



江苏裕兴薄膜科技股份有限公司

2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0428 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 13 日

本次跟踪发行人及评级结果

江苏裕兴薄膜科技股份有限公司

AA⁻/稳定

本次跟踪债项及评级结果

“裕兴转债”

AA⁻

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于江苏裕兴薄膜科技股份有限公司（以下简称“裕兴股份”或“公司”）为太阳能背材用聚酯薄膜等细分行业龙头，产品具有差异化优势、产能扩张带动光伏用产品产销量及营业总收入持续增长、财务杠杆处于较低水平及融资渠道较为畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到原材料成本上涨及市场竞争加剧等使得利润水平有所下滑且两金占用增加使得获现水平弱化、上下游集中度较高及在建项目面临一定资本支出压力等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，江苏裕兴薄膜科技股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：公司资产质量显著提升、资本实力显著增强，或盈利大幅增长且具有可持续性。

可能触发评级下调因素：原材料及产品价格大幅波动、新投产项目未达预期等导致净利润出现连续大幅亏损；资本支出超预期，大幅推高债务水平导致财务杠杆大幅攀升、偿债能力弱化；控股权不稳定严重影响生产经营或其他导致信用水平显著下降的因素。

正面

- 公司为太阳能背材用聚酯薄膜等细分行业龙头，产品具有差异化优势，研发实力较强
- 2022年以来公司聚酯薄膜产能持续扩张，光伏用产品产销量大幅提升，收入规模进一步增长
- 债务结构较为合理，财务杠杆处于较低水平，且作为A股上市公司，融资渠道较为畅通

关注

- 2022年以来，原材料成本上涨以及行业竞争加剧令公司盈利水平有所下滑，叠加两金占用增加，获现水平亦有所下滑
- 公司上下游集中度较高，需持续关注与主要供应商及重要客户合作的稳定性
- 在建项目面临一定资本支出压力，项目资金平衡和产能投放后市场消纳情况有待关注

项目负责人：周伊格 ygzhou@ccxi.com.cn

项目组成员：杨龙翔 lxyang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

裕兴股份（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	19.41	21.22	30.73	31.53
所有者权益合计（亿元）	16.73	18.18	19.74	19.96
负债合计（亿元）	2.68	3.04	10.99	11.57
总债务（亿元）	1.28	1.41	9.06	9.58
营业总收入（亿元）	10.00	13.65	18.66	5.01
净利润（亿元）	1.56	2.41	1.39	0.21
EBIT（亿元）	1.84	2.77	1.72	--
EBITDA（亿元）	2.45	3.52	2.70	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	1.22	1.68	-1.31	-0.82
营业毛利率（%）	24.27	27.15	15.48	13.54
总资产收益率（%）	--	13.62	6.62	--
EBIT 利润率（%）	18.43	20.26	9.22	--
资产负债率（%）	13.80	14.32	35.76	36.69
总资本化比率（%）	7.13	7.18	31.45	32.43
总债务/EBITDA（X）	0.52	0.40	3.35	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	65.74	103.89	9.97	--
FFO/总债务（X）	1.66	2.26	0.30	--

注：1、中诚信国际根据裕兴股份提供的其经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理（2020 年审计报告含强调事项段，该强调事项为：公司于 2021 年 4 月 22 日董事会批准报出的财务报表将运输活动支出误列于销售费用；根据企业会计准则相关要求，经公司董事会审议批准，公司对上述事项进行了更正）。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他应付款中的带息债务。

同行业比较（2022 年数据）

公司名称	主要产品	主要产品最新产能 (万吨/年)	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)	资产负债率 (%)
苏博特	减水剂	高性能减水剂：64.90 高效减水剂：41.00	77.46	45.94	37.15	3.58	2.19	40.70
裕兴股份	塑料薄膜	聚酯薄膜：22.95	30.73	19.74	18.66	1.39	-1.31	35.76

中诚信国际认为，裕兴股份与可比企业的核心产品均排名各细分领域前列，但均面临原材料及产品价格波动对盈利影响较大的问题。苏博特资产及收入规模相对更大，裕兴股份收入保持增长，且杠杆水平相对较低。

注：“苏博特”为“江苏苏博特新材料股份有限公司”简称。

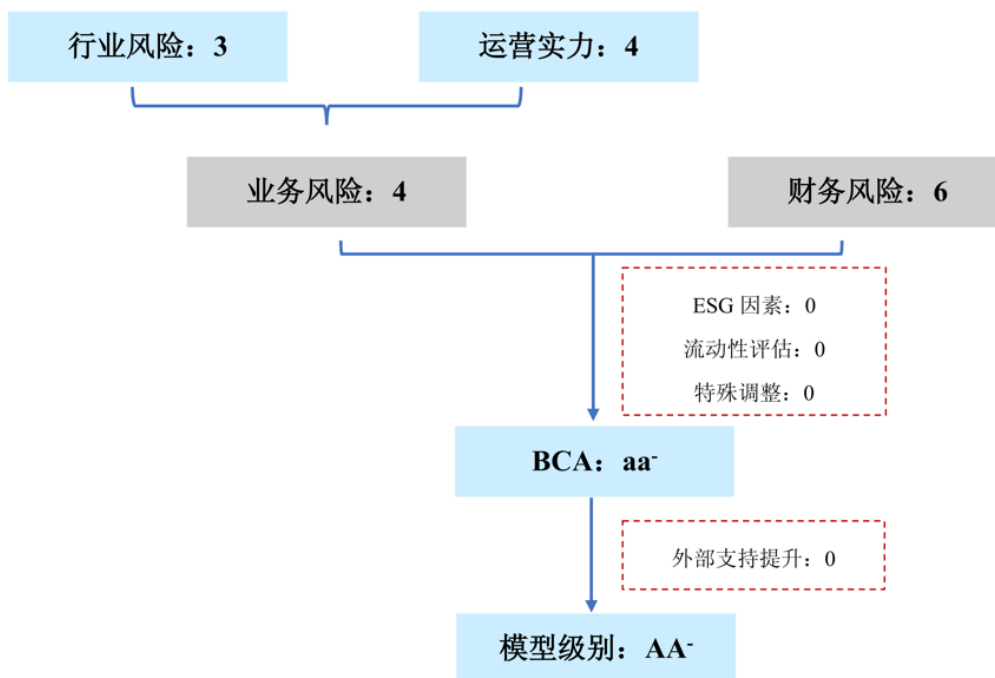
本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评 级结果	上次债项评 级结果	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
裕兴转债	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/24	6.00	6.00	2022/04/11~2028/04/10	回售，赎回

注：1、截至 2023 年 3 月末，共有 392 张“裕兴转债”完成转股，累计转股 2,800 股；2、2023 年 5 月 17 日，公司发布《关于可转换公司债券转股价格调整的公告》，称“裕兴转债”转股价格将由 13.97 元/股调整至 13.85 元/股，此次转股价格调整生效日期为 2023 年 5 月 24 日；3、2022 年 5 月 24 日和 25 日，公司分别发布《关于公司控股股东之一致行动人和监事可转换公司债券质押的公告》及《关于公司控股股东可转换公司债券质押的公告》，称公司控股股东王建新及其一致行动人刘全、陈静、徐鹏和监事姚炯因个人融资需求，合计质押“裕兴转债”1,652,899 张；截至 2022 年 12 月 2 日，上述质押已全部解除。

评级模型

江苏裕兴薄膜科技股份有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际化工行业评级方法与模型 C030000_2022_03

■ 业务风险：

裕兴股份属于化工行业，因化工行业与国民经济相关性大，中国化工行业风险评估为中等；裕兴股份在太阳能背材用聚酯薄膜等细分领域处于行业龙头地位，产品具有差异化优势，并拥有较强的研发实力；但原材料以外采为主，价格波动较大，且市场竞争有所加剧，业务风险评估为中等。

■ 财务风险：

裕兴股份收入规模持续增长，但利润和获现水平有所下滑；同时，资金需求增加带动其有息债务规模增长，相关偿债指标有所弱化，但财务杠杆仍处于较低水平，货币资金可对短期债务形成较好覆盖，且凭借多重外部融资渠道可实现到期债务续接，财务风险评估为很低。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对裕兴股份个体基础信用等级无影响，裕兴股份具有 aa⁻ 的个体基础信用等级，反映了其中等的业务风险和很低的财务风险。

■ 外部支持：

公司为控股股东及实际控制人王建新的主要资产，因此实际控制人对公司的支持意愿极强。但由于实际控制人为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力有限，因此对公司支持能力较为有限。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“裕兴转债”债券募集资金均按照募集说明书中资金用途的相关要求使用。

表 1：本次跟踪债项募集资金使用情况（亿元）

债项名称	使用用途	募集金额	已使用金额
裕兴转债	用于年产 5 亿平米高端功能性聚酯薄膜生产线建设项目、年产 2.8 万吨特种太阳能背材用聚酯薄膜生产线建设项目及补充流动资金	6.00	5.91

注：截至 2022 年 12 月 31 日，累计使用募集资金 5.91 亿元。鉴于公司年产 2.8 万吨特种太阳能背材用聚酯薄膜生产线项目已经投产，年产 5 亿平米高端功能性聚酯薄膜项目和补充流动资金募集资金专户中募集资金已使用完毕，根据《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第 2 号——创业板上市公司规范运作》募集资金存放及使用的相关规则，公司将募集资金专户中的余额 155.98 万元（已扣除销户手续费）全部划转至自有资金账户，并完成了募集资金专户的注销手续。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，2022 年以来，原油价格维持高位，化工产品盈利空间有所收缩。未来上游能源价格预计仍将保持高位震荡，对各子行业 PPI 形成一定底部支撑。传统终端市场需求回升有待内需逐步修复，而新兴市场需求仍将保持高速增长，各子行业运营及财务情况预计将出现持续分化。

化工

2022 年以来，新能源以及国产替代相关行业需求旺盛，新能源材料和化工新材料等行业固定资产投资持续上涨，但受国内传统终端市场需求疲软影响，主要产品产量当期增速均不同程度放缓。能源价格整体高位运行，但主要化工产品价格冲高回落，除油气开采外其他子行业虽收入规模保持增长，但增幅有所收窄。未来一段时间，传统终端市场需求短期内或仍有所承压，长期受房地产边际修复影响较大；而新能源以及国产替代相关行业预计仍将保持相对高速发展，带动新能源材料和化工新材料等行业固定资产投资保持上涨趋势。上游能源价格预计仍将保持高位震荡，对各子行业 PPI 形成一定底部支撑，各子行业运营及财务情况预计仍将出现持续分化。

详见《中国化工行业展望（2023 年 2 月）》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9793?type=1>

中诚信国际认为，裕兴股份拥有一定行业地位，产品具有差异化优势，研发实力较强；跟踪期内产能规模持续提升，光伏用产品产销量大幅增长；但原材料价格有所上涨，同时市场竞争加剧等使得产品销售均价下降；此外，在建项目投资规模较大，需关注项目资金平衡和产能投放后市场消纳情况。

裕兴股份在太阳能背材用聚酯薄膜等细分领域处于行业龙头地位，跟踪期内，公司产能规模持续提升令光伏用产品产销量大幅增长，但受市场竞争加剧及供求变化等因素影响，主要产品销售均价有所下降。

公司是国内规模最大的特种功能聚酯薄膜生产企业之一，产品主要应用于新能源、电子通讯、电气绝缘等领域。其中，太阳能背材用聚酯薄膜领域公司连续多年保持市场头部地位，综丝用聚酯薄膜保持领先水平。特种功能聚酯薄膜下游需求旺盛，但部分细分行业集中度不高且竞争性较强；公司产线具备一定柔性生产能力，可根据市场需求调节产品结构，同时还积极向产业链上下游拓展，下游方面 2023 年 3 月末，4 条离线涂布产线投产运营，第 5 条离线涂布生产线调试试生产（5 条离线涂布生产线产能约 8000 万平方米/年）。上游计划配套建设年产 25 万吨功能聚酯切片生产线。

跟踪期内，随着年产 5 亿平米高端功能聚酯薄膜项目的两条生产线（八、九号线）¹、年产 2.8 万吨特种太阳能背材用聚酯薄膜生产线（十一号线）和年产 6 万吨高端功能性聚酯薄膜生产线项目第一条生产线（十二号线）²的陆续建成投产，截至 2023 年 3 月末，公司聚酯薄膜产能增至 22.95 万吨/年³。2022 年以来，由于新增产能尚未完全释放导致产能利用率有所下降，但产能提升令太阳能背材用聚酯薄膜产品产销量实现近 70%的增幅，市占率进一步提升；受益于新能源汽车行业

¹ 受欧洲能源危机等因素的影响，公司“裕兴转债”募投项目之一，年产 5 亿平米高端功能聚酯薄膜项目中的进口生产线设备供应商延期交货，导致安装、调试进度较原计划有所延迟，预计于 2023 年上半年达到预定可使用状态，目前处于调试、试生产阶段。

² 十二号线于 2023 年 3 月实现投产，目前该生产线处于产能逐步释放阶段，尚未完全达产；第二条生产线（十三号线）正处调试阶段，计划于 2023 年二季度投产。

³ 功能性聚酯薄膜生产流程均在一条产线上连续完成，整体耗时较短，且产线具备一定柔性生产能力，一条产线可生产多个品种的产品。

快速发展及公司相关产品的研发及推广，动力电池用聚酯薄膜需求快速增长，推升电气绝缘用聚酯薄膜等品种产销水平⁴；但受下游需求疲弱影响，电子光学用聚酯薄膜和综丝用产品销量均有所下降，且 2023 年一季度降幅较大⁵。2022 年，除高附加值产品产销量增加带动电子光学用产品销售均价有所增长外，其他产品销售均价受供需关系变化及行业竞争加剧等因素影响均呈下降态势；2023 年一季度，各产品销售均价随下游市场供需变化及原材料价格下行等因素影响，有所下降。跟踪期内，公司仍以境内销售及直销为主⁶，并给予大部分客户一定账期。下游客户优质且稳定，随着产品结构中太阳能背材用聚酯薄膜占比增加，2022 年下游客户集中度进一步提升。**中诚信国际关注到**，目前光伏用聚酯薄膜产业发展迅速，行业新进入者较多，整体产能处于扩张阶段，需持续关注行业竞争加剧及供给端规模增速较快等因素对公司产品消纳以及售价的影响。

表 2：近年来公司产品产能、生产及销售情况

板块	用途及市场占有率	分类	2020	2021	2022	2023.1~3
太阳能背材用	产品主要用于太阳能电池背材组件；2022 年公司该产品在全球市场占有率超 30%，为细分行业龙头之一	产量（吨）	68,159.01	73,596.88	124,728.07	35,594.97
		销量（吨）	69,004.92	71,092.64	120,951.54	38,107.35
		销售均价（元/千克）	9.40	11.68	10.91	10.04
		产销率（%）	101.24	96.60	96.97	107.06
电子光学用	产品主要为电子材料用聚酯薄膜和光学级聚酯薄膜，广泛应用于消费电子行业和光电显示等行业；近年来公司市场占有率稳步提升	产量（吨）	13,434.31	21,543.84	14,976.14	4,484.29
		销量（吨）	12,880.93	21,253.83	12,120.01	3,642.44
		销售均价（元/千克）	11.97	11.79	13.08	11.50
		产销率（%）	95.88	98.65	80.93	81.23
电气绝缘用	产品主要用于电机马达槽间、匝间的绝缘材料以及干式变压器线圈之间及槽间的隔断绝缘材料等；公司处于细分行业领先地位	产量（吨）	14,604.45	19,791.40	21,911.59	5,628.39
		销量（吨）	14,847.87	18,971.36	21,442.11	4,606.70
		销售均价（元/千克）	9.56	11.18	10.96	9.65
		产销率（%）	101.67	95.86	97.86	81.85
综丝用	产品主要应用于纺织机械领域；公司产品国内市场占有率近 90%	产量（吨）	1,184.53	1,504.53	1,728.92	-
		销量（吨）	1,133.96	1,503.71	1,448.21	334.55
		销售均价（元/千克）	18.71	18.27	17.84	17.03
		产销率（%）	95.73	99.95	83.76	-
合计		设计产能（吨/年）	120,000	120,000	200,000	229,500
		产量（吨）	97,382	116,437	163,346	45,707
		产能利用率（%）	103.60*	97.03*	95.50*	87.27*
		销量（吨）	97,868	112,822	155,962	46,691
		产销率（%）	100.50	96.90	95.48	102.15
		销售均价（万元/吨）	0.99	1.17	1.12	1.02

注*：公司合计产能利用率系根据每条生产线每年的实际开工天数及对应的实际产能按月加权计算后所得。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司原材料依赖外购，供应商集中度高且议价能力相对较弱；2022 年聚酯切片采购均价有所上涨，对盈利空间形成较大挤压。

公司采购的原材料主要为聚酯切片，采购成本占生产成本的比重约为 70%~80%，原材料价格波动对盈利稳定性影响较大。受原油及其下游石化大宗商品价格上涨影响，2022 年以来聚酯切片采购结算均价同比上涨近 15%，对公司盈利空间形成较大挤压；2023 年一季度，基础型聚酯切片采购价格有所下降，但功能性原材料价格上涨进一步抬升功能型聚酯切片采购价格。公司采购以现款结算为主，少部分通过银行承兑汇票结算。2022 年，前五大供应商采购占比为 72.83%，

⁴ 2022 年，公司动力电池用聚酯薄膜产品产销量较小，销售收入占营业总收入的比重约为 4~5%，故未单独列示；根据产品型号，公司将此类产品分别计入电子光学、电气绝缘等板块。

⁵ 综丝用聚酯薄膜与其他产品生产用料不同，为降低生产线的产品转换成本，公司会根据市场需求在一段时间内集中生产综丝用聚酯薄膜，使得产销量有所波动。

⁶ 2022 年，公司境内销售收入占比为 96.02%，下游客户主要集中在长三角及珠三角地区；同期，直销收入占比为 93.46%。此外，公司对大部分客户都给予了信用账期，期限为 1~3 个月。

集中度很高且公司议价能力较弱。中诚信国际将持续关注上游供应商稳定性以及原材料价格波动对生产经营及盈利能力的影响。

表 3：近年来公司原材料采购情况（吨、万元/吨）

原材料类别	2020		2021		2022		2023.1~3	
	采购量	采购价格	采购量	采购价格	采购量	采购价格	采购量	采购价格
聚酯切片-基础型	107,947	0.48	127,558	0.60	180,786	0.69	50,515	0.62
聚酯切片-功能型	1,291	1.66	1,754	1.71	3,384	1.78	596	2.31

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

细分领域研发实力较强，产品差异化竞争优势明显。

公司为国家高新技术企业，建设有江苏省（裕兴）功能聚酯薄膜工程技术研究中心和高分子材料检测实验中心，并设有功能母料研究室、聚酯合成研究室、光学薄膜研究室、户外用功能膜研究室，现有产品类型多且性能优良，其中太阳能背材用聚酯薄膜技术处于国内领先水平。同时，公司还具有较强的装备改造及项目管理能力，能自行调试、调整及升级改造设备，并根据客户和市场需求，研发并生产差异化产品。跟踪期内，公司研发投入不断增长，截至 2023 年 3 月末，公司累计获得 42 项国家发明专利授权，30 项实用新型专利授权，12 个产品通过 UL 认证，6 个产品被认定为高新技术产品。

表 4：公司近年来研发投入情况

	2020	2021	2022
研发投入金额（亿元）	0.45	0.64	0.85
研发投入占营业收入比例（%）	4.51	4.69	4.53
研发人员数量（人）	55	60	68
研发人员数量占比（%）	13.82	12.45	10.49

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目主要集中在产能扩建及上游聚酯切片产线的建设等方面，待投资规模较大，未来面临一定资本支出压力，公司计划通过定增方式募集部分配套资金。

公司在建项目主要集中于聚酯薄膜产品产能扩建，并积极布局上游配套聚酯合成项目。2022 年 12 月，公司发布公告称，拟向特定对象发行股票募集资金总额不超过 7.00 亿元，用于高性能聚酯薄膜生产及配套项目的建设及补充流动资金⁷；截至目前，此次定增事项已经董事会、股东大会审议通过，尚需通过深交所审核及证监会同意注册等流程。中诚信国际关注到，公司在建项目待投资规模较大，面临一定资本支出压力；但聚酯合成项目投产可一定程度提升原材料保障能力和成本管控水平，定向增发对投资压力形成一定缓解，同时，需关注在建产能投产后产能消纳及盈利情况。

⁷ 2022 年 12 月 26 日，公司发布《2022 年度向特定对象发行 A 股股票预案》，称其拟计划向不超过 35 名特定对象发行股票，募集资金总额不超过 7.00 亿元，用于“扩建年产 25 万吨功能聚酯薄膜项目”和补充流动资金。2023 年 4 月 27 日，公司发布《关于变更扩建年产 25 万吨功能聚酯薄膜项目的公告》，称其将变更“扩建年产 25 万吨功能聚酯薄膜项目”名称、建设内容、投资总额及项目效益测算内容。其中，项目名称计划变更为“高性能聚酯薄膜生产及配套项目”；项目建设内容计划变更为，新建两条聚酯薄膜生产线（单条生产线年产 4 万吨聚酯薄膜，合计 8 万吨），与钟楼高新园（邹区镇）现有厂区的聚酯薄膜生产线一起达产后共形成 24.3 万吨薄膜产能，同时配套建设两条功能聚酯生产线；项目投资总额计划变更为 13.13 亿元，其中生产线设备购置及安装费用 7.47 亿元，土地使用权及勘察设计等其他费用 0.80 亿元，铺底流动资金 3.28 亿元；项目效益测算内容计划变更为，待项目达产后公司兴隆厂区聚酯薄膜整体产能规模可达到年产 24.3 万吨，预计可新增年营业收入 9.82 亿元，净利润 1.49 亿元。

表 5: 截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目情况 (万元)

项目名称	项目总投资	资金来源	预计建成投产时间	截至 2023 年 3 月末已投入	2023 年 4-12 月计划投入	2024 年计划投入
年产 5 亿平米高端功能性聚酯薄膜生产线	78,471.09	自有资金、“裕兴转债”募集资金	2023 年上半年	74,285.15	2,000.00	-
年产 6 万吨高端功能性聚酯薄膜生产线项目	48,700.00	自有资金	2023 年上半年	27,755.16	9,500.00	-
高性能聚酯薄膜生产及配套项目	131,290.11	自有资金、银行借款、向特定对象发行 A 股股票募集资金	2025 年	71.42	45,000.00	50,000.00
合计	258,461.20	--	--	102,111.73	56,500.00	50,000.00

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为, 跟踪期内, 裕兴股份收入规模持续增长, 但原材料成本上涨及主要产品销售均价下降等致使其利润水平下滑; 发行可转债等推升有息债务规模, 但财务杠杆仍处于较低水平; 产能爬升过程中两金占用增加使得经营活动现金流呈净流出态势, 偿债指标虽有所弱化, 但货币资金仍可对短期债务形成较好覆盖。

跟踪期内, 主要产品产销量提升带动公司收入规模持续增长, 但成本上涨及主要产品销售均价下降等致使毛利率水平持续下滑, 各项盈利指标有所弱化。

跟踪期内, 受益于太阳能背材用产品产销量增长, 公司营业总收入持续提升。但原材料价格上涨、终端需求疲软及主要产品销售均价下降等因素致使营业毛利率持续下滑; 同时, 研发投入及可转债利息费用增加令期间费用增长, 使得经营性业务利润呈下降态势。此外, 2022 年理财产品及联营企业常州依索沃尔塔合成材料有限公司的投资收益降幅均较大, 对利润的贡献下降; 同时, 公司计提的资产减值损失有所增长, 主要系存货跌价损失。整体来看, 跟踪期内各项盈利指标均有所弱化。

表 6: 近年来公司主要板块收入和毛利率构成 (亿元、%)

项目	2020		2021		2022		2023.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
塑料薄膜制造业	9.66	25.98	13.21	27.39	17.39	15.37	4.74	13.08
其中: 太阳能背材用	6.49	22.14	8.31	27.80	13.20	14.56	3.82	12.78
电子光学用	1.54	30.07	2.50	26.20	1.58	20.68	0.42	14.74
电气绝缘用	1.42	24.38	2.12	24.62	2.35	14.04	0.44	10.66
综丝用	0.21	57.19	0.27	47.32	0.26	36.39	0.06	39.52
其他业务	0.34	17.47	0.45	20.21	1.27	16.95	0.27	21.67
营业总收入/营业毛利率	10.00	24.27	13.65	27.15	18.66	15.48	5.01	13.54

注: 1、其他业务包括销售半成品、废料、加工费(含离线涂布加工业务)、租金收入等; 2、各分项加总数与合计数不一致, 系四舍五入所致。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

表 7: 近年来公司盈利能力相关指标 (亿元、%)

	2020	2021	2022	2023.1~3
期间费用合计	0.93	1.07	1.32	0.41
期间费用率	9.30	7.82	7.09	8.25
经营性业务利润	1.51	2.64	1.61	0.27
投资收益	0.35	0.16	0.07	0.01
资产减值损失	-0.05	-0.07	-0.11	-0.04
利润总额	1.80	2.73	1.52	0.24
净利润	1.56	2.41	1.39	0.21
EBITDA	2.45	3.52	2.70	--

总资产收益率	--	13.62	6.62	--
--------	----	-------	------	----

注：对于资产减值损失，损失以“-”列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

在建项目的推进及经营规模的扩大带动 2022 年末以来资产规模增长；跟踪期内发行可转债等推升有息债务规模，财务杠杆有所上升，但仍处于较低水平。

随着在建项目推进及经营规模扩大，跟踪期内公司总资产规模保持增长，非流动资产占比持续提升。流动资产主要由应收类款项及货币资金等构成。2022 年以来，由于产销规模持续扩大，公司应收账款及存货均快速增长；截至 2022 年末，应收账款账龄以一年以内为主，计提坏账准备规模很小；前五大欠款方占比为 81.49%，集中度较高；不过考虑到客户资质较好，回收风险较低。同年，虽然发行可转债融入较多资金，但较大规模资本支出及两金占用增加令年末货币资金有所减少；截至 2023 年 3 月末，公司货币资金受限规模为 0.18 亿元，受限比例较低。**中诚信国际关注到**，由于公司处于产能爬升阶段，两金占用增幅较大，需对公司资金使用效率及周转情况保持关注。

公司债务仍以总债务为主。跟踪期内，为满足项目建设投资需求及产能提升过程中营运资金需求的增加，公司发行可转债并加大短期借款及票据融资力度，使得 2022 年末总债务规模大幅增长，但以长期债务为主的债务结构较为合理。利润积累持续推升权益规模，但由于债务增速较快，2022 年末以来杠杆水平有所上升，但仍处于较低水平。

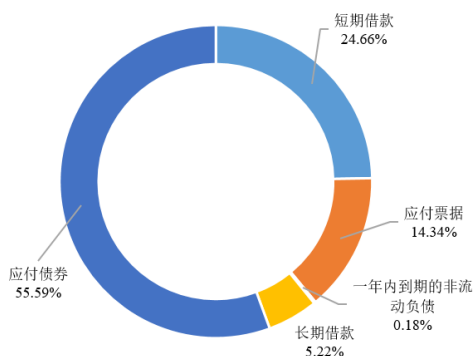
表 8：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.1~3
货币资金	4.25	4.77	3.87	3.74
存货	0.38	0.84	1.76	1.69
应收票据	1.24	0.70	1.20	0.89
应收账款	2.23	1.84	3.92	4.54
应收款项融资	1.96	2.39	2.27	2.45
流动资产合计	13.18	11.21	13.80	13.96
固定资产	5.16	4.51	10.90	12.65
在建工程	0.04	3.76	4.69	3.59
非流动资产合计	6.23	10.01	16.94	17.57
总资产	19.41	21.22	30.73	31.53
非流动资产/资产总额	32.11	47.17	55.11	55.74
短期债务	1.28	1.41	3.80	3.75
长期债务	-	-	5.25	5.83
总债务	1.28	1.41	9.06	9.58
总负债	2.68	3.04	10.99	11.57
未分配利润	6.30	7.76	8.11	8.31
所有者权益合计	16.73	18.18	19.74	19.96
资产负债率	13.80	14.32	35.76	36.69
总资本化比率	7.13	7.18	31.45	32.43

注：2021 年，公司向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 2.70 元（含税），共派发现金股利 0.77 亿元；2022 年，公司向全体股东每 10 股派 1.18 元人民币现金红利（含税），共计派发现金股利 0.33 亿元。

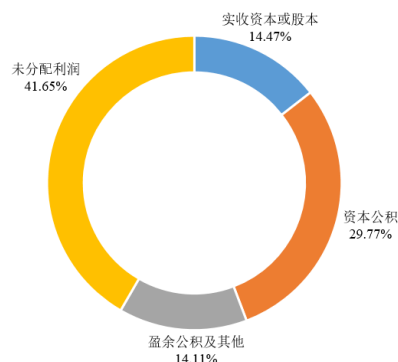
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，产能爬升过程中两金占用增加叠加盈利水平下降虽导致经营活动现金流持续呈净流出状态，并造成部分偿债指标有所弱化，但其货币等价物仍可覆盖短期债务形成有效覆盖，债务偿付能力尚可。

2022 年以来，产能爬升过程中两金占用增加以及盈利水平下滑使得经营活动现金流持续呈净流出状态；由于在建项目资本支出规模较大，投资活动现金流呈大幅净流出态势；此外，发行可转债及加大融资力度令筹资活动现金流转正。偿债指标方面，2022 年以来，债务规模增长叠加利润及经营获现水平下降，公司各项偿债指标虽有所弱化，但 EBITDA 仍可覆盖利息形成有效覆盖，且货币等价物仍可完全覆盖短期债务，公司整体债务偿付压力不大。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动净现金流	1.22	1.68	-1.31	-0.82
投资活动净现金流	-0.69	0.03	-5.73	-0.26
筹资活动净现金流	-0.31	-1.28	6.22	0.98
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	32.75	49.80	-4.83	--
EBITDA 利息保障倍数	65.74	103.89	9.97	--
FFO/总债务	1.66	2.26	0.30	--
总债务/EBITDA	0.52	0.40	3.35	--
货币等价物/短期债务	4.08	3.65	1.28	1.19

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计为 0.18 亿元，占当期末总资产的 0.56%。同期末，公司无对外担保或影响其正常经营的重大未决诉讼。

过往债务履约情况：根据公开资料及公司提供的《企业征信报告》及相关资料，2020~2023 年 3 月末，公司在公开市场无信用违约记录，借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金及利息的情况。

假设与预测⁸

假设

——2023 年，裕兴股份聚酯薄膜产品产销量随产能释放进一步提升，带动收入增长，毛利率水平同比基本持平。

——2023 年，裕兴股份在建项目保持较大投资规模。

——营运资金需求增加推升 2023 年末短期债务规模；为匹配在建项目资金需求，年内完成向特定对象发行 A 股股票募集资金事项，并增加部分长期借款。

预测

表 10：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	7.18	31.45	29.22~31.22
总债务/EBITDA（X）	0.40	3.35	3.35~4.34

资料来源：中诚信国际整理

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，裕兴股份未来一年面临一定资本支出压力，但自有资金及外部融资可实现资金平衡，整体来看，现有流动性来源可对流动性需求形成覆盖。

2022 年以来公司经营获现能力有所弱化，但合并口径现金及等价物储备尚可，截至 2023 年 3 月末账面货币资金合计 3.74 亿元，受限规模 0.18 亿元，受限比例较低；同期末，公司共获得银行授信额度 12.30 亿元，其中尚未使用额度为 7.19 亿元，备用流动性较好。此外，作为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。

公司资金流出主要用于在建项目投入和债务的还本付息等。根据公司规模，随着高性能聚酯薄膜生产及配套项目等的推进，未来一年计划资本支出规模约 5.65 亿元，保持较高水平；公司计划向特定对象发行 A 股股票募集资金以匹配上述项目资金需求，并将配套银行项目贷款，自有资金投资压力可控。综合来看，公司现有资金来源可满足流动性需求。

表 11：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	一年以内	一年以上
银行融资	2.36	0.50
债券融资（包含一年内到期的应付债券利息）	0.01	5.33
其他（包括应付票据和其他应付款）	1.38	-
合计	3.75	5.83

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

⁸ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

ESG 分析⁹

中诚信国际认为，公司注重环境保护和生产安全管理，并积极履行社会责任；公司治理结构较优，内控制度完善，目前公司 ESG 表现较好，潜在 ESG 风险较小。

环境方面，作为塑料薄膜生产企业，公司在生产经营过程中可能面临三废排放超标等问题。对此，公司建设了完善的“三废”处理设施，并按照环评要求，委托有资质的第三方机构定期对公司的废水、废气、噪声等进行监测，2022 年监测数据符合标准，不存在超标排放情况。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系十分健全，人员稳定性较高。安全方面，2021 年 11 月 21 日，公司 3# 生产线发生一起机械伤害一般事故，事故造成 1 人死亡，直接经济损失约 125 万元¹⁰；除此之外，跟踪期内，公司未发生一般及以上安全生产事故。公司持续加强安全生产管理，与各部门员工签订安全责任书，强化安全教育；重视安全隐患检查与整改，重视消防管理，组织消防应急疏散演练，完善厂区内消防控制系统，提高了应急管理能力和。

治理方面，公司法人治理结构完善，各项管理制度较为健全，积极向聚酯产业链上下游延伸发展，并以市场需求为导向，坚持“功能性、差异化、多品种”的发展战略符合行业政策和公司长期经营目标。2022 年 12 月，公司第二大股东北京人济房地产开发集团有限公司（以下简称“北京人济”）及其一致行动人上海佳信企业发展有限公司¹¹出具告知函称，已与刘天凇解除一致行动关系；此外，常州市科技街城市建设有限公司与王建新及其一致行动人签署的《股东投票权委托协议》¹²将于 2023 年 6 月 13 日到期，协议续期情况有待关注。高管人员变动方面，2022 年 9 月 5 日，刘全因个人原因辞去公司总经理职务，辞职后其继续担任公司副董事长、董事会秘书等职务；朱益明聘任为公司总经理，并免去其常务副总经理职务；2023 年 2 月 9 日，公司聘任叶飞和吉涛为公司副总经理。综合来看，上述事项对公司股权结构的稳定性影响有限。

外部支持

公司实际控制人为自然人，其对公司支持意愿强，但支持能力相对有限。

公司为实际控制人王建新的主要资产，且实际控制人担任公司董事长，与公司保持很高的关联程度，公司信用恶化对其信誉影响很大，其对公司的支持意愿很强。但实际控制人为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力有限，对公司支持能力较弱。

同行业比较

中诚信国际选取了苏博特作为裕兴股份的可比公司，苏博特主营减水剂生产及销售业务，其与裕

⁹ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

¹⁰ 2022 年 1 月 10 日，常州市钟楼区应急管理局作出处罚，公司承担本次事故间接责任，并处以 30 万元的罚款。中诚信国际关注到，在国家安全环保政策趋严的背景下，安全环保事故的发生或将影响公司整体生产运营和经营业绩；中诚信国际将对公司安全生产、安全设备维护、安全隐患消除等情况保持持续关注。

¹¹ 截至 2023 年 3 月末，北京人济及其一致行动人合计持有公司股份 49,148,400 股，占公司总股本的 17.03%（占公司剔除回购账户内股份后的股份总数的 17.30%）。

¹² 2019 年 6 月 14 日，王建新及其一致行动人与常州科技街签署了《股东投票权委托协议》，将其合计所持公司 83,674,250 股股份对应的投票权委托给常州科技街行使。常州科技街系常州市钟楼区人民政府全资企业，不持有公司任何股份。此次表决权委托事项完成后，常州科技街成为公司单一拥有表决权份额最大的股东，但因未直接参与公司经营管理，在受托投票表决前，会征求王建新董事长意见，鉴于王建新的意见会影响常州科技街的表决结果，公司的实际控制人仍然为王建新。2021 年 6 月，双方签署了《股东投票权委托之续签协议》，将委托期限延长至 2023 年 6 月 13 日，其他条款保持不变。

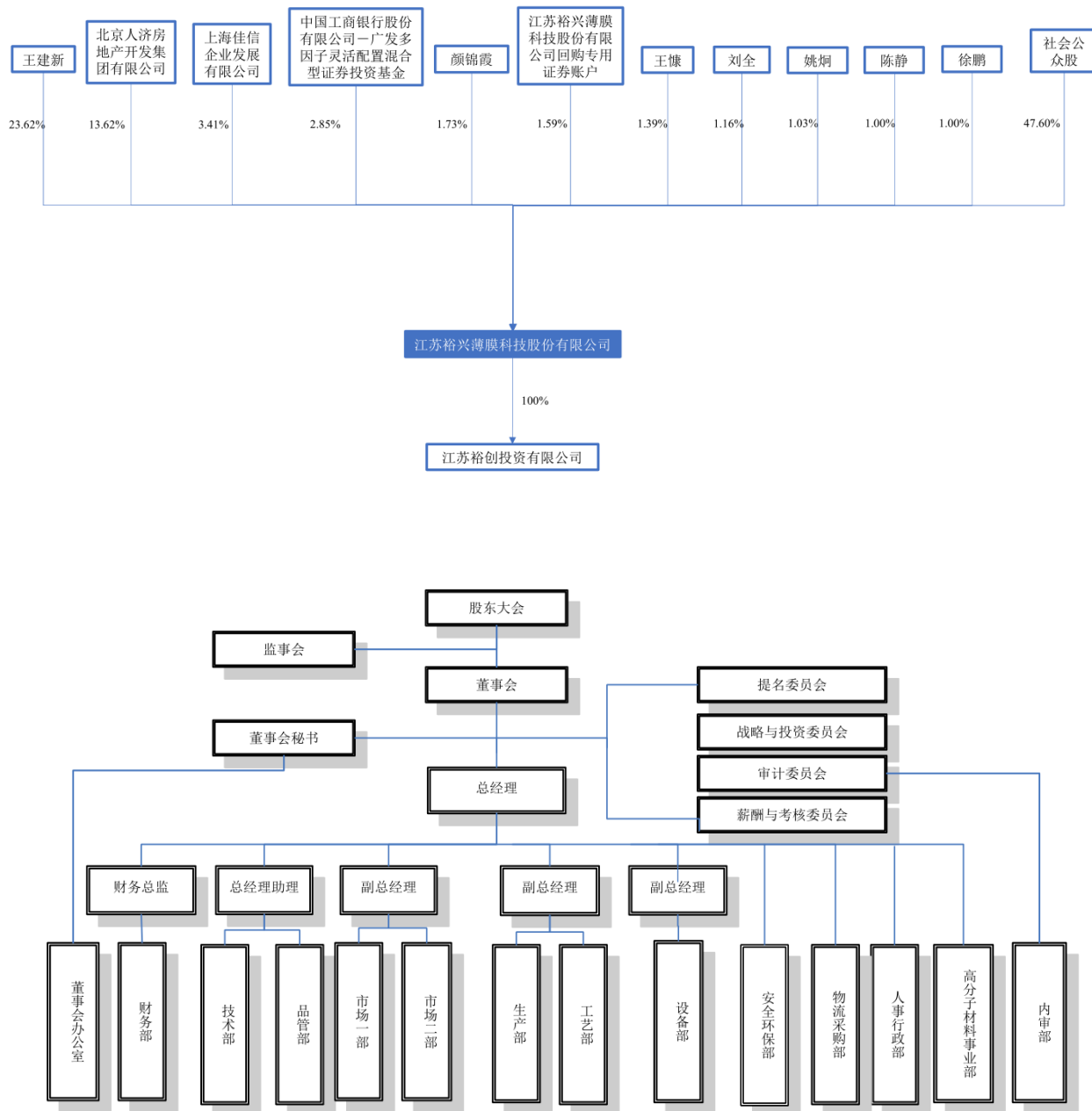
兴股份所处细分行业虽有所不同，但在行业地位及公司规模等方面均具有一定的可比性。

中诚信国际认为，裕兴股份与可比企业的核心产品均排名各细分领域前列，苏博特具备较为突出的技术和研发实力，减水剂产品竞争力较强，裕兴股份太阳能背材用产品则拥有更高的市场占有率；但公司与可比企业均面临原材料及产品价格波动对盈利影响较大的问题。财务方面，苏博特资产及收入规模均相对更大，但裕兴股份近年来收入持续增长，且财务杠杆水平相对较低。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持江苏裕兴薄膜科技股份有限公司的主体信用等级为 **AA⁻**，评级展望为稳定；维持“裕兴转债”的信用等级为 **AA⁻**。

附一：江苏裕兴薄膜科技股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：江苏裕兴薄膜科技股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	42,477.86	47,664.51	38,651.88	37,351.69
应收账款	22,286.74	18,369.47	39,204.05	45,410.18
其他应收款	12.27	617.65	711.28	350.97
存货	3,824.42	8,351.95	17,566.15	16,862.55
长期投资	3,775.70	4,181.42	4,667.85	4,804.66
固定资产	51,637.45	45,139.91	109,012.36	126,541.22
在建工程	354.78	37,552.90	46,895.20	35,935.69
无形资产	2,778.37	6,311.21	7,887.56	7,839.16
资产总计	194,091.91	212,190.75	307,342.52	315,302.37
其他应付款	2,555.31	1,266.12	1,100.65	1,095.91
短期债务	12,843.30	14,065.07	38,039.83	37,540.43
长期债务	-	-	52,530.79	58,269.45
总债务	12,843.30	14,065.07	90,570.62	95,809.88
净债务	-27,161.71	-30,187.80	53,906.51	60,235.13
负债合计	26,779.86	30,388.96	109,897.75	115,685.89
所有者权益合计	167,312.05	181,801.79	197,444.77	199,616.47
利息支出	372.93	338.34	2,713.79	1,050.62
营业总收入	100,021.13	136,512.64	186,596.81	50,140.78
经营性业务利润	15,097.21	26,361.97	16,064.03	2,746.37
投资收益	3,505.79	1,648.94	725.31	145.82
净利润	15,619.73	24,124.29	13,872.58	2,052.82
EBIT	18,431.80	27,658.40	17,204.59	--
EBITDA	24,517.72	35,150.08	27,049.79	--
经营活动产生的现金流量净额	12,211.92	16,848.02	-13,107.40	-8,185.83
投资活动产生的现金流量净额	-6,864.51	274.70	-57,298.98	-2,638.73
筹资活动产生的现金流量净额	-3,053.76	-12,791.94	62,165.96	9,796.53
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率（%）	24.27	27.15	15.48	13.54
期间费用率（%）	9.30	7.82	7.09	8.25
EBIT 利润率（%）	18.43	20.26	9.22	--
总资产收益率（%）	--	13.62	6.62	--
流动比率（X）	5.78	4.45	2.68	2.70
速动比率（X）	5.61	4.12	2.34	2.37
存货周转率（X）	19.81	16.33	12.17	10.07*
应收账款周转率（X）	4.49	6.72	6.48	4.74*
资产负债率（%）	13.80	14.32	35.76	36.69
总资本化比率（%）	7.13	7.18	31.45	32.43
短期债务/总债务（%）	100.00	100.00	42.00	39.18
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	0.92	1.17	-0.15	-0.35*
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.92	1.17	-0.35	-0.89*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	32.75	49.80	-4.83	-7.79
总债务/EBITDA（X）	0.52	0.40	3.35	--
EBITDA/短期债务（X）	1.91	2.50	0.71	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	65.74	103.89	9.97	--
EBIT 利息保障倍数（X）	49.42	81.75	6.34	--
FFO/总债务（X）	1.66	2.26	0.30	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他应付款科目的带息债务调整至短期债务；3、带“*”指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
总债务	长期债务+短期债务
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
资产负债率	负债总额/资产总额
总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
存货周转率	营业成本/存货平均净额
现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
EBIT 利润率	EBIT/营业收入
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象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。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：1、除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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；2、个体信用评估：通过分析受评主体的经营风险和财务风险，在不考虑外部特殊支持情况下，对其自身信用实力的评估。特殊支持指政府或股东为了避免受评主体违约，对受评主体所提供的日常业务之外的任何援助。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象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。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn