

# 南方汇通股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司 债券（第一期）、2018 年面向合格投资者公开发行公司债券 （第一期）跟踪评级报告（2021）

---

项目负责人：史 曼 mshi@ccxi.com.cn

项目组成员：刘钊博 zhbliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 05 月 28 日

## 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。

■ 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。

■ 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。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 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。

■ 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。

■ 本次评级结果中的信用等级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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 0491 号

## 南方汇通股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司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：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“17 汇通 01”和“18 南方 01”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年五月二十八日

**评级观点：**中诚信国际维持南方汇通股份有限公司（以下简称“南方汇通”或公司）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持中国中车集团有限公司（以下简称“中车集团”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 汇通 01”和“18 南方 01”的债项信用等级为 **AAA**，上述债项级别考虑了中车集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中诚信国际肯定了公司在复合反渗透膜领域保持了较强研发实力，膜产业链进一步完善、收入和利润水平有所提升、资本结构稳健、偿债压力较小等优势对其整体信用实力提供的有力支持；但同时，中诚信国际也关注到家用膜产品和床垫产品竞争进一步加剧、天钢项目运营及收益情况有待观察等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

### 概况数据

南方汇通（合并口径）	2018	2019	2020	2021.1~3
总资产（亿元）	20.16	21.83	25.21	24.61
所有者权益合计（亿元）	9.81	12.60	13.99	14.01
总债务（亿元）	4.60	5.72	6.64	6.39
营业总收入（亿元）	11.05	11.37	12.54	3.15
净利润（亿元）	1.04	1.08	1.20	0.11
EBITDA（亿元）	2.23	2.14	2.24	--
经营活动净现金流（亿元）	0.18	0.74	1.80	0.24
资产负债率(%)	51.32	42.30	44.53	43.08
中车集团（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	3,984.73	4,304.98	4,367.30	4,751.13
所有者权益合计（亿元）	1,507.54	1,625.97	1,733.46	1,751.47
总债务（亿元）	787.57	840.02	776.48	985.71
营业总收入（亿元）	2,293.51	2,397.52	2,399.70	429.53
净利润（亿元）	96.05	105.61	129.66	15.92
EBITDA（亿元）	216.68	231.00	255.46	--
经营活动净现金流（亿元）	186.73	163.68	-21.11	-134.05
资产负债率(%)	62.17	62.23	60.31	63.14

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告以及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

### 正面

■ **复合反渗透膜领域保持较强研发实力，技术水平国内领先。**公司是国内品类最全的反渗透膜制造商之一，跟踪期内通过研发进一步优化产品结构，参与开发的膜法砷处理工艺顺利通过鉴定，保持了较强的研发实力及技术水平。

■ **膜产业链进一步完善，收入和利润水平有所提升。**2020 年公司持续拓展膜处理业务并获得天钢项目自主运营权，膜产业链

进一步完善，收入和利润水平有所提升。

■ **资本结构稳健，偿债压力较小。**2020 年受益于收入规模扩大，公司经营获现能力提升，整体资本结构稳健，偿债能力良好。

■ **担保实力极强。**中车集团是全球轨道交通装备制造行业龙头企业，在轨道交通装备市场具有显著的地位，综合竞争实力和抗风险能力极强。中车集团为“17 汇通 01”和“18 南方 01”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，可为上述债券本息的偿付提供有力支持。

### 关注

■ **家用膜产品和床垫产品竞争进一步加剧。**我家用膜和床垫市场分散，2020 年以来下游需求因疫情有所下滑，市场竞争进一步加剧。

■ **天钢项目运营及收益情况有待观察。**2020 年公司通过签署天钢项目回购变更协议获得该项目自主运营权，有助于积累项目运营经验并完善膜产业链，但未来其运营及收益情况仍有待观察。

### 评级展望

中诚信国际认为，南方汇通股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**行业景气度上行，公司订单获取良好，收入规模大幅提升、盈利能力持续改善，资本实力明显提升等。

■ **可能触发评级下调因素。**受行业影响，订单获取大幅下降，盈利能力持续下滑；债务规模上升，流动性压力加大等。

### 同行业比较

2020 年部分化工企业主要指标对比表					
公司名称	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
保利联合	152.00	71.04	59.80	1.52	4.92
南方汇通	25.21	44.53	12.54	1.20	1.80

注：“保利联合”为“保利联合化工控股集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
17 汇通 01	AAA	AAA	2020/05/29	1.00	1.00	2017/07/03~2022/07/03（3+2）	票面利率选择权，加速到期条款，回售条款
18 南方 01	AAA	AAA	2020/05/29	2.85	2.85	2018/05/15~2023/05/15（3+2）	票面利率选择权，加速到期条款，回售条款

## 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定期与不定期跟踪评级，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

2017年7月3日，公司发行“17汇通01”，期限5年，附第三年末投资者回售选择权及发行人调整票面利率选择权，募集资金总额1.00亿元。2018年5月15日，公司发行“18南方01”，期限5年，附第三年末投资者回售选择权及发行人调整票面利率选择权，募集资金总额2.85亿元。上述债务融资工具募集资金使用与募集说明书承诺的用途及使用计划一致，且已全部使用完毕。

## 宏观经济与政策环境

**宏观经济：**2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，

但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总

体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

**海水淡化及水环境治理相关政策的持续加码带动工业膜市场维持较高景气度，但国外反渗透膜企业仍占据主导地位；家用膜市场需求下滑，竞争持续加剧，利润空间缩窄**

膜产品是一种具有特殊选择性分离功能的高分子材料，能够选择性透过水体中的一种或几种物质，从而将目标物与杂质分隔，达到水质净化的作用，一般分为家用膜和工业膜两大类。其中，工业膜最主要的应用市场为工业水处理，领域包括海水淡化、水污染治理、回用处理、废水近零排放等。随着我国水资源短缺及水污染问题的日益凸显，海水淡化及水环境治理持续获得政策倾斜。海水淡化方面，根据《全国海水利用“十三五”规划》，到“十三五”末，全国海水淡化总规模达到 220 万吨/日以上，沿海城市新增海水淡化规模 105 万吨/日以上，海岛地区新增海水淡化规模 14 万吨/日以上，海水直接利用规模达到 1,400 亿吨/年以上。同时《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020 年）》在新材料关键技术产业化中提到，要加快海水淡化处理用膜、锂离子电池用软包装膜、偏光片及配套

膜材料等先进有机材料关键技术产业化，为海水淡化提供技术保障等。污水处理方面，2021 年 1 月 11 日，国家发展改革委、生态环境部等十部门联合印发《关于推进污水资源化利用的指导意见》，意见明确要求到 2025 年全国污水收集效能显著提升，县城及城市污水处理能力基本满足当地经济社会发展需要，水环境敏感地区污水处理基本实现提标升级；全国地级及以上缺水城市再生水利用率达到 25% 以上，京津冀地区达到 35% 以上。

受益于海水淡化市场增长及环保政策的逐步落地，水处理设施新增和提标改造持续拉动工业膜需求的增长，行业整体景气度维持在较高水平。但中诚信国际也关注到，膜行业竞争压力仍在持续，陶氏化学、日东电工、东丽等国外反渗透膜企业基于品牌和产品稳定性优势，占据工业膜市场较大市场份额；国内企业规模普遍较小，资金实力较弱，竞争力仍有待提升，尤其在大型应用项目上，国产品牌仍处于劣势。在小型工业水处理项目及中低端市场中，国产品牌依靠价格优势形成一定竞争力；但随着国内反渗透膜厂家纷纷从家用膜转移到工业膜，中小型项目和零售市场竞争进入白热化，性能偏低的产品不断蚕食中低端市场。

家用膜主要用于家用净水器，根据奥维云网公布的数据，受新冠疫情及房地产开工建设进度放缓影响，2020 年净水器家装市场需求下降，净水器销量为 1,016.9 万台，同比下降 10.6%，近三年首次出现下滑；整体零售额为 239 亿元，同比下降 22.7%，达到近三年最大降幅。此外，由于家用膜门槛较低，生产企业众多且产品趋于同质化，行业竞争激烈并呈现低价竞争格局，近年来产品价格持续下滑，行业利润空间不断受到挤压。随着《反渗透净水机水效限定值和水效等级》强制性标准的执行，对水效检测和计算方法进行了明确，行业竞争有望逐步向良性化发展。

**我国床垫市场需求规模大但集中度低，跟踪期内房地产增速下行，行业面临更加激烈的市场竞争，随着竞争力较弱的企业逐步退出，行业集中度或将提**

## 升

受疫情影响，2020年一季度房地产市场短期严重下滑，包括床垫在内的家具用品需求受到一定冲击，同时家具零售门店开放延迟以及人流受限等因素亦对当期家具销售造成较大影响，家具制造业规模以上企业完成营业收入 1,177 亿元，同比下降 23.7%，实现利润总额 40.1 亿元，同比下降 47.8%。二季度以来随着国内疫情逐步得到控制，家具消费需求持续释放，国内零售持续向好，海外出口回暖明显，家具零售累计额同比降幅逐步收窄。但全年来看，受房地产行业宏观政策调控影响，家具行业需求增速仍呈下行态势，2020 年国内家具类零售额为 1,598 亿元，同比下降 7%。

我国人口基数大，且随着城镇化率的提升、家庭消费升级和酒店业增长，近年来国内床垫市场需求不断提升，2019 年床垫消费总额为 83.42 亿美元，近 5 年增长率达 39%。同时，随着床垫需求的增加，我国床垫总产值亦持续提升，2019 年为 98.82 亿美元，已成为全球最大床垫生产国之一。但受国内中小品牌众多、床垫创新技术较弱、品牌宣传力度有限、销售渠道布局不足、行业缺乏整合等综合因素影响，床垫市场集中度很低，2019 年产业集中度 CR3 约为 16% 左右，领先企业慕思的市场占有率仅为 8%，而较成熟的美国床垫市场 CR3 在 63% 左右。竞争格局方面，目前国内床垫市场的优势品牌包括以舒达、丝涟、金可儿为主的国际床垫品牌，以慕思、喜临门、穗宝、雅兰、大自然为主的全国性品牌，以及以晚安、玮兰、皖宝、吉斯等为主的区域性强势品牌；其中高端市场上国际品牌仍占据主导地位，内资品牌则主打中低端市场，虽具有一定渠道优势，但因市场竞争激烈，利润空间较为有限。2020 年在疫情、房地产增速下行的催化下，床垫市场竞争进一步加剧，部分盈利能力弱的企业及经销商由于经营不善或现金流承压被迫退出市场。由于

床垫标准化程度高，适合规模化生产，随着中小厂商的出清，未来行业集中度或将提升。

## 2020 年以来公司膜业务产品结构持续丰富，保持了较为领先的技术水平及行业地位

公司子公司时代沃顿科技有限公司（以下简称“时代沃顿”）是国内品类最全的反渗透膜制造商之一，具有较为领先的技术水平。技术开发方面，由上海核工院牵头、公司参与共同研发的核电厂高性能组合膜法硼处理工艺装置于 2020 年 6 月 18 日顺利通过鉴定，该技术为国内首创，技术达国际领先水平。

2020 年新冠疫情对膜行业下游工程项目的实施产生一定冲击，膜需求阶段性有所回落，且国外疫情的持续对膜产品出口产生不利影响，但国内环保政策趋严、工业水处理要求提升等趋势并未改变。2020 年以来公司通过研发进一步优化产品结构，陆续推出了市政纳滤元件、增强型工业反渗透膜、耐酸纳滤膜、抗氧化反渗透膜、一体式滤芯、家用水效膜等新产品。公司针对市政供水等工业膜细分领域，积极推动产品结构调整和升级，并努力开拓国内市场，扩大内销占比，并利用地处疫情低风险地区优势，提早复工复产，产能利用率有所提升，且工业膜收入占比持续提升。家用膜方面，由于市场竞争日趋白热化，公司根据行业需求趋势，向高通量和高水效类型产品进行切换，家用膜收入及毛利率有所回升。受益于丰富的产品种类、较高的质量以及就市场变化所做出的良好应对，2020 年以来公司在国内复合反渗透膜领域仍保持较为突出的市场地位，2020 年公司在工业八寸膜市场占有率位列前五（国内品牌中位列第一）。同期时代沃顿实现营业总收入 6.40 亿元，净利润 1.14 亿元，同比略有下降。

表 1：公司工业膜和家用膜在膜产品中收入占比及毛利率情况（%）

	2018		2019		2020		2021.1~3	
	家用膜	工业膜	家用膜	工业膜	家用膜	工业膜	家用膜	工业膜
收入占比	37.24	55.79	30.13	58.75	31.29	63.41	30.40	65.00

毛利率	37.16	51.26	22.37	47.63	28.01	48.17	23.72	46.10
-----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

注：除家用膜和工业膜外，公司还有部分商用膜。

资料来源：公司提供

**表 2：公司复合反渗透膜产销情况**

复合反渗透膜	2018	2019	2020	2021.1-3
产能（万平方米/年）	2,000	2,330	2,330	2,330
产量（万平方米）	1,551	1,769	1,990	554
产能利用率（%）	77.55	75.92	85.41	95.11
产量（万支）	733.86	654.97	614.91	158.82
销量（万支）	736.31	619.83	623.44	152.23
产销比率（%）	100.33	97.80	101.39	95.85

注：2021 年一季度产能利用率经年化处理；由于单支工业膜使用膜片较多，且工业膜销售占比提升，以面积计算的产销量均增加，但支数计算的产销量可能出现下降。

资料来源：公司提供

公司采取“直销+经销”的销售模式，有较为完善的经销商管理体系。其中，工业膜下游客户主要为经销商，结算一般先收取一部分预收款并给予对方 30 天左右的账期，对部分大客户采用直销模式销售，账期为 3~6 个月，家用膜通常为现款结算。

### 跟踪期内公司持续拓展膜分离业务并获得天钢项目运营权，产业链得到进一步完善，但膜处理业务规模扩大对资金形成一定占用，天钢项目运营及收益情况亦有待观察

近年来公司充分利用其膜分离核心材料生产及技术研发优势，推进膜分离业务，为客户提供膜分离整体解决方案，包括技术方案设计、工程设计、技术实施与系统集成、运营技术支持和运营服务等。

2018 年 8 月，公司中标中广核联达节能科技有限公司（现更名为中联达节能科技有限公司，以下简称“中联达节能”）50,000m<sup>3</sup>/d 中水回用项目（以下简称“天钢项目”），该项目采用 EMC 合同能源管理模式，总投资 2.20 亿元。由于项目的终端用水方天津天钢联合特钢有限公司（以下简称“天津天钢”）实施破产重整，公司分别于 2019 年 6 月、2020 年 12 月先后与中联达节能、天津信安思拓新能源有限公司（以下简称“信安思拓”）、天津友联盛业科技集团有限公司（以下简称“友联盛业”）签署了

相关协议，约定由信安思拓与友联盛业共同对天钢项目资产进行回购，共同承担回购义务，回购价款为 2.62 亿元，其中信安思拓支付人民币 0.36 亿元，友联盛业向公司支付人民币 0.20 亿元，目前上述资金已全部收回，剩余 2.06 亿元以公司自主运营项目 25 年并获取收益的方式进行偿付，现回购所涉及项目已经全部验收合格，待项目 25 年运营期届满后公司将项目移交信安思拓和友联盛业。此外，天津天钢等 13 家公司破产重整完毕，天津天钢更名为天津市新天钢联合特钢有限公司（以下简称“新天钢公司”）并与公司建立了直接供水合作关系。天钢项目为公司承接的首个水处理工程运营项目，该项目的承办及自主运营有助于公司积累项目运营经验、拓展膜处理业务、打通膜法水处理全产业链，但未来天钢项目运营及收益情况仍有待观察。

公司子公司贵州中车绿色环保有限公司（以下简称“绿色环保<sup>1</sup>”）具有膜分离设备集成、项目工程承建实施的能力，拥有环保专业承包壹级资质，市政公用工程施工总承包三级资质、机电工程施工总承包三级资质，水污染防治设计乙级资质。“三磷”治理技术方案处于国内领先水平，通过工程服务和专业承包的方式为客户提供水处理解决方案。2020 年公司大力推进膜分离业务市场开拓，与大型工程公司、设计院、重点国有大中型企业开展技术交流合作，运营原水处理、污水处理等多个项目，膜分离业务收入同比增长 86.60% 至 1.64 亿元。**中诚信国际认为**，膜分离业务的拓展有利于公司打通膜法水处理全产业链，对原有膜业务形成拉动，但项目前期投入较大，随着业务规模的扩大，应收工程款对流动资金的占用亦将增加。

### 2020 年以来床垫市场竞争压力加大且家具行业需求下行，公司持续拓宽植物纤维产品销售渠道，销量保持相对稳定，但产能利用率持续处于较低水平

<sup>1</sup> 2019 年 7 月 1 日，公司与绿色环保股东涂刚签订《一致行动人协议》，双方约定在绿色环保股东会和董事会中行使职权时保持一致且按

照公司意见行使表决权，双方合计持股比例为 50.69%，公司是绿色环保的实际控制人。

公司植物纤维产品运营主体为子公司大自然科技股份有限公司（以下简称“大自然”），为行业内规模最大的植物床垫生产制造企业。受疫情影响，跟踪期内家具需求下降，加之终端门店延迟开业，市场竞争进一步加剧。对此公司加大渠道建设投入，提升经销商扶持政策力度，截至 2021 年 3 月末，全国总经销商增至 356 个，其中 26 个为一级经销商，分布在华北、华东、西南、华南等地区。同时，公司积极开展线下店面建设，优化店面位置，增建大面积店面，全年新开店 100 余家，并进一步丰富线上渠道多样化推广模式，提升网络直播、微信等线上推广密度，调整线上产品的销售模式<sup>2</sup>，实现线上线下联动。此外，公司通过签约新的形象代言人，进一步加大品牌宣传力度，2020 年大自然品牌再度荣登“2020 年 C-BPI 中国床垫行业品牌榜”第二名，连续 7 年蝉联国内床垫品牌前三名。受益于销售渠道的良好拓展，2020 年公司植物纤维产品销量同比基本保持稳定，大自然实现营业收入 4.04 亿元，净利润 0.28 亿元，分别同比增长 3.52% 和 25.39%。结算方面，公司与经销商大部份采取现款现货的结算模式，特殊节日促销时给予少量短期授信。但中诚信国际也注意到，公司产能利用率仍处于较低水平，在行业竞争加剧的背景下仍承受一定产能释放压力。

**表 3：公司植物纤维产品产销情况**

植物纤维产品	2018	2019	2020	2021.1~3
产能（立方米/年）	130,000	130,000	130,000	130,000
产量（立方米）	59,371	50,472	53,966	11,850
产能利用率（%）	45.67	38.82	41.51	36.46
销量（立方米）	58,412	52,989	52,497	11,746
其中：床垫	57,897	52,490	52,087	11,681
枕头	516	499	410	65
库存量（立方米）	3,017	500	1,969	1,793

注：2021 年一季度产能利用率经年化处理。

资料来源：公司提供

**未来公司仍将深耕复合反渗透膜行业，发挥膜法水处理项目对膜业务的拉动作用，拓展床垫市场；重点推进沙文工业园三期项目建设，短期资本支出压**

<sup>2</sup> 2020 年 4 月，公司将线上植物纤维产品销售由直接销售给经销商的

## 力尚可

未来公司将按照“聚焦水环境健康、一体化协同创新”的发展战略，以环保健康为核心，做好产业链延伸和多元化发展，实现既有业务的做优做强。

公司目前主要在建项目为沙文工业园三期项目，预计总投资 2.82 亿元，截至 2020 年末已投资 0.28 亿元，建设周期为 24 个月，建成后将形成年产聚酰胺复合反渗透膜材料 480 万 m<sup>2</sup>、海水淡化反渗透膜组件 4 万支、大通量反渗透膜组件 145 万支的生产能力，短期资本支出压力尚可。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2019 年财务报告、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 2020 年财务报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，各期财务数据均为财务报表期末数。

### 2020 年膜分离业务持续拓展以及天钢项目投入运营带动收入规模扩大，植物纤维产品销售渠道拓宽亦令盈利能力有所加强

2020 年膜产品和植物纤维产品竞争进一步加剧，公司推动膜产品结构升级、加大毛利率相对较高的工业膜销售比例、拓宽植物纤维产品销售渠道并调整线上销售模式，上述板块收入保持相对稳定，但毛利率均有所提升且带动整体毛利率上升；膜分离业务收入增加令营业总收入稳定增长。2021 年一季度公司各板块运营稳定，营业总收入同比大幅提升。

**表 4：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)**

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
膜产品	6.61	6.68	6.37	1.76
植物纤维产品	4.27	3.62	3.78	1.06
膜分离	--	0.88	1.64	0.20
中水回用	--	--	0.36	0.08

销售模式转变为委托代理运营。

其他业务	0.16	0.19	0.39	0.06
<b>营业总收入</b>	<b>11.05</b>	<b>11.37</b>	<b>12.54</b>	<b>3.15</b>
<b>毛利率</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021.1~3</b>
膜产品	44.31	37.10	42.38	39.59
植物纤维产品	34.60	28.47	39.55	35.10
<b>营业毛利率</b>	<b>40.14</b>	<b>32.59</b>	<b>37.12</b>	<b>36.35</b>

注：2020 年公司将原棕纤维产品重命名为植物纤维产品，将环保工程板块重命名为膜分离。

资料来源：公司提供

2020 年受加大营销投入及植物纤维产品线上销售转为委托代理模式影响，公司销售费用有所增加，期间费用率处于较高水平。利润总额主要由经营性业务利润构成，同期植物纤维产品市场良好拓展以及天钢项目投运带动利润总额有所增长，但由于收益水平相对较低的膜分离和中水回用业务收入增加，EBITDA 利润率及总资产收益率有所下降。

**表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2018	2019	2020	2021.1~3
期间费用合计	3.15	2.85	3.41	0.98
期间费用率	28.46	25.08	27.18	31.23
经营性业务利润	1.30	1.02	1.31	0.14
投资收益	0.13	0.20	0.11	0.008
利润总额	1.31	1.27	1.35	0.16
净利润	1.04	1.08	1.20	0.11
EBIT	1.61	1.57	1.57	--
EBITDA	2.23	2.14	2.24	--
EBITDA 利润率	20.22	18.87	17.84	--
总资产收益率	8.41	7.49	6.67	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 资产、负债和权益规模均稳步上升，财务杠杆比率处于良好水平，短期债务压力较小

2020 年末公司总资产有所增加。截至 2020 年末，公司货币资金为 5.62 亿元，其中受限货币资金 1.32 亿元。受 50,000 吨/天中水回用项目回购协议变更影响，其他应收款和无形资产变动较大<sup>3</sup>。公司将部分应收票据进行背书转让，2020 年末由于部分信用等级一般的商业承兑汇票未到期而未终止确认，应收票据有所增加。其他权益工具投资主要为持有的贵州银行股权且同期末有所增加，主要系其公允价值上升所致。2020 年由于膜处理业务规模扩大，应收工程款增加导致期末长期应收款增长较

<sup>3</sup> 计入其他应收款中的应收非流动资产处置款账面价值减少 2.26 亿元，已计提坏账准备减少 0.34 亿元，计入无形资产中的特许权增加

快。

2020 年末公司总负债亦有所增加。其中，已转让未终止确认票据增加亦令同期末其他流动负债有所增长。2020 年公司增加 0.70 亿元长期借款用于补充流动资金，总债务有所上升，但债务期限结构较优，短期债务压力较小。

经营利润积累以及其他权益工具投资公允价值上升带动 2020 年末公司所有者权益稳步增长，资产负债率和总资本化比率保持在较为合理的水平。2020 年度，公司利润分配预案拟派发现金红利 0.37 亿元，占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比例为 35.05%，同比略有下降。

**表 6：近年来公司主要资产负债情况（亿元、%）**

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	2.66	3.82	5.62	5.36
应收票据	0.32	0.72	1.34	1.07
其他应收款	0.11	1.97	0.05	0.08
可供出售金融资产/ 其他权益工具投资	4.36	3.20	3.66	3.52
固定资产	4.82	5.79	5.86	5.73
无形资产	0.78	0.82	2.45	2.42
长期应收款	-	-	0.74	0.70
总资产	20.16	21.83	25.21	24.61
应付账款	1.40	1.56	1.83	2.13
其他应付款	2.25	0.30	0.37	0.34
其他流动负债	-	0.02	0.62	0.03
总负债	10.35	9.23	11.23	10.60
总债务	4.60	5.72	6.64	6.39
短期债务/总债务	16.78	32.84	29.82	26.34
未分配利润	3.40	6.07	6.78	6.89
少数股东权益	1.22	1.65	1.82	1.85
所有者权益合计	9.81	12.60	13.99	14.01
资产负债率	51.32	42.30	44.53	43.08
总资本化比率	31.93	31.22	32.19	31.33

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2020 年公司经营获现能力提升，整体偿债能力良好

2020 年受益于收入规模扩大以及时代沃顿加大票据使用力度，公司经营获现能力进一步提升；同期由于沙文工业园三期项目投资增加，加之去年出售所持海通证券股票所获得的投资活动现金流入不具有可持续性，投资活动现金流转为净流出状

1.61 亿元。

态；借款力度加大令筹资活动现金呈净流入状态。2021年一季度由于公司现金较为充裕，更多采用现金支付的方式进行原材料采购，经营活动净现金流同比有所下降。

偿债能力方面，受益于2020年经营获现能力的提升，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力明显增强。同期债务规模扩大令EBITDA对债务覆盖能力有所弱化，不过公司债务规模较小，上述偿债指标仍处于良好水平。此外，公司货币资金较为充裕，可完全覆盖短期债务，短期偿债压力较小。

**表 7：近年来公司现金流及偿债指标情况**

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流（亿元）	0.18	0.74	1.80	0.24
投资活动净现金流（亿元）	-1.41	2.00	-0.14	-0.19
筹资活动净现金流（亿元）	1.31	-2.65	0.19	-0.009
经营活动净现金流/总债务(X)	0.04	0.13	0.27	0.15*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.61	2.44	8.25	--
总债务/EBITDA(X)	2.06	2.67	2.97	--
EBITDA 利息倍数(X)	7.42	7.02	10.23	--
货币资金/短期债务(X)	3.44	2.03	2.84	3.18

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 资本市场融资渠道能为公司流动性提供一定支持，受限资产规模可控

截至2021年3月末，公司获得各家银行授信额度合计5.60亿元，其中未使用授信余额为4.20亿元；同时作为A股上市公司，公司无股权质押情况，在资本市场拥有较为畅通的权益融资渠道，具有一定备用流动性。

截至2021年3月末，公司受限资产总额2.39亿元，包括用于抵押贷款的固定资产1.37亿元和以银行承兑汇票保证金为主的受限货币资金1.02亿元，占同期末总资产的9.71%，比重较低。此外，同期末公司不存在对外担保及未决诉讼形成的或有负债。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017~2021年4月22日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

### 公司是中车产投旗下上市平台，控股股东对其具有较强的支持意愿，在资金及资源协调等方面可提供一定支持

公司隶属于中车产投下的新材料环保业务平台，且是其下属上市公司，战略地位较为重要，控股股东对其支持意愿较强，且在资金及资源协调等方面可提供一定支持。此外，公司持续获得来自贵州省和国家的各项补助，2018~2020年收到计入当期损益的政府补助分别为0.15亿元、0.31亿元和0.20亿元。

## 偿债保障措施

“17汇通01”和“18南方01”本息的到期兑付由中车集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中国中车集团有限公司为中国北方机车车辆工业集团公司与中国南车集团公司合并重组而成，是全球规模最大、品种最全、技术领先的轨道交通装备供应商。同时利用轨道交通装备的核心技术积极拓展新能源汽车、风电装备和高分子复合材料等国家战略性新兴产业，并开展类金融、物流和贸易等现代服务业。截至2021年3月末，中车集团实收资本为248.61亿元，其中100.00%股权为国务院国有资产监督管理委员会持有。

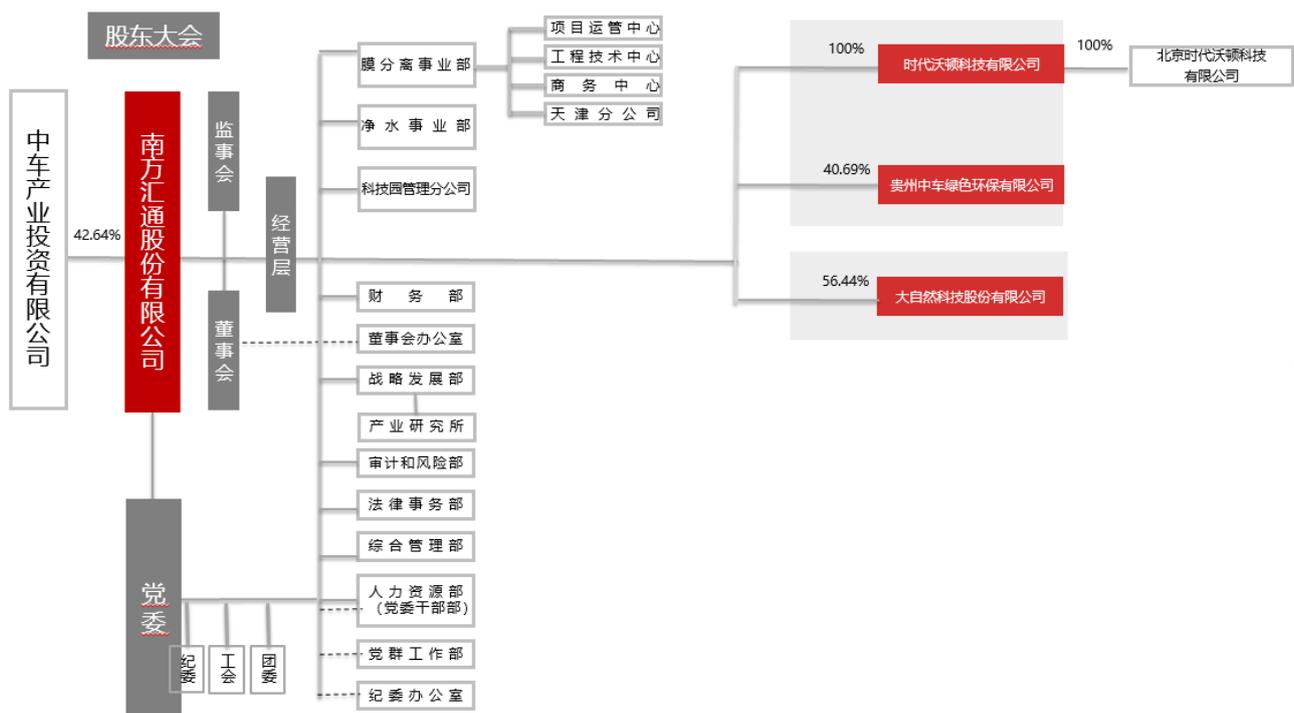
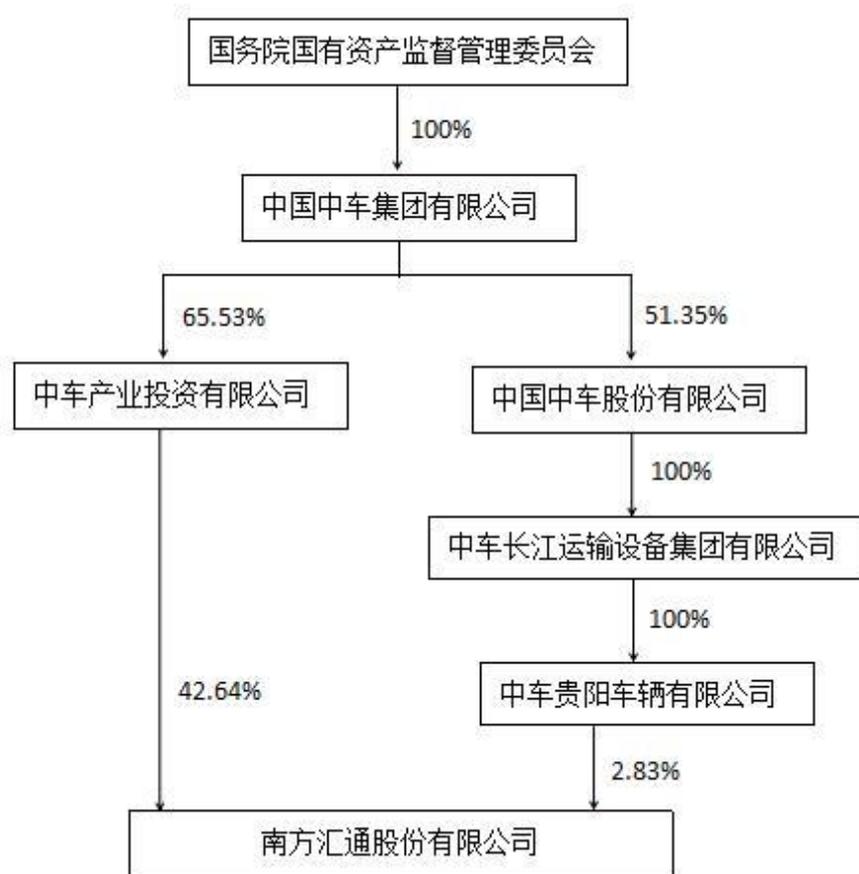
截至2020年末，中车集团总资产为4,367.30亿元，所有者权益合计为1,733.46亿元，资产负债率为60.31%；2020年中车集团实现营业收入2,399.70亿元，净利润129.66亿元，经营活动净现金流-21.11亿元。

综上所述，中诚信国际维持中国中车集团有限公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际认为中车集团极强的综合竞争实力，抗风险能力及偿债能力对上述公司债券的按期偿还提供了有力保障。

## 评级结论

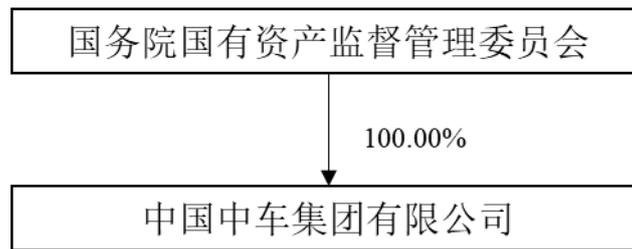
综上所述，中诚信国际维持南方汇通股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“17 汇通 01”和“18 南方 01”的债项信用等级为 **AAA**。

### 附一：南方汇通股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：中国中车集团有限公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

### 附三：南方汇通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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	26,577.16	38,178.91	56,171.09	53,564.04
应收账款净额	13,304.04	17,272.00	14,492.40	13,654.83
其他应收款	1,098.95	19,716.20	457.91	772.60
存货净额	11,270.22	15,000.24	15,401.96	16,521.24
长期投资	51,527.82	33,892.47	38,096.76	36,817.82
固定资产	48,156.77	57,862.05	58,599.75	57,289.49
在建工程	7,932.58	3,153.13	4,344.36	7,045.49
无形资产	7,785.41	8,156.07	24,450.09	24,203.43
总资产	201,603.06	218,308.24	252,127.57	246,074.13
其他应付款	22,462.39	3,020.72	3,654.68	3,390.42
短期债务	7,722.54	18,777.35	19,795.21	16,832.37
长期债务	38,300.25	38,394.13	46,598.08	47,080.45
总债务	46,022.80	57,171.48	66,393.29	63,912.82
净债务	19,445.63	18,992.57	10,222.20	10,348.78
总负债	103,471.70	92,334.42	112,260.10	106,011.28
费用化利息支出	3,013.08	3,052.75	2,186.58	--
资本化利息支出	-	-	-	--
所有者权益合计	98,131.37	125,973.81	139,867.47	140,062.84
营业总收入	110,511.44	113,656.75	125,411.50	31,522.41
经营性业务利润	12,957.65	10,156.21	13,051.92	1,421.31
投资收益	1,307.03	2,022.03	1,092.72	78.31
净利润	10,442.64	10,804.06	12,040.90	1,097.65
EBIT	16,126.07	15,723.11	15,697.30	--
EBITDA	22,347.64	21,444.13	22,373.51	--
经营活动产生现金净流量	1,842.54	7,440.39	18,041.91	2,399.48
投资活动产生现金净流量	-14,129.67	19,965.36	-1,385.79	-1,929.32
筹资活动产生现金净流量	13,135.41	-26,511.80	1,931.67	-92.40
资本支出	11,484.89	15,885.10	5,693.67	1,929.32
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	40.14	32.59	37.12	36.35
期间费用率(%)	28.46	25.08	27.18	31.23
EBITDA 利润率(%)	20.22	18.87	17.84	--
总资产收益率(%)	8.41	7.49	6.67	--
净资产收益率(%)	10.71	9.64	9.06	3.14*
流动比率(X)	1.22	2.26	1.83	1.93
速动比率(X)	1.00	1.93	1.57	1.62
存货周转率(X)	6.01	5.83	5.19	5.03*
应收账款周转率(X)	12.89	7.43	7.90	8.96*
资产负债率(%)	51.32	42.30	44.53	43.08
总资本化比率(%)	31.93	31.22	32.19	31.33
短期债务/总债务(%)	16.78	32.84	29.82	26.34
经营活动净现金流/总债务(X)	0.04	0.13	0.27	0.15*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.24	0.40	0.91	0.57*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.61	2.44	8.25	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-5.73	3.96	17.80	--
总债务/EBITDA(X)	2.06	2.67	2.97	--
EBITDA/短期债务(X)	2.89	1.14	1.13	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	7.42	7.02	10.23	--
EBIT 利息保障倍数(X)	5.35	5.15	7.18	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将研发费用计入管理费用，将合同资产计入应收账款；3、带\*指标已经年化处理。

## 附四：中国中车集团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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	4,094,970.30	4,778,465.24	3,580,444.31	3,731,885.27
应收账款净额	6,791,231.18	6,354,081.35	7,560,186.94	8,571,340.73
其他应收款	591,046.64	337,385.21	409,186.95	591,962.16
存货净额	7,954,443.42	8,623,065.55	9,297,108.64	10,776,788.21
长期投资	2,749,678.91	3,005,452.44	2,840,737.97	2,321,526.79
固定资产	6,135,932.73	6,338,345.25	6,234,054.95	6,258,419.58
在建工程	1,044,744.55	1,044,165.66	1,207,568.58	1,176,631.28
无形资产	1,817,697.87	1,920,654.50	1,987,378.08	1,980,339.38
总资产	39,847,344.98	43,049,762.03	43,672,971.20	47,511,332.62
其他应付款	1,273,216.78	1,352,109.20	1,345,551.85	1,264,161.83
短期债务	5,309,804.22	6,285,417.53	5,008,336.92	6,683,926.62
长期债务	2,565,877.96	2,114,778.97	2,756,463.61	3,173,149.36
总债务	7,875,682.18	8,400,196.50	7,764,800.53	9,857,075.97
净债务	3,780,711.88	3,621,731.26	4,184,356.23	6,125,190.71
总负债	24,771,987.44	26,790,037.90	26,338,336.49	29,996,620.37
费用化利息支出	262,159.50	210,939.43	191,173.06	--
资本化利息支出	32,530.53	18,660.35	25,884.78	--
所有者权益合计	15,075,357.54	16,259,724.13	17,334,634.71	17,514,712.26
营业总收入	22,935,095.17	23,975,206.44	23,996,981.76	4,295,339.80
经营性业务利润	1,196,819.33	1,594,993.36	1,406,260.87	188,220.33
投资收益	112,916.21	151,099.12	111,717.43	-664.71
净利润	960,529.42	1,056,131.48	1,296,577.92	159,215.68
EBIT	1,463,216.18	1,546,089.39	1,752,116.56	--
EBITDA	2,166,798.88	2,310,003.16	2,554,636.73	--
经营活动产生现金净流量	1,867,333.36	1,636,811.14	-211,122.80	-1,340,538.89
投资活动产生现金净流量	-1,277,098.55	-758,034.07	185,872.13	-1,193,024.73
筹资活动产生现金净流量	-2,302,720.01	-355,379.76	-570,161.99	2,211,182.44
资本支出	996,646.10	927,964.18	939,070.07	135,453.43
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	22.20	22.93	22.39	21.47
期间费用率(%)	16.52	16.03	16.72	17.04
EBITDA 利润率(%)	9.45	9.63	10.65	--
总资产收益率(%)	3.64	3.73	4.04	--
净资产收益率(%)	6.58	6.74	7.72	3.65*
流动比率(X)	1.21	1.19	1.24	1.24
速动比率(X)	0.82	0.81	0.81	0.81
存货周转率(X)	2.49	2.23	2.08	1.34*
应收账款周转率(X)	3.09	3.65	3.45	2.13*
资产负债率(%)	62.17	62.23	60.31	63.14
总资本化比率(%)	34.32	34.06	30.94	36.01
短期债务/总债务(%)	67.42	74.82	64.50	67.81
经营活动净现金流/总债务(X)	0.24	0.19	-0.03	-0.54*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.35	0.26	-0.04	-0.80*
经营活动净现金流/利息支出(X)	6.34	7.13	-0.97	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	15.86	12.61	-9.91	--
总债务/EBITDA(X)	3.63	3.64	3.04	--
EBITDA/短期债务(X)	0.41	0.37	0.51	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	7.35	10.06	11.77	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.97	6.73	8.07	--

注：1、中诚信国际分析时将中车集团计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务；2、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将使用权资产计入无形资产；3、中车集团未披露2021年一季度费用化利息支出及资本化利息支出，故相关指标失效；4、带“\*”指标经年化。

## 附五：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	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/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+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
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-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）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	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
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（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）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

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。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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

## 附六：信用等级的符号及定义

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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。