



# 2022年会通新材料股份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：

# 2022年会通新材料股份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
会通转债	AA-	AA-

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：会通新材料股份有限公司（以下简称“会通股份”或“公司”，证券代码“688219.SH”）在国内改性塑料企业中排名靠前，产品种类丰富，且与国内家电、汽车领域的众多知名企业建立了合作关系，客户质量较好，2022年公司加大研发投入，产能继续提升，在建项目的推进将支撑公司营收增长；同时中证鹏元也关注到，公司对美的集团控股有限公司（以下简称“美的集团”）及其下属公司的关联交易规模仍较大，应收账款保持较大规模，对资金占用较大，需对公司存货跌价风险保持关注，以及资产负债率继续处于较高水平，仍面临较大的债务偿还压力等。

## 评级日期

2023年6月2日

## 联系方式

**项目负责人：**马琳丽  
mall@cspengyuan.com

**项目组成员：**郑丽芬  
zhenglf@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.03	2022	2021	2020
总资产	61.39	64.43	51.57	43.11
归母所有者权益	17.95	17.85	16.98	16.89
总债务	31.85	36.32	22.86	15.51
营业收入	11.17	51.79	49.01	41.24
净利润	0.17	0.57	0.54	1.82
经营活动现金流净额	0.38	1.29	1.96	-0.88
净债务/EBITDA	--	8.65	8.18	2.69
EBITDA 利息保障倍数	--	3.42	3.18	5.37
总债务/总资本	64.00%	67.07%	57.39%	47.86%
FFO/净债务	--	4.27%	5.08%	19.00%
EBITDA 利润率	--	4.77%	4.41%	8.89%
总资产回报率	--	1.91%	2.18%	6.16%
速动比率	1.08	1.06	0.76	0.92
现金短期债务比	0.76	0.69	0.29	0.47
销售毛利率	11.72%	10.47%	9.44%	16.82%
资产负债率	70.81%	72.31%	67.08%	60.81%

资料来源：2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **公司产品种类丰富，客户主要为各领域知名企业，且继续加大研发投入。**公司拥有聚烯烃系列、聚苯乙烯系列、工程塑料及其他系列等多种产品平台，产品主要应用于家电和汽车领域，同时亦涉及通讯、电子电气、光伏、储能、轨道交通、家居建材、安防等领域，产品种类丰富，能够满足客户多样化需求，且公司与国内家电、汽车领域的众多知名企业建立了合作关系，客户质量较好。2022年公司研发人员数量增至454人，占公司总人数的23.14%；研发投入同比增长9.24%至2.11亿元，占营业收入比重为4.07%。
- **公司产能继续提升，在建项目的推进将支撑公司营收增长。**公司拥有安徽、广东、重庆三大生产基地，2022年安庆基地实现量产，公司产能实现提升，产能在改性塑料行业居前列；公司主要在建产能规模较大，包括本期债券募投项目剩余20.00万吨产能、广东基地拟新增产能3.71万吨以及公司在山东布局的3,000吨聚合产品，以上均计划在2023年实现投产，且公司拟在泰国设立生产基地，拓展海外市场。

## 关注

- **公司关联交易规模仍较大。**美的集团为公司关联方，2022年公司对美的集团及其下属公司的销售收入为14.07亿元，销售收入占比为27.17%，关联交易规模虽有下降，但占比仍较高。
- **公司应收账款对资金占用较大，同时需对公司存货跌价风险保持关注。**公司应收账款保持较大规模，2022年末应收账款为12.97亿元，占总资产的比重为20.13%，应收账款坏账准备计提比例为5.65%；2022年末公司累计计提存货跌价准备1,360.41万元。
- **公司仍面临较大的债务偿还压力。**由于本期债券募集资金到位以及银行借款增加，公司总债务增长导致资产负债率继续处于较高水平，2023年3月末资产负债率为70.81%，短期债务占比为60.15%，现金短期债务比为0.76，公司短期债务规模较大，债务结构仍有待改善。

## 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改性塑料企业中排名靠前，产品种类丰富，客户质量较好，且未来产能将进一步增长。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	金发科技	国恩股份	普利特	道恩股份	公司
总资产	554.29	127.53	86.08	49.45	64.43
营业收入	404.12	134.06	67.58	45.26	51.79
净利润	20.00	7.23	2.17	1.66	0.57
销售毛利率	15.20%	13.13%	14.18%	9.76%	10.47%
资产负债率	67.01%	53.73%	63.89%	37.16%	72.31%

注：以上各指标均为2022年度/2022年末数据。

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
化工企业信用评级方法和模型	<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	3/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	4/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	弱
	经营状况	5/7		流动性状况	7/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		6/9
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					<b>aa-</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>AA-</b>

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-/会通转债	2022-07-05	马琳丽、宋晨阳	<a href="#">化工企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</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
会通转债	8.30	8.30	2022-07-05	2028-12-06

## 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12月6日发行6年期8.30亿元可转换公司债券，募集资金计划用于年产30万吨高性能复合材料项目、补充流动资金。本期债券募集资金专项账户共4个，截至2023年3月末，账户合计余额为6,461.75万元。此外，2023年3月末公司交易性金融资产增至3.22亿元，主要系用闲置募集资金购买理财产品所致。

## 三、发行主体概况

2022年以来，公司名称、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45,928.36万元，何倩嫦持有公司30.61%的股权，为公司控股股东及实际控制人，其所持有的公司股权均未质押。

公司主要从事改性塑料的研发、生产和销售，为客户提供高性能化、功能化的材料整体解决方案，在国内改性塑料企业中排名靠前。公司拥有聚烯烃系列、聚苯乙烯系列、工程塑料及其他系列等多种产品平台，产品种类丰富，广泛应用于家电、汽车、通讯、电子电气、光伏、储能、轨道交通、家居建材、安防等行业。截至2023年3月末，纳入公司合并范围子公司为10家。

## 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。

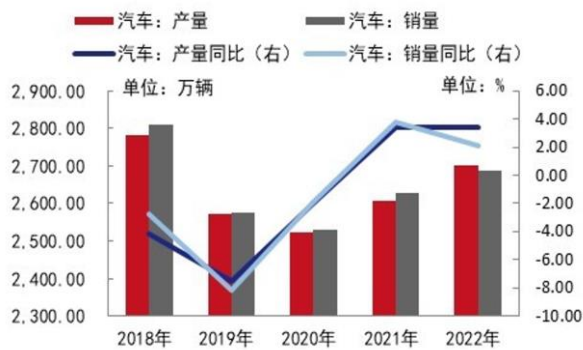
## 行业环境

**目前国内改性塑料行业集中度较低，家电和汽车行业等传统下游的消费需求仍有待进一步释放，汽车行业大降价或压缩改性塑料行业利润空间，考虑到原油价格影响因素复杂多变，未来仍需关注其上游原材料价格波动对改性塑料企业造成的不利影响**

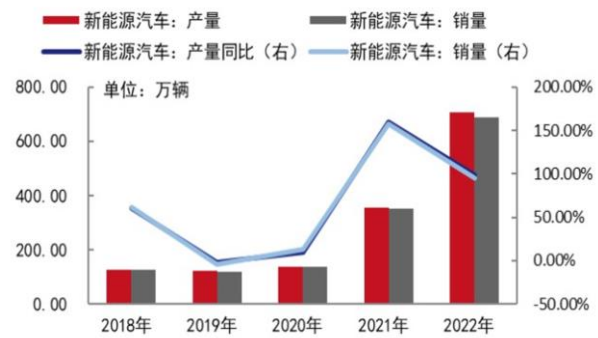
改性塑料是向聚丙烯（PP）、聚乙烯（PE）等合成树脂中添加合适的改性剂，采用一定的加工成型工艺，从而制得具有新颖结构特征、能够满足各种不同使用性能要求的新型塑料材料，在阻燃性、强度、抗冲击性、韧性等方面的性能都优于通用塑料。改性塑料产品应用市场较为广泛，主要包括汽车、家电、电子电气、建筑和医疗等诸多行业，其中家电和汽车行业作为改性塑料传统下游，需求占比高。

2022年在购置税减半等一系列稳增长、促消费政策的拉动下，我国汽车市场整体复苏向好，持续保持了恢复增长的态势，2022年汽车产销分别完成2,702.1万辆和2,686.4万辆，同比分别增长3.4%和2.1%，均小幅增长；其中新能源汽车在政策和市场的双重作用下持续爆发式增长，产销分别完成705.8万辆和688.7万辆，同比分别增长96.9%和93.4%。但影响我国汽车需求风险因素仍在，一是国内有效需求不足致使汽车消费恢复滞后，二是芯片结构性短缺，进而会影响汽车及其零部件的生产和销售。

由于库存压力较大、市场竞争加剧，2023年多家终端车企开启降价销售，大降价导致车企成本压力加大，其有可能进一步压低原材料采购成本，将压力继续向上游改性塑料企业转嫁，进而压缩改性塑料行业利润空间。

**图1 2022年汽车产销均小幅增长**


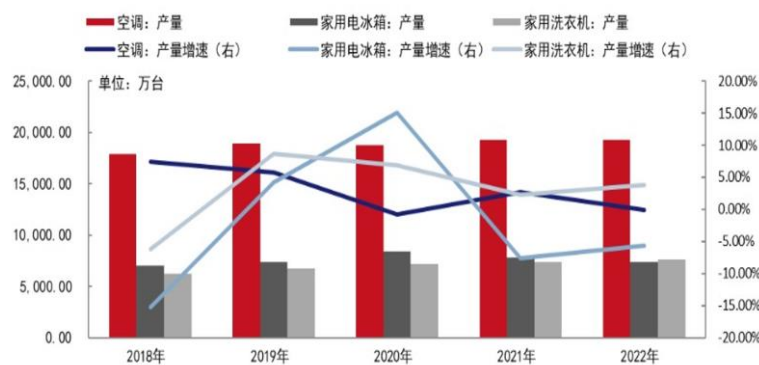
资料来源: 中国汽车工业协会, 中证鹏元整理

**图2 2022年新能源汽车持续爆发式增长**


资料来源: 中国汽车工业协会, 中证鹏元整理

2022年受房地产下行、消费意愿低迷、大宗原材料成本上升等负面因素影响，白色家电行业表现低迷，空调、家用电冰箱产量同比下降；海外主要经济体通胀高企，大家电需求有所透支以及叠加高库存影响，2022年我国家电行业出口压力增加，空调、电冰箱、洗衣机出口数量均同比下降。

家电具有明显的房地产后周期属性，受房地产调控、容量趋近饱和等因素影响，家电市场处于存量格局，未来主要通过功能创新拓展细分品类、挖掘增长机会；2023年国内GDP增长预计提速，有利于居民收入改善、带动消费信心提升，市场环境逐渐复苏，消费需求逐步释放，政府推出的以旧换新、绿色智能家电下乡等政策，一定程度上有利于刺激家电需求的释放。

**图3 2022年我国白色家电行业表现低迷**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

改性塑料上游原材料主要为PP（聚丙烯）和ABS等合成树脂，其中聚丙烯在改性塑料成本中的占比约为60%-70%左右。2022年国内PP价格震荡走低，其中1月-3月初表现为低位爬升，1-2月恰逢聚丙烯淡季，加之聚丙烯新增产能投放市场，供需逐渐宽松，价格下降至上半年低点，春节后伴随原油成本快速拉升及旺季预期，聚丙烯价格在3月中旬攀升至上半年高点，其后，高昂的成本逐渐趋于常态，PP远端上游国际原油下半年震荡走跌，成本端支撑逐步走弱。2022年ABS价格总体弱势运行，主要受新产能投



放集中、原料成本走弱影响。考虑到原油价格影响因素复杂多变，未来仍需关注其价格波动对下游企业造成的不利影响。

**图4 2022年聚丙烯现货价震荡走低**



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

**图5 2022年国内ABS（通用）现货价整体呈下降趋势**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

目前改性塑料行业竞争格局主要由大型外资企业、规模内资企业、小型内资企业构成。大型外资企业大多是集上游原料、改性设备、品牌、技术及产品销售优势于一体的大型化工企业，主要包括巴斯夫、陶氏等。我国改性塑料行业发展起步较晚，但规模内资企业与大型外资企业拥有各自的优势产品领域。目前国内改性塑料行业集中度仍较低，全国改性塑料企业约有3,000家左右，其中金发科技位于第一梯队，产能超过100万吨，其余上市公司主要有公司、道恩股份、普利特、国恩股份、南京聚隆等，伴随着汽车轻量化驱动、下游应用领域带动和高端改性塑料国产化，国内改性塑料行业未来仍有望逐步走出优质企业。

## 五、经营与竞争

公司产能在改性塑料行业居前列，拥有安徽、广东、重庆三大生产基地，且拟在泰国设立生产基地，拓展海外市场，主要在建产能规模较大，可为公司收入增长提供支撑，但仍需关注新增产能的市场消化风险；公司产品主要应用于家电和汽车领域，产品种类丰富，能够满足客户多样化需求，客户主要为各领域知名企业，但关联交易规模较大；2022年公司持续保持较大规模的研发投入，产品竞争力增强，汽车领域收入实现较快增长带动公司营业收入增长，各系列产品毛利率同比均有提升

公司主要从事改性塑料的研发、生产和销售，为客户提供高性能化、功能化的材料整体解决方案，拥有聚烯烃系列、聚苯乙烯系列、工程塑料及其他系列等多种产品平台，其中聚烯烃系列产品为公司主要的收入和利润来源，2022年收入占比为54.70%，其他两个系列产品的收入占比亦超过15%。从下游行业来看，聚烯烃系列产品主要应用于家电和汽车领域，聚苯乙烯系列产品主要应用于家电领域，工程塑料及其他系列产品应用于家电、汽车和电池、光伏、储能等诸多新兴细分领域，2022年公司家电领域、

汽车领域和细分市场领域营业收入分别为25.69亿元、15.40亿元和8.24亿元，同比分别增长-12.04%、45.23%和23.71%，公司来自家电领域的收入占比接近50%，但汽车领域收入近年增速较快，2022年收入占比接近30%。

**表1 公司营业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
聚烯烃系列	6.25	55.99%	10.50%	28.33	54.70%	10.11%	24.91	50.82%	9.99%
聚苯乙烯系列	1.81	16.17%	13.99%	9.39	18.13%	10.92%	11.01	22.47%	7.66%
工程塑料及其他系列	2.66	23.80%	14.18%	11.55	22.29%	12.51%	10.42	21.27%	11.36%
其他	0.02	0.18%	9.80%	0.07	0.14%	8.58%	0.13	0.27%	11.52%
<b>主营业务合计</b>	<b>10.73</b>	<b>96.14%</b>	<b>12.00%</b>	<b>49.34</b>	<b>95.26%</b>	<b>10.82%</b>	<b>46.48</b>	<b>94.83%</b>	<b>9.75%</b>
<b>其他业务合计</b>	<b>0.43</b>	<b>3.86%</b>	<b>4.98%</b>	<b>2.45</b>	<b>4.74%</b>	<b>3.39%</b>	<b>2.53</b>	<b>5.17%</b>	<b>3.76%</b>
<b>合计</b>	<b>11.17</b>	<b>100.00%</b>	<b>11.72%</b>	<b>51.79</b>	<b>100.00%</b>	<b>10.47%</b>	<b>49.01</b>	<b>100.00%</b>	<b>9.44%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

公司主要产品为改性塑料，根据产品特性，公司的产品可以分为低散发材料、增强复合材料、高稳定阻燃材料、免喷涂材料、健康防护材料、特色功能材料、特种工程材料等特色产品，公司产品种类丰富，有助于公司满足客户多样化需求。

公司注重技术积累，针对不同材料产品自主研发形成了独特的技术体系，截至2022年末，公司拥有授权发明专利138项、实用新型专利39项，研发人员数量增至454人，占公司总人数的23.14%；研发投入同比增长9.24%至2.11亿元，占营业收入比重为4.07%，持续的研发投入为公司提升技术创新和研发能力以及新产品新技术的开发提供了有力支撑，公司产品竞争力增强。

**2022年公司安庆基地实现量产，产能继续提升，产能利用率和产销率维持较高水平，在建产能规模较大，预计在2023年实现投产，可为公司收入增长提供支撑，但仍需关注项目投产后的产能消化情况**

生产方面，公司主要实行“以销定产”的生产模式，生产规划部门根据系统中订单信息组织生产。对于部分订单量较大、需求较为稳定的长期客户，公司销售部门会根据在手销售订单以及历史订单情况进行订单预判，并由生产规划部门安排提前生产备货。此外，在订单旺季时，公司可能会出现短期的产能不足，生产规划部门会根据情况选择部分工艺较为简单的产品委托第三方工厂进行加工。

公司拥有安徽、广东和重庆三大生产基地，其中安徽的生产基地包括合肥和安庆，2022年公司产能继续增至45.05万吨，主要系安庆基地实现量产，公司产能在改性塑料行业居前列。2022年公司产能利用率、产销率分别为92.07%和96.92%，维持较高水平。

**表2 公司主要产品产能和产量情况（单位：吨、吨/年）**

项目	2022年	2021年
产能	450,450.00	406,000.00
生产数量	432,950.77	403,461.12
其中：自产产量	414,740.31	365,054.31
外协产量	18,210.46	38,406.81
销售数量	419,607.68	390,977.17
产能利用率	92.07%	89.91%
产销率	96.92%	96.91%

资料来源：公司提供

在建产能方面，2022年末公司主要在建项目为本期债券募投项目，设计产能30.00万吨/年，已投产10.36万吨产能，尚需投资6.27亿元，其中3.95亿元资金来自剩余未投入的募集资金。2022年公司新设子公司会通特种材料科技有限公司，构建特种工程材料“聚合-改性”一体化平台，计划在公司上游产业链布局3,000吨聚合产品。此外，公司广东基地拟新增产能3.71万吨，以上项目均计划在2023年实现投产，有利于进一步提升产能和优化产品结构，为公司收入增长提供支撑，但考虑到改性塑料行业市场化程度高，行业竞争较为激烈，下游家电和汽车行业的需求恢复情况仍有待观察，而公司新增产能较多，仍需持续关注主要在建项目投产后的产能消化风险。拟建产能方面，2022年公司基于全球战略布局的需要，设立首个海外基地会通新材料国际有限公司，计划在泰国投资建设年产3万吨高性能复合材料项目，进一步拓展公司海外市场，推动公司国际化进程。

公司与国内家电、汽车领域的众多知名企业建立了合作关系，客户质量较好，但集中度较高，对关联方美的集团销售收入占比较大；2022年公司各系列原材料采购均价不同程度下降，各系列产品毛利率同比均有提升，采购集中度不高，且2022年对主要供应商进行了拓展

销售方面，公司采取直销的销售模式，直接与最终用户签署合同和结算货款，并向其提供技术支持和售后服务。价格方面，公司根据产品成本、产品性能和工艺难度的不同进行定价，并通过商业谈判确定最终定价，销售价格分为月度、季度或者年度定价，且在价格确定后一段时间内不会变化。2022年公司聚烯烃系列、工程塑料及其他系列产品营业收入增长主要来自销量驱动，销售价格和毛利率同比基本持平；聚苯乙烯系列产品销量和销售均价均有所下降，主要系下游家电领域的需求下降所致，但毛利率同比提升3.26个百分点，主要系上游原材料采购均价下降较多所致。

**表3 公司主要产品销售情况（单位：亿元、万吨、万元/吨）**

项目	2022年	2021年	
聚烯烃系列	销售金额	28.33	24.91
	销售数量	30.52	27.43
	平均销售单价	0.94	0.94
聚苯乙烯系列	销售金额	9.39	11.01

	销售数量	5.89	6.60
	平均销售单价	1.59	1.67
	销售金额	11.55	10.42
工程塑料及其他系列	销售数量	5.54	5.07
	平均销售单价	2.08	2.06

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品主要应用于家电和汽车领域，客户亦多集中在上述行业，根据客户的合作时长、销售规模、历史回款情况等综合评定，公司一般会给予30-90天不等的账期，2022年公司前五大客户销售占比与上年持平，客户集中度较高；第一大客户仍为美的集团<sup>1</sup>及其下属公司，但对其销售收入占比降至27.17%，公司对比亚迪集团（客户二）的销售收入明显增长。公司客户资质较优，与国内家电、汽车领域的众多知名企业建立合作关系，家电领域主要客户包括美的、TCL、海信、海尔、创维、奥克斯、飞利浦等，汽车领域主要客户包括比亚迪、蔚来、小鹏、理想等国内知名新能源车企，上汽大众、一汽大众、上汽通用、长安福特等传统燃油车企，以及延锋、彼欧、新泉等汽车零部件企业。家电行业是改性塑料行业最主要的下游应用领域之一，美的集团作为家电行业的龙头企业之一，公司向其销售改性塑料，符合公司主营业务发展的需要。

**表4 公司前五大客户情况（单位：万元）**

时间	客户名称	销售收入	营收占比	是否关联方
2022年	客户一	140,718.68	27.17%	是
	客户二	27,481.41	5.31%	否
	客户三	14,629.99	2.82%	否
	客户四	10,066.50	1.94%	否
	客户五	9,303.27	1.80%	否
	<b>合计</b>	<b>202,199.85</b>	<b>39.04%</b>	-
2021年	客户一	156,641.43	31.96%	是
	客户二	13,933.36	2.84%	否
	客户三	10,504.28	2.14%	否
	客户四	9,364.02	1.91%	否
	客户五	8,358.76	1.71%	否
	<b>合计</b>	<b>198,801.85</b>	<b>40.56%</b>	-

资料来源：公司提供

采购方面，公司采用按需采购及安全库存管理相结合的方式执行采购。每月采购部门根据公司月度销售计划并结合原材料库存、到货周期等情况制定相应的原材料采购计划，同时采购部门会根据各类原材料单日消耗量和交货周期确定其安全库存标准，并实时监控原材料的领用情况，及时调整后续采购计划。原材料是公司最主要的营业成本，近年直接材料占主营业务成本的比重均在90%左右，其中聚烯烃

<sup>1</sup> 何倩嫦女士的父亲何享健为美的集团实际控制人。

类和辅料采购金额较高，受原油价格下跌影响，2022年公司各系列原材料采购均价不同程度下降，带动其销售毛利率提升，考虑到原材料占公司营业成本的比重很大，仍需关注原材料价格波动对公司经营业绩的影响。

**表5 公司主要原材料采购情况（单位：万元/吨、万元）**

项目		2022年	2021年
聚烯烃系列	采购金额	180,354.52	156,356.54
	采购均价	0.75	0.78
聚苯乙烯系列	采购金额	57,199.99	77,411.10
	采购均价	1.08	1.29
工程塑料及其他系列	采购金额	77,520.18	69,817.37
	采购均价	1.50	1.68
辅料	采购金额	117,808.54	116,782.22
	采购均价	1.02	0.93

资料来源：公司提供

供应商方面，公司供应商主要为中石油、中石化等石化公司，公司对该类公司议价能力较弱，2022年公司前五大供应商采购金额占比下降较多，主要系公司对主要供应商进行了拓展，2022年供应商三、供应商四和供应商五为本期新进入采购金额前五大的供应商，公司采购集中度不高。

**表6 公司前五大供应商情况（单位：万元）**

时间	供应商名称	采购金额	占当期采购金额比重
2022年	供应商一	78,625.22	17.74%
	供应商二	17,886.45	4.04%
	供应商三	17,076.27	3.85%
	供应商四	13,970.50	3.15%
	供应商五	13,578.85	3.06%
	<b>合计</b>	<b>141,137.29</b>	<b>31.84%</b>
2021年	供应商一	69,187.57	15.93%
	供应商二	14,410.48	3.32%
	供应商三	14,224.73	3.27%
	供应商四	12,955.72	2.98%
	供应商五	11,416.02	2.63%
	<b>合计</b>	<b>122,194.52</b>	<b>28.13%</b>

资料来源：公司提供

## 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健会计师事务所（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1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司新设3家子公司会通特种材料科技有限公司、会通新材料国际有限公司和圆融新材料(香港)有限公司，同时因注销减少1家子公司佛山市顺德区美融新材料有限公司；2023年1-3月，公司合并范围未发生变化。

## 资本实力与资产质量

得益于本期债券募集资金到位以及在建项目的持续投入，公司资产规模提升，但应收账款保持较大规模，部分资产使用受限，同时需对存货跌价风险保持关注

2022年末公司所有者权益同比增长，主要系持续经营的利润累积以及发行本期债券增加其他权益工具所致；总负债增加主要系本期债券募集资金到位以及银行借款增加所致，公司产权比率波动提升，权益对负债的保障程度较弱。从所有者权益构成来看，仍主要为资本公积，其次为实收资本和累积的未分配利润。

图6 公司资本结构

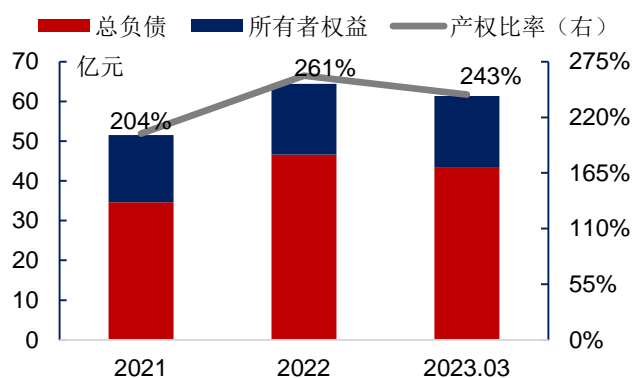
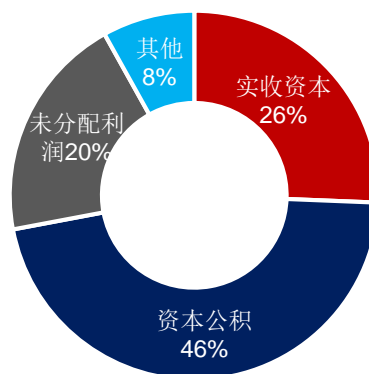


图7 2023年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

注：资本公积占比扣减了库存股。

资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年末公司资产规模增长，主要系本期债券募集资金到位所致，当前资产主要由货币资金、应收账款、固定资产和存货构成；资产结构上，以流动资产为主。公司货币资金主要为银行存款，2022年末同比大幅增长，主要系本期债券募集资金到位所致；2023年3月末规模下降，主要系用闲置募集资金购买理财产品所致，同期末公司交易性金融资产增至3.22亿元；截至2023年3月末，公司受限货币资金为2.36亿元，主要为票据保证金。公司应收账款主要为应收货款，2022年末继续保持较大规模，对公司资金形成较大占用；账龄主要在1年以内，分布较为分散，且主要客户较为优质，坏账准备计提比例为5.65%。公司固定资产主要为生产经营用的厂房、办公楼和机器设备，2022年末规模增加主要系本期债券募投项目部分转固所致。公司存货主要为原材料和库存商品，2022年末规模增长主要系产能提升后导致备货量增加所致，考虑到公司实行“以销定产”的生产模式，以按需采购及安全库存管理相结合的方式进行采购，公司库存数量较为可控，但仍需关注价格波动可能带来的跌价风险，2022年末公司累计计



提存货跌价准备1,360.41万元。其他资产构成方面，公司应收票据主要为已背书或贴现但尚未到期的银行承兑汇票，在建工程主要为本期债券募投项目，无形资产主要为取得的土地使用权，长期股权投资均系对普立思生物科技有限公司的投资，持股比例为33.89%，2022年按权益法下确认的投资损益为-704.25万元。

截至2023年3月末，公司受限资产包括货币资金、固定资产、无形资产以及少量受限应收票据、应收账款和其他非流动资产，合计受限规模11.83亿元，在总资产中占比19.28%。

**表7 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	9.50	15.48%	14.67	22.77%	5.77	11.19%
交易性金融资产	3.22	5.24%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应收票据	4.64	7.56%	5.05	7.84%	4.82	9.35%
应收账款	12.14	19.77%	12.97	20.13%	12.27	23.79%
存货	6.69	10.89%	7.17	11.13%	6.09	11.81%
<b>流动资产合计</b>	<b>38.45</b>	<b>62.63%</b>	<b>41.72</b>	<b>64.75%</b>	<b>30.94</b>	<b>60.01%</b>
长期股权投资	1.25	2.04%	1.25	1.95%	1.32	2.57%
固定资产	13.36	21.77%	13.48	20.92%	10.86	21.06%
在建工程	1.80	2.93%	1.75	2.71%	2.58	4.99%
无形资产	3.70	6.03%	3.30	5.13%	3.40	6.59%
<b>非流动资产合计</b>	<b>22.94</b>	<b>37.37%</b>	<b>22.71</b>	<b>35.25%</b>	<b>20.62</b>	<b>39.99%</b>
<b>资产总计</b>	<b>61.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>64.43</b>	<b>100.00%</b>	<b>51.57</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

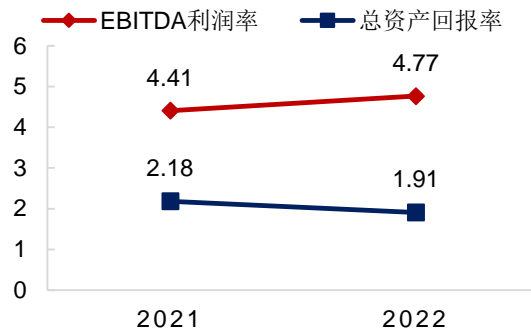
公司汽车领域收入实现较快增长，叠加各系列产品原材料采购均价下降，2022年公司营业收入和净利润保持增长，未来随着新增产能的投产，公司收入有望继续增长

2022年公司营业收入同比增长5.68%，主要系公司加强新能源汽车、绿色能源等领域的开拓所致。从产品类型来看，聚烯烃系列产品为公司主要的收入和利润来源，2022年该系列产品营业收入同比增长13.74%；从下游行业来看，公司营业收入增长主要来自汽车领域和细分市场领域，2022年分别同比增长45.23%和23.71%，公司家电领域的营业收入同比下降12.04%，但家电领域的营业收入占比仍最高。目前公司主要在建产能规模较大，包括本期债券募投项目剩余20.00万吨产能、广东基地拟新增产能3.71万吨以及公司在山东布局的3,000吨聚合产品，以上均计划在2023年实现投产，公司未来营业收入有望继续增长，但仍需对新增产能的消化情况保持关注。

毛利率方面，2022年公司各系列产品原材料采购均价不同程度下降，带动公司销售毛利率同比提升1.03个百分点，但公司产品主要应用于家电领域，与同行业上市公司相比，公司销售毛利率偏低。2022

年公司净利润同比增长，带动EBITDA利润率小幅上升，但总资产回报率略有下降。需要注意的是，原材料成本占公司生产成本的比重超过90.00%，占比很高，原材料价格变动对公司盈利能力影响较大，需持续关注原材料价格变动情况。

**图8 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

由于本期债券募集资金到位以及银行借款增加，公司总债务有所增长，资产负债率继续处于较高水平，债务结构仍有待改善，面临较大的债务偿还压力

由于本期债券的发行以及银行借款的增加，公司总债务有所增长，2023年3月末短期债务占总债务的比重持续降至60.15%，但债务结构仍有待改善。公司短期债务包括短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债，2022年末短期借款规模占比下降，借款类型上以保证借款为主，其次为保证+抵押借款、信用借款以及抵押借款等；应付票据系公司开立的银行承兑汇票，2022年末规模大幅增长主要系采购端增加票据结算所致；一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款。公司长期债务主要包括长期借款和应付债券，2022年末公司长期借款包括保证借款、信用借款以及保证+抵押借款，应付债券为本期债券。

经营性负债方面，公司应付账款主要为应付货款，其他流动负债主要系已背书或贴现但尚未到期的银行承兑汇票。

**表8 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	11.44	26.31%	10.92	23.44%	16.35	47.27%
应付账款	4.12	9.49%	4.23	9.09%	5.39	15.58%
应付票据	5.83	13.41%	9.40	20.19%	5.61	16.23%
一年内到期的非流动负债	1.89	4.35%	3.35	7.20%	0.36	1.04%
其他流动负债	5.79	13.33%	4.20	9.00%	4.43	12.80%

<b>流动负债合计</b>	<b>29.52</b>	<b>67.90%</b>	<b>32.69</b>	<b>70.16%</b>	<b>32.77</b>	<b>94.73%</b>
长期借款	5.66	13.02%	5.68	12.19%	0.48	1.38%
应付债券	7.03	16.16%	6.95	14.92%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>13.95</b>	<b>32.10%</b>	<b>13.90</b>	<b>29.84%</b>	<b>1.82</b>	<b>5.27%</b>
<b>负债合计</b>	<b>43.47</b>	<b>100.00%</b>	<b>46.59</b>	<b>100.00%</b>	<b>34.59</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	31.85	73.26%	36.32	77.97%	22.86	66.09%
其中：短期债务	19.16	44.07%	23.68	50.83%	22.33	64.54%
长期债务	12.69	29.19%	12.64	27.14%	0.54	1.55%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

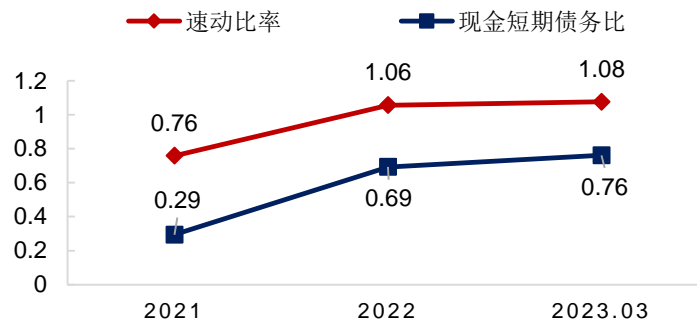
2022年公司经营活动现金流保持净流入，FFO同比持平，投资活动现金净流出规模下降较多，主要系本期购买理财产品减少所致，筹资活动现金净流入规模大幅增长，主要系本期债券募集资金到位所致。公司债务增加导致负债水平明显上升，2023年3月末资产负债率为70.81%，处于较高水平；公司总债务/总资本亦抬升较多，净债务/EBITDA、FFO/净债务、经营活动净现金流/净债务等指标表现弱化。

**表9 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）	0.38	1.29	1.96
FFO(亿元)	--	0.91	0.90
资产负债率	70.81%	72.31%	67.08%
净债务/EBITDA	--	8.65	8.18
EBITDA 利息保障倍数	--	3.42	3.18
总债务/总资本	64.00%	67.07%	57.39%
FFO/净债务	--	4.27%	5.08%
经营活动净现金流/净债务	2.14%	6.03%	11.08%
自由现金流/净债务	-1.26%	-7.08%	-8.44%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从流动性来看，2022年以来公司主要流动性指标持续改善，但由于短期债务占比较高，2023年3月末公司现金短期债务比仅0.76，公司仍面临较大的债务偿还压力。截至2023年3月末，公司银行授信总额度53.90亿元，尚未使用额度为28.43亿元，公司备用流动性较高，且作为A股上市公司，可依靠股权融资解决资金需求，具有一定的融资弹性。

**图9 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 1-3 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

根据《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》及公开资料查询，环境方面，近 1 年公司未有因空气污染和温室气体排放、废水排放和废弃物排放等事项而受到相关政府部门处罚的情况发生；社会方面，近 1 年公司亦未有违规经营、产品发生质量或安全问题、拖欠员工工资等负面舆情事件出现。

治理方面，2022 年 4 月，公司董事、副总经理李荣群辞职，同时聘任王灿耀为公司副总经理，负责公司整体研发工作。2022 年 5 月，公司副总经理钟理明辞职，吴江不再担任公司董事，但仍担任公司董事会秘书职务；公司总经理由方安平更换为李健益，负责公司战略、运营等全面经营管理工作。2022 年 12 月，公司监事宋海燕更换为黄连海，黄连海担任公司监事会主席，公司新增董事孙刚伟。2023 年 1 月，方安平辞去公司董事职位，公司现任董事为 8 人，监事为 3 人。2022 年以来，公司组织结构未发生变化，期末在职人数为 1,963 人，较 2021 年末增加 230 人，主要系生产制造人员增加所致；人员结构上，生产制造人员占比 52.57%。2022 年 6 月-2023 年 4 月，公司通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式累计回购公司股份 1,074 万股，占公司总股本的 2.34%，支付的资金总额为 9,972.00 万元（不含交易佣金、过户费等交易费用），回购股份的目的系用于员工持股计划或股权激励，该措施有利于调动核心员工积极性，提高公司员工凝聚力。

### （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 5 月 5 日），公司本部、子公司广东圆融新材料有限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；公司本部公

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，从2020年1月1日至查询日（2023年5月19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、结论

公司在国内改性塑料企业中排名靠前，2022年公司继续加强新能源汽车领域、绿色能源领域等细分市场开拓，汽车领域收入实现较快增长，叠加各系列产品原材料采购均价下降，公司营业收入和净利润保持增长，产能继续提升，主要在建产能规模较大，且公司拟在泰国设立生产基地，拓展海外市场，在建项目的推进将支撑公司营收增长。公司与国内家电、汽车领域的众多知名企业建立了合作关系，客户质量较好，但关联交易规模较大，且应收账款保持较大规模，公司资产负债率继续处于较高水平，短期债务占比持续下降，但债务结构仍有待改善，仍面临较大的债务偿还压力。整体来看，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，维持本期债券的信用等级为AA-。

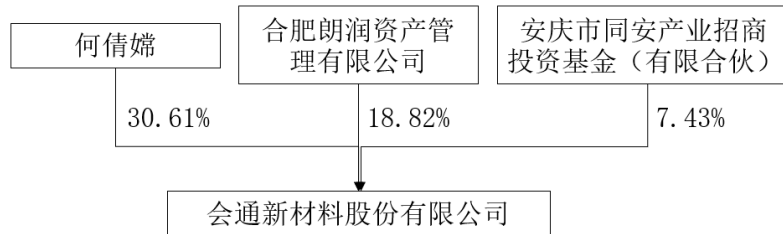
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	9.50	14.67	5.77	5.15
应收账款	12.14	12.97	12.27	10.27
存货	6.69	7.17	6.09	5.14
流动资产合计	38.45	41.72	30.94	27.16
固定资产	13.36	13.48	10.86	8.51
非流动资产合计	22.94	22.71	20.62	15.95
资产总计	61.39	64.43	51.57	43.11
短期借款	11.44	10.92	16.35	11.33
应付票据	5.83	9.40	5.61	2.10
其他流动负债	5.79	4.20	4.43	4.00
流动负债合计	29.52	32.69	32.77	24.01
长期借款	5.66	5.68	0.48	1.06
应付债券	7.03	6.95	0.00	0.00
非流动负债合计	13.95	13.90	1.82	2.21
负债合计	43.47	46.59	34.59	26.22
总债务	31.85	36.32	22.86	15.51
所有者权益	17.92	17.84	16.98	16.89
营业收入	11.17	51.79	49.01	41.24
营业利润	0.14	0.40	0.30	1.94
净利润	0.17	0.57	0.54	1.82
经营活动产生的现金流量净额	0.38	1.29	1.96	-0.88
投资活动产生的现金流量净额	-3.81	-2.81	-4.58	-0.80
筹资活动产生的现金流量净额	-1.27	9.29	2.31	2.42
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA (亿元)	--	2.47	2.16	3.67
FFO (亿元)	--	0.91	0.90	1.87
净债务(亿元)	17.56	21.37	17.68	9.85
销售毛利率	11.72%	10.47%	9.44%	16.82%
EBITDA 利润率	--	4.77%	4.41%	8.89%
总资产回报率	--	1.91%	2.18%	6.16%
资产负债率	70.81%	72.31%	67.08%	60.81%
净债务/EBITDA	--	8.65	8.18	2.69
EBITDA 利息保障倍数	--	3.42	3.18	5.37
总债务/总资本	64.00%	67.07%	57.39%	47.86%
FFO/净债务	--	4.27%	5.08%	19.00%
速动比率	1.08	1.06	0.76	0.92
现金短期债务比	0.76	0.69	0.29	0.47

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

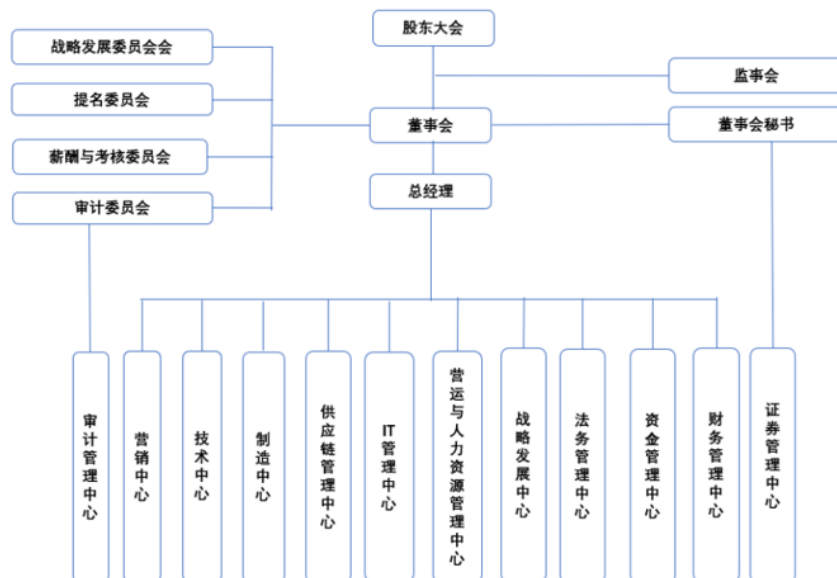


## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



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 2023年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	主要经营地	主营业务
重庆会通科技有限公司	100%	重庆	改性塑料的研发、生产和销售
会通新材料（上海）有限公司	100%	上海	改性塑料的技术开发和技术咨询
合肥会通科技有限公司	100%	安徽巢湖	改性塑料的研发、生产和销售
安庆会通新材料有限公司	100%	安徽安庆	改性塑料的研发、生产和销售
广东圆融新材料有限公司	100%	广东佛山	改性塑料的研发、生产和销售
合肥圆融新材料有限公司	100%	安徽合肥	改性塑料的研发、生产和销售
会通中孚新材料有限公司	100%	安徽合肥	弹性体材料的研发、生产与销售
会通特种材料科技有限公司	67%	安徽安庆	改性塑料的研发、生产和销售
会通新材料国际有限公司	100%	泰国春武里府是拉差市	改性塑料的研发、生产和销售;提供各类技术服务;货物或技术进出口
圆融新材料(香港)有限公司	100%	香港九龙九龙湾	改性塑料, 塑料制品进出口业务及销售, 国际贸易

资料来源：公司提供，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
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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
<b>aaa</b>	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。
<b>aa</b>	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。
<b>a</b>	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。
<b>bbb</b>	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。
<b>bb</b>	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>b</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。
<b>ccc</b>	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。
<b>cc</b>	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。
<b>c</b>	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
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。