



2019年长沙岱勒新材料科技股份有限公司 可转换公司债券2021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.

技术领先，服务全球，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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：





2019年长沙岱勒新材料科技股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	A+	A+
评级展望	负面	稳定
债券信用等级	A+	A+
评级日期	2021-06-24	2020-06-19

评级观点

- 中证鹏元对长沙岱勒新材料科技股份有限公司（以下简称“岱勒新材”或“公司”，股票代码 300700.SZ）及其 2019 年 3 月发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 A+，发行主体长期信用等级维持为 A+，评级展望调整为负面。
- 本次评级下调主要是基于：虽然光伏行业市场发展空间广阔，但近年公司收入及盈利水平持续下滑，毛利率降至较低水平，市场竞争加剧导致金刚石切割线价格继续大幅下滑，公司盈利空间受到明显挤压，产能利用率低，新增产能面临消化压力，存在较大的坏账风险和一定的存货跌价风险，面临一定的资金压力和较大的短期偿债压力等风险。

债券概况

债券简称：岱勒转债

债券剩余规模：2.10 亿元

债券到期日期：2024-03-21

偿还方式：对未转股债券，每年付息一次，附债券赎回及回售条款

未来展望

- 虽然下游光伏行业市场发展空间广阔，但金刚石线行业竞争过于激烈，公司在产品价格、质量和客户关系等方面综合竞争力不强，未来销量难有大幅提升。同时，未来金刚石线售价可能继续下滑，进一步挤压公司的盈利空间，未来利润总额可能继续亏损。综合考虑，中证鹏元给予公司负面的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	11.46	11.37	11.44	10.08
归母所有者权益	5.27	5.33	5.32	5.43
总债务	4.73	4.47	4.57	3.67
营业收入	0.44	2.43	2.62	3.30
净利润	-0.06	0.02	-0.46	0.34
经营活动现金流净额	-0.15	0.27	-0.36	0.05
销售毛利率	13.13%	21.20%	17.82%	37.31%
EBITDA 利润率	--	16.97%	6.42%	26.14%
总资产回报率	--	1.44%	-4.15%	5.50%
资产负债率	53.97%	53.08%	53.50%	46.16%
净债务/EBITDA	--	8.59	16.27	1.44
EBITDA 利息保障倍数	--	1.80	0.78	4.65
总债务/总资本	47.27%	45.59%	46.22%	40.36%
FFO/净债务	--	4.21%	-4.26%	29.24%
速动比率	0.94	0.94	1.13	0.93
现金短期债务比	0.41	0.42	0.69	0.78

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：张伟亚
zhangwy@cspengyuan.com

项目组成员：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **光伏行业市场发展空间广阔。**清洁能源作为国家未来重点发展行业，“碳达峰、碳中和”政策有利于推动光伏行业发展。根据国家能源局发布的相关文件，2021年风电、光伏发电量占全社会用电量的比重达到11%左右，后续逐年提高，到2025年达到16.5%左右。预计“十四五”期间国内年均新增装机规模将在70-90GW，未来下游光伏行业市场增长空间广阔。

关注

- **2019-2020年公司营业收入持续下滑，扣非后归母净利润为负。**受市场剧烈竞争及产业链成本下降压力的传递影响，2019-2020年及2021年1-3月，公司营业收入均呈下滑态势，利润总额和扣非后归属母公司股东的净利润持续为负。2021年1-3月公司销售毛利率下降至13.13%的较低水平。
- **金刚石线行业竞争加剧，产品价格继续大幅下滑，公司盈利空间受到明显挤压，出现持续亏损。**受金刚石线行业竞争加剧、产业链成本下降压力的传递及业内产能过剩等因素影响，金刚石线产品价格继续大幅下滑，导致2020年及2021年1-3月公司盈利空间继续受到明显挤压，亏损状态持续。
- **公司产能利用率水平低，新增产能消化面临压力。**2020年公司主动对部分落后产能进行升级改造调整，但整体产能利用率仍较低。未来随着公司募投项目的逐步达产，产能将进一步增加，但考虑到金刚石线行业技术变化太快且产能扩张导致业内出现产能过剩情况，仍需要对后续产能消化情况保持关注。
- **公司应收款项与存货占比较大，存在较大坏账风险和一定的存货跌价风险。**公司应收账款、应收款项融资和存货在总资产中占比较大，应收对象均为民营企业，已存在部分拖欠现象，存在较大的坏账风险；金刚石线行的技术更迭较快，仍存在一定的存货跌价风险。
- **公司经营活动现金流表现不佳，面临一定的资金支出压力和较大的短期偿债压力。**公司经营活动现金流表现仍不佳，年产60亿米金刚石线产业化项目及长沙本部的二期厂房建设仍有较大的资金需求，虽投资进度可控，但仍面临一定的资金支出压力。同时考虑到公司现金短期债务比降至较低水平，公司面临较大的短期偿债压力。

同业比较（单位：亿元）

指标	美畅股份	东尼电子	三超新材	岱勒新材
总资产	36.89	22.15	9.27	11.37
营业收入	12.05	9.28	2.58	2.43
营业收入增长率	1.01%	40.45%	15.02%	-7.17%
净利润	4.50	0.48	0.20	0.02
销售毛利率	56.54%	21.00%	34.76%	21.20%
资产负债率	6.36%	49.94%	37.95%	53.08%

注：以上各指标均为2020年数据。

资料来源：Wind资讯，中证鹏元整理

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_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年3月发行5年期2.10亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于年产60亿米金刚石线产业化项目¹。截至2020年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为1,923.76万元。

三、发行主体概况

截至2021年3月末，因本期债券部分转股，公司注册资本和实收资本变更为8,240.98万元，自然人段志明与杨辉煌持股比例仍分别为23.14%和13.77%，由于二者已签署一致行动协议，系公司实际控制人。

截至2021年4月末，段志明质押股份858.00万股，占其持有公司股份的45.00%，占公司总股本的10.41%。2020年以来，公司原总经理段志明、独立董事唐劲松、刘洪波、何进日、证券事务代表揭磊磊离职，公司董监高出现部分变动，可能对公司治理与内部控制造成一定的影响。

公司主业跟踪期没有变化，仍从事金刚石线的研发、生产和销售，公司产品主要用于晶体硅、蓝宝石、磁性材料、精密陶瓷等硬脆材料的切割。截至2020年末，公司纳入合并范围的子公司共2家，详情见附录四，2020年度合并范围未发生变化。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国正处在转变发展方

¹ 本公司于2020年12月30日召开了第三届董事会第十次会议和第三届监事会第七次会议，会议审议通过了《关于变更募投项目实施方式的议案》。为提高公司资金使用效率，保证募集资金投资项目建设资金需求的及时性，公司拟将调整募投项目实施方式，原方案为在募集资金到位后，公司将使用募集资金对募投项目实施主体公司全资子公司株洲岱勒新材料有限责任公司进行增资，现拟调整为将募集资金向株洲岱勒提供借款的方式来实施项目投资。公司计划将在不超过2.1亿元借款总额内根据募集资金投资项目建设实际需求一次或分期将募集资金向全资子公司株洲岱勒提供借款，借款期限为自实际借款之日起至项目建设完成，本借款不计算利息。本借款仅限用于本募投项目的实施，不得用作其他用途。公司截至2020年12月28日募投项目累计已使用的10,566.33万元募集资金均以借款方式实施。

式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，自二季度实现转负为正以来，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2020年，受疫情影响，经济下行税基规模收缩，叠加减税降费规模加大，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.9%；财政支出保持较高强度，疫情防控等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.8%。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设，加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

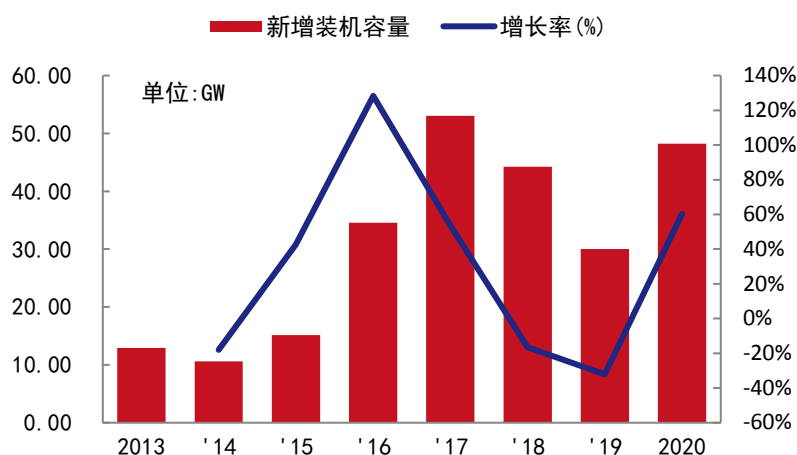
行业及区域经济环境

受行业政策影响，近些年光伏行业发展有所波动；受益于国家对新能源与可再生能源发展的重视，光伏市场发展空间广阔，但需关注贸易摩擦常态化对光伏行业的影响

太阳能光伏行业作为战略性新兴产业，易受国家产业政策、补贴政策、宏观经济状况、产业链各环节发展均衡程度等因素综合影响，具有一定的周期性特征。2015-2017年，光伏行业景气度上行，国内新增装机容量分别达到15.13GW、34.54GW和52.83GW，增长率分别为42.74%、128.29%和52.95%；截至2017年末，全国光伏发电累计装机容量已达到130.00GW，连续3年位居全球首位。2018年5月31日，

国家发改委、财政部和国家能源局三部委联合出台了“531新政”，大幅下调集中式和分布式电站的度电补贴，导致2018年国内新增装机容量仅为44.26GW，较2017年下降16.60%，531新政的出台促进光伏行业由补贴推动向平价推动的转变，当年光伏行业出现阶段性调整，全年行业景气度下滑明显。随着行业的优胜劣汰和市场调整，2020年光伏行业在新冠肺炎疫情的背景下逆势增长，当年新增装机容量48.20GW，增长率高达60%，且受益于碳中和、碳达峰政策的支持，预计光伏行业在调整期后进入高效增长的新常态。

图1 随着政策的调整，近些年光伏行业新增装机容量有所波动

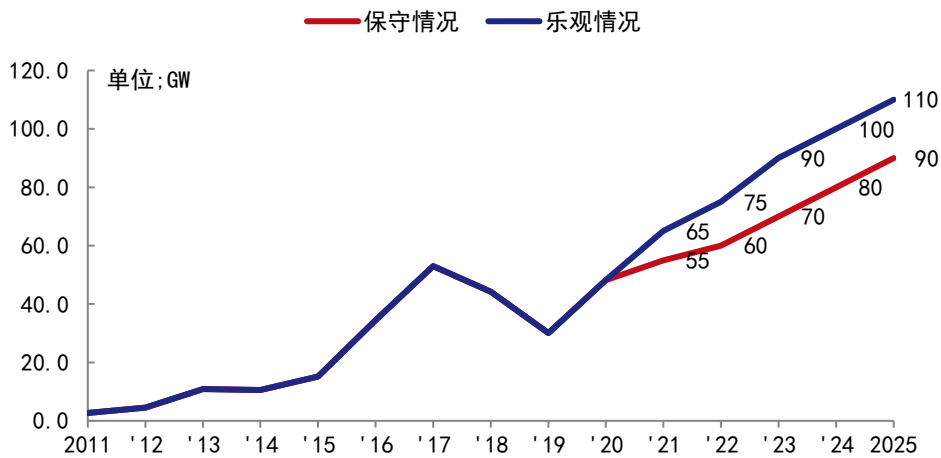


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

政策方面，随着“碳达峰”、“碳中和”写入政府工作报告，清洁能源将作为未来国家重点发展行业，光伏行业迎来了历史发展机遇。近日，国家能源局发布了《关于引导加大金融支持力度促进风电和光伏发电等行业健康有序发展的通知》和《关于2021年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知（征求意见稿）》，提出2021年风电、光伏发电量占全社会用电量的比重达到11%左右，后续逐年提高，到2025年达到16.5%左右，政策的推动有利于光伏行业市场的扩容。根据 CPIA 数据，在乐观情况下预计2021年我国新增装机需求将达到65GW。在“十四五”期间国内年均新增装机规模将在70-90GW，未来光伏行业市场增长空间可期。

太阳能光伏发电是目前最具发展潜力的可再生能源之一，世界各国均将其作为一项战略性新兴产业重点扶持。出于保护本国光伏产业的目的，欧美等国相继对我国光伏企业发起“双反”调查。此外，土耳其、印度等国也对我国光伏产品采取了贸易保护措施。这种国际间的贸易摩擦对我国光伏行业的发展造成一定冲击。虽然近些年欧美以外的其他新兴市场正快速提升，一定程度上抵消了“双反”的不利影响，但随着清洁能源成为国际共识以及贸易摩擦的常态化，我国作为光伏产品出口大国，需关注贸易摩擦对下游需求的影响。

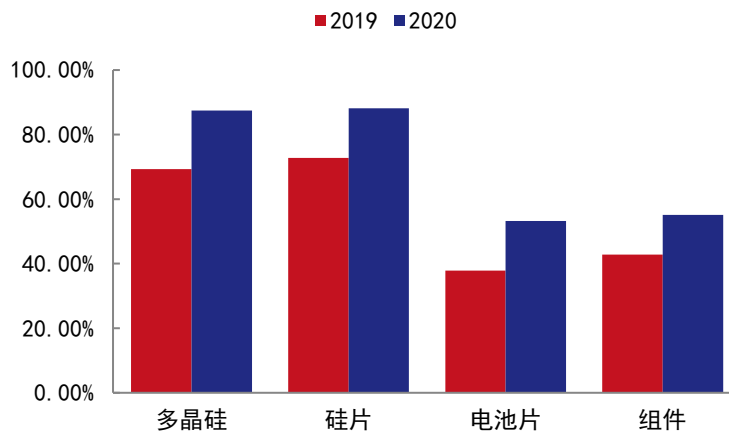
图2 随着“碳中和碳达峰”政策的提出，十四五期间光伏装机需求市场可期



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

光伏补贴政策调整和技术迭代频率加速倒逼光伏产业链降本增效，平价上网进程加速；需关注技术迭代较快对产能小、技术弱、融资成本高的光伏企业造成的经营压力

531光伏补贴政策调整思路明确，引导市场降本增效。为促进光伏行业早日摆脱补贴依赖、提升市场竞争力，2019年财政部会同国家发展改革委和国家能源局等部门调整补贴政策，通过“平价上网新政”和“竞价政策”等政策引入竞争配置方案，修正以往财政收支错配问题，量入为出，收紧财政支付责任，优先建设补贴强度低的项目，将引导市场需求转向高效低价项目，加速光伏项目降本增效。另一方面，近年来光伏行业技术水平快速提升，技术、工艺和装备水平都发生了重大变革，主要体现在产品转换效率大幅提升、生产成本大幅下降、工艺流程持续优化以及产品品质逐步向国际水平靠拢等。中证鹏元认为光伏补贴政策调整和技术迭代频率加速有利于倒逼光伏产业链降本增效，加速了光伏平价上网进程。光伏补贴政策的调整和技术迭代的加速更新，使得头部企业依托成本和技术优势保持较高的产能利用率，进而拥有持续领先的市场份额和竞争优势，最终通过规模化和产业链垂直一体化提高自身的抗风险能力；而产能小、技术弱、融资成本高的光伏企业则受制于光伏产业链价格的下降、市场份额不断被挤压和产能利用率不足等问题，逐步在产品品质和成本方面丧失竞争力，最终产能沦为落后、无效产能，使得经营业绩将承压。

图3 2020年光伏产业链市场集中度进一步提升


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

单晶硅片逐步替代多晶硅片趋势已明显，目前单晶硅市场集中度较高，需关注单晶硅可能出现产能相对过剩和竞争加剧的风险

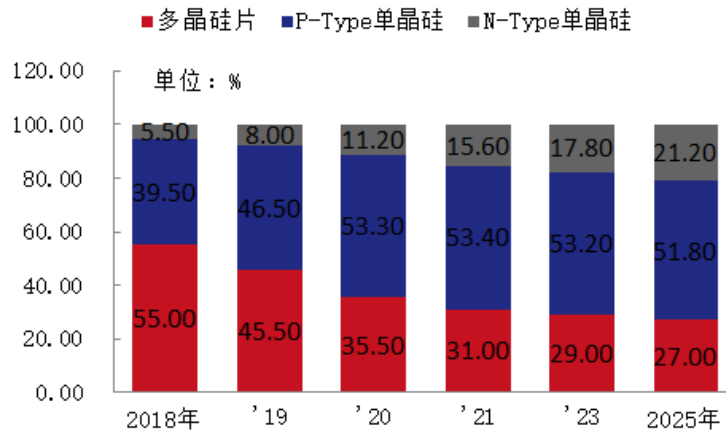
单晶硅是从硅原料中提纯制造出多晶硅，再通过区熔或直拉法生产出区熔单晶或直拉单晶硅。从单晶硅和多晶硅本身的材料性能看，单晶硅的晶面取向相同，无晶界，品质优异，而多晶硅的晶面取向不同、晶界繁杂、位错密布，晶格缺陷较多；单晶硅相比多晶硅具有机械强度高、转换效率高、碎片率低和组件集约性高等优势，但由于早期单晶硅工艺不成熟以及能耗和制作成本相对多晶硅高等问题，使得单晶硅片的价格比多晶硅片高出40.00%左右，阻碍了单晶硅的规模化市场应用。

表1 单晶硅和多晶硅比较

单晶硅特点	多晶硅特点	单晶硅应用优劣势
工艺复杂，取向相同，无晶界	取向不同，晶界繁杂，位错密布	能耗大，成本高
机械强度高	机械强度差	硅片率低
少子寿命长	少子寿命短	组件寿命周期长
光电转换效率高	光电转换效率低	组件效率高
高集约性	集约性差	小范围组件优势明显

资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

从2015年开始，单晶硅引入金刚线切片工艺后，成本下降速度明显。金刚线切割工艺相比多晶硅采用的砂浆片技术，切割速度更快并且单片损耗也更低，使得硅片生产效率及单位产能显著增长；另一方面单晶拉棒的连续加料技术也使得单晶炉产量显著上升，单晶硅棒成本下降速度明显。技术的进步使得多晶硅对单晶硅建立的价格优势逐渐缩减，目前单晶硅片替代多晶硅片趋势已明显。统计数据显示，单晶硅片国内市场份额从2017年的31.00%提升至2020年的64.50%，且预计单晶硅替代多晶硅趋势仍将延续，2021年预计国内单晶硅市场份额将达69.00%。

图4 预计国内单晶硅市场市占率会逐渐提高


资料来源：中国光伏产业发展路线图，中证鹏元整理

受单晶硅市场占有率不断提升和投资回报率较高等因素影响，在现有厂商不断扩大产能的同时，产业链其他企业也纷纷向单晶硅产业延伸。根据北极星太阳能光伏网，2021年预期单晶硅片产能有望超过326GW，其中双寡头隆基绿能科技股份有限公司（以下简称“隆基股份”）与天津中环半导体股份有限公司（以下简称“中环股份”）合计将超过200GW，占比65%。同时，晶科、晶澳两家单晶硅片产能也将超过30GW，上机数控实际产能在20GW左右。但目前单晶硅片仍存在低端产能过剩，高端产能不足的结构化矛盾，为扩大规模摊薄成本，企业产能扩张迅速。考虑到目前光伏行业并未实现完全市场化，光伏行业政策的变化仍对下游市场需求产生一定的影响。未来若光伏行业需求下滑，单晶硅产能可能出现产能相对过剩现象，行业竞争亦将会更加激烈，规模较小或缺乏竞争力的企业将逐步退出市场，市场份额会进一步向优势企业集中。

金刚石切割线在下游光伏行业的渗透率接近100%，金刚石线产品产能过剩，市场竞争激烈，产品价格继续下降，业内企业经营压力增大

在单晶硅片切割领域，由于对原料纯度要求更高，金刚石线切割技术从2015年起被大型生产商规模化使用，并迅速替代传统砂浆切割工艺。截至2020年末，单晶硅已普遍采用金刚石线切割技术。在多晶硅切割领域，随着与之相配套的黑硅制绒技术出现，自2016年起金刚石线切割工艺在多晶硅片渗透率开始有所提高，截至2020年渗透率已接近100%，金刚石切割线在下游光伏行业的渗透率已接近100%。在金刚石线技术工艺替代上一代砂浆磨料切割工艺完成后，金刚石线市场需求主要受光伏新增装机需求变动影响，增长回归平稳状态。

从政策支持层面来看，2015年6月，国家能源局、工业和信息化部、国家认监委联合颁布《关于促进先进光伏技术产品应用和产业升级的意见》（[2015]194号），金刚石线作为光伏产业发展的重要组成部分、新型切片技术的核心，属国家鼓励类产品。但金刚石线行业在光伏产业链中话语权很弱，随着光伏项目加速降本增效，全产业链产品价格均有不同程度的下降，而金刚石线产品产能过剩，市场竞争激烈，

产品价格继续下降，对业内企业的经营和盈利能力造成较大的压力。此外，金刚石线行业呈现典型的寡头垄断特征，杨凌美畅新材料股份有限公司（以下简称“美畅股份”）与下游硅片龙头企业隆基股份的合作关系非常紧密，市场份额较高，与同业其他竞争对手相比具有明显的规模优势，且2020年销售毛利率高达56.54%，如若继续压价，会对其他金刚石线企业的盈利空间造成较大的影响。

表2 金刚石线切割技术与传统砂浆切割技术部分指标对比

指标对比	砂浆钢线切割	金刚石线（70um）切割
加工硅片尺寸（mm）	156*156	156*156
片厚（um）	190	130-180
导轮横距（um）	340	285
切割耗时（h）	≈10.7	≈2.5
单片耗线（m/PCS）	≈130	≈2.0
理论每小时出片量（PCS）	≈333	≈880

资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

五、经营与竞争

随着光伏行业硅切片金刚石线竞争的日益激烈以及产业链成本下降压力的不断传递，加上全球疫情的影响，从而导致2020年上半年行业对金刚线的需求出现一定程度的下降，2020年度公司硅切片金刚石线价格和销量均出现了下滑，导致2020年公司营业收入同比下降7.17%。2020年销售毛利率上升主要系公司产品结构变化，当年销售较高单价较高毛利的蓝宝石切割用金刚石线的收入占比有所提升所致。

2021年一季度，公司实现的营业收入同比下降25.29%，主要原因为：1、因产品价格的下降较前期相比超过预期，从而对当期营业收入影响较大；2、由于全资子公司株洲岱勒新材料有限责任公司产能尚未完全释放，短期内对公司经营业绩产生一定的影响。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
金刚石线	4,395.20	15.08%	23,851.52	21.69%	26,036.40	17.76%
其他业务	53.70	-146.46%	438.18	-5.13%	128.04	28.44%
合计	4,448.90	13.13%	24,289.70	21.20%	26,164.44	17.82%

注：2020年及2021年1-3月金刚石线收入中分别包含砂轮销售收入227.69万元和45.19万元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司研发投入略有下滑，需关注产品升级不及时对业务开展的影响

截至2020年末，公司技术研发人员减少7人，但在公司总人数中占比略有提升。从研发投入来看，绝对值和相对值均略有下滑。截至2020年末，公司通过自主研发已获得授权发明专利28项，其中实用新型专利8项，较上年保持不变。

随着硅切片正逐渐向大尺寸、薄片化、高精度方向发展，金刚石线也正向细线化方向发展。超细线径的金刚石线存在较强的技术壁垒，公司是目前市场上少数具备生产超细线技术的企业之一。截至2020年末，公司单晶硅切片线升级到40um规格，较上年末细化10um，多晶硅切片线系列产品仍为55um规格，较上年末未升级，蓝宝石及磁性材料切割系列产品已升级到120um规格，较上年末细化25um。主要产品的成功升级一定程度上巩固了公司在市场中的产品优势，保障了公司产品的更新换代速度能够与下游客户需求保持一致。考虑到公司面对的下游行业市场集中度高，市场竞争激烈，客户对大规模生产能力和产品质量、供应商成本等要求不断提升，若公司不能保持技术创新能力，改进生产流程管理，提升生产效率，同时满足客户不断提高产品质量和降低成本的要求，公司将会面临不利的市场竞争局面，很有可能会失去重要客户与市场，对公司经营业绩带来一定影响。

表4 近年公司研发投入情况（单位：万元）

项目	2020年	2019年
研发人员数量（人）	90	97
研发人员数量占比	13.12%	12.66%
研发投入金额	1,544.99	1,737.83
研发投入占营业收入比例	6.36%	6.64%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受市场激烈竞争和产业链成本下降压力传递的影响，2020年公司硅切割用金刚石线产品量价齐跌，营业收入有所下滑；行业竞争加剧可能造成产品售价进一步下降，或将继续挤压公司盈利能力

公司产品分为硅切割用金刚石线和蓝宝石切割用金刚石线，2019年以来，国家光伏政策宏观调控、市场竞争日益激烈、产业链成本下降压力不断传递，加上全球新冠疫情的影响，导致2020年硅切片金刚石线需求有所下滑；同时，受到中美贸易战的影响，蓝宝石市场增速放缓，导致2020年公司金刚石线产品总销量同比有所下滑。从价格方面来看，2020年公司各类细分产品单价均呈下降趋势，一方面受光伏终端产品补贴政策退坡等因素影响，金刚石线行业竞争愈发激烈，全产业链产品价格均有不同程度的下降，另一方面，行业产能释放，导致供给端大量增加，供大于求导致产品价格大幅下滑。通过调整产品结构，较高单价和较高毛利率的蓝宝石切割用金刚石线收入占比上升，导致产品的平均单价同比上涨，毛利率整体亦有所增加。2020年公司硅切割用金刚石线产品量价齐跌，导致整体收入有所下滑。

表5 近年公司金刚石线产品单价及毛利率情况（单位：万米、万元、元/米）

年份	销售量	收入	单价	毛利率
2020年度	239,779.63	23,623.84	0.10	21.59%
2019年度	280,228.89	26,036.40	0.09	17.76%

注：本表的金刚石线收入和毛利率已剔除砂轮销售的影响

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

原材料占公司产品成本比重较大，2020年直接材料占营业成本比重下降了5.89个百分点至51.52%。原材料主要包括金刚石、钢丝线、钼粉、镍饼等，其中金刚石与钢丝线为最主要的原材料，占产品成本

比重分别在18.00%左右，钼粉与镍饼占比相对较小，分别为3.00%和5.00%左右。从价格方面来看，2020年金刚石、钢丝线与镍饼的价格均有所下降，但钼粉单价延续上年的高速增长态势，继续上涨37.29%，但钼粉在原材料成本中占比相对较小。整体而言，2020年公司主要原材料成本有所下降，在一定程度上缓解了公司的经营压力。

表6 近年公司产品成本变化情况

年份	单位材料成本 (元/米)	单位人工成本 (元/米)	单位制造费用 (元/米)	单位成本合计 (元/米)
2020 年度	0.038	0.009	0.024	0.072
2019 年度	0.044	0.011	0.022	0.077

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表7 近年公司主要原材料价格变化情况

项目	2020 年		2019 年	
	单价	变动幅度	单价	变动幅度
金刚石（元/克拉）	0.35	-17.61%	0.42	-25.00%
钢丝线（元/千米）	6.12	-22.20%	7.87	-12.75%
钼粉（元/克）	479.60	37.29%	349.32	62.75%
镍饼（元/公斤）	102.70	-8.00%	111.64	-21.07%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

随着行业的优势劣汰和市场调整，2020年光伏行业在新冠疫情的背景下逆势增长，当年新增装机容量增长率高达60%。在下游行业发展如此高速的大背景下，公司硅切割用金刚石线业务却量价齐跌，需重点关注公司产品的市场竞争力、重大客户经营状况及其关系维系等方面。

中证鹏元亦关注到，金刚石线行业市场竞争非常激烈，且行业呈现典型的寡头垄断特征，美畅股份与同业其他竞争对手相比具有明显的规模优势和成本优势，如若继续价格竞争，公司的盈利空间将受到较大程度的挤压。

公司下游大客户集中度较高，其需求的变化可能对公司经营情况带来一定影响；扩产项目投资进度不及预期，且面临新增产能不能及时消化的风险

在采购原材料环节，2020年公司对前五大供应商采购集中度有所提升，考虑到目前公司上游原材料市场竞争较为充分，供给较为充裕，原材料价格波动与短缺风险相对较小。结算方面，对于金刚石与钢丝线等原材料，供应商通常给予3-6个月不等的账期；对于有色贵金属等原材料，公司基本做到货到付清，尽量不预付。

表8 近年公司前五大供应商情况（单位：万元）

期间	供应商名称	采购金额	比例	采购材料
2020 年	供应商一	1,191.00	9.59%	金刚石
	供应商二	863.27	6.95%	钼粉

2019年	供应商三	828.10	6.67%	金刚石
	供应商四	807.62	6.50%	钢丝线
	供应商五	699.03	5.63%	钢丝线
	合计	4,389.03	35.34%	-
	供应商一	1,666.44	9.07%	金刚石
	供应商二	1,640.48	8.93%	钢丝线
	供应商三	1,270.76	6.92%	金刚石
	供应商四	727.09	3.96%	工字轮
	供应商五	700.46	3.81%	钢丝线
	合计	6,005.23	32.69%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在生产方面，公司产品按照客户订单的要求设计和生产，再辅以一定的备货需求，基本上实行以销定产的生产模式，2020年产销率保持在91%。由于下游光伏行业需求和客户构成发生变动，公司存在一定的去库存压力。产能方面，为应对市场变化公司主动对原有部分生产设备，进行技术升级改造，导致2020年公司产能下降至39.44亿米。因总产能的下降，2020年产能利用率略有上升，但仍需关注生产线改造的大额折旧成本对利润水平的侵蚀。

表9 近年公司金刚石线产品的产能及销量情况

年份	年产能 (万米)	年产量 (万米)	年销量 (万米)	产销率	产能利用率
2020年度	394,359.00	261,227.30	239,779.63	91.79%	66.24%
2019年度	475,250.00	305,705.13	280,228.89	91.67%	64.33%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，本期债券募投项目计划新增金刚石线产能60亿米，预计全部投产后，公司产能将有大幅提升。但由于光伏市场的发展速度、单多晶结构的转换以及光伏技术进步的速度在加快，市场对产品性能（细线化）、低成本的要求不断提升，公司对该项目的实施进度进行延期²，将该项目的建设期由原定2020年12月31日延长至2021年6月30日。考虑到金刚石线行业技术变化太快且产能扩张导致业内出现产能过剩情况，仍需要对后续产能消化情况保持关注。截至2020年末，本期债券募投项目已投资额为2.96亿元，尚需投资金额1.45亿元，公司存在一定的资金压力。

表10 截至2020年末公司在建项目情况

项目	预计总投资	总计已投资金额
年产60亿米金刚石线产业化项目	44,130.00	29,630.09

注：本项目体现在报表上的在建工程、固定资产等会计科目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

²公司于2020年12月30日召开了第三届董事会第十次会议和第三届监事会第七次会议，会议审议通过了《关于募投项目延期的议案》。

在产品销售方面，公司下游客户集中度较高，2020年公司对前五大客户的销售占比为50.84%，较上年增加14.42个百分点。近年来下游市场需求变动较大，公司的前五名客户构成变动亦相对较大，合作稳定性相对不高，存在一定的销售风险。若主要客户采购需求变动，公司的经营业绩等将会受到一定程度的不利影响。

在与客户进行结算方面，公司议价能力较弱，以赊销为主，平均结算周期通常在3个月以上。公司收款以银行承兑汇票和现款相结合，银行汇票期限一般为1-3个月。

表11 近年公司业务前五大客户情况（单位：万元）

期间	公司名称	销售金额	比例
2020年	客户一	4,360.34	17.95%
	客户二	2,526.06	10.40%
	客户三	2,377.26	9.79%
	客户四	1,741.71	7.17%
	客户五	1,343.32	5.53%
	合计	12,348.69	50.84%
2019年	客户一	3,237.28	12.37%
	客户二	1,888.38	7.22%
	客户三	1,600.18	6.12%
	客户四	1,436.80	5.49%
	客户五	1,367.42	5.23%
	合计	9,530.06	36.42%

注：核算口径为集团公司合并口径，包含该客户及其关联公司。

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天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司2019-2020年审计报告及2021年1-3月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。截至2020年末，公司合并报表范围见附录四，2020年公司合并范围无变化。

资产结构与质量

2020年末公司资产规模有所下降，资产流动性下滑，且流动资产中应收款项与存货占比较大，存在一定坏账风险和存货跌价风险。

因2020年公司偿还部分债务，2020年末公司总资产小幅下降至11.37亿元，资产构成转变以为非流动负债为主。

截至2020年末，公司对长沙本部的二期厂房设备投入较多资金，导致货币资金账面价值同比下降48.03%。截至2020年末，公司应收账款主要为应收下游客户货款，占公司资产比重较大且均为民营企业，账龄在1年以上的在16.39%左右，存在部分拖欠现象，坏账风险较高。截至2020末，公司应收款项融资中500.00万元银行承兑汇票已质押受限。公司存货中原材料和库存商品占比较大，在2020年度及2021年1-3月公司业绩表现不佳的背景下，存货账面价值仍呈上升态势；2020年度公司计提存货跌价准备543.50万元，较上年的1,937.38万元大幅减少，考虑到公司存货规模较大且逆势增长，产品更新换代较快，公司仍存在一定的存货跌价风险。

截至2020年末，公司固定资产中厂房共计1.30亿元，已全部用于借款抵押，其中0.34亿元的两栋厂房尚未办理不动产权证。2020年公司本部的厂房建设投入大量资金，在建工程有所上升。

整体来看，2020年末公司资产规模因偿还部分债务有所下降，资产流动性下滑，且流动资产中应收款项与存货占比较大，存在较大坏账风险和一定的存货跌价风险。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.03	8.95%	0.99	8.72%	1.91	16.68%
应收账款	1.10	9.59%	1.23	10.86%	1.28	11.16%
应收款项融资	1.25	10.88%	1.20	10.55%	1.26	11.01%
存货	1.55	13.49%	1.43	12.55%	1.28	11.23%
流动资产合计	5.26	45.90%	5.10	44.83%	6.14	53.67%
固定资产	3.53	30.79%	3.58	31.51%	3.45	30.17%
在建工程	1.86	16.20%	1.78	15.66%	1.02	8.92%
非流动资产合计	6.20	54.10%	6.27	55.17%	5.30	46.33%
资产总计	11.46	100.00%	11.37	100.00%	11.44	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2020年公司营业利润继续亏损，2021年一季度以来并未改善，且未来仍存在下滑压力

公司营业收入主要来源于金刚石线销售，受国家光伏政策宏观调控、市场竞争加剧及行业产能过剩的影响，公司硅切割用金刚石线产品量价齐跌，导致2020年公司营业收入同比下降7.17%。

盈利能力方面，下游蓝宝石和光伏行业终端成本降价压力向上游传导，叠加业内供大于求的供需现状，2020公司硅切割用金刚石线产品价格继续下降。但因细分产品结构有所调整，较高单价和较高毛利率的蓝宝石切割用金刚石线收入占比上升，导致产品的平均单价为0.10元/米，毛利率整体亦有所增加。费用方面，2020年公司期间费用规模整体有所下滑，主要系公司缩员导致管理费用和研发投入下降所致；同期公司计提的存货跌价准备同比大幅下滑。综合影响下，2020年公司营业利润继续亏损270.62万元，

亏损程度有所减少。

因以前年度亏损抵税及研发投入税前加计扣除，2020年公司净利润转正，带动EBITDA利润率和总资产回报率转正。但需关注，2020年及2021年一季度归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润分别为亏损916.60万元和亏损787.48万元。若未来金刚石线行业产品销售价格继续下降，公司未能提高产品竞争力，业绩可能继续亏损。

图 5 公司收入及利润情况（单位：亿元）

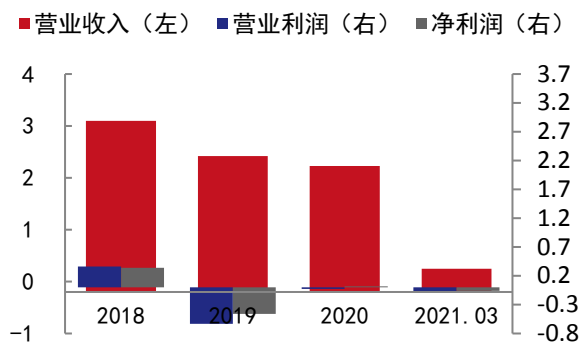
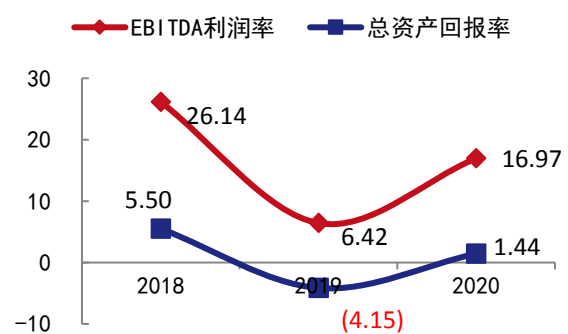


图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

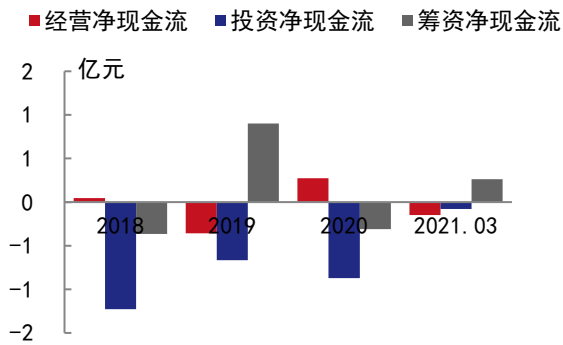
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

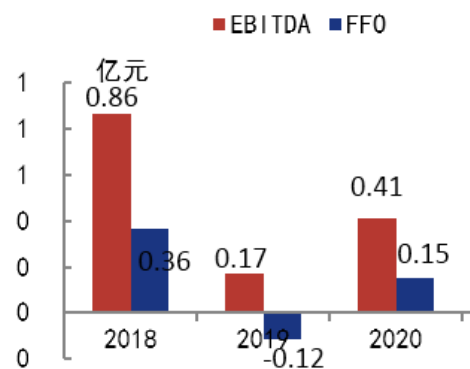
2020 年公司现金生成能力略有提升，但应收账款和票据占用较多营运资本，未来存在一定的资金支出压力

2020 年公司加强收款力度同时将部分以前年度收到的票据贴现计入现金流，导致收现比有所回升，但回款能力仍较弱，经营活动现金流入同比增加 72.21%，带动经营净现金流由负转正。叠加期间费用下降的影响，EBITDA 和 FFO 在营收下降的背景下逆势上升，现金生成能力略有提升。

投资活动方面，2020 年公司持续投入资金新建厂房及购买相关设备，投资净现金流流出规模继续上升。筹资活动方面，公司融入资金较上年大幅下降，导致筹资净现金流转负。考虑到下游客户对产品技术更新要求较高，本期债券募投项目尚需投入规模较大，存在一定的资金支出压力。

图 7 公司现金流结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

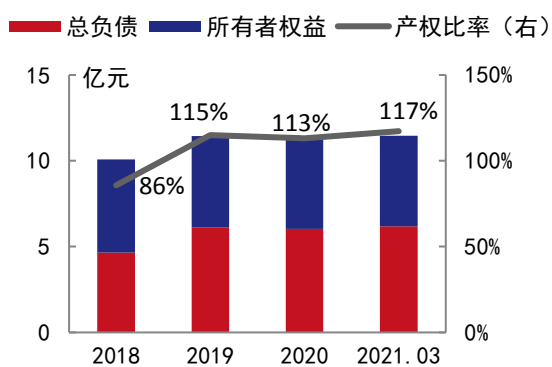
图 8 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

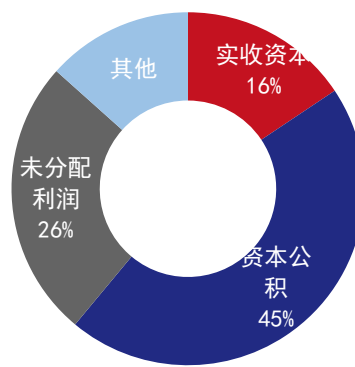
资本结构与偿债能力

净资产对负债的保障程度仍较弱，面临较大的短期偿债压力，融资弹性较差

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，因公司净利润处于盈亏平衡点上下波动，导致 2020 年末及 2021 年 3 月末公司所有者权益随之波动，同期产权比率波动上升，所有者权益对负债的保障程度较弱。

图 9 公司资本结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

图 10 2021 年 3 月末公司所有者权益构成


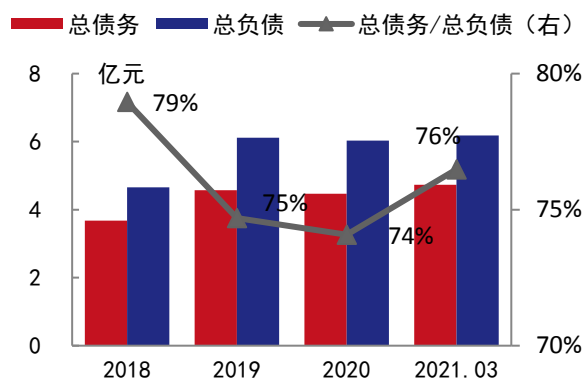
资料来源：公司 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

截至 2021 年 3 月末，公司总债务规模较 2019 年末有所下降，其中长期债务的占比提升了 12.00 个百分点。债务仍主要以短期借款、应付票据、长期借款和应付债券为主，其中 2020 年新增短期借款均为质押借款和抵押借款；长期借款均为抵押借款，利率区间为 5.7%-5.8%；应付债券为本期债券，公司于 2021 年 5 月向全体股东每 10 股转增 3 股，导致转股价调整至 14.10 元/股，但该转股价仍高于公司 2021 年 2 月以来的最高股价。公司补充长期借款并偿还了部分短期借款，导致同期短期有息债务规模略降至 2.51 亿元。

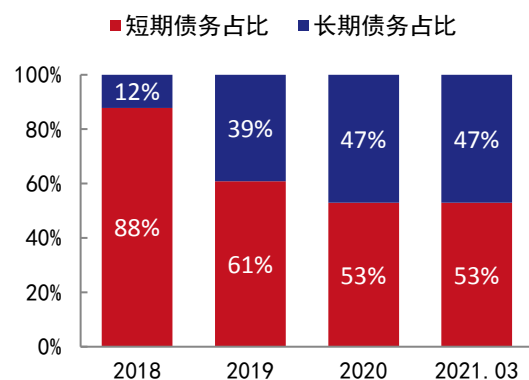
表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.30	37.20%	2.15	35.67%	2.60	42.49%
应付票据	0.12	1.93%	0.12	1.98%	0.15	2.39%
应付账款	0.93	15.04%	0.94	15.59%	0.87	14.26%
一年内到期的非流动负债	0.08	1.32%	0.09	1.46%	0.04	0.58%
其他流动负债	0.47	7.57%	0.53	8.79%	0.58	9.55%
流动负债合计	3.93	63.61%	3.91	64.73%	4.30	70.35%
长期借款	0.42	6.82%	0.33	5.40%	0.11	1.85%
应付债券	1.80	29.15%	1.78	29.44%	1.67	27.38%
非流动负债合计	2.25	36.39%	2.13	35.27%	1.81	29.65%
负债合计	6.18	100.00%	6.03	100.00%	6.12	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

图 11 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

图 12 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

2020年及2021年1-3月公司资产负债率小幅波动，由于2020年公司计提的存货减值准备大幅减少，同时辅以精简人员普遍降薪、减少研发投入等措施，当年EBITDA大幅增长，带动净债务/EBITDA及EBITDA利息保障倍数好转。但因金刚石线行业技术和产品更迭较快，公司存货以原材料和库存商品为主，仍需关注未来存货的跌价风险以及EBITDA提升的持续性。2020年及2021年3月末，公司现金短期债务比持续下滑，短期债务偿付压力加大。考虑到公司新增借款均为抵/质押借款，截至2020年末可供抵押资产规模较小，银行授信可使用额度仅0.80亿元，公司的融资弹性较差。

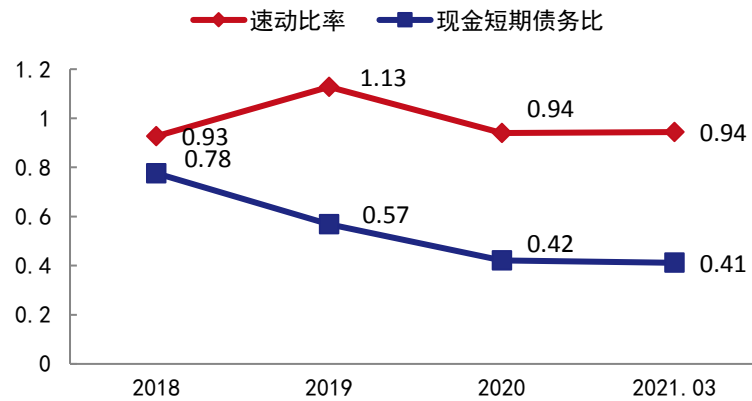
表14 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	53.97%	53.08%	53.50%
净债务/EBITDA	--	8.59	16.27

EBITDA 利息保障倍数	--	1.80	0.78
总债务/总资本	47.27%	45.59%	46.22%
FFO/净债务	--	4.21%	-4.26%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

图 13 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年6月8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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、结论

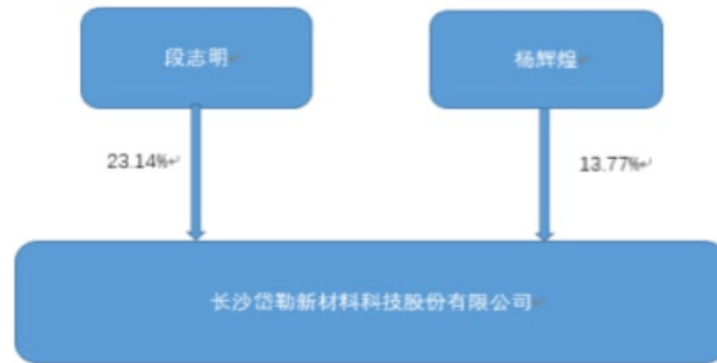
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，调整评级展望为负面，维持本期债券信用等级为A+。

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）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	1.03	0.99	1.91	2.00
存货	1.55	1.43	1.28	1.19
流动资产合计	5.26	5.10	6.14	5.07
固定资产	3.53	3.58	3.45	3.03
在建工程	1.86	1.78	1.02	1.43
非流动资产合计	6.20	6.27	5.30	5.01
资产总计	11.46	11.37	11.44	10.08
短期借款	2.30	2.15	2.60	2.99
应付账款	0.93	0.94	0.87	0.00
一年内到期的非流动负债	0.08	0.09	0.04	0.23
流动负债合计	3.93	3.91	4.30	4.19
长期借款	0.42	0.33	0.11	0.45
应付债券	1.80	1.78	1.67	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	2.25	2.13	1.81	0.46
负债合计	6.18	6.03	6.12	4.65
总债务	4.73	4.47	5.15	3.67
归属于母公司的所有者权益	5.27	5.33	5.32	5.43
营业收入	0.44	2.43	2.62	3.30
净利润	-0.06	0.02	-0.46	0.34
经营活动产生的现金流量净额	-0.15	0.27	-0.36	0.05
投资活动产生的现金流量净额	-0.08	-0.87	-0.66	-1.23
筹资活动产生的现金流量净额	0.26	-0.31	0.90	-0.37
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	13.13%	21.20%	17.82%	37.31%
EBITDA 利润率	--	16.97%	6.42%	26.14%
总资产回报率	--	1.44%	-4.15%	5.50%
产权比率	117.25%	113.11%	115.04%	85.72%
资产负债率	53.97%	53.08%	53.50%	46.16%
净债务/EBITDA	--	8.59	16.27	1.44
EBITDA 利息保障倍数	--	1.80	0.78	4.65
总债务/总资本	47.27%	45.59%	46.22%	40.36%
FFO/净债务	--	4.21%	-4.26%	29.24%
速动比率	0.94	0.94	1.13	0.93
现金短期债务比	0.41	0.42	0.69	0.78

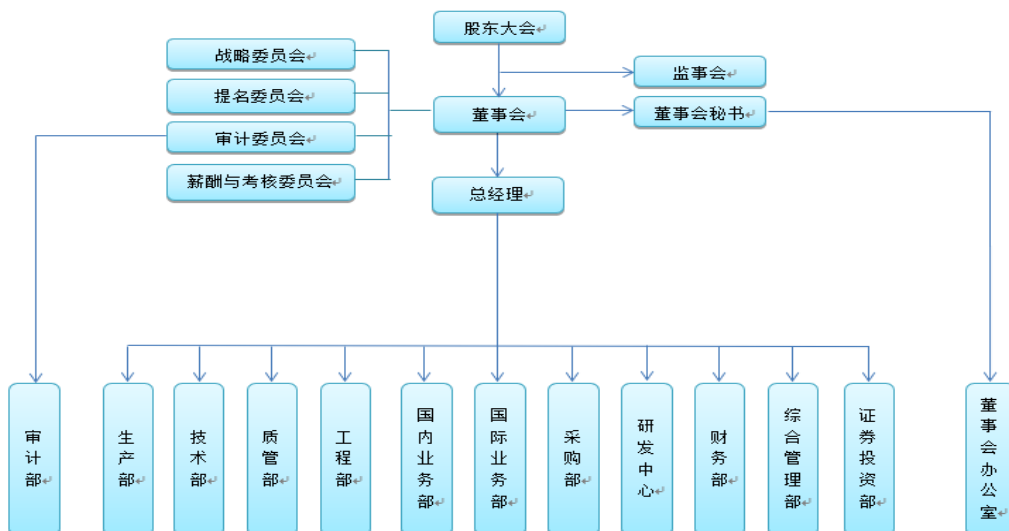
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
株洲岱勒新材料有限责任公司	10,000.00	100.00%	新材料的研究、开发；金刚石制品、超硬材料制品的研究、生产、销售及相关的技术服务
长沙砥特超硬材料有限公司	500.00	100.00%	超硬材料、金属材料、建筑材料及其产品的研究、开发、销售

资料来源：公司 2020 年度年报，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+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	货币资金+交易性金融资产+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+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：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、债务人主体长期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、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。