

信用等级通知书

信评委函字 [2018]跟踪0451 号

中国巨石股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及其存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

将贵公司的主体信用等级由AA⁺上调为AAA，评级展望为稳定；

将“18巨石GN001”的信用等级由AA⁺上调为AAA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司
信用评级委员会

二零一八年六月二十九日

中国巨石股份有限公司 2018 年度跟踪评级报告

发行主体 中国巨石股份有限公司
本次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定
上次主体信用等级 AA+ 评级展望 稳定

跟踪债券列表:

债券简称	发行额 (亿元)	期限 (年)	上次债项 信用等级	本次债项 信用等级
18 巨石 GN001	2	3	AA+	AAA

概况数据

中国巨石	2015	2016	2017	2018.3
总资产(亿元)	240.84	239.32	247.92	257.87
所有者权益合计(亿元)	97.93	110.48	125.53	131.37
总负债(亿元)	142.90	128.84	122.38	126.50
总债务(亿元)	124.42	114.13	104.12	103.62
营业总收入(亿元)	70.55	74.46	86.52	24.95
净利润(亿元)	9.87	15.29	21.58	6.22
EBIT(亿元)	18.97	22.63	30.85	-
EBITDA(亿元)	28.24	32.51	40.70	-
经营活动净现金流(亿元)	24.30	31.69	38.03	4.77
营业毛利率(%)	40.30	44.72	45.84	45.27
总资产收益率(%)	8.74	9.43	12.66	-
资产负债率(%)	59.34	53.84	49.36	49.06
总资本化比率(%)	55.96	50.81	45.34	44.10
总债务/EBITDA(X)	4.41	3.51	2.56	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.90	7.22	7.38	-

注: 公司各期财务报表均按新会计准则编制; 2018 年一季度财务报表未经审计; 公司将短期及超短期融资券计入“其他流动负债”科目, 中诚信国际分析时将其计入短期债务; 公司将融资租赁款计入“长期应付款”科目, 中诚信国际分析时将其计入长期债务。

分析师

项目负责人: 余 蕾 qyu@ccxi.com.cn

项目组成员: 柳 青 qliu@ccxi.com.cn

电话: (010)66428877

传真: (010)66426100

2018 年 6 月 29 日

基本观点

中诚信国际调升中国巨石股份有限公司(以下简称“中国巨石”或“公司”)的主体信用等级为 AAA, 评级展望为稳定; 上调“18 巨石 GN001”的债项信用等级为 AAA。

本次等级调整主要是基于 2017 年以来玻纤行业发展前景良好, 中国巨石继续保持了产能规模全球领先、技术研发实力强的优势, 同时, 国内外布局不断完善、销售渠道覆盖面广使公司拥有较强的抗风险能力。此外, 2017 年以来收入、盈利水平大幅提升、资本结构不断优化及融资渠道畅通亦对公司偿债能力形成有力支撑。但同时, 中诚信国际也关注到公司存在一定资本支出压力和海外业务面临政治、经济及汇率波动风险等因素对其经营及整体信用状况的影响。

优势

- 玻纤行业发展前景广阔。玻纤行业发展前景十分广阔, 长期市场需求空间很大。近期, 伴随着下游风电及热塑性材料的发展, 玻纤产品下游需求稳步增长, 行业景气度持续提升。
- 产能规模全球领先, 技术研发实力强。公司是全球最大的玻纤生产企业之一, 受益于 2017 年以来产能释放, 目前公司玻璃纤维设计产能已达 141.5 万吨/年, 规模优势明显。此外, 公司在大型无碱池窑自主设计建设、单线产能、生产工艺配方等方面具有很高的技术水平, 其中自主研发的高性能玻璃纤维配方 E6、E7 系列产品行业内处于领先地位, E8 产品突破了行业在高模量玻璃池窑方面的技术瓶颈。
- 国内外布局不断完善, 销售网络覆盖面广。随着 2017 年巨石埃及三期项目投产, 公司海外市场进一步拓宽, 销售网络布局不断完善。此外, 公司在桐乡的新材料智能制造基地及美国 8 万吨无碱玻璃纤维窑拉丝生产线项目建设正在稳步推进, 上述项目投产后产能规模将进一步扩大, 国内外布局将更加完善。
- 2017 年以来收入、盈利水平大幅提升。受益于产能释放和下游需求增长, 2017 年公司营业总收入和净利润分别增至 86.52 亿元和 21.58 亿元, 其中净利润涨幅超过 40%。2018 年一季度, 公司收入和利润水平同比增幅均超过 30%, 继续保持稳定增长态势。
- 资本结构不断优化, 融资渠道畅通。受益于权益规模增长和债务规模下降, 2018 年 3 月末公司总资本化比率和资产负债率分别降至 44.10%和 49.06%, 资本结构不断优化。同期末, 公司未使用银行授信额度为 218.18 亿元, 同时作为 A 股上市公司, 股权融资渠道畅通。

关注

- 存在一定资本支出压力。截至 2018 年 3 月末, 公司在建项目总投资额 61.61 亿元, 尚需投入 49.33 亿元。此外, 公司仍有

一定规模的拟建项目，存在资本支出压力。

- **海外业务面临政治、经济及汇率波动风险。**为进一步提升自身盈利能力、增强市场影响力，公司加快了海外生产基地的产能建设以及市场拓展力度。随着海外项目的推进以及业务规模的扩大，公司面临一定的政治、经济及汇率波动等风险。

声明

一、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评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、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，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用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，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析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。

七、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在中期票据的存续期内每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。本次评级为定期跟踪评级。

近期关注

2017 年以来，玻纤行业产能结构优化、下游需求持续回暖，行业盈利能力显著提升

玻璃纤维是一种无机非金属新型材料，也是现代工业中应用最为广泛的复合材料。目前全球玻璃纤维产能较为集中，国外生产厂家主要有欧文斯科宁—维托特克斯公司和 Johns Manville 公司；我国玻纤产能占全球玻纤总产能的 50% 左右，国内主要生产厂家为中国巨石、重庆国际复合材料有限公司（以下简称“重庆国际”）以及泰山玻璃纤维有限公司，三家合计占国内总产能的比例超过 60%，产能集中度较高。其中，截至 2018 年 3 月末中国巨石玻璃纤维设计产能达 141.5 万吨/年，产能规模居全球领先地位；2017 年其在国际市场拥有约 21% 的市场占有率，市场竞争力较强。

近年来，我国玻纤行业快速发展，企业规模不断扩大，市场竞争力逐步增强，玻璃纤维纱的产销量快速上升。根据中国玻璃纤维复合材料工业协会的统计，2016 年，我国玻璃纤维纱产量 362 万吨，同比增长 12.07%，增速较上年提升 7.2 个百分点；其中池窑纱产量为 340 万吨，坩埚拉丝产量为 22 万吨，池窑纱产品为主流。2017 年，玻纤行业在国家环保政策的引导和驱动下，一批低端落后产能逐渐关停，产品结构和产能结构得到持续优化，全国玻璃纤维纱产量 408 万吨，同比增长 12.71%。

进口方面，产业结构调整使玻纤行业发展趋势转向制品加工，同时随着国内风电及其他细分市场需求的波动，进口玻纤制品数量有所波动。2016 年，玻璃纤维及制品进口数量为 19.26 万吨，同比下降 17.3%；进口额为 8.07 亿美元，同比下降 9.1%。2017 年，玻璃纤维及制品进口 19.8 万吨，同比增长 2.8%；进口产品金额 9.2 亿美元，同比增长 14.0%。

出口方面，2016 年我国玻璃纤维制品出口数量

为 131.02 万吨，同比增长 4.90%，出口均价为 1,572.88 美元/吨，同比降低 4.14%。2017 年，海外市场复苏，出口市场迅速升温，据统计，当年全行业实现玻璃纤维及制品出口 144.6 万吨，同比增长 10.4%。受贸易保护主义影响，2013 年欧盟发起了针对中国玻璃纤维反补贴调查及反倾销中期复审，并决定自 2014 年 12 月 24 日至 2016 年 3 月，对巨石集团等中国玻璃纤维企业自中国境内出口至欧盟的涉案产品征收反倾销反补贴税，合计税率达 24.80%，到期之后，欧盟委员会进行调查期为 15 个月的日落复审，2017 年上半年，欧委会发布裁决披露，继续维持反倾销税。反倾销及反补贴税的征收使得我国玻璃纤维产品的竞争优势部分被削弱，但也加快了国内企业在海外建设生产基地的步伐，目前包括中国巨石和重庆国际在内的企业均在海外建有玻纤生产基地。

需求方面，促进玻璃纤维工业快速发展的动力主要来自玻纤下游产业的需求。近年来随着我国下游应用领域的增多，玻纤产品需求量大幅增长。2017 年以来，受下游热塑产品需求增加影响，热塑性复合材料制品产量约为 209.1 万吨，同比增长 6.4%。受益于全球制造业向智能化、绿色化发展转型，以及我国大力推进城市化进程等战略的实施，具有轻质高强特点的玻璃纤维复合材料除在工程塑料、基础设施领域拥有广阔的发展空间外，还有望在汽车及轨道交通轻量化、风电新能源、环保、航空航天、电子电气等领域迎来重大发展机遇。

从行业盈利状况来看，2016 年以来，受上游玻纤及树脂原材料价格上涨和热塑产品市场需求增加等因素影响，玻纤及复合材料行业保持企稳增长趋势。2017 年，玻纤电子纱市场需求持续旺盛，产品价格持续高位运行；随着环保及安监督力度加大，下游复合材料制品生产和应用趋于规范，其对于陶土及中碱玻纤原材料的需求大幅减少，无碱及高性能玻纤需求稳步增长；热塑纱、电子纱等行业中高档产品市场需求继续保持快速增加，电子纱市场需求持续旺盛，产品价格维持高位运行，部分市场供求趋紧，在此基础上，行业产能利用率得到进一步提升，各主要产品实现价格上涨，带动行业整

体利润水平攀升。当年玻璃纤维行业规模以上企业实现主营业务收入 1,673.6 亿元，同比增长 11.6%，实现利润总额 136.7 亿元，同比增长 24.7%。

总体来看，2017 年以来，玻纤行业产能结构优化，下游需求回暖，产品价格持续增长，行业景气度显著提升。

2017 年以来，公司产能继续扩大，规模优势明显，随着海外产能布局的完善，市场竞争实力有望持续增强

截至 2018 年 3 月末，公司拥有 15 条玻璃纤维窑拉丝生产线，设计产能合计为 141.5 万吨/年，主要分布在桐乡、成都、九江和埃及四个生产基地，为世界最大的玻纤生产企业之一。国内方面，公司在桐乡本部拥有 5 条大型玻璃纤维池窑拉丝生产线和 1 条环保废丝池窑拉丝生产线，本部设计产能达 69.5 万吨/年，为我国目前规模最大、技术最先进的玻璃纤维生产基地。此外，受年产 12 万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线项目投产影响，九江基地设计产能增至 30 万吨/年。此外，九江基地年产 20 万吨的玻璃纤维窑拉丝生产线技改项目已于二季度投产，未来随着桐乡新材料智能制造基地建设的推进，公司国内产能布局将进一步完善。

表 1:截至 2018 年 3 月末公司生产线情况(万吨/年、亿米/年)

生产基地	生产线	主要产品	设计产能
桐乡基地	一号生产线	无碱玻璃纤维	6
	二号生产线	无碱玻璃纤维	12
	三号生产线	无碱玻璃纤维	12
	四号生产线	无碱玻璃纤维	18
	五号生产线	无碱玻璃纤维	18
	六号生产线	无碱玻璃纤维	3.5
成都基地	一号生产线	无碱玻璃纤维	5
	二号生产线	无碱玻璃纤维	8
	三号生产线	无碱玻璃纤维	9
九江基地	一号生产线	无碱玻璃纤维	15
	二号生产线	无碱玻璃纤维	3
	三号生产线	无碱玻璃纤维	12
埃及基地	埃及一、二、三期玻璃纤维池窑拉丝生产线	无碱玻璃纤维纱	20
巨石攀登	-	电子纱	4.5
	-	电子布	1.5

资料来源：公司提供

海外产能布局方面，为了进一步完善国际化布局 and 规避反倾销风险，2011 年公司成立巨石埃及并建设年产 8 万吨的玻璃纤维池窑拉丝生产线，2013 年 11 月该线正式点火试运行。随着 2016 年 6 月和 2017 年 9 月二期、三期项目建成投产、巨石埃及产能增至 20 万吨/年，成为国家“一带一路”战略实施的示范项目。同时，公司在美国南卡罗来纳州计划投资约 20.53 亿元的玻璃纤维池窑拉丝生产线项目已于 2017 年一季度开工建设，建设期为 2 年，计划于 2018 年底前建成，预计新增产能 8 万吨/年。此外，公司拟在印度设立巨石印度玻璃纤维有限公司（暂定名，最终以当地公司登记机关核准的企业名称为准）并新建年产 10 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线，生产线项目计划总投资 24,555.89 万美元，建设期两年，公司将根据市场情况择机启动建设。若上述项目建成，公司全球化布局将得到进一步完善，产品的海外供应能力和市场占有率将得到有效提高，产品辐射范围扩大，有助于降低反倾销的影响；但同时，中诚信国际也将密切关注海外政治、经济及汇率变动等风险对公司生产运营及信用状况的影响。

在完善国内、国外产业布局的同时，公司逐步推进产品结构调整，子公司巨石攀登电子基材有限公司（以下简称“巨石攀登”）于 2013 年 4 月投资建设年产 3 万吨电子纱和配套的电子布生产线，同时配套建设一座 110KV 变电所。2014 年 8 月和 9 月上述项目相继投产。2017 年 8 月，受巨石攀登电子纱生产线冷修完成以及电子布技改完工影响，公司电子纱、电子布年产能分别增至 4.5 万吨和 1.5 亿米。

产品种类方面，公司主要生产无碱玻纤及制品，有 20 多个种类，近 500 个品种，包括无碱 SP 纱、无碱直接纱、无碱 SMC 纱、无碱增强纱以及无碱 TP 短切纱等。由于产品成本上涨等原因，公司近年来逐步放弃了中碱等低端产品，通过对成都基地的冷修技改，2017 年以来公司全部生产线皆为无碱玻璃纤维纱，不再生产中碱产品，产品结构进一步优化。同时，为使主业玻璃纤维产品对不同的客户更具有针对性，提高玻纤产品与树脂的匹配度，公司

投资建设年产 10 万吨的不饱和聚酯树脂生产线，该项目已于 2017 年底建成投产。不饱和聚酯树脂是玻璃钢管道及其制品的主要原材料，“玻纤+树脂”的生产将有利于公司产业结构调整，使产品更加多元化。此外，公司完成对主营风机叶片生产与销售的连云港中复连众复合材料集团有限公司（以下简称“中复连众”）合计 32.04% 股权的收购，继续延伸下游产业链，业务整合水平不断提高。

产量方面，公司的生产模式为以销定产，采用以拉动式为主、推进式为辅的柔性生产方式。2017 年，受益于下游需求的增加以及产能规模的扩大，玻纤产品总产量同比增长 13.48% 至 149.93 万吨，其中无碱玻璃纤维纱产量为 140.37 万吨，玻璃纤维制品为 9.56 万吨。2018 年 1~3 月，公司玻纤产品总产量为 37.59 万吨。

表 2：近年来公司产品生产情况（万吨）

产品	2015	2016	2017	2018.1~3
无碱玻璃纤维纱	110.48	122.40	140.37	35.01
中碱玻璃纤维纱	4.47	2.19	-	-
玻璃纤维制品	6.59	7.53	9.56	2.58
总产量	121.54	132.12	149.93	37.59

资料来源：公司提供

技术研发方面，公司已拥有“无碱池窑拉丝生产线全套技术”、“玻纤废丝池窑拉丝生产技术”等多项国际领先的自主知识产权技术。目前，公司自主研发的高性能玻璃纤维配方 E6、E7 系列产品，在行业内仍处于领先地位。2017 年，E8 产品实现在万吨级池窑上的高效生产，突破了行业在高模量玻璃池窑生产方面的技术瓶颈；公司在高压管道用纱等开发上取得重大突破，积极推进异型玻纤等的开发及性能改进。2017 年，公司研发投入 2.53 亿元，主要是围绕玻璃纤维产品进行开发研究；研发人员 1,153 人，占公司总人数的 11.85%；当期公司新获得专利授权 48 项，截至 2017 年末，公司累计获得专利授权 544 项，其中发明专利 96 项。此外，2017 年，公司参与了 4 个国家标准制定，主导制定了《玻璃纤维短切原丝流动性的测定》、《玻璃纤维无捻粗纱抗静电性能的测定》两项国家标准，实现从企业标准提升为国家标准的零突破。

绿色生产方面，公司已于 2007 年通过国家环境保护部门的清洁生产审核，并分别于 2012 年 12 月和 2017 年 12 月通过第二轮和第三轮清洁生产专家组审核，2017 年全年公司未发生任何重大环境问题，各生产基地的排放均 100% 达标。

整体来看，公司生产工艺领先，技术研发实力强，生产规模优势明显且产品结构不断优化，未来随着国内外产能布局的逐步完善，整体竞争实力将进一步提升。同时，中诚信国际将对公司海外项目面临的、经济及汇率波动等不确定性保持关注。

公司继续保持了良好的成本控制能力；产能释放和需求回暖带动销量持续增长；贸易保护政策对海外销售的影响将持续减弱

公司作为大型玻璃纤维及制品制造企业，在生产过程中需要消耗大量的电、天然气以及矿石、化工辅料。原材料的供应状况及价格的变化将影响生产及成本，为此公司原料采购按照“年度招标、公开招标”原则，通过竞争性谈判、多家比价、签订长期协议等方式，确保采购成本处于较低水平。由于公司玻纤池窑生产具有连续性，无法停工，为应对天气寒冷、气源供应不足等因素造成的燃料短缺问题，公司建有气源站、储罐以保障供气稳定。此外，公司积极采用各种提高生产效率的手段控制成本，具体措施包括：提高窑炉熔化率和拉丝成品率，从而提升单台炉位产量，降低单位产出消耗；通过提高自动化程度，减少用工，从而降低人工成本；建立健全以产品生产费用考核制度为核心的成本控制管理制度体系，规范操作、提高效率，每月滚动更新工作目标，并建立严格的考核机制，从而保证增收节支降耗目标的实施。

能源方面，2017 年以来，受益于工业用天然气价格调整政策的推行，公司天然气采购均价呈下降态势，有利于生产成本的控制。原材料方面，公司生产所需原料主要包括叶腊石、石灰石、硼钙石等。2017 年，受益于产量增加，公司叶腊石需求量有所提升，当年叶腊石采购数量同比增加 10.73 万吨。公司在桐乡基地投资 3.16 亿元建设的年产 60 万吨叶腊石微粉项目已于 2017 年正式投产，公司有效

控制了叶腊石料来源，有望满足未来产能扩张后的原料需求。采购价格方面，受矿石原料价格及人工成本上涨影响，2017 年以来叶腊石平均采购价格呈小幅增长态势。此外，公司通过改变配料比进行成本优化，2009 年“E6 玻璃配方”在其配料中成功使用石灰石替代硼钙石，吨纱节约成本 500~600 元，公司生产成本得到有效降低，同时降低了对进口硼钙石的依赖程度；受此影响，近年来硼钙石采购量逐年减少，而石灰石采购量加大。2017 年公司石灰石采购量同比增长 12.14%；价格方面，由于环保核查、供给缩减，2017 年下半年以来石灰石采购价格呈上升趋势。煅烧石灰石方面，2017 年采购量同比增长 12.85%，同期采购价格同比增长 9.91%。

销售方面，2017 年公司玻璃纤维及其制品业务合计实现收入 84.27 亿元，同比增长 15.38%，占当期营业总收入的比例为 97.41%，为收入的主要来源。具体来看，当年受益于风电、热塑等下游市场回暖，玻纤行业供需关系好转，部分产品出现结构性、区域性、季节性供不应求，带动公司玻璃纤维纱销量同比增长 22.20%至 135.68 万吨；而受产品结构调整以及汇率波动影响，玻璃纤维纱平均销售均价同比下降 6.42%。2017 年末，公司宣布由于主要原燃料价格、运输费用等上涨导致成本压力增加，决定自 2018 年 1 月 1 日起对玻纤所有产品销售价格上调 6%以上，有效期至 2018 年 3 月 31 日，对当期产品价格形成一定支撑。2018 年 1~3 月，公司玻璃纤维纱及制品总销量同比增长 28.20%，实现收入 22.99 亿元，同比增长 27.86%。

表 3：公司玻璃纤维纱及制品销售金额分布情况（亿元）

	2015	2016	2017
国内销售	35.30	37.51	47.85
海外销售	33.81	35.53	36.42
合计	69.11	73.04	84.27

资料来源：公司提供

公司通过国内和国际两个销售部门进行全球销售，两部门内又分设片区进行细分销售。国内销售方面，2017 年受国内下游市场好转影响，公司国内收入同比增长 27.57%，占总销售额的比例为 56.78%。销售方式方面，国内销售以直销为主，代理为辅；其中江苏和华东片区是公司最主要的销售

市场，且两地区的需求主要为中、高端产品，客户质量较好。

海外销售方面，2017 年公司海外收入同比增长 2.50%，占总销售额的比例为 43.22%，主要销往欧盟、印度、土耳其、美国、韩国、德国和阿联酋等国家。公司主要产品已获得挪威船级社（DNV）、英国劳氏船级社（LR）、德国船级社（GL）、中国船级社（CCS）和美国 FDA 等多个资格认证，拥有“巨石”为主商标的商标体系，“巨石”商标已在近 40 个主要市场国家和地区获得授权，品牌知名度较高。公司已在 14 个国家和地区成立了海外销售公司，在德国设立了独家经销商，全球营销网络不断完善。未来随着巨石埃及三期产能释放以及美国项目的建成投产，公司将进一步扩大海外销售量及直销比例，更好的满足客户对于不同品种玻纤产品的需求，从而提升整体效益。

反倾销及反补贴税方面，2017 年，公司出口到欧盟、印度和土耳其的产品仍处在反倾销税的征收期内。2013 年，欧盟发起了针对中国玻璃纤维反补贴调查及反倾销中期复审，自 2014 年 12 月 24 日至 2016 年 3 月，公司被征收的反倾销及反补贴合计税率为 24.80%，到期之后，欧盟委员会进行调查期为 15 个月的日落复审，2017 年上半年，欧委会发布裁决披露，继续维持反倾销税；印度商工部于 2016 年 7 月 6 日公布对原产自中国的玻璃纤维产品反倾销日落复审最终结果，公司被征收的反倾销税率为 24.59%，到期日为 2021 年 7 月 6 日；2017 年，公司出口到土耳其的产品征收的反倾销税为 35.75%，到期日为 2020 年 4 月 17 日。2017 年，欧盟地区出口金额占营业收入的比重为 12.03%左右，但由于当地产能供给有限，且税款由国外进口商承担，因此贸易壁垒对公司出口的影响依然有限；公司出口到印度、土耳其和美国的金额占营业收入的比重分别为 2.78%、3.26%和 7.84%，出口变动对公司影响相对较小。此外，巨石埃及年产 8 万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线、二期年产 8 万吨玻纤池窑拉丝生产线、三期年产 4 万吨高性能玻璃纤维池窑拉丝生产线已分别于 2013 年 11 月、2016 年 6 月和 2017 年 9 月投产，该地区向土耳其和欧盟出口的玻

纤产品不征收反倾销和反补贴税，可进一步减轻贸易保护政策对公司的不利影响。

整体来看，2017 年以来，公司通过精细化和自动化管理提高生产效率，加之严格费用考核机制，成本控制能力良好；同时，受下游需求回暖影响，公司销售规模扩大。未来随着埃及基地产能释放以及美国基地建设的推进，贸易保护政策对海外销售的影响将继续减弱。

公司国内外生产基地建设及技改项目投资规模较大，面临一定的资本支出压力

根据规划，未来公司将适度提升玻纤产能，重点提高玻纤制品的比重，提高高附加值产品占比。未来公司产品种类将覆盖无碱、粗纱、细纱、玻纤毡、粗纱布、电子布等，并将在各类产品的规模、品质、品种、新产品的研发等方面有所突破，成为世界玻纤行业生产规模最大、品种最齐全的企业。在战略布局方面，公司已初步完成了玻纤生产的国内布局和销售公司的海外布局。为提升单线生产能力、不断优化产品结构，公司逐步对国内部分生产线进行技术改造；同时，公司也将进一步对上下游产业链进行完善；此外，为了应对反倾销调查和进

一步拓展海外市场，公司也将在重点国家和市场逐步完善玻纤产品的海外产能布局。

2017 年 3 月 18 日，公司发布《关于巨石集团有限公司年产 30 万吨玻璃纤维智能制造生产线建设项目的公告》，称子公司巨石集团有限公司（以下简称“巨石集团”）计划投资 29.21 亿元建设年产 30 万吨玻璃纤维智能制造生产线建设项目，其中项目一期工程年产 15 万吨玻璃纤维智能制造生产线项目已于 2017 年下半年开工，建设期 18 个月；项目二期工程年产 15 万吨玻璃纤维智能制造生产线项目预计在未来 5 年建设。2017 年 12 月 24 日，公司发布《关于公司新材料智能制造基地生产线扩建项目的公告》，称巨石集团拟在浙江省桐乡经济开发区实施新材料智能制造基地生产线扩建项目，项目将一次规划、分期建设，其中包括 1 条年产 15 万吨玻璃纤维智能制造生产线扩建项目，3 条合计年产 18 万吨电子纱（暨合计年产 8 亿米电子布生产线）项目，并配套建设公司新总部大楼；项目总投资为 93.23 亿元，资金来源为自有资金及银行贷款，计划于 2018 年开工，2022 年全部建成投产。

表 4：截至 2018 年 3 月末公司主要在建项目情况以及未来投资计划（万元）

项目	计划总投资	截至 2018 年 3 月末 已投资	尚需投入
巨石集团年产 6 万吨电子级玻璃纤维智能制造生产线项目	218,613	8,683	209,930
巨石美国年产 8 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线项目	205,263	46,871	158,392
巨石集团年产 30 万吨玻璃纤维智能制造生产线建设项目（一期）	147,117	46,232	100,885
巨石攀登年产 5,000 万米玻璃纤维电子布	35,670	14,302	21,368
巨石集团九江有限公司年产 3 万吨高性能玻璃纤维池窑拉丝生产线技改项目	9,467	6,782	2,685
合计	616,130	122,870	493,260

注：上述数据经过四舍五入处理。

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月末，公司主要在建项目包括 30 万吨玻璃纤维智能制造生产线建设项目（一期）、6 万吨电子级玻璃纤维智能制造生产线项目及巨石美国年产 8 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线项目等，计划总投资 61.61 亿元，截至 2018 年 3 月末已投入 12.29 亿元，尚需投入 49.33 亿元；此外，拟在印度建设年产 10 万吨的玻璃纤维池窑拉丝生产线，项目总投资 24,555.89 万美元，公司将根据市

场情况择机启动建设。

2018 年 4 月 28 日，公司公告称下属巨石集团成都有限公司（以下简称“巨石成都”）与四川省成都市青白江区人民政府签订了《高性能玻璃纤维先进制造基地项目合作协议》，巨石成都拟实施整厂搬迁，并在青白江区行政管理区域内投资新建高性能玻璃纤维先进制造基地项目，先进制造基地采取一次规划、分期建设的方式，2020 年底前建成投

产两条玻璃纤维池窑拉丝生产线，项目计划总投资 30 亿元，目前尚未启动。

整体来看，公司在建、拟建项目主要为国内外生产基地建设及技改项目，投资规模较大，面临一定的资本支出压力；中诚信国际将对后续投融资情况及建设进度保持关注。

重大事项

2017 年 3 月 8 日，中国巨石发布公告称收到控股股东中国建材股份有限公司（以下简称“中建材股份”）的通知，中国中材集团有限公司（以下简称“中材集团”）100%股权无偿划转进入中建材集团的工商登记手续已完成。此次工商变更登记完成后，中材集团成为中建材集团持股 100%的子公司。2018 年 5 月 2 日，中国巨石发布公告，称控股股东中建材股份与中国中材股份有限公司（以下简称“中材股份”）进行换股吸收合并，合并后中建材股份存续，中材股份相应办理退市及注销登记，中材股份的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利和义务将由中建材股份承接与承继。截至 2018 年 5 月 2 日，中材股份 H 股股东持有的全部 1,164,148,115 股中材股份 H 股已按换股比率转换为 989,525,898 股中建材股份 H 股，中材股份非上市股股东持有的全部 2,407,315,885 股非上市股已按换股比例转换为 2,046,218,502 股中建材股份非上市股，本次合并的 H 股及非上市股份的换股已经完成。

2017 年 12 月 19 日，公司披露《关于中国建材集团有限公司、中国建材股份有限公司承诺的公告》，称为保证中国巨石及其中小股东合法权益，消除和避免中国巨石与中建材集团、中建材股份下属其他玻璃纤维及其制品的生产及销售企业之间的同业竞争，中建材集团及中建材股份分别承诺：

（1）将自本承诺出具日起 3 年内，并力争用更短的时间，按照相关证券监管部门的要求，在适用的法律法规及相关监管规则允许的前提下，本着有利于中国巨石发展和维护股东利益尤其是中小股东利益的原则，综合运用委托管理、资产重组、股权置换、业务调整等多种方式，稳妥推进相关业务整

合以解决同业竞争问题。（2）保证严格遵守法律、法规以及《中国巨石股份有限公司章程》等中国巨石内部管理制度的规定，不利用控股地位谋取不当利益，不损害中国巨石和其他股东的合法利益。（3）上述承诺于中建材集团及中建材股份对中国巨石拥有控制权期间持续有效。如因中建材集团及中建材股份未履行上述所作承诺而给中国巨石造成损失，中建材集团及中建材股份将承担相应赔偿责任。

财务分析

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 2015~2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年一季报；各期财务报表均依据新会计准则编制；公司将短期及超短期融资券计入“其他流动负债”科目，中诚信国际分析时将其计入短期债务；公司将融资租赁款计入“长期应付款”科目，中诚信国际分析时将其计入长期债务。

2017 年以来，公司资本实力稳步增强，债务规模有所下降，资本结构得到优化

2017 年末，公司总资产同比增长 3.59%至 247.92 亿元，主要受项目建设推进，在建工程以及固定资产增长所致；2018 年 3 月末，公司总资产规模进一步增至 257.87 亿元。

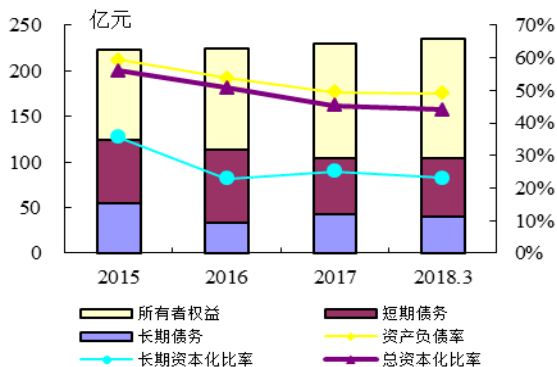
从资产构成来看，玻纤行业属于资本密集型产业，初始投资较多，固定资产投资规模较大，导致公司资产中非流动资产占比较高。公司固定资产主要为机器设备和房屋及建筑物等。由于新建及技改生产线完工转入固定资产，2017 年末固定资产同比增长 5.07%至 134.15 亿元；2018 年 3 月末进一步增至 139.22 亿元，占期末非流动资产的比重为 77.20%。截至 2017 年末，公司在建工程为 12.54 亿元，同比增长 32.83%，主要是美国年产 8 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线、九江基地年产 12 万吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线等项目推进所致；2018 年 3 月末进一步增至 18.16 亿元。

所有者权益方面，2017 年末，受益于资本积累，公司未分配利润同比增长 38.97%至 52.16 亿元，带动所有者权益同比增长 13.63%至 125.53 亿元；2018

年3月末进一步增至131.37亿元。现金分红方面，2017年年报披露，公司拟分红7.30亿元，占2017年度合并报表中归属于上市公司普通股股东净利润的比例为33.94%，利润留存比例尚可，目前本次分红已完成。

资本结构方面，2017年末，受偿付部分到期债务影响，公司总债务同比下降8.77%至104.12亿元，总负债同比下降5.01%至122.38亿元，同时受益于资本实力的增强，资产负债率及总资本化比率同比分别下降4.48和5.47个百分点至49.36%和45.34%，资本结构有所优化。2018年3月末，公司资产负债率及总资本化比率分别降至49.06%和44.10%，资本结构较为稳健。

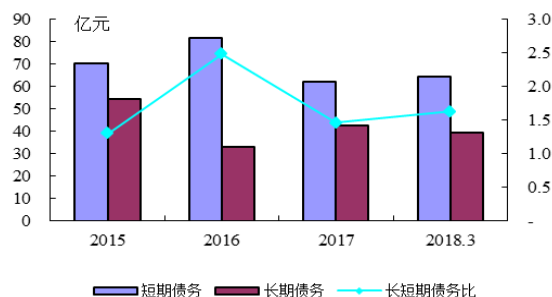
图1：近年来公司资本结构分析



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从债务结构来看，公司债务以短期债务为主。2017年末，受部分债务到期偿付影响，公司短期债务规模同比下降24.02%至61.79亿元，长期债务同比增长29.00%至42.34亿元，带动短期债务/长期债务指标由2016年末的2.48倍降至1.46倍；2018年3月末，短期债务/长期债务指标略升至1.63倍。整体来看，2017年以来公司债务结构有所优化，但仍存在一定的短期偿债压力。

图2：近年来公司债务结构分析



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总体而言，受益于经营积累，公司资本实力持续增强，同时债务规模下降使得资本结构得到优化。2017年以来，债务结构调整有助于缓解短期偿债压力，并与项目投资期限较为匹配。

收入规模持续扩大，盈利能力稳步增强

公司营业总收入主要来源于玻纤纱及制品，近年来占比超过95%。2017年公司主要产品玻纤纱及制品销量增长较快，带动营业总收入同比增长16.19%至86.52亿元；同时，受技术创新、新产品开发以及成本控制能力提升影响，营业毛利率同比增长1.12个百分点至45.84%，盈利能力稳步增强。2018年1~3月，受益于玻纤产品销量持续增长，公司实现营业总收入24.95亿元，同比增长34.17%，营业毛利率为45.27%。

期间费用方面，2017年公司管理费用同比增长9.69%至7.19亿元，主要受职工薪酬增长及折旧费增加所致。财务费用方面，2017年由于汇率波动，当期汇兑损失同比减少1.44亿元至0.29亿元，使得财务费用同比下降21.70%至4.20亿元。受产销规模扩大带来的运输费用增加影响，2017年销售费用略升至3.21亿元。2017年公司三费合计为14.61亿元，同比减少0.27亿元，加之收入规模扩大，当期三费收入占比同比下降3.10个百分点至16.88%；2018年一季度，进一步降至14.97%。整体来看，公司三费收入占比呈下降趋势，费用控制能力不断增强。

表5：近年来公司期间费用分析（亿元，%）

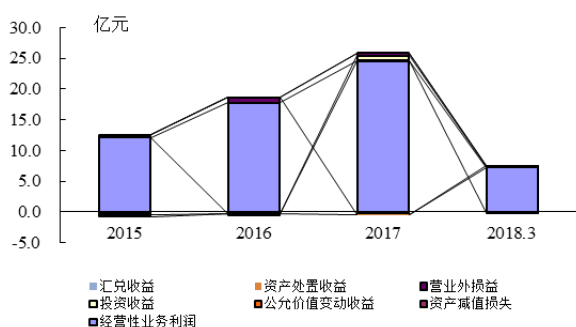
	2015	2016	2017	2018.1~3
销售费用	2.81	2.95	3.21	0.97
管理费用	5.70	6.56	7.19	1.53
财务费用	7.41	5.36	4.20	1.23
三费合计	15.91	14.88	14.61	3.73
营业总收入	70.55	74.46	86.52	24.95
三费收入占比	22.56	19.98	16.88	14.97

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2017年，受益于收入规模的扩大以及成本费用控制能力的提升，公司经营性业务利润同比增长37.74%至24.52亿元；同期，资产减值损失

为 0.40 亿元，均为坏账损失；投资收益为 0.83 亿元，主要包括权益法下确认的联营公司中复连众投资收益 0.78 亿元；在上述因素的共同影响下，2017 年公司利润总额同比增长 38.72% 至 25.33 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现利润总额 7.45 亿元，同比增长 32.87%，其中经营性业务利润为 7.27 亿元。

图 3：近年来公司利润总额构成情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总体来看，2017 年以来，受益于产销规模的扩大，公司收入规模增加，同时成本费用控制能力的增强使得利润水平进一步提升。未来随着新建产能的释放以及销售规模的扩大，收入及盈利水平有望进一步提升。

经营活动净现金流逐年增长；随着债务规模的下降及盈利获现能力的提升，公司偿债能力有所增强

经营活动方面，2017 年公司收入规模有所扩大，现金流入增加，加之经营性应付项目的增加，经营活动净现金流同比增长 20.00% 至 38.03 亿元。2018 年一季度，公司实现经营活动净现金流 4.77 亿元。总体而言，公司获现能力良好，经营活动净现金流逐年增长。

投资活动方面，近年来，受产能规模持续扩张影响，公司投资活动呈净流出状态。2017 年，公司投资活动净现金流为 -12.81 亿元，净流出规模有所下降，主要由于投资收回现金 57.05 亿元所致；同期，投资所支付的现金为 50.11 亿元，主要是利用闲置募集资金进行的委托理财；此外，受生产线新建及技改工程推进影响，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比增长 18.68% 至 20.48 亿元。2018 年一季度，公司投资活动净现金流为 -5.45 亿元。未来随着项目建设的持续投入，

公司投资活动将维持一定的净流出规模。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流出主要为偿还债务、分配股利及支付利息等，2017 年筹资活动现金净流出规模达 23.02 亿元；2018 年一季度为 1.75 亿元。

表 6：近年来公司现金流量情况（亿元）

	2015	2016	2017	2018.1~3
经营活动产生现金流入	65.69	66.68	73.34	21.95
经营活动产生现金流出	41.39	34.99	35.32	17.17
经营活动净现金流	24.30	31.69	38.03	4.77
投资活动产生现金流入	0.13	19.04	57.80	1.71
投资活动产生现金流出	24.06	43.98	70.61	7.16
投资活动净现金流	-23.93	-24.94	-12.81	-5.45
筹资活动产生现金流入	233.10	107.45	81.58	20.38
其中：吸收投资	47.86	-	0.79	0.58
借款	150.28	78.83	79.90	19.80
筹资活动产生现金流出	214.44	124.06	104.60	22.14
其中：偿还债务	203.24	114.51	91.20	21.11
筹资活动净现金流	18.67	-16.61	-23.02	-1.75
现金及等价物净增加	18.60	-11.03	0.87	-2.53

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

偿债能力方面，2017 年末公司总债务同比下降 8.77% 至 104.12 亿元，加之获现能力提升，当期经营活动净现金流/总债务增至 0.37 倍；但受利息支出增加影响，经营活动净现金流/利息支出指标略降至 6.90 倍；2018 年 3 月末，经年化的经营活动净现金流/总债务为 0.18 倍。此外，受益于盈利能力的增强，2017 年公司 EBITDA 同比增长 25.18% 至 40.70 亿元，EBITDA 对债务本息的覆盖能力亦有所增强，当期总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.56 倍和 7.38 倍。整体来看，2017 年受益于债务规模的下降以及盈利、获现能力的提升，公司偿债能力指标有所增强。

表 7：近年来公司偿债能力指标分析

	2015	2016	2017	2018.1~3
货币资金（亿元）	32.90	18.55	18.42	15.89
总债务（亿元）	124.42	114.13	104.12	103.62
经营活动净现金流（亿元）	24.30	31.69	38.03	4.77
EBITDA（亿元）	28.24	32.51	40.70	-

资产负债率(%)	59.34	53.84	49.36	49.06
总资本化比率(%)	55.96	50.81	45.34	44.10
总债务/EBITDA(X)	4.41	3.51	2.56	-
经营活动净现金流/总债务(X)	0.20	0.28	0.37	0.18*
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.90	7.22	7.38	-
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.36	7.04	6.90	-

注：加“*”数据已经过年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有负债方面，截至 2017 年末，公司无对外担保事项；无影响生产经营的重大未决诉讼及仲裁事项。

截至 2017 年末，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 19.01 亿元，占净资产的比例为 15.14%，其中受限货币资金 0.05 亿元，固定资产 18.62 亿元、无形资产 0.35 亿元，主要用于抵押借款，一定程度上降低了该部分资产对其他债务的保障能力。

银行授信方面，截至 2018 年 3 月末，公司银行授信总额为 309.80 亿元，尚未使用的授信额度为 218.18 亿元，具备良好的财务弹性。此外，公司为 A 股上市公司，股权融资渠道较为畅通。

过往债务履约情况

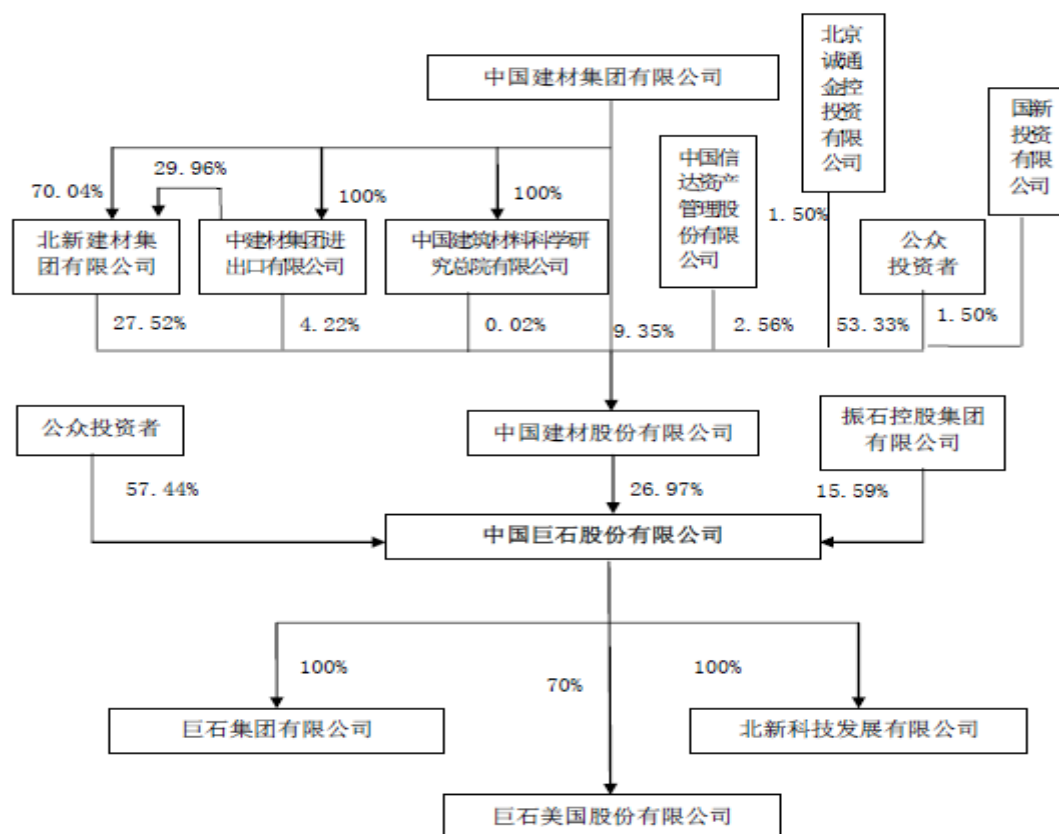
根据公司提供的征信报告和其他相关资料显示，公司本部近三年未出现延迟支付债务本金及其利息的情况。

债务融资工具方面，根据公司提供的资料显示，公司已发行的债务融资工具均能按期支付本息。

结 论

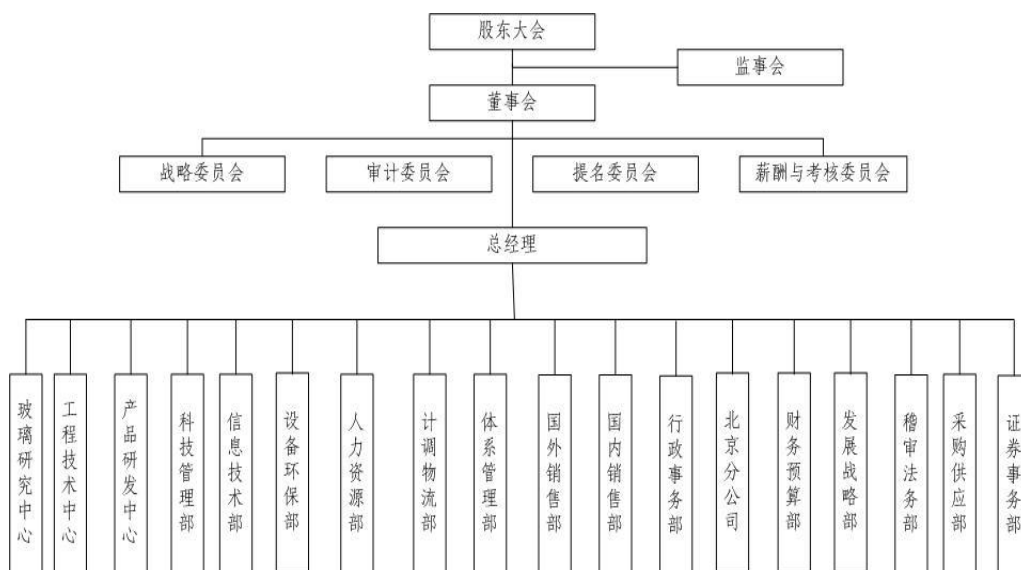
综上所述，中诚信国际调升中国巨石股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；上调“18 巨石 GN001”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：中国巨石股份有限公司股权结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供

附二：中国巨石股份有限公司组织结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供

附三：中国巨石股份有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	329,027.58	185,464.85	184,206.35	158,931.11
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	33.92	110.02	0.00	0.00
应收账款净额	176,066.11	133,235.54	123,251.49	176,920.35
其他应收款	11,219.74	9,189.11	10,066.31	6,332.56
存货净额	124,059.10	138,528.24	132,938.38	120,714.32
长期投资	7,062.10	99,329.82	118,393.66	118,915.82
固定资产(合计)	1,163,573.20	1,276,853.05	1,341,534.00	1,392,249.68
在建工程	172,680.61	94,388.81	125,378.15	181,579.85
无形资产	40,343.50	47,944.63	52,128.64	51,619.09
总资产	2,408,362.82	2,393,206.81	2,479,180.82	2,578,661.98
其他应付款	7,505.10	10,698.37	9,443.43	15,167.01
短期债务	702,995.97	813,169.37	617,870.58	641,535.72
长期债务	541,250.96	328,178.75	423,350.83	394,667.40
总债务	1,244,246.93	1,141,348.12	1,041,221.41	1,036,203.13
净债务	915,219.35	955,883.27	857,015.06	877,272.02
总负债	1,429,017.16	1,288,416.22	1,223,839.49	1,265,005.72
费用化利息支出	71,630.82	43,677.18	55,148.72	-
资本化利息支出	726.40	1,361.11	1.29	-
所有者权益	979,345.65	1,104,790.59	1,255,341.33	1,313,656.26
营业总收入	705,478.73	744,633.37	865,154.92	249,484.48
三费前利润	279,966.59	326,750.43	387,885.83	109,917.61
投资收益	422.04	-214.09	8,284.85	638.63
净利润	98,653.16	152,871.91	215,759.14	62,154.44
EBIT	189,740.14	226,284.22	308,463.18	-
EBITDA	282,390.24	325,138.00	407,001.48	-
经营活动产生现金净流量	242,960.15	316,908.14	380,277.03	47,744.46
投资活动产生现金净流量	-239,289.45	-249,379.51	-128,080.06	-54,538.89
筹资活动产生现金净流量	186,657.82	-166,122.80	-230,210.75	-17,530.43
现金及现金等价物净增加额	186,043.55	-110,343.17	8,714.79	-25,261.71
资本支出	88,566.13	172,605.25	204,843.36	32,646.59
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
营业毛利率(%)	40.30	44.72	45.84	45.27
三费收入比(%)	22.56	19.98	16.88	14.97
EBITDA/营业总收入(%)	40.03	43.66	47.04	-
总资产收益率(%)	8.74	9.43	12.66	-
流动比率(X)	1.10	0.87	1.00	0.91
速动比率(X)	0.96	0.72	0.83	0.77
存货周转率(X)	3.47	3.14	3.45	4.31*
应收账款周转率(X)	4.02	4.81	6.75	6.65*
资产负债率(%)	59.34	53.84	49.36	49.06
总资本化比率(%)	55.96	50.81	45.34	44.10
短期债务/总债务(%)	56.50	71.25	59.34	61.91
经营活动净现金流/总债务(X)	0.20	0.28	0.37	0.18*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.35	0.39	0.62	0.30*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.36	7.04	6.90	-
总债务/EBITDA(X)	4.41	3.51	2.56	-
EBITDA/短期债务(X)	0.40	0.40	0.66	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.90	7.22	7.38	-

注：各期财务报表均按新会计准则编制；2018 年一季报未经审计；加“*”已经过年化处理；公司将短期及超短期融资券计入“其他流动负债”科目，中诚信国际分析时将其计入短期债务；公司将融资租赁款计入“长期应付款”科目，中诚信国际分析时将其计入长期债务。

附四：基本财务指标的计算公式

公式说明：

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

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+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+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

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-营业税金及附加-期间费用+其他收益

EBIT（息税前盈余）=利润总额+费用化利息支出

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

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率 = 营业成本/存货平均净额

应收账款周转率 = 营业总收入/应收账款平均净额

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+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA /（费用化利息支出+资本化利息支出）

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

注：“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。

附五：主体信用等级的符号及定义

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	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。

附六：中期票据信用等级的符号及定义

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

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。