

2020 年苏州春秋电子科技股份有限公司
可转换公司债券
2020 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。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证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

2020 年苏州春秋电子科技股份有限公司可转换公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【178】号 01

债券简称：春秋转债

增信方式：股份质押担
保和保证担保

担保主体：实际控制人
薛革文

债券剩余规模：2.4 亿元

债券到期日期：2026 年
4 月 13 日

债券偿还方式：按年计
息，每年付息一次，附
债券赎回及回售条款

分析师

姓名：
刘惠琼 蒋申

电话：
0755-82872863

邮箱：
liuhq@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于中
证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股
份有限公司

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.cspengyuan.com

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
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	2020 年 6 月 17 日	2019 年 8 月 20 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对苏州春秋电子科技股份有限公司（以下简称“春秋电子”或“公司”，股票代码：603890.SH）及其 2020 年 4 月 14 日发行的可转换公司债券（以下简称“春秋转债”或“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：跟踪期内公司在笔记本电脑结构件细分行业保持较强的市场竞争力，且伴随客户订单增加和产能持续释放，公司业绩出现较快增长，同时实际控制人提供的股权质押担保和保证担保能为本期债券偿付提供一定保障。但中证鹏元也关注到，公司对核心客户的依赖程度加大，存货快速增长，或面临一定的跌价损失风险，塑胶件产能面临消化压力，以及短期偿债压力上升、外销业务面临汇兑损益等风险因素。

正面：

- 公司在笔记本电脑结构件行业保持了较强的市场竞争力。依托模具设计、制造到结构件生产的一体化服务能力及较完善的产品控制体系等优势，公司仍为联想和三星电子在笔记本电脑结构件方面的核心供应商，并于 2019 年 7 月通过惠普供应商准入测试且开始试产。2019 年公司在 PC 结构件行业的市场份额提升，综合毛利率小幅提升至 19.61%，毛利率处于行业较高水平。
- 受益核心客户订单增加及新增产能释放等，2019 年以来公司业绩保持较快增长。2019 年联想及三星等核心大客户订单增加，叠加公司扩产的金属件产能于 2019 年下半年陆续投产，且金属件附加值较高，当期公司营业收入和归属于母公司股

东的净利润分别同比增长 13.79%和 43.46%，2020 年一季度业绩维持较快增长。

- **股份质押担保和保证担保能为本期债券偿付提供一定保障。**本期债券采用股份质押和保证的担保方式，出质人薛革文已于 2020 年 4 月 3 日将其合法拥有的 2,600 万股公司股票作为质押资产进行了质押担保，同时薛革文亦为本期债券提供连带责任保证担保。

关注：

- **公司存货规模增幅较大，面临一定的跌价损失风险。**2019 年四季度以来公司因提前备货使得当期末存货账面价值达到 4.49 亿元，同比增长 48.43%。2020 年一季度受疫情影响，库存商品未能及时出货，当期末存货进一步增加。考虑到公司产品以定制为主，未来若客户未及时提货或取消订单，公司将面临一定的存货跌价损失风险。
- **塑胶件订单增量有限，未来产能消化面临压力。**随着金属件在笔记本电脑结构件的渗透率提升，塑胶件增量订单获取难度加大，公司本部新厂产能以塑胶件为主，自 2018 年下半年投产以来该厂产能消化一般。且当前疫情在全球蔓延，PC 整体需求或出现下滑，未来塑胶件产能利用率仍可能面临较大波动。
- **公司客户集中度高，对联想等核心客户的依赖程度加大。**2019 年公司前五大客户销售收入占比仍在 90%以上，其中联想的收入占比提升至 61.86%，三星的收入占比约 19.10%，该等重要客户后续若调整产品或采购政策，将对公司经营造成不利影响。
- **公司有息债务规模增加，短期偿债压力上升。**2020 年 3 月末，公司有息债务增加至 5.47 亿元，较 2018 年末增长 21.94%，其中短期借款占比 98.64%，速动比率下降至 1.05，面临一定的短期偿债压力。
- **公司外销业务面临一定的汇率波动风险。**公司外销收入占比约 70%，主要出口至保税区但以美元结算为主，由于汇率波动，2019 年公司产生汇兑收益 671.85 万元，但未来汇率波动也可能对公司外币计价资产造成不利影响。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	297,580.08	289,837.68	254,324.47	221,245.20
归属于母公司的所有者权益	157,239.69	152,585.69	141,064.44	132,942.52
有息债务	54,728.56	43,389.66	44,881.17	22,155.77

资产负债率	47.15%	47.35%	44.53%	39.91%
流动比率	1.43	1.39	1.63	2.15
速动比率	1.05	1.05	1.35	1.85
营业收入	47,766.48	201,940.74	177,460.71	173,962.88
营业利润	4,528.56	17,991.23	13,376.77	20,407.62
净利润	4,184.55	15,573.79	10,861.92	15,997.88
综合毛利率	19.52%	19.61%	18.24%	20.71%
总资产回报率	-	7.10%	6.44%	12.90%
EBITDA	-	26,076.21	19,141.57	24,567.69
EBITDA 利息保障倍数	-	14.35	13.69	34.43
经营活动现金流净额	2,310.13	17,325.27	4,744.39	16,579.04

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告以及 20120 年一季度未经审计的财务报表，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年4月14日发行了6年期2.40亿元可转换公司债券，募集资金扣除发行费用后拟1.70亿元用于年产3,000万件消费电子精密金属构件生产线及200套精密模具智能产线项目（一期），0.70亿元用于补充流动资金。根据公司提供的银行流水，截至2020年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额合计为23,350.00万元。

二、发行主体概况

2019年以来，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变更。2019年5月9日，公司以公积金转增股本7,672万股；同年7月22日，公司向符合授予条件的103名激励对象发行新股546.50万股。经上述增资后，截至2020年3月末，公司注册资本增加至27,398.50万元，股本总额增加至27,398.50万股，其中薛革文仍为公司第一大股东和实际控制人。截至2020年4月30日，薛革文持有公司股权43.12%，其中7,850万股被质押，占其持有股份数的66.45%，占公司总股本的28.65%。前三大股东持股情况详见下表1。

表1 截至2020年4月30日公司前三大股东持股情况（单位：万股）

序号	股东	股东性质	持股比例	质押数量
1	薛革文	境内自然人	43.12%	7,850.00
2	上海瑞司红投资管理有限公司—海宁春秋投资合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	6.21%	-
3	薛赛琴	境内自然人	5.44%	-

资料来源：公司提供

2019年公司合并报表范围新增1家子公司昆山铭展铝制品有限公司，系公司于2019年11月以现金2,700万元收购其90%股权取得，购买日至2019年末，该子公司实现收入370.70万元，净利润亏损88.43万元。截至2019年12月末，公司合并范围子公司共5家，详见下表。

表2 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称（简称）	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式	纳入合并时间
上海崮泓模塑科技有限公司（上海崮泓）	4,100	100%	精密模具	设立	2011年10月
合肥经纬电子科技有限公司（合肥经纬）	25,500	100%	结构件模组	设立	2012年11月
香港春秋国际有限公司	1万美金	100%	贸易	设立	2016年12月
合肥博大精密科技有限公司（合肥博大）	8,000	100%	结构件模组	设立	2018年3月
昆山铭展铝制品有限公司	400	90%	铝制品生产、加工、销售	收购	2019年11月

资料来源：公司 2019 年审计报告及国家企业信用信息公示系统查询，中证鹏元整理

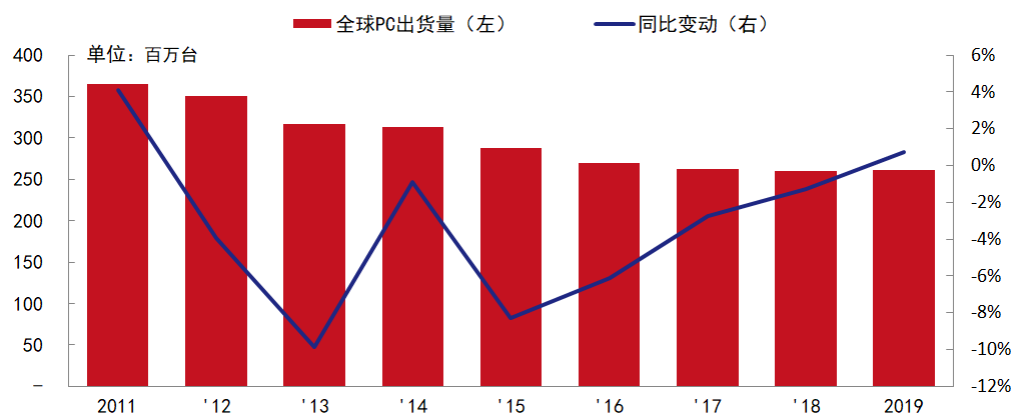
三、运营环境

2019年全球PC市场回暖，但2020年受疫情影响，预计整体需求将下滑；而PC结构件中金属件渗透率持续上升，带动行业出现结构性增长

2019年全球PC市场历经多年持续低迷后出现回暖迹象。根据Gartner的数据显示，2019年全球PC出货量超2.61亿台，同比增长0.6%，系2012年以来连续七年下跌后出现的首次增长，主要受到微软计划于2020年初停止支援Windows 7所带来的Windows 10升级更新需求以及2018年下半年因CPU供应短缺积压的订单于2019年得到释放等因素影响。

考虑到2019年的复苏难以长期延续，叠加疫情在全球范围内蔓延，预计2020年全球PC出货量将再次下滑，其中台式PC和平板降幅较大，笔记本电脑受益疫情期间的局部需求有望降幅收缩。2020年第一季度受疫情影响，全球PC出货量下滑超10%，但笔记本电脑出货量同比下滑仅2%，主要受益疫情掀起的远程教学与居家办公带动的商用和教育版本的笔记本电脑需求局部提升。

图 1 2019 年全球 PC 出货量出现连续七年下跌以后的首次增长



资料来源：Gartner，中证鹏元整理

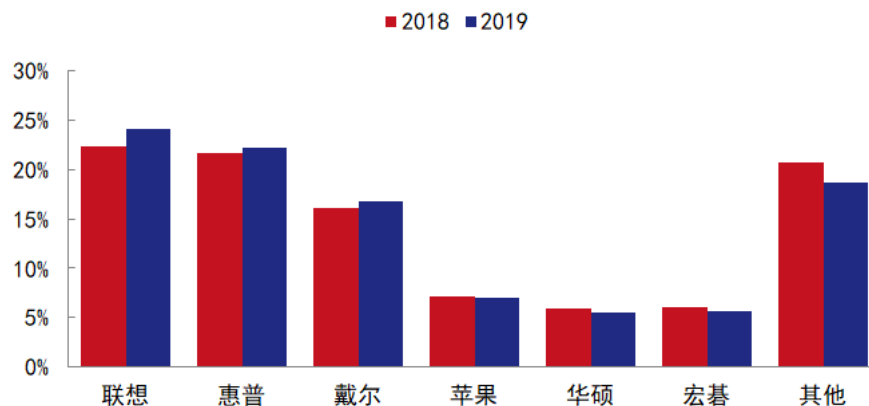
近年笔记本电脑外壳中的传统塑胶件渗透率下降，金属冲压、镁铝件等高附加值金属材料产品占比提升。随着笔记本电脑轻薄化发展趋势，笔记本电脑外壳涉及的背盖、前框、上盖、下盖四大件（亦称“ABCD面”）对全塑胶材质需求逐步减少，各大笔记本品牌商开始对笔记本ABCD面增加不同材质来提升质感和综合强度。从2019年联想、惠普、戴尔、华硕、宏基等各大品牌商发布的热销机型看，其外壳选材逐渐趋向金属材质。金属外壳在厚度、散热性能和可塑性等多方面较塑料外壳具有显著优势，但同时存在成本高、易刮花等缺点，目前高端机型中选用金属件居多。未来伴随行业产能的进一步释放，搭配阳极氧

化、喷砂、拉丝、纳米压印等表面处理工艺的结合发展，金属结构件在笔记本电脑中的渗透率有望持续提升。

PC市场头部品牌商的市场集中度提升，PC结构件供应商对终端品牌客户的依赖程度加大；2019年行业内相关厂商毛利率提升但预计未来难以持续

全球PC市场集中度进一步提高。2019年全球前三大PC品牌商市场份额进一步提升，其中联想PC出货量达到6,296.8万台，较上年同期增长8.1%，市场占有率为24.1%，高于上年同期的22.4%；惠普和戴尔的市场占有率亦有小幅提升，2019年前三大品牌商市场占有率合计达到63%。而第二梯队中的苹果、华硕和宏碁市场份额则出现小幅下降；第三梯队厂商众多，市场份额较为分散，其中华为和小米等新晋厂商凭借轻薄、高清、精致外观等优点受到消费者青睐，2019年以来出货量增长较快，但其市场份额仍较低。

图 2 2019 年全球 PC 市场份额进一步向联想等头部品牌商集中



资料来源：Gartner，中证鹏元整理

PC结构件行业市场竞争激烈，市场份额分散，2019年行业内主要上市公司巨腾国际（3336.HK）、胜利精密（002426.SZ）和春秋电子涉及的结构件业务发展较好。其中巨腾国际作为全球最大的PC结构件生产商，其2019年度营收维持稳定；内资企业中的胜利精密营收保持微幅增长，春秋电子受益核心客户联想订单增长及自身金属件产能持续释放，营收呈现较快增长。以上三家企业的PC结构件业务毛利率均有小幅提升，主要受益高附加值的金属件产品占比提升且当期金属材料采购单价下降拉低材料成本等。但考虑到笔记本电脑结构件行业竞争激烈，叠加人力成本上升等，预计未来行业毛利率提升难以延续。

另一方面，受下游PC市场集中度提升影响，结构件行业内相关厂商对品牌大客户的依赖程度将进一步提升，未来一旦核心客户不达销售预期或改变采购策略，结构件厂商面临的经营风险或加大。

表3 笔记本结构件行业主要上市公司对比（单位：亿元）

公司名称	公司属性	2019年			2018年		
		收入	毛利率	收入同比	收入	毛利率	收入同比
巨腾国际	台资	80.13	12.84%	0.81%	79.49	11.92%	22.18%
胜利精密	内资	48.75	13.52%	2.93%	47.36	12.77%	0.59%
春秋电子	内资	20.19	19.61%	13.79%	17.75	18.24%	2.01%

注：胜利精密收入系统统计的智能终端结构模组收入，包括精密金属结构件、塑胶结构件、玻璃盖板等结构件模组产品。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事PC及智能终端结构件模组及相关精密模具的研发、设计、生产和销售；目前主要产品为笔记本电脑结构件。2019年公司营业收入呈现较快增长，其中PC及智能终端结构件业务实现收入18.09亿元，同比增长14.52%，主要受益金属结构件订单增加，由于金属件毛利率高，当期结构件业务毛利率提升1.21个百分点。

公司模具业务主要生产结构件配套模具和家电商用模具，2019年模具收入保持微幅增长，毛利率保持稳定。其他业务主要是新机种开发费收入，其成本主要核算在研发费用，故毛利率很高。2020年一季度公司营业收入实现4.78亿元，较上年同期增长15.66%，综合毛利率19.52%，仍维持较高水平。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
PC及智能终端结构件	180,865.34	18.64%	157,938.94	17.43%
模具	19,336.17	21.63%	18,551.35	21.44%
其他业务	1,739.23	98.00%	970.42	88.82%
合计	201,940.74	19.61%	177,460.71	18.24%

注：2020年一季度公司未对细分业务收入进行划分。

资料来源：公司提供

公司依托其从模具设计、制造到结构件生产的一体化服务能力，在笔记本电脑结构件行业继续保持较强的市场竞争力

2019年，以Gartner统计的全球PC出货量估算，当期公司销售PC结构件4,765.85万件（折合1,191.46万套），占PC结构件行业的市场份额约4.6%，较上年提升0.6个百分点（同口径下测算的2018年市场占有率为4.0%¹）。

公司是笔记本电脑结构件供应商中较少拥有自主模具设计生产能力的企业，其提供的

¹ Gartner 统计的 2018 年全球 PC 出货量为 259,385.00 万台。

全产业链服务涵盖新品研发、模具开发制造、结构件模组生产等。其中新品开发建立快速响应模式，在客户产品研发的初期派遣工程师到客户研发中心，参与新产品讨论，在客户参与下着手模具早期开发和样品制作，有效缩短新产品导入时间；在生产阶段，公司则针对客户需求定制产品，并在后期持续关注产品，以优化方案，为客户追求成本和性能的平衡。

同时公司在产品体系、品质控制流程方面表现较好。公司结构件模组产品涵盖笔记本电脑的背盖、前框、上盖、下盖等系列产品，制作工艺包括成型、喷漆、金属加工、模内转印等。凭借多年行业积累和专业化业务流程与生产服务模式，公司建立了良好的质量控制体系，从产品设计到产品最终交付予以全流程管理和监控。

为继续完善和加强公司在笔记本电脑结构件领域的领先优势，公司对新材料的研发及投入力度加大。2019年投入研发费用9,461.03万元，同比增长26.86%，主要应用于“高精度超薄笔记本电脑结构模组的研发”等项目的研究与开发，当期新增1项发明专利、5项新型专利。

金属件扩产项目自2019年下半年投产以来产能爬坡较顺利，但未来全部达产后能否消化面临一定的不确定性；此外，塑胶件新增产能消化不及预期，其产能利用情况值得关注

公司现有4个生产基地（含上海模具厂），其中昆山新厂系IPO募投项目之一，主要生产塑胶结构件及配套模具，自2018年下半年投产以来产能持续释放，已基本完成本部老厂产能置换，但由于塑胶件订单增量较小，昆山新厂产能利用率一般。

合肥经纬二期系IPO募投项目之一，原计划年增300万套笔记本电脑结构件（定位为镁铝合金结构件）及210套精密模具，于2019年7月开始投产，截至2020年4月末，已基本达到预期，目前产能消化情况良好，产能利用率较高。

合肥博大一期系本期债券募投项目，计划年增1,260万件笔记本电脑精密结构件（定位为金属冲压结构件）、140万件汽车消费电子精密结构件以及200套精密模具，于2019年9月投产，截至2020年5月20日，该项目已完成厂房主体建设、主要设备购置和安装，已投产产线主要生产金属冲压结构件，订单较为充足，产能利用情况良好，预计将于2020年8月基本完成。

表5 公司各生产基地情况

生产基地		核心产品	投产时间
负责主体	地址		
公司本部	昆山张浦镇	塑胶结构件及配套模具	老厂已搬迁； 新厂 2018 年下半年投产
子公司上海崑泓	上海浦东	商业模具（家电、汽车）	2012 年

子公司合肥经纬	合肥经开区	塑胶结构件(一期)	2014年
		镁铝合金结构件(二期)	已于2019年7月投产
子公司合肥博大	合肥庐江	金属冲压结构件(一期)	已于2019年9月投产

资料来源：公司提供

2019年公司结构件产能较上年提升35.00%，主要系昆山本部新厂产能逐步释放，并且下半年新增合肥经纬二期和合肥博大一期扩产的金属件产能开始投产。2019年下半年以来，公司新增大量金属件订单，且以镁铝件为主，全年产量较上年提升13.18%。由于金属件产能系2019年下半年投产且尚处于产能爬坡阶段，叠加塑胶件产能利用情况一般，当期结构件整体产能利用率出现下滑。模具方面，2019年产能提升较快，产能利用率亦出现一定下滑。

表6 公司主要产品产能及产能利用情况

年度	产品	产能	产量	产能利用率
2019年	结构件(万件)	6,480.00	5,053.23	77.98%
	模具(套)	1,000	832	83.20%
2018年	结构件(万件)	4,800.00	4,464.79	93.02%
	模具(套)	820	730	89.02%

注：1、上述表格中的产能系根据春秋电子实际的设备生产能力、生产天数等因素计算得出；

2、结构件产量指含上盖、下盖、前框、背盖的模组数量，未含配件。

资料来源：公司提供

当前公司主要在建项目为本期债券募投项目合肥博大一期，截至2020年5月20日，部分产线已投产，预计将于2020年8月基本完成。

考虑到PC市场整体较为饱和，金属件渗透率提升但整体占比仍不高，未来随着本期债券募投项目全部达产后，短期内金属件产能能否完全消化仍面临一定的不确定性。同时由于金属件渗透率提升，塑胶件市场份额被挤压，塑胶件订单增长面临瓶颈，IPO募投项目投入的昆山新厂塑胶件产能利用率未来是否下降值得关注。

表7 截至2020年4月末公司主要在建项目(单位：万元)

项目名称	预计总投资	设计产能	核心产品
本期债券募投项目-合肥博大庐江一期	37,423.27	年产1,260万件笔记本结构件、140万件汽车电子结构件及200套精密模具	金属结构件(冲压)

资料来源：公司提供

公司客户集中度高，对联想等核心客户的依赖程度加大；2019年四季度以来在手订单增加，但受疫情影响未能及时出货；此外，公司外销比例较大，面临一定的汇率波动风险

公司结构件业务的主要客户为联想和三星，产品直接供货给其相关代工厂。作为联想和三星在笔记本电脑结构件方面的核心供应商，受益大客户业绩增长，2019年公司来自大客户群的销售金额进一步增加。但另一方面也体现出，公司对联想的依赖程度上升，2019

年公司来自联想集团及其下属公司的销售收入占比进一步提升至61.86%。客户集中度高，若后续核心客户采购政策及发展战略发生变化，将对公司经营造成重大不利影响。

2019年公司开拓了惠普（HP）等其他品牌客户资源。公司于2019年7月通过惠普（HP）的供应商准入测试，双方签署《硬件产品采购协议》，目前公司已经开始小批量试产。此外，公司还持续与戴尔（Dell）及其他大型笔记本电脑厂商商谈合作意向，未来PC市场除联想外，其他品牌客户的订单有望为公司带来新的业绩增长。

公司商业模具的下游客户亦较为优质，主要为国内外家电行业的知名品牌商，包括三星、LG、夏普、海尔、美的、海信等。整体看，公司客户资源较为优质，与主要客户合作关系稳定。

表8 公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	销售占比
2019年	联想集团及其下属公司	123,854.00	61.86%
	三星集团及其下属公司	38,232.31	19.10%
	纬创资通集团及其下属公司	13,907.36	6.95%
	海尔集团及其下属公司	3,930.50	1.96%
	LG集团及其下属公司	2,958.24	1.48%
	合计	182,882.41	91.35%
2018年	联想集团及其下属公司	98,269.10	55.68%
	三星集团及其下属公司	34,234.85	19.40%
	纬创资通集团及其下属公司	15,134.49	8.58%
	广西三创科技有限公司	9,786.01	5.54%
	海尔集团及其下属公司	6,119.89	3.47%
	合计	163,544.34	92.66%

注：销售金额按客户同一控制的企业合并口径统计，如联想集团及其下属公司视为同一客户。
资料来源：公司提供

销售方面，2019年公司结构件销量同比增长16.27%，主要为金属件销量增加带动；模具销量同比微增3.34%，产品价格相对稳定，收入增幅基本与产量增长保持一致。由于公司采用“以销定产”和“合理储备”相结合的生产模式，且联宝、三星等核心客户主要分季度或月度提前向公司下达订单。2019年底公司在手订单增加，为提前备货，期末生产计划较2018年末增加240万件，当期末库存量亦出现快速增长。

2020年1月和2月受疫情影响，客户提货延期导致产品未能及时销售；3月以来全国疫情逐渐得到控制，公司产品销售逐步恢复正常，3月及4月销售收入分别实现3.44亿元和3.23亿元（2019年一季度合计收入仅4.13亿元），但未来库存商品能否全部顺利出货值得持续关注。此外当前疫情在全球蔓延，PC整体需求或再次下滑，未来公司增量订单获取难度

将加大。

表9 公司主要产品销量及产销率情况

年度	产品	产量	销量	库存量	产销率
2019年	结构件（万件）	5,053.23	4,765.85	646.87	94.31%
	模具（套）	832	896	292	107.69%
2018年	结构件（万件）	4,464.79	4,098.92	410.51	91.81%
	模具（套）	730	867	210	118.77%

注：结构件产销量指含上盖、下盖、前框、背盖的模组数量，未含配件；模具销量不含备件及修模。
 资料来源：公司提供及公司2019年年报

此外，公司外销收入占比较高，且以美元结算为主，汇率波动对盈利水平带来一定影响。2019年公司外销收入实现14.73亿元，由于外销业务主要出口至保税加工区，而非直接出口，当期外销收入仍同比增长24.55%，占营业收入的比重为73.59%。外销收入主要集中于美元结算，公司采取了远期结售汇、外汇期权产品等套期保值方式进行风险对冲，实现汇兑收益671.85万元，但未来汇率波动也可能对公司造成汇兑损失等不利影响。此外，公司享有“免、抵、退”税收优惠，2019年收到的税费返还额10,461.14万元，对公司经营性现金流入仍形成一定支撑，未来若国家税收优惠政策发生变化，也可能会对公司经营业绩产生一定不利影响。

表10 近年公司主营业务收入区域分布情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	收入	占比	收入	占比
内销	52,868.19	26.41%	58,202.21	32.98%
外销	147,333.32	73.59%	118,288.09	67.02%
合计	200,201.51	100.00%	176,490.29	100.0%

资料来源：公司提供

公司与主要供应商的合作关系较稳定，采购集中度低，但人力成本上涨及主要原材料价格波动加大公司成本控制压力

公司与主要供应商的合作较为稳定，集中度低，2019年前五大供应商保持相对稳定，合计采购金额占比仅为16.70%。为满足联想、三星产品的特殊质量要求并与重要客户保持稳定的合作关系，公司部分原材料需从客户采购体系中选择符合公司采购标准的供应商，因此公司对该部分供应商的议价能力相对较小。

2019年占生产成本比重较小的人工成本和制造费用同比分别增长25.37%和22.27%，远高于当期收入增幅；直接材料在生产成本中的占比最高，当期材料采购成本小幅增加。

2019年主要原材料采购价格出现较大波动，对公司成本控制带来一定压力。其中电子元器件和塑胶原料采购单价同比分别上涨12.18%、7.81%；金属材料主要为镁粉、铝材等，

2019年采购单价同比大幅下降20.43%。受采购价格波动及采购量增加等综合影响，当期电子元器件和塑胶原料采购金额增加；金属材料采购量增加，但由于单价下降导致采购额同比仍出现减少；绝缘材料采购价格小幅下降，但采购量增加导致当期采购额增长。

表11 公司主要原材料采购金额及其采购价格情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	采购金额	采购价格	采购金额	采购价格
电子元器件	25,991.20	7.83	23,559.82	6.98
塑胶原料	19,175.22	28.16	17,717.91	26.12
金属材料-注塑	12,429.87	2.84	13,011.45	3.57
绝缘材料	10,454.76	0.49	9,386.07	0.51
辅材	13,701.70	0.14	13,819.76	0.15
合计	81,752.75	-	77,495.01	-

资料来源：公司提供

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立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年审计报告及2020年一季度未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并报表范围新增1家子公司昆山铭展铝制品有限公司。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，但存货增幅较大，面临一定的跌价损失风险

受益公司自身经营积累及外部融资增长推动，2019年以来公司总资产规模保持增长，截至2020年3月末，总资产为29.76亿元，较2018年末增长17.01%。期末资产结构变化较小，仍以流动资产为主。

2019年末公司货币资金相对充裕，期末余额为4.74亿元，主要为银行存款，其中366.05万元因质押或作为保证金等原因使用受到限制。2019年末公司将其他流动资产中的理财产品调整至交易性金融资产，2020年3月末理财产品资金余额增加至1.48亿元。

2019年末公司应收账款账面价值为7.73亿元，占总资产的26.69%，同比增长16.11%；应收账款账龄主要在1年以内，占比99%，期末计提坏账准备1,083.12万元；前三大应收账款对象及金额分别为：应收联宝（合肥）电子科技有限公司（该公司系联想全资子公司）5.92亿元，占比75.44%；应收纬创资通（昆山）有限公司0.52亿元，占比6.58%；应收苏州

三星电子电脑有限公司0.21亿元，占比2.66%。公司应收账款规模较大，应收对象较为集中，存在一定的坏账损失风险。

公司存货主要由原材料、在产品、库存商品等构成，2019年末存货计提跌价准备1,217.51万元，较上年末增长1.11倍，主要系当期公司对涉及碳纤材料的两款机种全额计提相应库存商品及在产品的跌价准备导致²。截至2019年末，公司存货账面价值为4.49亿元，较上年末大幅增长48.43%，主要系联想订单增加使得公司提前备货、且备货产品以单价较高的镁铝件为主。2020年1月和2月受国内疫情影响，库存商品未能及时出货，虽然3月以来销售逐步恢复正常，但一季度末存货账面价值仍进一步增加。由于公司产品以定制为主，未来若产品不能及时出货，公司将面临一定的存货跌价损失风险。

公司固定资产主要为房屋建筑物以及机器设备等，2019末固定资产净额大幅增加至8.04亿元，较2018年末增长60.51%，主要系子公司合肥经纬二期及合肥博大一期新建厂房竣工验收及购买设备验收增加所致，新增固定资产从下半年开始投产，受投产时间及产能数据的调整，期末固定资产增幅与产能增幅存在差异。由于在建工程逐渐转为固定资产，2019年以来在建工程账面价值逐渐减少。

截至2019年末，公司受限资产合计1.24亿元，占总资产的比重仅为4.28%。整体看，公司资产质量尚可，但存货规模大幅增加，需关注后期存货跌价损失风险。

表12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	47,377.32	15.92%	47,364.82	16.34%	54,951.07	21.61%
交易性金融资产	14,800.00	4.97%	5,100.00	1.76%	-	-
应收账款	70,550.78	23.71%	77,346.47	26.69%	66,612.64	26.19%
存货	49,491.89	16.63%	44,921.59	15.50%	30,264.49	11.90%
其他流动资产	3,989.49	1.34%	3,560.30	1.23%	20,581.66	8.09%
流动资产合计	189,399.82	63.65%	183,090.09	63.17%	175,712.69	69.09%
固定资产净额	83,250.28	27.98%	80,372.81	27.73%	50,074.46	19.69%
在建工程	13,042.99	4.38%	14,303.24	4.93%	15,062.13	5.92%
非流动资产合计	108,180.26	36.35%	106,747.59	36.83%	78,611.78	30.91%
资产总计	297,580.08	100.00%	289,837.68	100.00%	254,324.47	100.00%

资料来源：公司2018-2019年审计报告以及2020年一季度未经审计的财务报表，中证鹏元整理

资产运营效率

²由于碳纤材料不易存储、产品不良率高、亏损较大，公司决定该产品不交易，故全额计提坏账准备。

随着存货及固定资产规模扩大，公司资金周转压力加大，资产运营效率下降

2019年公司应收账款周转天数维持稳定，应付账款周转天数略有延长，存货周转率下降，主要受期末存货规模大幅增长，存货周转天数由上年的70天延长至83天；受上述因素综合影响下，当期末净营业周期延长，资金周转压力加大。

此外，2019年末合肥经纬二期、合肥博大庐江生产基地新建厂房及生产线转为固定资产，但新增产能未完全释放，导致当期末固定资产周转天数快速上升，运营效率出现下降。

表13 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年
应收账款周转天数	129	128
存货周转天数	83	70
应付账款周转天数	152	146
净营业周期	60	52
流动资产周转天数	320	367
固定资产周转天数	116	68
总资产周转天数	485	482

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

受益核心客户订单增加及新客户导入，2019年公司营业收入及盈利水平保持增长，但未来疫情影响或致终端整体需求下滑，公司业绩或面临一定波动

2019年PC市场回暖，来自公司原有核心客户联想的订单增加，叠加当期公司导入新客户惠普（HP）等，新增订单以金属件为主，当期公司营业收入实现20.19亿元，同比增长13.79%，净利润实现1.56亿元，同比增长43.38%；综合毛利率提升1.37个百分点至19.61%，期间费用率由于研发费用增加略有上升，营业利润率、总资产回报率以及净资产收益率等盈利能力指标均呈现不同程度的提升，整体盈利水平提高。

由于公司在手订单储备充足且新增订单以毛利较高的金属件为主，国内疫情控制后，公司于2020年3月份逐步恢复正常出货，一季度收入及净利润仍表现较好。但随着在手订单逐步完成，疫情影响下终端整体需求或再次下滑，未来新增订单或受到一定影响，业绩或面临一定波动。

表14 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	47,766.48	201,940.74	177,460.71
营业利润	4,528.56	17,991.23	13,376.77

利润总额	4,943.94	17,497.90	13,915.88
净利润	4,184.55	15,573.79	10,861.92
综合毛利率	19.52%	19.61%	18.24%
期间费用率	9.26%	10.36%	9.58%
营业利润率	9.48%	8.91%	7.54%
总资产回报率	-	7.10%	6.44%
净资产收益率	-	10.61%	7.93%
营业收入增长率	15.66%	13.79%	2.01%
净利润增长率	103.12%	43.38%	-32.10%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告以及 2020 年一季度未经审计的财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营性现金生成能力表现较好，本期债券募集资金有效弥补投资活动资金需求

2019年公司主营业务回款较为及时，收现比指标为0.97，经营活动自由现金流（FFO）实现24,657.19万元，经营活动现金流净额为17,325.27万元。由于期末公司存货及应收账款增加，营运资金压力加大，公司通过延长供应商账期使得应付账款规模亦有增加。

2019年公司继续增加资本化投入，投资活动现金流净流出2.14亿元，其中购建固定资产支付现金3.40亿元，另收回投资收到的现金4.44亿元和投资支付的现金2.97亿元分别系公司滚动购买理财产品所致。当期，公司对外筹资仍主要为银行短期流动资金借款，短期借款收到的现金及偿还债务支付的现金基本匹配。此外，公司于2020年4月成功发行本期债券，募集资金有效弥补了公司合肥博大新建工厂的投资需求。

表15 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
净利润	15,573.79	10,861.92
经营活动自由现金流（FFO）	24,657.19	16,696.15
营运资本变化	-8,126.34	-12,398.21
其中：存货减少（减：增加）	-15,677.21	-4,918.33
经营性应收项目的减少（减：增加）	-10,921.33	-6,329.99
经营性应付项目的增加（减：减少）	18,472.20	-1,149.89
经营活动产生的现金流量净额	17,325.27	4,744.39
投资活动产生的现金流量净额	-21,351.98	-68,365.49
筹资活动产生的现金流量净额	6,230.98	9,093.30
现金及现金等价物净增加额	3,087.51	-54,216.94

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模增加，以短期债务为主，短期偿债压力上升

2019年公司经营性负债规模增加，负债总额保持较快增长，所有者权益受益利润积累亦保持一定增长，期末公司负债总额为13.72亿元，较上年末增长21.16%，所有者权益为15.26亿元，较上年末增长8.19%；产权比率小幅上升，整体看所有者权益对负债的覆盖程度尚可。

表16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	140,316.90	137,224.06	113,260.03
所有者权益	157,263.18	152,613.62	141,064.44
产权比率	89.22%	89.92%	80.29%

资料来源：公司2018-2019年审计报告以及2020年一季度未经审计的财务报表，中证鹏元整理

2019年公司负债仍以流动负债为主，且主要集中于短期借款和应付账款。2019年末公司短期借款规模维持稳定，2020年一季度随着营运资金需求加大，短期借款增加至5.40亿元。公司应付账款随着业务规模扩大及采购金额增加而上升，2019年末为7.79亿元，较上年末增长32.85%，应付账款账龄均在1年以内。公司非流动负债占比小，主要为长期应付款和递延收益，其中长期应付款系因租赁设备产生的应付融资租赁款，递延收益系政府补助以及未实现售后租回损益，规模较小。

表17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	53,985.62	38.47%	42,461.53	30.94%	42,598.35	37.61%
应付账款	66,675.69	47.52%	77,934.05	56.79%	58,661.49	51.79%
流动负债合计	132,866.20	94.69%	131,994.20	96.19%	108,081.64	95.43%
长期应付款	742.94	0.53%	928.13	0.68%	1,666.98	1.47%
递延收益	4,639.41	3.31%	2,516.39	1.83%	2,074.37	1.83%
非流动负债合计	7,450.70	5.31%	5,229.86	3.81%	5,178.38	4.57%
负债合计	140,316.90	100.00%	137,224.06	100.00%	113,260.03	100.00%
其中：有息债务	54,728.56	39.00%	43,389.66	31.62%	44,881.17	39.63%

资料来源：公司2018-2019年审计报告以及2020年一季度未经审计的财务报表，中证鹏元整理

截至2020年3月末，公司有息债务规模为5.47亿元，较2018年末增长21.94%，有息债务包括短期借款5.40亿元和0.07亿元长期应付款，短期偿债压力上升。

偿债能力指标看，2020年3月末公司资产负债率为47.15%，仍处于合理水平，流动比率和速动比率较2018年末有所弱化。受益公司利润增加，2019年及2020年一季度EBITDA利息保障倍数持续上升，盈利能力对债务本息的保障程度较好；同时由于经营性现金流增

加，期末经营性净现金流对债务的覆盖程度提升。但2020年一季度由于回款减慢，偿债能力指标有所弱化，期末现金短期债务比为1.14，处于一般水平。截至2020年3月末，公司受限资产规模占比不高，未来融资仍具有一定的财务弹性。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	47.15%	47.35%	44.53%
流动比率	1.43	1.39	1.63
速动比率	1.05	1.05	1.35
EBITDA（万元）	-	26,076.21	19,141.57
EBITDA 利息保障倍数	-	14.35	13.69
有息债务/EBITDA	-	1.66	2.34
债务总额/EBITDA	-	5.26	5.92
经营性净现金流/流动负债	0.02	0.13	0.04
经营性净现金流/负债总额	0.02	0.13	0.04

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告以及 2020 年一季度未经审计的财务报表，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

股权质押担保和保证担保为本期债券偿付提供了一定保障

本期债券采用股份质押担保和保证的担保方式，出质人薛革文将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保，薛革文亦为本期债券提供连带保证责任，担保范围为本期债券本金及利息、债务人违约而应支付的违约金、损害赔偿金及债权人为了实现债权而产生的一切合理费用，担保的受益人为全体债券持有人。同时，为保障本期债券的本息按照约定如期足额兑付，东兴证券与出质人薛革文签署了《股份质押合同》，薛革文出具了《担保函》。上述合同约定，在质权存续期内，如在连续三十个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的110%，质权人代理人有权要求出质人在三十个交易日内追加担保物，追加的资产限于出质人薛革文提供相应数额的春秋电子人民币普通股作为质押标的，以使质押资产的价值与本期债券未偿还本金的比率高于130%。若质押股票市场价值（以每一交易日收盘价计算）连续三十个交易日超过本期债券尚未偿还本息总额的200%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本息总额的130%。

根据公司于2020年4月9日公告，公司控股股东、实际控制人薛革文先生已于2020年4月30日将其持有的2,600万股公司股票用于为本期债券提供担保，质押手续已办理完成。

本期债券于2020年4月14日发行，截至目前质押资产尚未发生上述须追加担保物情形，股权质押担保和保证担保仍能为本期债券偿付提供一定保障。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日2020年4月20日）、子公司合肥经纬（报告查询日2020年1月14日）均不存在未结清不良类信贷记录，合肥经纬存在一笔已结清欠息记录，欠息金额为20,159.12美元，首次欠息发生时间为2018年8月22日，于次日结清。根据华夏银行股份有限公司合肥分行提供的说明，该笔欠息系银行系统自动扣息不成功导致，非公司恶意欠息或资金不足情况。除此之外，公司本部及子公司合肥经纬无其他到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

公司与苏州已到美满电子科技有限公司（以下简称“美满电子”）就设备采购合同纠纷一案于2019年10月31日终审判决，江苏省苏州市中级人民法院判决撤销公司与被告美满电子于2017年12月30日签订的合同编号为CQ2017051《订购合同》，美满电子于判决生效之日起十日内返还公司预付款676.60万元，付款义务由美满电子实际控制人甘春芳承担连带责任。截至2019年末，公司已申请强制执行，尚在执行中。公司根据谨慎性原则，将剩余未返还的预付货款567.60万元转入其他应收款核算，同时已全额计提坏账准备。

八、评级结论

2019年以来公司在笔记本电脑结构件行业继续保持较强的市场竞争力，2019年7月新增惠普等品牌客户。同时伴随核心客户联想等的订单增加以及公司扩产项目产能逐步释放，业绩出现较快增长。此外，公司实际控制人提供的股份质押担保和保证担保能为本期债券偿付提供一定保障。

但中证鹏元也关注到，2019年末及2020年一季度末，公司存货规模增幅较快，未来或面临一定的跌价损失风险。公司塑胶件增量订单获取难度加大，未来新增产能面临消化压力。公司对联想等核心客户的依赖程度加大，后续若重要客户调整产品和采购政策，将对公司经营造成不利影响。此外，公司有息债务增加，短期偿债压力上升，以及外销业务占

比较高，存在一定的汇率波动风险。

综上考虑，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA-，维持公司主体长期信用等级为AA-，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	47,377.32	47,364.82	54,951.07	99,435.21
交易性金融资产	14,800.00	5,100.00	-	-
应收账款	70,550.78	77,346.47	66,612.64	57,426.03
存货	49,491.89	44,921.59	30,264.49	25,881.02
流动资产合计	189,399.82	183,090.09	175,712.69	185,922.27
固定资产净额	83,250.28	80,372.81	50,074.46	17,069.34
在建工程	13,042.99	14,303.24	15,062.13	10,292.86
非流动资产合计	108,180.26	106,747.59	78,611.78	35,322.94
资产总计	297,580.08	289,837.68	254,324.47	221,245.20
短期借款	53,985.62	42,461.53	42,598.35	20,581.92
应付账款	66,675.69	77,934.05	58,661.49	57,803.20
流动负债合计	132,866.20	131,994.20	108,081.64	86,518.96
长期应付款	742.94	928.13	1,666.98	573.85
递延收益	4,639.41	2,516.39	2,074.37	1,209.86
非流动负债合计	7,450.70	5,229.86	5,178.38	1,783.72
负债合计	140,316.90	137,224.06	113,260.03	88,302.68
有息债务	54,728.56	43,389.66	44,881.17	22,155.77
所有者权益合计	157,263.18	152,613.62	141,064.44	132,942.52
营业收入	47,766.48	201,940.74	177,460.71	173,962.88
营业利润	4,528.56	17,991.23	13,376.77	20,407.62
利润总额	4,943.94	17,497.90	13,915.88	21,013.03
净利润	4,184.55	15,573.79	10,861.92	15,997.88
经营活动产生的现金流量净额	2,310.13	17,325.27	4,744.39	16,579.04
投资活动产生的现金流量净额	-14,326.32	-21,351.98	-68,365.49	-7,581.25
筹资活动产生的现金流量净额	11,310.08	6,230.98	9,093.30	76,463.19
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	129	128	115
存货周转天数	-	83	70	56
应付账款周转天数	-	152	147	138
净营业周期	-	60	51	33
流动资产周转天数	-	320	367	282
固定资产周转天数	-	116	68	36
总资产周转天数	-	485	482	348
综合毛利率	19.52%	19.61%	18.24%	20.71%

期间费用率	9.26%	10.36%	9.58%	8.42%
营业利润率	9.48%	8.91%	7.54%	11.73%
总资产回报率	-	7.10%	6.44%	12.90%
净资产收益率	-	10.61%	7.93%	18.20%
资产负债率	47.15%	47.35%	44.53%	39.91%
流动比率	1.43	1.39	1.63	2.15
速动比率	1.05	1.05	1.35	1.85
EBITDA（万元）	-	26,076.21	19,141.57	24,567.69
EBITDA 利息保障倍数	-	14.35	13.69	34.43
有息债务/EBITDA	-	1.66	2.34	0.90
债务总额/EBITDA	-	5.26	5.92	3.59
经营性净现金流/流动负债	0.02	0.13	0.04	0.19
经营性净现金流/负债总额	0.02	0.13	0.04	0.19

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告以及 2020 年一季度未经审计的财务报表，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 长期应付款

附录三 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。