性波动影响。

■ **应收账款处于较高水平，且存在一定的或有回购风险。**跟踪期内，公司融资租赁等信用销售占比进一步提升，应收账款规模处于较高水平，占用较多资金，且形成坏账损失金额较大，对利润形成一定侵蚀。此外，2021 年 3 月末负有回购责任的按揭贷款和融资租赁余额合计为 216.87 亿元，存在一定或有回购风险。

■ **债务规模保持增长趋势，期限结构有待优化。**跟踪期内公司债务规模有所上升，截至 2021 年 3 月末总债务为 272.44 亿元，且短期债务占比为 74.02%，债务结构有待优化。

评级展望

中诚信国际认为，徐工集团工程机械股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**工程机械行业景气度快速下滑，导致公司收入、利润大幅下降；不良账款大幅增加，获现能力大幅弱化；或有负债或带息负债规模快速扩大，偿债能力下滑。

同行业比较

部分工程机械企业 2020 年（末）主要指标对比表					
公司名称	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）	资产总额(亿元)	资产负债率(%)
柳工股份	230.03	13.45	20.08	340.11	64.97
徐工有限	1,025.85	45.00	36.97	1,520.24	67.01
徐工机械	739.68	37.46	27.89	917.97	62.78

注：“柳工股份”为“广西柳工机械股份有限公司”简称；“徐工有限”为“徐工集团工程机械有限公司”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 徐工 01	AAA	AAA	2020/08/17	20.00	20.00	2020/08/25~2023/08/25	超额配售选择权，回拨选择权条款

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定期与不定期跟踪评级，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

截至 2020 年末，“20 徐工 01”募集资金总额为 20 亿元，上述募集资金均用于募集说明书约定用途，募集资金使用过程中，公司严格履行了《募集资金管理制度》的相关程序。

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。

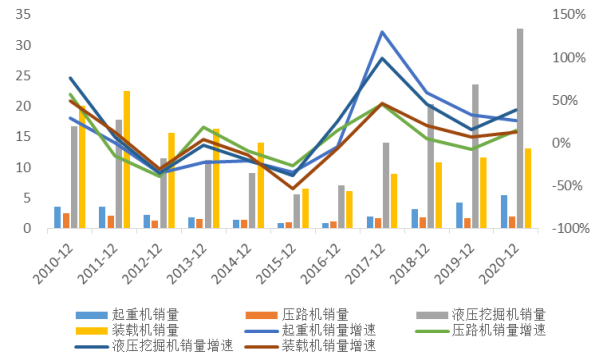
近期关注

2020年受疫情影响，工程机械下游需求延缓释放，但基建投资增速企稳，同时在更新周期来临、环保政策趋严、海外布局不断完善等因素的影响下，工程机械主要产品销量持续上涨，行业景气度保持高位

工程机械行业是国家装备制造业的重点产业之一，行业的发展与国民经济现代化发展和基础设施水平息息相关。同时，作为周期性行业，近五年以来均维持了正增长态势。

挖掘机占到工程机械行业的近六成份额，其次是起重机、推土机、平地机等大概占到20%的市场份额，另外包括高空作业平台、混凝土机、打桩机等在内的其他工程机械产品占到20%的份额。2020年，纳入统计的25家主机制造企业，共计销售各类挖掘机械产品32.76万台，同比增长39%。

图1：主要工程机械产品年度销量及增速变动情况(%)



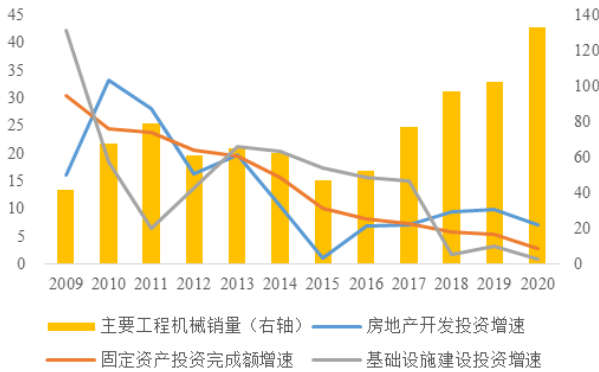
资料来源：中国工程机械工业协会，中诚信国际整理

从全球竞争力来看，我国工程机械行业的竞争实力逐步增加，全球市场份额不断上升，同时国内市场中海外品牌占比亦不断下降。根据英国KHL集团发布的最新全球工程机械制造商50强排行榜（Yellow Table 2020），中国有徐工集团、三一重工、中联重科、柳工股份、龙工控股、山推股份、山河智能、福田雷沃和厦工股份共计9家企业入榜，中国入榜企业合计销售额同比增长21.15%，占全球市场份额合计达到17.6%。随着产品竞争力的提升以及业务布局的不断完善，国内龙头企业海外竞争力不断增强，在全球竞争格局中拥有越来越重要的地位。

从市场需求来看，工程机械行业下游领域拉动作用较为明显的有房地产和基础设施建设行业，与宏观经济发展密不可分。基础设施投资作为下游主要驱动因素之一，近年来均保持正增长趋势，2020年全国基础设施投资完成额（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长0.9%，增速同比有所下滑；在经历上半年疫情影响后，下半年基础设施投资建设投资加速，带动2020年工程机械行业销量进一步提升。房地产开发投资增速与工程机械行业整体销量变动具有较高的一致性，2020年疫情期间，虽然各地出台一系列放松措施，但随后政策迅速收紧，8月政府出台“三道红线”政策，对房地产企业依靠债务得以扩张的发展模式形成有力约束，2020年房地产开发投资141,443亿元，比上年增长7.0%，增速回落2.9个百分点。预计2021年我国房地产投资增速仍将放缓，但考虑到房地产企

业现存一定规模投资需求，且房地产企业韧性较强，仍将为工程机械产品需求提供一定支撑。

图 2：近年来我国主要工程机械产品销量与基建和房地产投资增速对比（万台、%）



资料来源：国家统计局、中国工程机械商贸网，中诚信国际整理

工程机械行业更新换代需求亦是本轮行业景气度上升的重要因素，通常情况下，工程机械产品的寿命周期约为 8~10 年，上一轮销售高峰集中在 2008~2011 年，各产品销量均在 2011 年达到顶峰，2016~2021 年为其存量产品的淘汰和更新换代高峰期。工程机械自然更新换代高峰将于 2021 年接近尾声，未来 1~2 年内上述产品预计仍将有一定规模的自然更新换代需求，但难以为销售量的高速增长提供保障。

我国非道路移动机械领域作为环保管理的薄弱环节，大部分工程机械设备都处于无人监管状态，随着近年来环保政策不断升级，对于非道路移动机械的环保监管正式进入“高压”时期。2020 年 12 月 28 日，生态环境部办公厅发布《〈非道路移动机械用柴油机排气污染物排放限值及测量方法(中国第三、四阶段)(GB 20891-2014)修改单〉》中指出自 2022 年 12 月 1 日起，所有生产、进口和销售的 560kW 以下（含 560kW）非道路移动机械及其装用的柴油机应符合本标准第四阶段要求，自 2020 年 12 月 28 日起，各相关地方标准停止执行。此外，道路移动机械方面，2019~2023 年将陆续进入国六排放标准。严格的环保要求将加速淘汰高排放机械，进一步催生工程机械设备的更新需求；同时，距离国四标准实施仍有两年时间，且考虑到相关具

体措施及执行力度仍存在不确定性，后续对工程机械销量拉动作用仍有待进一步关注。

近年来，国际工程机械市场需求也出现较好的增长态势，中国企业在“一带一路”国家对外承包工程项目累计营业额持续增加，直接带动了工程机械产品向沿线国家的出口，在拉动整体销量增长的同时，工程机械产品出口有助于平滑国内周期性波动风险。近年来我国工程机械出口量和出口金额均呈快速增长态势，以挖掘机为例，2019 年以来其出口量呈现上升趋势，同比增速维持在 39.35% 的较高水平。但 2020 年以来，海外疫情开始加速蔓延，受此影响工程机械出口一直维持下降趋势，1~9 月同比降幅均超过 10%，10 月和 11 月当月出口额同比出现增长，增幅分别为 0.54% 和 6.88%，出口额累计同比下降 15%。2021 年，疫情蔓延的形式依然险峻，未来海外需求低迷的情况仍将会持续一段时间，工程机械产品出口情况面临一定不确定性。

中诚信国际认为，2020 年一季度受新冠疫情影响，行业下游需求释放有所延后，二季度以来主要工程机械产品销售情况均迅速转好，行业保持了良好的增长态势。本轮工程机械设备更新换代高峰已接近尾声，但考虑到我国固定资产投资规模较大，加之环保政策趋紧推动老旧设备淘汰，预计 2021 年工程机械下游需求仍将保持相对稳定，或将为工程机械行业销量提供支撑。

跟踪期内，伴随新增产能陆续投产以及复工复产后下游需求集中释放，公司部分核心产品产能进一步扩张，新增产能消化情况良好，多项核心产品保持领先的市场地位

伴随国内疫情得到有效控制，重大工程渐次复工，叠加存量更新换代需求等利好因素，跟踪期内公司起重机械产销量进一步提升，移动起重机市场占有率保持行业首位。受益于部分厂区完成技改建设及智能化提升，且特种起重装备及港口机械产业化项目投产，公司新增起重机产能 4860 台/年，带动 2020 年各起重机产能亦呈扩张态势。跟踪期内，

公司加快大吨位高端产品的研发布局，其中，公司第三台 4,000 吨级履带式起重机 XGC88000 成功交付中油一建，该型号适应用于石化、火电、核电等行业超大型吊装工况，是目前国际起重能力最大的履带式起重机；自主研发的千吨级全地面起重机亦取得实质性发展，2020 年全地面起重机 XCA1600 全年销量 28 台，强化了公司在风电吊装领域的优势地位。截至 2021 年 3 月末，公司全地面起重机已覆盖 QAY25-QAY1000 共 15 个品种，国内市场占有率接近 50%。

表 1：公司起重机产销情况（台/年、台）

类型		2018	2019	2020
汽车起重机	产能	15,800	15,800	20,400
	产量	14,833	16,705	22,086
	销量	13,991	17,255	21,435
履带起重机	产能	500	960	1,200
	产量	907	1,062	1,372
	销量	823	1,034	1,283
随车起重机	产能	10,000	10,000	11,000
	产量	9,067	10,183	12,872
	销量	8,516	10,017	11,613
产量合计		24,807	27,950	36,330
销量合计		23,330	28,306	34,331

资料来源：公司提供

铲运机械方面，受益于复工复产后下游施工需求集中释放，且部分厂区完成技改建设及智能化提升，2020 年铲运机械保持良好的发展态势，其中主要产品装载机连续第二年实现超产，2020 年国内市场占有率提升 2.1 个百分点，处于行业前列。跟踪期内公司该板块保持较好的产能规模优势，且产能利用率、产销率均有所提升。

表 2：公司装载机产销情况（台/年、台）

	2018	2019	2020
产能	20,000	20,000	21,000
产量	16,240	21,028	22,364
销量	16,042	19,655	21,368

资料来源：公司提供

道路机械方面，2020 年以来公司加大市场开拓力度，压路机、摊铺机、铣刨机市场占有率分别提升 4 个、10.7 个、3.9 个百分点。沥青站实现突破发展，跃居行业前二位。跟踪期内，受益于高端道路

机械智能制造技改项目逐步投产，2020 年公司压路机、摊铺机产能均大幅提升，且当年新增产量消化情况良好。

表 3：公司主要道路机械产销情况（台/年、台）

压路机	2018	2019	2020
产能	6,000	6,000	11,170
产量	5,867	5,642	7,326
销量	5,474	5,890	7,770
摊铺机	2018	2019	2020
产能	700	700	1,175
产量	642	835	1,180
销量	650	873	1,177

资料来源：公司提供

桩工钻孔机械方面，2020 年公司水平定向钻机、旋挖钻机市场占有率均稳居国内行业第一位，其中 280 以上大吨位旋挖钻机市场占有率超过 60%。跟踪期内公司加快培育新兴产品，煤机、深井钻、隧道施工三个成套装备快速发展。受益于行业下游需求释放以及公司对桩工机械板块的培育，2020 年桩工机械实现超产，销量稳居行业第一梯队。

表 4：公司桩工机械产销情况（台/年、台）

	2018	2019	2020
产能	2,650	2,975	3,000
产量	2,859	2,950	3,576
销量	2,814	3,158	3,541

资料来源：公司提供

消防机械方面，2020 年公司举高类消防车和高空作业车市场占有率保持国内市场第一。跟踪期内，受益于城市建筑业施工面积持续增长以及建筑行业从业人员安全意识的提升，市场对举升类消防车等消防机械的需求不断增加，公司消防机械产品产销量均同比有所提升，但现有产能仍未完全释放。

表 5：公司消防机械产销情况（台/年、台）

	2018	2019	2020
产能	600	600	600
产量	385	365	448
销量	338	353	414

资料来源：公司提供

中诚信国际认为，疫情得到有效控制后下游施工需求快速释放，叠加技改项目逐步投产，带动公司各机械产品产销量增长，部分产品实现超产，多

项核心产品市场占有率稳居行业首位，但仍需关注行业景气度对公司产品产销的影响。

2020 年公司继续加大研发投入，多项创新产品填补了国内相关领域空白；部分产品国产化自主配套率持续提升

跟踪期内公司保持了较高的研发投入水平，2020 年研发投入同比增至 37.52 亿元，占同期营业总收入的 5.07%，主要用于关键核心技术研究、重大实验设备设施建设；截至 2020 年末，公司拥有有效授权专利 5,944 件、发明专利 1,545 件、国际专利 90 件。同年末，公司累计制订国际标准 5 项、国家及行业标准 171 项。高端产品创新方面，公司首创的轮履两用概念起重机、5 吨液化天然气装载机、全球最大吨位 XR800E 超大型旋挖钻机、全球最大吨位 XZ13600 水平定向钻机等多个产品填补了国内相关领域空白。研发成果方面，“全地面起重机关键技术开发与产业化”等 5 个项目获得国家科技进步二等奖，“组合式自拆装平衡重装置”获得中国专利金奖。

为提升工程机械产品差异化竞争优势、降低核心零部件的进口依赖，跟踪期内公司加快推进高端液压阀、新型传动件、履带底盘技改项目。公司与贾汪区共建徐工配套产业园区，发展工程机械零部件配套产业和主机产业集群，截至 2021 年一季度末，已有 23 家企业与园区签订框架协议。

公司销售网络分布广泛，海外收入不断增加，信用销售比例仍保持较高水平，面临一定或有回购风险

公司目前已形成覆盖国内 30 余个省份的营销网络，同时拥有长期稳定合作的签约经销商接近 300 家及其地市级网点 2,300 多个，有效地保障了客户的产品和服务需要；跟踪期内，公司进一步强化在“一带一路”沿线国家布局优势，截至 2020 年末，公司在海外拥有 300 家经销商，40 个办事处，140 多个服务备件中心，营销网络覆盖全球 180 余个国家和地区。此外，公司加大国际市场直销渠道拓展，在巴西、俄罗斯、印度、尼日利亚等国家成

立分子公司。**中诚信国际认为**，2020 年以来公司全球化产业布局及营销网络持续完善，国际品牌影响力持续提升，但受新冠肺炎疫情影响，2020 年海外业务收入较上年减少 17.94%。中诚信国际将对公司和海外业务修复情况以及汇率波动和政策风险对公司海外业务的影响保持持续关注。

销售政策方面，跟踪期内，公司融资租赁销售模式占比进一步提升，全额付款比例降至 35% 以下，分期付款比例亦有所下降。截至 2021 年 3 月末，公司合并口径负有回购责任的按揭贷款余额为 39.24 亿元，公司负有回购责任的融资租赁余额 216.87 亿元，其中外部融资租赁公司 97.05 亿元，徐州工程机械集团有限公司（以下简称“徐工集团”）内部融资租赁余额 119.82 亿元。**中诚信国际关注到**，跟踪期内公司融资租赁业务占比增幅较大，资金占用程度加剧，同时公司通过强化资产抵押等贷后管理措施加强风险控制，中诚信国际将对公司融资租赁业务逾期情况以及面临的回购风险保持关注。

跟踪期内，控股股东混合所有制改革完成，公司拟向徐工有限全体股东发行股份吸收合并徐工有限，徐工有限下属挖掘机械等优质资产将注入公司，实现工程机械板块整体上市，但面临一定不确定性；目前在建项目投资压力不大

徐州市国资委持续推进在公司控股股东徐工有限层面引进央企、省企和民间资本的混合所有制改革。2020 年 4 月 1 日，徐州市人民政府国有资产监督管理委员会下达的“徐国资[2020]53 号”《关于对徐工有限混合所有制改革产业划分与资产整合实合实施方案的批复》文件，明确了本次混改的架构与范围。2020 年 9 月 16 日，徐工有限董事会决议同意公司根据江苏省产权交易所公开征集投资者的最终结果通过引进投资方增加注册资本，新增注册资本 1,203,875,722.00 元，由战略投资方及员工持股平台认缴，均以货币出资。2020 年 9 月 19 日徐工有限正式启动混改，截至 2020 年 10 月末，

徐工有限股权结构已基本确定，第一批、第二批、第三批混改投资款已先后拨付。徐工有限混改已于2020年11月末结束，所有战投资金已全部到位。本次混改完成后，徐工有限由徐州市国资委控股改为“国有持股+管理层持股”的股权结构。其中国有资本直接、间接持股合计97.28%，徐工有限仍为国有资本相对控股企业。

根据公司于2021年4月6日发布的《徐工集团工程机械股份有限公司关于筹划重大资产重组事项的停牌公告》，称拟通过向控股股东徐工集团工程机械有限公司（以下简称“徐工有限”）的全体股东以发行股份等方式对徐工有限实施吸收合并。目前，本次交易涉及的审计、评估等工作正在进行中，重组方案尚需经过多方部门和机构的审议和通过，面临一定不确定性。

中诚信国际认为，公司吸收合并徐工有限事项若能顺利完成，徐工有限下属挖掘机械等优质资产将注入上市公司，工程机械板块亦将实现整体上市，有利于提升整体竞争实力；公司资产、负债、权益、营业总收入及利润规模或将大幅上升。上述重大资产重组不会对公司现有的生产经营活动构成重大影响，中诚信国际将对本次重大资产重组事项后续进展以及其对公司未来经营和整体信用状况的影响保持持续关注。

截至2020年末，公司在建项目以高端产能建设及配套件产能建设项目为主，合计预算投资为56.61亿元，其中，高空作业平台智能制造项目、高端液压阀智能制造及产业化项目为前次非公开发行股份募集资金投资项目¹，且截至2020年末，部分项目已处于收尾阶段，整体投资压力较为可控。

表 6：截至 2020 年末公司在建项目情况（亿元）

在建项目名称	预算数	工程累计投入占预算比例 (%)	工程进度	资金来源
徐工消防车智能制造产业化基地项目	6.84	73.00	99.00	其他
高空作业平台智能制造项目	12.35	29.70	95.00	募股资金
发展全地面起重机建设项目	19.93	99.00	99.00	其他
工程机械核心液压元件技术升级及智能化改造项目	2.50	94.00	98.00	其他
特种起重机装备及港口机械产业化项目建设	10.00	70.00	65.00	其他
高端液压阀智能制造及产业化项目	5.00	54.27	60.00	募股资金
合计	56.61	--	--	--

资料来源：公司年报

财务分析

以下分析基于公司提供的经江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018~2020年财务报告以及未经审计的2021年一季度财务报表，各期财务数据均为财务报表期末数。

受益于疫情得到有效控制后下游施工需求集中释放，公司主要工程机械产品产销两旺，带动2020年营业总收入大幅增长；但受减值计提和汇兑损失等

影响，利润水平同比持平

受益于疫情得到有效控制后基建施工需求快速释放、设备处于更新换代高峰期以及技改项目部分投产，2020年公司各主要工程机械产品收入均实现增长。同时，公司关键零部件自主研发不断取得实质性进展，工程机械备件及其他板块亦实现良好发展，当年营业总收入同比大幅增长。毛利率方面，公司传统优势产品起重机保持了较好的盈利能力，受市场竞争加剧等因素影响，铲运机械及其他工程机械毛利率有所下滑，整体营业毛利率较上年基本

¹ 2018年7月，公司非公开发行人民币普通股82,594万股，募集资金总额为25.44亿元。募集资金用于智能化地下空间施工装备制造项目、高空作业平台智能制造项目、高端液压阀智能制造及产业化投资项目、智能化压缩站项目、大型桩工机械产业化升级技改工程项目及徐工机械工业互联网提升项目。其中，大型桩工机械产

业化升级技改工程已按照期建设完毕；由于产品市场需求不及预期以及工业互联网技术应用场景的快速调整，公司暂缓了对智能化地下空间施工装备制造项目、智能化压缩站项目以及工业互联网项目的投资。

持平。2021年一季度，受益于经营情况同比改善，当期营业收入同比大幅上升至249.78亿元，营业毛利率为16.58%。

表 7：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)

收入	2018	2019	2020
起重机械	157.46	208.34	264.89
铲运机械	50.13	63.19	66.16
压实机械	16.75	17.22	21.36
路面机械	8.46	11.03	13.26
高空作业机械	12.92	24.16	37.34
桩工机械	48.79	59.10	73.31
其他工程机械	42.80	57.36	38.48
工程机械备件及其他	89.02	131.10	176.56
其他	17.78	20.27	48.32
营业总收入	444.10	591.76	739.68
毛利率	2018	2019	2020
起重机械	21.62	23.80	23.37
铲运机械	17.35	18.03	15.64
压实机械	19.19	16.43	17.60
路面机械	19.58	19.70	25.73
高空作业机械	19.33	26.84	25.95
桩工机械	19.66	19.72	21.48
其他工程机械	11.58	11.35	4.62
工程机械备件及其他	10.19	8.19	9.77
其他	2.17	9.47	4.96
营业毛利率	16.69	17.45	17.07

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司期间费用随着经营规模扩大和研发费用增加有所增长。其中，2020年债务规模上升带动利息费用大幅增加，且下半年以来美元汇率持续下行，公司计提7.74亿元汇兑损失，使得当期财务费用增长较多。由于期间费用与营业收入增速较为匹配，全年期间费用率同比基本持平。

在收入规模上升和利润空间扩大的带动下，2020年经营性业务利润持续增长。公司对部分多次逾期、信用实力较弱的客户增加计提应收账款坏账损失²，外加当期计提存货跌价损失及合同履行成本减值损失3.56亿元；共同令资产减值损失大幅增长，对当期利润总额增长造成一定负面影响。由于利润总额增长放缓，同时营业总收入和总资产大幅增加，当期EBITDA利润率、总资产收益率均小幅下滑，但整体盈利能力仍处于行业较好水平。2021

² 2020年应收账款坏账损失为15.12亿元，同比增长4.09亿元。

年一季度，由于上年同期受新冠肺炎疫情影响公司利润总额基数较低，使得当期利润总额同比大幅增长。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.Q1
期间费用合计	48.15	58.55	73.73	22.47
期间费用率(%)	10.84	9.89	9.97	8.99
经营性业务利润	25.30	46.74	56.35	19.51
资产减值损失	7.54	12.39	20.20	2.65
投资收益	3.80	6.53	8.06	2.08
营业外损益	1.05	0.19	0.21	0.11
利润总额	22.15	41.02	42.96	20.18
EBITDA 利润率(%)	8.13	9.31	8.22	--
总资产收益率(%)	4.61	6.42	5.79	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着经营规模的扩大，跟踪期内公司资产、负债和权益规模均呈现明显增长态势，资本结构仍处于较为合理水平，但以短期债务为主的债务结构有待优化

跟踪期内，公司以流动资产为主的总资产规模持续增长，资产结构较为稳定。其中，为满足日常经营支出，公司账面仍留有一定规模的货币资金，2020年末受限金额18.84亿元，主要为票据保证金；业务规模上升及融资租赁占比增加使得应收账款保持在较大规模，当年末公司累计计提坏账准备42.34亿元，占应收账款账面余额的14.11%；伴随特种起重装备及港口产业化项目、高端道路机械智能制造技改项目部分投产，同时产销量上升，公司采购及生产规模均有所上升，推升当期末存货规模。2020年，公司非流动资产规模维持稳定增长。2021年一季度，伴随经营规模扩大及库存转化，3月末应收账款较期初增长较多，总资产规模进一步上升。

表 9：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	112.95	157.77	170.21	164.86
应收账款	180.55	260.87	257.80	307.05
应收票据	39.77	43.51	99.89	99.61
存货	101.96	104.92	130.61	127.73
流动资产	456.55	604.22	701.27	740.03
固定资产	71.79	75.96	79.72	81.56

非流动资产	155.95	168.70	216.70	225.71
总资产	612.50	772.92	917.97	965.75

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司负债总额维持增长，流动负债占比进一步提升，主要系经营规模扩张使得应付账款、应付票据等经营性负债增长所致。由于营业收入增加且非现金结算比例上升，2020年末应付票据持续增长，外加长期借款临近到期转入流动负债，短期债务规模快速上升，同期末占总债务的比重突破80%。**中诚信国际关注到**，跟踪期内，公司债务规模增速较快，且面临债务集中到期高峰，中诚信将对公司债务规模增速及债务期限结构保持持续关注。

受益于经营积累，跟踪期内所有者权益进一步增长；此外，2020年公司分红7.83亿元，分红金额较上年有所增加，占归属于上市公司普通股股东净利润的21.01%。由于有息债务规模增速较快，2020年末财务杠杆比率小幅攀升，但尚处于行业内合理水平。

表 10：近年来公司主要负债及权益情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
短期借款	34.87	30.44	23.14	18.97
应付票据	91.39	140.43	153.86	147.86
应付账款	87.92	133.91	172.36	223.34
一年内到期的非流动负债	13.19	4.79	56.77	34.82
长期借款	8.25	27.63	36.45	43.16
短期债务/总债务	78.50	73.10	78.54	74.02
总债务	177.63	240.30	297.66	272.44
总负债	309.09	436.45	576.27	606.49
资本公积	50.12	51.35	51.59	51.59
其他权益工具	46.77	46.77	19.90	19.90
未分配利润	116.06	144.61	172.68	189.71
所有者权益合计	303.41	336.46	341.71	359.26
资产负债率（%）	50.46	56.47	62.78	62.80
总资本化比率（%）	36.93	41.66	46.56	43.13

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

经营性采购支出增加使得经营活动净现金流减少较多；投资活动现金流负敞口收窄；筹资活动现金流受偿还永续债影响有所减少

经营活动现金流方面，新增产能陆续投产使得

公司经营性采购支出增加，外加新冠肺炎疫情对下游企业回款造成一定负面影响，2020年经营活动现金流同比减少较多；投资活动现金流方面，受益于结构性存款收益增加以及三个月以上到期的票据保证金净减少，2020年投资活动现金流负敞口大幅收窄；筹资活动现金流方面，2020年公司公开发行20.00亿元公司债券³，但由于当期兑付27.00亿元永续债券⁴，加之支付的股利同比有所增加，共同使得筹资活动净现金流同比有所减少。2021年第一季度经营获现保持在较好水平，公司偿还较多债务，筹资活动现金流呈现大幅净流出态势。

2020年，由于经营活动净现金流同比减少较多，外加有息债务规模持续上升，导致其对债务本息的保障能力有所减弱。同期公司利润总额增速放缓，EBITDA对债务本息的覆盖程度亦相应弱化。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流（亿元）	33.09	51.36	27.89	19.46
投资活动净现金流（亿元）	-29.17	-28.37	-10.19	1.14
筹资活动净现金流（亿元）	35.63	6.82	4.11	-19.42
经营活动净现金流/总债务(X)	0.19	0.21	0.09	0.29*
经营活动净现金流/利息支出(X)	9.49	14.05	4.62	--
总债务/EBITDA(X)	4.92	4.36	4.90	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	10.36	15.08	10.08	--
经调整的经营净现金流/总债务(X)	14.46	17.04	5.34	--

注：带*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对整体偿债能力提供支持；但规模较大的或有负债风险有待关注

截至2020年末，公司累计获得银行授信额度总计446亿元，实际使用206亿元，备用流动性充足；此外，作为A股上市公司，直接融资渠道畅通。

截至2020年末，公司受限资产总额为48.23亿元，占净资产的14.11%；其中用于票据保证金的货币资金为18.84亿元；质押票据和应收款项融资金

³ “20徐工01”于2020年8月24日发行，于2020年9月1日在深交所上市，发行规模20亿元，债券期限3年，票面利率3.72%。

⁴ “17徐工Y1”于2017年9月22日发行，于2017年10月23日在深交所上

市，发行规模27亿元，债券期限3+NY，票面利率5.30%，已于2020年9月25日摘牌兑付。

额分别为 25.40 亿元和 3.27 亿元，主要用于质押借款或开具应付票据。

截至 2021 年 3 月末，公司合并口径负有回购责任的按揭贷款余额为 39.24 亿元，公司负有回购责任的融资租赁余额 216.87 亿元，其中外部融资租赁公司 97.05 亿元，徐工集团内部融资租赁余额 119.82 亿元，面临一定的或有风险，中诚信国际将持续关注公司负有回购责任的按揭贷款和融资租赁余额变化情况。

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 7 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

作为徐州市大型国有制造企业，徐工机械经济及战略地位重要，控股股东和政府对其支持意愿较强

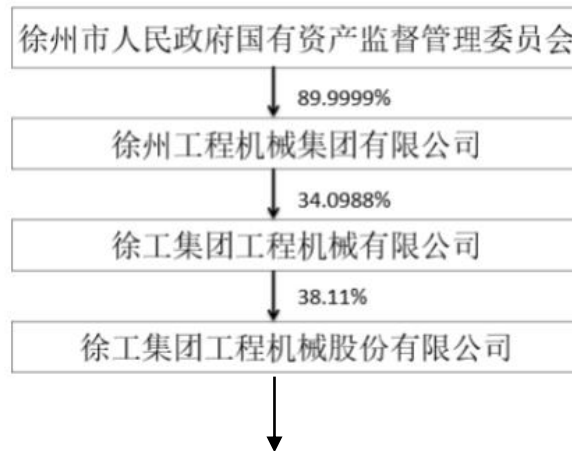
江苏省是中国综合发展水平最高的省份之一，近年来固定资产投资始终维持高位，徐州市作为淮海经济区的产业、商贸、物流、信息和金融中心，经济发展较为迅速，2020 年实现生产总值（GDP）7,319.77 亿元，江苏省排名第六，名义增速为 2.35%，经济保持稳健增长态势且增速有所回升，对当地企业具有一定的支持能力。徐工集团是徐州市最大的工程机械制造企业，随着公司控股股东徐工有限层面混合所有制改革的推进和产业划分的完成，集团内工程机械板块已集中在徐工有限；而公司作为其下属最核心的上市子公司，资产规模、营业总收入、利润总额均处前列，对控股股东和当地财政贡献程度极高，同时对区域经济及相关产业发展提供了有力支持，徐工有限及徐州市国资委对其支持意愿均较强。

评级结论

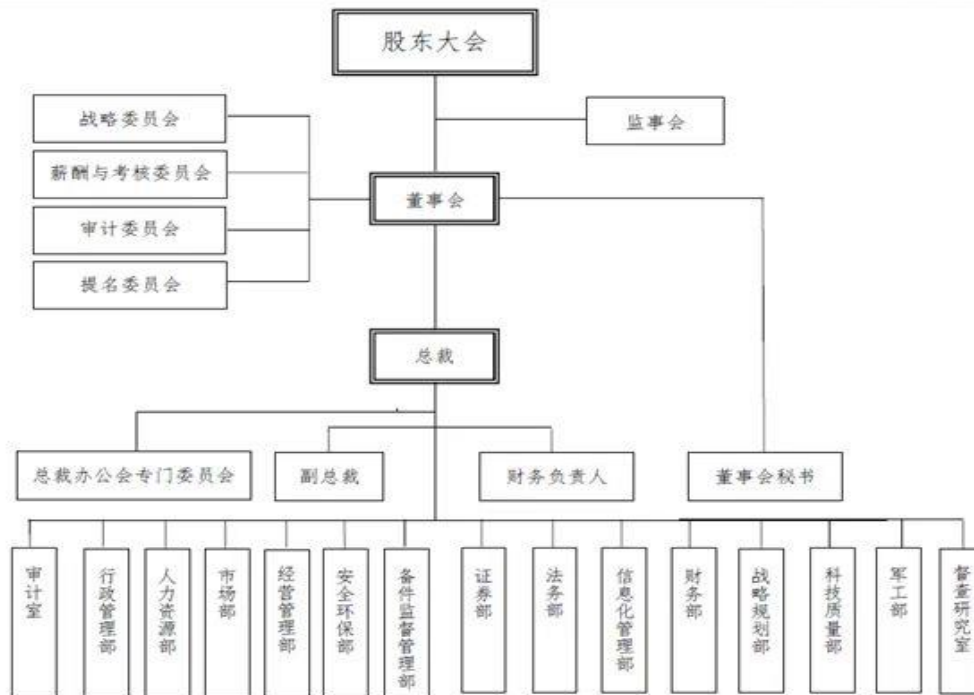
综上所述，中诚信国际维持徐工集团工程机械股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为

稳定；维持“20 徐工 01”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：徐工集团工程机械股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



全称	简称	持股比例 (%)
徐州重型机械有限公司	徐工重型	100.00
徐州工程机械集团进出口有限公司	徐工进出口	100.00
徐州徐工投资有限公司	徐工投资	100.00
江苏徐工信息技术股份有限公司	徐工信息	45.00
徐州徐工环境技术有限公司	徐工环境	100.00
徐工消防安全装备有限公司	徐工消防	100.00
徐州徐工基础工程机械有限公司	徐工基础	100.00
徐州徐工液压件有限公司	徐工液压件	100.00
徐工集团财务有限公司	财务公司	100.00
徐工集团巴西制造有限公司	徐工巴西制造	99.85



资料来源：公司提供

附二：徐工集团工程机械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	1,129,531.77	1,577,686.01	1,702,133.17	1,648,564.65
应收账款净额	1,805,505.77	2,608,698.23	2,577,996.10	3,070,492.70
其他应收款	56,815.14	58,666.75	50,336.15	72,343.48
存货净额	1,019,645.93	1,049,197.52	1,306,070.03	1,277,333.35
长期投资	480,674.40	483,476.39	516,618.68	538,795.75
固定资产	717,890.88	759,617.65	797,209.22	815,562.46
在建工程	73,455.75	76,412.78	96,289.47	96,418.04
无形资产	220,225.86	239,698.94	249,351.14	249,908.31
总资产	6,124,988.23	7,729,165.71	9,179,717.67	9,657,454.68
其他应付款	169,924.23	222,682.85	290,447.91	349,641.42
短期债务	1,394,468.39	1,756,526.92	2,337,758.63	2,016,564.97
长期债务	381,823.29	646,485.77	638,828.69	707,839.13
总债务	1,776,291.68	2,403,012.70	2,976,587.31	2,724,404.10
净债务	646,759.91	825,326.69	1,274,454.15	1,075,839.45
总负债	3,090,937.13	4,364,546.88	5,762,652.09	6,064,878.27
费用化利息支出	34,546.71	34,623.89	60,333.03	--
资本化利息支出	329.46	1,923.88	0.00	--
所有者权益合计	3,034,051.09	3,364,618.83	3,417,065.58	3,592,576.41
营业总收入	4,441,000.56	5,917,599.89	7,396,814.86	2,497,758.72
经营性业务利润	252,979.78	467,426.10	563,495.87	195,142.02
投资收益	38,031.48	65,332.18	80,628.14	20,839.81
净利润	205,565.12	364,537.67	374,568.34	174,552.28
EBIT	256,029.74	444,852.06	489,923.94	--
EBITDA	361,268.65	551,183.36	607,956.60	--
经营活动产生现金净流量	330,871.27	513,559.40	278,919.23	194,567.47
投资活动产生现金净流量	-291,663.46	-283,685.64	-101,893.12	11,401.43
筹资活动产生现金净流量	356,322.23	68,237.98	41,125.41	-194,210.31
资本支出	178,865.39	235,315.27	205,284.50	47,515.59
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	16.69	17.45	17.07	16.58
期间费用率(%)	10.84	9.89	9.97	8.99
EBITDA 利润率(%)	8.13	9.31	8.22	--
总资产收益率(%)	4.61	6.42	5.79	--
净资产收益率(%)	7.56	11.39	11.05	19.92*
流动比率(X)	1.69	1.64	1.38	1.40
速动比率(X)	1.31	1.35	1.12	1.16
存货周转率(X)	3.78	4.72	5.21	6.45*
应收账款周转率(X)	2.73	2.68	2.85	3.54*
资产负债率(%)	50.46	56.47	62.78	62.80
总资本化比率(%)	36.93	41.66	46.56	43.13
短期债务/总债务(%)	78.50	73.10	78.54	74.02
经营活动净现金流/总债务(X)	0.19	0.21	0.09	0.29*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.24	0.29	0.12	0.39*
经营活动净现金流/利息支出(X)	9.49	14.05	4.62	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	14.46	17.04	5.34	--
总债务/EBITDA(X)	4.92	4.36	4.90	--
EBITDA/短期债务(X)	0.26	0.31	0.26	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	10.36	15.08	10.08	--
EBIT 利息保障倍数(X)	7.34	12.17	8.12	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款；3、将研发费用计入管理费用；4、将公司计入其他非流动负债中的有息债务调整至长期债务核算；5、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）
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。