



2025 年度 杭州热联集团股份有限公司 信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司

编号：CCXI-20252602M-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 7 月 22 日至 2026 年 7 月 22 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 7 月 22 日

评级对象

杭州热联集团股份有限公司

主体评级结果

AA⁺/稳定

评级观点

中诚信国际肯定了杭州热联集团股份有限公司（以下简称“杭州热联”或“公司”）股东支持力度较大、大宗商品产业链业务保持一定的优势地位、资源渠道较为丰富及期现结合程度较高、风险管控措施相对完善、2024 年基差收益推升盈利水平等方面的优势。同时，中诚信国际也关注到贸易行业周期性波动使得公司业务发展承压、基差贸易令盈利水平波动较大、债务规模增速较快及财务杠杆处于较高水平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，杭州热联集团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：资本实力显著增强；收入大幅扩张；盈利能力大幅上升且具有可持续性；外部支持力度进一步加大等。

可能触发评级下调因素：盈利能力大幅下滑；金融衍生品风险明显加剧；债务水平大幅攀升；流动性压力加大；外部支持力度减弱等。

正 面

- 股东支持力度较大，能够为公司提供业务及资金等支持
- 大宗商品产业链业务保持一定的优势地位，资源渠道较为丰富
- 贸易业务期现结合程度较高，风险管控措施相对完善，2024年基差收益推升公司盈利水平

关 注

- 贸易行业周期性波动使得公司业务发展承压，基差贸易令盈利水平波动较大
- 债务规模增速较快，财务杠杆处于较高水平，债务控制情况需关注

项目负责人：程方誉 fycheng@ccxi.com.cn

项目组成员：孔令媛 lykong@ccxi.com.cn

陈光远 gychen@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

杭州热联（合并口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	411.27	478.30	538.61	675.05
所有者权益合计（亿元）	76.49	92.19	100.36	101.42
负债合计（亿元）	334.78	386.11	438.25	573.62
总债务（亿元）	188.15	260.39	283.91	368.19
营业总收入（亿元）	1,701.47	2,555.54	2,761.72	437.18
净利润（亿元）	22.68	10.32	14.31	1.77
EBIT（亿元）	33.35	21.83	26.11	--
EBITDA（亿元）	36.00	24.62	28.44	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-12.20	10.62	-17.52	-70.14
营业毛利率(%)	1.38	1.07	0.92	0.09
总资产收益率(%)	8.28	4.91	5.14	--
EBIT 利润率(%)	1.96	0.85	0.95	--
资产负债率(%)	81.40	80.73	81.37	84.98
总资本化比率(%)	71.10	73.85	73.88	78.40
总债务/EBITDA(X)	5.23	10.58	9.98	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.95	2.68	3.08	--
FFO/总债务(X)	0.23	-0.06	0.11	--

注：1、中诚信国际根据杭州热联提供的其经立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）¹审计并出具标准无保留意见的 2022~2023 年度审计报告、经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）²审计并出具标准无保留意见的 2024 年度审计报告以及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理。其中，2022 年、2023 年数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 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，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。3、合并口径债务统计包含其他流动负债中的有息部分。

同行业比较（2024 年数据）

公司名称	主要贸易品种收入占比	资产总额（亿元）	资产负债率（%）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	应收账款周转率(X)	存货周转率(X)
厦门信达	大宗商品：79.28% 汽车经销：20.72%	128.35	76.09	437.86	-8.19	19.77	19.53
杭州热联	钢材类：32.98% 化工类：40.82% 原料类：11.88% 农产类：12.22%	538.61	81.37	2,761.72	14.31	52.80	17.91

中诚信国际认为，与同行业公司相比，公司钢材、化工等贸易品种位居行业前列，且期现业务结合程度较高，风险管控措施相对完善，收入和利润水平保持较优且周转率水平较好，但财务杠杆水平高于行业内可比企业。

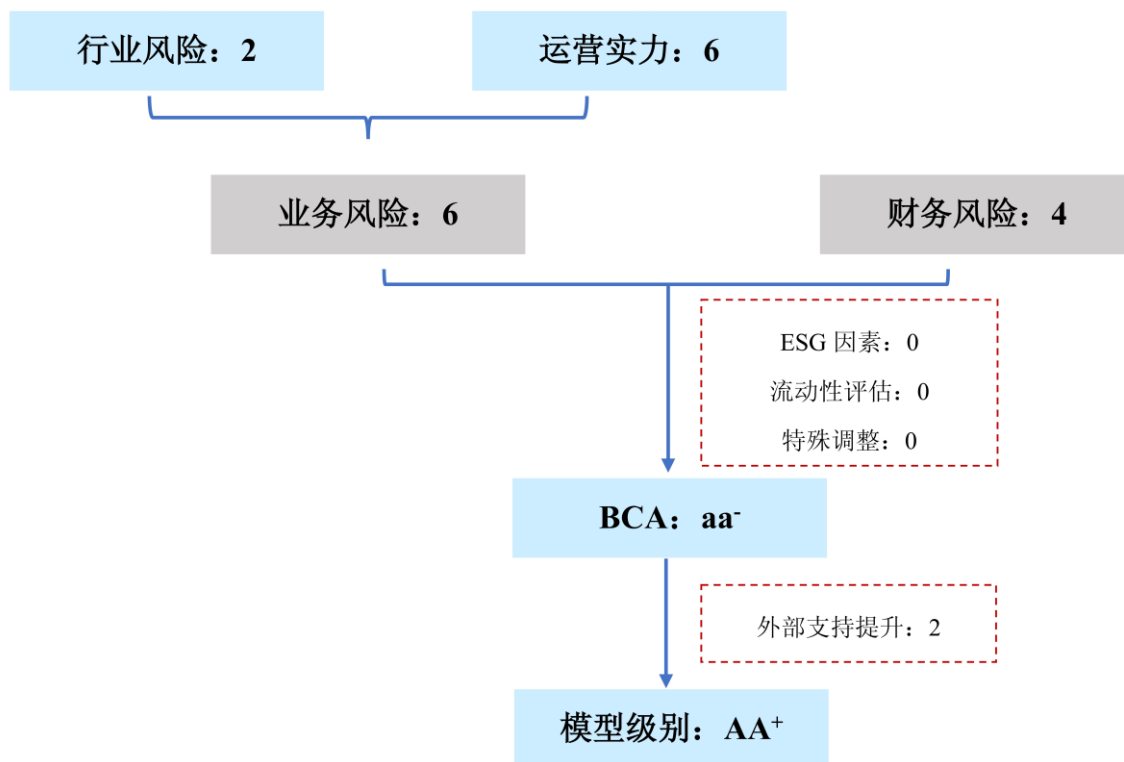
注：收入占比为各品种占贸易收入的比例；“厦门信达”为“厦门信达股份有限公司”简称。

¹ 公司 2022 年度审计报告由亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）出具，由于其被暂停从事证券服务业务 12 个月，基于审慎性原则，综合考虑公司业务发展和未来债券申报发行的审计需要，公司聘请立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022 年度财务报表进行审计并出具了标准无保留意见的审计报告。

² 公司与审计机构立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）合作期限到期，合同约定的审计事项已全部履行完毕。经重新选聘，选聘北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）为公司 2024 年度财务报表审计机构。

● 评级模型

杭州热联集团股份有限公司评级模型打分(C110100_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。

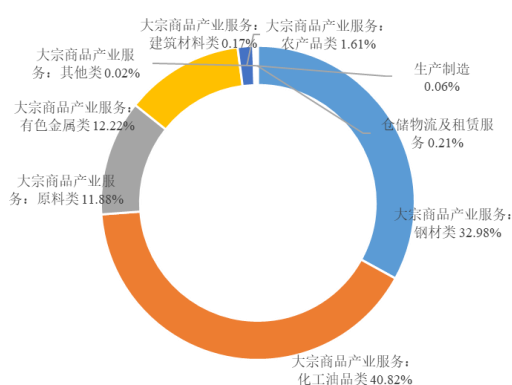
外部支持: 控股股东杭州市实业投资集团有限公司（以下简称“杭实集团”）是杭州市国有资产的重要运营实体，着力打造产融结合的国际化投资平台，管理杭州市化工及轻工类企业，地位突出，支持能力很强。公司作为杭实集团大宗商品产业服务业务主要运营主体，可获得业务及资金等方面的有力支持，股东对公司支持意愿很强，外部支持调升 2 个子级。

方法论: 中诚信国际批发行业评级方法与模型 C110100_2024_04

评级对象概况

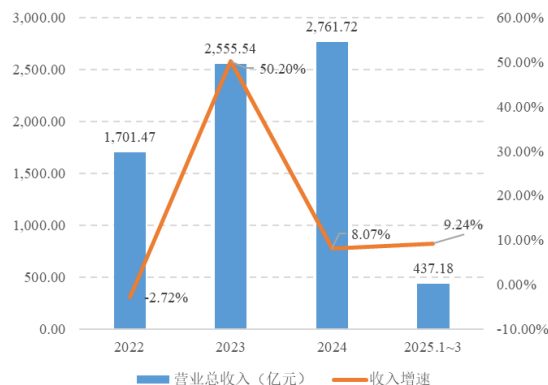
公司前身为 2001 年成立的杭州热电联峰物资有限公司。2003 年，经股权转让，杭州汽轮动力集团有限公司（以下简称“杭汽轮集团”）对公司持股 51%，同年公司更为现名。2019 年，杭汽轮集团将其持有的杭州汽轮投资股份有限公司（于 2019 年 9 月更名为杭州杭实热联投资股份有限公司，以下简称“杭实投资”，持有公司 50% 股权）51% 股权和公司 25.5% 股权无偿划转至杭州市国有资本投资运营有限公司（以下简称“杭州资本”），2019 年 2 月，杭州资本将杭实投资 51% 股权协议转让至杭实集团，股权转让价款为 0.64 亿元，公司纳入杭实集团合并范围。2020 年，杭州资本将公司 25.5% 股权转让至杭实集团，股权转让价格为 3.27 亿元；同期，国有股东杭实投资和全体非国有股东依法向杭实集团和景宁联誉贸易有限公司（2024 年更名为“浙江联煜贸易有限公司”，以下简称“浙江联煜”）³ 让渡增资权，杭实集团向公司增资 15.30 亿元，浙江联煜增资 13.83 亿元。2021 年，公司向杭实投资增发股份，吸收合并杭实投资，并于 8 月将其注销。目前，公司主营业务为钢材、化工、农产和原料等品种的大宗商品产业服务，2024 年公司实现营业总收入 2,761.72 亿元。

图 1：2024 年收入构成情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

产权结构：截至 2025 年 3 月末，公司注册资本及实收资本为 33.87 亿元，控股股东杭实集团持有公司 51.00% 股权，浙江联煜持有公司 44.70% 股权，杭州市国资委为公司实际控制人。2024 年，公司收购原由杭州市国有资本投资运营有限公司持有的杭州国裕国际贸易有限公司⁴（以下简称“国裕贸易”）51% 股权，交易对价 1.83 亿元，交易完成后公司持有国裕贸易 100% 股权，国裕贸易自 2024 年 11 月起纳入公司合并范围。截至 2024 年末，公司纳入合并财务报表范围的子公司 54 家。

表 1：截至 2025 年 3 月末公司主要子公司（亿元）

全称	简称	持股比例	2025 年 3 月末		2024 年	
			总资产	净资产	营业总收入	净利润
杭实国贸投资（杭州）有限公司	杭实国贸	100.00%	172.70	25.17	968.23	4.76

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

³ 为公司员工持股平台。

⁴ 主营业务为钢材配送贸易。截至 2024 年末，国裕贸易总资产规模 17.45 亿元，净资产规模 5.08 亿元。2024 年全年营业收入为 119.38 亿元，11~12 月并表期间实现营业收入 23.27 亿元。

业务风险

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，全年实现 5% 左右的增长目标虽有压力但仍有增量政策支撑。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

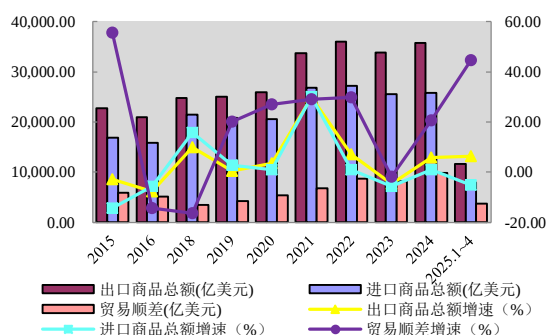
详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接 https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw

行业概况

中诚信国际认为，2024 年我国进出口总额实现同比增长，贸易顺差创新高，净出口对全年经济增长以及国内制造业投资形成支撑。内贸方面，大宗商品价格波动对流通企业的风险控制能力带来一定挑战。

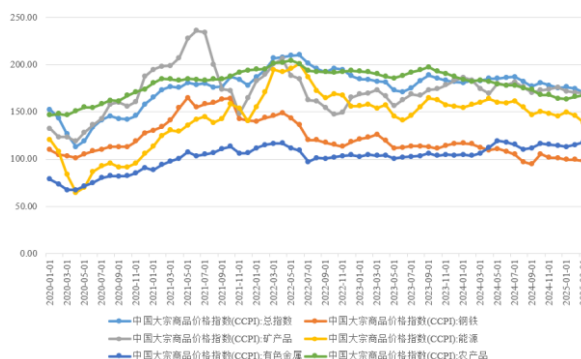
我国对外贸易行业的景气度随着外部经济环境的变化而有所波动。2024 年，我国进出口总额实现 6.16 万亿美元，同比增长 3.8%；其中，货物对外出口总值 3.58 万亿美元，同比增长 5.9%；货物进口总值 2.59 万亿美元，同比增长 1.1%；贸易顺差 9,921.55 亿美元，同比增加 20.7%；净出口对全年经济增长以及国内制造业投资形成支撑。2025 年 1~4 月，我国进出口总额实现 1.97 万亿美元。

图 3：近年来我国进出口商品总额和贸易顺差情况



资料来源：海关总署，中诚信国际整理

图 4：近年来中国大宗商品价格总指数变动情况



资料来源：iFinD，中诚信国际整理

从国内贸易情况来看，2022 年 5 月以来，受地产端风险事件影响，悲观情绪主导黑色系市场走势，钢铁、矿产品及煤炭等能源品价格大幅回调。2023 年第四季度，受发行万亿国债、财政力度加大，以及基建等领域的资本投入对冲了地产需求的滑坡，下游黑色金属需求一定程度保持稳定等因素影响，黑色系价格涨幅明显。2024 年以来，钢铁、矿产品及能源化工等大宗商品价格波动下行。大宗商品价格大幅波动的市场态势，在风险控制方面对国内生产要素和消费品流通企业带来了一定的挑战。

运营实力

中诚信国际认为，杭州热联钢材、化工等贸易品种保持行业前列，期现业务结合程度较高，上下游渠道资源较丰富，风险管控措施相对完善；2024 年公司贸易规模保持扩张，但增速显著放缓，在外部环境承压的背景

下，业务风控情况仍需关注；同时基差贸易受外部环境和市场行情影响较大，在复杂的外部环境下，基差波动对公司盈利水平的影响亦需持续关注。

公司风控措施较为完善，期现结合程度较高，基差贸易能够保障贸易业务利润规模，但基差波动对公司盈利水平的影响有待持续关注。

公司地处沿海经济发达的浙江省，拥有多年贸易从业经验，贸易网络布局遍及全国，以大宗商品现货贸易为基础，以基差贸易为核心竞争力，提供供应链服务并进行产业链延伸。公司主要贸易模式为背对背和自营，并以自营模式为主。

表 2：公司主要贸易模式

模式	特点
背对背	采购合同和销售合同的签订时间基本一致，签订销售合同时基本确定采购企业和购货成本，一般用于出口业务。
自营	根据市场价格临采或与上游签订长协进行采购，形成库存，将单边头寸纳入风险敞口管理，通过销售渠道进行分销。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司供应链服务业务期现结合程度较高，在套期保值的基础上通过基差贸易将价格风险转化为波动率较低的基差风险，并增强收益；2024 年公司基差贸易取得的收益为 47.90 亿元，同比增加 348.92%，基差毛利增加使得整体盈利规模同比显著上升。中诚信国际关注到，基差贸易易受大宗商品基差波动与交易策略的匹配程度等因素影响，若大宗商品价格波动偏离预估，公司或面临一定交易损失。

为应对价格风险，公司将金融衍生品嵌入业务管理中，通过锁定价格、买卖期货、买入保险等方式转移风险，2024 年公司套期保值覆盖率达 91.5%。同时，公司引入交易止损管理和 VaR 管理两种模式管理风险，公司本级及子公司均设 VaR 限额，当 VaR 突破限额时需预警或调仓。为应对信用风险，公司对交易对手进行信用风险评估，并对客户实行信用额度管理，针对同一交易对手确定允许的预付款和应收款占用的最高金额和最长信用期限。汇率方面，公司运用外汇衍生品工具对冲汇率波动风险。物权方面，公司物流和财务管理中心对货物从实物和账务方面开展集中监督和管理，内审合规部定期、不定期开展三重风险管理。整体来看，公司风险管控措施相对完善，面临的敞口较小。

公司多个贸易品种在细分市场位居前列，具有较强的市场竞争力，2024 年以来公司供应链业务规模保持增长但增速明显放缓，在大宗商品价格低位运行、外部环境承压的背景下仍需对风险控制情况保持关注。

公司贸易品种主要包括钢材、原料、化工及农产等大宗商品，钢材、橡胶、苯乙烯、甲醇、乙二醇和棉花等品种贸易量位居行业前列。2024 年以来，大宗商品价格低位运行、下游需求疲软，公司钢材类、原料类贸易规模同比下降，化工油品类贸易规模大幅增长，综合影响下大宗商品产业链业务规模保持增长但增速显著降低。中诚信国际认为，公司供应链业务具有较为突出的规模优势，且细分品种市场竞争力较强；但在外部环境持续承压的背景下，公司业务风险控制情况仍需持续关注。

表 3：近年来公司主要贸易品种收入情况（亿元）

品种	2022	2023	2024	2025.1~3
钢材类	724.97	990.90	910.81	165.17
原料类	209.17	332.60	328.17	63.55
化工油品类	524.22	749.09	1,127.37	164.52
农产类	54.70	72.50	44.34	6.80

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：近年来公司主要品种贸易情况（万吨、元/吨）

板块名称	2022	2023	2024	2025.1~3
钢材类销售量	1,783.97	2,693.47	2,662.68	518.24
钢材类销售均价	4,064.42	3,678.90	3,420.65	3,187.03
原料类销售量	3,351.67	4,173.71	4,222.11	841.03
原料类销售均价	780.04	796.89	777.27	755.59
化工油品类销售量	927.56	1,449.80	2,036.53	324.15
化工油品类销售均价	5,651.50	5,166.85	5,535.75	5,075.31
农产类销售量	79.81	112.30	84.44	14.01
农产类销售均价	6,853.44	6,455.92	5,251.32	4,853.18

注：由于代理业务采用净额法确认收入，故销售量*销售均价与收入有差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

钢材类贸易方面，公司经营品种包括螺纹、线材和热卷等，内贸占比近 70%，在钢材贸易领域具有较突出的规模优势。2024 年，公司钢材贸易规模同比基本持平，但受钢材价格下滑影响，钢材类贸易收入同比下降 8.08%。此外，公司还从事一定规模的工程配送业务，2024 年公司配送钢材 226.80 万吨，实现收入 74.60 亿元，当期工程配送业务回款 85.70 亿元。由于建筑行业景气度持续低迷，工程配送业务客户回款情况仍较弱，公司以央、国企为主的配送业务下游客户资质较好，产生坏账的风险相对较小，但工程配送业务回款业务需持续关注。**原料类贸易方面**，公司经营品种包括铁矿石、焦煤、焦炭等，以进口和内贸为主。2024 年，公司铁矿石贸易量同比增加，而原料贸易进口及内贸结构同比有所波动，受原料类产品价格下行影响，当期原料类产品贸易收入同比小幅下降。**化工油品类贸易方面**，经营品种包括橡胶、醇烯烃、油气、聚酯及新能源等，以内贸为主，进口和三国贸易为辅。2024 年，公司化工油品类产品贸易量保持较快增速，叠加化工产品销售均价上升，使得当期化工类贸易收入同比快速增长，带动公司营业总收入规模同比增长。**农产类贸易方面**，经营品种包括软商品、谷物等，以内贸为主。由于农产品价格波动较大，2024 年农产类贸易规模同比缩小，贸易收入显著下降。

公司的资源渠道较为丰富，但与同行业相比民企客户占比相对较高，市场行情波动对公司客户稳定性产生一定影响。

上下游方面，公司的资源渠道较为丰富，上游供应商多为资源型企业，货源充足且稳定，下游客户多为生产型企业，上下游客户较为分散。但与同行业相比民企客户占比相对较高，且除钢材外的其他品种的前五大客户受公司根据市场行情调整细分品种贸易策略影响变动较大，客户稳定性一般，中诚信国际将持续关注公司对上下游客户的控制力和风险管控能力。

表 5：公司主要贸易品种上下游及 2024 年前五大占比情况（亿元）

品种	主要供应商	前五大采购金额	前五大采购占比	主要销售客户	前五大销售客户金额	前五大销售客户占比
钢材类	国营和民营大中型钢厂	114.95	12.76%	大中型贸易商、工程、制造、家电、汽车等细分行业的超过 15,000	60.25	6.61%

				家境内外客户	
原料类	巴西淡水河谷、澳大利亚力拓、必和必拓、FMG 等主要矿山企业和铁矿石贸易商等	97.87	29.88%	国营大型钢厂及有信誉有实力的民营钢厂等钢铁生产企业	40.26 12.27%
化工油品类	东南亚大型橡胶加工工厂等；国内中石油、中石化、中海油等龙头企业，国际嘉能可、托克、维多集团等大型贸易商	121.82	10.92%	国内大中型轮胎厂，橡胶制品企业，国内国际知名化工龙头企业和贸易商	85.17 7.56%
农产类	新疆龙头轧花厂等；邦吉集团、嘉吉集团、路易达孚等外企油脂供应商	7.30	16.09%	大型纺织厂等；食用植物油龙头企业如中粮油脂、中储粮油脂、益海嘉里等	5.45 12.29%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算模式方面，公司钢材贸易业务主要采用预付形式，工程配送业务部分下游客户存在一定账期，对公司资金形成一定占用；其他业务以现款现货和先款后货为主，基本不占用资金。

表 6：公司主要贸易品种结算方式

品种	上游	下游
钢材类	内贸以现金或承兑为主，在全额预付货款的基础上分批提货，发货周期在 1 个月以内；进出口及三国贸易以信用证和电汇为主。	内贸以先款后货为主，部分配送业务重点客户有赊销额度，赊销账期一般不超过 60 天；进口及三国贸易以信用证和电汇为主。
原料类	进口以信用证为主；内贸以先款后货为主。	内贸以先款后货为主；进口及三国贸易以信用证和电汇为主。
化工类	内贸以现款现货为主；进口及三国贸易以信用证和电汇为主。	内贸以先款后货为主；进出口及三国贸易以信用证和电汇为主。
农产类	以现款现货为主。	内贸以先款后货为主；进口及三国贸易以信用证和电汇为主。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

物流配送方面，公司无自有仓库，主要租赁央企、国企和部分长期合作的民企仓库。截至 2025 年 3 月末，公司共经营 24 个仓库，库容约 67.91 万吨，主要分布在江苏、浙江、江西、北京以及河北唐山、广东佛山、山西临汾等地。公司钢材主要采取汽车运输配送，与外部汽运公司合作，在一定程度上支撑供应链业务的发展。

公司围绕主业进行产业链上下游延伸的布局，但受外部环境承压影响，2024 年投资项目收益有所波动，在复杂的外部发展环境下，未来公司将审慎布局产业链延伸项目。

为拓展产业链，公司于 2020 年开展盘扣式脚手架生产、销售和租赁业务，下游客户主要为央企国企和公司旗下的租赁公司。截至 2024 年末，公司盘扣式脚手架在手资产规模达 46 万吨，位于同行业前列，平均出租率约为 82%，租赁周期约 135 天。2024 年，盘扣式脚手架租赁业务累计进场 68 万吨，同比有所减少；实现收入 5.33 亿元、回款 6.20 亿元，净利润 0.01 亿元；受房地产行业景气度持续低迷影响，盘扣式脚手架租赁业务收入及盈利规模同比缩减。此外，公司盘扣式脚手架租赁下游央企客户信用资质良好，但部分客户尾款回款期长达一年，资金回收进度有待关注。此外，公司投资的生产型企业还涵盖橡胶、糖业、铸管和硅钢等领域。受行业周期等因素影响，2024 年以来投资项目收益有所波动，在复杂的外部发展环境下，公司将审慎布局产业链延伸项目。

表 7：公司部分对外投资情况

公司名称	投资时间 (年)	投资金额 (万元)	股权占 比(%)	主营业务	2024 年收入 (亿元)	2024 年净利 润 (万元)	2024 年投资 收益 (万 元)
杭州宜邦橡胶有限公司	2018	1,020.00	20.40	生产、销售橡胶制品等，拥有丁苯橡胶年产能 10 万吨	14.52	11,036.75	408.00
内蒙古敕勒川糖业有限责任公司	2020.2	6,666.50	25.00	甜菜及副产品种植、收购、加工、销售；糖类产品生产、销售等，拥有甜菜糖处理能力为 4,000 吨/天	4.26	1,225.92	0
穆松桥新材料科技有限公司	2021.4	7,500.00	14.71	研发、生产、销售球墨铸铁管和管件，自有产能 35 万吨，OEM 产能 35 万吨	2.13	2,982.65	112.50
广东热联威悬新材料有限公司	2021.9	1,650.00	55.00	硅钢卷、冷轧涂层卷加工配送业务，承包佛山津西金兰冷轧板有限公司硅钢产线，首期规划产能 12 万吨，二期规划 36 万吨	6.82	383.04	148.31

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，贸易业务规模扩张带动杭州热联总资产规模上升，亦使得债务规模不断增加，财务杠杆仍处于高位；基差收益对杭州热联的利润影响很大，需关注大宗商品价格行情变动对盈利稳定性的影响；杭州热联偿债指标表现仍较弱，但良好的银企关系及较为畅通的融资渠道为其偿债能力提供了一定支撑。

盈利能力

2024 年以来公司收入规模保持增长趋势，基差收益对公司利润保持很大影响，当期在其带动下公司盈利能力有所回升，中诚信国际将持续关注大宗商品价格行情变动对公司盈利稳定性的影响。

2024 年，化工油品类业务规模快速扩张带动公司整体收入同比增加，且较好的基差收益使当期大宗商品产业链业务期现毛利率同比上升 0.41 个百分点，公司综合毛利率水平随之增长。2025 年 1~3 月，公司营业总收入同比增长 9.24%。

表 8：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2022		2023		2024	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
大宗商品产业链业务	1,684.73	3.29	2,539.04	1.36	2,753.31	1.77
其中：钢材类	724.97	3.50	990.90	1.56	910.81	1.64
原料类	209.17	5.87	332.60	0.44	328.17	1.49
化工油品类	524.22	2.54	749.09	1.33	1,127.37	2.32
农产类	54.70	4.75	72.50	4.78	44.34	2.05
其他类	171.67	1.02	393.95	1.04	342.61	0.56
其他业务	16.74	24.60	16.65	21.32	8.41	17.49
营业总收入/期现毛利率	1,701.47	3.50	2,555.54	1.50	2,761.72	1.82

注：考虑到基差业务的特点，中诚信国际根据公司提供数据将投资收益、公允价值变动损益中包含的基差损益纳入毛利率计算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2024 年，公司债务规模增长令财务费用同比增加，并带动期间费用规模上升，但期间费用率表现较为稳定；公司利润总额主要由经营性业务利润与基差收益⁵构成，同年受期间费用增长及主营业务毛利空间收窄影响下经营性业务利润同比减少，但基差收益规模回升带动利润总额同比增加；同时，随着贸易规模的扩大以及大宗商品价格持续下滑，2024 年存货跌价损失规模明显增长对利润形成较大侵蚀；受益于公司加强款项清收，当期公司转回相关信用减值损失。在以上因素影响下，公司 EBITDA 和 EBIT 利润率同比回升。整体来看，基差收益对公司利润的影响很大，中诚信国际将持续关注大宗商品价格行情变动对公司盈利稳定性的影响。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

指标	2022	2023	2024	2025.1~3
销售费用	11.77	9.57	10.15	1.92
管理费用	6.31	3.63	3.30	0.90
财务费用	7.01	6.36	7.84	2.14
期间费用合计	25.10	19.56	21.30	4.97
期间费用率	1.48	0.77	0.77	1.14
经营性业务利润	-1.40	6.75	2.92	-4.70
资产减值损失	5.42	5.45	13.15	-3.40
信用减值损失	4.75	-0.71	-1.43	-0.19
公允价值变动收益	-13.63	13.90	-5.35	-7.23
投资收益	51.28	-3.29	31.05	10.47
利润总额	26.75	14.27	16.62	2.21
EBITDA	36.00	24.62	28.44	--
EBIT 利润率	1.96	0.85	0.95	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

贸易业务规模扩张带动公司总资产、总债务规模上升，较大分红规模影响利润积累，财务杠杆水平仍处于高位；未来公司债务控制情况和资本结构改善情况需要关注。

2024 年以来公司资产规模保持增长趋势，以货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货等为主的流动资产占比上升至 90%以上。其中，货币资金保持较好规模，截至 2025 年 3 月末受限货币资金 42.05 亿元，受限比例达 67.01%，主要系受限的票据、保函等保证金；由于外贸业务规模上升，2024 年末应收信用证增加使得公司应收账款同比增加；当年公司增加采购铺货令年末预付款项规模持续增长；同期末，贸易规模扩大带动公司存货规模不断上升。其他应收款主要为应收期货保证金，近年来其规模随基差贸易业务的开展而形成波动。2025 年 1~3 月，受业务季节性因素影响，公司采购商品规模增加，带动期末总资产规模增长较快。周转率方面，公司应收账款和存货周转率处于行业内较好水平，但 2024 年以来市场行情波动与下游需求疲软令相关指标出现下滑，其未来周转速度情况值得关注。公司总负债主要由有息债务构成，业务持续开展令资金需求上升，推动 2024 年以来总债务规模持续扩张，且债务结构仍基本由短期借款和票据等短期债务构成，需关注公司债务控制及资金平衡情况。2024 年，公司向控股股东分红 6.50 亿元，占当期净利润的比例很高，不利于公司的利润累积；同年，因公司收购国裕贸易⁶51%的股权令少数

⁵ 基差业务的浮盈与浮亏计入公允价值变动收益，平仓后的收益与损失计入投资收益，二者之和构成基差收益。

⁶ 国裕贸易持有浙江杭资善成实业有限公司、杭资裕熙实业（浙江）有限公司、杭州国祝联成实业有限公司各 51%的股权。

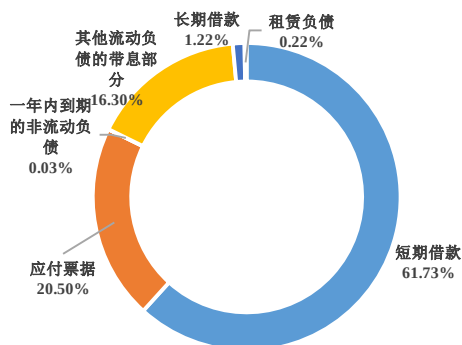
股东权益规模进一步增长，加之公司利润积累等因素，当年公司权益规模保持增长趋势，但债务扩张速度较快令公司财务杠杆进一步上升且仍处于高位，中诚信国际将持续关注公司资本结构的改善情况。

表 10：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

指标	2022	2023	2024	2025.3
货币资金	44.04	74.31	77.49	62.75
衍生金融资产 ⁷	12.87	10.72	6.33	7.23
应收账款	38.93	46.86	57.75	46.12
预付款项	72.98	77.68	89.36	131.13
其他应收款	74.93	52.48	44.38	74.20
存货	102.04	128.95	176.53	249.50
其他流动资产	12.55	32.95	27.05	24.23
资产总计	411.27	478.30	538.61	675.05
短期债务	179.83	254.93	278.48	362.87
总债务	188.15	260.39	283.91	368.19
短期债务/总债务	95.58	97.90	98.09	98.55
负债合计	334.78	386.11	438.25	573.62
实收资本	33.87	33.87	33.87	33.87
未分配利润	13.96	13.33	15.69	16.84
少数股东权益	18.52	33.92	39.10	39.02
所有者权益合计	76.49	92.19	100.36	101.42
应收账款周转率(X)	34.34	59.58	52.80	33.67*
存货周转率(X)	17.88	21.89	17.91	8.20*
总资本化比率	71.10	73.85	73.88	78.40
资产负债率	81.40	80.73	81.37	84.98

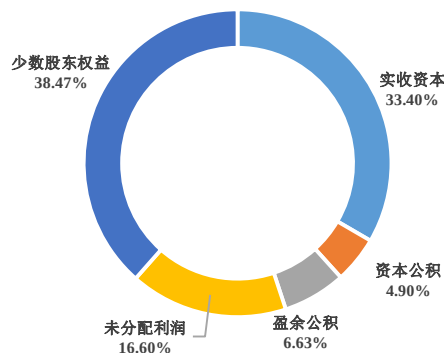
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 5：截至 2025 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 6：截至 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

现金流及偿债情况

2024 年公司经营获现能力减弱，但盈利指标上升推动偿债指标有所回升，但良好的银企关系及较为畅通的融资渠道为公司偿债能力提供了一定支撑。

现金流方面，受业务扩张令采购铺货规模同比增加，2024 年公司经营活动现金转为净流出态势；同期，公司投资收益规模增加使投资活动现金流净流出规模收窄；因业务增长带动融资需求增加，

⁷ 2021 年，公司执行新金融工具准则，将所持衍生品套保工具的浮盈部分计入衍生金融资产，浮亏部分计入衍生金融负债。

公司筹资活动现金转为净流入。2025 年 1~3 月，公司商品采购规模增加、资金需求上升，经营活动现金流呈大幅净流出，筹资活动现金流呈大幅净流入。偿债指标方面，2024 年，由于获现能力下降，经营活动净现金流无法覆盖债务本息，但 EBITDA 等盈利指标的回升令相关偿债指标亦有回升；同期末，公司共获得银行授信额度 586.76 亿元，其中尚未使用额度为 220.93 亿元，未使用授信充足。资金管理方面，公司对子公司资金进行集中管理，每日归集，实行收支两条线管理，统一进行结算和投融资；杭实集团不对公司资金进行归集，但对大额资金往来进行关注和管控。此外，公司制定了大客户管理、期货业务管理、信用额度管理等制度，完善头寸管理和信用评价体系建设。整体来看，良好的银企关系及较为畅通的融资渠道对公司偿债能力提供了一定支撑。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

指标	2022	2023	2024	2025.1~3
经营活动净现金流	-12.20	10.62	-17.52	-70.14
投资活动净现金流	-0.95	-1.19	-0.05	-15.24
筹资活动净现金流	7.08	-5.51	27.92	64.15
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务	-0.10	0.01	-0.09	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-1.68	1.15	-1.90	--
总债务/EBITDA	5.23	10.58	9.98	--
EBITDA 利息保障倍数	4.95	2.68	3.08	--
FFO/总债务	0.23	-0.06	0.11	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

截至 2024 年末，公司受限资产账面价值合计为 62.13 亿元，占总资产的比重为 11.54%；同期末，公司无对外担保，公司及下属子公司无争议标的金额超过人民币 1 亿元的尚未了结的重大诉讼、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，2022 年~2025 年 4 月末，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⁸

假设

- 预计 2025 年杭州热联贸易规模将小幅上升。
- 预计 2025 年杭州热联基差收益仍较保持在较好水平。
- 预计 2025 年杭州热联将持续控制财务杠杆水平。

预测

表 12：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	73.85	73.88	71.88~73.88

⁸ 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。

总债务/EBITDA	10.58	9.98	8.98~9.98
------------	-------	------	-----------

资料来源：中诚信国际预测

调整项

流动性评估

公司资金流出主要用于商品采购、债务还本付息及股利分配，项目类投资支出规模较小。此外，公司短期债务占比很高，到期压力较为集中，但良好的银企关系能为公司短期债务的接续提供保障，流动性较强，整体来看未来一年流动性来源可对流动性需求形成一定覆盖。

ESG 分析⁹

环境方面，公司各经营主体均不属于环境保护部门公布的重点排污单位，在日常生产经营中认真执行《中华人民共和国环境保护法》等环保方面的法律法规。

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，2024 年以来未发生一般事故以上的安全生产事故。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构¹⁰和运行等方面综合考察公司治理情况。控股股东杭实集团主要通过董事会和股东大会对公司战略、投资、预算和制度制定等重大事项进行管理，其内审部每三年对公司进行审查；公司的资金与股东相互独立，每月向杭实集团上报财务数据；浙江联煜的股东为公司中高级管理人员，负责公司日常经营管理。整体来看，公司治理结构完善，内控制度健全。

战略方面，未来三年，公司聚焦提升核心竞争力和持续发展力，实施“建设有质量的现货贸易”、“建设最具竞争力的全球获利能力”、“加快投资的培育和发展”、“加快推进全球化战略拓展”和“加强战略支撑体系建设”五项关键行动，实现公司在现货贸易、全球获利、投资以及公司平台的创新力、竞争力和生命力的跃升，使公司成为一家在贸易地位和盈利能力、平台支撑和运营管控能力方面均为国内领先的大宗商品贸易商，并向着成为“国际一流产业服务商”不断迈进。

外部支持

公司作为杭实集团货物贸易和产业服务业务重要经营主体，控股股东对公司的支持意愿和支持能力均很强。

杭实集团作为杭州市国有资产运营中的重要运营实体，着力打造产商融结合的国际化投资平台，管理杭州市化工及轻工类企业，地位突出。公司是杭实集团的货物贸易和产业服务主要运营主体，在业务开展中可得到包括业务及资金等方面的支持。业务方面，公司从杭实集团收购杭实国贸，大幅拓宽贸易品种，同时杭实集团旗下实业投资企业可以为公司赋能，协助公司逐步优化和完善产业链布局。资金方面，2024 年，杭实集团向公司拆借资金发生额合计 127.40 亿元，并为公司提

⁹ 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。

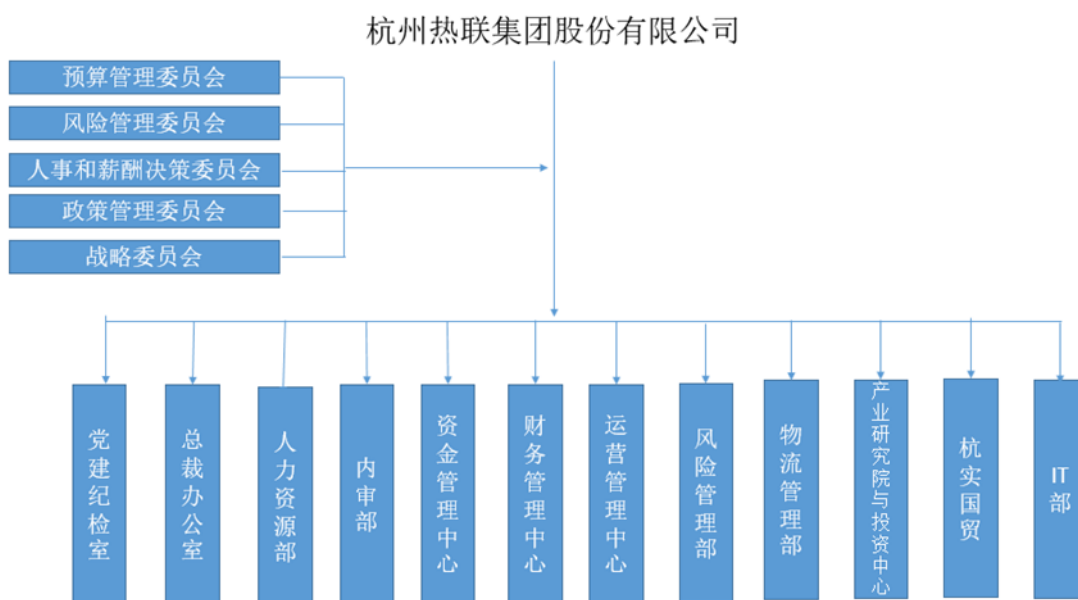
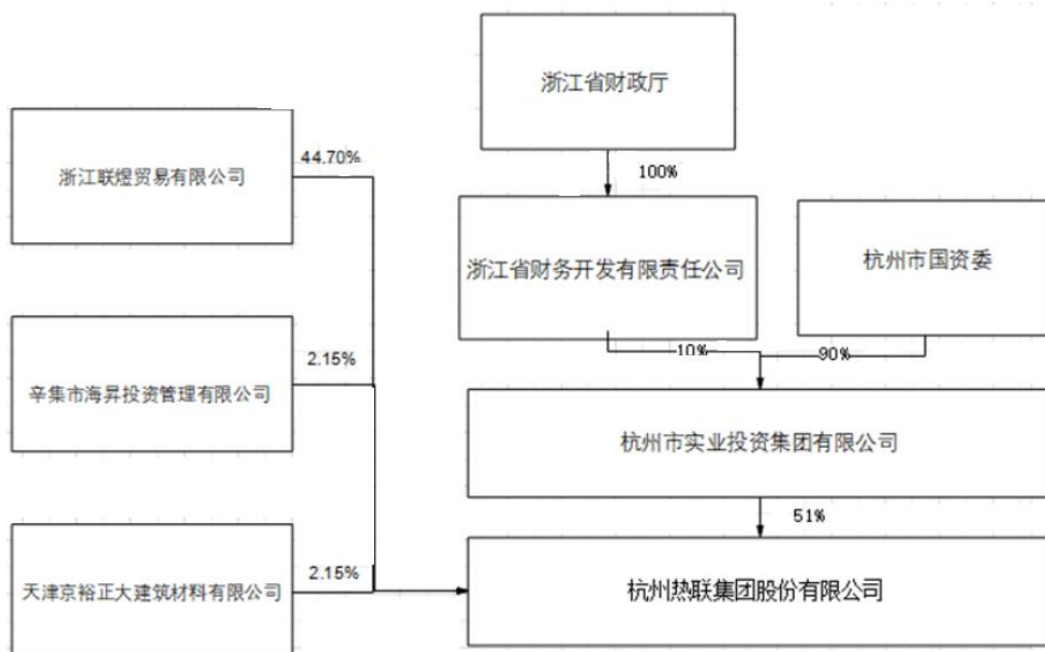
¹⁰ 2025 年 4 月，公司于当年第二次股东会审议通过《关于拟修订杭州热联集团股份有限公司公司章程的议案》，增设董事会席位，董事会成员增加至 7 名，其中由杭实集团推荐 4 名董事，浙江联煜推荐 2 名董事，并设置 1 名职工董事；同时公司取消监事会，在董事会中设置董事会审计委员会，行使监事会的相关职责。2025 年 5 月，公司公告称因原董事长任期届满，故由杭实集团资产管理部部长兼任公司董事长。

供一定额度授信担保，对公司资金方面的支持力度很大。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定杭州热联集团股份有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。

附一：杭州热联集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：杭州热联集团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	2025.3/2025.1~3
货币资金	440,367.11	743,054.03	774,891.31	627,466.23
应收账款	389,279.47	468,612.57	577,527.05	461,213.67
其他应收款	749,340.15	524,824.58	443,811.89	742,043.24
存货	1,020,382.13	1,289,519.49	1,765,284.88	2,495,025.17
长期投资	88,143.70	104,541.56	95,365.75	94,673.26
固定资产	291,440.14	284,170.85	274,821.47	271,032.30
在建工程	309.86	52.88	-	-
无形资产	1,478.71	7,038.03	6,603.12	6,824.13
资产总计	4,112,731.39	4,782,986.84	5,386,099.97	6,750,489.68
其他应付款	84,392.62	205,967.54	123,878.09	122,250.09
短期债务	1,798,340.16	2,549,260.18	2,784,776.49	3,628,674.46
长期债务	83,190.54	54,626.95	54,307.35	53,243.19
总债务	1,881,530.70	2,603,887.13	2,839,083.84	3,681,917.65
净债务	1,610,328.69	2,288,089.69	2,416,497.21	3,474,931.78
负债合计	3,347,800.37	3,861,106.94	4,382,490.51	5,736,242.90
所有者权益合计	764,931.02	921,879.90	1,003,609.46	1,014,246.78
利息支出	72,773.44	92,020.40	92,217.72	--
营业总收入	17,014,706.09	25,555,446.40	27,617,179.53	4,371,761.70
经营性业务利润	-14,042.19	67,549.37	29,181.34	-46,999.55
投资收益	512,789.35	-32,923.26	310,464.02	104,661.51
净利润	226,757.99	103,232.35	143,101.82	17,672.93
EBIT	333,528.12	218,254.63	261,108.82	--
EBITDA	360,023.66	246,204.14	284,433.52	--
经营活动产生现金净流量	-122,030.58	106,235.75	-175,224.65	-701,431.36
投资活动产生现金净流量	-9,526.16	-11,941.57	-475.89	-152,445.82
筹资活动产生现金净流量	70,831.94	-55,093.27	279,220.00	641,456.07
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率(%)	1.38	1.07	0.92	0.09
期间费用率(%)	1.48	0.77	0.77	1.14
EBIT 利润率(%)	1.96	0.85	0.95	--
总资产收益率(%)	8.28	4.91	5.14	--
流动比率(X)	1.12	1.13	1.15	1.10
速动比率(X)	0.80	0.79	0.73	0.66
存货周转率(X)	17.88	21.89	17.91	8.20*
应收账款周转率(X)	34.34	59.58	52.80	33.67*
资产负债率(%)	81.40	80.73	81.37	84.98
总资本化比率(%)	71.10	73.85	73.88	78.40
短期债务/总债务(%)	95.58	97.90	98.09	98.55
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.10	0.01	-0.09	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短债务(X)	-0.11	0.01	-0.10	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	-1.68	1.15	-1.90	--
总债务/EBITDA(X)	5.23	10.58	9.98	--
EBITDA/短期债务(X)	0.20	0.10	0.10	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.95	2.68	3.08	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.58	2.37	2.83	--
FFO/总债务 (X)	0.23	-0.06	0.11	--

注：1、2025 年一季报未经审计；2、合并债务统计口径包含其他流动负债中的有息部分；3、由于缺乏相关数据，部分指标无法计算；4、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
经营效率	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
	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