



2025 年度山东海运股份有限公司 信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20254188M-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 2025 年 10 月 31 日至 2026 年 10 月 31 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

2025 年 10 月 31 日

受评主体及评级结果

山东海运股份有限公司

AAA/稳定

评级观点

中诚信国际肯定了山东海运股份有限公司（以下简称“山东海运”或“公司”或“发行人”）船队市场竞争力强、经营策略稳健、资本实力明显增强和并入 NOF 资产包带来的业务多样性提升等方面的优势。同时中诚信国际也关注到财务杠杆较高、航运市场波动、与部分核心客户的承运合同即将到期以及业务多元化对公司经营管理能力提出挑战等因素对其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，山东海运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：公司经营模式调整、客户资源流失等导致其抵御航运行业波动的能力明显下降；投资规模大幅增加导致财务杠杆水平持续升高；盈利及获现能力大幅弱化；流动性压力骤升等。

正面

- 公司具备专业的船舶运营管理能力，且运力规模居国内前列，市场竞争力强
- 先锁定货源后配置运力的经营模式、稳定的大客户资源及部分收益锁定使得公司能够一定程度上抵御行业周期性波动带来的经营风险
- 第二大股东上海外高桥造船有限公司（以下简称“上海外高桥造船”）为大型船舶制造企业，与航运业务关联度高，有助于发挥战略协同效应
- NOF资产包并入后首次贡献完整年度收入推动2024年营业收入增长，同时收入结构更为多元化

关注

- 财务杠杆处于较高水平
- 航运市场波动、与核心客户的合同到期变更可能会对公司盈利水平产生一定影响
- 业务板块多元对公司经营管理能力提出一定挑战

项目负责人：钟 婷 tzhong@ccxi.com.cn

项目组成员：吴亚婷 ytwu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

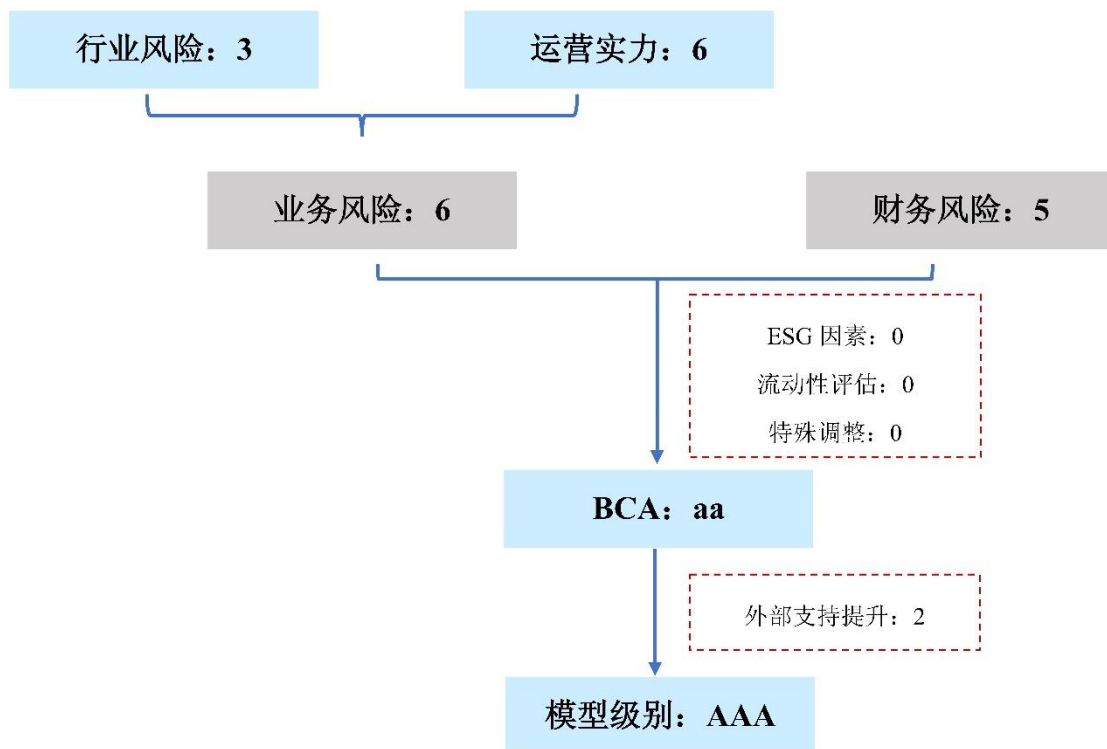
主体财务概况

山东海运（合并口径）	2022	2023	2024	2025.6/2025.1~6
资产总计（亿元）	308.60	394.91	395.78	413.68
所有者权益合计（亿元）	72.93	113.55	125.21	129.58
负债合计（亿元）	235.67	281.36	270.57	284.10
总债务（亿元）	228.76	243.62	243.59	258.17
营业总收入（亿元）	64.62	66.55	77.89	38.27
净利润（亿元）	7.53	9.60	7.22	4.95
EBIT（亿元）	18.49	24.44	24.67	--
EBITDA（亿元）	29.62	51.18	39.87	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	17.24	23.42	32.33	11.21
营业毛利率（%）	28.92	36.33	32.50	32.36
总资产收益率（%）	7.47	6.95	6.24	--
EBIT 利润率（%）	28.62	36.73	31.67	12.28
资产负债率（%）	76.37	71.25	68.36	68.68
总资本化比率（%）	77.09	68.21	66.96	67.45
总债务/EBITDA（X）	7.72	4.76	6.11	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.73	3.55	2.45	--
FFO/总债务（X）	0.11	0.17	0.10	--

注：1、中诚信国际根据山东海运提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年度审计报告、经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023~2024 年审计报告及未经审计的 2025 年半年度财务报表整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数/上年数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数。2、2023 年 11 月收购的资产中，慧海风电工程（海南）有限公司及太平洋气体船（香港）控股有限公司被认定为同一控制下企业合并，NOF 被认定为非同一控制下企业合并。3、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，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。4、中诚信国际在计算总债务及总资本化比率时，将其他权益工具中的永续债调入长期债务。

● 评级模型

山东海运股份有限公司评级模型打分(TY_2024_04_2025_1)



注:

调整项: 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

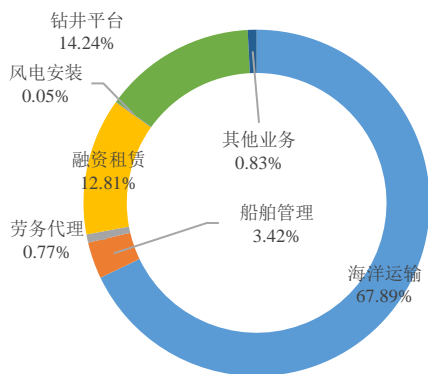
外部支持: 公司系山东海洋集团有限公司（以下简称“山东海洋集团”）海洋运输板块的重要载体，与山东海洋集团的海洋产业关联度高，在日常经营管理、业务开展、资源整合等方面能够得到股东的支持，且引入上海外高桥造船后，有助于发挥战略协同效应，外部支持提升 2 个子级。

方法论: 中诚信国际通用行业评级方法与模型 TY_2024_04

评级对象概况

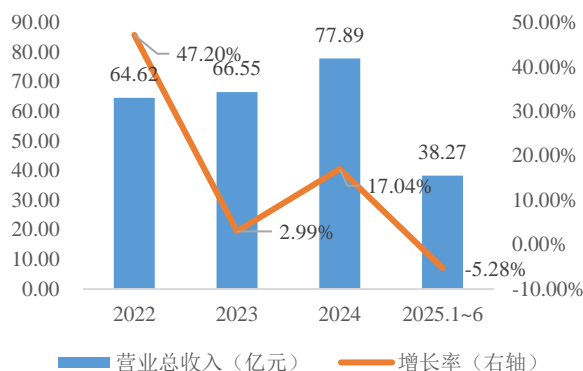
山东海运是由山东海洋集团、山东高速集团有限公司（以下简称“山东高速”）及山东省交通运输集团有限公司（以下简称“山东交运”）于 2010 年 9 月共同发起设立的股份有限公司，初始注册资本为 27.00 亿元。公司主要从事海洋运输业务，同时发挥航运经营优势，为业界输出多种船舶管理服务、打造航运金融板块，基本形成以海洋运输为核心，以航运金融、航运服务为重要依托的“一体两翼”产业布局。2024 年，公司实现营业收入 77.89 亿元。

图 1：2024 年收入构成情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

产权结构：经两轮增资，2022 年末公司注册资本增至 30.91 亿元，其中山东海洋集团持股 48.53%，为公司控股股东。2023 年 5 月，山东海运以非公开发行方式增发股份 29.83 亿股，其中山东海洋集团以 19.00 亿元认购其中 8.59 亿股（8.59 亿元计入注册资本，10.41 亿元计入资本公积），中船集团旗下的上海外高桥造船以 47.00 亿元认购 21.24 亿股（21.24 亿元计入注册资本，25.76 亿元计入资本公积）。增发完成后，山东海洋集团持有公司的股份由 48.53% 下降至 38.83%，上海外高桥造船持有公司 34.97% 的股份，系公司的第二大股东；公司董事会由 7 名董事调整为 9 名，其中山东海洋集团提名 5 名董事，上海外高桥造船提名 2 名董事，山东海洋集团仍为公司控股股东。上述增资款于 2023 年 8 月末全部到位；同年 11 月，公司将增资款合计 66.00 亿元作为支付对价收购山东汇海海洋工程国际有限公司（以下简称“汇海国际”）持有的 NOF 资产包，主要包括 Northern Offshore Ltd.（以下简称“NOF”）100% 股权、慧海风电工程（海南）有限公司（以下简称“慧海风电”）66% 股权及太平洋气体船（香港）控股有限公司（以下简称“气体船”）66.67% 股权¹，全部款项于 12 月支付完成。截至 2025 年 6 月末，公司注册（实收）资本为 60.74 亿元，控股股东、实际控制人分别为山东海洋集团、山东省国资委。

表 1：截至 2025 年 6 月末公司主要子公司（亿元、%）

全称	持股比例	2025 年 6 月末		2025 年 1~6 月	
		总资产	净资产	营业总收入	净利润
山东海运（新加坡）股份有限公司	100	10.39	2.49	5.65	2.70
山东海运（香港）控股有限公司	100	263.57	12.94	24.86	3.40
山东海运油轮运输有限公司	100	27.32	9.79	4.92	0.82
山东华宸融资租赁股份有限公司	80	44.97	18.36	1.26	0.38

¹ 慧海风电 51% 股权原由山东海洋集团全资子公司山东海洋能源有限公司持有；气体船 21.82% 股权原由 NOF 持有，气体船 44.85% 股权原由山东西海岸海洋产业投资基金合伙企业（有限合伙）及山东海洋能源开发有限公司持有；NOF 73.21% 股权原由山东海洋能源有限公司参股公司持有。经资产重组后，汇海国际持有 NOF 100% 股权、慧海风电 66% 股权及气体船 66.67% 股权。

华宸船舶管理（海南）有限责任公司	100	93.18	3.67	4.44	0.45
泰泽航运（海南）有限公司	100	11.12	10.02	0.18	0.00

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，2025 年三季度受政策效应边际递减、关税预期扰动以及“抢出口”放缓、“反内卷”治理短期阵痛等影响，中国经济基本面走弱，增长压力显现，四季度或延续供强需弱的局面，高基数下增速或进一步放缓，但伴随“两新”“两重”政策加力扩围，扩大内需、活跃资本市场、整治“内卷”等一系列政策发力显效，全年实现 5% 的经济增长目标仍有支撑。

详见《供强需弱的格局再强化，年内完成增速目标压力不大》，报告链接：

<https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/12184?type=1>

行业概况

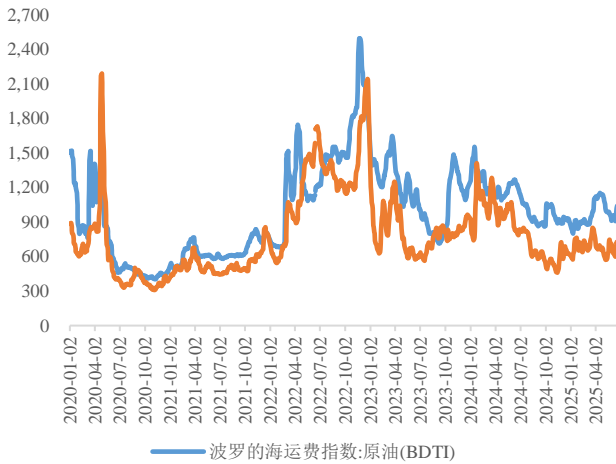
中诚信国际认为，航运业属于周期性行业，易受到地缘政治和突发事件等外来因素的冲击。2024 年以来，全球干散货海运市场总体回升，油轮运价呈现前高后低走势，整体仍处于缓慢上行周期的波动阶段。短期内，预期干散货运价或低位震荡，油轮市场具备 OPEC+ 扩产计划开启、低油价库存建设、地缘政治动荡的风险溢价等多个利好因素支撑，但仍面临供需结构变化带来的挑战。

航运行业景气度与经济发展高度相关，属于周期性行业，易受到地缘政治和突发事件等外来因素的冲击。2024 年伴随特朗普上台前给全球贸易前景带来诸多不确定性，整体航运市场趋于谨慎，但依然表现强劲。根据克拉克森研究数据，2024 年全球海运贸易量增长 2.6% 至 126.6 亿吨，但受贸易距离增长以及红海事件导致船舶绕航影响，吨海里贸易大幅增长 6.5%。

干散货运输方面，2024 年大西洋地区散货（铁矿石，铝矾土等）出口持续活跃，全球干散货海运贸易量继续回升，但增速略有放缓，BDI 均值同比增长 27.36% 至 1,755 点，其中四季度特朗普释放加税信息导致全球贸易前景偏向悲观，市场大幅下跌，2025 年 2 月下旬开始回升；其中，由于运距增长，海峡型（好望角型）船收益增长明显高于其他船型。根据国际货币基金组织(IMF) 对全国经济增长预期，预计短期内全球干散货海运量将低速增长，同时环保政策趋严迫使老旧船舶降速航行或退出市场，船舶运力保持相对低速增长，运价或低位震荡。同时，我国作为全球最大海运贸易市场，经济政策的落地效果将影响各主要船型需求。

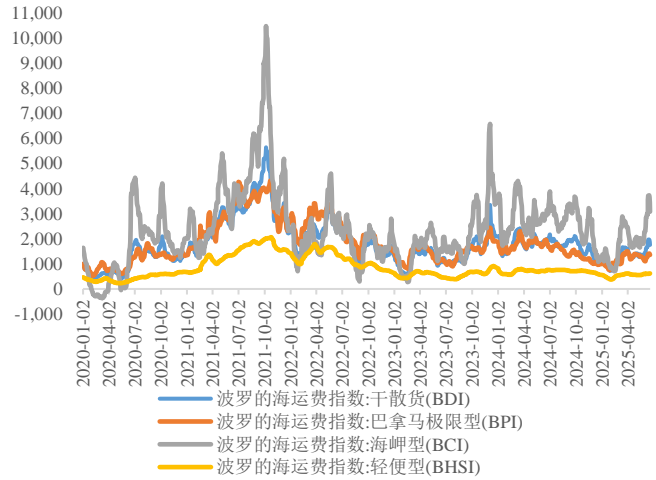
油运方面，2024 年整体延续了较为景气的行情，但由于全球炼厂开工率有所下降，全球原油需求增速放缓，油轮全年收益从高位回落，但仍处于较高水平，其中，中小型油轮收益高于 VLCC。上半年成品油运输在高产能利用率叠加红海影响下，运价中枢上行，下半年随着部分原油运力转投成品油运输领域，成品油轮运价迅速回落并持续下行。短期内，尽管 OPEC+ 扩产计划开启、低油价库存建设、地缘政治动荡的风险溢价等因素利好油轮市场，但油轮运价整体处于缓慢上行周期的波动阶段，挑战依然存在。来自大西洋地区长途航线、非 OPEC+ 国家长航线出口增量、OPEC+ 逐渐从延缓增产到实际扩产阶段等都将影响油轮运价。若中国原油进口需求不及预期，2025 年原油轮市场运价也将面临压力。综上，预期 2025 年油轮运价仍将震荡运行。

图 3：波罗的海油运费指数走势



资料来源：同花顺 iFinD，中诚信国际整理

图 4：波罗的海干散货运费指数走势



资料来源：同花顺 iFinD，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，山东海运船队运力规模居国内前列，2023 年收购 NOF 资产包后，航运业务囊括干散、油化气运输，钻井平台租赁等，多样性将得到显著提升，并能有效分散不同细分市场的周期性波动风险，同时经营策略稳健、具有大客户资源优势和专业的船舶运营管理能力，整体市场竞争力强，但是业务板块多元对经营管理能力提出一定挑战。

公司运力规模居国内前列，船型多样化且平均船龄低，船队整体市场竞争力较强；同时，合理的运力配置策略、稳定的大客户资源和收益部分锁定能一定程度降低航运行业周期波动带来的经营风险，但后续需关注核心承运合同到期变更对其经营的影响。

山东海运主要从事矿产、粮食、能源等大宗物资的海洋运输业务，拥有超大型、好望角型、巴拿马型、MR 等多种主流船型，航线遍及全球各地，服务覆盖世界各大主要港口。

船队运力方面，公司运营船舶主要通过新建及租入方式²获取。近年来为了向轻资产运营转型，公司主要采取租入方式快速拓展航运运力，从拥有运力向控制运力模式转变，以此实现低成本、低风险高效发展。截至 2025 年 3 月末，公司运营的自有及租入船舶合计 107 艘（含在建），运力共计 1,463.97 万载重吨，船队运力规模稳居国内第三位。从船舶类型来看，公司船队运力主要集中在干散货运输船舶。从船龄来看，由于公司新增运力主要为新建船舶，并为优化运力处置一批低效船舶，故船队平均船龄较低。在绿色转型加速的背景下，低龄、低油耗的船型可降低公司经营成本以增强市场竞争力，并在此基础上确保与货主的长期稳定业务合作。

表 2：截至 2025 年 3 月末公司船队运力情况（艘、万载重吨、年）

船舶状态	船型	自有船舶			租入船舶			合计	
		数量	运力	平均船龄	数量	运力	平均船龄	数量	运力
干散货船队									
运营船舶	超大型矿砂船	4	104.85	10.08	4	160.92	13.00	8	265.77
	纽卡斯尔	-	-	-	14	294.13	3.23	14	294.13
	好望角型	13	234.65	5.77	-	-	-	13	234.65

² 包括光租船、1 年期以上的期租船和新模式下的运营船舶。新模式为：在山东海运主导下，由货主和金融机构直接签订船运合同，山东海运负责该业务和船舶的运营管理并获利，实现轻资产经营。截至 2025 年 3 月末，有 18 艘 276.84 万载重吨船（含在建）为此经营模式。

在建船舶	卡姆萨型	11	90	7.55	19	157.50	2.26	30	247.50
	卡姆萨型	-	-	-	4	32.8	-	4	32.8
	超大型矿砂船	1	32.5	-	5	162.5	-	6	195
	小计	29	462	-	46	807.85	-	75	1,269.85
液散货船队									
运营船舶	MR	9	44.35	4.87	18	89.29	1.15	27	133.64
在建船舶	VLCC	-	-	-	2	60	-	2	60
小计		9	44.35	-	20	149.29	-	29	193.64
小清河项目（内贸运输）									
在建船舶	小清河多用途	1	0.24	2.00	-	-	-	1	0.24
	小清河集装箱	1	0.25	2.00	-	-	-	1	0.25
	顶推船	1	2,200 马力	1.58	-	-	-	1	2,200 马 力
小计		3	0.49	-	-	-	-	3	0.49

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

经营模式方面，公司主要采取大客户经营策略，通常先与客户签订中长期合同锁定货源，再根据合同需求自建或租入运力。目前公司核心大客户包括淡水河谷、必和必拓、莱茵、壳牌等，合作方式主要为签订 COA 合同³和长期期租合同。同时中诚信国际关注到，公司与核心大客户签订的部分承运合同将于 2025 年、2026 年到期，后续计划重新签订合同，需关注合同变更对其经营的影响。运价方面，分为固定收益、保底封顶收益和市场价格三种定价方式，其中执行市场价格的运价主要参考 C5 航线运价均值、C5TC、P5TC 等航运指数。公司在固定收益、保底封顶收益和市场价格上的运力配比近年来波动不大，约分别为 40%、40%和 20%。由于航运市场运价波动大，公司通过上述锁定货源、锁定部分收益的方式能在一定程度上抵御航运行业周期波动对经营业绩产生的影响。

表 3：截至 2025 年 3 月末公司与核心大客户合作模式

客户名称	合同签订方式	最新合同起始日	期限/航次	配置运力	定价方式	结算方式
淡水河谷	COA 合同	2017 年 8 月和 12 月	20+5 年	光租租入的 4 艘 40 万载重吨超大型矿砂船	固定收益	按航次结算
淡水河谷	COA 合同	2020 年 5 月	5 年	光租租入的 3 艘 20.8 万载重吨矿砂船	固定收益	按航次结算
必和必拓	COA 合同	2014 年 11 月 2015 年 1 月、4 月和 5 月	99+20 航次	自有的 4 艘 26.20 万载重吨船舶	市场价格	按航次结算
莱茵	长期期租	2016 年 1 月、2 月和 6 月	60~66 个月 +20~26 个月+展期至 20251231	自有的 3 艘好望角型船	市场价格	15 日结算
莱茵	长期期租	2020 年 5 月-2021 年 6 月	5 年	光租租入的 10 艘好望角型船	保底封顶收益	15 日结算
莱茵	长期期租	2021 年 9 月-2022 年 8 月	5+3+2 年	光租租入的 10 艘纽卡斯尔型船	保底封顶收益	15 日结算
壳牌	长期期租	2021 年 4 月、7 月、8 月、11 月	5+2+1 年	自有的 10 艘 5 万吨 MR 船	固定收益	按月结算

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：近年来公司执行市场运价所参考的航运指数

	2022	2023	2024	2025.1-3
干散货运输				
C5 航线运价均值	9.81 美元/吨	8.69 美元/吨	10.14 美元/吨	7.61 美元/吨
C5TC	16,177 美元/天	16,398 美元/天	22,593 美元/天	12,998 美元/天
P5TC	20,736 美元/天	12,854 美元/天	14,099 美元/天	9,591 美元/天
液散货运输				

³ COA 合同即包租租船合同，船东只需要按照合同上的承诺在一段时间内完成指定货运的运输工作，有利于船方以更加经济的方式调配船舶，也有利于开展较为长期的合作，在市场价格波动比较大的情况下减少经营的不确定性。

BCTI	1,231 点	801 点	818 点	706 点
------	---------	-------	-------	-------

注：C5 航线系指波罗的海航运交易所发布的西澳到青岛铁矿石运输航线；CSTC 系指波罗的海航运交易所发布的海岬型船舶 5 条航线期租水平加权平均值；P5TC 系指波罗的海航运交易所发布的巴拿马型船舶 5 条航线期租水平加权平均值；BCTI 系指波罗的海航运交易所发布的成品油轮指数。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司干散运输货种以铁矿石和煤炭为主，液散运输货种集中在油化品，近年来得益于大客户资源和运力扩张，运量均保持增长趋势。

公司海洋运输业务分干散货物运输和液散货物运输，其中干散货物运输为公司的传统及核心业务，由子公司山东海运散货物运输有限公司和新诚航运有限公司运营，液散货物运输由子公司山东海运油轮运输有限公司运营。未来公司将继续巩固和强化干散货板块的市场地位，同时稳步扩大液散货运力规模以进一步分散经营风险。

近年来得益于优质的大客户资源和运力扩张，公司干散货、液散货运量（不含 NOF 资产包）均保持增长趋势，2024 年同比增幅分别为 7.33%和 32.92%。其中，干散运输货种以铁矿石和煤炭为主，两者运量合计占比达 80%以上，而液散运输货种则集中在油化品，运输货种较为集中。

表 5：公司运输货种结构及运量情况（不含 NOF 资产包）（万吨、%）

运输货种	2022		2023		2024		2025.1~3	
	运量	占比	运量	占比	运量	占比	运量	占比
干散货物运输								
铁矿石	3,683.23	75.53%	3,898.40	73.65	4,359.99	76.75	817.42	69.88
煤炭	535.71	10.98%	476.86	9.01	610.19	10.74	139.31	11.91
粮食	265.56	5.45%	310.97	5.88	245.01	4.31	52.79	4.51
其他	392.26	8.04%	606.85	11.46	465.70	8.20	160.28	13.70
合计	4,876.76	100.00%	5,293.09	100.00	5,680.89	100.00	1,169.80	100.00
液散货物运输								
油化品	325.52	100.00%	472.98	100.00	628.67	100.00	167.06	100.00
合计	325.52	100.00%	472.98	100.00	628.67	100.00	167.06	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司主要大客户包括淡水河谷、必和必拓、莱茵和壳牌等，其中淡水河谷、必和必拓为全球著名的铁矿石生产和出口商，矿石运输需求量大，为公司最重要的两大铁矿石运输客户。2023 年收购 NOF 资产包后，公司大客户新增卡塔尔天然气运营公司、东华能源等。2024 年及 2025 年 1~3 月，公司海洋运输业务前五大客户的销售金额合计占比分别为 54.93%和 34.48%。

表 6：2024 年及 2025 年 1~3 月公司前五大客户情况（亿元、%）

2024			2025.1~3		
客户名称	销售金额	占比	客户名称	销售金额	占比
Vale International S.A（淡水河谷）	8.74	16.53	Vale International S.A（淡水河谷）	2.00	10.94
RWE Supply&Trading GmbH（莱茵）	7.61	14.39	RWE Supply&Trading GmbH（莱茵）	1.58	8.65
BHP Billiton Freight Singapore Pte. Ltd（必和必拓）	5.75	10.88	BHP Billiton Freight Singapore Pte. Ltd（必和必拓）	1.00	5.47
ORIENTAL ENERGY (SINGAPORE) INTERNATIONAL TRADING PTE. LTD.（东华能源）	3.60	6.80	ORIENTAL ENERGY (SINGAPORE) INTERNATIONAL TRADING PTE. LTD.（东华能源）	0.89	4.87
Shell Tankers Singapore Private Ltd.（壳牌）	3.35	6.34	Shell Tankers Singapore Private Ltd.（壳牌）	0.83	4.54
合计	29.05	54.93	合计	6.31	34.48

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2023 年收购 NOF 资产包后，公司新增钻井平台业务，同时液散货物运输货种得到拓宽，其中气体

船运力在市场上具有较强的竞争力，有助于提升核心业务多元化程度，从而进一步分散经营风险；但同时，新增业务板块对公司经营管理能力提出一定挑战。

2023 年 11 月收购 NOF 资产包后，公司新增海洋油田服务业务、海上风电机组安装服务和气体运输业务。

海洋油田服务业务主要为各国石油公司提供钻井平台租赁服务，前期受债务负担重及行业低迷影响，经营持续亏损。此次资产重组后，NOF 债务规模大幅下降，财务费用减少。截至 2025 年 3 月末，NOF 共有 4 个钻井平台正在作业，包括 2 座 CJ46 和 2 座 CJ50。其中，有 3 个钻井平台将分别于 2023 年 12 月、2024 年 10 月和 2025 年 1 月开始执行新的租船合同，约定日租金较原合同大幅上涨，海洋油田服务业务经营情况得到好转。

慧海风电主要提供海上风电机组安装服务，系由 2021 年 8 月自欧洲进口的海上风电安装船“慧海壹号”，以期租形式为中交三航局、中交海风、中天科技等公司提供海洋风电施工服务，按月收取租金。该安装船租约到期后于 2024 年末处置，短期内不再开展海上风电机组安装服务。

气体船主要从事乙烷、丙烷、丁烷等液散货的海洋运输业务，该领域技术难度大、进入门槛高，在国际市场具有较强竞争力。近年来气体船加快布局液化乙烷运输市场，目前超大型液化乙烷船（VLEC）运力规模位居全球第一，此外，超大型 LPG 船运力居全球前列。截至 2025 年 3 月末，气体船运力包括光租租入的 8 艘超大型液化石油气船（VLGC）及 3 艘 VLEC，另有 15 艘在建 VLEC，均签订了长期固定租约或“保底+超额分成”租约。2024 年整体运量较为稳定，实现运输收入 11.37 亿元，同比下降 3.77%。

表 7：近年来气体船运输货种及运量情况

运输货种	2022	2023	2024	2025.1-3
LPG（万吨）	226.14	230.75	221.52	46.2
乙烷（万吨）	25.20	42.00	50.40	12.60
乙烯（万吨）	28.35	--	--	--

注：[1]LPG 主要由丙烷和丁烷组成。[2]5 艘乙烯运输船（LEG）已处置。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2024 年华宸租赁旗下承载船舶经营租赁业务的子公司股权划转至山东海运后，经营范围以融资租赁为主且余额有所下降，资产质量保持良好。

山东华宸融资租赁股份有限公司（简称“华宸租赁”）系由山东海运于 2019 年收购 80% 股权后并入，经营范围以融资租赁业务和经营租赁为主，兼顾商业保理业务。2024 年 11 月，因承载船舶经营租赁业务的华宸租赁子公司华宸船舶管理（海南）有限责任公司（以下简称“华宸船管公司”）100% 股权转让至山东海运，华宸租赁不再承担经营租赁业务运营，且融资租赁余额有所下降。

表 8：近年来华宸租赁主要业务分布情况（亿元、%）

	2022		2023		2024		2025.3	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
融资租赁	24.03	28.34	32.26	33.05	26.23	63.63	24.92	62.22
经营租赁	58.42	68.89	62.03	63.54	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	0.00	0.00	0.00	10.56	25.62	10.63	26.55
保理	2.35	2.77	3.33	3.41	4.43	10.75	4.50	11.23
合计	84.80	100.00	97.62	100.00	41.22	100.00	40.05	100.00

注：[1]借款系华宸租赁对华宸船舶管理(海南)有限责任公司的借款。[2]由于四舍五入，分项加总与合计数可能存在尾差。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

华宸租赁融资租赁业务以售后回租为主，展业的优先级依次为山东海洋集团内部项目、山东省内央企项目以及山东省外央企项目，此外搭配开展少量上市公司及民企项目，项目期限一般为 3 年。截至 2025 年 3 月末，融资租赁业务中山东海洋集团内业务占比 15.29%。保理业务主要围绕存量租赁客户需求及产业链开展，期限不超过 1 年。

行业分布方面，华宸租赁基于自身航运金融板块定位，发展相关产业融资租赁业务，但由于秉持一事一议的原则加上子公司华宸船管公司划出，行业分布情况变化较大，但整体行业集中度较高。截至 2025 年 3 月末，应收融资租赁款净额前三大行业分别为批发零售业务、建筑业，旅游业，三者合计占比 54.83%。近年来华宸租赁资产质量状况良好。

财务风险

中诚信国际认为，2024 年以来得益于液散货运输量快速增长，公司海洋运输业务毛利率保持稳定，但财务费用对利润造成侵蚀；同时，公司财务杠杆较高、部分偿债指标表现减弱，但考虑到其经营获现能力良好，且债务期限以长期为主，短期偿债压力小。

盈利能力

NOF 资产包并入后首次贡献完整年度收入推动 2024 年营收增长，同时得益于液散货增长较快，海洋运输业务毛利率保持稳定，但财务费用对利润造成侵蚀，2024 年盈利水平有所下滑，后续仍需关注行业周期性波动对公司盈利水平可能产生的影响。

2024 年，海洋运输收入同比增长 4.61%，同时由于 2023 年 11 月合并范围增加以及钻井平台新合同租金上涨，钻井平台收入同比大幅增长；风电安装收入因安装船租约到期未续而大幅下滑，船舶管理收入因船管服务合同额减少而下滑。受上述因素影响，公司营业总收入同比增长 17.04%。其中，得益于收益水平相对较高的液散货运输量增长较快以及成本端部分变动租金下降，海洋运输毛利率保持稳定，但由于收入大幅增长的钻井平台业务毛利率低于海洋运输、融资租赁业务，公司综合毛利率有所下滑，毛利润同比增长 4.7%。同时，新收购的 NOF 资产包因前期整合期间形成的应付股权转让款需支付关联方利息费用，加之存款利率下调使得利息收入减少，公司财务费用增长较快，对利润造成侵蚀，经营性业务利润同比减少 21.80%，盈利能力有所下滑。2025 年 1~6 月，受华宸租赁 2024 年合并范围变化带来收入分类变化影响，融资租赁收入及毛利率而有所下降，同时受益于气体船市场较为景气，公司海洋运输收入及毛利率同比小幅增长；财务费用受益于利率下行同比有所减少，经营性业务利润同比基本持平。后续仍需关注航运行业周期性波动对公司盈利水平可能产生的影响。

表 9：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2022		2023		2024		2025.6/2025.1~6	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
海洋运输	54.74	29.79	50.55	32.18	52.88	32.52	28.97	34.34
船舶管理	3.12	6.44	3.97	8.01	2.66	8.74	1.44	13.03
劳务代理	1.28	8.01	0.63	16.80	0.60	18.45	0.35	17.98
融资租赁	3.46	22.92	9.00	64.25	9.98	60.78	1.26	50.83

风电安装	1.84	68.20	1.53	68.84	0.04	-8.49	--	--
钻井平台	--	--	0.84	74.32	11.09	21.48	5.65	27.13
内河港航	--	--	--	--	0.64	-8.49	0.51	-2.26
其他业务	0.17	11.76	0.02	100.00	0.01	100.00	0.07	30.87
合计	64.62	28.92	66.55	36.33	77.89	32.50	38.27	32.36

注：因 2024 年 11 月华宸租赁旗下的华宸船管公司 100%股权转让至山东海运，2025 年 1-6 月，原属于华宸船管公司的收入重分类至海洋运输业务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2022	2023	2024	2025.1-6
管理费用	2.61	3.07	3.38	1.38
财务费用	8.39	10.88	14.00	6.44
期间费用率	17.44	21.19	22.47	20.63
经营性业务利润	7.41	10.15	7.94	4.48
资产处置收益	0.28	0.27	1.00	0.59
EBIT 利润率	28.62	36.73	31.67	--
总资产收益率	7.47	6.95	6.24	--

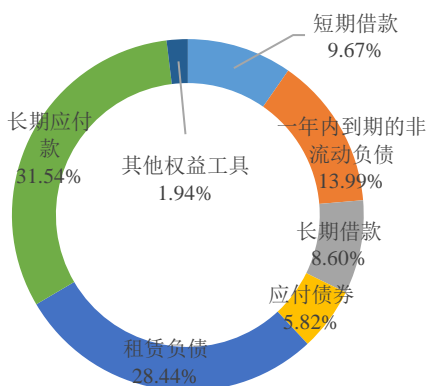
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

公司主要通过光船租赁及融资租赁方式补充运力，债务期限以长期为主，但运力扩张使得公司财务杠杆处于较高水平。

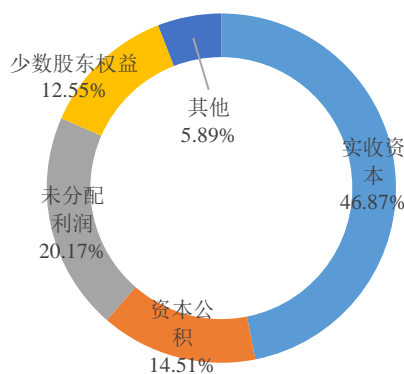
2024 年以来公司资产规模及结构较为稳定。基于其行业属性，资产主要由固定资产、长期应收款、使用权资产和货币资金构成，其中使用权资产因在建租入船舶交付而增加，货币资金主要为银行存款，受限比例小，流动性好。由于主要通过光船租赁及融资租赁方式补充运力，公司负债端体现为租赁负债及长期应付款，债务期限结构以长期为主；此外，其他应付款规模较大，主要系 2023 年 NOF 资产包整合期间形成的应付关联方股权收购款。2024 年末公司总债务规模较上年末基本持平，所有者权益得益于利润累计有所增长，从而使得总资本化比率小幅下降。2025 年以来，在建船舶相继交付使得资产、债务同步上升，总资本化比率小幅回升，财务杠杆仍处于较高水平。

图 5：截至 2025 年 6 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 6：截至 2025 年 6 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

表 11：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2022	2023	2024	2025.6
货币资金	17.46	30.85	23.91	21.37
固定资产	148.97	224.47	221.06	216.35

长期应收款	67.98	56.05	53.95	56.86
使用权资产	31.90	29.12	37.85	42.69
总债务	228.76	243.62	243.59	254.86
短期债务/总债务	14.51	26.68	31.63	29.12
其他应付款	5.24	29.58	21.71	22.26
所有者权益合计	72.93	113.55	125.21	127.16
总资本化比率	77.09	68.21	66.96	67.60

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

公司经营获现能力良好，可完全覆盖利息支出；现金对短期债务的保障程度偏低，但考虑到充足的备用流动性，短期偿债压力小。

2024 年公司经营获现能力保持良好，由于没有 2023 年的重大资产重组影响，投资活动现金净流出大幅减少，但由于当期偿还的债务规模较大，筹资活动现金转为大幅净流出。偿债指标方面，盈利能力下滑及利息费用增加导致 EBITDA 对债务本息的覆盖能力下降，同时非受限货币资金对短期债务的覆盖程度偏低，但考虑到公司备用流动性较为充足，短期偿债压力尚可。截至 2025 年 6 月末，公司在金融机构人民币授信总额为 148.87 亿元，其中尚未使用的授信额度为 84.46 亿元；美元授信总额为 29.50 亿美元，其中尚未使用的授信额度为 11.16 亿美元。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2022	2023	2024	2025.1~6
经营活动产生的现金流量净额	17.24	23.42	32.33	11.21
投资活动产生的现金流量净额	-7.66	-77.01	-0.13	-0.79
筹资活动产生的现金流量净额	-5.08	66.04	-40.27	-12.85
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	1.59	1.63	1.98	--
EBITDA 利息保障倍数	2.73	3.55	2.45	--
FFO/总债务	0.11	0.17	0.10	--
总债务/EBITDA	7.72	4.76	6.11	--
非受限货币资金/短期债务	0.47	0.44	0.27	0.29

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

因融资租赁等借款而受限的船舶资产规模较大，受限资产占总资产的比例较高。

截至 2025 年 6 月末，公司受限资产合计 210.76 亿元，占总资产的 51%，受限比例较高；受限资产包括 3.64 亿元货币资金、207.13 亿元固定资产，其中货币资金因作为银承及信用证保证金而受限，固定资产主要系因融资租赁等借款而受限的船舶资产。同期末，公司对合并范围外无担保事项；无重大可能产生或有负债的未决诉讼。

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，2022~2025 年 7 月，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。

假设与预测⁴

假设

——2025 年，公司运力规模增长，全球干散货市场运价低位震荡，油轮市场运价有所回落但仍处于较好水平，利润水平有所下滑。

——2025 年，公司资本支出规模同比减少。

预测

表 13: 预测情况表（%、X）

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
总资本化比率	68.21	66.96	66.00~66.80
总债务/EBITDA	4.76	6.11	6.30~7.30

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，公司非受限货币资金储备一般，但其经营获现能力良好，且可用授信较充足，未来一年流动性来源可以覆盖流动需求。

截至 2025 年 6 月末，公司非受限货币资金为 17.73 亿元，相较于短期债务，资金储备一般，但其经营获现能力良好，未使用授信额度较充足。同时，公司年度资本支出规模不大，资金流出主要用于债务还本付息及利润分配。预期未来一年流动性来源可以覆盖流动需求，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

ESG 分析

中诚信国际认为，公司注重安全生产与环保投入，治理结构较优，内控制度完善，目前 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，公司积极响应国家战略，持续优化运力结构，有序处置船龄偏大、能耗较高的船舶，新增绿色船舶，提高船队能效水平。此外，积极推进节能技术改造，以减少船舶运营过程中的碳排放。其中，为内河小清河复航工程定制的两艘纯电力推进船舶，真正实现零碳排放。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系十分健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，公司建立了以股东会、董事会、监事会及高级管理层为主体结构的决策与经营管理体系，内部管理制度完善，2023 年 5 月 15 日入选国务院国资委“双百企业”名单，进一步着力打造科学完善的治理结构。公司对子公司采用强财务管控模式，并逐步实现对新收购公司的实际管控。此外，公司财务管理方式较为先进，主要执行过程管理、行为管理的模式，可在运营过

⁴ 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。

程中以财务数据为基础提出并制定有效的解决方案，提升运营效率。

外部支持

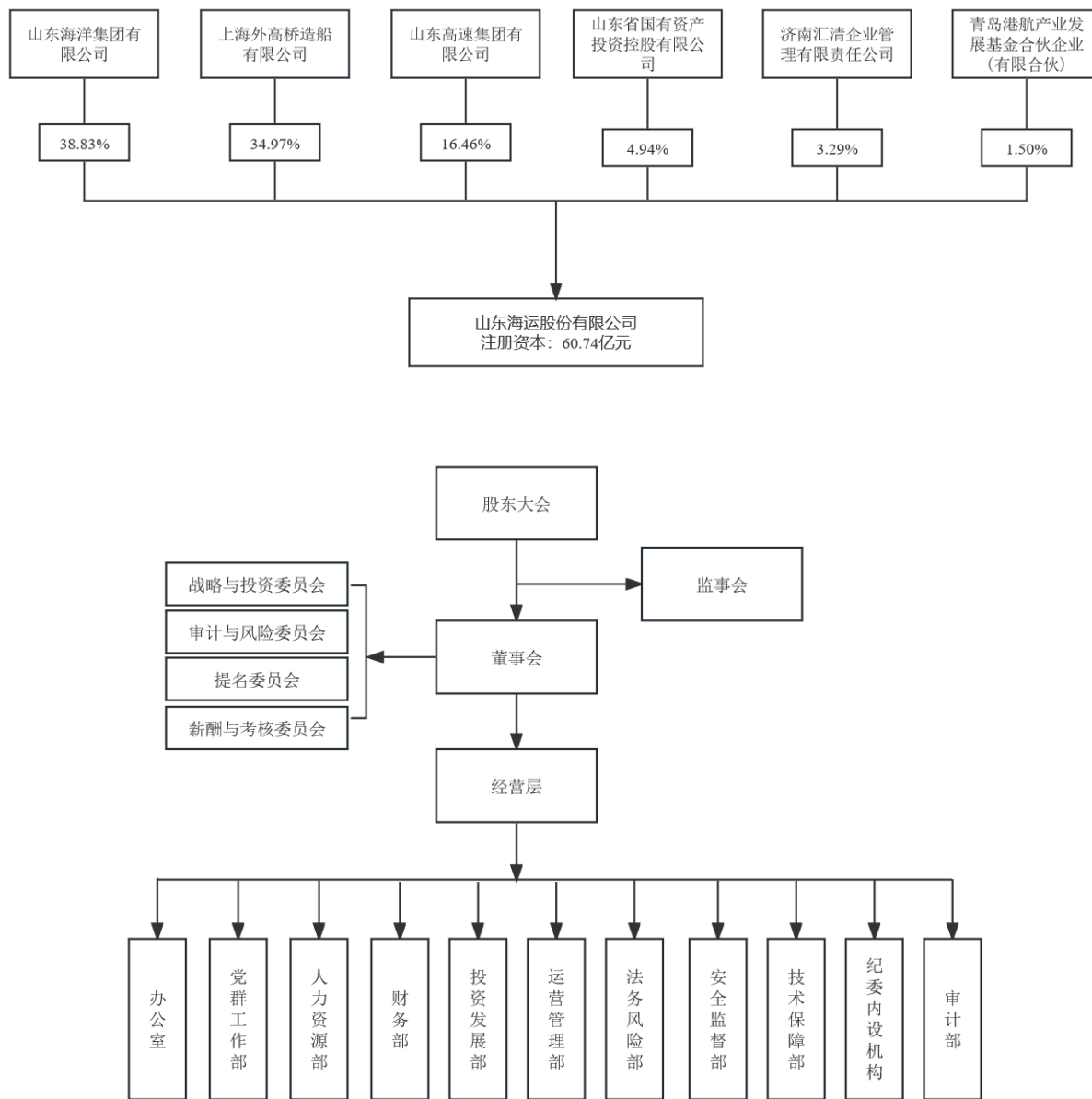
公司作为山东海洋集团海洋运输板块的主要运营主体，地位重要，在日常经营管理、业务开展、资源整合等方面能够获得股东的支持；引入上海外高桥造船后，有助于发挥战略协同效应。

公司的控股股东山东海洋集团是经山东省政府批准设立、以海洋产业为核心主业的省属大型国有企业，公司作为其海洋运输板块的主要运营主体，在山东海洋集团中的资产和利润占比很高，地位重要，在日常经营管理、业务开展、资源整合等方面能够获得一定的支持。此外，公司第二大股东上海外高桥造船为大型船舶制造企业，与航运业务关联度高，有助于发挥战略协同效应。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定山东海运股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

附一：山东海运股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2025 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附二：山东海运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）	2022	2023	2024	2025.6/2025.1-6
货币资金	17.46	30.85	23.91	21.37
应收账款	2.69	4.68	3.07	2.56
其他应收款	3.40	8.85	5.35	8.01
存货	1.77	1.54	1.56	1.28
长期投资	4.03	4.32	4.59	4.54
固定资产	148.97	224.47	221.06	216.35
在建工程	1.74	0.27	2.36	3.36
无形资产	0.00	0.11	0.11	0.11
资产总计	308.60	394.91	395.78	413.68
其他应付款	5.24	29.58	21.71	23.07
短期债务	33.20	65.00	77.04	61.08
长期债务	195.57	178.63	166.55	197.08
总债务	228.76	243.62	243.59	258.17
净债务	213.00	215.12	222.67	240.43
负债合计	235.67	281.36	270.57	284.10
所有者权益合计	72.93	113.55	125.21	129.58
利息支出	10.85	14.41	16.31	--
营业总收入	64.62	66.55	77.89	38.27
经营性业务利润	7.41	10.15	7.94	4.48
投资收益	1.39	0.34	0.56	0.29
净利润	7.53	9.60	7.22	4.95
EBIT	18.49	24.44	24.67	--
EBITDA	29.62	51.18	39.87	--
经营活动产生的现金流量净额	17.24	23.42	32.33	11.21
投资活动产生的现金流量净额	-7.66	-77.01	-0.13	-0.79
筹资活动产生的现金流量净额	-5.08	66.04	-40.27	-12.85
财务指标	2022	2023	2024	2025.6/2025.1-6
营业毛利率（%）	28.92	36.33	32.50	32.36
期间费用率（%）	17.44	21.19	22.47	20.63
EBIT 利润率（%）	28.62	36.73	31.67	--
总资产收益率（%）	7.47	6.95	6.24	--
流动比率（X）	0.83	0.58	0.48	0.57
速动比率（X）	0.80	0.56	0.46	0.56
存货周转率（X）	30.32	25.63	33.91	36.48*
应收账款周转率（X）	33.52	18.06	20.11	27.19*
资产负债率（%）	76.37	71.25	68.36	68.68
总资本化比率（%）	77.09	68.21	66.96	67.45
短期债务/总债务（%）	14.51	26.68	31.63	23.66
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	0.05	0.06	0.07	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.38	0.21	0.22	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	1.59	1.63	1.98	--
总债务/EBITDA（X）	7.72	4.76	6.11	--
EBITDA/短期债务（X）	0.89	0.79	0.52	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.73	3.55	2.45	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.70	1.70	1.51	--
FFO/总债务（X）	0.11	0.17	0.10	--

注：1、2025 年半年报未经审计；2、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	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
	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
经营效率	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
	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)
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
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	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中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	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)
偿债能力	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[2023]65 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