

四川雅化实业集团股份有限公司公开发行可转换 公司债券跟踪评级报告（2020）

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：程方誉 fycheng@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020年05月29日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪0426 号

四川雅化实业集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“雅化转债”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月二十九日

评级观点：中诚信国际维持四川雅化实业集团股份有限公司（以下简称“雅化集团”或“公司”）的主体信用等级为**AA**，评级展望为**稳定**；维持“雅化转债”的债项信用等级为**AA**。中诚信国际肯定了基建投资维持较大规模和行业集中度提升为公司提供的良好外部经营环境，公司民爆产品产能规模维持四川省第一、资质体系齐备、资本结构较为稳健以及债务结构优化等优势对其整体信用实力提供了有力支持。但同时，中诚信国际也关注到安全管理风险长期存在、盈利能力下滑、面临资产减值风险以及非公开发行面临一定不确定性等因素对公司经营和信用状况的影响。

概况数据

雅化集团（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	43.43	47.40	52.18	51.44
所有者权益合计（亿元）	28.30	29.90	31.57	31.40
总负债（亿元）	15.12	17.50	20.61	20.04
总债务（亿元）	8.42	10.91	13.77	13.12
营业总收入（亿元）	23.58	30.67	31.97	4.58
净利润（亿元）	2.68	2.29	0.77	0.05
EBIT（亿元）	3.78	3.60	2.02	--
EBITDA（亿元）	5.58	5.02	3.44	--
经营活动净现金流（亿元）	1.82	2.11	2.86	0.37
营业毛利率(%)	36.63	31.98	27.39	28.41
总资产收益率(%)	9.98	7.92	4.06	--
资产负债率(%)	34.83	36.92	39.49	38.96
总资本化比率(%)	22.92	26.73	30.37	29.47
总债务/EBITDA(X)	1.51	2.17	4.00	--
EBITDA 利息倍数(X)	13.11	7.66	4.26	--

注：中诚信国际根据 2017-2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **基建“补短板”及“一带一路”倡议等的推进支撑民爆行业市场空间，行业集中度提升有望进一步凸显企业规模优势。**我国基础设施建设投资保持较大规模，且“一带一路”倡议的推进带动西部地区基建投资和民爆产品需求的提升。行业集中度进一步上升，具备资金实力和规模优势的企业竞争地位有望进一步凸显。

■ **维持四川省民爆产品产能规模第一，爆破与工程施工业务资质齐备。**受益于新疆区域公司股权转让后划出的 0.25 万吨/年工业炸药产能重新转回内蒙古区域公司，截至 2020 年 3 月末公司工业炸药产能增至 22.80 万吨/年，为四川省最大民爆生产企业。公司具备矿山施工总承包一级和公路路基工程、隧道工程和土石方工程等专业承包资质，资质体系较为齐备。

■ **资本结构较为稳健，债务结构优化。**2019 年以来，公司逐步调整债务结构，2020 年 3 月末长期债务/总债务升至 77.28%，以长期为主的债务结构与公司投资项目未来的长期资金需求匹配程度有所优化；同期末，资产负债率和总资本化比率分别为 38.96% 和 29.47%，财务杠杆比率较低，财务结构较稳健。

关注

■ **安全管理风险。**公司主要产品为具有危险爆炸属性的特殊工业产品，在生产、储存、运输等环节均面临较大安全风险，需持续关注因偶发性因素引发安全事故的风险。

■ **2019 年以来盈利能力下滑。**受供给过剩及国内补贴退坡后新能源汽车市场需求锐减等影响，锂产品销售价格大幅下跌，同时民爆产品市场竞争激烈令价格持续下降，2019 年以来公司经营性业务利润和利润总额均有所下降，盈利能力弱化。

■ **面临资产减值风险。**2019 年因锂产品价格降幅较大，公司计提了 2.29 亿元存货跌价准备，导致年末存货规模下降，且后续或存在继续减值的可能。

■ **非公开发行面临一定不确定性。**2020 年 4 月 30 日，公司非公开发行股票数量募集资金总额不超过 15 亿元，若此次非公开发行成功后，公司资本实力或将增强，但该事项尚需经中国证监会核准，面临一定不确定性。

评级展望

中诚信国际认为，四川雅化实业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。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资产质量、资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**民爆产品和锂产品价格超预期下行、应收款项出现超预期坏账、爆破与工程施工项目长期停工等大幅侵蚀利润水平、财务杠杆大幅攀升、流动性恶化严重影响生产经营或其他导致信用水平显著下降的因素。

同行业比较

部分民爆产品生产企业主要指标对比表（万吨/年、亿元、%）

公司名称	2019				2020.3		
	工业炸药产能	营业总收入	净利润	净利润率	资产总额	所有者权益	资产负债率
保利久联	45.35	55.78	1.36	2.44	158.41	51.25	67.65
宏大爆破	26.60	59.02	3.74	6.33	75.06	37.65	49.84
江南化工	26.05	36.33	5.20	14.32	120.34	65.73	45.38
南岭民爆	16.60	25.22	0.28	1.10	34.17	20.23	40.81
雅化集团	22.80	31.97	0.77	2.40	51.44	31.40	38.96

注：“保利久联”为“保利久联控股集团有限责任公司”简称；“宏大爆破”为“广东宏大爆破股份有限公司”简称；“江南化工”为“安徽江南化工股份有限公司”简称；“南岭民爆”为“湖南南岭民用爆破器材股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	存续期
雅化转债	AA	AA	8.00	2019/04/16-2025/04/16

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

本次跟踪债项的募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。截至 2020 年 3 月末，“雅化转债”尚未使用金额 0.95 亿元，主要用于购买银行理财产品。“雅化转债”的转股期为 2019 年 10 月 22 日至 2025 年 4 月 16 日，截至 2020 年 3 月末累计共有 504,000 元“雅化转债”转换成公司股票，转股数为 56,046 股，占可转债转股前公司已发行股份总额的 0.006%，同期末尚有 799,496,000 元的“雅化转债”未转股，占可转债发行总量的 99.94%。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲

期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年以来，基础设施领域“补短板”力度加大等政策持续支撑民爆行业需求，产业结构调整有所成效；下游行业持续“去产能”等因素使得未来民爆产品市场需求增速将呈波动趋缓态势；行业集中度提升，具备规模优势的龙头企业有望受益；硝酸铵价格高位震荡，对民爆企业成本控制提出更高要求

民爆产品需求量与国家宏观经济状况及固定资产投资规模息息相关。2019 年，我国累计完成固定资产投资 551,487 亿元，同比增长 5.4%，增速较上年下降 0.5 个百分点，降幅继续收窄；其中，采矿业投资同比增长 24.1%，制造业投资同比增长 3.1%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 3.8%。随着国内产业分工的调整，我国东部沿海地区产业向中西部地区转移步伐加快，在未来几年内，东部沿海、东北以及长

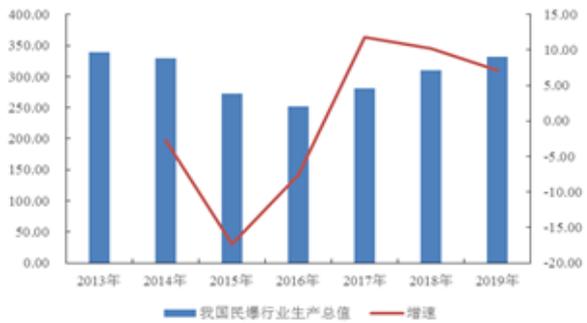
三角经济发达地区对民爆产品的需求或将呈现下降态势，而西部地区由于“一带一路”倡议的实施，我国加大对西部基础建设的投入，亦为区域内民爆行业发展带来一定正面影响。整体来看，在国家加大基础设施领域补短板力度等政策推动下，2019 年以来我国固定资产投资规模增速降幅继续收窄，为民爆行业需求提供有力支撑。同时，中诚信国际关注到，随着钢铁、煤炭、水泥等下游行业持续“去产能”，加之矿山开采和基础设施建设需求达到高峰后，大批小型落后矿山关闭，未来民爆产品市场需求增速将呈波动趋缓态势。

图 1：近年来我国固定资产投资完成额情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

图 2：近年来我国民爆行业主营业务收入情况（亿元、%）



资料来源：choice，中诚信国际整理

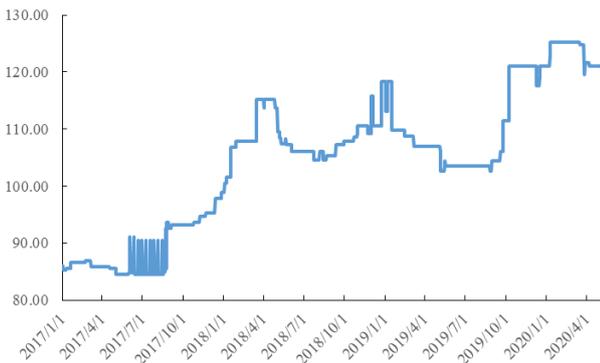
2019 年，我国民爆行业实现生产总值 332.49 亿元，同比增长 7.20%；实现利润总额 61.89 亿元，同比下降 1.51%。具体来看，民爆生产企业工业炸药产、销量分别为 440.96 万吨和 441.30 万吨，分别同比增长 3.09% 和 2.93%，其中现场混装炸药产量 118.71 万吨，同比增长 9.77%，占工业炸药产量比重提高到 26.92%；工业雷管产、销量分别为 10.97

亿发和 11.13 亿发, 分别同比减少 12.36% 和 11.60%, 其中电子雷管产量为 0.60 亿发, 同比增长 275.00%, 民爆行业产业结构调整有所成效。

近年来民爆企业加紧并购整合的步伐, 行业逐步呈现以优势企业为龙头的区域化发展、产业集中度提高和以爆破技术服务为主的发展格局。民爆企业的重组, 将进一步强化我国民爆行业同质化及细分业务整合, 能够有效化解同质化经营和无序竞争等问题。在此过程中, 具备雄厚资金、业务规模化、产业链完整等优势的企业或将保持更强的竞争及抗风险能力。

工业炸药的主要原材料是硝酸铵, 占其原材料成本的 70% 以上。2019 年国内硝酸铵均价整体大幅上涨, 并在 2020 年一季度于高位区间震荡, 进一步影响民爆器材生产企业的利润空间。

图 3: 近年来硝酸铵价格指数走势



资料来源: choice, 中诚信国际整理

出厂价格管制放开后, 民爆器材产品市场竞争更趋激烈, 部分企业采取“省内保价格、省外保市场”的营销策略, 导致部分地区出现区域外企业通过低价倾销方式争取市场份额的现象, 国内民爆产品价格及企业经营承压, 2019 年以来区域龙头企业加大与省外企业的协商力度, 低价倾销现象有所缓解, 加之原材料成本支撑等, 产品价格企稳回升。但从长期来看, 中诚信国际认为, 由于目前行业产能审批尚未放开, 生产仍有瓶颈, 同时民爆行业集中度较高, 区域龙头尤其是形成地域定价话语权的

企业仍有望实现保持民爆器材价格的相对稳定。

公司在四川省地位较为突出, 2019 年民爆产品产能规模及产销量均有所增长; 受市场竞争激烈等因素影响, 销售均价整体有所下降, 原材料价格亦有所下滑但仍处于高位, 民爆产品利润空间受到挤压, 对成本控制提出挑战

2019 年公司继续保持了四川省内规模最大的民爆器材生产企业地位, 截至 2020 年 3 月末在国内拥有四川、山西和内蒙古三个生产基地, 在海外拥有新西兰、澳大利亚¹等两大生产基地。因公司主要生产点位于国家西部大开发地区, 加之区域内水利和矿产资源丰富, 民爆市场空间相对较大且具备一定成本优势。受益于新疆区域公司股权转让后划出的 0.25 万吨/年工业炸药产能重新转回内蒙古区域公司, 带动 2019 年末工业炸药产能增至 22.80 万吨/年; 其他民爆产品产能保持稳定。

表 1: 近年公司民爆产品生产许可产能 (万吨/年、万发/年、万米/年)

	2017	2018	2019	2020.3
工业炸药	22.60	22.55	22.80	22.80
工业雷管	17,950	17,950	17,950	17,950
工业索类	13,000	13,000	13,000	13,000

注: 表内数据为国内许可产能, 2019 年转回产能流程手续尚未完成; 截至 2020 年 3 月末境外公司拥 3.3 万吨/年工业炸药产能。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

公司继续实行“以销定产”的业务模式, 受益于产能扩张以及市场拓展力度加大, 2019 年民爆产品产销量均有不同程度的增长; 2020 年一季度, 新冠疫情等因素导致下游需求不足, 加之开工率较低, 产销量整体大幅下降, 未来公司生产恢复情况以及全年销售实现情况需持续关注。

随着国家发改委放开民爆器材产品的出厂价, 市场竞争日趋激烈, 2019 年, 公司工业炸药和工业索类销售均价均有所下滑; 同期, 受益于工业雷管产品结构的调整, 价格较高的数码电子雷管销售占比增加带动工业雷管销售均价快速增长。

(以下简称“红牛火药”, 持股比例为 100%) 负责运营。

¹公司海外业务主要由 2015 年成立的雅化澳洲有限公司 (以下简称“澳洲雅化”, 持股比例为 83%) 和 2013 年收购的新西兰红牛火药有限公司

表 2：近年公司民爆产品产销量情况
(万吨、万发、万米、元/吨、元/万发、元/万米)

产量	2017	2018	2019	2020.1~3
工业炸药	13.66	15.82	17.25	2.55
工业雷管	7,765	8,551	13,062	1,204
工业索类	730	654	1,000	246
销量	2017	2018	2019	2020.1~3
工业炸药	13.58	15.84	17.31	2.43
工业雷管	7,524	8,718	12,615	1,191
工业索类	672.40	708.25	1,045.60	200.16
销售均价	2017	2018	2019	2020.1~3
工业炸药	6,572.42	5,625.95	4,873.74	4,932.88
工业雷管	24,330.18	26,529.53	24,572.49	34,506.06
工业索类	17,371.60	16,350.44	16,077.40	15,972.83

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售区域来看，公司主要以各生产基地为中心向周边区域进行市场拓展；在维护核心市场四川区域业务稳定的基础上，大力开发省外市场，并对接大型终端客户。目前，公司民爆产品销售区域已覆盖四川、新疆、内蒙古、山西、云南和贵州等 20 余个省份，并通过澳大利亚和新西兰当地民爆企业进入海外市场，市场覆盖面广。公司与下游客户主要通过现金和银行承兑汇票的方式结算，根据客户信用程度的不同给予一定信用账期，信用期一般为 1~4 个月。

表 3：2019 年公司民爆产品销售区域分布情况

销售区域	收入 (亿元)	占比 (%)
四川	3.98	33.67
山西	1.39	11.76
内蒙古	1.80	15.18
其他区域	4.66	39.39
合计	11.83	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司主要原材料为硝酸铵、硝酸钠、复合油等，其中硝酸铵占炸药生产成本的 50% 左右。因消化前期库存，2019 年硝酸铵采购量较上年变化不大；2020 年一季度，受主要产品产量减少影响，硝酸铵采购量处于较低水平。2019 年以来，公司采取集团本部统一采购的方式且进一步加强成本管控力度，硝酸铵采购价格有所下降，但中诚信国际认为，硝酸铵市场价格仍处于高位，对公司成本控制能力提出一定挑战。

表 4：近年公司硝酸铵采购情况 (万吨、元/吨)

	2017	2018	2019	2020.1~3
采购量	12.45	16.39	14.23	2.61
采购价格 (含税)	1,549.50	1,840.54	1,823.09	1,783.31

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司工程爆破领域资质齐备，随着爆破一体化业务推进，2019 年业务收入稳步增长；受春节假期叠加新冠病毒疫情影响，2020 年一季度爆破工程项目开工率较低，未来施工恢复情况有待关注

公司在工程爆破服务领域主要承做矿山总承包、一体化爆破业务、钻爆业务、现成混装炸药供应及服务、爆破服务、拆除爆破及其他业务、爆破评估监理及咨询业务，拥有矿山施工总承包一级资质，公路路基工程、隧道工程和土石方工程等专业承包资质，同时拥有爆破安全资质和现场混装炸药生产许可能力。随着在手项目的持续推进，2019 年公司工程爆破业务收入稳步增长。2020 年一季度，受春节假期叠加新冠病毒疫情影响，爆破工程业务较多处于停工状态，后续项目施工恢复情况需持续关注。

表 5：近年来公司爆破工程项目收入情况 (亿元)

	2017	2018	2019	2020.1~3
总承包	1.23	1.98	2.14	0.47
分包	3.81	7.06	8.42	1.27
合计	5.04	9.04	10.56	1.74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

依托自身在四川民爆市场的优势，公司工程爆破业务区域以西部地区为主，主要包括四川、云南、贵州、福建、山西、新疆、青海和内蒙古 8 个省份，一般采取按进度结算的模式，根据每月施工情况，于次月收到业主单位或施工总包单位款项，收款比例以 90%~95% 为主，留存 5%~10% 质保金在项目全部完成后收取。

表 6：2019 年以来公司主要签约项目情况 (亿元)

项目名称	签约时间	预计完工时间	合同额
北川曲山海光黑石窑矿山爆破施工合同	2019.4	2029.4	9.00
会理县小黑箐经质铁矿爆破工程	2019.3	2029.3	1.10
临海市北洋涂围垦工程下山头建筑石料爆破工程	2019.12	2021.4	1.02
香格里拉华隆实业矿山开采及破碎项目	2020.1	2025.1	0.90
冀东水泥凤翔项目建设工程	2019.12	2021.8	0.57

冀东水泥铜川有限公司杨泉山民采采坑恢复治理及附属设施建设	2019.12	2020.10	0.28
成都市李家岩水库钻爆工程	2019.3	2022.3	0.28
和丰矿业开元乡花岗岩矿山石料开采	2019.3	2022.3	0.22

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

同时，公司创新矿山开采承包模式，根据矿山产量收取服务费。该模式下，公司主要依托自身在民爆器材和爆破服务领域具备的技术优势，通过提升矿石爆破、挖运和破碎等环节的效率，控制矿山开采成本，实现业务盈利。

表 7：截至 2020 年 3 月末主要在施工工程爆破项目情况 (亿元)

项目名称	签约时间	预计完工时间	合同额
福州三顺石料有限公司矿山石料施工工程	2017.6	2027.6	15.40
雅安交建集团丹石建材有限公司矿山开采及破碎加工总承包项目	2018.5	2026.5	2.00
会理县小黑箐经质铁矿爆破工程	2019.3	2029.3	1.10
都江堰拉法基水泥有限公司石灰石矿山开采爆破服务合同	2017.4	2022.4	0.83

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，公司主要产品为具有危险爆炸属性的特殊工业产品，同时利用现场混装技术为各类客户提供爆破工程一体化服务。公司不断建立健全安全管理制度，但因偶发性因素引发安全事故的风险仍需保持关注。

受益于产能逐步释放以及加大下游客户开发力度，2019 年公司锂产品产销量均实现增长，但受供给过剩及国内补贴退坡后新能源汽车市场需求锐减等影响，锂产品价格大幅下滑，该板块业绩承压

公司锂业板块主要由四川国理锂材料有限公司（以下简称“国理公司”）、四川兴晟锂业有限责任公司和雅化锂业（雅安）有限公司负责运营，主要发展以锂盐为核心的锂产业链中上游业务，2019 年以来锂盐产能保持稳定。

受益于产能的逐步释放，2019 年锂产品产量稳步增长，同时公司加大客户开拓力度，为满足客户需求，当年锂产品外购量亦大幅增加。中诚信国际关注到，2019 年以来受锂盐市场供给过剩及国内补贴退坡后新能源汽车市场需求锐减等影响，锂产品

价格持续下跌，令该板块业绩承压，中诚信国际将对未来国家相关政策及公司锂业板块盈利能力保持关注。

表 8：近年来公司锂产品产销情况 (吨/年、吨、万元/吨)

	2017	2018	2019	2020.1~3
产能	6,000	11,000	11,000	11,000
产量	4,362.07	5,122.04	6,661.67	2,444.28
外购量	928.10	1,321.88	7,071.01	346.60
销量	5,531.06	7,043.84	11,724.63	2,479.24
销售均价 (不含税)	11.41	12.41	6.49	4.23

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

为保证锂产品主要原材料锂精矿资源供应渠道，公司与银河锂业澳大利亚有限公司（以下简称“银河锂业”）签署了 5 年期（从 2018 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日）锂精矿采购协议，2018~2019 年每年的最低采购量为 10 万吨，2020~2022 年每年的最低采购量为 12 万吨。银河锂业拥有西澳 Mt Cattlin 锂辉石矿 100% 股权，已探明资源量 254 万吨，平均氧化锂品位 1.2%，目前锂精矿年产能在 20 万吨左右。同时，公司参股子公司四川能投锂业有限公司（以下简称“能投锂业”）下属四川德鑫矿业资源有限公司拥有李家沟锂辉石矿采矿权，能投锂业持股比例为 75%，李家沟锂辉石矿是目前探明并取得采矿权证的亚洲最大锂辉石矿，截至 2020 年 3 月末共探获矿石资源量 4,036.172 万吨，折合氧化锂资源量 51.2185 万吨，矿山服务年限为 38 年。李家沟锂辉石矿 105 万吨/年采选项目于 2019 年 1 月开工建设，总投资 11.51 亿元，预计于 2021 年 5 月建成投产，未来李家沟锂辉石矿资源的开采将成为公司锂业务长期的资源保障。此外，公司全资子公司雅化国际投资发展有限公司（以下简称“雅化国际”）持有澳大利亚 CORE 公司 8.86% 的股权，并于 2019 年 3 月与 CORE 公司全资子公司 Lithium Developments (Grants NT) Pty Ltd（以下简称“锂业发展”）签署了关于锂精矿的《承购协议》，从锂矿床商业化生产开始至 2023 年 11 月 30 日，雅化国际将向锂业发展购买至少 30 万干吨约 6% 的氧化锂精矿；在锂矿床开始投产后，雅化国际每年将购买 7.5 万干吨（上下浮动不超过 10%）的锂精矿，亦将

成为公司未来锂盐生产原材料保障渠道之一。

未来公司将继续围绕民爆和锂业双主业发展，目前在建项目主要为募投项目，资本支出压力可控

未来，公司以打造民爆领先企业、锂业优势企业为目标，继续坚持民爆和锂产业双主业发展。目前公司主要在建项目为2万吨/年电池级碳酸锂（氢氧化锂）生产线建设的募投项目，计划总投资7.90亿元，尚需投资2.31亿元。目前项目建设进展顺利，预计于2020年7月建成投产，若项目达产后，公司锂盐产能将进一步提升。

表 9：截至 2020 年 3 月末公司在建项目情况（亿元）

在建项目名称	总投资	累计投资	2020 年计划投资
2 万吨/年电池级碳酸锂（氢氧化锂）生产线建设项目	7.90	5.59	2.31

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司拟非公开发行股票募集资金，资本实力或将增强，但此次事项尚需一定审批流程，后续进展情况有待关注

2020年4月30日，公司发布关于非公开发行A股股票预案的公告称，拟将非公开发行股票数量不超过发行前公司股本总数的30%（即不超过28,700万股），拟募集资金总额不超过15亿元，所募集资金扣除发行费用后，拟将用于建设年产2万吨电池级氢氧化锂、1.1万吨氯化锂及其制品项目和补充流动资金。若此次非公开发行成功，公司资本实力或将增强，但该事项尚需经中国证监会核准，存在一定不确定性，后续进展情况需持续关注。

表 10：非公开发行股票募集资金用途情况（万元）

项目名称	项目拟投资额	募集资金拟投资额
年产 2 万吨电池级氢氧化锂、1.1 万吨氯化锂及其制品项目	138,905.68	105,700.00
补充流动资金	44,300.00	44,300.00
合计	183,205.68	150,000.00

资料来源：公开数据，中诚信国际整理

财务分析

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）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年财务报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报表，其中 2017~2019 年财务数据均为审计报告期末数。中诚信国际在分析时将公司计入“长期应付款”中的融资租赁款调整至长期债务。

2019 年公司收入规模同比小幅增长，但受民爆和锂业板块主要产品销售价格下降影响，营业毛利率持续下滑，同时锂板块存货跌价准备计提较多侵蚀公司利润总额，盈利能力弱化

2019 年，公司营业总收入同比小幅增长，营业毛利率持续下滑。分板块来看，当年主要民爆产品销量提升推动民爆生产业务收入同比小幅增长；但由于部分产品价格下降，该板块毛利率略有下滑。同期民爆贸易收入规模略有收缩，毛利率仍处于较低水平。随着新签项目的陆续开工及在建工程的持续推进，工程爆破业务收入同比增长，毛利率水平稳定。受益于锂盐产能释放及销售力度加大，锂产品销量大幅增长，但由于产品价格大幅下降，锂业板块收入同比变化不大，毛利率大幅下滑。

表 11：公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
民爆生产	9.15	9.51	9.79	1.43
民爆销售	1.90	2.18	2.04	0.23
工程爆破	5.04	9.04	10.56	1.74
锂业	6.98	8.74	8.31	1.05
其他	0.51	1.19	1.27	0.13
营业总收入	23.58	30.67	31.97	4.58
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
民爆生产	53.71	48.63	47.98	44.39
民爆销售	15.78	15.80	14.17	19.02
工程爆破	29.84	32.68	32.11	35.92
锂业	25.07	15.90	0.70	9.37
其他	41.67	41.44	48.01	45.91
营业毛利率	36.63	31.98	27.39	28.41

注：其他业务主要为物流运输业务收入。

资料来源：公司提供

受益于较为有效的费用成本管控，2019 年公司期间费用率同比略有下降。但因民爆和锂业板块主要产品销售价格下降，当年经营性业务利润同比下滑；因锂产品价格降幅较大，公司对锂业板块的存货计提较多跌价准备，2019 年末存货跌价准备为

2.29 亿元，使得资产减值损失大幅增长，对利润总额造成侵蚀。2020 年一季度，疫情的阶段性影响使得公司经营放缓，经营性业务利润和利润总额均有所下滑。盈利指标方面，利润总额的下降使得 2019 年 EBIT 和 EBITDA 均明显下降，EBITDA 利润率和总资产收益率亦同比下滑，盈利能力弱化。

表 12：公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	5.03	6.50	6.47	1.14
期间费用率(%)	21.33	21.21	20.24	24.89
经营性业务利润	3.39	3.23	2.21	0.17
资产减值损失合计	0.56	0.97	2.66	0.01
投资收益	0.40	0.27	0.29	0.04
营业外损益	0.01	0.13	-0.07	-0.002
利润总额	3.36	2.94	1.41	0.20
EBIT	3.78	3.60	2.02	--
EBITDA	5.58	5.02	3.44	--
EBITDA 利润率(%)	23.64	16.38	10.76	--
总资产收益率(%)	9.98	7.92	4.06	--

注：中诚信国际在分析时将“研发费用”计入“管理费用”；营业外损益为“营业外收”入和“营业外损失”的合计；资产减值损失合计包含“信用减值损失”和“资产减值损失”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

海外业务方面，2019 年红牛火药在新西兰民爆市场占有率超过 65%，受益于加大市场开拓力度，当年净利润同比增长。但中诚信国际关注到，雅化澳洲为公司在澳洲的投资管理平台，2016 年以来陆续收购了北方星辰爆破公司、卡鲁阿娜爆破公司和西科钻孔爆破公司三家全资子公司，因上述资产结构调整且业务仍处于整合期，加之重大火灾事件影响开工率，2019 年雅化澳洲业绩持续亏损，未来其盈利能力有待观察。

表 13：2019 年公司海外业务主要运营主体财务数据（万元）

子公司	总资产	净资产	营业总收入	净利润
雅化澳洲	14,008.65	4,518.18	9,671.29	-1,966.22
红牛火药	12,232.54	10,956.79	15,493.43	1,026.18

资料来源：公开数据，中诚信国际整理

随着经营规模扩大以及在建项目的推进，2019 年末公司总资产、总负债和总债务均同步增长；发行可转债令债务结构得以优化，整体财务结构仍较为稳健；但未来存货减值风险需持续关注

随着经营规模的扩大，2019 年末公司总资产规模进一步增长；受固定资产折旧、计提存货跌价准备增加以及海外资产汇率波动影响，2020 年 3 月末总资产较上年末略有下降，其中以固定资产、在建工程、无形资产和长期股权投资为主的非流动资产占比保持在 65% 左右。随着 2 万吨/年电池级碳酸锂（氢氧化锂）生产线建设项目的推进，2019 年末在建工程同比大幅增长；长期股权投资以对联营企业四川能投锂业有限公司的投资为主，同期末维持一定规模；因计提折旧、摊销和减值损失，2019 年以来固定资产、无形资产和商誉均呈小幅下降态势。此外，公司应收账款占流动资产比重较高，截至 2020 年 3 月末账龄 1 年以内的占比为 85%；货币资金主要为银行存款，2020 年 3 月末无受限情况。中诚信国际认为，下游需求疲软以及疫情影响使得产品价格短期内大幅回升难度较大，后续存货或将存在继续减值的可能。

表 14：公司主要资产、负债和资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	1.40	2.49	3.33	3.96
应收账款	4.88	5.25	5.40	6.01
存货	4.31	6.70	4.09	3.69
固定资产	9.44	9.83	9.42	9.01
在建工程	0.26	0.81	5.62	6.03
无形资产	4.84	5.89	5.62	5.55
商誉	4.81	4.35	4.07	4.05
长期股权投资	6.48	5.70	6.47	6.59
总资产	43.43	47.40	52.18	51.44
总负债	15.12	17.50	20.61	20.04
短期债务	7.78	7.91	3.67	2.98
长期债务	0.63	3.00	10.10	10.14
总债务	8.42	10.91	13.77	13.12
股本	9.60	9.60	9.59	9.59
所有者权益合计	28.30	29.90	31.57	31.40
资产负债率	34.83	36.92	39.49	38.96
总资本化比率	22.92	26.73	30.37	29.47

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

由于经营规模扩大，公司总负债规模同步增加，以有息债务为主。2019 年以来，公司逐步调整债务结构，以短期借款为主的短期债务同比大幅下降，同时当年 4 月发行了可转债，2020 年 3 月末长期债务/总债务升至 77.28%，以长期为主的债务结

构与公司投资项目未来的长期资金需求匹配程度有所优化。

2019年末，公司所有者权益同比增长5.58%，主要系发行可转债将1.49亿元权益部分计入其他权益工具所致，当年共计分红0.14亿元。由于2018年限制性股票激励计划的业绩条件未达到第一个解除限售期的业绩考核要求、部分限制性股票激励对象离职以及预留股票未确定激励对象不再授予，2019年末公司回购注销限制性股票共1,311,600.00股，使得股本略有下降。同期末，受负债规模及债务规模增加影响，资产负债率和总资本化比率同比均有所上升，但总体仍处于较低水平。2020年3月末，受持有其他上市公司的股票公允价值变动以及海外子公司报表因汇率波动折算的影响，其他综合收益降至-0.20亿元，导致同期末所有者权益有所下降。若未来非公开发行成功完成，公司资本实力或将增强，资本结构有望进一步优化。

2019年公司获现能力有所提升，但盈利能力下滑令部分偿债指标有所弱化，偿债能力有待改善

2019年，公司通过现金方式结算的比例同比增加，经营活动净现金流有所增长；随着在建项目的推进，投资活动现金流出缺口扩大，但较好的经营活动获现水平和筹资能力能够对其投资扩张提供一定支撑。2020年一季度，公司赎回到期理财产品，投资活动净现金流由负转正；同期，偿还银行借款较多使得筹资活动现金流呈净流出态势。偿债指标方面，2019年公司盈利能力下降使得EBITDA对债务本息的覆盖程度有所弱化；受益于经营获现能力的提升，相关偿债指标有所改善，但仍有一定提升空间。

表 15：公司现金流及偿债指标情况（亿元、倍）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	1.82	2.11	2.86	0.37
投资活动净现金流	-1.86	-1.49	-3.41	1.02
筹资活动净现金流	0.15	0.46	1.43	-0.71
EBITDA 利息倍数	13.11	7.66	4.26	--
经营活动净现金流/利息支出	4.27	3.22	3.54	--
总债务/EBITDA	1.51	2.17	4.00	--
经营活动净现金流/总债务	0.22	0.19	0.21	0.11*

货币资金/短期债务	0.18	0.32	0.91	1.33
-----------	------	------	------	------

注：带“*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司受限资产规模小，外部授信和畅通的股权融资渠道能够对整体偿债能力提供一定支持

截至2020年3月末，公司受限资产账面价值为0.10亿元，主要为用于抵押借款的子公司阿坝中晟锂业有限公司工业用房，受限规模较小。同期末，公司无对外担保和影响其正常经营的重大未决诉讼事项。

截至2020年3月末，公司共获得各金融机构授信总额27.80亿元，尚未使用的额度为23.48亿元；此外，公司为A股上市公司，股权融资渠道较为畅通。

过往债务履约情况：根据公开资料及公司提供的企业信用报告和相关资料，截至2020年4月1日，公司在公开市场无信用违约记录，借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

外部支持

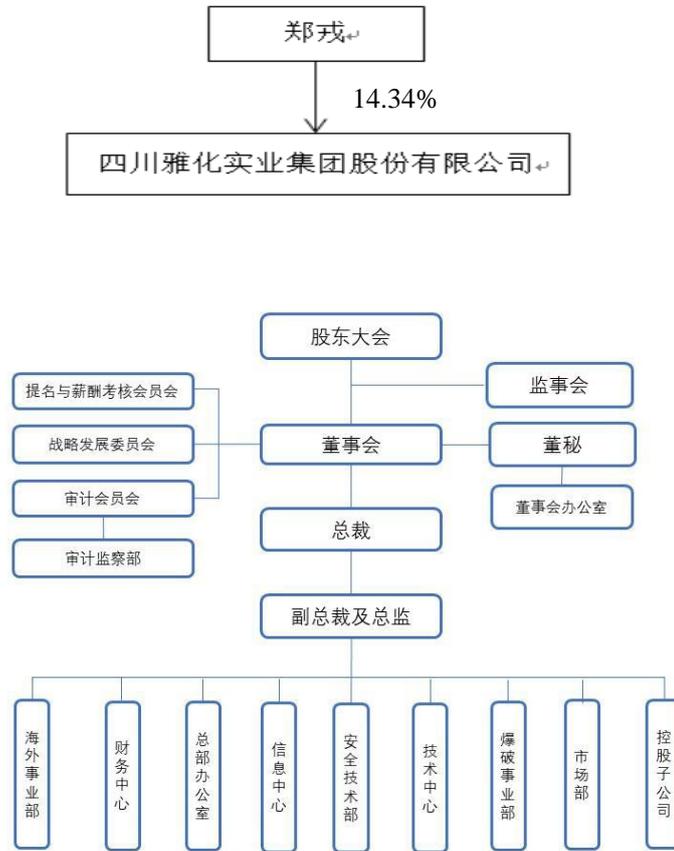
公司控股股东为自然人，对公司支持意愿极强，但支持能力较弱

雅化集团为控股股东的主要资产，对控股股东的收入和利润贡献度很高，且与控股股东保持很高的关联程度，因此控股股东对公司支持意愿极强。但由于控股股东为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力有限，因此对公司支持能力较弱。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持四川雅化实业集团股份有限公司的主体信用等级为AA，评级展望为稳定；维持“雅化转债”的债项信用等级为AA。

附一：四川雅化实业集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



序号	主要子公司名称	表决权比例 (%)
1	雅化集团雅安实业有限公司	100.00
2	雅化集团绵阳实业有限公司	100.00
3	雅化集团旺苍化工有限公司	100.00
4	雅化集团三台化工有限公司	100.00
5	雅化集团内蒙古柯达化工有限公司	87.09
6	四川雅化工程管理有限公司	100.00
7	四川雅安盛达民爆物品有限公司	63.72
8	四川凯达化工有限公司	93.84
9	四川兴晟锂业有限责任公司	100.00
10	四川雅化实业集团工程爆破有限公司	100.00
11	四川雅化实业集团运输有限公司	100.00
12	雅化集团攀枝花恒泰化工有限公司	51.00
13	雅化国际投资发展有限公司	100.00
14	甘孜州雅弘民爆有限公司	67.00
15	雅化集团攀枝花鑫祥化工有限公司	64.00
16	四川雅化锂业科技有限公司	100.00
17	雅化锂业（雅安）有限公司	100.00
18	山西金恒化工集团股份有限公司	76.10
19	四川国理锂材料有限公司	56.26

资料来源：公司提供

附二：四川雅化实业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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	13,974.72	24,929.33	33,313.14	39,561.55
应收账款净额	48,785.74	52,477.03	53,997.91	60,087.50
其他应收款	8,046.28	10,853.10	8,698.44	10,649.84
存货净额	43,116.05	66,972.53	40,869.66	36,875.39
长期投资	79,816.94	71,151.93	77,115.83	77,340.91
固定资产	94,428.78	98,293.80	94,185.13	90,142.15
在建工程	2,636.07	8,094.64	56,227.87	60,305.92
无形资产	48,449.62	58,939.94	56,163.12	55,529.69
总资产	434,253.28	474,046.71	521,799.23	514,382.97
其他应付款	16,131.88	11,538.94	8,817.09	9,260.69
短期债务	77,818.19	79,092.53	36,748.80	29,816.77
长期债务	6,338.81	29,995.75	100,962.77	101,400.62
总债务	84,156.99	109,088.28	137,711.57	131,217.39
净债务	70,182.27	84,158.95	104,398.43	91,655.84
总负债	151,236.78	174,999.09	206,054.05	200,387.66
费用化利息支出	4,251.89	6,557.67	6,101.06	--
资本化利息支出	-	-	1,973.03	--
所有者权益合计	283,016.50	299,047.62	315,745.18	313,995.31
营业总收入	235,849.66	306,665.00	319,673.93	45,773.74
经营性业务利润	33,911.97	32,251.24	22,091.41	1,707.18
投资收益	3,977.60	2,726.54	2,868.40	429.88
净利润	26,824.17	22,885.98	7,673.00	479.70
EBIT	37,825.08	35,975.71	20,235.57	--
EBITDA	55,751.09	50,225.04	34,390.21	--
经营活动产生现金净流量	18,152.56	21,098.68	28,609.44	3,730.74
投资活动产生现金净流量	-18,582.84	-14,885.91	-34,065.89	10,155.65
筹资活动产生现金净流量	1,504.04	4,605.37	14,310.23	-7,107.45
资本支出	17,830.38	22,976.18	38,781.71	4,224.23
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	36.63	31.98	27.39	28.41
期间费用率(%)	21.33	21.21	20.24	24.89
EBITDA 利润率(%)	23.64	16.38	10.76	--
总资产收益率(%)	9.98	7.92	4.06	--
净资产收益率(%)	9.90	7.86	2.50	--
流动比率(X)	1.02	1.32	2.02	2.10
速动比率(X)	0.70	0.82	1.58	1.67
存货周转率(X)	4.67	3.79	4.30	3.37*
应收账款周转率(X)	6.12	6.06	6.00	2.72*
资产负债率(%)	34.83	36.92	39.49	38.96
总资本化比率(%)	22.92	26.73	30.37	29.47
短期债务/总债务(%)	92.47	72.50	26.69	22.72
经营活动净现金流/总债务(X)	0.22	0.19	0.21	0.11*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.23	0.27	0.78	0.50*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.27	3.22	3.54	--
总债务/EBITDA(X)	1.51	2.17	4.00	--
EBITDA/短期债务(X)	0.72	0.64	0.94	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	13.11	7.66	4.26	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入“长期应付款”中的融资租赁款调整至长期债务，将“研发费用”计入“管理费用”；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。