

# 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2023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，具有一定的品牌知名度及市场竞争优势；公司现金类资产占比较高，资产受限比例低，整体流动性较好且公司杠杆水平不高，偿债压力不大，公司实际控制人为本期债券提供连带责任担保。同时，中证鹏元也关注到房地产行业景气度下行导致行业需求下滑，原材料成本高企，挤压企业盈利空间，公司销售收入及盈利能力有所下滑，后续新增产能仍存在消化风险，应收款项仍存在一定的回收风险且海外业务仍存在一定风险。

## 评级日期

2023年06月16日

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	22.00	16.75	15.74	7.50
归母所有者权益	15.81	14.14	13.55	6.11
总债务	4.10	0.33	0.23	0.21
营业收入	1.39	6.57	7.25	5.55
净利润	0.18	0.86	1.41	1.37
经营活动现金流净额	-0.16	0.54	1.60	1.28
净债务/EBITDA	--	-5.60	-4.42	-1.16
EBITDA 利息保障倍数	--	111.20	173.91	1,132.92
总债务/总资本	20.55%	2.27%	1.69%	3.39%
FFO/净债务	--	-14.20%	-18.26%	-57.86%
EBITDA 利润率	--	17.56%	25.56%	32.61%
总资产回报率	--	6.16%	14.06%	22.85%
速动比率	7.40	4.02	6.05	3.02
现金短期债务比	--	33.51	151.30	--
销售毛利率	23.17%	22.77%	29.43%	37.82%
资产负债率	28.02%	15.37%	13.68%	18.53%

注：2020-2022年净债务指标为负。

资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年-2022 年年度报告及未经审计的 2023 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

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **公司为人造石英石行业上市企业，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，公司销售网络覆盖全国及海外，作为人造石英石行业标准主编单位，产品有一定的市场竞争优势。
- **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 2023 年 3 月末，公司资产中货币资金、应收票据和交易性金融资产等现金类资产合计 11.67 亿元，占总资产的 53.05%，且现金类资产受限比例很低。
- **公司杠杆水平不高，偿债压力不大。**本期债券发行成功使得 2023 年 3 月末公司资产负债率提升至 28.02%，为公司主要债务增量，但杠杆水平仍不高，且公司资产流动性较好，具有一定的融资弹性，整体偿债压力不大。

## 关注

- **2022 年房地产行业景气度下行，传导至公司下游定制家居企业，行业需求下滑，挤压企业盈利空间，公司销售收入及盈利能力有所下降。**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，2022 年房地产市场景气度下行，人造石材行业需求下滑，挤压公司盈利空间，2022 年营业收入和净利润规模同比下滑 9.40% 和 39.02%。
- **新增产能消化风险仍需关注。**2022 年公司人造石英石板材产能提升至 276.10 万平方米，产能利用率有所下滑，且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，在当前行业下游需求下行情况下，新增产能面临一定的消化风险。
- **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。2022 年公司新增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 143.95 万元，坏账计提比例为 20.00%；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 10,035.44 万元，计提比例为 5.35%。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。
- **原材料成本仍居高位，公司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，2022 年以来不饱和聚酯树脂价格有所下降，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。
- **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，目前公司海外业务收入占比仍较高，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。

## 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
工商企业通用评级方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

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	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	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+

### 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，偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

### 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+/中旗转债	2022-9-4	蒋申、张涛	<a href="#">工商企业通用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)</a>	<a href="#">阅读原文</a>

### 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	2022-09-04	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03月发行6年期5.40亿元可转换公司债券，募集资金原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。根据公司2023年5月17日公告的《关于使用募集资金置换先期投入募投项目和已支付发行费用自筹资金的公告》，截至2023年5月17日，本期债券募集资金专项账户余额为51,002.86万元。

## 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2023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明琴（厦门）企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“厦门明琴”）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。公司前五大股东质押股份数量占持股数量的比重为46.25%。具体股权结构图见附录二。

**表1 截至2023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	182.56
明琴（厦门）企业管理合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	2.87%	338.00	0.00
张启发	境内自然人	1.50%	176.80	0.00
<b>合计</b>		<b>58.91%</b>	<b>6,943.95</b>	<b>3,211.82</b>

资料来源：公司2023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。2022年公司新纳入合并范围的子公司5家，其中新设3家，收购2家，无减少子公司。截至2023年3月末，公司纳入合并范围的子公司共计7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）**

**2022年-2023年1-3月新纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
中旗（广西）矿业有限公司	100%	0.80	采矿业	新设
广西罗城鑫海矿业有限公司	100%	0.44	采矿业	收购
广西罗城新联矿业有限公司	100%	0.31	采矿业	收购
佛山市硅之广股权投资企业（有限合伙）	33.33%	0.045	租赁和商务服务业	新设
中旗（广西）硅晶新材料有限公司	94.99%	0.50	制造业	新设

#### 2022-2023年1-3月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	100.00%	0.03	非金属矿物制品业	股权转让

资料来源：公司 2022 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

**2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏

观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

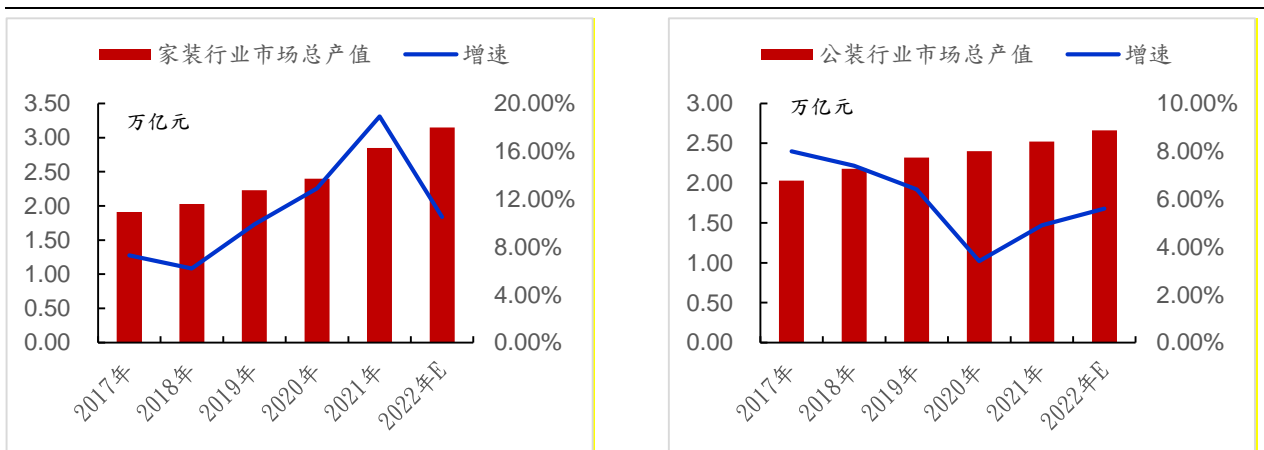
## 行业环境

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，预计未来随着公装市场渗透率的提升，人造石英石行业仍有增量市场空间

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，在城镇化进程推进、消费结构升级等因素影响下，我国建筑装饰行业市场总产值持续增长。家装行业市场基数大，市场总产值从2017年的1.91万亿元增至2021年的2.85万亿元，2021年我国家装行业市场规模增速18.9%为近年最大值，四年间年均复合增长率达到10.52%，2022年国内家装行业市场总产值将突破3.15万亿元，但在房地产市场景气度持续低迷影响下家装需求下行，增速有所放缓。

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，人造石英石企业已经可以制造出品质优异的公装产品，而且其卫生性、环保性、生产成本等都较传统装饰材料具有一定优势，可广泛应用于洗手池、接待台、桌面、窗台等领域，因而有不断向酒店、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。我国公装行业市场总产值逐年稳步上升，2017年国内公装市场总产值为2.03万亿元，2022年增至2.66万亿元；由于商业地产热潮已退，2017-2020年我国公装行业市场规模增速日渐放缓，但随着经济发展，我国公装需求量仍有一定的增量空间。

图1 家装行业有望稳中回暖，公装行业逐渐企稳向好



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则更为激烈。

### 2022 年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。

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。2021 年以来，国际原油价格持续上涨，导致不饱和树脂价格上涨，2022 年以来，国际原油价格增长率有所下滑，但仍相对高位。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 2021 年以来，国际原油价格持续高位运行，2022 年后有所回落**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

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。

## 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，具备一定的品牌知名度和竞争优势；受房地产行情仍处景气低位影响，人造石英石行业需求下行，公司收入及盈利有所下滑

公司主要从事人造石英石装饰材料研发、生产、销售和服务。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，2022年收入规模有所下滑。从收入构成来看，近年公司收入基本来自于人造石英石板材及台面，其中人造石英石台面是在人造石英石板材的基础上，根据客户所需的形状尺寸进行机械加工后得到的定制化产品。

**表 3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
板材	0.84	60.43%	28.72%	4.24	64.74%	24.37%	4.97	68.88%	30.02%
台面	0.55	39.57%	18.41%	2.29	35.01%	19.52%	2.23	30.85%	27.51%
其中：自制台面	0.21	15.11%	26.02%	1.02	15.59%	25.43%	1.24	17.20%	33.98%
委外台面	0.34	24.46%	7.70%	1.22	18.64%	14.49%	0.93	12.84%	20.08%
外购台面	-	-	-	0.05	0.76%	9.76%	0.06	0.81%	5.04%
加工服务	-	-	-	0.02	0.25%	-31.60%	0.02	0.26%	9.97%
<b>合计</b>	<b>1.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>23.17%</b>	<b>6.54</b>	<b>100.00%</b>	<b>22.53%</b>	<b>7.22</b>	<b>100.00%</b>	<b>29.20%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年度报告及公司提供，中证鹏元整理

**公司是国内人造石英石行业上市企业，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”具有一定的品牌知名度，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、LG 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，截至2022年末，公司及控股子公司拥有发明专利 21项，其中美国发明专利2项；实用新型专利 58项，公司研发人员数量及支出规模较为稳定。

**表4 公司研发投入情况**

项目	2023年1-3月	2022年	2021年
研发人员数量（人）	97	100	99
研发支出（万元）	444.60	2,266.31	2,306.62
研发支出/营业收入	3.19%	3.45%	3.18%

资料来源：公司提供

**受房地产市场低迷影响，产品需求收缩，2022年公司产品销量及产销率有所下滑，且应收下游款项仍存在一定回收风险；同时海外销售占比持续提升，仍存在一定的风险**

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、华东区域地产聚集，公司业务收入主要



分布在华东及华南区域，2022年华东和华南地区收入占主营业务收入的比重分别为44.58%和22.89%。2022年华中区域占比提升主要系华中区域新开拓部分客户以及原有客户采购量加大。

海外业务方面，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，公司丧失美国主要市场，海外销售区域主要集中在韩国和澳洲。近年公司开拓海外客户群体有所增加，海外销售业务占比有所提高，但需要注意的是，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，且人民币对美元汇率的波动将影响公司的盈利水平，公司海外业务存在一定的风险。

**表5 公司主营业务收入分区域情况（单位：万元）**

项目	2023年1-3月		2022年度		2021年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华东	5,601.69	40.19%	29,177.36	44.58%	30,244.75	41.90%
华南	3,198.91	22.95%	14,979.44	22.89%	20,230.69	28.03%
华北	338.64	2.43%	3,057.22	4.67%	3,629.82	5.03%
华中	1,119.14	8.03%	2,065.42	3.16%	1,664.29	2.31%
西南	227.52	1.63%	873.73	1.34%	975.85	1.35%
西北	38.02	0.27%	470.09	0.72%	355.17	0.49%
东北	219.57	1.58%	496.49	0.76%	294.38	0.41%
<b>内销小计</b>	<b>10,743.49</b>	<b>77.08%</b>	<b>51,119.75</b>	<b>78.11%</b>	<b>57,394.96</b>	<b>79.51%</b>
外销	3,194.10	22.92%	14,327.07	21.89%	14,791.99	20.49%
<b>合计</b>	<b>13,937.59</b>	<b>100.00%</b>	<b>65,446.82</b>	<b>100.00%</b>	<b>72,186.95</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

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，2022年受行情影响，公司板材销量有所下滑，产销率有所下降。售价方面，由于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、市场局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，同时，新进入者、替代品以及同业竞争的影响，2022年公司产品销售价格持续下降。

**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1-3月	2022年	2021年
人造石英石板材	产量	42.63	240.58	253.65
	销量	42.64	172.01	188.86
	产销率	100.03%	71.50%	74.46%
	单位售价（元/平米）	227.92	256.42	263.29
人造石英石台面	产量	17.82	72.67	59.00
	销量	19.37	69.91	60.25
	产销率	108.70%	96.20%	102.12%
	单位售价（元/延米）	285.05	327.78	369.69

资料来源：公司提供

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，主要客户包括金牌厨柜、欧派家居、维尚家具、志邦家居、LG集团等，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下行，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LG集团等，随着销售范围的扩大，前五大客户集中度由2021年的37.21%下降至2022年的27.27%。

**表 7 2020-2022年及2023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
2023年1-3月	1	LX Hausys,Ltd	999.61	7.17%
	2	广东皮阿诺科学艺术家居股份有限公司	954.44	6.85%
	3	金牌厨柜家居科技股份有限公司	780.09	5.60%
	4	志邦家居股份有限公司	721.1	5.17%
	5	湖南嘉宝家居有限公司	540.04	3.87%
		<b>合计</b>	<b>3,995.28</b>	<b>28.67%</b>
2022年	1	金牌厨柜家居科技股份有限公司	5,431.26	8.27%
	2	LX Hausys,Ltd	4,579.04	6.97%
	3	广东皮阿诺科学艺术家居股份有限公司	2,993.86	4.56%
	4	青岛裕丰汉唐木业有限公司	2,735.63	4.17%
	5	WK TRADING SERVICES PTY LTD	2,160.95	3.29%
		<b>合计</b>	<b>17,900.75</b>	<b>27.26%</b>
2021年	1	LX Hausys,ltd	8,028.49	11.08%
		金牌厨柜家居科技股份有限公司	7,022.27	9.69%
	2	江苏金牌厨柜有限公司	171.31	0.24%
		<b>小计</b>	<b>7,193.58</b>	<b>9.93%</b>
		佛山维尚家具制造有限公司	3,431.72	4.74%
	3	无锡维尚家居科技有限公司	964.23	1.33%
		<b>小计</b>	<b>4,395.95</b>	<b>6.07%</b>
	4	宁波柏厨集成厨房有限公司	4,304.64	5.94%
5	欧派家居集团股份有限公司	3,040.78	4.20%	
		<b>合计</b>	<b>26,963.44</b>	<b>37.21%</b>

资料来源：公司提供

**2022年公司产品产量及产能利用率有所下滑，在建项目规划产能较大，受市场需求及竞争影响未来或将存在一定的产能消化风险**

目前公司生产基地均位于广东佛山，为佛山高明一厂（包含两个车间）、佛山高明二厂，其中佛山高明一厂有9条生产线，佛山高明二厂有8条生产线。2022年受市场行情及下游需求影响，公司部分产线

停产，产量有所下滑，人造石英石板材年产能合计276.10万平方米。产能利用率方面，人造石英石板材受市场行情及下游需求影响，2022年产能利用率有所下滑。

**表8 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	2023年1-3月	2022年	2021年度
人造石英石板材	产量	42.63	240.58	253.65
	产能	-	276.10	265.73
	产能利用率	-	87.14%	95.45%
人造石英石台面	产量	17.82	72.67	59.00

资料来源：公司提供

截至2023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。

**表9 截至2023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	2.07
	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	0.0365
	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		
研发中心及信息化建设项目	-	-	0.6	0.0996
<b>合计</b>			<b>11.47</b>	<b>2.21</b>

资料来源：公司提供

公司原材料成本占营业成本比重较高，供应商集中度较低，2022年主要原材料价格虽略微下滑，但仍高位运行，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。近年原材料占营业成本的比重均在54.00%以上，其中2022年原材

料成本占比下降主要系主要原材料不饱和聚酯树脂采购价格及原材料采购量略微下降所致。

**表10 公司营业成本构成情况（单位：万元）**

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
原材料	29,381.42	57.95%	30,285.79	59.23%
人工成本	4,852.57	9.57%	5,525.34	10.81%
制造成本	16,465.78	32.48%	15,321.01	29.96%
<b>合计</b>	<b>50,699.78</b>	<b>100.00%</b>	<b>51,132.14</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

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，2022年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11 公司主要原材料采购情况**

原材料	项目	2023年1-3月	2022年	2021年
不饱和聚酯树脂	采购数量（吨）	2,512.40	16,795.76	18,662.73
	单价（万元/吨）	0.78	0.80	0.82
	金额（万元）	1,961.03	13,484.51	15,289.76
石英填料	采购数量（吨）	17,802.53	127,294.25	144,808.25
	单价（万元/吨）	0.09	0.08	0.09
	金额（万元）	1,531.12	10,783.42	12,420.42
化工助剂	采购数量（吨）	98.53	1,023.65	1,361.01
	单价（元/吨）	1.74	2.30	2.06
	金额（万元）	171.07	2,353.54	2,801.92

资料来源：公司提供

近年公司主要原材料供应商较为稳定，2022年前五大供应商集中度为30.52%，较2021年的37.56%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协议，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，目前项目在前建设阶段，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，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

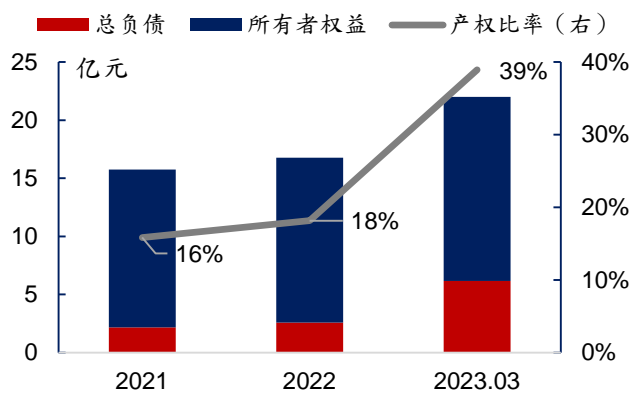
以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年年度报告及未经审计的2023年一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司新增纳入合并报表范围的子公司5家，见表2；截至2023年3月末公司纳入合并报表范围的子公司共7家，详见附录四。

### 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

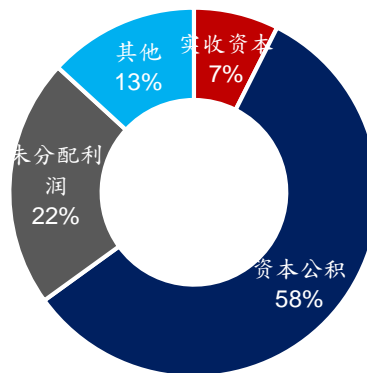
受益于 IPO 及自身经营积累，近年公司净资产规模增加较快，2023 年 1-3 月受成功发行本期债券影响，负债总额大幅增长。综合影响下，公司产权比率有所提升，所有者权益对负债的保障程度有所降低但仍较好。

图 3 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年年度报告及未经审计的 2023 年一季度一季报，中证鹏元整理

图 4 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年一季度一季报，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年一季度末公司资产增加至22.00亿元。

2022年末，公司货币资金主要为银行存款，其中受限货币资金规模为96.09万元，受限规模较小，主要为供电保证金、保函保证金、土地复垦基金和证券账户余额等。2023年一季度末，受本期债券成功发行募集资金到位影响，货币资金规模大幅增长至10.52亿元。交易性金融资产主要为固定收益凭证及净值型理财产品。截至2022年末，应收票据账面价值为0.08亿元，主要承兑对象的最终控制方为地产公司，面临一定的承兑风险。公司应收账款集中度较高，2022年末前五大应收账款对象合计占应收账款余额比例为49.65%，其中，应收青岛裕丰汉唐木业有限公司占比19.37%、金牌厨柜家居科技股份有限公司占比11.24%、山东建盛贸易有限公司占比6.77%、东莞厨博士家居有限公司占比6.66%和青岛有屋智能家居科技股份有限公司占比5.61%。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下行，需关注相关回收风险。2022年受行情影响，公司主要产品销售量下滑，库

存商品规模上升，存货账面价值有所增加，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2022年末，占存货比重分别为38.91%和27.57%，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，2022年增长主要系高明一厂改造二期、二厂二期及湖北工厂部分转入固定资产所致。公司在建工程主要系在建湖北工厂等。公司无形资产主要为土地使用权等。

受限资产方面，2022年末，公司受限资产主要为货币资金中的供电保证金、保函保证金、土地复垦基金和证券账户余额共计96.09万元，受限资产规模较小。

**表 12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.52	47.83%	5.22	31.17%	7.01	44.55%
应收账款	0.95	4.33%	0.96	5.74%	1.00	6.33%
存货	1.39	6.31%	1.57	9.38%	1.29	8.17%
交易性金融资产	1.06	4.84%	1.24	7.39%	1.17	7.46%
应收票据	0.08	0.38%	0.08	0.49%	0.20	1.28%
<b>流动资产合计</b>	<b>14.96</b>	<b>68.01%</b>	<b>10.11</b>	<b>60.37%</b>	<b>11.16</b>	<b>70.93%</b>
固定资产	4.20	19.08%	2.78	16.57%	2.49	15.82%
在建工程	0.71	3.22%	1.55	9.27%	0.88	5.61%
无形资产	1.70	7.74%	1.81	10.78%	0.86	5.44%
<b>非流动资产合计</b>	<b>7.04</b>	<b>31.99%</b>	<b>6.64</b>	<b>39.63%</b>	<b>4.58</b>	<b>29.07%</b>
<b>资产总计</b>	<b>22.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>16.75</b>	<b>100.00%</b>	<b>15.74</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告及未经审计的 2023 年一季报，中证鹏元整理

## 盈利能力

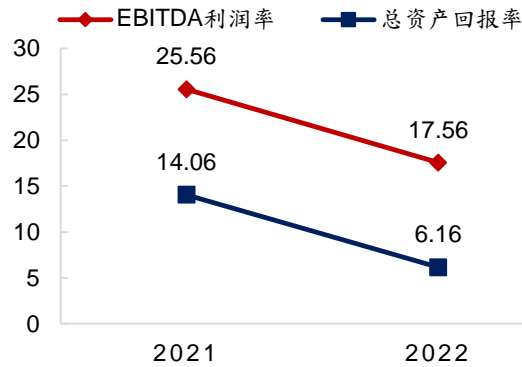
受经济下行、需求萎缩、房地产行业发展速度放缓、原材料价格高位运行等因素影响，2022年公司营业收入规模下降，盈利能力降低

公司主要从事人造石英石装饰材料研发、生产、销售和服务，收入主要来自人造石英石板材及台面销售以及加工服务收入。2022年受房地产行业景气度低迷、需求萎缩以及原材料价格仍高位运行影响，公司营业收入同比下滑9.40%至6.57亿元，营业利润、净利润等指标同比大幅下滑38.87%和39.02%。2023年一季度业绩有所好转，营业收入同比增长3.06%，归属于上市公司股东的净利润同比增长2.56%至0.18亿元。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 2021-2022 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，公司债务规模有所提升但负债水平仍较低，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，2023年一季度末为4.10亿元，主要以长期债务为主，总债务占总负债的66.44%，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，近年受市场行情影响业务规模收缩，2022年末应付账款规模有所下滑，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 13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.04	0.72%	0.15	5.75%	0.00	0.00%
应付账款	0.86	13.90%	0.87	33.72%	0.91	42.44%
合同负债	0.30	4.90%	0.23	9.01%	0.29	13.46%
一年内到期的非流动负债	0.04	0.72%	0.06	2.30%	0.06	2.64%
其他流动负债	0.15	2.36%	0.17	6.45%	0.03	1.59%
<b>流动负债合计</b>	<b>1.84</b>	<b>29.77%</b>	<b>2.12</b>	<b>82.48%</b>	<b>1.63</b>	<b>75.79%</b>
长期借款	0.08	1.30%	0.02	0.61%	0.00	0.00%
应付债券	3.83	62.14%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
租赁负债	0.10	1.57%	0.11	4.15%	0.18	8.18%
<b>非流动负债合计</b>	<b>4.33</b>	<b>70.23%</b>	<b>0.45</b>	<b>17.52%</b>	<b>0.52</b>	<b>24.21%</b>
<b>负债合计</b>	<b>6.17</b>	<b>100.00%</b>	<b>2.57</b>	<b>100.00%</b>	<b>2.15</b>	<b>100.00%</b>

总债务合计	4.10	66.44%	0.33	12.81%	0.23	10.82%
其中：短期债务	0.09	1.44%	0.21	8.05%	0.06	2.64%
长期债务	4.01	65.01%	0.12	4.76%	0.18	8.18%

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告及未经审计的 2023 年一季报，中证鹏元整理

现金流方面，2022年公司经营活动现金流保持净流入，受2022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3月末资产负债率提升至28.02%，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，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减弱。

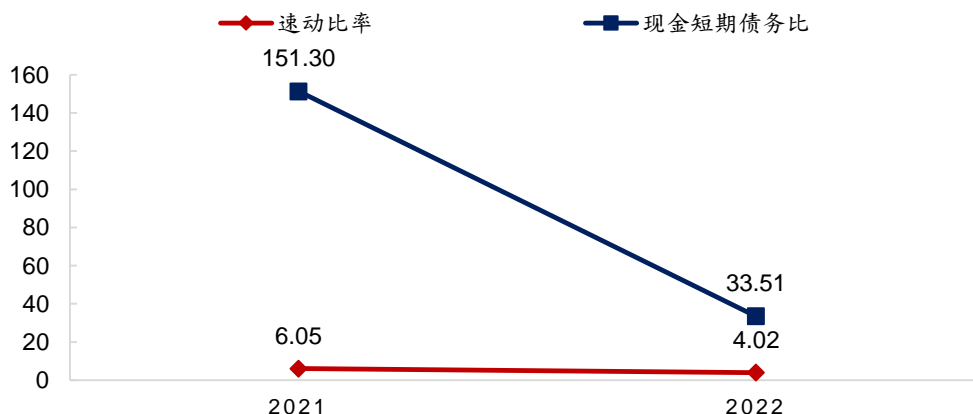
**表 14 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流(亿元)	-0.16	0.54	1.60
FFO(亿元)	--	0.92	1.50
资产负债率	28.02%	15.37%	13.68%
净债务/EBITDA	--	-5.60	-4.42
EBITDA 利息保障倍数	--	111.20	173.91
总债务/总资本	20.55%	2.27%	1.69%
FFO/净债务	--	-14.20%	-18.26%
经营活动现金流/净债务	2.19%	-8.39%	-19.59%
自由活动现金流/净债务	4.79%	14.51%	-2.82%

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告及未经审计的 2023 年一季报，中证鹏元整理

由于2022年新增债务融资影响，公司现金短期债务比大幅降低，但仍处于较高水平，短期偿债压力很小。同时公司作为上市公司，可融资的渠道较为多元，截至2023年3月末，公司未使用银行授信额度为5.40亿元，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 2021-2022 年审计报告，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《广东中旗新材料股份有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》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应处罚的情形，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《广东中旗新材料股份有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》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 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 06 月 12 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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至 2023 年 5 月 31 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）

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,预计未来随着公装市场渗透率的提升,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,仍具有一定的品牌知名度及市场竞争优势。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,2022年以来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高位,挤压企业盈利空间,公司销售收入及盈利能力有所下降。

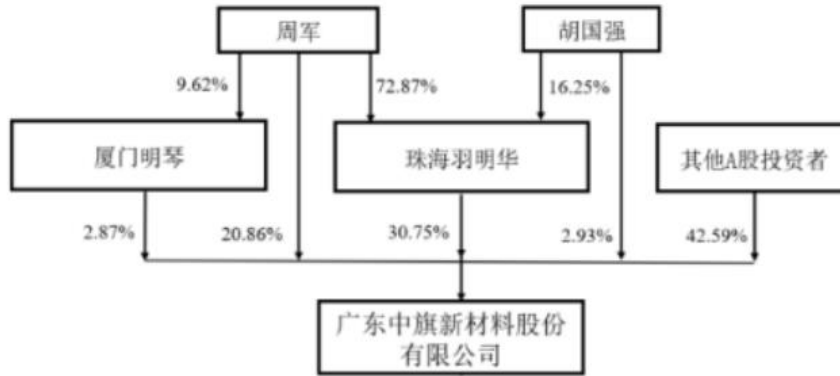
综上,中证鹏元维持公司主体信用等级为A+,维持评级展望为稳定,维持“中旗转债”的信用等级为A+。

## 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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	10.52	5.22	7.01	1.96
流动资产合计	14.96	10.11	11.16	4.25
固定资产	4.20	2.78	2.49	2.21
1.固定资产	4.20	2.78	2.49	2.21
非流动资产合计	7.04	6.64	4.58	3.25
资产总计	22.00	16.75	15.74	7.50
应付账款	0.86	0.87	0.91	0.58
应付票据及应付账款	0.86	0.87	0.91	0.58
流动负债合计	1.84	2.12	1.63	1.10
应付债券	3.83	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	4.33	0.45	0.52	0.29
负债合计	6.17	2.57	2.15	1.39
总债务	4.10	0.33	0.23	0.21
所有者权益	15.84	14.18	13.59	6.11
营业收入	1.39	6.57	7.25	5.55
营业利润	0.21	0.99	1.62	1.59
净利润	0.18	0.86	1.41	1.37
经营活动产生的现金流量净额	-0.16	0.54	1.60	1.28
投资活动产生的现金流量净额	-4.90	-0.08	-7.33	1.07
筹资活动产生的现金流量净额	5.40	-0.17	6.01	-0.51
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA	--	1.15	1.85	1.81
FFO	--	0.92	1.50	1.22
净债务	-7.54	-6.45	-8.19	-2.10
销售毛利率	23.17%	22.77%	29.43%	37.82%
EBITDA 利润率	--	17.56%	25.56%	32.61%
总资产回报率	--	6.16%	14.06%	22.85%
资产负债率	28.02%	15.37%	13.68%	18.53%
净债务/EBITDA	--	-5.60	-4.42	-1.16
EBITDA 利息保障倍数	--	111.20	173.91	1,132.92
总债务/总资本	20.55%	2.27%	1.69%	3.39%
FFO/净债务	--	-14.20%	-18.26%	-57.86%
速动比率	7.40	4.02	6.05	3.02
现金短期债务比	--	33.51	151.30	--

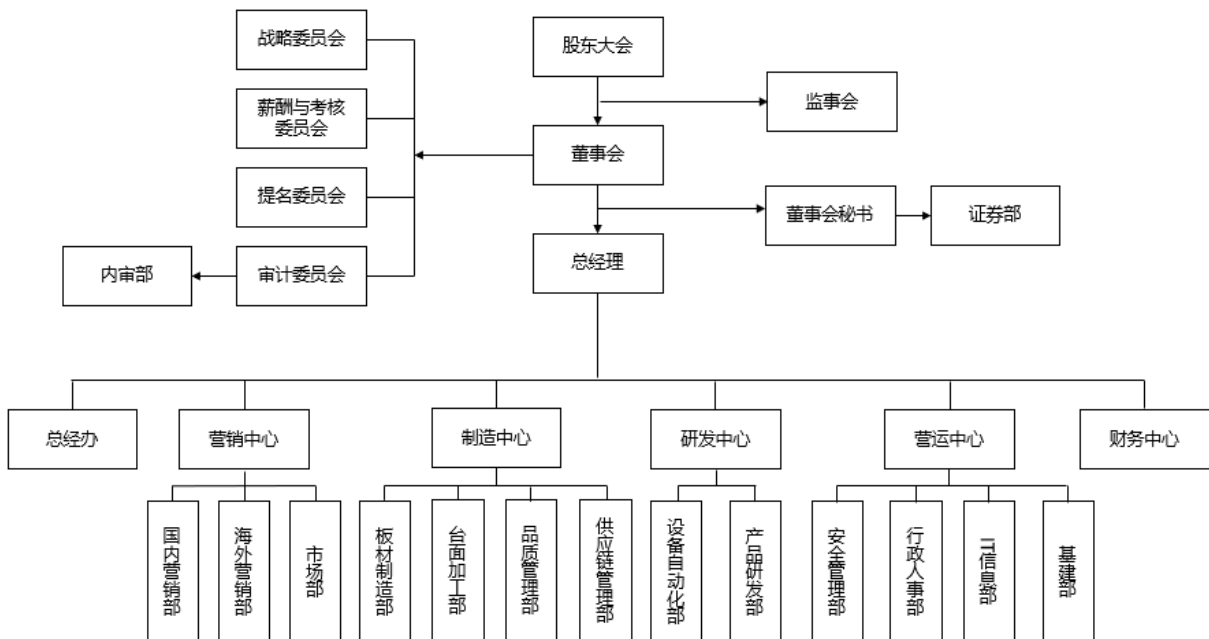
资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告、2021 年-2022 年年度报告及未经审计的 2023 年一季报，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供



## 附录四 截至 2023 年 3 月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
赛凯隆（厦门）装饰材料有限公司	0.20	100%	零售业
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
广西罗城新联矿业有限公司	0.31	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	94.99%	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。