



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪546号

深圳市凯中精密技术股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“深圳市凯中精密技术股份有限公司公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定；维持本次债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年六月二十日

深圳市凯中精密技术股份有限公司 公开发行可转换公司债券跟踪评级报告（2019）

| | | | |
|--------|----------------------------|----|---------|
| 债券名称 | 深圳市凯中精密技术股份有限公司公开发行可转换公司债券 | | |
| 债券简称 | 凯中转债 | | |
| 债券代码 | 128042.SZ | | |
| 发行主体 | 深圳市凯中精密技术股份有限公司 | | |
| 发行规模 | 人民币 4.16 亿元 | | |
| 债券余额 | 人民币 4.16 亿元 | | |
| 存续期限 | 6 年期，2018/07/30—2024/07/30 | | |
| 上次评级时间 | 2017/09/01 | | |
| 上次评级结果 | 债项级别 | AA | 评级展望 稳定 |
| | 主体级别 | AA | |
| 跟踪评级结果 | 债项级别 | AA | 评级展望 稳定 |
| | 主体级别 | AA | |

基本观点

跟踪期内，深圳市凯中精密技术股份有限公司（以下简称“凯中精密”或“公司”）完成收购德国 SMK 新增气控组件业务，同时持续推进募投项目建设，带动核心主业持续发展以及新兴产业的延伸，加之新产品开发取得一定成效，产品品类不断丰富，综合竞争实力增强。同时，公司各板块产能持续扩张，整体业务规模保持增长趋势。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司面临的原材料价格波动风险和汇率波动风险、毛利率呈下滑趋势以及募投项目投资进展和未来市场拓展关注等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持凯中精密主体信用级别为 AA，评级展望为稳定，维持“深圳市凯中精密技术股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用级别为 AA。

正面

- 保持领先的行业地位。跟踪期内，公司仍系国内产能、产销量最大的换向器制造企业，换向器产销量全球第一，继续保持行业领先地位。
- 综合竞争实力提升。2018 年公司完成收购德国 SMK 新增气控组件业务，同时募投项目持续推进带动核心主业持续发展以及新兴产业的延伸，产品品类逐步丰富，产品结构得以优化，综合竞争实力提升。
- 业务保持增长趋势。得益于各板块产能扩张及并购业务新增，公司整体收入规模保持增长趋势，2018 年及 2019 年 1~3 月营业收入分别同比增长 20.64%和 36.55%。

概况数据

| 凯中精密 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q1 |
|----------------|-------|-------|-------|---------|
| 所有者权益（亿元） | 10.05 | 11.36 | 13.18 | 13.28 |
| 总资产（亿元） | 16.29 | 19.56 | 28.48 | 29.07 |
| 总债务（亿元） | 4.04 | 5.15 | 11.83 | 12.48 |
| 营业总收入（亿元） | 11.16 | 13.84 | 16.70 | 4.84 |
| 营业毛利率（%） | 28.52 | 29.41 | 25.32 | 22.75 |
| EBITDA（亿元） | 2.11 | 2.56 | 2.58 | - |
| 所有者权益收益率（%） | 12.81 | 13.43 | 8.61 | 5.63 |
| 资产负债率（%） | 38.32 | 41.94 | 53.73 | 54.33 |
| 总债务/EBITDA（X） | 1.92 | 2.01 | 4.58 | - |
| EBITDA 利息倍数（X） | 10.26 | 13.18 | 6.74 | - |

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2019 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

陈小中 xzchen@ccxr.com.cn

鄂敏军 mjwu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 6 月 20 日

关 注

- 毛利率呈下滑趋势。公司生产所需原材料中铜材采购成本占比较高，原材料价格波动加大了公司成本控制压力。2018 年铜价高位回落，公司综合采购成本上涨，加之客户压价以及单位制造成本上升，2018 年及 2019 年一季度营业毛利率分别降至 25.32%和 22.75%，业务初始获利能力削弱，中诚信证评对公司未来成本控制以及盈利表现予以关注。
- 汇率波动风险。公司外销业务占比不断提高，2018 年实现外销收入 9.16 亿元，占营业收入的比重进一步提升至 54.88%，较大规模的外销业务使其持续面临一定的汇率波动风险。
- 募投项目投资进展及未来市场拓展关注。公司在建募投项目计划总投资 8.61 亿元，截至 2018 年末累计投入 5.27 亿元。由于客户审核进度延缓、工艺技术及设备升级等多方面因素，公司电机整流子新建项目以及动力电池组件及连接器项目建设期延后，上述募投项目将于 2020~2021 年集中达到预期可使用状态，而部分新产品尚处于合作研发或者推广阶段，中诚信证评对公司后续项目投资进展以及未来市场拓展情况对募投项目回报周期的影响保持关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级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，中诚信证评将根据监管规定及《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，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2018]697号文核准，深圳市凯中精密技术股份有限公司（以下简称“凯中精密”或“公司”）于2018年7月30日公开发行“深圳市凯中精密技术股份有限公司公开发行可转换公司债券”（以下简称“本次债券”），发行总额4.16亿元。本次债券的期限为发行之日起6年，票面利率为：第一年为0.4%、第二年为0.6%、第三年为1.0%、第四年为1.5%、第五年为1.8%、第六年为2.0%，债券简称“凯中转债”，凯中转债于2018年9月3日起在深圳证券交易所挂牌交易，债券代码为“128042”，本次募集资金扣除发行费用后，拟用于“汽车轻量化及汽车电控、电池组件扩充项目”、“换向器和集电环生产线技术改造建设项目”、“动力电池组件及连接器生产线建设项目”和“信息化系统建设项目”。本次债券募集资金总额416,000,000.00元，扣除发行费用11,757,400.69元，实际募集资金净额404,242,599.31元。2018年，公司募集资金投入募投项目11,671.69万元，用于暂时补充流动资金27,000万元，募集资金专户利息收入12.07万元，手续费支出0.23万元，截至2018年末募集资金专户余额为2,190.15万元。2019年2月14日公司将用于暂时补充流动资金的闲置募集资金1,000万元归还至募集资金专用专户，截至2019年3月末，用于暂时补充流动资金26,000万元，募集资金专户余额为1,685.61万元。

行业关注

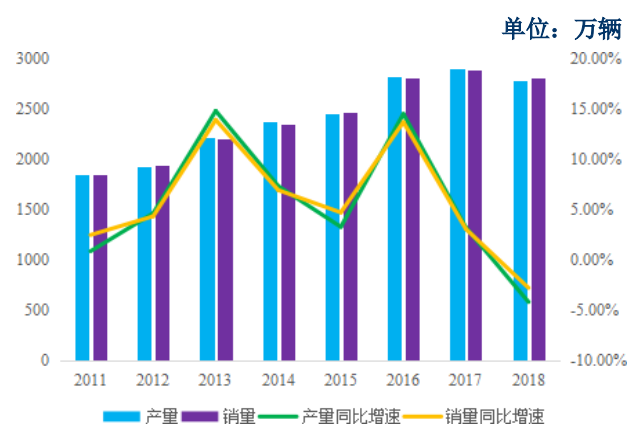
2018年汽车行业景气度下行、家电行业增速大幅回落，电机行业需求端表现疲乏，加之原材料铜价波动剧烈，业内相关制造企业运营加大。

电机行业作为传统行业，经过多年发展已成为现代生产、生活中不可或缺的核心、基础产业，应用遍及信息处理、家用电器、汽车电气设备、国防、航空航天以及工农业生产等各个领域。

汽车行业方面，2018年全球汽车行业景气度下行，同时受宏观经济增速回落、消费信心下降及优惠政策退出等因素影响，我国汽车行业面临较大压

力，全年汽车产销量分别完成2,780.9万辆和2,808.10万辆，同比分别下降4.20%和2.80%，产销量出现近年来首次下滑。从长期来看，汽车行业发展主要由汽车保有量及其经济水平决定，而我国较低的汽车保有量和不断提高的经济水平及居民收入为中国汽车行业的长期发展提供了空间。随着我国汽车行业的快速发展，近年来我国汽车保有量和人均汽车保有量快速增加，截至2018年末，我国汽车保有量达2.4亿辆，同比增长10.51%，同期我国汽车千人保有量达172辆，与欧美日等发达国家600~800辆的千人保有量相比依然偏低，汽车市场后续增长空间尚存。

图1：2011~2018年中国汽车产销量及增速情况



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信证评整理

家电行业方面，据全国家用电器工业信息中心发布的《2018年中国家电行业年度报告》显示，2018年中国家电市场规模达到8,104亿元，同比增幅1.9%，增速较2017年明显回落。其中，彩电零售额1,433亿元，同比下跌9.59%；空调零售额1,980亿元，同比增长4.5%；冰箱零售额969亿元，同比增长3.5%；洗衣机零售额707亿元，同比增长3.1%；厨卫产品整体表现尚可，全年规模达到1,769亿元，同比增长1.5%。

从供给侧来看，电机产业链上游是电解铜、硅钢、碳结钢和绝缘材料等原材料供应商以及轴承、换向器、冷却器等配件供应商。其中主要原材料电解铜和钢材价格波动较大，对业内企业成本控制造成较大压力。而轴承、换向器和变频器等属于专业化、高技术含量的配套产品，产品价格变动并没有原材料明显。2016年下半年以来，我国铜价迅速上涨，2017年伴随着供应偏紧炒作、全球制造业复苏

及中国需求稳健向好，铜价延续上年趋势，振荡上行。2018年以来，在国际铜矿劳资纠纷罢工、中美贸易摩擦加剧及市场实际需求低于预期等多重因素作用下，我国铜价震荡下行，年末我国上海金属市场铜均价为4.82万元/吨，较2017年末5.53万元/吨回落12.79%。2019年一季度，在中美贸易磋商的进行及我国基建补短板引发的需求预增等因素刺激下，铜价回升，截至3月末，我国上海金属市场铜均价为4.98万元/吨，较上年末上涨约3.28%。

图 2：2017 年以来上海金属市场铜平均价走势



资料来源：choice，中诚信证评整理

总体来看，2018 年全球汽车行业景气度下行，国内汽车产销量下滑，同时家电行业增速大幅回落，电机行业需求端表现疲乏，加之原材料铜价波动剧烈，成本控制压力加大，业内相关制造企业运营承压。

业务运营

目前，公司经营业务主要包括换向器及集电环、高强弹性零件、连接器及汽车轻量化、多层绝缘线以及 2018 年收购德国 SMK¹新增的气控零件业务，产品广泛应用于汽车、新能源汽车三电系统、家用电器、航空航天、办公设备、医疗器械、电动工具及电气控制等领域。

2018 年公司实现营业收入 16.70 亿元，同比增长 20.64%；其中换向器及集电环实现收入 10.53 亿元，同比增长 4.41%，占营业收入的比重由上年的 72.86% 降至 63.07%，仍是收入第一大来源；高强弹性零件销售收入 1.83 亿元，较上年基本持平，业务

¹ 2018 年 9 月 27 日，公司完成对德国 SMK100% 股权及其生产经营用厂房、土地的交割，已支付全部交易对价（合计 5,359.39 万欧元），自 2018 年 10 月 1 日起纳入公司合并报表范围。公司与德国 SMK 未签署业绩承诺协议。

占比为 10.93%；气控组件销售收入 1.61 亿元，业务占比为 9.62%，当年新增气控组件业务对公司整体收入规模增长提供一定支撑。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.84 亿元，同比增长 36.55%，业务规模保持增长趋势。

此外，近年公司外销业务占比不断提高，2018 年实现外销收入 9.16 亿元，占营业收入的比重进一步提升至 54.88%，在当前汇率波动行情下，公司面临一定的汇率波动风险。

表 1：2017~2018 年公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

| | 2017 | | 2018 | |
|-----------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 换向器及集电环 | 10.08 | 72.86 | 10.53 | 63.07 |
| 连接器及汽车轻量化 | 0.48 | 3.47 | 0.98 | 5.86 |
| 高强弹性零件 | 1.83 | 13.24 | 1.83 | 10.93 |
| 多层绝缘线 | 0.60 | 4.32 | 0.76 | 4.54 |
| 气控组件 | - | - | 1.61 | 9.62 |
| 其他 | 0.85 | 6.12 | 1.00 | 5.98 |
| 合计 | 13.84 | 100.00 | 16.70 | 100.00 |
| 国内 | 6.80 | 49.14 | 7.54 | 45.12 |
| 国外 | 7.04 | 50.86 | 9.16 | 54.88 |

注：气控组件统计口径为 2018 年 10 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日。
数据来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，公司募投项目建设持续推进及陆续投产，带动核心主业持续发展以及新兴产业的延伸，进一步丰富及优化产品结构，以提升公司综合竞争实力。

2016 年 11 月公司首次公开发行股票募集资金净额 4.57 亿元，用于“长沙凯中电气科技有限公司电机整流子新建项目”和“高端电机整流子产业化及生产基地项目”的建设。2018 年 7 月，公司成功发行可转换公司债券募集资金净额 4.04 亿元，用于“汽车轻量化及汽车电控、电池组件扩充项目”、“换向器和集电环生产线技术改造建设项目”、“动力电池组件及连接器生产线建设项目”和“信息化系统建设项目”的建设。公司通过发行股票和可转换公司债券的方式募集资金，推动传统产业换向器及集电环板块的可持续发展，提升智能制造水平，继续扩大换向器市场竞争力，同时加快连接器及汽车轻量化和新能源汽车动力电池组件等新兴产业发展，

进一步丰富产品品类，优化产品结构，提升公司综合竞争实力。

公司上述募投项目计划总投资 8.61 亿元，投资资金均来源于发行股票和可转换公司债券募集资金。截至 2018 年末，公司累计投入 5.27 亿元，其中“公司高端电机整流子产业化及生产基地项目”已完成投资并陆续投入使用；“长沙凯中电气科技有限公司电机整流子新建项目”由于客户审核进度慢于预期，同时根据行业发展实际情况需对新生产线关键设备选型和装备自动化、智能化进行改进，投资进度放缓，延期至 2020 年 10 月；“汽车轻量化及汽车电控、电池组件扩充项目”和“换向器和集

电环生产线技术改造建设项目”按进度推进，部分达到可使用状态并陆续投产；“动力电池组件及连接器生产线建设项目”产品主要应用于新能源汽车动力电池系统、驱动电机和电控系统，配套戴姆勒奔驰和采埃孚等新能源整车及零部件客户，因新能源汽车行业发展以及工艺技术升级，公司对生产工艺和设备选型进行优化，项目建设期延长，延期至 2020 年 8 月。值得关注的是，上述募投项目将于 2020~2021 年集中达到预定可使用状态，而部分新产品尚处于合作研发或者推广阶段，中诚信证评对公司后续项目投资进展以及未来市场拓展情况对募投项目回报周期的影响保持关注。

表 2：截至 2018 年末公司募投项目投资情况

单位：万元

| | 募集资金到位时间 | 募集资金承诺投资总额 | 截至 2018 年末累计投入金额 |
|-----------------------|-------------|------------------|------------------|
| 长沙凯中电气科技有限公司电机整流子新建项目 | 2016 年 11 月 | 18,630.64 | 13,891.29 |
| 高端电机整流子产业化及生产基地项目 | 2016 年 11 月 | 27,084.29 | 27,176.24 |
| 汽车轻量化及汽车电控、电池组件扩充项目 | 2018 年 8 月 | 16,139.26 | 6,103.09 |
| 换向器和集电环生产线技术改造建设项目 | 2018 年 8 月 | 14,018.00 | 4,272.84 |
| 动力电池组件及连接器生产线建设项目 | 2018 年 8 月 | 5,268.00 | 19.74 |
| 信息化系统建设项目 | 2018 年 8 月 | 4,999.00 | 1,276.02 |
| 合计 | - | 86,139.19 | 52,739.22 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司上述募投项目建设持续推进以及陆续投产，带动核心主业换向器、新能源汽车三电及轻量化等核心精密零组件的持续发展以及新兴产业的延伸，丰富产品品类，优化产品结构，提升公司综合竞争实力。但中诚信证评对公司上述募投项目投资进展以及未来业务开展情况对募投项目回报周期的影响将保持持续关注。

2018 年公司换向器产销量全球第一，继续保持行业领先地位，且优质的客户资源保障新增产能的释放，当年换向器及集电环业务保持稳定增长，但较高的客户集中度使其面临一定的潜在业务波动风险。

公司换向器及集电环主要产品包括 C 型换向器、K 型换向器、插片换向器、平面换向器和集电环等，主要用于汽车电机、办公设备、电动工具、医疗设备、航空航天等领域。跟踪期内，公司仍系国内产能、产销量最大的换向器制造企业，据公司 2018 年年报披露，换向器产销量全球第一，继续保

持行业领先地位。同时，公司系德国博世、戴姆勒、日本电装、采埃孚、马勒、比亚迪、法雷奥、万宝至、大陆集团、博格华纳和埃贝赫等全球知名企业的战略合作伙伴，并获得博世集团和万宝至等客户的广泛认可，优质的客户资源可为公司换向器及集电环业务发展提供良好支持。

国际知名电机企业对换向器供应商审核严格，一般需要经历 2~3 年的认证考察时间，而一旦成为合格供应商以后，供货关系相对稳定。因此，公司近年核心大客户相对稳定且集中度较高。2018 年公司前五大客户博世集团、德昌电机、戴姆勒股份、日本电装和电产集团的销售额合计 6.77 亿元，占营业收入比重为 40.55%，较上年下降 4.92 个百分点，但客户集中度仍较高，面临一定的潜在业务波动风险。

2018 年公司换向器及集电环产能增至 116,600 万只/年，较上年增加 7,760 万只/年，产能规模持续扩张，为业务继续增长提供发展空间。当年公司换

向器及集电环产销量分别为 105,865 万只和 105,902 万只，同比分别增长 4.06% 和 6.05%，产能利用率较高，且产销衔接良好。因客户集中度较高，公司下游议价能力相对不足，当年客户压价导致产品销售均价较上年有所下调，负面影响业务初始获利空间。

表 3：2017~2018 年公司换向器及集电环产能及产销情况

单位：万只/年、万只、元/只、%

| 换向器及集电环 | 2017 | 2018 |
|---------|---------|---------|
| 产能 | 108,840 | 116,600 |
| 产量 | 101,733 | 105,865 |
| 销量 | 99,863 | 105,902 |
| 销售均价 | 1.01 | 0.99 |
| 产能利用率 | 93.47 | 90.79 |

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司原材料主要包括铜材和电木粉等，其中铜材采购成本占比较高，近年铜价呈现剧烈波动，原材料价格大幅波动加大了公司成本控制压力。2018 年公司铜带、电解铜、铜杆和电木粉采购量分别为 3,136.31 吨、2,961.66 吨、70.40 吨和 3,144.12 吨，采购单价较上年分别上涨 3.37 元/千克、2.01 元/千克、3.59 元/千克和 0.32 元/千克，采购成本上升，负面影响其业务获利表现。

总体看，2018 年公司换向器产销量全球第一，继续保持行业领先地位，同时与全球主要电机厂商及汽车制造商建立长期合作关系，优质的客户资源保障其新增产能的有效释放，全年换向器及集电环产销量同步增长，板块收入稳步提升。但公司客户集中度较高，对核心客户的业务依赖较高，下游议价能力偏弱，或面临一定的潜在业务波动风险。

公司通过自主开发及收购等方式实现“内延外伸”发展，2018 年汽车电控零组件及汽车轻量化零件、多层绝缘线新产品业务保持大幅增长，高强弹性零件业务发展稳健，收购德国 SMK 新增气控组件业务，且募投项目实施及陆续投产带动新兴产业发展，加之新开发产品取得一定成效，新兴业务将成为公司新的业务增长点。

公司依托核心客户资源对新能源汽车动力电池系统、驱动电机、电控系统、汽车轻量化及智能

驾驶等应用领域的精密零组件需求，积极发展连接器及汽车轻量化和新能源汽车动力电池系统零组件等业务，进一步丰富产品品类，优化产品结构。同时，公司募投项目“汽车轻量化及汽车电控、电池组件扩充项目”和“动力电池组件及连接器生产线建设项目”的持续推进，将带动新兴业务的持续发展。连接器及汽车轻量化板块，2018 年公司产能由 2017 年的 1,267 万只/年提升至 4,200 万只/年，产能的增长带动产销量实现快速扩张，当年连接器及汽车轻量化产品产量和销量分别为 1,772 万只和 1,663 万只，分别同比增长 126.60% 和 112.70%。2018 年公司该板块实现销售收入同比增长 104.02% 至 0.98 亿元，但当前产能利用率仍处于较低水平，2018 年为 42.19%，未来面临一定业务拓展压力。

近年公司成功开发新能源汽车动力电池包组件（cell frame 和 busbar 等）、驱动电机连接器、电控系统逆变器零组件等新产品，进一步丰富产品种类。2018 年，公司取得戴姆勒新能源汽车动力电池系统零组件项目订单，并签订长期供货合同；通过采埃孚新能源汽车驱动电机连接器 VDA6.3 过程审核，正准备量产；同时，公司已成功开发应用于新能源汽车电控系统的逆变器、智能驾驶的 EPS 助力转向系统、新一代刹车系统以及新能源汽车轻量化的刹车系统的核心精密零组件。公司部分新产品已向德国和日本客户开始批量供货，多款产品正与戴姆勒、采埃孚和比亚迪等客户合作开发，预计未来将为公司带来新的业务增长点。但中诚信证评亦对公司新产品开发进展以及后续业务拓展情况予以关注。

2016 年公司收购德国沃特公司相关资产，进入高强弹性零件在欧洲汽车及航空市场，依托于与核心客户戴姆勒股份的稳定合作，该业务板块保持平稳发展。近年公司高强弹性零件产能保持逐年增长，2018 年产能为 18,980 万只/年，较上年增加 1,677 万只/年，为高弹性零件业务提供发展空间；全年产量 18,411 万只，同比增长 7.89%，当年产能利用率为 97.00%，产能释放充分。销售方面，当年公司高强弹性零件实现销量 18,118 万只，同比增长 6.20%；但销售均价由上年的 1.07 元/只降至 1.01 元/只。受

销售均价下调影响,2018年公司高弹性零件实现销售收入1.83亿元,较上年基本持平。

表 4: 2017~2018 年公司非换向器产品产能及产销情况

| | | 单位:万只/年、万只、% | |
|-------------------------|-------|--------------|--------|
| 产品 | | 2017 | 2018 |
| 汽车电控零 组件及汽车 轻量化零件 | 产能 | 1,267 | 4,200 |
| | 产量 | 782 | 1,772 |
| | 销量 | 782 | 1,663 |
| | 产能利用率 | 61.72 | 42.19 |
| 高强弹性 零件 | 产能 | 17,303 | 18,980 |
| | 产量 | 17,065 | 18,411 |
| | 销量 | 17,061 | 18,118 |
| | 产能利用率 | 98.62 | 97.00 |
| 气控零件 | 产能 | - | 370 |
| | 产量 | - | 355 |
| | 销量 | - | 332 |
| | 产能利用率 | - | 95.95 |

注:气控组件统计口径为2018年10月1日至2018年12月31日。
数据来源:公司提供,中诚信证评整理

2018年9月,公司收购德国SMK,新增气控组件业务,并直接获得德国斯图加特以及德累斯顿附近生产运营基地以及发展用地,以更好地服务于戴姆勒和采埃孚等核心客户,推进公司新能源汽车三电和全球化战略实现,进一步提升全球市场竞争力。自2018年10月1日纳入合并范围后,公司气控组件四季度统计产能为370万只,期间产品产量355万只,产能利用率为95.95%,产能释放充分;四季度实现销量332万只,产销率为93.52%。当年公司气控组件销售收入为1.61亿元(统计口径为2018年10月1日至2018年12月31日),占全年营业收入的比重为9.62%,对整体收入增长提供一定支撑。

总体来看,公司通过自主开发及收购等方式实现“内延外伸”发展,不断拓宽产业链,丰富产品品类,逐步优化产品结构。2018年公司高强弹性零件和连接器及汽车轻量化业务保持稳健发展,且募投项目实施及陆续投产带动新兴产业发展,加之新开发产品取得一定成效,未来将成为公司新的业务增长点。但中诚信证评亦对公司后续产品开发进展及市场拓展情况予以关注。

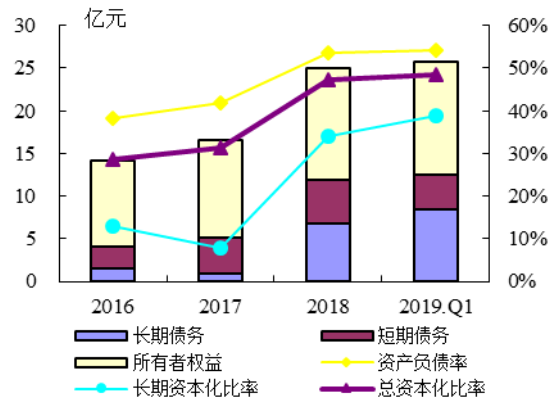
财务分析

以下财务分析基于公司提供的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2016~2018年审计报告及未经审计的2019年第一季度财务报表。

资本结构

所有者权益方面,尽管得益于成功发行可转债使得其他权益工具增加0.98亿元(系可转债权益价值),以及股东利润留存增加,2018年末所有者权益合计13.18亿元,同比增长16.05%,自有资本实力有所增强。2018年,公司新增并购借款以完成德国SMK并购事宜,2018年8月公司完成发行可转换公司债券以补充流动资金,当年末负债总额上升至15.31亿元,同比增长86.56%,债务规模增长较快。以上因素共同推动公司资产规模扩张,当年末资产总额为28.48亿元,同比增长45.62%。截至2019年3月末,公司资产总额为29.07亿元,负债总额为15.80亿元,所有者权益合计13.28亿元。

图 3: 2016~2019.Q1 公司资本结构



资料来源:公司定期报告,中诚信证评整理

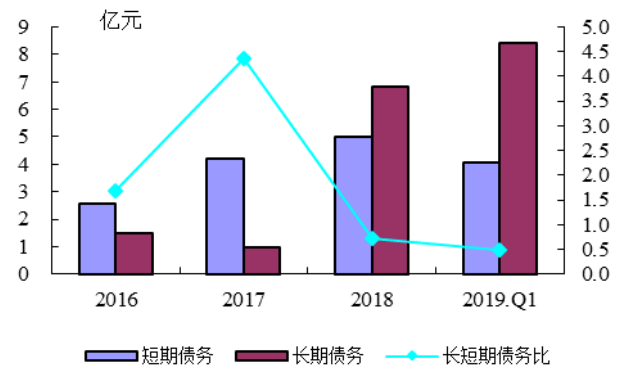
财务杠杆方面,2018年末公司资产负债率和总资本化比率分别为53.73%和47.30%,较上年末分别上升11.79个百分点和16.09个百分点;2019年3月末资产负债率和总资本化比率分别为54.33%和48.46%,由于债务规模快速扩张,公司财务杠杆比率有所上升,但仍处于较低水平。

资产结构方面,公司资产集中于非流动资产,2018年末非流动资产合计17.42亿元,占资产总额的比重为61.16%,主要由固定资产、在建工程、无

形资产、商誉及其他非流动资产等构成。当年公司完成收购德国 SMK，以及部分在建工程转固，年末固定资产同比增长 172.38%至 12.20 亿元；在建工程同比下降 45.20%至 1.79 亿元，但随着在建项目持续投入，后续存在上升趋势，2019 年 3 月末规模增至 2.26 亿元；当年收购德国 SMK 形成商誉 0.74 亿元，年末商誉账面原值增至 0.94 亿元，其中公司 2017 年收购瑞西（香港）有限公司形成的商誉 0.20 亿元于本期计提商誉减值准备 0.08 亿元，2018 年末商誉账面价值为 0.86 亿元，中诚信证评对公司可能存在的商誉减值风险予以关注；当年末无形资产同比增长 68.90%至 1.35 亿元，主要系当年购置土地以及部分信息化项目开发完成由开发支出转入无形资产。2018 年末公司其他非流动资产为 0.73 亿元，均为资产购建款（主要系预付设备款）。流动资产方面，2018 年末公司流动资产合计 11.06 亿元，占资产总额的 38.84%，主要包括货币资金、应收票据及应收账款、存货及其他流动资产等。其中，2018 年公司收购股权及项目建设等投资资金支出增加，使得当年末货币资金同比下降 38.73%至 2.81 亿元，主要为银行存款。随着业务扩张，公司应收票据及应收账款和存货规模增长较快，其中 2018 年末应收票据及应收账款合计 3.83 亿元，同比增长 22.16%；其中应收票据余额 0.29 亿元系销售收到的银行承兑汇票，应收账款余额 3.76 亿元，账龄集中于 1 年以内（占比 98.64%），累计计提坏账准备 0.21 亿元，当年末应收账款账面价值 3.54 亿元，同比增长 20.23%；存货同比增长 61.91%至 3.42 亿元，主要包括原材料 0.79 亿元、在产品 0.77 亿元和库存商品 1.32 亿元，当年计提存货跌价准备 0.02 亿元，转回或转销 0.04 亿元，在原材料铜价剧烈波动行情下，存货面临一定跌价风险。2018 年公司应收账款周转效率和存货周转效率 5.15 次/年和 4.51 次/年，周转效率尚可；2018 年末其他流动资产为 0.73 亿元，主要系购买的理财产品。2019 年 3 月末，公司流动资产合计 11.09 亿元，因理财产品到期转入银行存款使得货币资金增加至 3.20 亿元，其他流动资产由上年末 0.73 亿元减至 0.23 亿元，其余流动资产科目变化不大。

负债结构方面，2018 年公司日常运营资金需求增加，加之新增并购借款及发行可转换公司债，外部融资规模快速上升。当年末公司流动负债合计 8.26 亿元，同比增长 15.51%，其中短期借款同比增长 12.31%至 4.71 亿元，应付账款同比增长 17.16%至 1.75 亿元；其他应付款 0.75 亿元主要系限制性股票回收义务和顾问咨询费；同期末非流动负债大幅增长 568.81%至 7.05 亿元，主要包括长期借款 3.68 亿元和应付债券 3.15 亿元。截至 2018 年末，公司总债务 11.83 亿元，同比增长 129.59%，其中短期债务同比增加 0.81 亿元至 5.00 亿元，长期债务同比大幅增加 5.87 亿元至 6.83 亿元；当年末长短期债务比（短期债务/长期债务）由上年的 4.37 倍降至 0.73 倍，债务期限结构优化。2019 年 3 月末公司总债务 12.48 亿元，其中短期债务 4.05 亿元，长期债务 8.43 亿元，长短期债务比为 0.48 倍，债务期限结构持续优化，但债务规模的快速上升亦加大了公司整体偿债压力。

图 4：2016~2019.Q1 公司债务结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，2018 年公司收购德国 SMK 以及发行可转换公司债券，债务规模快速上升，但财务杠杆比率仍处于较低水平，财务结构较稳健。

盈利能力

2018 年 9 月，公司完成收购德国 SMK 新增气控组件业务，当年该板块并入 10~12 月份收入 1.61 亿元，对整体收入增长提供一定支撑。同时，公司持续推进各个板块产能扩张，2018 年各产品产销量实现增长，换向器及集电环实现收入 10.53 亿元，同比增长 4.41%；高弹性零件销量增长，但销售均价下调，全年销售收入 1.83 亿元，较上年基本持平；

连接器及汽车轻量化实现销售收入 0.98 亿元，同比增长 104.02%。此外，公司多层绝缘线和其他业务实现收入分别为 0.76 亿元和 1.00 亿元，同比分别增长 26.84% 和 17.94%。2018 年公司实现营业收入 16.70 亿元，同比增长 20.64%；2019 年 1~3 月营业收入 4.84 亿元，同比增长 36.55%，业务规模保持增长趋势。

营业毛利率方面，由于原材料采购成本上升以及固定资产大幅增长导致折旧增加，2018 年公司营业成本大幅提高 27.63%，同时因下游客户相对强势，公司产品价格在跟踪期内出现不同程度的下滑，导致各板块营业毛利率相应下降，当年营业毛利率为 25.32%，较上年下降 4.09 个百分点；2019 年一季度营业毛利率进一步下降至 22.75%，后期获利空间值得关注。

表 5：2017~2018 年公司收入构成及毛利率情况

| | 2017 | | 2018 | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 换向器及集电环 | 10.08 | 32.58 | 10.53 | 28.79 |
| 连接器及汽车轻量化 | 0.48 | 36.18 | 0.98 | 31.84 |
| 高强弹性零件 | 1.83 | 25.49 | 1.83 | 23.73 |
| 多层绝缘线 | 0.60 | 22.96 | 0.76 | 21.07 |
| 气控组件 | - | - | 1.61 | 8.77 |
| 其他 | 0.85 | 0.80 | 1.00 | 15.04 |
| 合计 | 13.84 | 29.41 | 16.70 | 25.32 |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2018 年公司期间费用合计 2.90 亿元，同比增长 31.70%。其中，销售费用同比增长 40.29% 至 0.57 亿元，主要系运输费及员工薪资福利的增长；管理费用 1.41 亿元，同比增长 41.65%，主要系职工薪酬福利、修理费和折旧费等；2018 年公司取得汇兑收益 0.13 亿元，但由于债务规模上升，当年财务费用支出仍同比增长 26.37% 至 0.24 亿元。近年公司加大新产品研发投入，2018 年研发费用 0.67 亿元，同比增长 11.26%。2018 年，公司期间费用率为 17.35%，较上年上升 1.46 个百分点。2019 年 1~3 月，公司期间费用合计 0.88 亿元，期间费用率为 18.16%，呈逐年上升趋势，期间费用控制能力有待提升。

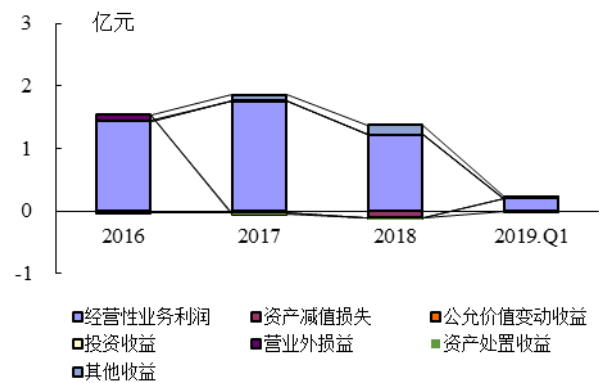
表 6：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q1 |
|--------|--------|--------|--------|---------|
| 销售费用 | 0.36 | 0.41 | 0.57 | 0.20 |
| 管理费用 | 1.19 | 0.99 | 1.41 | 0.28 |
| 研发费用 | | 0.61 | 0.67 | 0.21 |
| 财务费用 | 0.09 | 0.19 | 0.24 | 0.19 |
| 期间费用合计 | 1.64 | 2.20 | 2.90 | 0.88 |
| 营业总收入 | 11.16 | 13.84 | 16.70 | 4.84 |
| 期间费用率 | 14.73% | 15.89% | 17.35% | 18.16% |

注：根据财会〔2018〕15 号文，将原“管理费用”拆成“管理费用”、“研发费用”两个科目列报，2017 年度进行重述，2016 年度未重述。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

图 5：2016~2019.Q1 公司利润总额构成



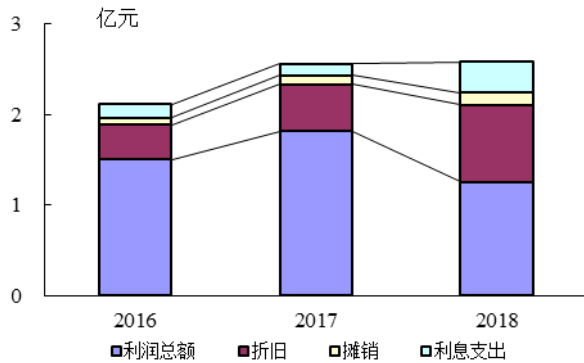
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要来源于经营性业务利润和其他收益。因初始获利能力削弱以及期间费用率提升，2018 年经营性业务利润 1.22 亿元，同比下降 30.40%；当年取得其他收益 0.15 亿元，主要系各项政府补助。此外，当年公司发生资产减值损失 0.10 亿元，包括坏账损失 0.03 亿元和商誉减值损失 0.08 亿元。综上，2018 年公司实现利润总额 1.26 亿元，同比下降 30.72%，当年取得净利润 1.13 亿元，同比下降 25.62%；2019 年一季度公司实现利润总额 0.22 亿元，同比下降 47.18%，取得净利润 0.19 亿元，同比下降 49.13%，整体盈利水平下降。

总体看，2018 年公司完成收购德国 SMK 新增业务，加之持续推进各个板块产能扩张，整体收入规模保持增长趋势，但初始业务获利能力下降以及期间费用控制能力弱化，导致整体盈利水平下降。

偿债能力

图 6: 2016-2018 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从 EBITDA 构成来看, 公司 EBITDA 主要由折旧和利润总额构成, 2018 年 EBITDA 规模为 2.58 亿元, 较上年基本持平。由于债务规模快速上升, 当年公司总债务/EBITDA 指标由上年的 2.01 倍提升至 4.58 倍, EBITDA 利息保障倍数由上年的 13.18 倍降至 6.74 倍, EBITDA 对债务本息保障程度有所降低。

现金流方面, 2018 年公司业务规模增长推动当年销售商品、提供劳务收到现金同比增长 29.18% 至 18.24 亿元, 全年最终实现经营活动净现金流为 2.57 亿元, 同比增长 53.23%。当年公司经营活动净现金/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 0.22 倍和 6.72 倍, 较上年分别下降 0.11 倍和 1.93 倍, 由于债务规模的快速上升, 经营性现金流对债务本息偿付的保障能力有所弱化。2019 年 1~3 月, 公司经营活动现金流仍呈净流入状态, 为 0.30 亿元。

表 7: 2016-2019.Q1 公司主要偿债能力指标

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q1 |
|-------------------|-------|-------|-------|---------|
| 总债务 (亿元) | 4.04 | 5.15 | 11.83 | 12.48 |
| 经营活动净现金流 (亿元) | 1.04 | 1.68 | 2.57 | 0.30 |
| EBITDA (亿元) | 2.11 | 2.56 | 2.58 | - |
| 经营活动净现金流/总债务 (X) | 0.26 | 0.33 | 0.22 | 0.09* |
| 总债务/EBITDA (X) | 1.92 | 2.01 | 4.58 | - |
| EBITDA 利息倍数 (X) | 10.26 | 13.18 | 6.74 | - |
| 经营活动净现金流/利息支出 (X) | 5.03 | 8.65 | 6.72 | - |

注: 上表 2019.Q1 带“*”指标已经年化处理

资料来源: 公司审计报告及财务报表, 中诚信证评整理

财务弹性方面, 公司与多家商业银行建立长期稳定的合作关系。截至 2019 年 3 月末, 公司共获得授信额度人民币 96,730.00 万元和欧元 3,987.94 万元, 尚未使用授信人民币 63,298.00 万元和欧元 1,000.00 万元, 同时公司作为上市公司, 资本市场融资渠道畅通, 具备一定的再融资能力。

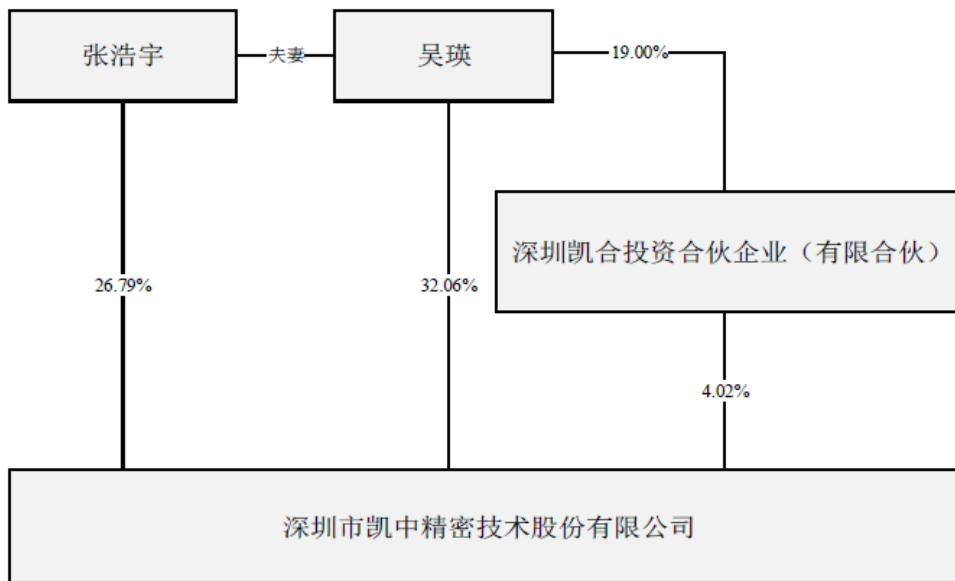
或有负债方面, 截至 2019 年 5 月末, 公司不存在对外担保及未决诉讼等或有事项。同期末, 公司实际控制人吴瑛和张浩宇质押公司股票分别为 6,181.65 万股和 48,40.96 万股 (其中张浩宇质押股票全部为给公司发行的可转债提供担保), 占其所持股票总数的比重分别为 66.19% 和 62.02%, 合计占公司股票总数的 37.84%, 股票质押比例较高。中诚信证评对公司较高的股权质押率以及潜在的实际控制权转移风险予以持续关注。

综合而言, 2018 年, 由于采购成本上升以及客户压价等因素拖累业务获利, 公司整体盈利能力存在削弱。但公司收购德国 SMK 新增气控组件业务, 加之持续推进各个板块产能扩张, 整体收入规模保持增长趋势, 同时财务杠杆比率仍维持在较低水平, 财务结构较稳健, 且经营性现金流呈净流入状态, 整体偿债能力很强。

结论

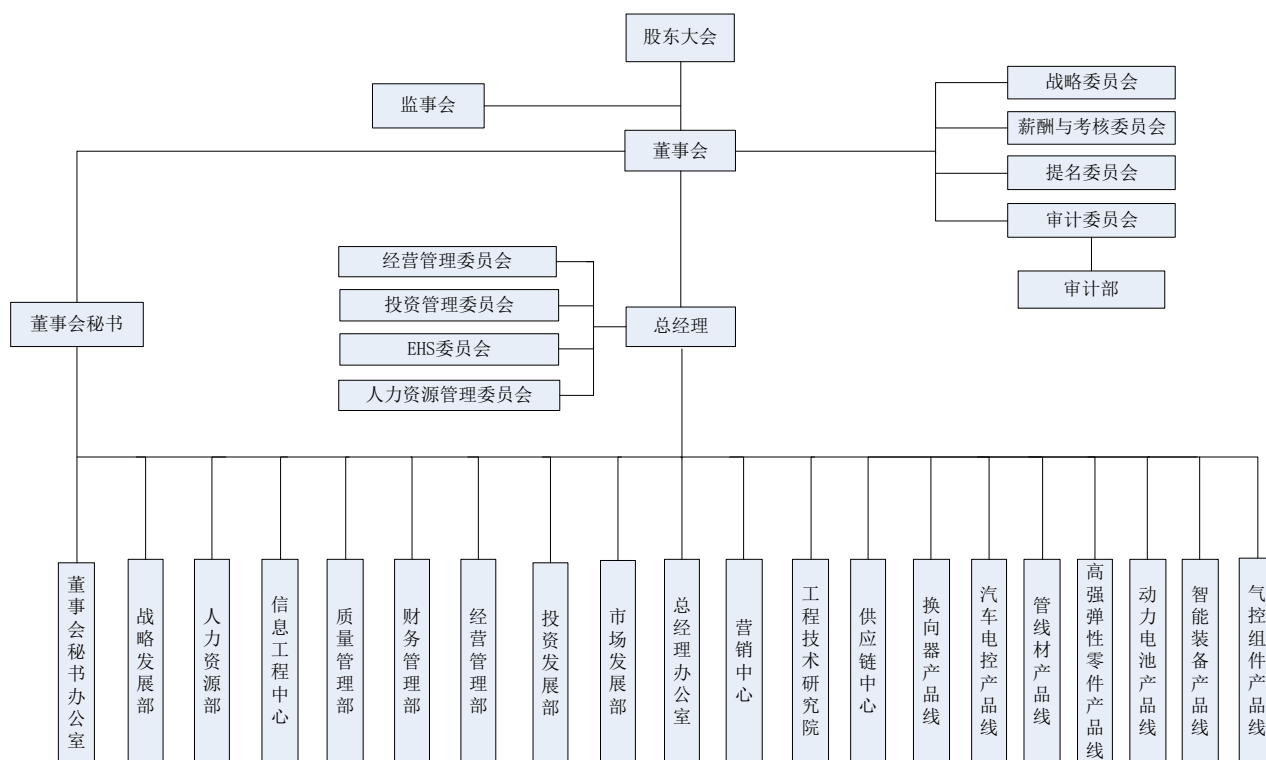
综上, 中诚信证评维持凯中精密主体信用等级为 AA, 评级展望为稳定, 维持“深圳市凯中精密技术股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级为 AA。

附一：深圳市凯中精密技术股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：深圳市凯中精密技术股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：深圳市凯中精密技术股份有限公司主要财务数据及指标

| 财务数据（单位：万元） | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q1 |
|------------------|------------|------------|------------|------------|
| 货币资金 | 47,238.94 | 45,909.47 | 28,128.49 | 32,014.78 |
| 应收账款净额 | 25,936.68 | 29,459.05 | 35,418.64 | 37,031.10 |
| 存货净额 | 15,433.34 | 21,119.24 | 34,193.32 | 34,583.28 |
| 流动资产 | 90,460.92 | 101,132.05 | 110,639.55 | 110,901.63 |
| 长期投资 | 0.00 | 2,058.27 | 3,802.77 | 3,769.12 |
| 固定资产合计 | 61,164.99 | 77,413.84 | 139,890.60 | 145,156.57 |
| 总资产 | 162,858.18 | 195,602.13 | 284,845.27 | 290,706.91 |
| 短期债务 | 25,413.20 | 41,935.65 | 50,040.33 | 40,555.55 |
| 长期债务 | 15,035.81 | 9,589.25 | 68,254.04 | 84,286.72 |
| 总债务 | 40,449.01 | 51,524.90 | 118,294.36 | 124,842.28 |
| 总负债 | 62,399.12 | 82,042.68 | 153,054.85 | 157,951.38 |
| 所有者权益（含少数股东权益） | 100,459.06 | 113,559.45 | 131,790.42 | 132,755.53 |
| 营业总收入 | 111,580.46 | 138,409.14 | 166,972.71 | 48,359.94 |
| 三费前利润 | 30,815.95 | 39,486.90 | 41,145.38 | 10,775.21 |
| 投资收益 | 18.67 | 174.88 | 50.25 | 26.77 |
| 净利润 | 12,870.26 | 15,251.25 | 11,344.38 | 1,868.46 |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 21,109.78 | 25,593.79 | 25,831.62 | - |
| 经营活动产生现金净流量 | 10,362.22 | 16,797.69 | 25,739.56 | 2,959.88 |
| 投资活动产生现金净流量 | -21,829.05 | -29,906.53 | -87,877.98 | -5,586.45 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 53,017.37 | 10,614.48 | 43,014.05 | 7,147.95 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 41,580.28 | -2,064.29 | -18,227.82 | 4,220.62 |
| 财务指标 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q1 |
| 营业毛利率（%） | 28.52 | 29.41 | 25.32 | 22.75 |
| 所有者权益收益率（%） | 12.81 | 13.43 | 8.61 | 5.63* |
| EBITDA/营业总收入（%） | 18.92 | 18.49 | 15.47 | - |
| 速动比率（X） | 1.61 | 1.12 | 0.93 | 1.07 |
| 经营活动净现金/总债务（X） | 0.26 | 0.33 | 0.22 | 0.09* |
| 经营活动净现金/短期债务（X） | 0.41 | 0.40 | 0.51 | 0.29* |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | 5.03 | 8.65 | 6.72 | - |
| EBITDA 利息倍数（X） | 10.26 | 13.18 | 6.74 | - |
| 总债务/EBITDA（X） | 1.92 | 2.01 | 4.58 | - |
| 资产负债率（%） | 38.32 | 41.94 | 53.73 | 54.33 |
| 总资本化比率（%） | 28.71 | 31.21 | 47.30 | 48.46 |
| 长期资本化比率（%） | 13.02 | 7.79 | 34.12 | 38.83 |

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2019年一季度带“*”指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 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

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 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

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

期间费用率 = (财务费用 + 管理费用 + 研发费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

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 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

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）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本合计 - 营业税金及附加 - 期间费用（财务费用 + 管理费用 + 研发费用 + 销售费用）

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|------------------------------------|
| AAA | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务 |
| C | 受评主体不能偿还债务 |

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

| 内容 | 含义 |
|----|-----------------|
| 正面 | 表示评级有上升趋势 |
| 负面 | 表示评级有下降趋势 |
| 稳定 | 表示评级大致不会改变 |
| 待决 | 表示评级的上升或下调仍有待决定 |

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

| 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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

| 等级 | 含义 |
|------------|---------------------------|
| A-1 | 为最高短期信用等级，还本付息能力很强，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，有一定的违约风险。 |
| C | 还本付息能力很低，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。