

广东东阳光科技控股股份有限公司

**2011 年公司债券 2016 年跟踪
信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

报告编号:

鹏信评【2016】跟踪第
【22】号 02

债券剩余规模: 9 亿元

债券到期日期: 2016 年
06 月 15 日

债券偿还方式: 按年付
息, 到期一次还本。利
息每年支付一次, 最后
一期利息随本金一起支
付

分析师

姓名:
王一峰 林心平

电话:
0755-82874485

邮箱:
wangyf@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

广东东阳光科技控股股份有限公司 2011 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2016 年 04 月 21 日	2015 年 04 月 28 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对广东东阳光科技控股股份有限公司(以下简称“东阳光科”或“公司”)及其 2011 年 06 月 15 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2016 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级下调为 AA, 发行主体长期信用等级下调为 AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司坚持研发投入和深化产业链, 经营性现金保持净流入。但我们也关注到公司所属的铝制电子材料和氯碱化工行业发展低迷, 收入和利润规模均下降且未来存在不确定性, 在建项目投产后产能消化和收益存在较大不确定性, 资产运营效率下降, 有息债务规模较大, EBITDA 对债务的本息保障能力下滑, 发行的债券存在集中兑付压力等风险因素。

正面:

- 坚持研发投入和深化产业链。公司已有完整的铝制电子材料产业链, 近年公司继续加大研发力度, 通过现有的合资平台不断缩小电极箔等产品与世界先进水平的距离。同时, 公司延伸产业链, 布局新一代氟化工产业, 新产品已投入市场并得到格力、美的等知名客户的认可。2015 年, 公司研发支出 7,299.98 万元, 同比增长 27.62%。
- 经营性现金保持净流入。公司仍保持一定经营现金生成能力, 2015 年, 公司 FFO 为 7.62 亿元, 经营活动现金净流入 5.99 亿元。

关注：

- **电子材料和氯碱化工行业发展低迷。**2015 年，多个发达国家经济复苏疲软，我国经济下行压力依然较大，受此影响，铝制电子材料和氯碱化工主要产品价格下跌，行业运行仍将面临较大不确定性，结构调整迫在眉睫。
- **公司收入和利润规模均下降，且未来存在较大不确定性。**受国内外经济形势影响，公司主营业务电子材料板块业绩出现明显下滑，导致公司 2015 年营业收入同比减少 8.34%，综合毛利率减少 2.45 个百分点。鉴于电子材料业务主要面向的出口市场经济持续低迷，汇率持续贬值，国内市场仍旧疲软，短期内公司业绩存在较大的不确定性。
- **在建项目投产后产能消化和收益存在较大不确定性。**公司正在新建或改造中高压化成箔扩建项目、甲烷氯化物项目、兴隆煤矿、松南煤矿等，由于相关行业萎靡，公司项目投产后产能能否及时消化和实现预期收益存在较大的不确定性。
- **资产运营效率下降。**2015 年，受营业收入下降影响，导致应收账款、存货等资产的运营效率下滑，净营业周期相比 2014 年增加了 5.82 天，总资产周转天数增加了 99.53 天。
- **有息债务规模较大，EBITDA 对债务的本息保障能力下滑。**截至 2015 年底，公司有息债务为 530,946.12 万元，占总负债的 78.68%，较上年有所上升，处于较高水平。EBITDA 同比下降 13.21%，对债务的本息保障能力下滑。
- **存在债券集中兑付的压力。**公司已于 2016 年 1 月兑付非公开定向债务融资工具（PPN）的本息金额 9.72 亿元。2016 年 6 月 15 日，本期债券将到期，公司需兑付本息合计 9.68 亿元。两支债券的集中兑付，将使公司面临兑付的资金压力。

主要财务指标：

项目	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	1,092,865.25	1,111,055.76	1,010,683.90
所有者权益合计（万元）	418,049.65	418,418.54	335,097.30
有息债务（万元）	530,946.12	528,181.77	557,283.19
资产负债率	61.75%	62.34%	66.84%
流动比率	0.75	0.93	0.98
速动比率	0.55	0.71	0.74
营业收入（万元）	468,604.04	511,235.41	485,454.35
营业利润（万元）	6,441.11	24,568.70	23,141.73
营业外收入	7,799.16	5,712.26	4,949.76
利润总额（万元）	12,744.73	30,036.80	27,960.26
综合毛利率	16.29%	18.74%	19.07%
总资产回报率	4.08%	5.85%	6.42%
EBITDA（万元）	82,431.17	94,981.04	89,291.69
EBITDA 利息保障倍数	2.40	2.73	2.82
经营活动现金流净额（万元）	59,927.58	71,974.45	69,588.73

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

2011年6月8日，经中国证券监督管理委员会《关于核准广东东阳光铝业股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可[2011]879号），核准公司公开发行不超过9亿元公司债券，实际发行总额9亿元，债券票面利率5.50%。

本期债券按年付息，到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。本期债券的起息日为本次发行的发行首日，即2011年6月15日。本期债券的利息自起息日起每年支付一次，2012年至2016年间每年的6月15日为上一计息年度的付息日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后第一个交易日）。本期债券附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。2014年4月30日，公司发布本期债券利率上调和回售提示性公告，在本期债券存续期的第3年末，公司选择上调票面利率200个基点至7.50%，并在债券存续期后2年固定不变，本期债券持有人未申报回售。本期债券到期日为2016年6月15日，到期支付本金及最后一期利息。

表 1 2015 年本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

兑付日期	期末本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2015.6.15	90,000.00	0.00	6,750.00	90,000.00

资料来源：公司付息公告，鹏元整理

本期债券募集资金扣除发行费用后全部用于偿还公司债务、优化公司债务结构和补充流动资金。募集资金已于2012年投入使用。

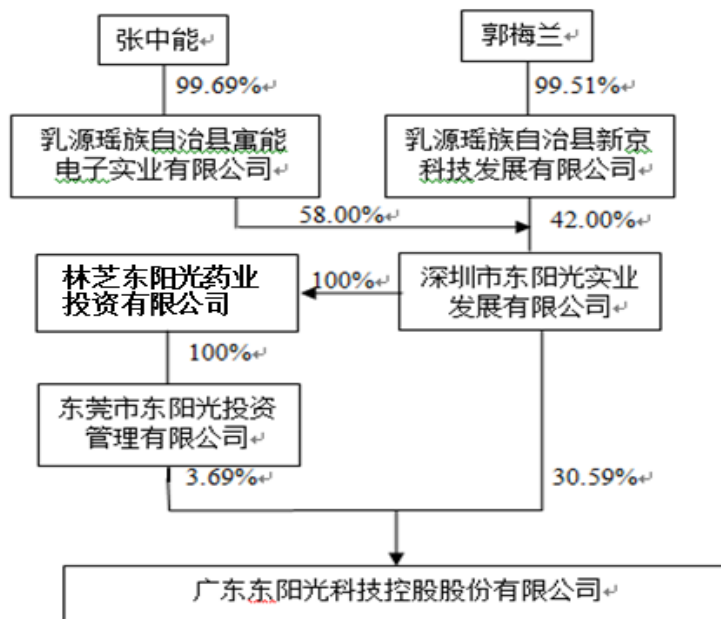
二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本和实收资本发生改变。2015年4月21日，公司召开2014年度股东大会，审议通过了《关于2014年度利润分配及公积金转增股本的预案》。本次股东大会决议通过以未分配利润向全体股东每10股派发现金红利0.6元（含税），向全体股东每10股送红股1股，共计送红股94,956,689股。同时，以资本公积金向全体股东每10股转增15股，共计转增1,424,350,332股。本次利润分配151,930,702.28元，其中现金红利56,974,013.28元。实施后公司总股本为2,468,873,909 股，增加1,519,307,021股。

跟踪期内，公司名称、控股股东和实际控制人未发生变化。2015年6月，公司股东东莞市东阳光投资管理有限公司、深圳市东阳光实业发展有限公司通过大宗交易系统进行了减持，减持后，两者合计持有东阳光科股权比例由39.10%下降至34.28%，控股股东仍为深圳

市东阳光实业发展有限公司，实际控制人仍为张中能、郭梅兰夫妇。

图1 截至2015年12月31日公司股权控制关系图



资料来源：公司提供，鹏元整理

2015年，公司没有新增纳入合并范围的子公司，清算了一家子公司，具体情况如表2所示。

表2 2015年公司纳入合并报表范围的子公司增减变动情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	表决权比例	注册资本	出资额	主营业务
减少：					
乳源东硕软磁新材料有限公司	94.00%	94.00%	3,000.00	2,820.00	生产、经营和研发无线通信、无线充电用软磁材料薄片等

资料来源：公司提供，鹏元整理

2015年，公司主营业务未发生重大变化，仍从事铝电子新材料和合金材料及氯碱化工产品的生产销售业务。

截至2015年12月31日，公司总资产1,092,865.25万元，所有者权益合计418,049.65万元，资产负债率61.75%。2015年度，公司实现营业收入468,604.04万元，利润总额12,744.73万元，经营活动现金流净额为59,927.58万元。

三、运营环境

上游行业生产成本刚性上升、应用消费领域需求增速下滑，导致行业运行存在较大不确定性

2015年是“十二五”收官之年，全球经济仍处于金融危机后深度调整期，多个发达国家经济复苏疲软，主要新兴工业体经济增速下滑，新常态下我国经济下行压力依然较大。

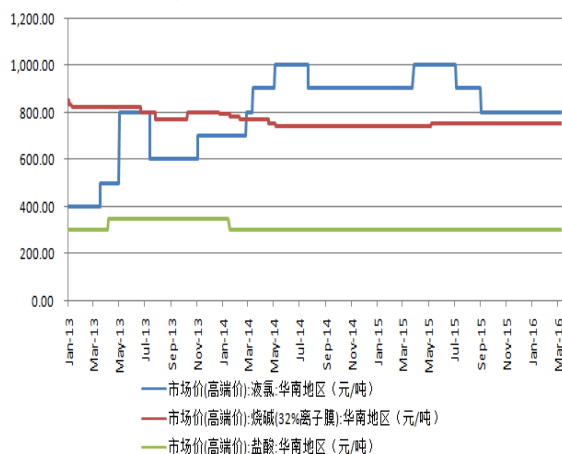
公司主营业务为研发、生产、销售铝电解电容器用电子铝箔和电极箔，已形成“高纯铝—电子铝箔—电极箔（腐蚀箔和化成箔）—铝电解电容器”的完整产业链。其中主要原材料为铝锭（普铝锭和精铝锭）。采购端，工信部发布的《2015年有色金属工业运行情况及2016年展望》提到，目前电力体制改革进程较慢，电解铝、锌冶炼、海绵钛、多晶硅等高电耗企业未能享受煤炭价格下跌带来的低用电成本；同时，环保投入加大、社保费用计提基数提高等因素，带来生产成本刚性上升。需求端方面，房地产、家电、汽车等主要有色金属应用消费领域需求增速均出现不同程度下降，2015年，房屋新开工面积同比下降14%，家电行业产销率同比下降1.2%，汽车产量增速同比下降4%，造成电极箔、电子铝箔等铝制电子材料需求增长乏力。

2016年国内外经济环境更加复杂严峻，经济下行压力仍在加大，我国经济发展新常态特征愈发明显。预计2016年，受供给侧改革影响，国内主要有色金属产品产量增速、固定资产投资增速等将进一步放缓，价格将震荡上行，同时需求端持续低迷，电子材料行业运行仍面临较大的不确定性。

氯碱行业产能扩张得到了有效控制，但市场仍难以消耗过大的产能规模，面临较大的结构调整压力

目前，中国氯碱企业主要生产200余种氯产品，除占比最大的PVC外，还形成了氯化聚合物、光气系列、氯代芳烃系列及精细化学品等十余个大系列，产品链向氯的精细化工和新材料领域延伸。在我国经济增速放缓以及国际原油大幅下跌的大背景下，氯碱市场显得力不从心，除液氯外的主要产品价格下跌，PVC等产品的价格创下历史新低。

图2 近年液氯、烧碱、盐酸价格走势



资料来源: Wind资讯

图3 近年PVC价格走势



资料来源: Wind资讯

在巨大的经营压力下，氯碱行业产能扩张得到了有效控制，落后产能不断被淘汰。具体来看，PVC和纯碱产能首度出现负增长，尤其是PVC产能，2010-2014年我国PVC产能平均增长速度在4.54%，2015年产能增速却出现明显的负增长。烧碱作为氯碱产品中唯一有明显盈利的产品，是氯碱行业的支柱产品，多数企业均依靠烧碱及自备电厂来维持企业的正常经营，所以今年烧碱产能保持小涨，但是受环保因素影响，产量却下降明显。

由于前十几年的快速发展，加上国内经济下行压力及国外低成本氯产品冲击的影响，市场已难以承受如此之大的产能规模，“十三五”将是行业最为困难的5年，也是结构调整最为关键的5年。氯碱行业“十三五”结构调整方案较为明确，包括优化原料和技术路线、促进产品结构调整、延伸产业链、加强与生产性服务业的协调发展等。

四、经营与竞争

受国内外经济形势影响，2015年公司收入和利润双双下滑。2015年，公司主营业务收入同比减少8.85%，主营业务毛利率同比减少2.86个百分点。主营业务按行业分类来看，电子新材料领域的产品收入同比下滑12.86%，是公司业绩下滑的主要原因；按产品分类来看，重要产品电极箔、电容器、电子光箔、空调箔收入分别下滑14.76%、17.45%、10.80%、18.23%，毛利率均有不同程度下滑。

表3 2014-2015年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）

行业	产品	2015 年		2014 年	
		收入	毛利率	收入	毛利率
电子新材料	电极箔	148,714.57	24.81%	174,463.56	28.05%

	电容器	19,561.56	24.60%	23,697.44	33.04%
	磁性材料	19,609.46	10.34%	18,273.50	5.64%
	电子光箔	30,505.89	17.82%	34,199.62	26.60%
合金材料	空调箔	105,916.08	6.54%	129,527.74	7.10%
	板带材	8,715.33	4.26%	10,995.50	5.95%
	钎焊箔	43,188.01	13.55%	40,563.91	9.63%
化工产品	氯碱化工产品	60,197.43	12.40%	49,176.24	18.42%
其他	包装印刷等	9,649.09	28.90%	8,473.84	46.13%
合计		446,057.41	16.27%	489,371.36	19.13%

资料来源：公司提供，鹏元整理

按销售地区分类，出口作为公司主要的渠道，主要面向日本、香港、韩国等地区；以日本为首的国家实行了货币大幅度贬值，使得公司产品受市场变化的影响更大。2015年，公司实现境外收入14.81亿元，同比下降15.27%，毛利率减少3.41个百分点，是业绩下滑最大的区域。

表 4 2014-2015年公司主营业务收入按地区分类情况（单位：万元）

地区	2015 年		2014 年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
境外	148,120.64	20.85%	174,810.80	24.26%
广东省内	134,319.68	17.46%	133,560.77	16.03%
广东省外（国内）	163,617.10	11.00%	180,999.79	16.47%
合计	446,057.41	16.27%	489,371.36	19.13%

资料来源：公司提供，鹏元整理

受国际电子新材料市场竞争形势严峻影响，公司电子新材料业务经营状况不佳

电子新材料是公司的核心竞争力产品。作为公司向铝产业下游高附加值产业链延伸的重点发展板块，公司近年通过加大研发及技术改造，和国际一流企业合作择机进入新能源储能领域以及电子新材料领域，完成了向新兴产业的切入。2015年，受以日本为首的国家实行货币大幅度贬值的冲击影响，国际电子新材料市场竞争形势严峻，价格战愈演愈烈。受此影响，公司的电子新材料业务的多数产品销量下降，部分产品价格下跌，导致该业务板块收入同比下滑12.86%、毛利率同比减少4.17个百分点。

分产品看，电极箔是最大的板块业务，可细分为化成箔、腐蚀箔产品，但产销量出现下滑，其中，化成箔产销量分别同比下滑20.07%、23.34%，腐蚀箔产销量分别同比下滑36.37%、37.85%；电容器产销量分别同比下降16.68%、30.51%，产能利用率仅有29.64%，因市场竞争导致价格下跌的影响，毛利率同比减少8.44个百分点；电子光箔产销量分别同比下滑18.28%、18.07%，受价格下降及能耗、折旧的成本增加影响，毛利率同比减少8.78

个百分点；磁性材料是唯一业绩增长的产品，虽然产销量有所下滑，但通过近两年培养高毛利的产品与客户，销售均价有所上升，使得收入同比增长7.31%、毛利率增长4.70个百分点。

整体而言，2015年，公司的电子新材料板块经营状况不佳，多项产品出现产销率下滑、毛利率减少的情况。为加强对电极箔等主要产品的核心制造能力，公司将继续借助国际合作，加大研发力度，对产品结构进行调整，向高技术壁垒的电子材料产品进行升级。公司亦保持对电子新材料等各大产品线的研发投入，2015年，公司研发支出7,299.98万元，同比增长27.62%。

表5 2014-2015年公司主要电子新材料产品的产销情况

产品		项目	2015 年	2014 年
电容器		产能（万只/年）	15,000	15,000
		产量（万只）	4,446	5,336
		销量（万只）	4,106	5,909
		产能利用率	29.64%	35.57%
		产销率	92.35%	110.74%
电极箔	化成箔	产能（万平方米/年）	4,050	4,050
		产量（万平方米）	2,525	3,159
		销量（万平方米）	2,533	3,304
		产能利用率	62.35%	78.00%
		产销率	100.32%	104.59%
	腐蚀箔	产能（万平方米/年）	2,850	2,850
		产量（万平方米）	1,538	2,417
		销量（万平方米）	1,453	2,338
		产能利用率	53.96%	84.81%
		产销率	94.47%	96.73%
电子光箔		产能（吨/年）	110,000	110,000
		产量（吨）	14,461	17,694
		销量（吨）	14,496	17,693
		产能利用率	13.15%	16.09%
		产销率	100.24%	99.99%
磁性材料		产能（吨/年）	8,000	8,000
		产量（吨）	4,037	4,383
		销量（吨）	3,965	4,299
		产能利用率	50.46%	54.79%
		产销率	98.22%	98.08%

注：电子光箔产能利用率低主要缘于自用产品未纳入统计。

资料来源：公司提供，鹏元整理

合金材料业务同样经营状况不佳，产品的低附加值属性使得毛利率较低

公司的合金材料主要为空调箔、板带材、钎焊箔等低附加值的铝产品，业务板块收入同样出现下滑，降幅为12.85%；但得益于钎焊箔的产品升级，平均毛利率相比上年略增长

0.73个百分点，但低附加值的加工属性使得平均毛利率仅为8.33%。

分产品看，空调箔产销量分别同比下滑16.19%、28.49%，使得产能利用率有所降低，收入同比下滑18.23%，毛利率略有减少；钎焊箔近年受市场需求增长影响，产销量均有所增长，2015年分别同比增长12.40%、11.33%，毛利率也同比增长3.92个百分点，产能得到满负荷利用，达到118.48%。

整体而言，公司的合金材料作为加工型产品，产品附加值较低，使得毛利率较低。

表6 2014-2015年公司主要合金材料产品的产销情况

产品	项目	2015 年	2014 年
空调箔	产能（吨/年）	80,000	80,000
	产量（吨）	54,799	65,387
	销量（吨）	54,044	75,577
	产能利用率	68.50%	81.73%
	产销率	98.62%	115.58%
钎焊箔	产能（吨/年）	20,000	20,000
	产量（吨）	23,696	21,082
	销量（吨）	23,028	20,684
	产能利用率	118.48%	105.41%
	产销率	97.18%	98.11%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司积极布局氟化工领域，但尚未实现盈利

公司拥有广东地区最大的氯碱化工生产基地，且韶关地区周边拥有丰富的萤石资源。经过多年发展，公司已在氯碱化工方面具备充足的技术优势及人员储备，加上产品存在一定的运输限制，公司产品具有较强的区域市场竞争力。2015年，公司化工产品收入同比增长22.41%，但毛利率同比减少了6.02个百分点。

分产品看，液碱是公司主打化工产品，2015年的产销量和价格略有下滑，但产能仍实现满负荷生产；盐酸产品经营状况不佳，产销量分别同比减少35.17%、34.57%，价格亦有一定下滑；液氯产量同比大幅增长43.01%，而销量下滑18.24%。受益于液氯的市场价格有较大幅度提升，液氯的经营状况相对较好。

依托现有的氯碱化工、化学合成能力及客户资源，公司已于2014年布局新一代氟化工产业。R32新型制冷剂已逐步开始生产，2015年度已接受格力、美的、TCL、志高、创维等客户现场正式审核并以自有品牌开始供货，产销量分别同比增加154.04%、230.73%，实现收入19,412.75万元，是化工板块收入实现增长的重要原因。但受行业周期性波动影响，氟化工产业规模相对尚小，且尚未盈利，毛利率仅为0.03%，是造成公司化工产品平均毛利率下滑的主要原因之一。

表7 2014-2015年公司化工产品的产销情况

产品	项目	2015 年	2014 年
液碱	产能（吨/年）	200,000	200,000
	产量（吨）	200,350	210,844
	销量（吨）	195,793	208,549
	产能利用率	100.18%	105.42%
	产销率	97.73%	98.91%
盐酸	产能（吨/年）	375,000	375,000
	产量（吨）	235,054	362,553
	销量（吨）	220,123	336,424
	产能利用率	62.68%	96.68%
	产销率	93.65%	92.79%
液氯	产能（吨/年）	110,000	110,000
	产量（吨）	109,971	76,898
	销量（吨）	61,972	75,797
	产能利用率	99.97%	69.91%
	产销率	56.35%	98.57%
氟化工	产能（吨/年）	20,000.00	20,000.00
	产量（吨）	10,784.00	4,245.00
	销量（吨）	10,228.79	3,092.80
	产能利用率	53.92%	21.23%
	产销率	94.85%	72.86%

资料来源：公司提供，鹏元整理

原材料平均价格有所下降，但对盈利能力下滑程度的缓冲作用有限

公司原材料（此处包含生产用电）成本约占产品成本的70%—90%。2015年，公司主要原材料采购量各有变动，电、铝材采购量增加，普铝锭、精铝锭采购量下降。从价格看，2015年公司采购的用电价格保持不变，2016年1月1日开始，一般工商业销售电价全国平均每千瓦时降低约3分钱，未来公司的用电成本将下降。2015年公司采购的各类铝产品均价均有所下滑，考虑到未来铝价仍处于下降通道，公司的铝产品采购成本有望继续下降。

总体而言，公司的原材料平均价格有所下降，但相比公司产品销售价格，原材料价格的下跌幅度相对较小，不足以覆盖产品价格下降带来的毛利减少，对盈利能力下滑程度的缓冲作用有限。

表8 2014-2015年前五大原材料采购情况（单位：万元）

原材料名称	2015 年			2014 年		
	采购额 (万元)	占比	均价(元/ 度、吨)	采购额 (万元)	占比	均价(元/ 度、吨)
电	99,335.32	24.37%	0.43	76,424.00	17.11%	0.43
普铝锭	68,435.59	16.79%	10,888.17	85,711.01	19.19%	11,988.25

铝材	44,965.00	11.03%	13,475.13	11,708.00	2.62%	14,509.64
精铝锭	24,015.45	5.89%	20,528.15	37,940.21	8.49%	22,473.02
盐	8,868.00	2.18%	292.58	10,757.00	2.41%	332.30

注：公司在2015年结算2014年采购用电，导致2015年电采购金额较大，公司根据铝材库存增加了铝材采购量，导致2015年铝材采购额增加。

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司在建项目投资规模较大，但产能消化和收益存在较大不确定性

根据公司的发展战略，公司的发展重心将向电子新材料、氟化工新材料倾斜。近年公司在两大产业大力投入，积极研发新产品和技术改造生产线。截至2015年末，公司在建的重大项目预算总投资为18.80亿元，已投入14.71亿元，投资规模较大。

值得注意的是，由于市场环境不佳，公司当前多种产品的产量销量下滑，产能利用率下降。在建的中高压化成箔扩建项目、甲烷氯化物项目等将在原来基础上扩大产能，考虑到市场尚未好转，投产后产能能否及时消化存在较大不确定性。兴隆煤矿建设、松南煤矿建设项目建成后公司将新增煤炭开采业务，拥有可采储煤炭合计2,702.53万吨，但仍有7个探矿证未转变为采矿证（公司已有9个采矿证），目前煤炭行业景气度较低且电煤价格处于低位，收益存在较大的不确定性。

表9 截至2015年末公司重大在建项目情况（单位：万元）

项目	预算金额	已投入金额	工程进度	已转入固定资产金额
中高压化成箔扩建	49,000.00	34,417.60	97.33%	34,215.64
兴隆煤矿建设	27,864.00	31,149.17	96.35%	977.05
松南煤矿建设	37,721.20	23,232.49	61.59%	1,020.32
甲烷氯化物项目	36,000.00	34,542.00	95.95%	0.00
双氧水、电解槽等	3,000.00	2,667.30	88.91%	0.00
氟树脂项目	23,000.00	12,436.10	54.07%	0.00
软磁新材料项目	5,450.00	4,378.53	100.00%	4,378.53
乳源化成箔生产线改建	6,000.00	4,298.47	98.79%	7,646.19
合计	188,035.20	147,121.66	-	48,237.73

资料来源：公司提供，鹏元整理

五、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2014年、2015年的审计报告，公司财务报表均采用新会计准则编制。2015年合并

报表范围变化情况见表2。

资产结构与质量

公司资产规模较大但略有下降，应收账款规模仍较大，存货存在跌价风险

截至2015年末，公司资产规模109.29亿元，同比减少1.64%，主要由货币资金大幅减少5.82亿元所致。公司资产结构较为稳定，仍以非流动资产为主。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款和存货构成。2015年，货币资金同比减少34.59%，主要缘于公司偿付银团贷款所致。货币资金中3.09亿元做为存单质押或保证金而使用受到限制。公司应收票据和应收账款规模较上年有所上升，其中，应收票据同比大幅增长59.57%，主要原因是公司背书票据减少。受质押限制的票据金额为9,482.42万元。截至2015年底，应收账款余额大部分为按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款，其中1年以内账龄的款项占比94.05%，公司共计提坏账2,941.58万元。存货规模略有提高，主要为原材料和库存商品，鉴于铝和相关铝制品价格下跌，公司计提了跌价准备938.32万元。当前，电子材料仍处于低迷状况，短期内仍存在跌价风险。

公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程、无形资产。固定资产的比例最高，受折旧影响规模略有下降，截止2015年末，公司抵押固定资产账面价值4.11亿元。在建工程包括甲烷氯化物项目、氟树脂项目等改扩建项目和两处煤矿。无形资产主要为土地使用权和探矿权，同比略有增加，截至2015年末，有8,294.59万元无形资产已设置抵押。

总体来看，公司资产规模较大但略有下降。应收账款和存货规模仍较大，营运资金占用情况较为明显，且存货存在跌价风险。

表10 2014-2015年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	110,049.95	10.07%	168,245.76	15.14%
应收票据	64,953.90	5.94%	40,706.56	3.66%
应收账款	83,333.57	7.63%	78,656.62	7.08%
存货	101,762.35	9.31%	100,021.89	9.00%
流动资产	383,629.46	35.10%	423,350.40	38.10%
固定资产	342,898.82	31.38%	351,972.34	31.68%
在建工程	110,691.44	10.13%	68,880.85	6.20%
无形资产	190,195.24	17.40%	182,639.69	16.44%
非流动资产	709,235.79	64.90%	687,705.36	61.90%
资产总计	1,092,865.25	100.00%	1,111,055.76	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

资产运营效率

受收入下降等因素影响，公司业务和资产的运营效率下降

2015年，公司营业收入下降，同时应收账款规模上升，造成应收账款周转效率下降。同样，存货周转效率也下降。采购端，公司保持对原材料供应商的议价能力，进一步延长对供应商的付款账期，使得应付账款周转天数增加。综合上述因素的变化，公司净营业周期相比2014年增加了5.82天，主营业务运营效率有所下降。由于收入下降，导致流动资产和固定资产的周转效率下降，加上在建项目持续投入且未投入生产，导致总资产周转天数增加99.53天，资产整体的运营效率有所下降。

表11 2014-2015年公司主要资产运营效率指标（单位：天）

项目	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	62.22	58.21
存货周转天数	92.60	83.70
应付账款周转天数	40.18	33.09
净营业周期	114.64	108.83
流动资产周转天数	309.98	283.38
固定资产周转天数	266.91	231.57
总资产周转天数	846.57	747.04

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司收入和利润规模均下降，业绩短期内存在持续下滑的风险

受国内外经济形势影响，公司的主要业务板块业绩出现下滑，导致公司营业收入同比减少8.34%，综合毛利率减少2.45个百分点，而期间费用规模略有增加。综合上述变化，公司营业利润同比下滑73.78%，主营业务盈利能力大幅下滑。

虽然得益于政府补助增加，2015年营业外收入同比增长36.53%，缓解了公司利润总额的下滑幅度。但营业外收入占利润总额比例为61.20%，公司利润对营业外收入存在一定依赖性。政府补助主要奖励公司的产品研发、技术改造等项目，补助金额的变动使得公司的利润存在波动性。

由于下游行业需求持续疲软，竞争对手之间的价格战愈演愈烈，公司经营环境持续恶化。2015年四季度，公司营业收入9.48亿元，同比下滑26.81%；营业利润亏损4,177.11万元，同比下降153.65%。鉴于当前主要国外市场经济持续低迷，汇率持续贬值，国内市场需求仍旧疲软，短期内公司经营业绩仍存在较大的下滑风险。

表12 2014-2015年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
营业收入	468,604.04	511,235.41
营业利润	6,441.11	24,568.70
营业外收入	7,799.16	5,712.26
利润总额	12,744.73	30,036.80
净利润	8,067.60	18,790.31
综合毛利率	16.29%	18.74%
期间费用率	14.55%	13.08%
营业利润率	1.37%	4.81%
总资产回报率	4.08%	5.85%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营性现金流保持净流入，投资支出放缓，但筹资缺口较大

公司在固定资产折旧、财务费用等非付现费用、非经营损益方面的金额较大，使得净利润大幅下滑情况下，FFO同比下降了12.03%，公司仍保持一定的经营现金生成能力。应付款项的增加，一定程度抵消了应收款项的资金占用影响，使得营运资本占用资金的增幅较小。综合上述因素变化，2015年公司经营活动现金仍保持净流入5.99亿元。

由于行业不景气，公司放缓了在建工程的建设进度，使得购建固定资产的现金流出规模减少，投资活动现金净流出规模大幅下降。

与2014年相比，2015年公司筹资活动出现较大的缺口。原因系2014年非公开发行股票筹集资金9.73亿元，使得当年筹资活动现金流入增加；2015年公司未进行股权融资，同时公司偿还了较多的银团借款，使得筹资活动现金净流出5.24亿元。考虑到公司需在2016年集中偿还两支债券的本息，公司筹资缺口可能进一步扩大。

表13 2014-2015年公司现金流量情况（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
净利润	8,067.60	18,790.31
FFO	76,157.28	86,567.87
营运资本变化	-16,229.72	-14,593.42
其中：存货减少（减：增加）	-1,193.62	-7,280.40
经营性应收项目的减少（减：增加）	-25,287.34	-1,167.82
经营性应付项目增加（减：减少）	9,994.07	-5,637.47
其他	257.17	-507.73
经营活动产生的现金流量净额	59,927.58	71,974.45

投资活动产生的现金流量净额	-38,292.76	-101,184.05
筹资活动产生的现金流量净额	-52,368.62	49,867.12
现金及现金等价物净增加额	-28,719.64	20,657.53

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，EBITDA对债务的本息保障能力下滑，且债券集中到期将使公司面临较大的兑付压力

截至2015年末，公司所有者权益同比基本持平，而负债同比下降了2.57%，使得负债与所有者权益比率有所下降。

表14 2014-2015年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2015 年	2014 年
负债总额	674,815.60	692,637.23
所有者权益	418,049.65	418,418.54
负债与所有者权益比率	161.42%	165.54%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

公司负债主要为短期借款、一年内到期非流动负债及应付债券等有息债务。截至2015年底，公司有息债务为530,946.12万元，占总负债的78.68%，较上年有所上升，处于较高水平。短期借款相比上年减少23.01%，主要是公司偿还了较多的银团贷款。近年，公司对融资方式进行了调整，积极拓展债券融资渠道。截至2015年末，公司发行债券的余额28.90亿元，其中一年内到期的应付债券18.13亿元，包括本期债券、具有投资者回售选择权的非公开定向债务融资工具（以下简称“13东阳光铝PPN001”）。“13东阳光铝PPN001”已于2016年1月兑付回售的债券本息，兑付金额为9.72亿元，剩余本金0.9亿元将于2018年1月31日到期。本期债券将于2016年6月15日到期，公司需兑付本金及利息9.68亿元，考虑到公司处在债券兑付高峰段，且金额较大，公司面临较大的兑付压力。

表15 2014-2015年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	179,740.40	26.64%	233,455.67	33.71%
应付账款	47,892.39	7.10%	39,676.12	5.73%
其他应付款	56,529.52	8.38%	89,237.39	12.88%
一年内到期的非流动负债	192,139.25	28.47%	60,069.00	8.67%
流动负债	510,718.84	75.68%	453,864.31	65.53%
长期借款	43,672.00	6.47%	38,975.00	5.63%

应付债券	107,691.05	15.96%	188,531.10	27.22%
非流动负债	164,096.76	24.32%	238,772.91	34.47%
负债合计	674,815.60	100.00%	692,637.23	100.00%
其中：有息负债	530,946.12	78.68%	528,181.77	76.26%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

从主要偿债指标看，截至2015年底，公司资产负债率同比减少0.59个百分点。由于一年内到期的非流动负债大幅增加及货币资产减少，流动比率和速动比率进一步下降，短期偿债能力下滑。由于利润下降，公司EBITDA同比下降13.21%，EBITDA对债务的本息保障能力下滑。

表16 2014-2015年公司偿债能力指标

指标名称	2015 年	2014 年
资产负债率	61.75%	62.34%
流动比率	0.75	0.93
速动比率	0.55	0.71
EBITDA（万元）	82,431.17	94,981.04
EBITDA 利息保障倍数	2.40	2.73
有息债务/EBITDA	6.44	5.56

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

六、评级结论

跟踪期内，公司通过加大研发力度和与外资合作，积极缩小电极箔等产品与先进水平的距离，进一步深化电子材料产业链，同时将产业链向氟化工延伸。公司主营业务仍保持一定经营现金生成能力，经营性现金保持净流入。

但是我们注意到，公司铝制电子材料和氯碱化工行业发展低迷，受此影响，公司收入和利润规模均下降，资产运营效率下降，有息债务规模较大，EBITDA对债务的本息保障能力下滑。由于公司经营环境持续恶化，2015年四季度，公司收入降幅扩大，并出现亏损。鉴于当前主要国外市场经济持续低迷，汇率持续贬值，国内市场需求仍旧疲软，短期内公司经营业绩存在较大不确定性。此外，公司已于2016年初兑付大额的非公开定向债务融资工具（PPN），2016年6月，公司还需兑付本期债券，面临集中兑付的压力。

基于以上情况，经综合评定，鹏元下调公司主体长期信用等级为AA，下调本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
货币资金	110,049.95	168,245.76	134,599.52
应收票据	64,953.90	40,706.56	41,657.90
应收账款	83,333.57	78,656.62	86,682.66
预付款项	6,662.05	14,645.10	9,714.18
其他应收款	5,863.64	7,893.21	7,078.04
应收股利		2,128.79	0.00
存货	101,762.35	100,021.89	93,145.77
其他流动资产	11,004.01	11,052.47	8,630.33
流动资产合计	383,629.46	423,350.40	381,508.40
可供出售金融资产	34,412.01	28,232.16	0.00
长期股权投资	3,627.26	19,800.00	27,932.16
固定资产	342,898.82	351,972.34	305,739.55
在建工程	110,691.44	68,880.85	76,507.40
工程物资	1,363.77	1,114.20	981.19
无形资产	190,195.24	182,639.69	183,385.68
开发支出	3,863.64	7,186.83	4,709.25
商誉	159.56	159.56	159.56
长期待摊费用	1,465.69	518.82	1,002.94
递延所得税资产	4,429.79	4,253.52	4,241.68
其他非流动资产	16,128.56	22,947.40	24,516.11
非流动资产合计	709,235.79	687,705.36	629,175.51
资产总计	1,092,865.25	1,111,055.76	1,010,683.90
短期借款	179,740.40	233,455.67	214,458.24
应付票据	8,047.42	7,495.00	16,644.00
应付账款	47,892.39	39,676.12	36,684.29
预收款项	2,361.21	2,950.57	1,589.53
应付职工薪酬	4,900.06	4,425.60	3,984.27
应交税费	2,285.89	4,029.41	5,292.66
应付利息	11,635.21	9,889.09	8,920.34
应付股利	5,187.49	2,636.47	359.67
其他应付款	56,529.52	89,237.39	51,025.67
一年内到期的非流动负债	192,139.25	60,069.00	49,394.00
流动负债合计	510,718.84	453,864.31	388,352.66
长期借款	43,672.00	38,975.00	89,185.00

应付债券	107,691.05	188,531.10	187,945.96
长期应付款	344.00	688.00	1,032.00
专项应付款	741.82	829.09	916.36
递延所得税负债	3,118.19	3,183.93	3,179.18
递延收益	8,529.70	6,565.79	0.00
其他非流动负债		0.00	4,975.45
非流动负债合计	164,096.76	238,772.91	287,233.95
负债合计	674,815.60	692,637.23	675,586.61
实收资本（或股本）	246,887.39	94,956.69	82,746.68
资本公积金	14,746.48	157,181.51	68,763.91
盈余公积金	7,368.68	5,945.29	4,763.09
未分配利润	92,013.35	98,684.83	88,987.24
归属于母公司所有者权益合计	359,695.75	356,768.32	245,260.92
少数股东权益	58,353.90	61,650.21	89,836.37
所有者权益合计	418,049.65	418,418.54	335,097.30
负债和所有者权益总计	1,092,865.25	1,111,055.76	1,010,683.90

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
一、营业总收入	468,604.04	511,235.41	485,454.35
营业收入	468,604.04	511,235.41	485,454.35
二、营业总成本	463,369.78	488,665.45	462,181.83
营业成本	392,249.26	415,414.61	392,858.97
营业税金及附加	1,457.40	1,615.75	1,892.14
销售费用	9,191.51	10,896.64	10,782.89
管理费用	30,048.12	25,280.85	24,949.10
财务费用	28,955.89	30,712.73	30,055.34
资产减值损失	1,467.60	4,744.87	1,643.37
三、其他经营收益	1,206.85	1,998.74	-130.80
投资收益	1,206.85	1,998.74	-130.80
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	19.06	2,128.79	0.00
四、营业利润	6,441.11	24,568.70	23,141.73
加：营业外收入	7,799.16	5,712.26	4,949.76
减：营业外支出	1,495.54	244.16	131.23
其中：非流动资产处置净损失	286.77	155.02	52.34
五、利润总额	12,744.73	30,036.80	27,960.26
减：所得税	4,677.13	11,246.49	7,909.35
六、净利润	8,067.60	18,790.31	20,050.90
减：少数股东损益	-1,877.38	3,162.69	5,434.47
归属于母公司所有者的净利润	9,944.98	15,627.62	14,616.44

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
销售商品、提供劳务收到的现金	309,533.51	320,129.25	321,536.91
收到的税费返还	15,130.18	18,361.30	16,041.23
收到其他与经营活动有关的现金	11,458.57	16,828.68	21,023.65
经营活动现金流入小计	336,122.26	355,319.23	358,601.79
购买商品、接受劳务支付的现金	209,110.44	210,687.91	210,290.99
支付给职工以及为职工支付的现金	34,568.46	27,927.55	28,771.26
支付的各项税费	21,690.72	30,822.09	28,071.47
支付其他与经营活动有关的现金	10,825.06	13,907.23	21,879.35
经营活动现金流出小计	276,194.68	283,344.78	289,013.07
经营活动产生的现金流量净额	59,927.58	71,974.45	69,588.73
取得投资收益收到的现金	3,316.58	2.16	0.34
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	3.68	1,958.69	2,646.03
收到其他与投资活动有关的现金	3,638.49	23,506.60	2,154.25
投资活动现金流入小计	6,958.76	25,467.45	4,800.63
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	33,708.20	100,754.36	103,580.51
投资支付的现金	11,108.20	20,100.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	435.12	5,797.13	3,383.68
投资活动现金流出小计	45,251.52	126,651.50	106,964.19
投资活动产生的现金流量净额	-38,292.76	-101,184.05	-102,163.57
吸收投资收到的现金		97,581.27	0.06
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金		181.29	0.06
取得借款收到的现金	333,814.43	290,497.32	329,672.89
收到其他与筹资活动有关的现金		71,562.10	0.00
发行债券收到的现金	98,500.00	0.00	98,500.00
筹资活动现金流入小计	69,550.00	459,640.69	428,172.95
偿还债务支付的现金	501,864.43	299,707.09	251,390.41
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	435,045.49	34,961.51	37,485.80
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	35,039.65	1,493.04	5,214.21
支付其他与筹资活动有关的现金	84,147.92	75,104.97	66,862.18
筹资活动现金流出小计	554,233.05	409,773.57	355,738.39
筹资活动产生的现金流量净额	-52,368.62	49,867.12	72,434.56
现金及现金等价物净增加额	-28,719.64	20,657.53	39,859.72
加：期初现金及现金等价物余额	107,881.38	87,223.86	47,364.14
期末现金及现金等价物余额	79,161.75	107,881.38	87,223.86

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
净利润	8,067.60	18,790.31	20,050.90
加：资产减值准备	1,467.60	4,744.87	1,643.37
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	30,746.97	27,412.75	27,079.37
无形资产摊销	5,995.12	4,988.65	4,594.94
长期待摊费用摊销	781.09	484.12	496.76
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	285.79	94.28	-396.85
财务费用	30,261.98	32,058.72	29,160.36
投资损失	-1,206.85	-1,998.74	130.80
递延所得税资产减少	-176.28	-11.84	-760.50
递延所得税负债增加	-65.74	4.75	-69.81
存货的减少	-1,193.62	-7,280.40	-2,230.88
经营性应收项目的减少	-25,287.34	-1,167.82	-4,525.15
经营性应付项目的增加	9,994.07	-5,637.47	-1,698.39
其他	257.17	-507.73	-3,886.20
经营活动产生的现金流量净额	59,927.58	71,974.45	69,588.73
现金的期末余额	79,161.75	107,881.38	87,223.86
减：现金的期初余额	107,881.38	87,223.86	47,364.14
现金及现金等价物净增加额	-28,719.64	20,657.53	39,859.72

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2015 年	2014 年	2013 年
应收账款周转天数（天）	62.22	58.21	61.97
存货周转天数（天）	92.60	83.70	84.50
净营业周期（天）	114.64	108.83	117.70
资产负债率	61.75%	62.34%	66.84%
流动比率	0.75	0.93	0.98
速动比率	0.55	0.71	0.74
EBITDA（万元）	82,431.17	94,981.04	89,291.69
EBITDA 利息保障倍数	2.40	2.73	2.82
负债与所有者权益比率	161.42%	165.54%	201.61%
营业收入（万元）	468,604.04	511,235.41	485,454.35
利润总额（万元）	12,744.73	30,036.80	27,960.26
综合毛利率	16.29%	18.74%	19.07%
营业利润率	1.37%	4.81%	4.77%
总资产回报率	4.08%	5.85%	6.42%

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	存货周转天数（天）	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应收账款周转天数（天）	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	应付账款周转天数（天）	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	净营业周期（天）	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	流动资产周转天数（天）	$[(\text{期初流动资产} + \text{期末流动资产}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	固定资产周转天数（天）	$[(\text{期初固定资产} + \text{期末固定资产}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	总资产周转天数（天）	$[(\text{期初总资产} + \text{期末总资产}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款 + 应付债券
	短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的长期有息债务
	有息债务	长期有息债务 + 短期有息债务

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、债务人主体长期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、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。