



2022年株洲华锐精密工具股份有限公司向 不特定对象发行可转换公司债券2022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。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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2022年株洲华锐精密工具股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2022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	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
华锐转债	A+	A+

评级观点

- 中证鹏元维持株洲华锐精密工具股份有限公司（以下简称“华锐精密”或“公司”，股票代码为 688059.SH）的主体信用等级为 A+，维持评级展望为稳定；维持“华锐转债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 A+。
- 该评级结果是考虑到：公司有望继续从数控刀具产品国产化趋势中受益，公司车削和铣削刀片在国内市场具有一定竞争优势，规模效应带动了盈利能力持续向好；同时中证鹏元也关注到，公司在建拟建产能围绕精密数控刀体及刀具，仍需关注产能消化不足的风险和一定的产品替代、市场竞争加剧、主要经销客户流失等因素影响需求的风险，并且公司面临一定的供应商集中及与竞争对手耦合、原材料价格波动风险，本期债券发行后公司债务偿付压力有所增加。

未来展望

- 公司拥有一定的技术优势，下游应用领域广泛，可为公司提供稳定的业务来源。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022年7月25日

联系方式

项目负责人：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

项目组成员：葛庭婷
gett@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	11.68	11.49	6.18	5.31
归母所有者权益	9.29	8.89	4.11	3.22
总债务	0.57	0.32	0.68	0.93
营业收入	1.34	4.85	3.12	2.59
净利润	0.40	1.62	0.89	0.72
经营活动现金流净额	0.20	2.06	1.01	1.03
销售毛利率	48.53%	50.30%	50.90%	50.46%
EBITDA 利润率	--	45.30%	46.04%	44.75%
总资产回报率	--	21.32%	18.61%	18.87%
资产负债率	20.46%	22.64%	33.51%	39.33%
净债务/EBITDA	--	-1.44	-0.18	0.02
EBITDA 利息保障倍数	--	141.83	30.42	17.27
总债务/总资本	5.82%	3.49%	14.28%	22.47%
FFO/净债务	--	-55.63%	-407.66%	5,631.41%
速动比率	2.44	2.48	1.17	1.19
现金短期债务比	5.49	17.53	1.67	2.28

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

优势

- **我国数控刀具产品国产替代进口进程加速，为公司发展提供了一定支持。** 刀具行业具有“消费”+“周期”双属性，下游应用在汽车制造、机械模具加工、船舶、航天等广泛领域，刀具需求较为旺盛，随着国产化进程加速，公司有望继续受益。
- **公司专注于硬质合金数控刀片研发与应用，主要产品在国内市场具有一定优势。** 公司车削刀片和铣削刀片核心产品在加工精度、加工效率和使用寿命等切削性能方面在国内刀具市场具有一定竞争优势，逐渐渗透国内中高端市场，与主要经销客户保持着较为稳定的合作关系。
- **公司盈利能力表现仍较好。** 受益于数控刀片的国产化趋势和公司产能扩充，2021 年公司营业收入同比增长 55.51%，公司销售毛利率仍位于较高水平，规模效应显现使公司利润提升显著。

关注

- **公司仍存在产品替代、市场竞争加剧和主要经销客户流失的风险。** 随着国内刀具制造商积极扩大产能，欧美日韩刀具企业不断加大对中国市场的开拓力度，公司面临市场竞争加剧的风险。增材制造技术的逐渐成熟和生产成本的不断降低，将会对金属切削加工方式产生冲击，陶瓷刀具和超硬刀具性能的不断优化，未来也可能挤占部分硬质合金刀具应用市场，公司存在产品替代风险。公司经销收入占比仍较高，客户集中度较高，存在一定的客户流失风险。
- **公司在建及拟建项目规模大，存在技术进步不及预期或产能无法消化的风险。** 公司在建及拟建项目将新增大量精密数控刀具刀体和高效钻削刀具产能，但如果产品不及预期或因产业政策、市场供需、行业竞争等出现不利变化，公司面临新增产能无法及时消化的风险。
- **公司原材料供应商集中度风险进一步提高，且面临主要原材料价格波动、供应商与竞争对手紧耦合风险。** 2021 年公司前五大供应商采购比例进一步提高，且主要供应商与国内竞争对手存在紧耦合关系，并且原材料价格高位运行，若公司不能将原材料成本上涨的影响及时、有效地传导至下游客户，公司产品盈利可能受到不利影响。
- **本期债券发行后公司债务规模大幅上升。** 本期债券于 2022 年 6 月 24 日发行，债券发行后公司杠杆经营水平大幅提高，债务偿付压力有所增加。

同业比较（单位：亿元）

指标	欧科亿	恒锋工具	华锐精密	沃尔德
总资产	19.33	14.73	11.49	9.31
营业收入	9.90	5.09	4.85	3.26
净利润	2.22	1.55	1.62	0.54
销售毛利率	34.38%	49.64%	50.30%	49.22%
资产负债率	22.68%	18.41%	22.64%	7.34%
应收账款周转率	7.77	4.34	6.78	5.94
存货周转率	2.87	2.28	3.32	2.05

注：以上各指标均为 2021 年数据

资料来源：iFinD，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

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	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	很小
	经营状况	弱		净债务/EBITDA	7
	经营规模	2		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和 技术	4		总债务/总资本	7
	品牌形象和 市场份额	3		FFO/净债务	7
	经营效率	5		杠杆状况调整 分	-1
	业务多样性	2		盈利状况	非常强
			盈利趋势与 波动性	中等	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		弱	财务状况评估结果		最小
指示性信用评分					aa-
调整因素		重大特殊事项	调整幅度		-1
独立信用状况					a+
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					A+

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
A+/稳定	A+	2021-09-28	徐宁怡、葛庭婷	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)	阅读全文

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
华锐转债	4.00	4.00	2021-09-28	2028-06-24

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2022年6月24日发行6年期4.00亿元可转换公司债券，募集资金计划用于精密数控刀体生产线建设项目、高效钻削刀具生产线建设项目及补充流动资金。截至2022年6月30日，本期债券募集资金专项账户余额为3.96亿元。

三、发行主体概况

2021年2月8日，公司在上海证券交易所科创板上市交易，公开发行后公司注册资本由3,300.60万元变更为4,400.80万元。截至2022年6月末，公司注册资本和股本均为4,400.80万元，实控人仍为肖旭凯、高颖、王玉琴，3人合计持有公司35.21%的股份，实际控制人对公司经营管理决策事项存在争议时，仍以肖旭凯的意见为准。

人事方面，2021年5月，公司完成了董事会、监事会换届选举；2021年6月，公司聘任了高级管理人员，聘任肖旭凯为公司总经理，李志祥、高江雄、丁国峰为公司副总经理，段艳兰为公司董事会秘书及财务总监。

公司仍主要从事硬质合金数控刀片的生产生产和销售业务，主要产品包括车削、铣削和钻削三大系列硬质合金数控刀片。2021年公司合并报表范围无变化。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

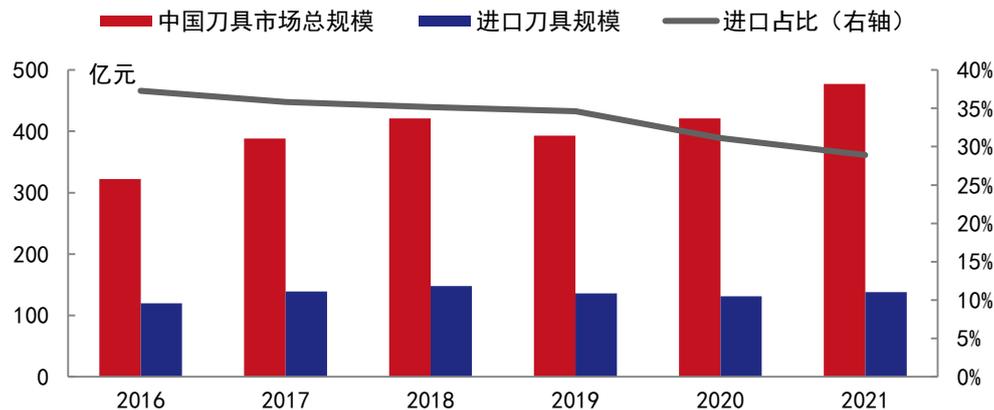
行业运营环境

刀具行业具有“消费”+“周期”双属性，下游应用领域广泛，为刀具需求提供稳定支撑，随着进口替代进程加速，国内中高端刀具企业有望获益

刀具行业具有“消费”+“周期”双属性。刀具是机械制造中用于切削加工的工具，一般由刀柄、刀杆（或刀盘）和刀片组成，其中刀片作为金属切削过程中的核心部件，是需要定期更换的耗材。切削加工在整个制造加工中的应用所占比例高达90%以上，其需求与制造业周期息息相关。近年随着国产替代率的提升，刀具进口占市场消费比不断下降，2021年由于我国经济回暖及机床数控化率提高，我国刀具市场消费总规模增长至477亿元，同时进口占比下降至29%，国产化进程加速。我国新增数控金属切削机床数控化率从2013年的28.4%提升到2021年的44.9%，虽有明显提升，但对比日本2019年新增机

床数控化率已达89.9%，我国机床数控化程度与海外发达国家仍有较大差距，提升空间依然很大。金属切削刀具作为数控机床的易耗配件，无论是现有存量机床的配置需求还是每年新增机床的增量需求，都为数控刀具的总需求量提供了保障。

图 1 2021 年我国刀具市场总规模实现增长，且进口替代加速



资料来源：中国机床工具工业协会，中证鹏元整理

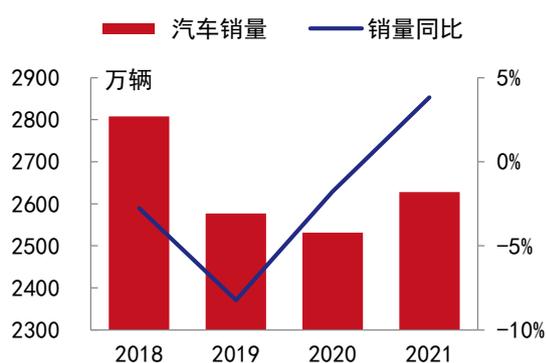
刀具材料主要包括硬质合金、工具钢（碳素工具钢、合金工具钢、高速钢）、陶瓷和超硬材料（人造金刚石PCD、立方氮化硼CBN）。其中，硬质合金与其他刀具材料相比，具有物理性能均衡、应用领域广泛以及性价比较高等优势。硬质合金切削刀具下游应用领域广泛，既包括汽车制造、机械模具加工、船舶、军工等传统行业，也包括航空航天、3C产业加工等高端及新兴应用制造加工领域。公司生产的硬质合金数控刀片主要应用于模具、通用机械和汽车行业等领域。

汽车零部件技术含量高，工艺复杂，整个制造过程中分工极其细致、数控化程度较高，是金属切削刀具需求量最大的行业之一。公司产品在汽车行业主要用于汽车轴承座、连杆、凸轮轴，活塞、涡轮壳、中间体等。2021年中国汽车累计销量2,627.5万辆，同比增长3.8%，扭转了自2018年以来连续三年负增长的趋势，其中受新能源汽车爆发式增长影响，与新能源汽车相关的产业链景气度处于较高水平，带动汽车零部件需求量上升。中证鹏元认为，新冠肺炎疫情在国内仍然呈现散发性态势，2022年3-5月吉林和上海等地的疫情使汽车产业链和汽车正常生产均受到明显冲击。但考虑到汽车消费承担了促消费稳增长职能、部分地区增加汽车牌投放指标等消费刺激政策的实施、新能源汽车车型投放力度的加大以及新能源汽车市场接受度和渗透率的大幅提高等因素，中证鹏元对2022年汽车消费需求持谨慎乐观的态度。另外，由于在新能源车市场方面我国近年持续处于领先的市场地位，国内汽车零部件企业在经历了行业出清后开始加速布局海外产能规划建设，国内零部件企业在海外市场的份额则有望进一步增长，在部分零部件领域加速实现全球化进程。

模具被称为“工业之母”，是对原材料进行加工，赋予原材料以完整构型和精确尺寸的加工工具，主要用于高效、大批量生产工业产品中的有关零部件，应用领域广泛，公司产品在模具行业主要应用于

家电、模架、汽车覆盖件、内饰模具等。切削是模具加工中最高效、最重要的加工方式，模具的制作过程会消耗大量的切削刀具。切削刀具的加工精度、加工效率和质量稳定性对模具的精度、光洁度、使用寿命和制造周期有着非常重要的影响。近年来，我国模具产量总体呈上升趋势，随着光伏、风电、汽车轻量化、消费电子等下游应用领域的扩展，产品更新速度不断加快，未来我国模具行业将向高精密化、自动智能化、新型化、融合化等方向发展，对精密高效数控刀具需求将会相应增加。

图 2 2021 年我国汽车销量实现近年来首次正增长 **图 3 近年我国模具产量总体呈上升趋势**



资料来源：中国汽车工业协会，中证鹏元整理



资料来源：智研咨询网，中证鹏元整理

通用机械主要包括农用机械、家电卫浴、矿山机械、电工机械等，数控刀具广泛应用于通用机械中的不锈钢法兰、阀门、液压件、流体、手机配件等零部件的精密加工。通用机械下游细分领域众多，其景气趋势一般与国内制造业整体相关。我国宏观经济下行压力大，通用机械的整体需求自 2021 年二季度以来呈现逐季度走弱的态势，尤其 2022 年以来受疫情影响出现加速下行。展望 2022 年下半年，前期由于疫情影响被压制的需求有望释放，但宏观经济下行压力犹存，下半年通用机械产品需求或小幅回调。

国内刀具企业普遍规模较小，市占率较低，近年逐渐向高端市场延伸，实现部分高端产品的进口替代

国际刀具竞争企业的竞争大致可分为三大阵营。第一阵营是以山特维克为代表的技术实力强劲的欧美企业，以向客户提供整体切削解决方案为主。第二阵营是以三菱为代表的产品通用性强、性价比高的日韩企业。第三阵营是以株洲钻石切削刀具股份有限公司（以下简称“株洲钻石”）为代表的国内刀具企业，国内刀具企业数量众多但普遍规模较小，市占率较低且竞争较为激烈，各厂商主要通过差异化的产品策略和价格优势抢占市场份额。近年，国内刀具企业向高端市场延伸，凭借性价比和本土服务优势，逐渐实现对中高端刀具产品的进口替代。

硬质合金刀具主要原材料碳化钨粉和钴粉价格易受全球宏观经济形势、供需情况等因素影响，原材料价格波动给公司带来一定的成本控制压力

直接材料成本在硬质合金数控刀具成本中占比约为 40-50%，其中碳化钨粉占比最高，钴粉次之。

中国钨资源十分丰富，约占世界储量的60%左右，产销量多年稳居世界首位，国内碳化钨生产企业众多，如厦门钨业股份有限公司（以下简称“厦门钨业”，股票代码为600549.SH）、中钨高新材料股份有限公司（以下简称“中钨高新”，股票代码为000657.SZ）、江西钨业控股集团有限公司（以下简称“江西钨业”）、广东翔鹭钨业股份有限公司（以下简称“翔鹭钨业”，股票代码为002842.SZ）、崇义章源钨业股份有限公司（以下简称“章源钨业”，股票代码为002378.SZ）等均是生产碳化钨的大型生产厂家，碳化钨市场供应较为充足。世界钴储量主要集中分布在刚果（金）、澳大利亚，中国钴资源比较匮乏，仅占世界储量的1%左右。2021年碳化钨和钴价格呈上涨趋势，2022年价格有所回落。碳化钨和钴作为大宗商品，其价格走势易受全球宏观经济形势、供需情况、产业结构调整等因素影响，公司作为价格接受者，原材料价格波动给公司带来一定的成本控制压力。

图 4 2021 年碳化钨、钴价格呈上升趋势



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍主要从事硬质合金数控刀片的研究、生产和销售业务，主要产品包括车削、铣削和钻削三大系列刀片，产品广泛应用于通用机械、汽车、模具、航空航天等领域。受益于数控刀片国产对进口替代加速的趋势，同时公司产能逐步释放，渠道不断完善，2021年公司营业收入同比增长55.51%，其中车削刀片产品营收增长较多。2021年公司销售毛利率较上年略有下降，基本保持稳定，盈利能力仍较强。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务	48,313.68	50.37%	31,118.66	50.79%
其中：车削刀片	32,496.72	47.31%	19,295.70	45.41%
铣削刀片	14,398.79	55.86%	10,744.86	58.64%
钻削刀片	1,244.10	79.31%	858.35	78.51%

其他产品	174.07	-39.62%	219.75	30.37%
其他业务	234.05	36.67%	99.93	86.98%
合计	48,547.73	50.30%	31,218.59	50.90%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

由于原材料价格上涨，公司营业成本中原材料占比提高，需关注原材料价格高位运行对产品盈利的影响；公司仍存在主要国内竞争对手与供应商紧耦合的风险

公司产品主要为硬质合金数控刀片，主营业务成本主要由直接材料、直接人工及制造费用构成，由于2021年原材料采购价格及人工成本上涨，其占主营业务成本的比重有所增加。

表2 公司主营业务成本构成（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重
直接材料	11,870.71	49.50%	6,987.41	45.63%
直接人工	2,421.60	10.10%	1,457.73	9.52%
制造费用	9,683.90	40.38%	6,868.69	44.85%
委托加工费	3.40	0.01%	0.00	0.00%
合计	23,979.61	100.00%	15,313.83	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品生产所需要的主要原材料包括碳化钨粉、钴粉和钽铌固溶体等，其中碳化钨粉采购金额占总采购金额比重最大，公司主要原材料为大宗商品，其价格随市场行情波动，2021年公司主要原材料采购单价均有所上涨。需要关注的是，公司直接材料占营业成本比重较大，若未来主要原材料价格大幅上涨，且公司不能将原材料成本上涨的影响及时有效地传导至下游客户，将对公司盈利产生不利影响，给公司带来一定的成本管控压力。

表3 公司主要原材料采购情况

项目		2021年	2020年
碳化钨粉	采购量（吨）	501.00	287.60
	采购单价（万元/吨）	20.53	17.92
	采购金额（万元）	10,283.79	5,153.50
钴粉	采购量（吨）	55.51	32.00
	采购单价（万元/吨）	35.29	24.75
	采购金额（万元）	1,959.18	791.95
钽铌固溶体	采购量（吨）	7.11	4.00
	采购单价（万元/吨）	133.02	132.97
	采购金额（万元）	945.77	531.86

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司采购部根据生产计划和市场情况对原材料储备合理库存，通过向合格供应商询价和比价方式确定采购价格，公司通过长期的试验测试精选出性能稳定、货源充足的供应商进行合作并实现规模化采购。

公司供应商相对比较固定，2021年前五大供应商较上年基本无变动，公司向五大材料供应商采购比例有所增加，供应商集中度风险继续增加。若未来供应商提供材料的品质达不到公司要求，在更换供应商的过程中可能会出现供货周期延长、性能不稳定等情形，将对公司的生产经营产生不利影响。同时需要关注的是，公司主要原材料供应商自贡硬质合金有限责任公司（以下简称“自贡合金”）和株洲硬质合金集团有限公司（以下简称“株洲合金”）与株洲钻石同为中钨高新的子公司，公司存在主要国内竞争对手与供应商紧耦合的风险，如果中钨高新为增强株洲钻石的竞争地位，限制向公司供应原材料，将对公司经营产生不利影响。

表4 公司前五大供应商采购情况（单位：万元）

时间	供应商名称	采购原材料品种	采购金额	占采购总额比重
2021年	自贡硬质合金有限责任公司、株洲硬质合金集团有限公司	碳化钨粉、钴粉及其他金属粉末	5,907.41	30.76%
	赣州海盛钨业股份有限公司	碳化钨粉	4,582.09	23.86%
	安徽寒锐新材料有限公司	钴粉	1,585.50	8.26%
	株洲科恒金属材料有限公司	钽铌固溶体及其他金属粉末	705.05	3.67%
	株洲华驰新材料有限公司	钽铌固溶体	399.65	2.08%
	合计	-	13,179.70	68.63%
2020年	自贡硬质合金有限责任公司、株洲硬质合金集团有限公司	钴粉、碳化钨粉及其他金属粉末	3,567.92	35.54%
	赣州海盛钨钼集团有限公司	碳化钨粉	1,870.49	18.63%
	南京寒锐钴业股份有限公司、安徽寒锐新材料有限公司	钴粉	524.29	5.22%
	株洲科恒金属材料有限公司	钽铌固溶体及其他金属粉末	365.81	3.64%
	株洲华驰新材料有限公司	钽铌固溶体	239.47	2.39%
	合计	-	6,567.98	65.42%

注：（1）自贡合金和株洲合金系同属于中钨高新旗下子公司；（2）安徽寒锐新材料有限公司系上市公司南京寒锐钴业股份有限公司（股票代码：300618）旗下子公司；（3）根据公开信息查询，赣州海盛钨钼集团有限公司于2021年12月14日更名为赣州海盛钨业股份有限公司。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司产销量齐增，产能利用率和产销率在高位继续提高；在建及拟建项目建成投产后，整体产能将进一步增长，需持续关注在建项目情况和新增产能释放情况

公司采用“以销定产+适度备货”的生产模式。由于公司产品需经过配料、球磨、喷雾干燥、压制成型、烧结、研磨深加工和涂层等生产工序，标准生产周期一般为5-7周左右，公司对市场需求较稳定的产品设置适度安全库存。

2021年公司主要产品的产销量均有所增长，产销率仍处于高位，产能利用率也进一步提高，公司主要产品产能利用已饱和，产线常年超负荷运作，产能成为制约公司业务扩张的其中一个因素。在建和拟

建项目建成投产后，将缓解公司产能不足的问题。同时，项目建成也有利于公司向中高端市场渗透。但需要关注的是，随着国内主要硬质合金刀具制造商积极扩大产能，并加快推出各种新牌号、新槽型的产品，欧美和日韩等知名刀具企业不断加大中国市场的开拓力度，公司可能面临进一步加剧的市场竞争风险。如果公司不能保持并强化自身的竞争优势和核心竞争力，公司产品的市场份额及价格可能会因市场竞争加剧而下降。并且，随着增材制造¹技术的逐渐成熟和生产成本的不断降低，将会对金属切削加工方式产生冲击；陶瓷刀具和超硬刀具性能的不断优化，未来也可能挤占部分硬质合金刀具传统应用市场，公司可能会面临一定的产品替代风险。

表5 公司主要产品的产能利用率和产销率情况（单位：万片、万片/年）

项目	2021年	2020年
产能利用率	126.33%	120.78%
产能	6,300.00	4,800.00
产量	7,958.60	5,797.33
其中：车削刀片	4,967.20	3,169.12
铣削刀片	2,783.86	2,460.10
钻削刀片	207.54	168.11
销量	8,233.81	5,411.29
其中：车削刀片	4,972.62	3,018.96
铣削刀片	3,050.74	2,249.67
钻削刀片	210.45	142.66
产销率	103.46%	93.34%
其中：车削刀片	100.11%	95.26%
铣削刀片	109.59%	91.45%
钻削刀片	101.40%	84.86%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司主要在建项目为IPO募投项目，即精密数控刀具数字化生产线建设项目和研发中心项目。精密数控刀具数字化生产线建设项目是公司在目前已掌握的核心技术之上进行的产能扩建，项目建成后，公司产能将新增硬质合金数控刀片3,000万片/年、金属陶瓷数控刀片500万片/年、硬质合金整体刀具200万支/年。研发中心项目是公司在原有研发体系、技术储备的基础上进行的升级扩建项目，研发项目不能直接转化为产能提高公司业务收入，但有助于提升公司研发实力，提高公司核心技术转化能力。

¹ 增材制造采用与“去除型”减材制造（含金属切削）完全相反的逐层叠加材料的加工方式，将复杂的工件结构或零部件结构离散为简单的二维平面加工，解决同类型工件或零部件难以加工的难题。目前，增材制造已从技术研究逐步走向实际工业应用，成为高端制造领域直接制造及修复再制造的重要技术手段。

表6 截至 2021 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	规划总投资	已投资金额	尚需投资
精密数控刀具数字化生产线建设项目	44,986.31	11,034.84	33,951.47
研发中心项目	5,000.00	1,129.20	3,870.80
合计	49,986.31	12,164.04	37,822.27

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司拟建项目为本期债券募投项目，包括精密数控刀体生产线建设项目和高效钻削刀具生产线建设项目。精密数控刀体生产线用于生产铣刀刀盘、铣刀刀杆、浅孔钻具等产品，是在公司现有数控刀片产品的基础上，建设与之相配套的包括刀杆、刀盘在内的刀体生产线，项目达产后，可实现年新增精密数控刀体产品50万件的产能。刀体与刀片的适配性会对刀具整体的使用寿命、加工精度及稳定性产生直接影响，因此终端客户在使用公司数控刀体产品后，将有助于提升其对公司数控刀片产品的粘性，扩大现有产品的销售规模。高效钻削刀具生产线主要是生产钻削刀具产品，项目建成达产后，可实现年新增各类高效钻削刀具140万支的产能，可与公司现有产品形成互补，满足终端用户的不同加工需求。

表7 截至 2021 年末公司主要拟建项目情况（单位：万元）

项目	规划总投资
精密数控刀体生产线建设项目	19,857.82
高效钻削刀具生产线建设项目	15,277.49
合计	35,135.31

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

待在建和拟建项目建成达产后，公司产能规模将进一步提升，但需要关注的是，若下游行业需求出现较大不利变化或公司技术进步不及预期，公司可能面临一定的产能消化风险。

公司产品仍以经销为主，且经销业务收入占比进一步提高，前五大经销客户收入贡献率略有增加，应关注经销客户流失的风险

2021年公司仍采用经销为主、直销为辅的销售模式，经销和直销业务收入均有所增长，且经销收入占比略有增加。目前公司产品销售区域仍以境内为主，建立了以华东、华南、华北刀具集散市场为核心，覆盖全国市场的经销商体系，2021年境内营业收入占主营业务收入的比重为96.14%。公司采用的经销模式仍为买断式销售，公司与经销商签订经销协议，根据订单合同约定将产品交付经销商，经销商确认收货后由其管理产品，并自主销售给下游客户。

表8 公司主营业务收入按照销售模式区分情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
经销	43,053.33	89.11%	27,280.48	87.67%
直销	5,260.35	10.89%	3,838.18	12.33%
合计	48,313.68	100.00%	31,118.66	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从下游客户来看，2021年前五大经销客户略有变动，前五大经销客户收入占比继续增加。总体来看，公司与主要经销客户保持着较为稳定的合作关系。机械加工企业在选择刀片供应商时，通常要结合自身生产线配置、被加工材料类型和加工工况进行反复测试和验证，一旦选定了合格的刀具供应商后不会轻易更换，具有一定的粘性。但是，若主要经销客户因终端市场开拓不利、市场竞争因素或者与公司的发展战略不一致而流失，将对公司业绩产生不利影响。

表9 公司前五大客户销售情况（单位：万元）

时间	客户名称	销售金额	占主营业务收入比重
2021年	客户一	8,254.24	17.08%
	客户二	3,726.07	7.71%
	客户三	2,786.47	5.77%
	客户四	2,446.22	5.06%
	客户五	2,406.99	4.98%
	合计	19,619.99	40.61%
2020年	客户一	4,388.10	14.10%
	客户二	2,671.97	8.59%
	客户三	2,244.11	7.21%
	客户四	1,562.28	5.02%
	客户五	1,271.34	4.09%
	合计	12,137.80	39.00%

注：客户名称作保密处理，不予以披露

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2020-2021年审计报告及2022年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并报表范围无变化。

资产结构与质量

公司资产规模大幅增长，货币资金充沛，但账款规模增长较多，非流动资产占比仍较高，资产流动性尚可

随着公司IPO募集资金和经营积累，公司总资产规模大幅增长，2021年总资产同比增加85.88%，非流动资产占比有所降低。截至2021年3月末，公司总资产继续增长，随着公司对在建项目的投入，非流

动资产占比有所回升。

截至2021年末，由于首次公开发行股票收到募集资金，公司货币资金和交易性金融资产大幅增加，其中货币资金中2,398.85万元作为购买境外设备信用证保证金、出具银行承兑汇票保证金而受限，交易性金融资产系为公司将部分暂时闲置募集资金购买保本和低风险理财产品进行现金管理。应收票据主要为银行承兑汇票，2021年公司将部分银行承兑票据从应收款项融资科目转入应收票据科目进行列示；需关注的是，公司背书转让的承兑人为宝塔石化集团财务有限公司（以下简称“宝塔石化”）的票据，金额为50万元，因宝塔石化发生票据违约，被后手方湖北广达化工科技股份有限公司（以下简称“广达化工”）以票据追索权纠纷起诉，公司尚未计提坏账准备。公司给予客户的信用期一般为月结30天，2021年末公司应收账款余额同比增长23.44%，低于营业收入的增速，公司平均账期有所缩短，主要系2021年公司对应收管理采取更为严格的政策、加强催收力度所致；应收账款账龄集中在1年以内，前五名应收对象均为民营企业，前五名应收规模合计占应收账款总额的34.55%。随着公司业务规模的扩大，公司存货规模相应增加，与营业收入的变动趋势基本一致。

截至2021年末，随着公司对厂房和机器设备等的持续投入，公司固定资产和在建工程规模有所增加，其中价值97.46万元的固定资产产权证书尚在办理中，为食堂、设备用房和辅料仓库。其他非流动资产为公司预付的工程及设备款。

总体来看，公司现金类资产较为充裕，资产受限比例较小，但非流动资产占比仍较高，应收款项和存货对资金形成一定的占用，资产流动性尚可。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.19	10.17%	1.58	13.74%	0.25	3.97%
交易性金融资产	0.80	6.86%	1.41	12.23%	0.00	0.00%
应收票据	0.34	2.90%	0.77	6.69%	0.00	0.00%
应收账款	1.21	10.35%	0.79	6.89%	0.64	10.36%
应收款项融资	0.01	0.12%	0.00	0.03%	0.78	12.68%
预付款项	0.06	0.50%	0.05	0.41%	0.02	0.27%
存货	1.03	8.80%	0.88	7.69%	0.57	9.18%
流动资产合计	4.71	40.30%	5.54	48.20%	2.35	37.92%
固定资产	3.83	32.79%	3.45	30.00%	3.17	51.33%
在建工程	1.49	12.74%	1.44	12.55%	0.39	6.23%
其他非流动资产	1.17	10.03%	0.63	5.51%	0.02	0.25%
非流动资产合计	6.97	59.70%	5.95	51.80%	3.84	62.08%
资产总计	11.68	100.00%	11.49	100.00%	6.18	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告及2022年1-3月未经审计财务报表，中证鹏元整理

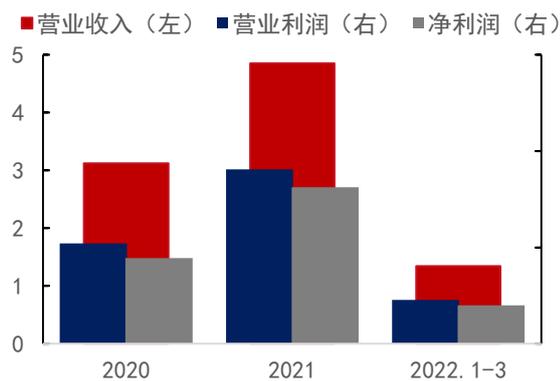
盈利能力

受益于数控刀片的国产化趋势和公司产能增加，公司营业收入和利润均快速增长，盈利能力仍较好

受益于数控刀片的国产化趋势，同时公司设备投入增加带来产能逐步释放，2021年公司营业收入同比增长55.51%。2021年公司借款金额大幅减少，导致利息支出大幅减少，同时随着营业收入快速增加，公司规模效应逐渐显现，期间费用占营业收入的比重由2020年的16.58%下降至2021年的13.18%，利润提升显著，营业利润同比增长73.91%，高于营业收入的增速。盈利能力指标方面，2021年公司EBITDA利润率略有下降，总资产回报率有所提升。整体来看，公司盈利能力仍较好。

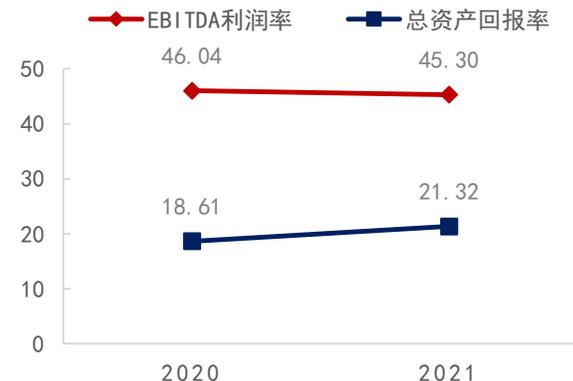
随着公司募投项目实施，新增机器设备扩充产能，规模效应将进一步显现。但考虑到目前主要原材料价格高位运行，短期内公司销售毛利率或将小幅回落。

图 5 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）

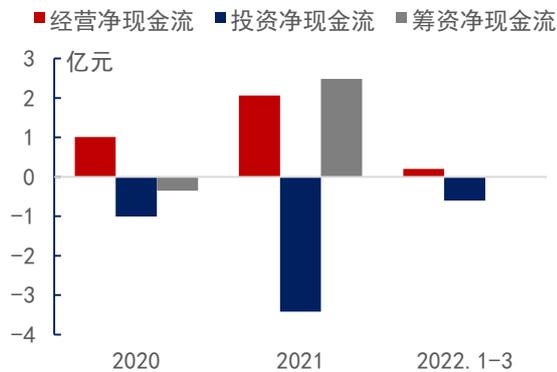


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

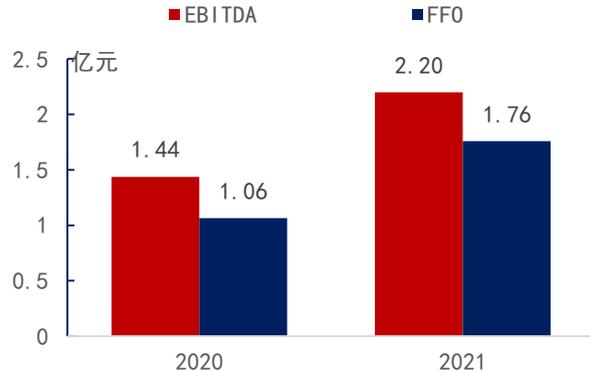
现金流

2021年公司现金回笼速度有所加快，在建及拟建项目基本可由募集资金满足，资金支出压力不大

随着公司业务规模扩大，同时 2021 年公司加强应收款项催收管理，公司经营净现金流同比增加 104.17%，高于营业收入的增速。但受公司给予客户一定信用期及部分交易使用银行承兑汇票结算影响，公司收现比指标仍表现一般，整体来看资金回笼速度有所加快。由于公司对在建项目持续投入，采购生产设备等固定资产，以及将部分暂时闲置募集资金购买保本和低风险理财产品进行现金管理，导致投资活动产生的现金净流出大幅增加。2021 年公司筹资净现金流由负转正，主要系公司上市收到募集资金所致。截至 2021 年末，公司在建及拟建项目尚需一定资金投入，基本可由募集资金满足，未来资金支出压力不大。

图 7 公司现金流结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

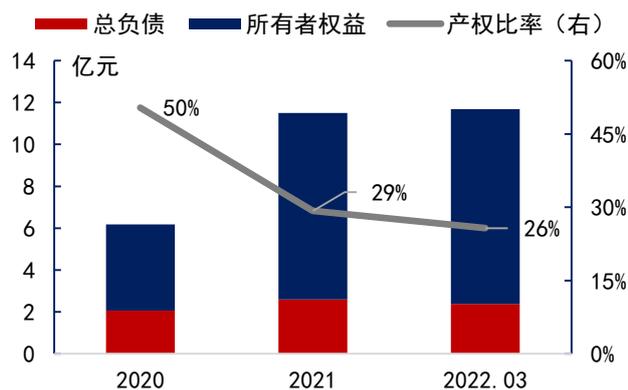
图 8 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

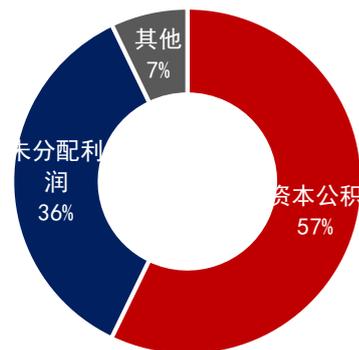
资本结构与偿债能力

公司通过上市增厚了资本实力，公司债务以短期债务为主，本期债券发行后公司债务规模大幅增加

截至 2022 年 3 月末，由于公司上市增厚了资本实力，所有者权益大幅增加，公司所有者权益以资本公积、未分配利润为主，同时随着公司业务规模的扩大，经营性负债增加导致总负债规模有所增加；综合影响之下，公司产权比率有所下降。

图 9 公司资本结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

图 10 2022 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

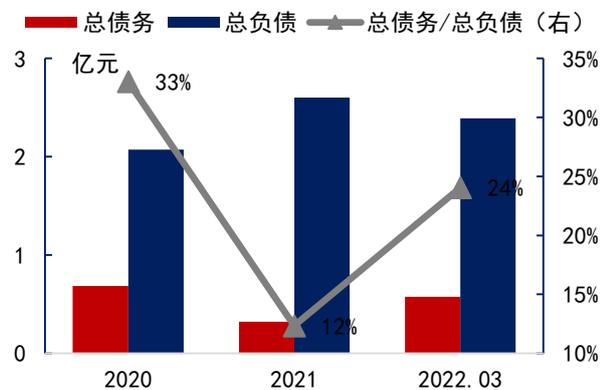
截至 2021 年末，公司负债以流动负债为主。由于公司收到首次公开发行股票募集资金及公司经营积累，资金相对充裕，公司归还了银行借款；应付票据为公司开出的银行承兑汇票；其他流动负债为未终止确认的应收票据；应付账款大幅增加，主要系原材料、设备、工程采购增加所致；预计负债主要为销售返利和预计销售退货款项。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

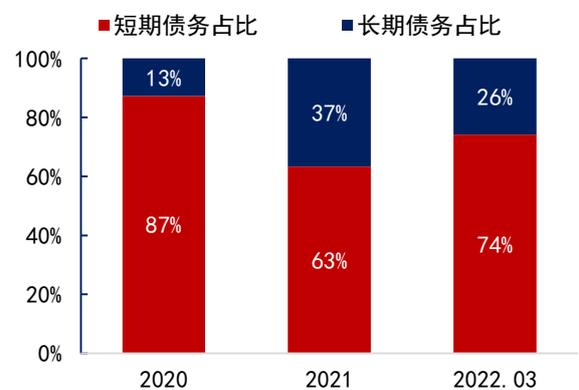
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.44	21.20%
应付票据	0.42	17.40%	0.20	7.52%	0.00	0.00%
应付账款	0.60	25.09%	0.61	23.48%	0.20	9.46%
一年内到期的非流动负债	0.01	0.43%	0.01	0.30%	0.16	7.65%
其他流动负债	0.29	12.04%	0.73	28.05%	0.45	21.87%
流动负债合计	1.51	63.01%	1.88	72.06%	1.52	73.42%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.09	4.20%
预计负债	0.37	15.40%	0.29	11.07%	0.20	9.88%
递延所得税负债	0.25	10.66%	0.21	7.96%	0.15	7.21%
租赁负债	0.15	6.21%	0.12	4.52%	0.00	0.00%
非流动负债合计	0.88	36.99%	0.73	27.94%	0.55	26.58%
负债合计	2.39	100.00%	2.60	100.00%	2.07	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

截至2021年末，公司总债务规模有所下降，债务规模较小，且以短期债务为主。但需关注的是，本期债券已于2022年6月24日发行，债券发行后公司债务规模大幅上升。

图 11 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

图 12 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

截至2021年末，公司资产负债率有所降低，由于公司归还了部分借款，债务规模减少，公司杠杆比率指标均大幅改善。但仍需关注的是，本期债券发行后公司杠杆经营水平将大幅提高。

表12 公司杠杆状况指标

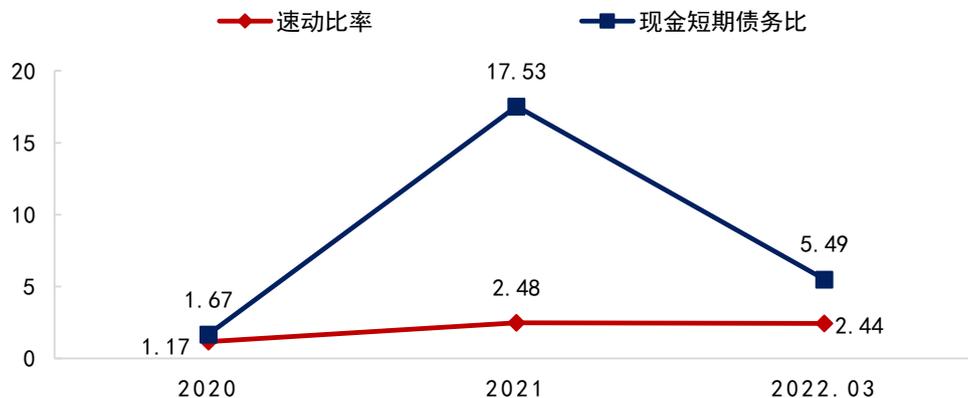
指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	20.46%	22.64%	33.51%
净债务/EBITDA	--	-1.44	-0.18

EBITDA 利息保障倍数	--	141.83	30.42
总债务/总资本	5.82%	3.49%	14.28%
FFO/净债务	--	-55.63%	-407.66%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

2021年公司上市募集资金到账后致使货币资金大幅增加，现金短期债务比大幅增加，随着公司对募投项目逐渐投入，公司现金类资产有所减少，截至2022年3月末现金短期债务比有所回落，但现金类资产对短期债务保障仍较好。2021年末公司速动比率有所提高，流动负债中主要为经营性负债，但本期债券发行后公司债务偿付压力将有所上升。公司通过上市和发行可转债募集资金，融资渠道较为多样化。

图 13 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，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2019年1月1日至报告查询日（2022年6月28日），公司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。

或有事项分析

公司存在以下未决诉讼，面临一定的或有负债风险：

2021年6月2日，广达化工以票据追索权纠纷向荆门市掇刀区人民法院起诉华锐精密、后手荆门市格林美精密新材料有限公司（以下简称“格林美”）、株洲合金及承兑人宝塔石化，请求：（1）华锐精密、后手格林美、株洲合金及承兑人宝塔石化向广达化工支付票据款50万元及利息；（2）本案诉讼费用由华锐精密、后手格林美、株洲合金及承兑人宝塔石化承担。截至本评级报告出具之日，本案尚在进一步审理之中。

八、抗风险能力分析

公司所在的刀具行业具有“消费”+“周期”双重属性，下游应用领域包括模具、汽车零部件、通用机械等，应用领域广泛，不易受单一行业景气度影响，尽管当前我国宏观经济下行压力大，但受益于数控刀具进口替代进程加速，且刀片为机床加工的耗材产品，仍可为公司产品需求提供稳定支撑。公司主要产品在国内市场仍具有一定的技术优势，与主要经销商建立了较为稳定的合作关系，但原材料价格高位运行，给公司带来一定的成本管控压力。此外，本期债券发行后，公司债务规模大幅上升，债务偿付压力有所提高。综合来看，公司具有一定的抗风险能力。

九、结论

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“华锐转债”的信用等级为A+。

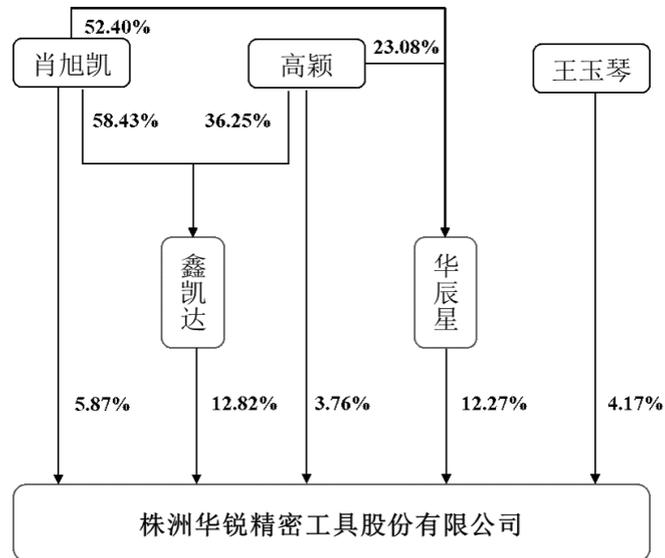
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	1.19	1.58	0.25	0.57
交易性金融资产	0.80	1.41	0.00	0.00
应收账款	1.21	0.79	0.64	0.48
存货	1.03	0.88	0.57	0.54
流动资产合计	4.71	5.54	2.35	2.02
固定资产	3.83	3.45	3.17	2.86
在建工程	1.49	1.44	0.39	0.01
其他非流动资产	1.17	0.63	0.02	0.31
非流动资产合计	6.97	5.95	3.84	3.29
资产总计	11.68	11.49	6.18	5.31
短期借款	0.00	0.00	0.44	0.14
应付票据	0.42	0.20	0.00	0.00
应付账款	0.60	0.61	0.20	0.23
一年内到期的非流动负债	0.01	0.01	0.16	0.28
其他流动负债	0.29	0.73	0.45	0.35
流动负债合计	1.51	1.88	1.52	1.25
长期借款	0.00	0.00	0.09	0.50
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
租赁负债	0.15	0.12	0.00	0.00
预计负债	0.37	0.29	0.20	0.15
递延所得税负债	0.25	0.21	0.15	0.12
非流动负债合计	0.88	0.73	0.55	0.84
负债合计	2.39	2.60	2.07	2.09
总债务	0.57	0.32	0.68	0.93
归属于母公司的所有者权益	9.29	8.89	4.11	3.22
营业收入	1.34	4.85	3.12	2.59
净利润	0.40	1.62	0.89	0.72
经营活动产生的现金流量净额	0.20	2.06	1.01	1.03
投资活动产生的现金流量净额	-0.60	-3.42	-1.00	-0.92
筹资活动产生的现金流量净额	-0.01	2.48	-0.35	0.24
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	48.53%	50.30%	50.90%	50.46%
EBITDA 利润率	--	45.30%	46.04%	44.75%
总资产回报率	--	21.32%	18.61%	18.87%
资产负债率	20.46%	22.64%	33.51%	39.33%
净债务/EBITDA	--	-1.44	-0.18	0.02

EBITDA 利息保障倍数	--	141.83	30.42	17.27
总债务/总资本	5.82%	3.49%	14.28%	22.47%
FFO/净债务	--	-55.63%	-407.66%	5,631.41%
速动比率	2.44	2.48	1.17	1.19
现金短期债务比	5.49	17.53	1.67	2.28

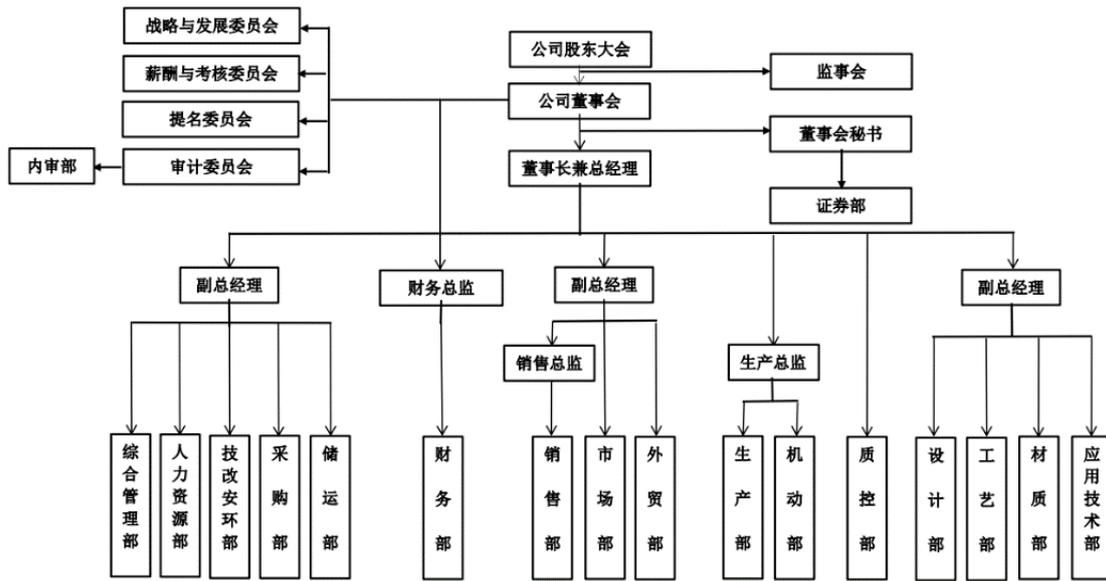
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 6 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 6 月）



资料来源：公司提供

附录四 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	未受限货币资金+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：（1）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；（2）本评级报告在计算现金类资产时，加入了应收款项融资，扣除了非债务原因导致的受限货币资金，并对以前年度数据进行了追溯调整。

附录五 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、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。