



# 2020年广东汕头超声电子股份有限公司公 开发行可转换公司债券2024年跟踪评级报 告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

# 2020年广东汕头超声电子股份有限公司公开发行可转换公司债券 2024年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
超声转债	AA	AA

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：广东汕头超声电子股份有限公司（以下简称“超声电子”或“公司”，股票代码：000823.SZ）凭借良好的技术创新和积累，与多类型的优质客户保持稳定合作关系，同时继续多元化业务发展。但中证鹏元也关注到，受 2023 年外部需求下降及行业竞争加剧影响，公司核心业务经营业绩均出现一定下滑，“超声转债”（以下简称“本期债券”）募投项目收益存在不确定性，公司外销收入占比较高，应收账款和存货占用资金较多等风险因素。

## 评级日期

2024 年 6 月 20 日

## 联系方式

项目负责人：刘惠琼  
liuhq@cspengyuan.com

项目组成员：蒋晗  
jianghan@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	82.14	84.46	85.85	83.30
归母所有者权益	46.36	46.11	44.85	41.60
总债务	18.38	19.58	20.37	18.00
营业收入	12.66	54.57	66.73	67.31
净利润	0.20	2.29	4.97	4.41
经营活动现金流净额	1.00	6.65	8.42	6.01
净债务/EBITDA	--	-0.20	0.00	-0.13
EBITDA 利息保障倍数	--	8.56	15.32	19.00
总债务/总资本	26.11%	27.45%	28.69%	27.66%
FFO/净债务	--	-4.02	1,096.11	-6.34
EBITDA 利润率	--	10.83%	11.50%	11.90%
总资产回报率	--	3.88%	6.93%	6.96%
速动比率	2.15	1.95	1.84	1.45
现金短期债务比	3.54	2.95	2.60	2.03
销售毛利率	15.84%	18.20%	19.66%	19.58%
资产负债率	36.66%	38.72%	41.02%	43.49%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **凭借持续的研发投入，公司在行业内仍保持一定的竞争力。**依托省级重点工程技术研究开发中心、省级企业技术中心、国家级博士后科研工作站等科研主体，2023 年公司继续深入开展新产品、新工艺、新材料等技术研究开发活动 116 项，并有 61 项完成研发并投入生产应用，22 项突破关键技术并部分应用于企业生产过程。
- **公司业务较多元，与主要客户合作稳定，并积极拓展客户群体。**公司主要业务仍涵盖印制线路板、液晶显示器及覆铜板生产等，其中印制线路板客户与液晶显示器客户类型存在互补，覆铜板业务则与印制线路板为上下游关系。同时公司与多家知名厂商形成稳定的合作关系，客户类型涵盖通信、服务器、消费电子、汽车配件、智能家居厂商等，并推进本期债券募投项目产能爬升，顺利通过多家战略客户的初步认证。
- **公司流动性指标表现较好。**2023 年公司经营活动现金流仍维持一定规模的净流入，且暂无大规模的资本开支，目前盈余现金充裕，各项流动性指标表现较好。同时作为国内印制线路板领域少数的国有上市企业，公司融资渠道较多样且相对通畅，获取流动性资源的能力较强。

## 关注

- **受市场整体需求持续低迷以及行业竞争加剧等不利因素影响，公司业绩持续承压。**2023 年受下游消费电子需求低迷影响，印制线路板及覆铜板行业景气度继续走低，而液晶显示器终端客户亦处于去库存周期，公司整体收入同比继续下降，同时相关领域竞争较为激烈，导致公司利润下滑较多，且预计该趋势短期仍将延续。
- **本期债券募投项目收益存在不确定性。**本期债券募投项目规划投资于高频高速印制板、高性能 HDI 印制板等新型特种印制板，目前印制线路板行业部分领域供求关系变化、价格竞争加剧，公司印制线路板整体产能利用率出现下降，相关订单拓展存在较大压力。同时，中证鹏元注意到，受订单不足及产能爬坡影响，本期债券募投项目实施主体汕头超声印制板（三厂）有限公司（以下简称“印制板三厂”）2023 年亏损 7,944.37 万元，对公司整体利润规模形成拖累。
- **公司外销收入占比仍较高，面临一定的贸易政策和汇率波动风险。**2023 年公司外销收入占比仍达 49.27%，若未来国际贸易关系发生不利变化，公司客户及业绩稳定性将受不利影响。此外公司外销主要以美元结算，给公司带来了一定的汇率波动风险。
- **公司应收账款和存货占用资金较多。**截至 2024 年 3 月末，公司应收账款和存货占资产的比重较大，而公司与上游供应商的结算账期相对下游客户回款周期较短，对资金形成较大占用。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司拥有多类型的优质客户，在印制线路板、液晶显示器及覆铜板生产领域具有一定的竞争优势。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	景旺电子	胜宏科技	崇达技术	超声电子	世运电路	明阳电路
总资产	172.31	173.84	119.28	84.46	63.10	34.81
营业收入	107.57	79.31	57.72	54.57	45.19	16.19
净利润	9.11	6.71	4.22	2.29	4.67	1.02
销售毛利率	23.17%	20.70%	25.94%	18.20%	21.32%	24.93%

EBITDA 利润率	17.02%	18.46%	17.09%	10.83%	19.57%	17.77%
总资产回报率	6.45%	5.12%	4.86%	3.88%	9.13%	3.92%
资产负债率	47.94%	56.13%	36.70%	38.72%	44.15%	45.05%

注：以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：iFinD、中证鹏元评级报告，中证鹏元整理

### 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	5/7		流动性状况	7/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					<b>aa</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>AA</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **aa**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

### 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
超声转债	7.00	6.9969 <sup>1</sup>	2023-6-19	2026-12-8

<sup>1</sup> 该余额为 2024 年 6 月 13 日数据。

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2020年12月公开发行6年期7.00亿元可转换公司债券，募集资金扣除发行费用后计划用于新型特种印制电路板产业化（一期）建设项目的建设。根据公司提供的资料，截至2024年3月末，本期债券募集资金已使用完毕。

根据有关规定和公司约定，本期债券转股期限自2021年6月15日至2026年12月7日，截至2024年6月13日，本期债券尚未转股金额69,969.44万元，占本期债券发行总量比例为99.96%。

跟踪期内，因公司完成2022-2023年度权益分派，导致本期债券转股价格进行了2次微调，目前转股价格为12.42元/股，自2024年5月30日起生效。

## 三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、控股股东及实际控制人未发生变更。股本由于可转债转股等影响，略有变化。截至2024年3月末，公司控股股东仍为汕头超声电子（集团）有限公司（以下简称“超声集团”），持股30.31%，其中所持股份的49.16%已质押，公司实际控制人仍为汕头市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“汕头市国资委”），股权结构图见附录二。

跟踪期内，公司仍主要从事印制线路板、液晶显示器及触摸屏、覆铜板及半固化片、超声电子仪器的研制、生产和销售。2023年，公司合并报表范围无变化。截至2023年末，公司合并范围的子公司共9家，具体如附录四所示。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策**

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，

制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

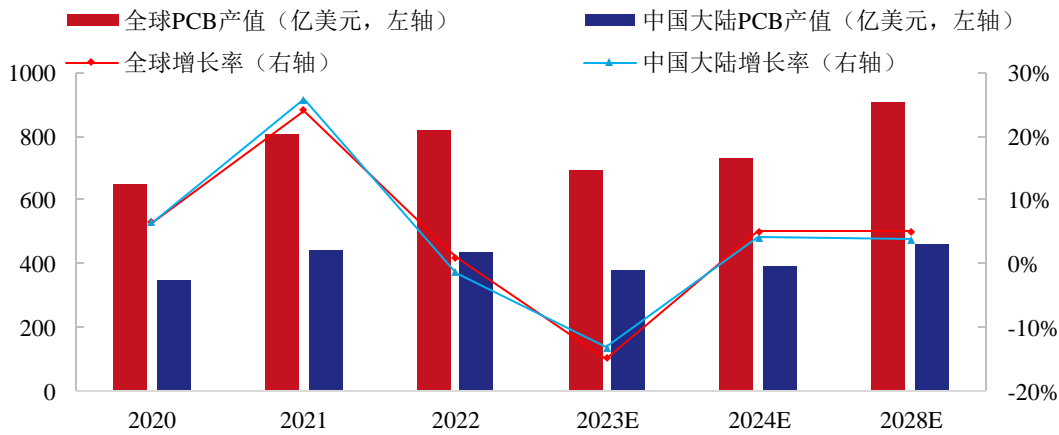
宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

## 行业环境

**2023年PCB行业景气度继续下行，但下游各领域需求分化较大，预计未来汽车用中高端PCB需求较大，消费电子领域需求短期内将持续疲软；2023年原材料价格回落，但行业价格竞争加剧，上市公司毛利率无明显改善，2024年预计成本压力将有所加大**

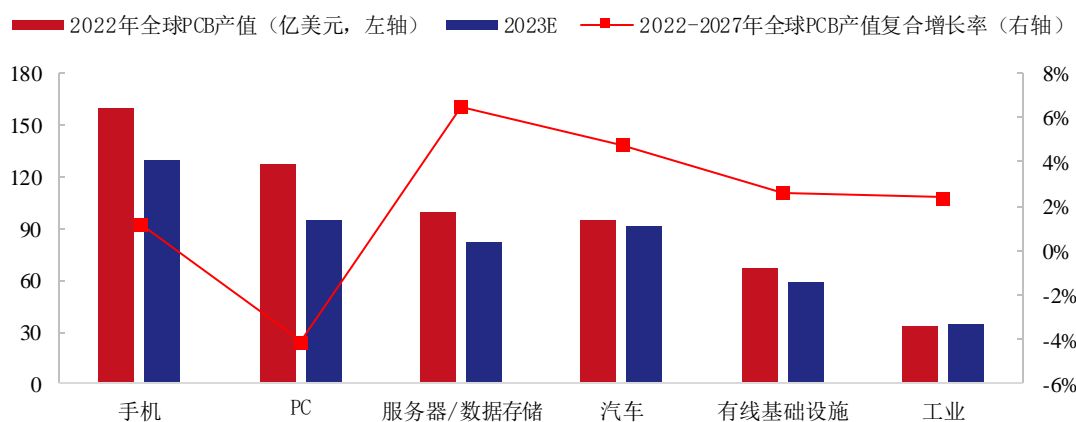
2023年全球PCB产值同比下降较多，未来数年可能维持低速增长。受全球经济低迷、下游行业去库存等影响，2023年PCB行业产值大幅下滑。据Prismark估测，2023年全球PCB产值约为695.17亿美元，同比下降约14.96%。从中长期来看，对人工智能、高速网络和汽车系统的强劲需求将继续支持高端HDI、高速高层和封装基板细分市场的增长，并为PCB行业带来新一轮成长周期，未来全球PCB行业仍将呈现增长的趋势。Prismark预测2023-2028年全球PCB产值复合增长率约为5.4%，2028年全球PCB产值将达到约904.13亿美元；中国仍将保持行业的主导制造中心地位，但由于中国PCB行业的产品结构和一些生产转移，Prismark预测同期中国PCB产值复合增长率约为4.1%，略低于全球，预计到2028年中国PCB产值将达到约461.80亿美元。

**图 1 2023 年 PCB 行业产值大幅下滑，未来 5 年预计维持低速增长**


资料来源：Prismark，中证鹏元整理

2023年汽车用PCB行业表现尚可，未来随着新能源汽车渗透率提升，多层、高阶HDI等中高端PCB产品需求较大。2023年随着汽车零部件生产供应的逐渐正常化，全球汽车产销快速增长。据统计2023年全球汽车销量达到8,918万辆，同比增长约11%；2023年中国汽车销量达3,009.4万辆，同比增长约12%，其中新能源汽车销量达949.5万辆，同比增长约37.9%，市场占有率达31.6%。相较于传统燃油车0.6-1平方米/辆的PCB使用量，电动汽车新增电驱动系统，VCU、MCU和BMS三个模块均需要使用PCB，新能源汽车PCB使用量达到5-8平方米/辆，且电驱动系统架构复杂，一般使用稳定性更好的多层板，单体价格相对更高。根据Prismark报告，2023年全球汽车用PCB产值同比下降约3.5%，降幅显著低于全行业。未来随着汽车行业电气化、智能化和网联化等多种颠覆性技术升级迭代和渗透率提升，将为多层、高阶HDI、高频高速、耐高压、耐高温、高集成等PCB方向的汽车板细分市场提供长期增长机会。但值得注意的是，目前汽车用PCB一定程度上呈现新兴高端细分市场供给不足，中低端供给充足的特征，面对更加多元、复杂且持续变化的汽车行业，中低端汽车用PCB价格竞争预期将更加激烈，对汽车板厂商的技术实力提出了更大的考验和挑战。



**图 2 预计通信服务、汽车等领域用 PCB 增长较好**


资料来源：Prismark，中证鹏元整理

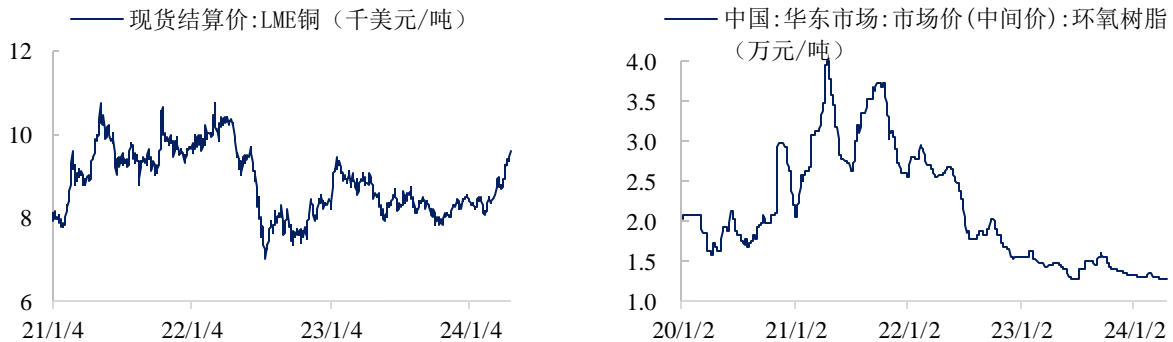
AI技术发展驱动服务器领域PCB加速升级，数据通信领域PCB景气度有望提振。2023年由ChatGPT的显著成功引发新一轮人工智能和算力革命，随着全球通用人工智能技术加速演进，人工智能训练和推理需求持续扩大，对AI服务器和高速网络系统的旺盛需求推动对大尺寸、高速高多层PCB的需求，其高负载工作环境也对PCB的规格、品质提出了更高的要求。中长期看，随着AI的应用场景逐渐落地，图像、语音、机器视觉和游戏等领域的数据将爆发式增长。为满足新应用场景下数据传输速率和运行频率不断增加的需求，服务器预计将面临持续迭代，CPU、PCIe等核心配套部件亦需持续升级，根据中国银河证券报告，PCIe总线技术的演进将推动服务器PCB层数由低至高，应用材料从低速高损耗材向高速低损耗材演进，从而推动PCB产值增长，预计从PCIe4.0升级到PCIe5.0的过程中，单台服务器的PCB总价值量将提升100%以上。

消费电子等领域需求持续低迷，叠加近年产能快速扩张，PCB厂商业绩持续面临增长压力。近年来随着国内5G建设放缓、消费类电子需求疲软，根据Prismark报告，2023年全球手机、PC用PCB产值预计同比分别下降约18%、26%，需求景气度居PCB主要应用领域末尾。近年PCB行业近年投资扩产的项目较多，PCB下游细分领域需求存在分化，前期扩产的5G通信、消费电子领域PCB产能逐步投入市场后，产能消化存在困难，引发价格竞争，且由于新增产能稼动率不足，折旧摊销等期间费用侵蚀利润，对公司的利润增长形成较大负担

2023年PCB主要原材料价格继续回落，但行业价格竞争加剧，上市公司毛利率改善情况不明显，2024年成本压力可能有所加大。2023年以来环氧树脂等核心原料价格整体下行，有助于缓解PCB行业成本压力。但2023年下游需求下行，前期行业持续扩产给PCB企业带来较大产能消化压力，部分企业为消化产能、维持市场份额而开展较激烈的价格竞争，2023年PCB上市公司毛利率同比无明显改善。铜箔、环氧树脂等主要原材料价格受大宗商品波动影响较大，2024年以来全球精炼铜供需格局从紧平衡向小幅短缺转变，铜价已呈现持续上涨态势。考虑到覆铜板行业竞争格局相对集中，PCB厂商对供应商的议价

能力偏弱，同时PCB行业向下游的价格传导存在滞后，在下游消费需求不足、价格竞争日趋激烈的情况下，2024年行业成本压力可能上升。

**图 3 2023 年 PCB 主要原材料价格走势整体下降，其中环氧树脂降幅较大**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司仍维持印制线路板、液晶显示器和覆铜板等业务均衡发展，凭借持续的研发投入及优质客户的积累，在行业内保持一定的竞争力。受2023年下游需求下降及行业竞争加剧影响，公司核心业务经营业绩均出现一定下滑。2024年以来，印制线路板领域主要原材料价格有所回升，同时叠加新投产项目带来的费用增长，公司业绩短期内承压

2023年公司经营规模整体出现下降，收入结构基本维持稳定。公司收入仍主要来源于印制线路板、液晶显示器和覆铜板业务，受下游消费电子需求低迷及产品结构调整，2023年公司印制线路板、覆铜板收入规模及毛利率同比出现下降；由于受市场竞争的加剧和终端客户去库存的综合影响，2023年液晶显示器收入亦出现一定下滑，超声电子仪器收入相对平稳，该领域市场容量有限，对公司收入及利润贡献有限。

**表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）**

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
印制线路板	5.84	46.11	14.97	25.52	46.77	18.80	29.62	44.39	21.37
液晶显示器	3.89	30.72	16.33	17.47	32.00	17.21	21.66	32.45	17.66
覆铜板	2.33	18.38	10.07	9.06	16.61	8.99	13.15	19.71	13.85
超声电子仪器及其他	0.61	4.79	43.19	2.52	4.62	52.13	2.30	3.45	49.79
<b>合计</b>	<b>12.66</b>	<b>100.00</b>	<b>15.84</b>	<b>54.57</b>	<b>100.00</b>	<b>18.20</b>	<b>66.73</b>	<b>100.00</b>	<b>19.66</b>

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告、公司提供，中证鹏元整理

### （一）印制线路板业务

跟踪期内公司与主要客户保持较好合作关系，同时继续推进本期债券募投项目产能建设，产能规模提升，但受消费电子需求疲软、同业降价抢单等的影响，2023年公司产品单价和收入规模下降，未来仍需关注行业竞争的加剧及募投项目收益的实现情况

2023年公司有序推进本期债券募投项目投产，产能规模获得提升。公司印制线路板业务主要仍由子公司汕头超声印制板公司和汕头超声印制板（二厂）有限公司（以下简称“印制板二厂”）负责，生产基地位于汕头市，2022年公司印制线路板年产能整体仍维持在120万平方米，其中双面20万平方米、多层40万平方米、HDI板50-60万平方米。同时，2023年完成本期债券募投项目投产，公司印制板年产能提高至140万平方米，有助于提升公司接单能力。但相较于国内PCB头部企业，公司产能扩充速度相对较缓。

公司产量虽有所增长，但产品单价下降，同时本期债券募投项目收益暂不及预期。从公司实际产能利用情况看，考虑不同产品的工序流程，实际产能会随产品难度增加而下降；此外，基于定制化产品特性和柔性化生产的考虑，公司会优先考虑高端产品生产，剩余产能填补低端产品。2023年公司整体生产规模有所提升，但受行业竞争加剧，同业降价抢单影响，产品平均单价下降较多。同时，中证鹏元注意到，受订单不足及产能爬坡影响，本期债券募投项目实施主体印制板三厂当期净利润亏损7,944.37万元，对公司整体利润规模形成拖累。考虑公司目前消费电子等领域市场需求复苏周期较长，未来仍需持续关注印制板三厂的产能消化及盈利情况。

**表2 公司印制线路板产销情况**

产品	项目	2023年	2022年
印制线路板	年产能（平方米）	1,400,000	1,200,000
	产量（平方米）	932,326	883,254
	销量（平方米）	913,915	901,497
	产销率	98.03%	102.07%
	平均单价（元/平方米）	2,793	3,286

注：上述产能为公司的设计产能，公司主要根据客户订单情况灵活安排生产，因此实际产能跟设计产能可能有所不同。  
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司印制线路板客户群体及结构较为稳定。销售方面，印制线路板客户目前集中在通信、智能移动终端、汽车电子等领域，其中智能移动终端和汽车电子占比约60%，客户主要为海拉、博世、哈曼、马瑞利、广和通等；车载及工控领域占比约38%，与液晶显示器业务客户存在重叠。销售结算方面，公司与客户一般为月结90天，国外客户一般采用T/T付款等。

2023年公司保持较高研发强度，技术积累不断提升，为业务发展奠定较好的基础。公司依托省级重点工程技术研究开发中心、省级企业技术中心、国家级博士后科研工作站等科研主体，持续开展相关产品的研发工作，并拥有国务院特殊津贴专家、广东省“特支计划”科技创新领军人才、广东省“扬帆计划”高层次人才等一批高精尖技术人才组成的核心研发团队，研发人员保持稳定。2023年公司继续深入

开展新产品、新工艺、新材料等技术研究开发活动116项，并有61项完成研发并投入生产应用，22项突破关键技术并部分应用于企业生产过程。此外，公司不断推动本期债券募投项目智能系统配合体系建设，提升全厂自动化、智能化水平，为后续产能提升及获取优质客户订单奠定良好的基础。

公司作为中国电子电路行业协会名誉理事长单位及中国光学光电子行业协会液晶分会常务理事单位，长期入围全球PCB百强企业、中国电子元件百强企业的排序。

## （二）液晶显示器业务

**公司液晶显示器业务主要集中于车载领域，客户关系较为稳定且优质，但受市场竞争的加剧和终端客户去库存的影响，2023年收入出现下滑，同时需关注原材料价格低位反弹带来的成本压力**

公司液晶显示器业务主要包括液晶显示屏（TN、STN）、液晶显示模组（TN、STN、TFT）等的生产，主要应用于车载显示、工业控制、通讯、智能家居、医疗器械等领域，产品应用领域较广泛，但目前公司产品主要集中于车载显示领域。

跟踪期内，公司液晶显示产品客户仍较为稳定。公司液晶显示产品客户覆盖了博世、马瑞利等知名汽车配件厂商，以及西门子、飞利浦、松下等大型工业企业，其中车载领域客户对产品稳定性的要求较高，上下游合作关系较为稳定。公司通过增强内部中大尺寸工控、车载TFT后端组装的能力，提高产品垂直一体化的综合服务能力，着重于盖板，全贴合和高可靠柔性触摸屏等新产品的研发工作。

公司液晶显示器整体产能保持稳定，产销量同比下降较多，收入规模持续下滑。公司液晶显示屏主要为TN、STN等的产品，由于公司部分液晶显示屏主要供液晶显示模块配套使用，故整体产销率仍较低。公司液晶显示模块包含液晶显示模组、触控模组及液晶触控显示模组等产品，实际产能会随不同时期各产品的比例不同而变化。液晶显示模块采用以销定产的生产模式，故整体产销率仍较高。从设备利用情况来看，受市场竞争的加剧和终端客户去库存的影响，2023年液晶显示屏及液晶显示模块产销量均下降较多，当期液晶显示器收入同比下降19%。

**表3 公司液晶显示器产销情况**

产品	项目	2023年	2022年
液晶显示屏	年产能（平方米）	420,000	420,000
	产量（平方米）	531,385	608,737
	销量（平方米）	161,058	177,509
	产销率	30.31%	29.16%
液晶显示模块	年产能（套）	46,000,000	46,000,000
	产量（套）	30,370,683	38,147,138
	销量（套）	31,732,076	37,679,234
	产销率	104.48%	98.77%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司液晶显示器原材料采购价格波动较大，对成本管控提出较高要求。公司液晶显示器主要原材料包括玻璃、芯片（IC）、背光、膜材及TFT，2023年受消费电子等领域需求回落影响，显示器部分原材料价格继续呈下降趋势，其中玻璃采购单价降幅接近30%，同时，汽车领域芯片领域缺货现象大幅缓解，当期芯片采购价格下降超过10%。但如TFT、背光等原材料价格降幅大幅收窄或小幅上升，未来仍需原材料价格低位反弹带来的成本压力。

**表4 公司液晶显示器主要原材料采购价格情况**

原材料	2023年		2022年	
	均价	变动	均价	变动
玻璃（元/平方米）	170.79	-29.08%	240.81	-32.88%
芯片（IC）（元/片）	6.51	-12.83%	7.47	33.89%
背光（元/片）	4.88	1.43%	4.81	-0.42%
膜材（元/片）	10.46	-5.12%	11.02	-2.13%
TFT（元/片）	9.14	-4.43%	9.56	-37.42%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （三）覆铜板业务

公司覆铜板产品主要外供其他PCB厂商，跟踪期内产能相对稳定，但受市场需求下降及行业竞争加剧影响，2023年覆铜板业务收入及毛利率继续下滑，且未来仍面临一定的业绩压力

公司覆铜板产品种类较为丰富。公司生产的覆铜板主要包括常规FR-4、超薄覆铜板及半固化片，及无铅、无卤、高品质FR-4、高TG、高导热、高频高速等环保型高性能覆铜板及半固化片。

公司覆铜板产品仍主要外供其他PCB厂商。跟踪期内，公司覆铜板业务客户群体未发生重大变化，部分覆铜板产品会作为公司印制电路板原材料使用，但外部销售占比仍较高，外部销售客户主要为国内上市印制电路板公司。

跟踪期内，公司覆铜板产能较为稳定，产销量同比均有所下滑。跟踪期内，公司覆铜板业务产线主要进行日常设备更新，整体产能与上年持平。2023年市场需求持续低迷影响，公司覆铜板业务出货速度放缓，产销率同比有所下降，整体产能利用不足。

**表5 公司覆铜板产销情况**

产品	项目	2023年	2022年
覆铜板	年产能（张）	10,900,000	10,900,000
	产量（张）	6,659,802	7,409,790
	销量（张）	6,567,895	7,391,890
	产销率	98.62%	99.76%
半固化片	年产量（卷）	124,493	137,737
	销量（卷）	124,324	138,119
	产销率	99.86%	100.28%

注：上述产能为公司的设计产能，公司主要根据客户订单情况灵活安排生产，因此实际产能跟设计产能可能有所不同。  
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司面临一定的原材料成本管控压力。公司覆铜板主要原材料以铜箔、树脂、玻璃布为主，2023年主要原材料采购单价均延续下降趋势，虽有助于降低成本端的压力，但由于国内同业新增产能持续释放导致竞争加剧，产品价格回调力度更大，覆铜板业务的毛利率亦持续下滑，2023年毛利率已降至10%以下，并呈进一步下行趋势。而2024年一季度以来原材料价格有所回升，公司向下游客户转移材料成本存在一定滞后期，对原材料采购的成本管控能力提出较高要求。

**表6 公司覆铜板主要原材料采购价格情况**

原材料	2023年		2022年	
	均价	变动	均价	变动
铜箔（元/公斤）	76.19	-10.07%	84.72	-9.24%
树脂（元/公斤）	18.65	-29.44%	26.43	-8.07%
玻璃布（元/米）	2.93	-16.52%	3.51	-41.35%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 六、财务分析

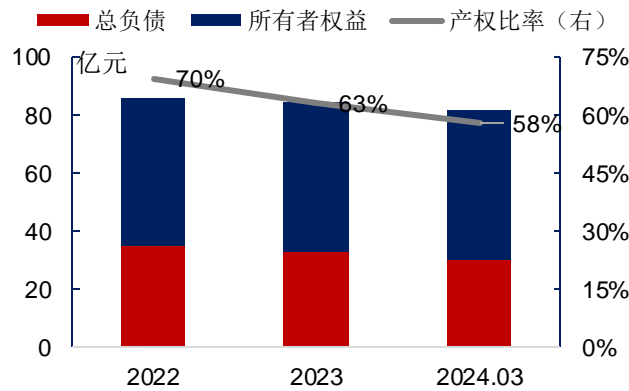
### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准的无保留意见的2021-2022年审计报告、经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准的无保留意见的2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并报表范围无变化，截至2023年末公司合并范围一级子公司共计9家。

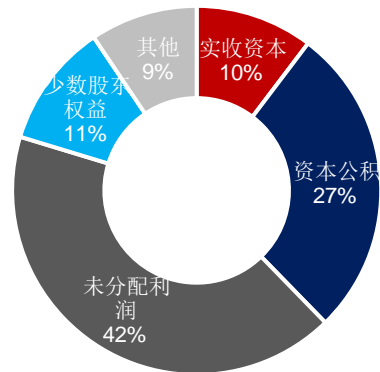
### 资本实力与资产质量

受益于公司利润积累权益规模持续上升，但经营性债务的缩减导致总资产规模略有下降；期末货币资金较为充裕，但应收款项和存货对资金占用仍较多，同时本期债券募投项目投产，也导致固定资产占比大幅提升，面临一定的产能消化压力

跟踪期内，公司无重大权益及债务融资，营收规模下降，导致应付账款等经营经营性债务下降，综合影响下，2024年3月末公司产权比率下降至58%，净资产对负债的保障程度小幅提升。

**图 5 公司资本结构**


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告、未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图 6 2024 年 3 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产以应收账款、存货、固定资产为主。截至 2023 年末，公司共有 2.58 亿元资产使用受限，主要包括用于开立银行承兑汇票的保证金、保函保证金，用于银行借款抵押的固定资产、土地使用权，已背书或贴现的应收票据等。

随着本期债券募投项目的逐步建设、投产，跟踪期内公司在建工程转固，由于本期债券募投项目涉及的厂房预留了未来拟规划的扩产产线的场地，故固定资产规模大幅上升。同时，中证鹏元注意到，2023 年以来受下游需求不振影响，本期债券募投项目的产能释放尚处于爬坡阶段，相应的折旧摊销压力有所加大。

流动资产方面，公司现金类资产主要为银行存款，2023 年末货币资金中有 0.33 亿元系银行承兑汇票保证金、保函保证金等而使用受限。公司应收账款占资产比重整体较高，对营运资金占用大，账龄主要集中在 1 年以内，前五大客户应收款占应收账款期末余额的比重为 51.31%，多为与公司建立了长期、稳定的合作关系，回收风险相对较小。由于公司主要产品生产周期较短，对生产连续性及时性及供货及时性要求较高，需要备有充足的原材料及产成品，公司仍维持一定规模的存货。此外，2023 年末公司存货跌价准备余额为 0.42 亿元，仍存在一定的跌价损失风险。

**表 7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2024 年 3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	17.11	20.83%	19.87	23.53%	18.95	22.08%
应收账款	13.80	16.80%	15.45	18.29%	17.92	20.87%
存货	9.45	11.51%	9.84	11.65%	10.88	12.67%
<b>流动资产合计</b>	<b>46.94</b>	<b>57.15%</b>	<b>49.19</b>	<b>58.24%</b>	<b>53.03</b>	<b>61.76%</b>
固定资产	31.01	37.75%	30.29	35.86%	19.21	22.38%
在建工程	1.01	1.23%	2.02	2.39%	10.32	12.03%

非流动资产合计	35.19	42.85%	35.27	41.76%	32.83	38.24%
资产总计	82.14	100.00%	84.46	100.00%	85.85	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

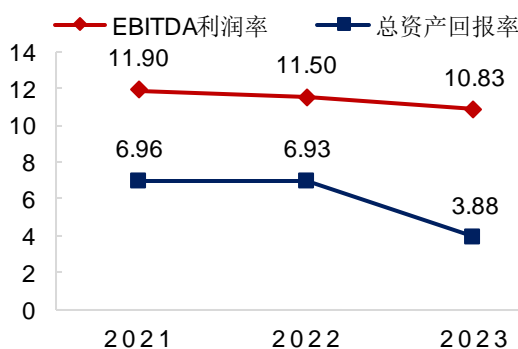
多元化的业务发展有助于分散公司的经营风险，但受整体外部需求疲软影响，公司收入及利润出现下滑，短期内仍承压，此外公司外销占比较高，仍面临一定的汇率波动风险

跟踪期内，公司收入结构未发生较大变化，仍主要来源于受益于印制线路板、液晶显示器和覆铜板，产品线相对多元，可在一定程度下分散单项业务需求下滑对公司经营的影响，但受整体外部需求疲软影响，公司营业收入和利润均出现一定程度的下降。覆铜板作为印制线路板领域的主要原材料，受消费电子等终端需求下滑的影响更大；印制线路板业务受外部需求下降，导致原有产线订单不足，本期债券募投项目的订单结构不及预期，规模效益不显，毛利率下滑较多。公司显示器业务则受日益加剧的市场竞争和终端客户去库存的综合影响，收入和利润均出现下滑。同时，受本期债券募投项目转固带来的折旧费用及利息支出的增长，2023 年公司 EBITDA 利润率和总资产回报率均出现下降。

2024 年一季度，下游消费电子等领域需求未出现明显改善，公司印制线路板、覆铜板收入同比基本持平。考虑到公司下游需求复苏尚需时日、行业竞争进一步加剧、原材料价格上涨等因素影响，未来公司业绩仍将承压。

2023 年公司外销收入占比达 49.27%，占比较 2022 年有所提升。外销业务结算以美元为主，虽然 2023 年公司实现汇兑收益 1,774.08 万元，但美元兑人民币汇率波动频繁，未来仍需关注外销业务可能受美元贬值影响下对盈利带来的负面影响，以及国际贸易环境变化对公司海外业务经营可能带来的不利影响。

图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

公司刚性债务规模略有下降，但现金生产能力及杠杆指标仍表现较好，获取流动性资源的能力较



## 强，整体偿债压力可控

跟踪期内，公司刚性债务规模略有下降，负债结构有所优化。公司短期借款主要用于日常营运资金周转，呈现小幅波动。2023年公司整体经营规模有所下降，导致当期应付票据等经营性债务减少，同时债务期限结构得到优化，短期债务占比有所下降。长期债务除本期债券外，其余主要为推进本期债券募投项目的开展，而增加的长期借款，随着本期债券募投项目的完工，长期债务规模整体保持稳定。

**表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.41	11.31%	3.94	12.03%	4.17	11.84%
应付票据	1.88	6.26%	2.64	8.07%	4.31	12.25%
应付账款	7.68	25.50%	8.35	25.53%	9.41	26.71%
一年内到期的非流动负债	0.96	3.19%	0.95	2.92%	0.04	0.11%
<b>流动负债合计</b>	<b>17.47</b>	<b>58.00%</b>	<b>20.17</b>	<b>61.66%</b>	<b>22.93</b>	<b>65.10%</b>
长期借款	5.66	18.78%	5.65	17.27%	5.63	15.98%
应付债券	6.44	21.37%	6.36	19.44%	6.14	17.44%
<b>非流动负债合计</b>	<b>12.65</b>	<b>42.00%</b>	<b>12.54</b>	<b>38.34%</b>	<b>12.29</b>	<b>34.90%</b>
<b>负债合计</b>	<b>30.11</b>	<b>100.00%</b>	<b>32.71</b>	<b>100.00%</b>	<b>35.22</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	18.38	61.03%	19.58	59.87%	20.37	57.84%
其中：短期债务	6.25	20.75%	7.53	23.02%	8.52	24.20%
长期债务	12.13	40.28%	12.05	36.85%	11.85	33.64%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司各项杠杆状况指标仍表现较好。公司经营规模下降，经营活动净现金流净额有所回落。同时 2023 年公司折旧、利息支出规模有所上升，FFO 同比亦出现下降。受经营性负债下降影响，公司资产负债率整体呈下降趋势。2023 年 EBITDA 对利息的保障倍数虽下降较多，但仍处于高水平。同时，公司经营现金流持续净流入，且净债务/EBITDA、FFO/净债务等杠杆状况指标仍表现较好，整体债务压力不大。

**表9 公司现金流及杠杆状况指标**

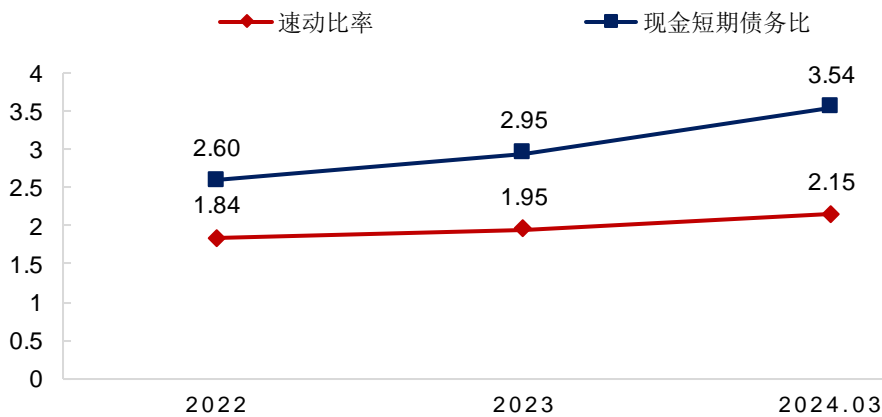
指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	1.00	6.65	8.42
FFO（亿元）	--	4.70	5.87
资产负债率	36.66%	38.72%	41.02%
净债务/EBITDA	--	-0.20	0.00
EBITDA 利息保障倍数	--	8.56	15.32
总债务/总资本	26.11%	27.45%	28.69%
FFO/净债务	--	-401.88%	109,610.56%
经营活动现金流/净债务	-29.32%	-569.21%	157,164.82%

自由现金流/净债务 -12.01% -147.93% 49,496.63%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动性比率表现较好。2024年3月末公司现金短期债务比及速动比率均大于1，其中受益于应收账款逐步回款，现金类资产仍较为充裕，且短期债务持续下降，2024年3月末现金短期债务比提升至3.54。公司是汕头市国有上市公司，股东背景较好，融资渠道较多样且相对通畅，截至2024年3月末共获得银行授信37.69亿元，其中未使用授信额度27.34亿元。整体而言公司外部融资畅通，融资弹性较好，获取流动性资源的能力较强。

**图 8 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

#### 环境因素

根据公司提供的相关情况说明及公司 2023 年年度报告，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚、不存在因废水排放而受到政府部门处罚及因废弃物排放而受到政府部门处罚。

#### 社会因素

根据公司提供的相关情况说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

#### 治理因素

目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。根据公司于2023年8月24日发布的《广东汕头超声电子股份有限公司关于免去林琪先生财务总监职务的公告》，因工作调整，免去林琪先生财务总监职务。免职后，林琪先生将在公司控股子公司汕头高威电子科技有限公司担任副总经理职务。除此外，跟踪期内公司其他董事、监事、高级管理人员未发生变动。近年公司人员稳定性较强，发展战略较为稳健。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2024年4月24日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至信息查询日（2024年6月13日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 八、结论

公司业务涵盖印制线路板、液晶显示器及触摸屏、覆铜板及半固化片、超声电子仪器等多元化领域，受外部需求整体下滑、行业竞争加剧等影响，公司2023年收入及利润出现一定幅度下滑，同时，本期债券募投项目的产能消化和收益实现存在一定不确定性，主要原材料价格的波动，也对公司的成本管控提出了较高要求。但凭借良好的技术创新和积累，公司与多家知名厂商形成稳定的合作关系，业务保持一定的竞争力，且作为印制线路板领域少数的国有上市企业，公司融资弹性较好，获取流动性资源的能力较强。整体上看，公司抗风险能力较好。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“超声转债”的信用等级为AA。

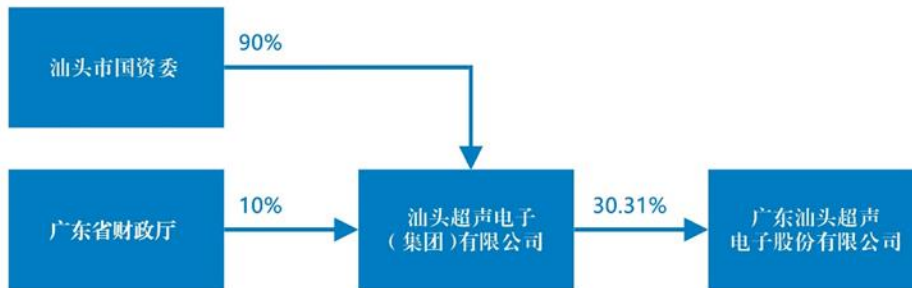
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	17.11	19.87	18.95	15.67
应收账款	13.80	15.45	17.92	18.48
存货	9.45	9.84	10.88	12.74
流动资产合计	46.94	49.19	53.03	53.57
固定资产	31.01	30.29	19.21	18.25
在建工程	1.01	2.02	10.32	7.55
非流动资产合计	35.19	35.27	32.83	29.73
资产总计	82.14	84.46	85.85	83.30
短期借款	3.41	3.94	4.17	4.37
应付票据	1.88	2.64	4.31	5.32
应付账款	7.68	8.35	9.41	12.34
一年内到期的非流动负债	0.96	0.95	0.04	0.52
流动负债合计	17.47	20.17	22.93	28.19
长期借款	5.66	5.65	5.63	1.82
应付债券	6.44	6.36	6.14	5.89
非流动负债合计	12.65	12.54	12.29	8.04
负债合计	30.11	32.71	35.22	36.23
总债务	18.38	19.58	20.37	18.00
所有者权益	52.02	51.75	50.63	47.07
营业收入	12.66	54.57	66.73	67.31
营业利润	0.25	2.66	5.40	4.93
净利润	0.20	2.29	4.97	4.41
经营活动产生的现金流量净额	1.00	6.65	8.42	6.01
投资活动产生的现金流量净额	-3.17	-4.87	-5.77	-7.38
筹资活动产生的现金流量净额	-0.60	-0.75	1.27	0.09
<b>财务指标</b>	<b>2024年3月</b>	<b>2023年</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>
EBITDA（亿元）	--	5.91	7.68	8.01
FFO（亿元）	--	4.70	5.87	6.43
净债务（亿元）	-3.42	-1.17	0.01	-1.02
销售毛利率	15.84%	18.20%	19.66%	19.58%
EBITDA 利润率	--	10.83%	11.50%	11.90%
总资产回报率	--	3.88%	6.93%	6.96%
资产负债率	36.66%	38.72%	41.02%	43.49%
净债务/EBITDA	--	-0.20	0.00	-0.13
EBITDA 利息保障倍数	--	8.56	15.32	19.00
总债务/总资本	26.11%	27.45%	28.69%	27.66%

FFO/净债务	--	-401.88%	109,610.56%	-633.60%
经营活动现金流/净债务	-29.32%	-569.21%	157,164.82%	-592.22%
自由现金流/净债务	-12.01	-147.93%	49,496.63%	150.95%
速动比率	2.15	1.95	1.84	1.45
现金短期债务比	3.54	2.95	2.60	2.03

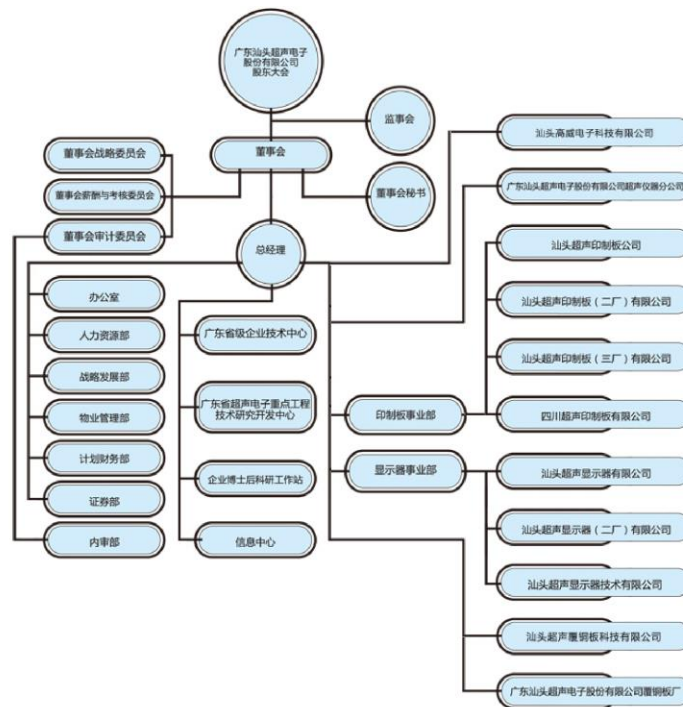
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
汕头超声印制板公司	15,990.21	75.00%	双面及多层印制线路板的研制、生产和销售
汕头超声印制板（二厂）有限公司	53,700.17	75.00%	高密度多层印制线路板的研制、生产和销售
汕头超声印制板（三厂）有限公司	50,000.00	75.00%	高密度多层印制线路板的研制、生产和销售
汕头超声显示器有限公司	7,396.87	75.00%	TN 和 STN 液晶显示器及模块以及触摸屏传感器（sensor）的研制、生产和销售
汕头超声显示器（二厂）有限公司	15,863.14	75.00%	单色、彩色 STN 型液晶显示器及模块、TFT 型液晶显示器模块、电容式触摸屏（CTP）模块的研制、生产和销售
汕头超声显示器技术有限公司	59,400.00	100.00%	电容式触摸屏（CTP）模块、触控显示一体化模块研制、生产和销售
汕头高威电子科技有限公司	1,000.00	100.00%	贸易业务
四川超声印制板有限公司	2,650.00	62.00%	双面及多层印制线路板的研制、生产和销售
汕头超声覆铜板科技有限公司	38,000.00	100.00%	覆铜板及半固化片产品的生产和销售

资料来源：公司 2023 年年度报告、公开资料，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。



## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

### 三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）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。

### 四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。