

2023年广东中旗新材料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	首次评级
主体信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
中旗转债	A+	A+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：广东中旗新材料股份有限公司（以下简称“中旗新材”或“公司”，股票代码：001212.SZ）为国内人造石英石行业上市企业，仍保持一定的品牌知名度及市场竞争优势，2023年公司开拓覆盖区域增加，维持了一定的渠道优势，推动产品销量及收入有所增长；公司现金类资产占比较高，整体流动性保持较好且杠杆水平不高，公司实际控制人为本期债券提供了连带责任担保。同时中证鹏元也关注到，近年人造石英石行业需求承压，产品价格呈下滑趋势，原材料成本高企，挤压企业盈利空间，公司盈利能力有所下滑，后续新增产能存在消化风险，应收款项存在一定的回收风险且海外业务面临一定的经营风险，募投项目能否实现预期综合效益存在不确定性等风险因素。

评级日期

2024年06月27日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	22.77	22.76	16.75	15.74
归母所有者权益	16.75	16.60	14.14	13.55
总债务	4.08	4.05	0.33	0.23
营业收入	1.34	6.90	6.57	7.25
净利润	0.15	0.78	0.86	1.41
经营活动现金流净额	0.71	0.35	0.54	1.60
净债务/EBITDA	--	-6.29	-5.60	-4.42
EBITDA 利息保障倍数	--	3.94	111.20	173.91
总债务/总资本	19.56%	19.57%	2.27%	1.69%
FFO/净债务	--	-11.38%	-14.20%	-18.26%
EBITDA 利润率	--	15.50%	17.56%	25.56%
总资产回报率	--	5.13%	6.16%	14.06%
速动比率	8.18	7.47	4.02	6.05
现金短期债务比	410.38	176.32	33.51	151.30
销售毛利率	19.67%	19.93%	22.77%	29.43%
资产负债率	26.32%	26.94%	15.37%	13.68%

注：2021-2023年净债务指标为负。

资料来源：公司2021年-2023年年度报告及未经审计的2024年一季报，中证鹏元整理。

联系方式

项目负责人：蒋申
jiangsh@cspengyuan.com

项目组成员：王清洋
wangqy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司为人造石英石行业上市企业，仍具有一定的品牌知名度及市场竞争优势。**公司主要从事人造石英石装饰材料研发、生产、销售和服务，其自有品牌“赛凯隆”具有一定的品牌知名度，且为主要一线家居品牌的主供应商，公司销售网络覆盖全国及海外，2023 年公司开拓覆盖区域增加，维持了一定的渠道优势，推动产品销量及收入有所增长。
- **公司现金类资产占比较高，资产受限比例低，整体流动性较好。**截至 2024 年 3 月末，公司货币资金、应收票据和应收款项融资中的应收票据等现金类资产合计 10.64 亿元，占总资产的 46.72%，且现金类资产受限比例很低。本期债券发行使得 2023 年末公司资产负债率提升至 26.94%，但整体杠杆水平仍不高，现金短期债务比处于很高水平。

关注

- **近年人造石英石行业需求承压，产品价格呈下滑趋势，进一步挤压企业盈利空间。**目前公司的销售模式主要为直销，下游客户主要为定制家居企业、人造石英石品牌商等，市场需求与房地产市场景气度高度相关，2023 年房地产行业继续筑底震荡，人造石材行业需求承压，公司产品均价整体有所下滑，毛利率有所下降，挤压公司盈利空间。
- **新增产能消化风险仍需关注。**2023 年公司人造石英石板材产能提升至 283.80 万平方米，随着公司在建项目的持续建设，后续预计产能仍会进一步扩充，但项目建设进度延后，在当前行业下游需求下行情况下，后续新增产能或面临一定的消化风险。
- **原材料成本仍居高位，使得公司仍面临一定的成本控制压力。**公司产品主要原材料不饱和聚酯树脂和化工助剂为石化产品，其价格受原油价格波动和市场供需关系影响，2023 年不饱和聚酯树脂价格虽有所下降，但仍高位运行，同时公司产品销售均价有所降低，对利润空间造成挤压，面临一定的成本控制压力。
- **应收款项仍存在一定的回收风险。**公司应收账款主要为应收下游定制家居企业的货款，账龄基本在一年以内。2023 年公司对信用风险较高的房地产客户按单项信用计提坏账准备的应收账款账面余额为 311.00 万元，坏账计提比例由 2022 年的 20% 提升至 50.00%；按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款账面余额为 10,764.73 万元，计提比例为 5.39%。下游定制家居行业受地产景气度影响较大，公司相关应收款项仍存在一定的回收风险。
- **海外业务仍存在一定风险。**由于贸易摩擦，使得国内人造石英石产品基本失去美国主要市场，2023 年公司海外业务收入占比仍较高，主要集中在韩国和澳洲，近年国际环境变动较大，或仍会对公司海外业务稳定性产生一定影响。
- **募投项目能否实现预期综合效益存在一定的不确定性。**本期债券募投项目主要为实现公司现有产品主要原材料人造石英石填料的自供，同时为公司开发液晶显示玻璃用石英粉、超纯超细电子电工填料用石英粉以及光伏玻璃用低铁石英砂等新产品，系公司开拓新赛道向上游石英硅晶新材料延伸，受市场环境、产业政策变化，上述项目能否实现预期综合效益仍存在不确定性。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为目前国内人造石英石行业上市企业，主要客户合作关系较为稳定，人造石英石产品仍具有一定的市场竞争力。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用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	3/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	3/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		3/7	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					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

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 a+，反映了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。

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
中旗转债	5.40	5.40	2023-06-17	2029-03-03

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2023年3月发行6年期5.40亿元可转换公司债券（截至2024年6月27日转股价格为30.02元/股），募集资金计划用于罗城硅晶新材料研发开发制造一体化项目（一期）项目，截至2024年4月03日，本期债券募集资金专项账户余额为42,059.50万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2024年3月末，公司注册资本及实收资本均为1.18亿元，公司第一大股东珠海羽明华企业管理有限公司（以下简称“珠海羽明华”）持股比例为30.75%，第二大股东周军直接持有公司20.86%的股权，且周军通过珠海羽明华及青岛明琴企业管理合伙企业（有限合伙）¹分别间接持有公司22.41%、0.28%的股权，周军直接及间接合计持有公司43.54%的股权，仍为公司的实际控制人。截至2024年3月末，公司前五大股东质押股份数量占持股数量的比重为46.20%。具体股权结构图见附录二。

表1 截至2024年3月末公司前五大股东明细

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量（万股）	股份质押情况（万股）
珠海羽明华企业管理有限公司	境内非国有法人	30.75%	3,624.40	1,802.58
周军	境内自然人	20.86%	2,458.95	1,226.68
胡国强	境内自然人	2.93%	345.80	95.00
上海久铭投资管理有限公司-久铭专享 29 号私募证券投资基金	其他	1.46%	171.80	0.00
张启发	境内自然人	1.38%	162.25	0.00
合计		-	6,763.20	3,124.26

资料来源：公司2024年一季度报告，中证鹏元整理

公司仍主要从事人造石英石装饰材料研发、生产、销售和服务，产品类型主要有人造石英石板材和台面，广泛应用于厨房、卫浴、酒店、商场等室内装饰装修领域。2023年公司无新纳入合并范围的子公司，转让子公司2家，注销子公司1家。截至2023年末，公司纳入合并范围的子公司共计5家，详见附录四。

表2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

¹ 原名“明琴（厦门）企业管理合伙企业（有限合伙）”。

2023年不再纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
天津东弘家居石材制品有限公司	100%	0.03	非金属矿物制品业	转让
赛凯隆（厦门）装饰材料有限公司	100%	0.20	零售业	注销
广西罗城新联矿业有限公司	100%	0.31	采矿业	转让

资料来源：公司 2023 年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

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

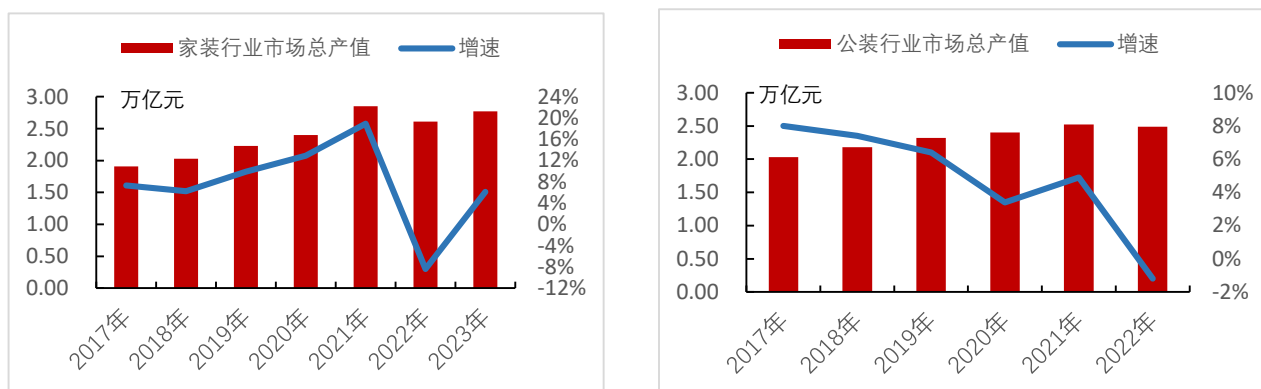
不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

房地产市场景气度持续低迷影响装修市场需求有所下行，其中，人造石英石传统需求市场家装领域稳中回暖，新兴市场公装领域放缓，使得人造石英石市场需求下行、竞争加剧；技术及性能的升级将推动人造石英石进一步替代传统建筑装饰石材，可为行业提供一定增量市场空间

住宅装修市场是定制家居行业的下游，也是人造石英石产品最重要的终端消费市场，近年在房地产市场景气度持续低迷影响下家装需求下行，目前我国公共建筑装饰使用的台面材料仍是以传统的天然石材、层压板等传统材料为主，经过近年的技术提升和规模化生产，人造石英石有不断向酒店、写字楼、商场、医院等公装领域扩张的趋势，公装领域将逐渐成为人造石英石行业新的业绩增长点。但近年由于商业地产热潮已退，我国公装行业市场规模增速日渐放缓，2023年公装行业总产值有所下滑。

图 1 家装行业有望稳中回暖，公装行业逐渐放缓



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

目前人造石英石行业内企业数量众多，行业集中度较低，市场竞争较为激烈。只有少数几家企业具备较强的自主研发能力和产品设计能力，拥有良好的品牌形象和优质的销售渠道，市场竞争力较强。而大多数同类企业规模偏小，缺乏自主研发能力和产品设计能力，这些企业在未建立自有品牌和稳定的销售渠道的情况下，难以迅速提升自身产品的市场竞争力和影响力，只能依靠低价在低端市场占据一席之地，因而低端市场的竞争环境更为激烈。2023年以来行业需求承压、竞争加剧背景下，产品价格整体呈下降趋势，行业内企业盈利空间进一步压缩，但人造石英石作为绿色低碳建材，目前行业尚处于成长期，国家对资源综合利用的高度重视，为人造石英石行业发展营造了良好的政策环境，同时城镇化进程，居民消费结构升级，全装修趋势增强，以及人造石英石对传统台面材料形成替代效应，预计未来人造石英石行业仍有增量市场空间。

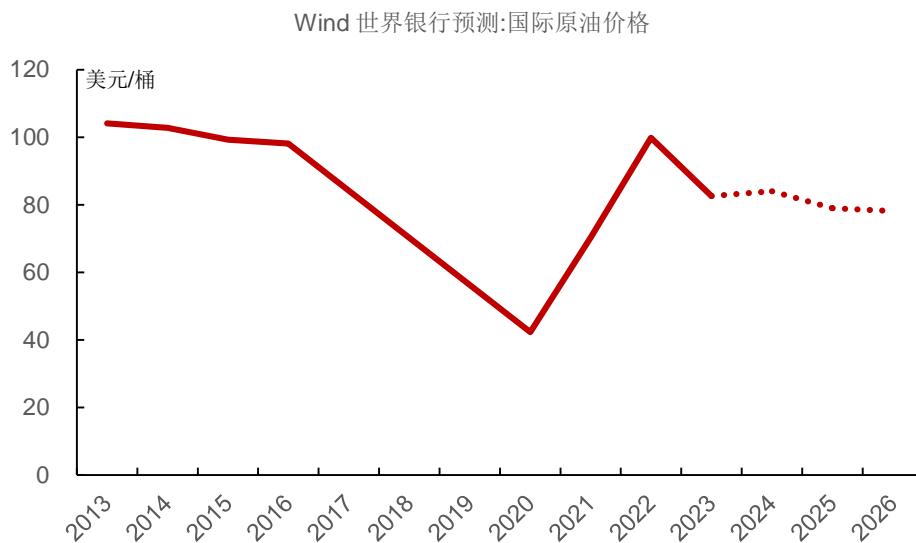
2023 年以来主要原材料不饱和聚酯树脂价格虽有所回落但仍高位运行，使得人造石英石企业仍面临一定的成本控制压力

人造石英石生产所需的原材料主要包括不饱和聚酯树脂、石英填料、化工助剂、色粉色浆等，其中不饱和聚酯树脂和石英填料是最主要的原材料，相应上游行业主要为石油化工行业中的不饱和聚酯树脂制造业、石英矿开采加工、废玻璃回收加工等行业。

石英填料主要可以细分为石英砂、石英粉、碎玻璃三大类，其中石英砂、石英粉是采用矿山开采出的石英矿石经过粉碎、筛选、水洗等工艺加工而成，一般细度在 120MESH 以内的产品称为石英砂，细度超过 120MESH 的产品称为石英粉。不同领域对石英砂性能指标的要求不同，因此价格亦存在很大差异。碎玻璃主要来自废弃玻璃制品、建筑垃圾等，属于废弃物的回收利用。

不饱和聚酯树脂上游主要为大型石油化工企业，国际原油价格的波动将直接影响不饱和聚酯树脂的生产成本和市场报价。2023 年以来，国际原油价格略微下滑，不饱和树脂价格相应有所下滑，但仍处于高位。人造石英石企业产品销售毛利率受不饱和树脂市场价格影响较大，仍面临一定的成本控制压力。

图 2 2023 年以来，国际原油价格持续高位运行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司为国内专业从事人造石英石建筑装饰材料研发、生产、销售和服务的上市公司，销售网络覆盖全国各地，仍具备一定的品牌知名度和竞争优势；2023年新增产能释放及拓展销售区域推动营业收入有所增长，但行业需求承压、竞争加剧背景下，产品价格维持下降趋势，盈利空间进一步压缩

公司主要从事人造石英石装饰材料研发、生产、销售和服务，近年公司收入基本来自于人造石英石

板材及台面。受近年房地产行情仍处于景气低谷影响，人造石英石行业需求下行，整体产品价格下滑，公司通过开拓下沉市场，维持收入增长，但毛利呈下滑趋势。

表3 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
板材	0.96	71.81%	19.81%	4.78	69.29%	22.64%	4.24	64.54%	24.37%
台面	0.37	27.93%	18.57%	2.10	30.39%	13.10%	2.29	34.90%	19.52%
加工费	0.00	0.00	-	0.001	0.02%	-122.91%	0.02	0.25%	-31.60%
其他收入	0.003	0.26%	100.00%	0.02	0.31%	92.33%	0.02	0.31%	100.00%
合计	1.34	100.00%	19.67%	6.90	100.00%	19.93%	6.57	100.00%	22.77%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告及公司提供的未经审计的 2024 年一季度数据，中证鹏元整理

公司是国内人造石英石行业上市企业，产品品牌仍具有一定的知名度，且为主要一线家居品牌的主供应商，在品牌、渠道、研发生产等方面仍具有一定的竞争优势

公司是国内人造石英石行业上市企业，主要产品为人造石英石板材和人造石英石台面，公司产品品牌“赛凯隆”具有一定的知名度，产品广泛应用于厨房、卫浴、酒店、商场等室内装饰装修领域。在渠道建设方面，公司主要销售模式仍为直销，已成为索菲亚（002572.SZ）、欧派家居（603833.SH）、尚品宅配（300616.SZ）、金牌厨柜（603180.SH）、志邦家居（603801.SH）等一线家居品牌的主要人造石英石产品供应商；在国际市场上公司已获得美国杜邦、LX Hausys, Ltd（LX 集团）、乐天集团等认可，并成为其在人造石英石领域重要的供应商之一。

在研发生产方面，公司研发人员数量及支出规模较为稳定。截至2023年末，公司及控股子公司现有中国发明专利25项，美国发明专利2项，实用新型专利58项，计算机软件著作权12项，其中发明专利较2022年末增加4项。

表4 公司研发投入情况

项目	2024年 1-3月	2023年	2022年
研发人员数量（人）	104	105	100
研发支出（万元）	401.31	2,415.04	2,266.31
研发支出/营业收入	3.00%	3.50%	3.45%

资料来源：公司2022-2023年年度报告及公司提供的未经审计的2024年一季度数据，中证鹏元整理

2023年公司销售区域增加，维持了一定的渠道优势，推动产品销量及收入有所增长，但仍需关注在市场需求收缩、竞争加大下，公司面临产品价格下滑及一定的应收下游款项回收风险；同时海外销售占比仍较高，存在一定的经营风险

公司销售区域广泛，国内客户覆盖全国各地，由于华南、华东区域经济发展水平较高，主要定制家居企业客户、上市公司主要集中在华南、华东区域，以及华南、华东区域地产企业聚集，公司业务收入主要分布在华东及华南区域，2023年华东和华南地区收入占营业收入的比重分别为43.83%和22.71%，

占比变动不大，受公司湖北工厂产能释放，同时公司开拓湖北工厂周边区域市场影响，华中、西南区域2023年收入规模大幅增长，占比有所提升。

公司出口业务是主营业务的重要组成部分，由于贸易摩擦，2018年以来，美国对从中国进口的人造石英石实行反倾销政策，加征高额反倾销税率，公司基本丧失美国主要市场，2023年以来公司海外销售区域仍主要集中在韩国和澳洲，虽然近年公司持续开拓海外客户，但受市场行情及国际环境影响，2023年海外业务收入及占比下滑。需注意的是，近年国际地缘环境动荡及贸易摩擦等可能会对公司海外业务产生不利影响，以及汇率波动对公司盈利水平的影响。

表5 公司营业收入分区域情况（单位：万元）

项目	2024年1-3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华东	5,721.55	42.82%	30,253.87	43.83%	29,177.36	44.44%
华南	3,136.90	23.48%	15,676.06	22.71%	14,979.44	22.82%
华北	476.75	3.57%	2,513.03	3.64%	3,057.22	4.66%
华中	892.72	6.68%	4,484.53	6.50%	2,065.42	3.15%
西南	301.56	2.26%	1,533.77	2.22%	873.73	1.33%
西北	75.64	0.57%	348.17	0.50%	470.09	0.72%
东北	168.20	1.26%	815.18	1.18%	496.49	0.76%
外销	2,553.23	19.11%	13,185.54	19.10%	14,327.07	21.82%
其他收入	34.88	0.26%	213.98	0.31%	204.70	0.31%
合计	13,326.56	100.00%	69,024.12	100.00%	65,651.52	100.00%

资料来源：公司2022-2023年年度报告及公司提供的未经审计的2024年一季度数据，中证鹏元整理

由于公司主要生产板材及定制化台面等产品，生产周期较短，一般为一周左右，除常规畅销产品外无需常备大量库存，2023年受益于湖北地区覆盖的销售区域销量增长，公司板材销量有所增长，产销率有所提升。售价方面，由于受地产行情影响，市场整体萎缩、竞争加大，且近年售价较低的产品占比提升、公司下游客户议价能力较强、市场规模有限导致公司订单规模不大，以及近年批量订单增加拉低下游客户购买价格，2023年公司产品销售价格维持下降趋势。

表6 公司主要产品的生产及销售情况（单位：万平方米、万延米）

类别	项目	2023年	2022年
人造石英石板材	产量	249.46	240.58
	销量	205.23	172.01
	产销率	82.27%	71.50%
	单位售价（元/平米）	233.02	256.42
人造石英石台面	产量	67.43	72.67
	销量	72.18	69.91
	产销率	107.04%	96.20%
	单位售价（元/延米）	290.60	327.78

资料来源：公司2022-2023年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

销售渠道方面，公司主要销售模式为直销，客户较为优质，为国内主要知名定制家居、厨卫和国外石英石品牌企业的供应商，主要客户包括LX集团、金牌厨柜、志邦家居、皮阿诺和青岛裕丰汉唐木业有限公司等，并进入万科集团、金茂集团等供应商体系。公司产品市场需求易受房地产市场影响，需关注近年房地产市场仍下行探底，传导到公司下游定制家居企业或对公司业务销售及回款产生一定的影响。公司前五大客户主要包括金牌厨柜、皮阿诺以及LX集团等，随着销售范围的扩大，前五大客户集中度由2022年的27.27%下降至2023年的26.96%，整体集中度仍不高。

表7 2023年及2024年1-3月公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	序号	客户名称	金额	占营业收入比重
2024年1-3月	1	第一名	1,334.10	9.98%
	2	第二名	915.73	6.85%
	3	第三名	623.31	4.67%
	4	第四名	557.64	4.17%
	5	第五名	376.50	2.82%
			合计	3,807.29
2023年	1	第一名	4,762.33	6.90%
	2	第二名	4,054.28	5.87%
	3	第三名	3,715.45	5.38%
	4	第四名	3,063.56	4.44%
	5	第五名	3,013.18	4.37%
			合计	18,608.80

资料来源：公司2023年年度报告及公司提供的未经审计的2024年一季度数据，中证鹏元整理

2023年公司通过加大区域市场开拓力度等策略消化新增产能，产能利用率稳中有升；在建项目规划产能较大，且受市场需求及竞争影响项目投产进度延后，未来随着项目的投产或将存在一定的产能消化风险

目前公司生产基地位于广东佛山和湖北黄冈，包括佛山高明一厂、佛山高明二厂和湖北工厂。2023年湖北工厂产能释放，公司人造石英石板材年产能提升至283.80万平方米，公司通过实施开拓湖北等周边区域市场及渠道下沉等策略，消化新增产能，推动产能利用率小幅提升至87.90%。

表8 公司主要生产基地分布情况（单位：万平方米、万延米）

生产基地名称	位置	主要产品	产能
广东中旗新材料股份有限公司	佛山市高明区明城镇明二路112号	石英石板材、石英石台面	257.40
中旗（湖北）新材料有限公司	黄冈市黄州区禹王街道华海大道特1号	石英石板材	26.40

资料来源：公司提供

表9 公司人造石英石板材产能利用率情况（单位：万平方米、万延米）

类别	项目	2024年1-3月	2023年	2022年
----	----	-----------	-------	-------

人造石英石板材	产量	35.63	249.46	240.58
	产能	-	283.80	276.10
	产能利用率	-	87.90%	87.14%
人造石英石台面	产量	12.77	67.43	72.67

资料来源：公司2022-2023年年度报告及公司提供的未经审计的2024年一季度数据，中证鹏元整理

截至2024年3月末，除本期债券募投项目外，公司主要在建项目包括中旗湖北一期、中旗湖北二期等。随着在建项目的持续建设，公司尚需投入一定规模的资金。公司人造石英石板材和人造石英石台面的产能将进一步增长，预计扩充板材产能450.00万平方米，人造石英石台面16.50万延米，产能扩张幅度较大，公司计划通过市场下沉，增加经销商和代理商，布局三四线城市的方式扩大销售渠道，进入中低端市场以及加大下游定制家居客户的中低端产品采购占比和开拓海外客户等方式消化新增产能，但受市场竞争及市场需求等因素影响，或将存在一定的产能消化风险，且低端市场竞争激烈，产品毛利较低，或对公司盈利能力产生一定影响。此外，本期债券募投项目系公司向上游硅晶新材料延伸，受市场环境、产业政策变化，上述项目能否实现预期综合效益仍存在一定的不确定性。

受外部环境、房地产市场低迷导致人造石英石板材市场需求增速放缓等因素影响，2023年6月27日，公司召开第二届董事会第十一次会议、第二届监事会第十次会议审议通过了《关于部分首发募集资金投资项目延期的议案》，同意将“中旗（湖北）新材料一期建设项目”达到预定可使用状态的时间由2023年8月31日延长至2024年8月31日，“研发中心信息化建设项目”达到预定可使用状态的时间由2023年8月31日延长至2024年8月31日。按照原募投实施计划，公司“中旗（湖北）新材料二期建设项目”投建时间为“中旗（湖北）新材料一期建设项目”建成投产后开始，因“中旗（湖北）新材料一期建设项目”延期，“中旗（湖北）新材料二期建设项目”建成时间顺延12个月。需关注未来公司在建项目的完工进度以及新增产能的消化情况。

表10 截至2024年3月末公司在建、拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	产品	预计扩充产能	计划总投资	已投资
中旗（湖北）新材料一期建设项目	板材	300.00 万平方米	3.87	2.68
	台面	16.50 万延米		
中旗（湖北）新材料二期建设项目	板材	150.00 万平方米	1.6	0.0004
	台面	-		
罗城硅晶新材料研发开发制造一体化项目（一期）（为本期债券募投项目）	光伏玻璃用低铁石英砂/工业硅石英砂	7.00 万吨	5.4	1.19
	板材精砂	28.00 万吨		
	板材粉	7.50 万吨		
	液晶显示玻璃用石英粉	6.00 万吨		
	超纯超细电子电工填料用石英粉	3.99 万吨		
研发中心及信息化建设项目	-	-	0.6	0.12
合计			11.47	3.99

资料来源：公司提供

公司原材料成本占营业成本比重较高，2023年主要原材料价格仍高位运行，面临一定的成本控制压力，随着募投项目投产，预计会为原材料成本控制提供一定保障

公司产品生产过程中的成本包括原材料、人工成本和制造成本，其中原材料成本占比最高，包括不饱和聚酯树脂、石英填料和化工助剂。受原材料价格仍居高位影响，近年原材料占营业成本的比重不断提升。

表11 公司营业成本构成情况（单位：万元）

项目	2024年1-3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	6,521.56	60.76%	33,862.34	61.32%	29,381.42	57.95%
人工成本	985.61	9.18%	5,090.53	9.12%	4,852.57	9.57%
制造成本	3,225.73	30.05%	16,295.73	29.56%	16,465.78	32.48%
合计	10,732.91	100.00%	55,248.60	100.00%	50,699.78	100.00%

资料来源：公司2022-2023年年度报告及公司提供的未经审计的2024年一季度数据，中证鹏元整理

从具体采购品种来看，公司主要采购原材料包括不饱和聚酯树脂、石英填料、化工助剂及色粉色浆等，其中不饱和聚酯树脂和化工助剂为石化产品，其价格受原油价格波动和市场供需关系影响，2023年以来公司不饱和聚酯树脂采购价格虽略微下滑，但仍高位运行，公司仍面临一定的成本控制压力。

表12 公司主要原材料采购情况

原材料	项目	2024年1-3月	2023年	2022年
不饱和聚酯树脂	采购数量（吨）	2,227.67	16,073.19	16,795.76
	单价（万元/吨）	0.75	0.76	0.80
	金额（万元）	1,673.36	12,243.33	13,484.51
石英填料	采购数量（吨）	14,646.37	110,515.26	127,294.25
	单价（万元/吨）	0.08	0.08	0.08
	金额（万元）	1,175.00	9,295.04	10,783.42
化工助剂	采购数量（吨）	149.5	848.87	1,023.65
	单价（万元/吨）	1.91	1.87	2.30
	金额（万元）	285.59	1,583.52	2,353.54

资料来源：公司2022-2023年年度报告及公司提供的未经审计的2024年一季度数据，中证鹏元整理

近年公司主要原材料供应商较为稳定，2023年前五大供应商集中度为28.32%，较2022年的30.52%有所下降，集中度仍不高。公司由供应链管理部负责统一采购，公司与主要供应商每年签订年度框架合同，根据实际需要下订单。通过缩短采购周期、针对不饱和聚酯树脂、石英填料等关键性原料根据价格波动制定适当的库存计划等措施，以提高资金使用效率。结算方面，公司与供应商的结算周期大部分为45天月结，部分2个月月结及款到发货。本期债券募投项目罗城硅晶新材料研发开发制造一体化项目（一期）拟在广西壮族自治区罗城仫佬族自治县新建占地12.52万平方米的硅晶新材料研发生产基地，以实现公司现有产品主要原材料石英填料的自供，项目年产35.5万吨石英填料，目前项目在建设阶段，若能顺利投产可以有效地保障公司石英填料供应的稳定性，且后续公司亦可根据市场情况控制原材料产

能供给，降低石英填料价格波动对公司经营影响，提高产品市场竞争力。

六、财务分析

财务分析基础说明

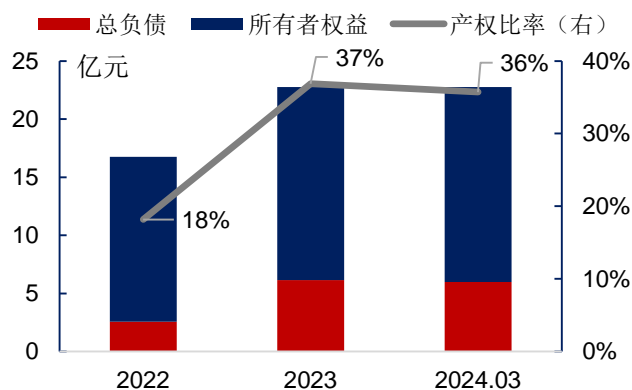
以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2023年年度报告及未经审计的2024年一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司无新增纳入合并报表范围的子公司，转让子公司2家，注销子公司1家，见表2；截至2023年末公司纳入合并报表范围的子公司共5家，详见附录四。

资本实力与资产质量

公司资产规模持续增长，现金类资产占比较高，整体资产流动性较好，但需持续关注应收账款回收情况

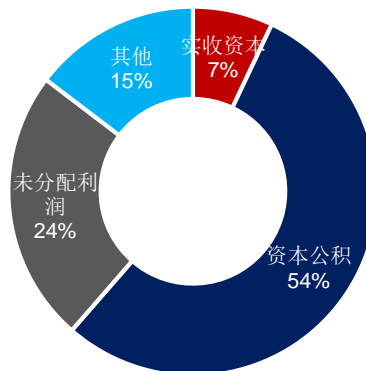
受益于公司自身经营积累，2023年公司净资产规模增加较快，同时受成功发行本期债券影响，负债总额大幅增长。综合影响下，公司产权比率有所提升，所有者权益对负债的保障程度有所降低但仍较好。

图3 公司资本结构



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

图4 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

公司资产主要由货币资金、应收账款、存货、固定资产和无形资产等构成。受成功发行本期债券募集资金到位影响，2023年末公司资产增加至22.76亿元。

2023年末，公司货币资金主要为银行存款，2023年末大幅增长主要系本期可转换公司债券募集资金到位所致，受限货币资金规模为50.30万元，受限规模较小，主要为供电保证金、阿里巴巴国际站账户收款余额和证券账户余额等。公司应收账款集中度较高，2023年末前五大应收账款对象合计占应收账款余额比例为51.37%，账龄主要集中在一年以内，考虑到应收账款对象主要为房地产行业关联的定制家居企业，且近年房地产市场景气度仍处于下行探底状态，需关注相关回收风险。2023年公司主要产品板材

销售量增长，存货周转率有所提升，产销率提升，存货账面价值有所下降，从存货构成来看，库存商品和发出商品主要为人造石英石板材及台面，截至2023年末，占存货比重分别为54.69%和18.54%，委托加工物资为企业委托外单位加工成台面耗用的板材、支付的加工费用及应负担的运杂费、支付的税费等，原材料主要为树脂、石英、辅材等材料，在产品系尚未完成生产的板材及台面。在行业整体竞争激烈，企业短期内需求及盈利空间承压的情况下，公司存货或面临一定的减值风险。

公司固定资产主要为房屋建筑物和机器设备，2023年大幅增长主要系湖北工厂部分转入固定资产，同期在建工程规模有所下降。截至2023年末，公司在建工程主要系在建湖北工厂和本期债券募投项目罗城硅晶新材料研发开发制造一体化项目（一期）等。公司无形资产主要为土地使用权等。

受限资产方面，2023年末，公司受限资产主要为货币资金中的阿里巴巴国际站账户收款余额和证券账户余额等50.30万元，受限资产规模较小。

表13 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	10.12	44.44%	9.98	43.84%	5.22	31.17%
应收账款	0.94	4.14%	1.03	4.54%	0.96	5.74%
存货	1.45	6.38%	1.45	6.38%	1.57	9.38%
其他流动资产	0.99	4.34%	0.98	4.31%	0.53	3.16%
流动资产合计	14.12	62.04%	14.54	63.89%	10.11	60.37%
固定资产	4.46	19.61%	4.57	20.07%	2.78	16.57%
在建工程	1.77	7.78%	1.22	5.38%	1.55	9.27%
无形资产	1.91	8.38%	1.92	8.43%	1.81	10.78%
非流动资产合计	8.64	37.96%	8.22	36.11%	6.64	39.63%
资产总计	22.77	100.00%	22.76	100.00%	16.75	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告及未经审计的 2024 年一季报，中证鹏元整理

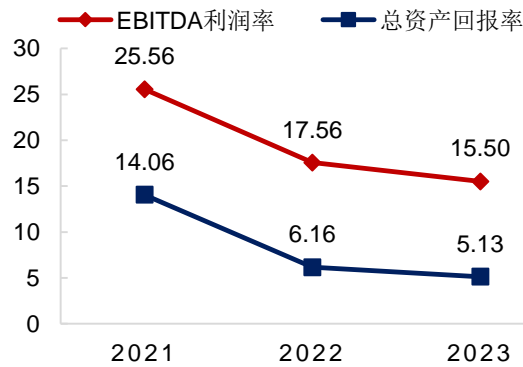
盈利能力

2023年湖北工厂部分产能释放、市场覆盖区域增加，公司营业收入有所增长，但在行业需求萎缩、竞争加剧下，产品价格持续下降，而原材料价格维持相对高位，2023年公司盈利能力下降，利润仍面临一定的下行压力

2023年受湖北工厂产能提升，公司华中、西南、东北等地区收入占比提升，公司营业收入同比增长5.14%至6.90亿元，但受公司产品价格下滑，原材料成本仍处于高位，费用类支出增长，盈利能力下降，营业利润、净利润指标同比下滑10.35%和8.90%，归属于上市公司股东的净利润同比下滑7.74%至0.79亿元，带动EBITDA利润率及总资产回报率有所下降。此外，考虑到公司应收账款对象主要为房地产行业关联的定制家居企业，且近年房地产市场景气度仍探底下行，需关注相关款项回收风险，进而会对公司

利润形成侵蚀。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 年年度报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

由于本期可转债成功发行，公司债务规模有所增加但负债水平仍较低，整体偿债压力不大，债务风险可控

受成功发行本期可转债影响，公司总债务规模大幅提升，2024年一季度末为4.08亿元，主要以长期债务为主，总债务占总负债的68.09%，主要包括银行借款、应付债券和租赁负债。短期借款主要系质押借款，长期借款主要系信用借款，租赁负债主要为房屋租赁产生。

经营性债务方面，受公司市场拓展下沉，业务规模增长，2023年末应付账款规模有所增长。合同负债主要系工程订单交付前预收一定比例的款项，其他流动负债主要系未终止确认的已背书未到期商业汇票。

表14 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	0.00	0.00%	0.01	0.14%	0.15	5.75%
应付账款	1.00	16.61%	0.98	16.02%	0.87	33.72%
合同负债	0.26	4.30%	0.25	4.13%	0.23	9.01%
其他应付款	0.07	1.18%	0.07	1.12%	0.40	15.69%
一年内到期的非流动负债	0.02	0.41%	0.05	0.88%	0.06	2.30%
流动负债合计	1.55	25.85%	1.75	28.56%	2.12	82.48%
长期借款	0.13	2.23%	0.13	2.18%	0.02	0.61%
应付债券	3.86	64.45%	3.78	61.72%	0.00	0.00%
递延收益-非流动负债	0.39	6.48%	0.39	6.44%	0.33	12.76%

非流动负债合计	4.44	74.15%	4.38	71.44%	0.45	17.52%
负债合计	5.99	100.00%	6.13	100.00%	2.57	100.00%
总债务	4.08	68.09%	4.05	66.01%	0.33	12.81%
其中：短期债务	0.02	0.41%	0.06	1.01%	0.21	8.05%
长期债务	4.06	67.68%	3.99	65.00%	0.12	4.76%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告及未经审计的 2024 年一季报，中证鹏元整理

现金流方面，2023年公司经营活动现金流保持净流入，受2023年原材料价格仍高位运行及支付前期采购应付账款影响，公司购买商品、接受劳务支付的现金较多，经营活动现金流净额有所下滑。

杠杆状况指标方面，受本期可转债成功发行影响，公司债务规模提升较快，2023年末资产负债率提升至26.94%，但杠杆水平仍不高。受利润下滑影响，公司EBITDA和FFO规模有所下降，但盈余现金大于总债务，净债务为负数，净债务/EBITDA和FFO/净债务指标表现仍较好，EBITDA、FFO和经营活动现金流对净债务的保障程度很强。

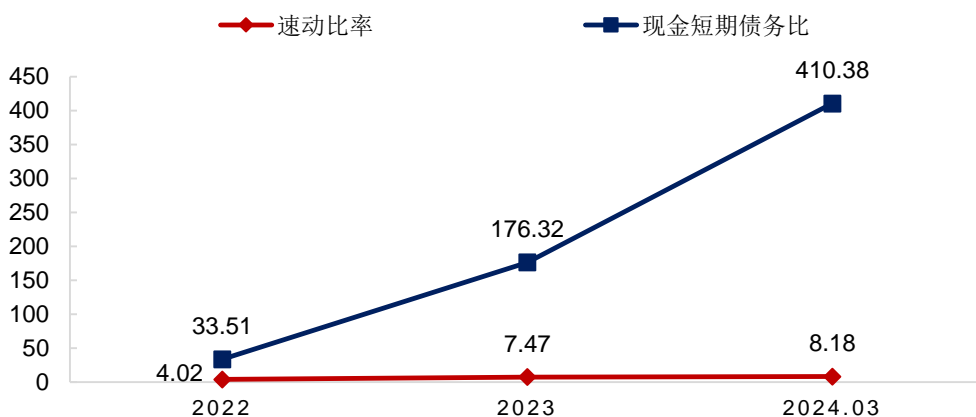
表15 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	0.71	0.35	0.54
FFO（亿元）	--	0.77	0.92
资产负债率	26.32%	26.94%	15.37%
净债务/EBITDA	--	-6.29	-5.60
EBITDA 利息保障倍数	--	3.94	111.20
总债务/总资本	19.56%	19.57%	2.27%
FFO/净债务	--	-11.38%	-14.20%
经营活动现金流净额/净债务	-11.70%	-5.20%	-8.39%
自由现金流/净债务	-0.88%	17.96%	14.51%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告及未经审计的 2024 年一季报，中证鹏元整理

公司短期债务规模较小，随着公司经营积累及本期可转债成功发行收到现金，2023年及2024年3月末公司现金短期债务比大幅提升，现金类资产对短期债务的保障能力极强，短期偿债压力很小。同时公司作为上市公司，融资渠道较为多元，截至2024年3月末，公司未使用银行授信额度为6.51亿元，且受限资产较小，具有一定的融资弹性。

图 6 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 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

根据公司提供的说明及公开查询，公司过去一年不存在因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到相关处罚的情形，未因环境因素受到相关部门的处罚。

社会因素

根据公司提供的说明及公开查询，公司过去一年不存在违规经营、产品质量与安全、员工保障健康与安全等方面的问题，无劳动诉讼事项等。

公司治理

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。近年公司管理层保持稳定，董事长及董事等均在人造石英石行业领域拥有丰富的行业经验。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2021 年 1 月 1 日至报告查询日（2024 年 06 月 17 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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至 2024 年 6 月 27 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、债券偿还保障分析

实控人周军为本期债券提供保证担保，承担连带保证责任

本次发行可转换公司债券由公司实际控制人周军提供保证担保，承担无条件不可撤销连带责任保证担保。担保范围为公司因发行本期债券所产生的全部债务，包括但不限于主债权（本期债券的本金及利息）、违约金、损害赔偿金、债券持有人为实现债权而产生的一切合理费用。担保期限为自担保函生效之日起至主债权（本期债券的本金及利息）消灭之日止。经本期债券有关主管部门和债券持有人会议批准，本期债券利率、期限、还本付息方式等发生变更时，不需另经过担保人同意，担保人继续承担担保函项下的保证责任。

九、结论

人造石英石市场需求与建筑装饰行业景气度关联度较大，家装为人造石英石的传统需求终端消费市场，房地产市场景气度持续低迷影响家装需求有所下行；技术及性能的升级将推动人造石英石逐步代替传统建筑装饰石材，预计未来随着市场渗透率的提升，人造石英石行业仍有增量市场空间。公司是国内人造石英石行业上市公司，产品产能规模及销售数量在同业中处于前列。同时中证鹏元也关注到，公司在建项目建成后预计产能提升幅度较大，新增产能存在消化风险，2023年地产行情仍处于景气低谷，下游应收款项仍存在一定的回收风险，同时人造石英石行业需求下滑，原材料不饱和聚酯树脂价格仍处于高位，挤压企业盈利空间，公司盈利能力有所下降。但公司产品仍具有一定的品牌知名度和市场竞争优势，现金类资产占比较高，资产受限比例较低，整体流动性较好且杠杆水平不高，整体来看，仍有一定的抗风险能力。

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

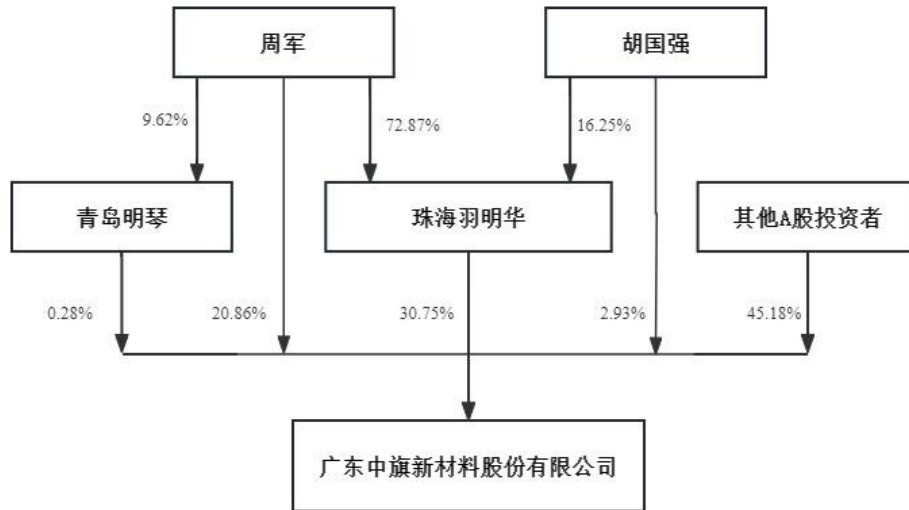
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	10.12	9.98	5.22	7.01
应收账款	0.94	1.03	0.96	1.00
存货	1.45	1.45	1.57	1.29
其他流动资产	0.99	0.98	0.53	0.15
流动资产合计	14.12	14.54	10.11	11.16
固定资产	4.46	4.57	2.78	2.49
在建工程	1.77	1.22	1.55	0.88
无形资产	1.91	1.92	1.81	0.86
非流动资产合计	8.64	8.22	6.64	4.58
资产总计	22.77	22.76	16.75	15.74
短期借款	0.00	0.01	0.15	0.00
应付账款	1.00	0.98	0.87	0.91
合同负债	0.26	0.25	0.23	0.29
其他应付款	0.07	0.07	0.40	0.07
一年内到期的非流动负债	0.02	0.05	0.06	0.06
流动负债合计	1.55	1.75	2.12	1.63
长期借款	0.13	0.13	0.02	0.00
应付债券	3.86	3.78	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
递延收益-非流动负债	0.39	0.39	0.33	0.34
非流动负债合计	4.44	4.38	0.45	0.52
负债合计	5.99	6.13	2.57	2.15
总债务	4.08	4.05	0.33	0.23
所有者权益	16.78	16.63	14.18	13.59
营业收入	1.34	6.90	6.57	7.25
营业利润	0.16	0.89	0.99	1.62
净利润	0.15	0.78	0.86	1.41
经营活动产生的现金流量净额	0.71	0.35	0.54	1.60
投资活动产生的现金流量净额	1.49	-2.40	-0.08	-7.33
筹资活动产生的现金流量净额	-0.03	5.27	-0.17	6.01
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	1.07	1.15	1.85
FFO（亿元）	--	0.77	0.92	1.50
净债务（亿元）	-6.09	-6.74	-6.45	-8.19
销售毛利率	19.67%	19.93%	22.77%	29.43%
EBITDA 利润率	--	15.50%	17.56%	25.56%

总资产回报率	--	5.13%	6.16%	14.06%
资产负债率	26.32%	26.94%	15.37%	13.68%
净债务/EBITDA	--	-6.29	-5.60	-4.42
EBITDA 利息保障倍数	--	3.94	111.20	173.91
总债务/总资本	19.56%	19.57%	2.27%	1.69%
FFO/净债务	--	-11.38%	-14.20%	-18.26%
经营活动现金流净额/净债务	-11.70%	-5.20%	-8.39%	-19.59%
自由现金流/净债务	-0.88%	17.96%	14.51%	-2.82%
速动比率	8.18	7.47	4.02	6.05
现金短期债务比	410.38	176.32	33.51	151.30

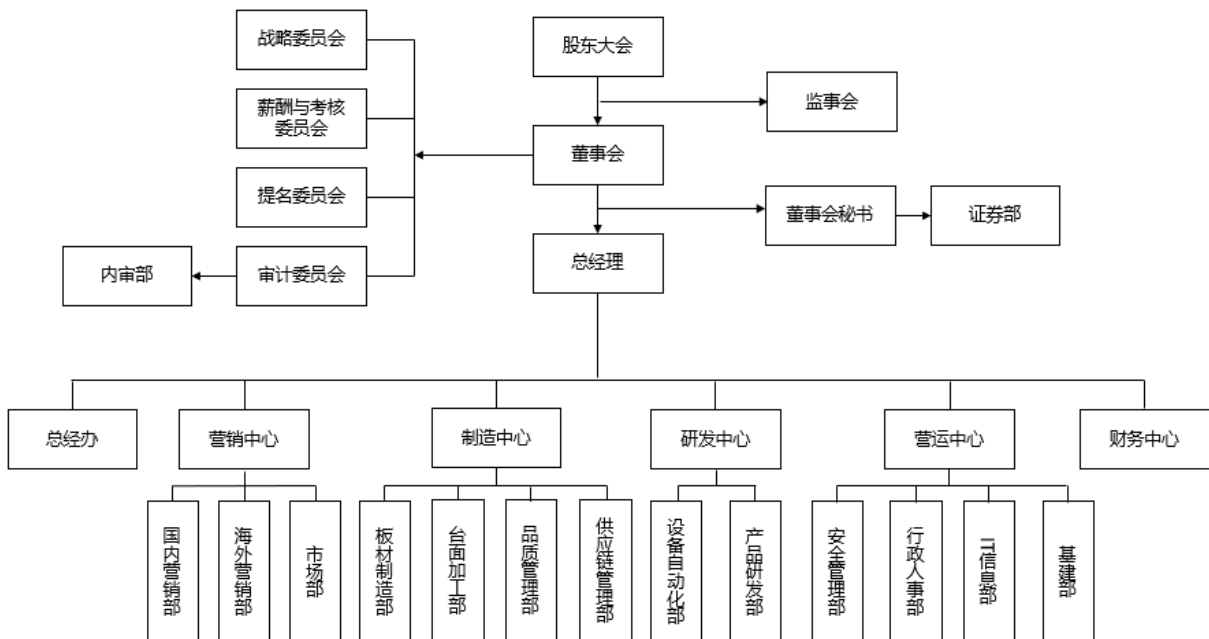
资料来源：公司 2021 年-2023 年年度报告及未经审计的 2024 年一季报，中证鹏元整理

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 截至 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
中旗（湖北）新材料有限公司	6.09	100%	非金属矿物制品业
中旗（广西）矿业有限公司	0.80	100%	采矿业
广西罗城鑫海矿业有限公司	0.44	100%	采矿业
佛山市硅之广股权投资企业（有限合伙）	0.045	33.33%	租赁和商务服务业
中旗（广西）硅晶新材料有限公司	0.50	94.00%	制造业

注：公司对佛山市硅之广股权投资企业（有限合伙）持股比例 33.33%，但其系中旗（广西）硅晶新材料有限公司的持股平台，公司能对其实施控制，因此将其纳入合并范围。

资料来源：公司提供及公开资料，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。