



2023年四会富仕电子科技有限公司向 不特定对象发行可转换公司债券2023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：

2023年四会富仕电子科技有限公司向不特定对象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	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
富仕转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：四会富仕电子科技有限公司（以下简称“公司”或“四会富仕”，证券代码：300852.SZ）在PCB中小批量板领域保持一定的差异化竞争优势，市场份额及品牌形象持续提升，产品应用领域广泛，且拥有较丰富的优质客户资源，客户仍较分散，目前资产负债率较低，流动性指标表现较好。同时中证鹏元也关注到，2022年以来PCB行业需求较低迷、行业竞争较激烈，公司面临较大的业绩增长压力，且公司产能利用率呈下降趋势，在建产能存在较大的消化风险，以及存在一定的汇率波动风险等风险因素。

评级日期

2023年9月25日

联系方式

项目负责人：董斌
dongb@cspengyuan.com

项目组成员：李爱文
liaw@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	2023.6	2022	2021	2020
总资产	16.43	16.70	13.77	10.69
归母所有者权益	12.97	12.32	10.40	8.78
总债务	0.25	0.68	0.17	0.08
营业收入	6.28	12.19	10.50	6.50
净利润	0.99	2.26	1.84	1.21
经营活动现金流净额	0.84	3.18	1.55	1.17
净债务/EBITDA	--	-1.51	-1.45	-3.00
EBITDA 利息保障倍数	--	353.46	1,429.68	208.98
总债务/总资本	1.89%	5.26%	1.58%	0.86%
FFO/净债务	--	-61.27%	-63.19%	-31.03%
EBITDA 利润率	--	25.68%	24.84%	27.31%
总资产回报率	--	16.58%	17.11%	17.94%
速动比率	2.90	2.33	2.51	4.63
现金短期债务比	21.33	8.34	25.10	73.12
销售毛利率	26.89%	28.82%	29.61%	33.36%
资产负债率	21.06%	26.22%	24.48%	17.86%

注：2020-2022年公司净债务均为负。

资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-6月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司在 PCB 中小批量板领域保持一定的差异化竞争优势，市场份额及品牌形象持续提升。**公司继续以“高品质、高可靠、短交期、快速响应”的市场定位深耕 PCB 中小批量板领域，根据行业协会数据，在内资 PCB 百强中，公司 2022 年排名第 26 位，较上年提升 9 个位次，并继续被评为内资 PCB 企业“快板/样板”特色产品主要企业。2022 年公司在新能源汽车等新兴领域持续加强研发，并在适用于大电流、高散热的嵌埋铜块电源基板、陶瓷基板等领域取得一定研发进展，技术实力有所增强。
- **公司依托丰富的优质客户资源及产能扩张，经营业绩保持增长。**公司继续与工业控制、汽车电子两大应用领域的优质客户保持良好的合作关系，且 2022 年以来积极拓展国内新能源汽车客户，叠加 IPO 募投项目产能持续释放，公司产品销量保持增长，EBITDA 利润率、总资产回报率仍表现较好。
- **公司现金生成能力较强，流动性表现仍较好。**2022 年以来公司经营活动净现金流、FFO 均表现为较大规模净流入，2023 年 6 月末公司资产负债率较低，现金短期债务比等各项流动性指标表现较好。

关注

- **PCB 下游需求减弱、行业竞争激烈，公司面临较大的业绩增长压力。**2022 年以来受经济增长放缓影响，PCB 主要下游行业需求相对不足，公司产品销量增速放缓；2023 年以来工业控制、燃油汽车等重要应用领域景气继续走低，公司营收及净利润增速均显著放缓。考虑到当前 PCB 行业竞争较激烈、以及短期内下游需求预计继续疲软，未来公司业绩可能出现波动。
- **跟踪期内公司产能利用率下降，目前在产能或面临较大的消化压力。**2022 年随着 IPO 募投项目及 PCBA 产能持续释放、但受市场因素影响导致订单不足，2022 年度公司产能利用率下降约 8 个百分点至 88% 左右。目前公司持续推进本期债券募投项目、泰国新建生产基地项目建设，相关产能将于 2023-2024 年陆续投产，在行业需求低迷情况下，公司将面临较大的订单拓展压力，且泰国生产基地或将给公司带来一定的跨国经营风险。
- **公司外销收入占比仍较高，面临一定的贸易政策和汇率波动风险。**公司近年约 60% 的收入来自日系客户，若未来中日两国国际贸易关系发生不利变化，公司客户及业绩稳定性将受不利影响。此外公司外销主要以美元结算，给公司带来了一定的汇率波动风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在国内 PCB 中小批量板领域具有一定的差异化竞争优势，并拥有较丰富的优质客户储备，市场份额及品牌形象持续提升，预计未来营业收入有望进一步扩大。

同业比较（单位：亿元）

指标	深南电路	景旺电子	崇达技术	世运电路	明阳电路	四会富仕
资产总计	207.27	154.92	94.91	58.63	30.80	16.70
资产负债率	40.88%	46.48%	42.32%	44.26%	39.38%	26.22%
营业收入	139.92	105.14	58.71	44.32	19.69	12.19
销售毛利率	25.52%	22.35%	27.42%	18.83%	24.71%	28.82%
净利润	16.40	10.81	6.75	4.01	1.82	2.26
EBITDA 利润率	20.51%	18.71%	21.13%	16.60%	18.80%	25.68%
总资产回报率	9.55%	8.43%	9.16%	8.33%	7.08%	16.58%
净营业周期（天）	94.07	53.54	34.58	34.81	-14.82	30.72

注：以上各指标均为 2022 年度/末数据，其中深南电路的财务指标直接来源 wind，其他主体的财务指标来源中证鹏元整理。

资料来源：wind，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
技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分	评分要素	评分	
业务状况	宏观环境	4/5	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	4/7	财务状况	7/9
	行业风险状况	3/5	盈利状况	非常强
	经营状况	4/7	流动性状况	6/7
业务状况评估结果	4/7	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			aa-	
外部特殊支持			0	
主体信用等级			AA-	

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了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。

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
AA-/稳定	AA-/富仕转债	2023-2-20	董斌、蒋晗	技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型（cspy_ffmx_2022V1.0） 、 外部特殊支持评价方法和模型（cspy_ffmx_2022V1.0）	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
富仕转债	5.70	5.70	2023-2-20	2029-08-07

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8月发行6年期5.7亿元可转换公司债券（本文简称“本期债券”），募集资金计划用于公司年产150万平方米高可靠性电路板扩建项目一期（年产80万平方米电路板）和补充流动资金。根据公司披露的《四会富仕电子科技股份有限公司关于签订募集资金三方监管协议的公告》（公告编号：2023-053），截至2023年8月14日本期债券募集资金专户余额为5.64亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东未发生变更，公司董事会成员、监事及主要高级管理人员均保持稳定。2023年7月5日刘天明、温一峰、黄志成与以及四会市明诚贸易有限公司（以下简称“四会明诚”）、四会天诚同创投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“天诚同创”）、四会市一鸣投资有限公司（以下简称“一鸣投资”）续签了《一致行动协议》，续签后公司实际控制权、实际控制人均未发生变更，续签的《一致行动协议》于2024年7月13日终止。截至2023年7月5日，公司控股股东仍为四会明诚，实际控制人仍为刘天明、温一峰、黄志成，三人合计控制公司65.07%的股份。

2022年以来公司合并报表范围共新增两家子公司，分别为负责日本市场开拓的四会富仕日本株式会社，以及公司新建泰国生产基地的经营主体一品电路有限公司。截至2023年6月末公司纳入合并报表范围的子公司共4家，具体如附录四所示。

表1 2022年至2023年6月末公司合并报表范围变化情况

子公司名称	控股比例	注册资本	主营业务	合并类型	合并方式
四会富仕日本株式会社	88%	2,500万日元	电子产品贸易	新增合并	投资设立
一品电路有限公司	100%	5亿泰铢	PCB研发、制造、销售	新增合并	投资设立

资料来源：公司2022年审计报告及2023年半年度报告，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。

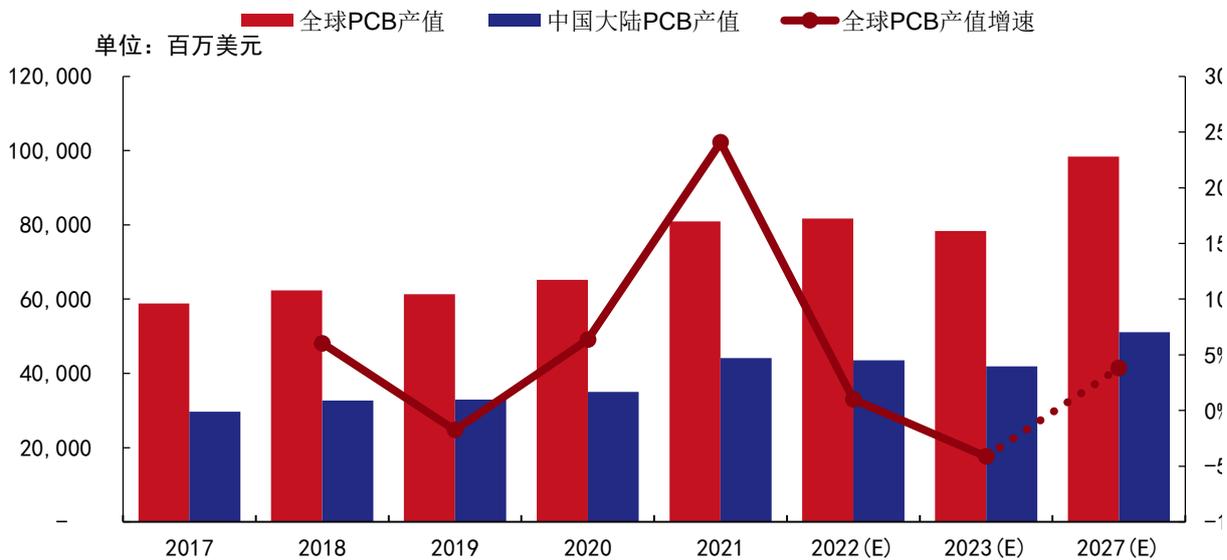
行业环境

受消费需求不足影响，2022年以来PCB行业景气度下行，下游各领域需求表现分化明显，其中消费电子领域需求短期内预计持续不振，汽车电子领域仍有望带动行业长期发展，数据通信领域景气度有望提振；2022年原材料价格回落，PCB厂商毛利率普遍有所回升，但上游议价能力较强，行业成本压力可能持续

受全球经济增长乏力、需求不振影响，PCB行业整体景气度下行。2022年以来，在全球通胀、地缘政治冲突等多重超预期因素冲击影响下，电子行业亦缺乏硬件创新，综合导致整体消费需求低迷，PCB行业下游需求不足。2022年全球PCB产值增速下滑至1%，且全年呈现景气度逐季下行的趋势，四个季度的同比增速分别为17.80%、8.30%、-2.80%、-14.60%，尤其第四季度面临更为严峻的需求不足和竞争加剧的挑战。展望2023年，由于全球通胀和经济衰退等因素尚未消散，预计2023年前三季度PCB行业需求仍将承压，待2023年底和2024年经济形势复苏后形势或将好转，部分领域产能过剩及价格竞争或进一步加剧，Prismark预估2023年全球PCB产值同比将下滑4.1%。但从中长期来看，PCB行业产值仍将随

着全球宏观经济、电子信息产业的整体发展而增长。Prismark预测2022-2027年全球PCB产值复合增长率为3.8%，2027年全球PCB产值将达到约983.88亿美元。

图 1 2022-2023 年 PCB 行业产值有所下滑，中长期仍将呈现增长的趋势



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

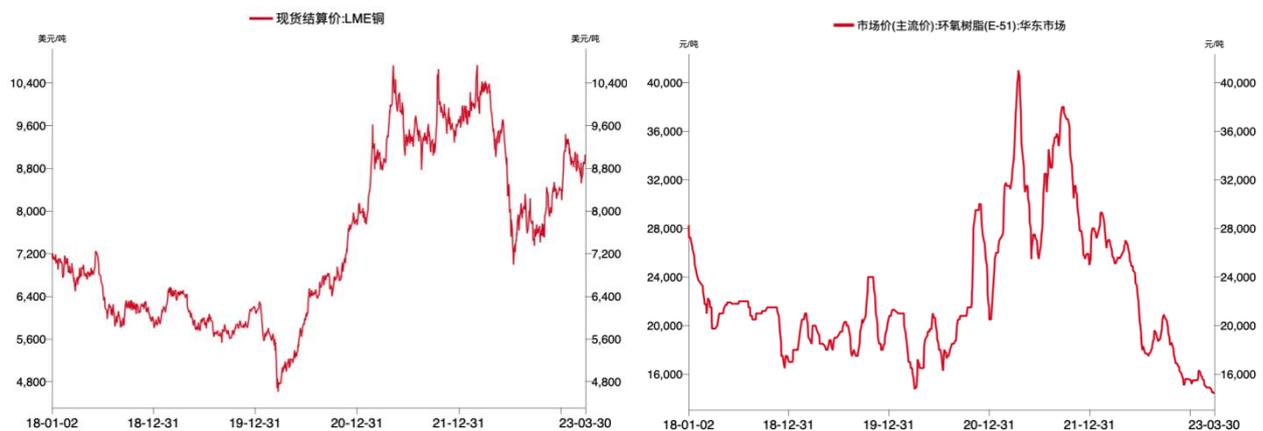
汽车电子领域PCB需求保持旺盛，带动行业长期发展。2022年新能源汽车仍然保持了较高的增长态势，根据中国汽车工业协会公布的数据，2022年度我国新能源汽车产销同比分别增长96.9%和93.4%，市场占有率达到25.6%，同比提升12.1个百分点。新能源汽车渗透率的持续提升带来可观的PCB需求增量，叠加PCB厂商新增产能的顺利释放，以汽车电子领域业务为主的厂商的汽车板业务均有良好增长。根据IDC预测，中国新能源汽车市场至2026年预计渗透率将超过50%，年复合增长率35%；同时随着汽车电子化率的提升，常规汽车的电子化需求也在持续增长，长期来看，在新能源汽车“电动化、网联化、智能化”促进下，新能源车用PCB市场有望持续扩容，带动包括多层硬板、HDI板、软板在内的汽车PCB需求保持较快增长。

AI算力需求叠加服务器新平台切换，数据通信领域PCB景气度有望提振。美国OpenAI于2022年11月推出对话式大型语言模型ChatGPT，谷歌、百度于2023年2月、3月分别推出大型语言模型聊天机器人Bard、大语言AI模型“文心一言”，开启对话式AI系统发展热潮，此外，AMD Zen4平台和Intel新一代服务器平台Eagle Stream预计将于2023年第二季度末开启平台全面切换。AI快速兴起及服务器升级有望将持续带动数据中心对交换机、服务器等基础设施的迭代升级需求，数通领域有望持续增长。数据通信领域PCB在高速材料应用、加工密度以及设计层数等方面有着更高要求，高端材料的需求量预计将稳步上升，利好在高端材料市场有所布局的厂商。

部分领域产能过剩，对PCB厂商业绩增长造成拖累。PCB行业近年投资扩产的项目较多，PCB下游细分领域需求存在分化，近年来随着国内5G建设放缓、消费类电子需求疲软，前期扩产的5G通信、消费电子领域PCB产能逐步投入市场后，产能消化存在困难，引发价格竞争，且由于新增产能稼动率不足，折旧摊销等期间费用侵蚀利润，对公司的利润增长形成较大负担。

2022年原材料整体价格下滑，PCB厂商毛利率回升。经历了2021年原材料价格急速拉升后，2022年铜箔、环氧树脂等原材料整体下行，叠加全球消费需求回落，覆铜板行业转为供过于求，各大覆铜板厂商多次下调产品价格，受此影响PCB制造厂商2022年毛利率普遍有所回升，成本压力略有缓和。2023年一季度铜价虽有波动，但整体处于2021年以来的低位，环氧树脂价格仍处于下跌趋势，但考虑到铜箔、环氧树脂等主要原材料价格受大宗商品波动影响较大，且PCB行业上游的覆铜板行业集中度偏高，PCB厂商对供应商的议价能力偏弱，同时PCB行业向下游的价格传导存在滞后，在整体消费需求不足、价格竞争日趋激烈的情况下，2023年行业成本压力可能持续。

图 2 2022 年 PCB 上游主要原材料价格呈下降趋势



资料来源：wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司在PCB中小批量板领域具有一定的差异化竞争优势，在工业控制、汽车电子领域积累了一批优质客户，近年客户集中度较低，品牌知名度及竞争地位有所提升，盈利能力表现尚可；公司产能持续扩张，产能利用率有所下降，在行业竞争加剧及经济增长不确定背景下，面临较大的产能消化压力

公司以“高品质、高可靠、短交期、快速响应”的市场定位，从事中小批量PCB的研发、生产和销售，2022年以来受益于产能规模持续扩张，主营业务收入保持增长，但受工业控制、燃油汽车领域需求减弱影响，收入增速趋缓。受产能利用率有所下降影响，公司销售毛利率呈下降趋势。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2023年1-6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
主营业务收入	6.08	96.92	24.57	11.82	96.95	26.59	10.22	97.32	27.73
双面板	1.84	29.31	18.79	3.23	26.50	23.62	3.41	32.53	24.13
多层板	4.24	67.61	27.39	8.59	70.45	27.71	6.80	64.79	29.54
其他业务收入	0.19	3.08	99.93	0.37	3.05	99.74	0.28	2.68	97.99
合计	6.28	100.00	26.89	12.19	100.00	28.82	10.50	100.00	29.61

资料来源：公司2023年半年度报告、公司提供

公司产品应用领域广泛，客户储备仍丰富，跟踪期内积极拓展新能源汽车领域客户并取得一定成效，客户集中度仍较低；但受工业控制、燃油汽车领域需求下滑影响，公司产品销量增速趋缓、毛利率有所下降，在行业竞争加剧及经济增长不确定背景下，公司面临一定的业绩增长压力

公司产品应用领域较为多样，跟踪期内产品结构持续优化。公司产品下游应用领域覆盖工业控制、汽车电子、医疗器械、信息通信等，2022年工业控制、汽车电子两大领域的销售收入占比分别约为60%、20%。随着下游应用领域对PCB高密度化的要求不断强化，公司一方面加强产品研发，高密度板、陶瓷基板以及适用于新能源汽车大电流、高散热的各类产品陆续量产并向客户供货，另一方面以生产高附加值的多层板为主的四期工厂产能顺利爬坡，公司产品结构得到了优化。2022年以来，公司软硬结合板、陶瓷基板等的订单保持增长，高多层板、HDI板、刚挠结合板、高频高速板等高端产品占比有所提升，其中多层板收入占比由2021年的64.79%提升至2022年的70.45%，2022年高端HDI产品的收入占比达6.27%，受此影响，公司2022年产品销量保持增长。

受下游需求下滑影响，产品销量增速趋缓、毛利率下跌，未来面临一定的业绩增长压力。2022年以来受宏观经济波动影响，公司工业控制、燃油汽车领域订单需求有所下滑，公司通过拓展新能源汽车领域订单驱动业绩增长，但整体产品销量增速趋缓、销售毛利率下降。考虑到工业控制等重要下游市场需求仍存在不确定性，叠加同行近年积极扩产、部分海外客户规划将订单转移至境外，未来市场竞争或将进一步加剧，公司产能释放及盈利均有可能受到不利影响。

表3 公司产品销量情况（单位：万平方米）

项目	2023年1-6月	2022年	2021年
销量	53.26	103.38	99.62
产销率	101.74%	96.54%	98.24%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司与优质客户保持良好合作关系，并持续开发新客户，客户集中度仍较低，有助于业绩稳定。公司下游应用领域以工业控制为主，客户以日系客户为主，国内和欧美客户为辅，该等客户相对价格而言，更加重视产品的品质、交期及售后服务等，客户较为优质。跟踪期内公司继续与京写（Kyosha）、欧姆龙（OMRON）等重要日系客户保持良好的合作关系，客户订单持续性较好。此外随

随着新能源汽车的渗透率持续提升，公司在汽车电子领域开发了产品最终应用于广汽埃安、小鹏汽车、蔚来、理想等国内主流新能源汽车品牌的客户，由于汽车领域客户对PCB品质、寿命、高可靠性要求严苛，按照行业惯例该等客户一般需设置1-2年的考察期对PCB企业的产品质量、技术水平、交付效率及环保认证等进行全方位考核，未来随着新客户量产订单释放，将有助于公司订单来源的拓展。

表4 近年公司向前五大客户销售情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售金额	销售占比
2022年	基恩士（KEYENCE CORPORATION）	9,467.49	8.01%
	希克斯（SIIX）	6,448.10	5.46%
	中央铭板（CMKC(HK)LIMITED）	5,343.55	4.52%
	京写（Kyosha）	4,510.12	3.82%
	技研新阳（SHIN TECH）	4,402.05	3.73%
	合计	30,171.31	25.53%
2021年	基恩士（KEYENCE CORPORATION）	6,089.23	5.96%
	中央铭板（CMKC(HK)LIMITED）	5,914.92	5.79%
	希克斯（SIIX）	5,693.70	5.57%
	欧姆龙（OMRON）	5,263.06	5.15%
	京写（Kyosha）	4,259.77	4.17%
	合计	27,220.69	26.65%

资料来源：公司提供

公司外销收入占比仍较大，存在一定的贸易政策及汇率波动风险。跟踪期内，公司主营业务收入中外销收入占比仍超过60%，其中外销市场高度集中于日系客户（包括注册在中国大陆、香港等地的日资企业），该等客户的占外销收入的比重约60%，若未来国际贸易摩擦而导致相关国家对我国PCB产品采取限制政策、提高关税及采取其他方面的贸易保护主义措施，将对公司客户及业绩稳定产生不利影响。此外公司外销业务主要以美元计价，当人民币出现大幅升值时，汇兑损失将大幅增加，且相对于外国竞争对手的价格优势有所减弱，2022年以来公司继续通过远期锁汇、双币存款等方式管控汇率波动风险，考虑到公司外销收入占比较高，汇率波动仍将对公司利润造成一定影响。

表5 公司主营业务收入内外销情况（单位：亿元）

项目	2023年1-6月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
内销	2.32	38.17%	4.64	39.27%	4.04	39.56%
外销	3.76	61.83%	7.18	60.73%	6.17	60.44%
合计	6.08	100%	11.82	100%	10.22	100%

资料来源：公司提供

跟踪期内公司保持较大的研发投入，在新能源汽车等新兴应用领域加大研发并取得较大进展，专利数量持续增加，品牌知名度及竞争地位有所增强

跟踪期内公司在新能源汽车等新兴应用领域加大研发力度并取得一定研究进展。2022年公司研发费用支出合计0.55亿元，研发费用占营业收入的比重与2021年相比基本相当。2022年以来公司积极布局下游新兴应用领域，设立陶瓷基板事业部和软硬结合板事业部，大力推进代表 PCB 未来发展方向的高附加值产品的技术研发，并在代表行业先进水平的24层至80层ATE测试板技术、高频77GHZ雷达PCB技术、金属凸台/热电分离PCB技术、陶瓷PCB技术、高多层刚挠结合板技术等方面取得了较大进展。此外，在新能源汽车领域，2022年以来公司与较多新兴汽车厂商从研发端开始建立合作联系，开发了应用于新能源汽车的大电流、高散热的嵌埋铜块电源基板、金属基板、陶瓷基板、以及应用于毫米波雷达、激光雷达等领域的高端产品。2022年至2023年上半年公司新获得发明专利授权6项，目前公司部分核心发明专利涵盖了金属基板、HDI、陶瓷基板等 PCB 行业具有先进技术和较好应用前景的产品，前述研发积累为公司未来的业绩发展奠定了基础。

随着公司产品研发不断获得客户认可，公司品牌知名度及竞争地位有所增强。根据 CPCA 发布的中国电子电路行业排行榜，在内资 PCB 百强中，公司 2022 年排名第 26 位，较上年提升 9 个位次，并继续被评为内资 PCB 企业“快板/样板”特色产品主要企业。

跟踪期内公司IPO募投项目及PCBA产能持续释放，但订单不足导致整体产能利用率有所下滑；当前公司仍有本期债券募投项目、泰国新建生产基地等扩产项目正在实施，存在较大的产能消化压力及新增产能收益不及预期风险，且需关注境外生产经营风险

跟踪期内，公司在泰国投资建设生产基地，未来需关注境外生产经营风险。截至2023年6月末，公司在肇庆四会市共有5期工厂正式投产，其中一二三期系IPO前投产的产能，公司早期产能以PCB中小批量板为主，近年通过对三期工厂进行技改、以及投资四期工厂等，逐步拓展大中批量板、HDI板及高多层板产能，五期则为自有资金投资的PCBA工厂。此外，为满足客户境外需求，2023年公司在泰国投资建设新的生产基地，该生产基地预计将于2023年末开始陆续投产。中证鹏元注意到，与境内相比，境外生产效率预计偏低，短期内境外生产稳定性及客户响应速度预计不及境内，且需关注公司跨国经营而面临的境外经营风险。

表6 截至 2023 年 6 月末公司产能布局情况

生产车间	投产时间	产品定位
一二三期工厂	2020 年 5 月及以前	一二期中小批量板、三期中大批量板
四期工厂	2021 年第三季度	HDI 板、高多层、中大批量板
五期工厂	2022 年 6 月	PCBA 产品
泰国生产基地	尚未投产	中小批量板

资料来源：公司提供

跟踪期内公司产能规模保持增长，但产能利用率有所下降，未来受下游需求趋缓、行业竞争及客户订单转移等因素影响，面临一定的产能消化压力。近年公司通过对一二三期工厂实施技改、投资 IPO 募投项目四期工厂的方式，持续扩大产能。2022 年公司 IPO 募投项目产能陆续释放，产能规模有所增长，

但受工业控制、燃油汽车领域需求有所减弱，五期工厂 PCBA 产能较多且客户尚处于认证阶段、量产订单释放缓慢，以及公司承接多层板订单增加，多层板生产工艺流程更长，较双面板占用更多产能等影响，产能利用率有所下降。考虑到 PCB 行业市场竞争激烈、工业控制等下游领域需求增速已出现放缓迹象，且部分外国客户规划将订单转移至境外，未来公司已投产产能能否顺利消化仍存在一定不确定性。

表7 公司已投产主要产能情况（单位：万平方米）

项目	2023年1-6月	2022年	2021年
产能	64.54	121.29	105.60
自产产量	52.35	107.08	101.40
产能利用率	81.11%	88.29%	96.03%

注：上表产能已根据投产时间、材料利用率等情况进行折算。

资料来源：公司提供

截至2023年6月末公司在建项目总投资较大，给公司带来了一定的资金压力，且项目投产后将新增较大规模产能，需关注在建项目的产能消化压力和收益不及预期风险。本期债券募投项目预计于2024年上半年陆续投产，“年产200万平方米高可靠5G通信电路板项目”、“泰国投资新建生产基地项目”的建设资金均来源于自有资金，项目投资规模较大，其中“年产200万平方米高可靠5G通信电路板项目”目前已取得该项目用地，后续建设投入尚不明确，目前公司大力推动“泰国投资新建生产基地项目”建设，该项目预计于2023年末部分产能投产（对应计划拟投资约0.8亿元），未来将视客户订单情况确定是否继续投入。考虑到PCB行业当前市场竞争较为激烈，新建产能将面临较大的产能消化压力。

表8 截至2023年6月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	产品定位
年产150万平方米高可靠性电路板扩建项目一期（年产80万平方米电路板）*	44,802.97	2,735.92	HDI板、高多层、中大批量板
年产200万平方米高可靠5G通信电路板项目	100,000.00	7,710.77	车载电子等领域用大批量板
泰国投资新建生产基地项目	50,000.00	2,350.41	工控、车载电子等领域中小批量板
合计	194,802.97	12,797.10	-

注：“*”为本期债券募投建设项目。

资料来源：公司提供

2022年以来公司原材料价格持续回落，有助于毛利率水平提升；但考虑到原材料价格波动较频繁，且公司所处行业地位的采购议价能力偏弱，若未来原料价格回升，公司仍面临一定的成本控制压力

公司直接原材料占营业成本比例较高，主要原材料价格波动较为频繁，对公司提出了较高的成本控制要求。公司营业成本中直接材料占比较高，主要原材料包括覆铜板、铜箔、铜球、半固化片等，2022年覆铜板等主要原料采购价格回落，有助于公司毛利率水平提升；但存货库存周期、下游客户调价速度、以及产能利用率下降导致的固定资产折旧摊销增加等，可能会抵消原料价格下降对毛利率的提升作用。公司覆铜板等主要原材料价格波动较为频繁，此外当前公司经营规模相对较小，采购占比较大的覆铜板等主要原材料所处行业集中度较高，且2022年度前五大供应商采购占比57.21%、仍处于较高水平，供应

商议价能力较强，若未来原料价格回升，公司仍将面临一定的成本管控压力。

表9 公司主要原材料采购情况（单位：万元）

材料名称	2023年1-6月		2022年		2021年	
	采购金额	均价同比	采购金额	均价同比	采购金额	均价同比
覆铜板	10,833.89	-6.41%	24,248.93	-13.04%	25,219.23	35.11%
铜球	1,730.49	-21.38%	4,157.11	3.41%	3,712.19	40.86%
铜箔	1,828.47	-5.97%	4,700.98	-9.23%	4,401.10	39.08%
半固化片	2,712.81	-11.48%	6,235.64	-6.00%	5,590.76	30.05%
油墨	936.80	12.44%	1,811.00	-6.63%	1,758.68	-6.45%
干膜	615.17	-11.45%	1,397.16	-6.48%	1,389.35	-1.53%

资料来源：公司提供

2022年公司存货及应收账款周转效率小幅下降，经营效率处于行业平均水平。2022年以来工业控制、燃油汽车等下游领域景气度有所下降，部分国内客户提货速度放缓，公司存货周转天数有所延长。2022年以来公司日系客户应收账款回款效率仍相对较高，但受国内及欧美客户货款回款周期拉长影响，应收账款周转效率已有所下降。综合影响下，公司净营业周期由2021年的3周延长至2022年的4周左右。

表10 公司营运效率指标（单位：天）

项目	2022年	2021年
应收账款周转天数	71.52	61.09
存货周转天数	48.02	38.50
应付账款周转天数	88.82	76.75
净营业周期	30.72	22.84

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，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2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-6月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年至2023年6月末，公司合并报表范围变化情况如表1所示。截至2023年6月末，公司纳入合并范围的子公司共4家，具体如附录四所示。

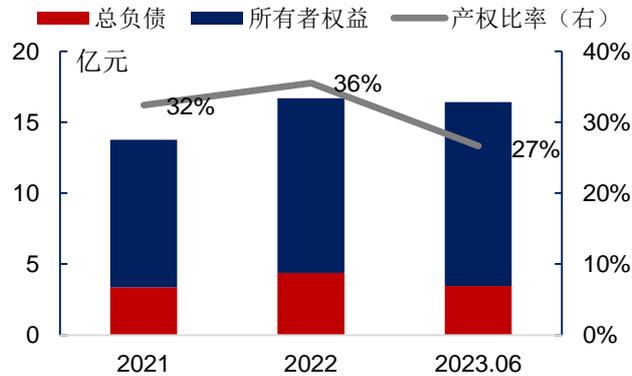
资本实力与资产质量

公司现金类资产规模较大，但应收账款及存货占资产比重较高，对营运资金占用明显，存在一定的减值风险

跟踪期内随着经营规模扩张，公司负债总额小幅增长，而受益于经营积累，净资产规模继续增加，

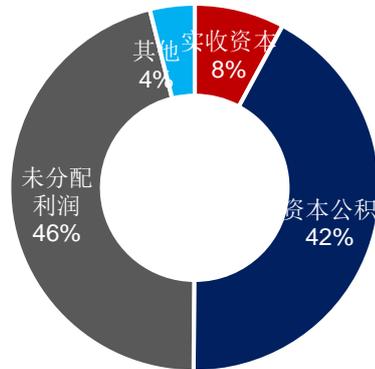
综合影响下2023年6月末公司产权比率为27%，权益对负债的保障程度较好。期末公司所有者权益主要由未分配利润及IPO形成的股本溢价构成。

图3 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图4 2023年6月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内随着经营规模扩张以及持续扩建新产能，公司资产规模有所增长，资产仍以固定资产、应收账款、存货及现金类资产为主。截至2023年6月末，公司固定资产主要为肇庆一至五期工厂的生产设备及厂房，该等资产专用程度高，在建工程主要为本期债券募投项目及泰国新建生产基地项目投入，未来随着在建项目建设进度持续推进，公司固定资产规模将继续增长。截至2023年6月末，公司99.68%的应收账款余额账龄在1年以内，期末余额前五名的应收账款占比20.10%，期末应收账款规模占总资产比重仍较大，对营运资金占用明显，且存在一定的坏账风险。2022年以来受下游部分客户提货速度放缓影响，公司存货周转效率小幅下降，2023年6月末公司存货仍以原材料、发出商品及库存商品为主，考虑到公司存在一定的提前生产存货，在当前原料价格持续下跌背景下，公司原材料及库存商品存在一定的存货跌价风险，2022年及2023年上半年库存商品跌价损失分别为459.76万元、475.97万元，对利润形成一定侵蚀。

截至2023年6月末公司现金类资产规模较大，主要包括交易性金融资产、货币资金及应收款项融资，期末有0.14亿元货币资金存放在境外。期末公司受限资产合计703.05万元，包括180.59万元因用作保证金而使用受限的货币资金，以及522.46万元用于票据池质押的应收票据。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年6月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.44	8.76%	1.78	10.63%	2.31	16.79%
交易性金融资产	3.57	21.72%	3.41	20.40%	1.55	11.27%
应收账款	2.67	16.23%	2.71	16.23%	2.13	15.50%
存货	1.16	7.04%	1.28	7.67%	1.03	7.51%

流动资产合计	9.32	56.73%	9.94	59.54%	7.77	56.45%
固定资产	5.06	30.82%	4.95	29.66%	4.69	34.03%
在建工程	0.54	3.29%	0.53	3.16%	0.01	0.09%
非流动资产合计	7.11	43.27%	6.76	40.46%	6.00	43.55%
资产总计	16.43	100.00%	16.70	100.00%	13.77	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

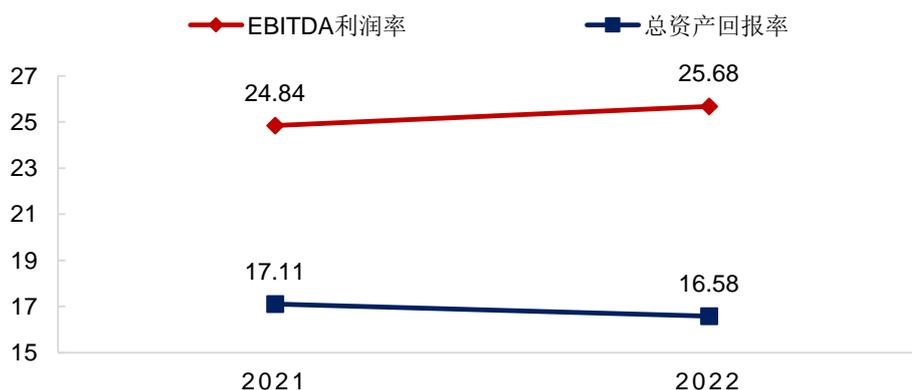
盈利能力

2022年受益于产能扩张及丰富的客户资源储备，公司业绩保持增长，盈利表现尚可，但2023年以来业绩增长趋缓，未来受市场需求、行业竞争等因素影响，公司面临较大的业绩增长压力

2022年受益于IPO募投项目产能持续释放，主营业务收入保持增长。2022年以来公司持续优化产品结构，且主要原材料价格持续下降，有助于销售毛利率提升，而受累于产能利用率下降，跟踪期内公司销售毛利率有所下降。而得益于公司专注工业控制、汽车电子等附加值较高的PCB应用领域，且主要客户较为优质，在行业增长趋缓背景下，公司仍维持了相对较高的盈利水平，2022年公司EBITDA利润率、总资产回报率等核心盈利指标表现尚可。

受经济增长不确定性影响，Prismark 预测 2023 年全球 PCB 产值同比将下滑 4.13%，未来随着同行持续扩产、同时下游需求预计表现低迷，公司仍将面临较大的业绩增长压力。2023 年上半年，受工业控制、燃油汽车领域需求减弱，产能利用率继续下降，公司业绩增长速度放缓，当期营业收入及归属于上市公司股东的净利润同比仅分别增长 9.72%、2.24%。

图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司现金生成能力较强，流动性表现较好，目前债务压力不大，但随着本期债券发行，公司债务规模将大幅增长，且较大规模的扩产项目建设投入将给公司带来一定的资金压力

公司刚性债务规模小，但随着本期债券的成功发行，公司总债务规模将大幅增长。2023年6月末，公司负债以经营性负债为主，主要为因原材料购销而形成的应付账款等。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年6月		2022年		2021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%	0.00	0.00%
应付票据	0.21	6.15%	0.65	14.79%	0.17	4.94%
应付账款	1.94	56.09%	2.32	52.95%	1.96	58.24%
流动负债合计	2.82	81.39%	3.71	84.78%	2.68	79.57%
递延所得税负债	0.48	13.74%	0.47	10.62%	0.46	13.76%
非流动负债合计	0.64	18.61%	0.67	15.22%	0.69	20.43%
负债合计	3.46	100.00%	4.38	100.00%	3.37	100.00%
总债务合计	0.25	7.21%	0.68	15.61%	0.17	4.94%
其中：短期债务	0.25	7.21%	0.68	15.61%	0.17	4.94%
长期债务	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司现金生成能力较强，2022年以来经营活动净现金流及FFO持续表现为较大规模的净流入。同期受益于较强的盈利能力带动经营积累增长，2023年6月末资产负债率下降至21.06%。中证鹏元注意到，截至2023年6月末公司在建项目投资规模较大，当前尚有一定的资金缺口，且业务增长对营运资金需求较大，预计未来公司存在一定的资金压力。

未来随着本期债券成功发行及主要在建项目建设进度推进，公司杠杆水平将有所抬升。公司总债务及利息支出较小，EBITDA 利息保障倍数表现较好，净债务持续为负。近年公司持续扩建新产能，资本开支需求较大，自由现金流/净债务可较好反映杠杆比率波动性，此外 2023 年 8 月公司成功发行本期债券，债务规模大幅增加，净债务或将由负转正，公司杠杆水平将有所抬升。

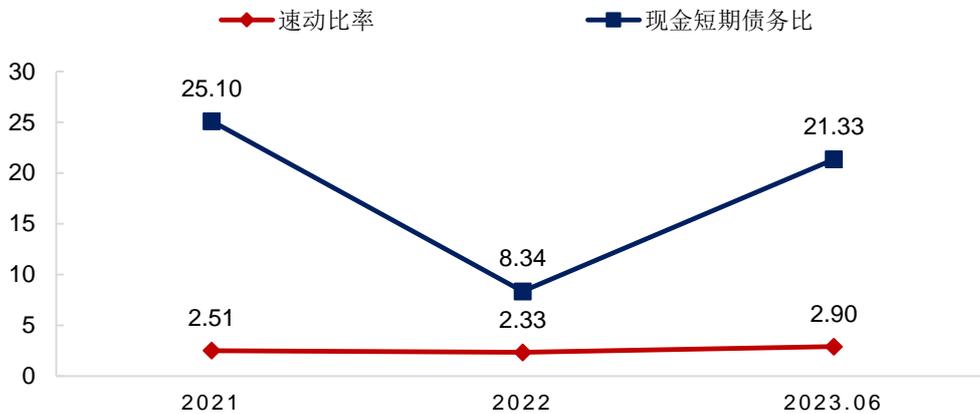
表13 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年6月	2022年	2021年
经营活动现金流（亿元）	0.84	3.18	1.55
FFO（亿元）	--	2.90	2.38
资产负债率	21.06%	26.22%	24.48%
净债务/EBITDA	--	-1.51	-1.45
EBITDA 利息保障倍数	--	353.46	1,429.68
总债务/总资本	1.89%	5.26%	1.58%
FFO/净债务	--	-61.27%	-63.19%
经营活动现金流/净债务	-16.98%	-67.07%	-41.17%
自由现金流/净债务	-1.16%	-33.54%	38.67%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动性比率仍表现较好。跟踪期内，公司账面现金类资产较为充裕，速动比率及现金短期债务比均处于较高水平。此外，公司作为上市公司，融资渠道相对多样，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 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境因素

根据公司 2023 年 9 月 1 日出具的《四会富仕电子科技股份有限公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》（以下简称“说明”），过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放等而受到政府部门处罚的情形。

社会因素

根据说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理因素

公司股权结构较为分散，需关注治理结构的稳定性。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。根据说明，近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。中证鹏元注意到，公司股权结构较为分散，刘天明、温一峰和黄志成三人通过签署《一致行动协议》方式对公司实现共同

控制，在 2019 年 3 月签署的《一致行动协议》到期后，2023 年 7 月三人续签了《一致行动协议》，但新签署的协议有效期为 1 年，若协议期满后三名共同实际控制人不再签署一致行动协议，公司实际控制人可能会发生变更，这将对公司治理结构的稳定性形成较大不利影响，由此亦将降低公司重大经营决策效率，进而对公司的经营和业绩形成不利影响。

（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8月30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。根据中国执行信息公开网，截至查询日（2023年9月14日），中证鹏元未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

公司在PCB中小批量板领域具有一定的差异化竞争优势，近年来持续扩产，产能规模稳步提升，叠加较为丰富的优质客户资源积累，跟踪期内公司业绩仍保持增长，盈利能力表现尚可，现金生成能力较强，截至2023年6月末，资产负债率较低。但中证鹏元也关注到，2023年以来工业控制、燃油汽车等应用领域需求有所较弱，且当前PCB行业竞争较为激烈，2022年公司产能利用率呈下降趋势，当前在建产能规模较大，未来存在产能消化压力。整体而言，公司抗风险能力尚可。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“富仕转债”的信用等级为AA-。

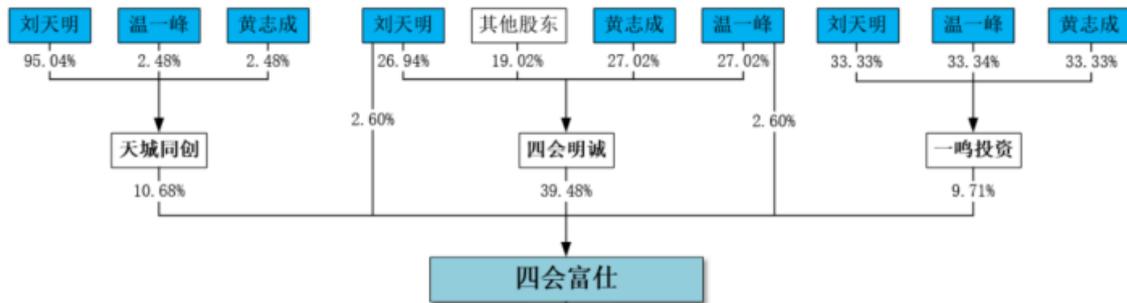
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年6月	2022年	2021年	2020年
货币资金	1.44	1.78	2.31	1.49
交易性金融资产	3.57	3.41	1.55	3.99
应收账款	2.67	2.71	2.13	1.43
存货	1.16	1.28	1.03	0.55
流动资产合计	9.32	9.94	7.77	7.61
固定资产	5.06	4.95	4.69	2.38
在建工程	0.54	0.53	0.01	0.25
非流动资产合计	7.11	6.76	6.00	3.09
资产总计	16.43	16.70	13.77	10.69
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.08
应付票据	0.21	0.65	0.17	0.00
应付账款	1.94	2.32	1.96	1.19
一年内到期的非流动负债	0.04	0.04	0.00	0.00
流动负债合计	2.82	3.71	2.68	1.53
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	0.48	0.47	0.46	0.21
非流动负债合计	0.64	0.67	0.69	0.38
负债合计	3.46	4.38	3.37	1.91
总债务	0.25	0.68	0.17	0.08
所有者权益	12.97	12.32	10.40	8.78
营业收入	6.28	12.19	10.50	6.50
营业利润	1.13	2.53	2.09	1.39
净利润	0.99	2.26	1.84	1.21
经营活动产生的现金流量净额	0.84	3.18	1.55	1.17
投资活动产生的现金流量净额	-0.86	-3.38	-0.46	-4.19
筹资活动产生的现金流量净额	-0.34	-0.34	-0.27	4.02
财务指标	2023年6月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	3.13	2.61	1.78
FFO(亿元)	--	2.90	2.38	1.65
净债务(亿元)	-4.92	-4.74	-3.77	-5.33
销售毛利率	26.89%	28.82%	29.61%	33.36%
EBITDA 利润率	--	25.68%	24.84%	27.31%
总资产回报率	--	16.58%	17.11%	17.94%
资产负债率	21.06%	26.22%	24.48%	17.86%
净债务/EBITDA	--	-1.51	-1.45	-3.00
EBITDA 利息保障倍数	--	353.46	1,429.68	208.98

总债务/总资本	1.89%	5.26%	1.58%	0.86%
FFO/净债务	--	-61.27%	-63.19%	-31.03%
速动比率	2.90	2.33	2.51	4.63
现金短期债务比	21.33	8.34	25.10	73.12

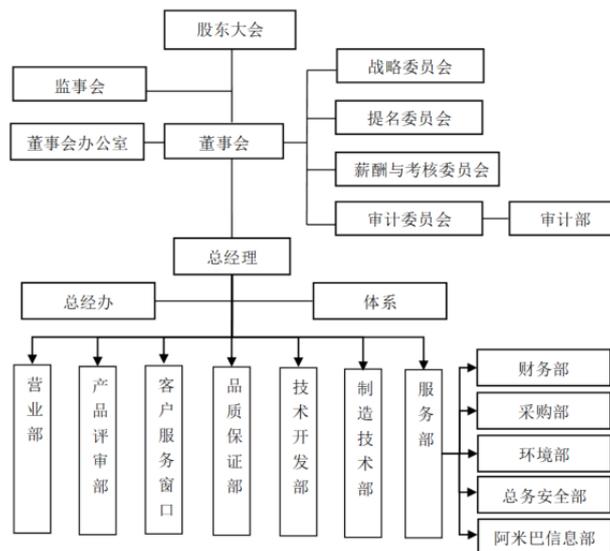
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二公司股权结构图（截至 2023 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录三公司组织结构图（截至 2023 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023年6月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	控股比例	主营业务
四会富仕技术有限公司	10,000 万元	100%	PCB 研发、制造、销售
四会富仕电子（香港）有限公司	10 万元港币	100%	电子产品贸易
四会富仕日本株式会社	2,500 万日元	88%	电子产品贸易
一品电路有限公司	5 亿泰铢	100%	PCB 研发、制造、销售

资料来源：公司 2023 年半年度报告、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。