



2022年烟台艾迪精密机械股份有限公司公 开发行可转换公司债券2022年跟踪评级报 告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



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員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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2022年烟台艾迪精密机械股份有限公司公开发行可转换公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	首次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
艾迪转债	AA-	AA-

评级日期

2022年06月16日

联系方式

项目负责人：张伟亚
zhangwy@cspengyuan.com

项目组成员：葛庭婷
gett@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元维持烟台艾迪精密机械股份有限公司（以下简称“艾迪精密”或“公司”，股票代码“603638.SH”）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“艾迪转债”的信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：公司下游客户资质较优且具备一定的客户粘性，2021 年公司营业收入保持稳步增长；同时中证鹏元也关注到，工程机械景气度下行且公司行业风险分散性较弱，原材料价格波动和市场竞争激烈对盈利的影响，存货和应收款项对公司营运资金形成较大占用，需关注艾迪转债募投项目效益不及预期风险等风险因素。

未来展望

- 公司产品具备市场竞争力，且下游客户具备一定粘性，业务具备一定可持续。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	45.52	44.83	37.12	26.62
归母所有者权益	28.98	28.21	24.48	20.01
总债务	6.66	7.25	6.52	2.79
营业收入	6.15	26.84	22.56	14.42
EBITDA 利息保障倍数	--	35.44	43.25	30.26
净利润	0.72	4.70	5.16	3.42
经营活动现金流净额	-0.35	2.07	3.35	1.93
销售毛利率	28.16%	33.76%	40.66%	42.83%
EBITDA 利润率	--	26.86%	32.50%	34.62%
总资产回报率	--	13.73%	19.26%	18.99%
资产负债率	36.33%	37.07%	34.06%	24.82%
净债务/EBITDA	--	0.18	-0.06	-1.13
总债务/总资本	18.69%	20.44%	21.03%	12.23%
FFO/净债务	--	436.66%	-1,246.21%	-69.80%
速动比率	0.84	0.85	1.24	1.80
现金短期债务比	1.07	1.21	1.23	3.12

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司下游客户资质较优且具备一定的客户粘性。**2021 年公司下游客户仍为主流主机厂，且核心客户未发生变化，具备一定粘性。考虑到虽然目前工程机械行业景气度下滑，但主机厂抗风险能力相对较强，能够为公司经营平稳提供一定保障。
- **2021 年公司营业收入保持稳步增长。**2021 年公司破碎锤和液压件产能均有提升，且收入结构发生变化，其中液压件成为核心收入来源，当年公司营业收入稳步增至 26.84 亿元。

关注

- **存货和应收款项对营运资金形成较大占用。**2021 年公司存货、应收账款和应收票据占总资产比例合计为 33.09%，占总资产比重较高，对营运资金形成较大占用。
- **公司下游行业集中于工程机械，而工程机械景气度下行明显。**工程机械行业具备较强的周期性特征，公司液压破碎锤和高端液压件产品主要配套挖掘机，目前工程机械行业景气度已有下滑，且疫情对工程机械行业扰动明显，考虑到公司下游客户集中度较高，且客户主要分布在工程机械行业，行业风险分散性较弱。
- **关注原材料价格波动和市场竞争激烈对盈利的影响。**2021 年以及 2022 年 1-3 月公司销售毛利率持续下滑，预计 2022 年钢材价格虽有下降，但仍整体处于长周期的高位，公司对于钢材价格波动向下转移成本能力较弱，且叠加主机厂年降政策，对公司成本管控能力提出较高要求。此外，公司部分产品存在价格竞争情况，目前工程机械行业处于下行周期，市场竞争将更加激烈，需关注价格竞争对公司盈利的影响。
- **需关注艾迪转债募投项目效益不及预期风险。**艾迪转债募投项目建设期为 2 年，目前工程机械已进入调整期，行业景气度下滑，未来需关注项目达产后效益不及预期，折旧侵蚀利润。

同业比较（单位：亿元）

指标	艾迪精密	恒立液压	邵阳液压
总资产	44.83	123.32	6.88
营业收入	26.84	93.09	3.75
营业利润	5.42	30.56	0.58
净利润	4.70	26.99	0.51
销售毛利率	33.76%	44.01%	26.42%
资产负债率	37.07%	25.08%	36.25%
经营活动产生的现金流量净额	2.07	27.96	-0.06
投资活动产生的现金流量净额	-5.42	-9.32	-1.92
筹资活动产生的现金流量净额	-0.38	-7.14	2.25

注：以上各指标均为 2021 年/2021 年末数据。

资料来源：WIND，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	较小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	6
	经营规模	4		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	4		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	7
	经营效率	4		杠杆状况调整分	-2
	业务多样性	3		盈利状况	强
			盈利趋势与波动性	表现不佳	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		中等	财务状况评估结果		较小
指示性信用评分					aa-
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2021-11-25	张伟亚, 葛庭婷	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
艾迪转债	10.00	10.00	2021-11-25	2028-04-14

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年4月15日发行6年期10.00亿元“艾迪转债”，募集资金计划用于闭式系统高压柱塞泵和马达建设项目、工程机械用电控多路阀建设项目和补充流动资金。截至2022年4月22日，艾迪转债募集资金专项账户余额为9.87亿元。因实施权益分派，2022年6月1日根据《烟台艾迪精密机械股份有限公司关于可转债转股价格调整的提示性公告》，转股价格由23.96元/股修正至23.84元/股。

三、发行主体概况

跟踪期，公司名称未发生变化，仍主要从事液压技术的研究及液压产品的开发、生产和销售，主要产品包括破碎锤、抓石器和抓木器等液压破碎属具以及液压泵、行走及回转马达和多路控制阀等高端液压产品。注册资本和股本因股权激励及资本公积转增股本增至2022年3月末的8.42亿元。公司控股股东未发生变化，仍为法人股东烟台翔宇投资有限公司¹（以下简称“翔宇投资”），以及自然人股东冯晓鸿、宋宇轩，实控人仍为宋飞、冯晓鸿和宋宇轩²。截至2022年3月末，宋飞直接持股0.95%，通过翔宇投资间接持股17.44%，宋宇轩持股17.44%，冯晓鸿持股23.25%，宋飞家族³合计持有公司59.07%的股份。截至2022年5月末，翔宇投资和宋飞合计质押股份数为4,090万股，占总股本的4.86%。

公司第三届董事会任期届满，2021年6月，公司2021年第二次临时股东大会审议同意选举宋飞、徐尚武、宋鹏、宋鸥、宋宇轩、张培栋、陈正利、唐云、吴任东为公司董事，其中陈正利、唐云、吴任东为独立董事；同意选举孙永政、方志东为公司监事；公司职工已民主选举王志凤为公司职工代表监事。公司第四届董事会第一次会议审议同意选举宋飞为公司董事长；同意聘任宋飞为总经理，冯晓华、徐尚武、宋鸥、宋鹏为副总经理，李娇云为副总经理兼董事会秘书，钟志平为财务总监。跟踪期公司通过现金收购子公司邵阳中旺工程机械设备有限公司⁴（以下简称“邵阳机械”），无子公司减少情况。

¹烟台翔宇投资有限公司为宋飞先生全资控股公司。

²宋飞与冯晓鸿为夫妻关系，宋宇轩为宋飞、冯晓鸿夫妇的儿子，宋飞、冯晓鸿、宋宇轩为一致行动人。

³宋飞家族包括宋飞及其控股的翔宇投资、冯晓鸿和宋宇轩。

⁴邵阳中旺工程机械设备有限公司注册资本0.10亿元，经营范围包括机械设备、建筑设备、矿山设备、测量设备、焊接设备及配件的维修与销售及技术咨询等。

表1 跟踪期公司董事、监事、高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	变动情形	变动原因
宋鸥	董事	选举	换届
冯晓华	董事	离任	换届
方志东	监事	选举	换届
刘士民	监事	离任	换届

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年

基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业运营环境

工程机械行业进入调整期，基建和对外出口有望平滑周期性波动，但仍需观察疫情对工程机械行业的影响以及基建最终传导至工程机械行业的成效

工程机械行业景气度与宏观经济发展密切相关，下游主要应用于基础设施建设（45%）和房地产投资（20%）。不同于2015年后的行业高速增长，2021年1-12月工程机械行业代表产品挖掘机共销售342,784台，同比仅增长4.63%；其中国内销量274,357台，同比下降6.32%；出口68,427台，同比增长97%，中证鹏元认为工程机械行业进入调整期。但不同于上一轮2012-2015年行业低谷，工程机械行业经过十年发展，市场容量已扩容数倍，产品竞争力已有所提升。2021年工程机械行业营收突破8,000亿元，较2011年的5,000亿元已大幅增长，我国工程机械出口额已从2012年的192亿美元增至2021年340亿美元，且2021年工程机械贸易顺差达303亿美元，海外出口势头强劲。中证鹏元认为基建和对外出口能一定程度上平滑工程机械周期性波动，但仍需持续关注疫情对工程机械需求端影响以及基建传导至工程机械行业最终效果。分析如下：

基建托底经济发展对冲国内工程机械销量下滑趋势。1、2022年地方政府专项债券适度提速发行。2022年国家安排地方政府专项债券3.65万亿元，虽金额与去年持平，但不同于2021年三季度后的倍道兼行，今年专项债发行节奏明显加快。2021年12月，财政部向各地提前下发2022年新增专项债额度1.46万亿元，截至2022年3月末，各省份已完成提前下达额度的86%；2022年1-2月，地方政府专项债发行额达9,719.0亿元，同比增长452.8%，专项债的发行速度较2021年明显加快。中央经济工作会议中明确了2022年经济工作以“稳字当头、稳中求进”，3月份和4月份的发改委、国常会会议，多次强调适当超前基建投资等表述，在目前地产行业信心缺失、疫情多点爆发拖累经济发展的背景下，专项债资金的提前下达、为基建尽快转换为实物工作量并托底经济发展奠定了良好的基础。**2、项目储备丰富，专项债资金向基建倾斜。**2020年以前存在专项债发行规模扩大但基建投资大幅下滑的矛盾，2020年以后专项债投向更加多元化，项目资金从原来土地储备和棚改更多的投向基础设施建设、产业园区和新基建等基础设施

类建设，专项债对基建的拉动作用实质上比以前更加有力。但目前受疫情影响，工程机械行业销量仍表现不佳，基建方面虽有政策支持且项目储备丰富，但仍需关注最终传导至工程机械行业后最终成效。

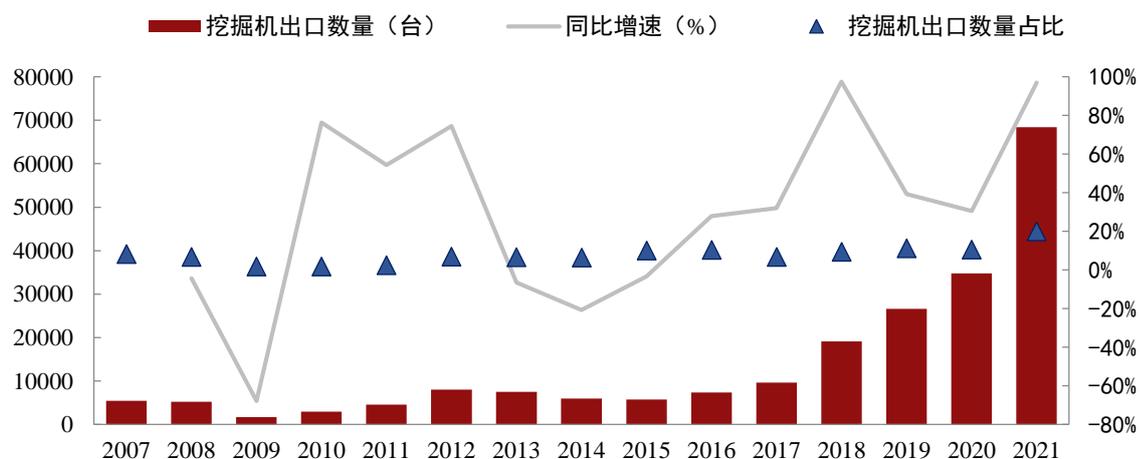
图 1 专项债投向更加多元化，对工程机械拉动力实际上有所提高



资料来源：wind，中证鹏元整理

3、海外出口一定程度上对冲了内需销量增速下滑的风险。受海外疫情影响，我国工程机械厂商凭借工期短、售后迅速等优势成功“出海”，挖掘机出口销量屡创新高，2021年挖掘机出口销量同比增长97.0%至68,427台，出口占比同比上升9.36个百分点至19.96%，海外出口一定程度上对冲了内需销量下滑的风险。

图 2 出口有望平滑工程机械周期性波动



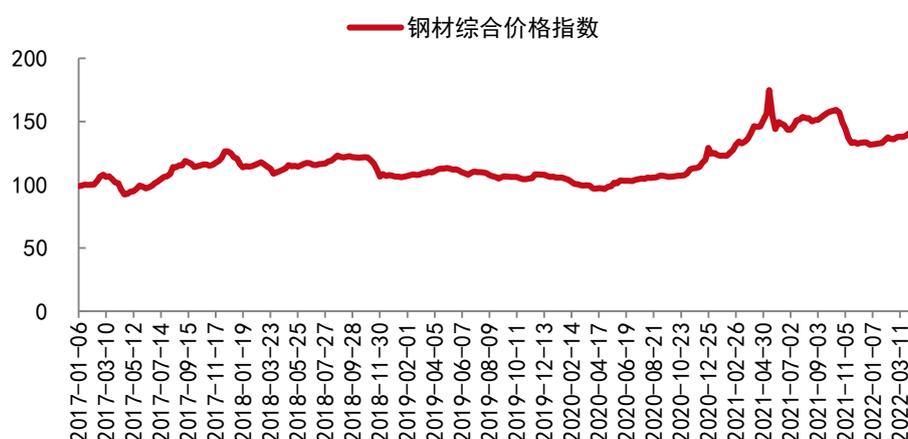
资料来源：中国工程机械工业年鉴，wind，中证鹏元整理

房地产政策端边际放松，但投资端依旧疲软，对工程机械行业贡献有限。2021年下半年以恒大地产为开端的房企陆续违约、各地土地流拍频繁以及投资者和刚需购房者观望情绪浓厚等背景下，各大房企经营惨淡。为维稳市场，2021年第四季度开始房地产政策边际松动，具体包括多地银行下调房贷利率、因城施策实施好差别化住房信贷政策，保持房地产开发贷款平稳有序投放等，但政策端边际回暖之于市场端的传递效果究竟如何尚需时间观察。目前陷入流动性危机的房企已无拿地能力，优质的国企、央企在疫情多点爆发的背景下也审慎扩张；且目前全国房地产销售情况依旧低迷，地产商开工的意愿依旧不足，各房企流动性和偿债压力仍然不小。因此，即使在政策边际放松的背景下，地产投资对工程机械的拉动作用仍旧有限。

2022年3月上旬以来国内疫情反复，部分区域短期停工和物流不畅，短期抑制了项目开工进度和相应的设备需求，行业旺季对比正常年份有所延后。此外，由于基建开工向挖机销量传导具有滞后性，传导的时间大约是1-3个月，因此，行业旺季可能推迟到5月或6月。目前疫情对工程机械需求端和生产端均造成一定影响，淡季更淡，旺季未旺。以挖机为代表的工程机械板块仍在下降周期中，2022年一季度，挖机销售7.7万台，同比降低39.2%；其中3月销售3.7万台，同比降低53.1%。同时，疫情管控也对下游开工产生了一定影响，3月中旬以来，国内多地的高速公路和工地采取封闭式管理，由于运力不足，建筑材料运输周期较长，工地出现施工缓慢，或者停工现象，工程机械需求难以释放，未来需持续关注疫情对工程机械行业的影响。

预计2022年钢材价格虽依旧处于长周期的高位，仍需关注钢价变动对工程机械供应商的影响。钢材为工程机重要原材料，以挖掘机为例，钢材成本占比大约为30%，2021年原材料价格上涨等因素导致行业成本端压力大幅增加，给行业运行带来一定压力。中证鹏元预判2022年钢材价格虽依旧处于长周期的高位，但是相较2021年，钢材价格中枢将会有所回落，工程机械成本端压力有望缓释。

图3 预计2022年钢材价格中枢较2021年会有所下行，但仍处于长周期的高位



资料来源：WIND，中证鹏元整理

五、经营与竞争

2021年公司营业收入稳步增长，其中液压件收入增幅加大，核心收入来源转变为以液压件为主，受疫情以及工程机械行业进入调整期影响，2022年一季度公司营业收入同比下滑31.22%。受钢材价格大幅增长影响，2021年公司主营业务毛利率下滑明显，且一季度仍延续下滑趋势。从销售区域看，2021年公司外销占比大幅增长，目前国内挖掘机销量下滑明显，而出口表现较好，考虑到工程机械行业进入调整期，公司扩大外销占比虽有利于保持经营平稳发展，但规模仍偏小。未来仍需关注疫情和行业景气度下滑对公司营业收入和业务回款的扰动。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

	项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
		金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
按产品划分	破碎锤	2.03	26.88%	11.12	33.21%	12.84	44.61%
	液压件	4.01	27.51%	15.21	32.47%	9.42	33.64%
	合计	6.04	27.30%	26.33	32.78%	22.26	39.96%
	项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
按地域划分	国内	5.52	91.44%	22.96	87.21%	20.64	92.71%
	国外	0.52	8.56%	3.37	12.79%	1.62	7.29%
	合计	6.04	100.00%	26.33	100.00%	22.26	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司产能大幅提升，考虑到工程机械进入调整期，未来需关注产能利用率变动以及销售及预期致使的资产折旧对盈利的侵蚀

研发方面，公司具备与主机厂同步研发的能力，参与三一重机有限公司、山东临工工程机械有限公司等配套液压件前期技术研发。2021年1月，公司评选为“烟台市创新驱动领军企业”；同年7月，艾迪液压经中华人民共和国工业和信息化部中小企业局认定为“国家级专精特新小巨人企业”、经山东省工业和信息化厅复核为“山东省‘专精特新’中小企业”。2021年公司研发费用投入为1.34亿元，占营业收入比重上升至4.99%。

2021年公司仍主要采用“订单生产与计划生产相结合并保持合理库存”的生产模式，根据上年度销售情况，结合上下游供需变动情况，对本年度市场状况做出预判，并在年初制定年度生产计划。生产部门根据订单情况及市场变化情况及时进行调整，制定各月的生产计划并安排生产。随着公司定增项目完

成基本投入⁵，2021年破碎锤和液压件产能均大幅提高。破碎锤属于挖掘机配件，由于目前工程机械景气度下滑，破碎锤产能扩张较快但在手订单减少导致产能利用率下降明显，液压件则属于挖掘机必备件，产能利用率相对表现较好。同期公司破碎锤和液压件产销率表现虽有分化，但总体产销率表现仍较好，库存积压风险相对可控。跟踪期公司仍将部分非核心生产环节进行外协，但总体占比较低，不存在对外协加工依赖的情况。

截至2021年末，公司主要拟建项目为“艾迪转债”募投项目，产品主要应用于非挖领域。项目建设期两年，达产后预计新增年产闭式系统高压柱塞泵和马达8.8万台，年产电控多路阀3.5万台，主要下游应用于高空作业平台、起重机和矿山机械等非挖领域。截至2022年5月末，公司募投项目已投入0.03亿元，其中闭式系统高压柱塞泵和马达建设项目投入0.03亿元、工程机械用电控多路阀建设项目尚未进行资金投入。考虑到目前工程机械行业已进入调整期，需关注行业景气度波动导致新增产能利用情况不佳，折旧侵蚀盈利。

表3 公司主要产品产销、产能利用情况（单位：台/年、台）

项目	项目	2021年	2020年
破碎锤	产能	43,000	36,600
	产量	36,718	34,865
	产能利用率	85.39%	95.26%
	销量	37,054	33,738
	产销率	100.92%	96.77%
液压件	产能	241,000	155,000
	产量	231,686	137,939
	产能利用率	96.14%	88.99%
	销量	213,452	135,544
	产销率	92.13%	98.26%

注：液压件产品的产能、产量、销量均为液压马达、液压泵和控制阀产品的合计数。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表4 截至2022年5月末，公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目	总投资	已投资	预计完工时间	预计新增产能
闭式系统高压柱塞泵和马达建设项目	5.51	0.03	2024.04	8.8万台/年
工程机械用电控多路阀建设项目	2.25	0.00	2024.04	3.5万台/年
合计	7.76	0.00	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

⁵ 2019年12月，公司非公开发售普通股资金净额6.88亿元到账，主要用于工程机械用高端液压马达建设项目、液压破碎锤建设项目和工程机械用高端液压主泵建设项目，产品以配套挖掘机为主，根据2022年4月《烟台艾迪精密机械股份有限公司募集资金存放与实际使用情况鉴证报告》，截至2021年12月31日，募集资金已使用完毕，募集资金专户已销户，上述募投项目已完成基本投入，达到预期目标。

公司下游客户资质较优且基本保持稳定，但需关注公司部分产品存在价格竞争、工程机械行业景气度下滑背景下销量下滑风险和产回款压力

跟踪期公司销售模式仍为“直销为主，经销为辅”，2021年直销和经销占比基本保持稳定。销售业务由总经理直属管理，下设国内业务部及国际业务部，日常经营中公司一般按照主机厂未来12周的生产计划，对销售量进行预测和管理。直销模式下，公司大部分产品运输至客户指定地点后，经双方确认且客户出具产品验收单后，公司即可确认收入，部分液压产品则需待主机厂装机后才能确认收入，海外销售则以报关单为确认收入依据。经销模式则以买断式为主，产品的售后服务也由经销商负责。在信用政策上公司会根据客户情况有所区别，账期一般在3个月以内；而对于经销商渠道，一般会在收到经销商90%-100%的款项后再安排发货。结算方式上，直销模式主要以票据为主，部分辅以电汇结算，经销模式则以电汇结算为主。

表5 2020-2021 年公司直销和经销占比情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占主营业务收入比重	金额	占主营业务收入比重
直销	202,572.16	76.93%	162,327.77	72.93%
经销	60,740.68	23.07%	60,264.63	27.07%
合计	263,312.84	100%	222,592.40	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

销售价格方面，2021年公司破碎锤产品销售均价均出现下滑，因轻型与中型破碎锤市场竞争较为充分，存在价格竞争情况，重型破碎锤受年降政策以及市场竞争激烈导致其均价亦有下跌。当年钢材价格震荡攀升，但公司破碎锤产品销售均价下滑，产品毛利率下滑明显，且2022年1-3月破碎锤毛利率仍处于下滑趋势，未来需关注受疫情与行业景气度影响破碎锤毛利率进一步下探的风险。2021年由于大吨位马达占比提升，当年液压马达平均单价提升，主泵则由于主机厂客户占比提升，相应价格比售后市场价格偏高，因此销售均价有所提升。考虑到主机厂年降政策、钢材价格高企等因素，在工程机械进入调整期背景下，未来需关注产品价格竞争、订单较少导致的销量下滑以及产回款压力。

表6 2020-2021 年公司销售产品单价变动情况（单位：万元/台）

项目	2021 年	2020 年
轻型破碎锤	0.79	0.81
中型破碎锤	3.14	3.29
重型破碎锤	13.11	15.14
液压马达	0.62	0.59
主泵	0.82	0.79

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司前五大客户仍旧为主流主机厂，核心客户基本保持稳定。但同时也需关注，2021年前五大客户营收占比集中度进一步提升，且对应行业均为工程机械行业，行业风险分散能力较弱。目前机械行业进入调整期，未来需关注行业景气度波动对公司营业收入和盈利的影响。

表7 2020-2021年公司前五大客户销售金额及占比情况（合并口径、单位：万元）

年份	排名	客户名称	销售金额	占营业收入比例
2021年	1	客户一	56,196.42	20.94%
	2	客户二	51,202.04	19.08%
	3	客户三	25,074.13	9.34%
	4	客户四	21,938.45	8.17%
	5	客户五	7,892.80	2.94%
			合计	162,303.84
2020年	1	上海三一重机股份有限公司及其关联方	55,400.09	24.56%
	2	徐州徐工挖掘机械有限公司及其关联方	33,170.19	14.71%
	3	柳工常州机械有限公司及其关联方	20,715.65	9.18%
	4	山东临工工程机械有限公司	14,173.75	6.28%
	5	利星行机械（昆山）有限公司及其关联方	5,653.43	2.51%
			合计	129,113.11

注：出于商业保密，公司选择不披露2021年前五大客户名称。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司对单一供应商依赖性较低，考虑到钢材价格仍处于长周期的高位，未来仍需关注钢价变动对盈利的影响

2021年公司钢材仍主要通过经销商进行采购，生产所需的原材料由采购部或外协部负责采购。跟踪期公司仍根据原材料或零部件的特性及市场供需情况等采用不同的采购策略，通过签订年度框架协议或批次合同按订单进行采购，其中年度框架协议并不会锁价锁量。负责采购的部门接到物料需求计划后，向建立合作关系的供应商进行询价，选择合适的供应商发出采购订单，公司对供应商仍会按年度根据供货质量、供货速度、服务、信用等方面进行考评。

钢材采购一般为货到付款，支付方式多以银行承兑汇票为主，采购价格中一般钢板和圆钢价格随行就市，方钢（三级缸体）因属于钢材半成品，公司可通过供应商批量订购毛坯来控制成本，即将钢材价格上涨的部分成本转至三级缸体供应商来承担。但2021年钢材价格攀升已挤压公司盈利，预计2022年钢价价格虽有下滑，但仍处于长周期的高位，需关注钢价波动对公司盈利的影响。2021年铸件大幅增长主要系液压件销量大幅增长，公司现有铸造产能无法满足现有需求，铸造件外购比例大幅增加。

表8 公司2020-2021年主要原材料采购情况（单位：万元）

原材料	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
铸件	20,265.28	12.27%	5,679.40	4.42%

方钢	16,638.63	10.07%	21,395.92	16.66%
圆钢类	9,986.42	6.05%	10,072.73	7.84%
钢板	6,285.92	3.81%	6,644.90	5.17%
密封件	5,798.68	3.51%	4,849.73	3.78%
钎杆	5,513.40	3.34%	5,918.59	4.61%
废钢	2,691.84	1.63%	1,901.75	1.48%
生铁	1,643.45	0.99%	1,487.37	1.16%
合计	68,823.64	41.66%	57,950.39	45.12%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年直接材料占总成本的比重进一步提升，其中钢材占比较高，且钢材作为由市场定价的大宗商品，对于上游原材料价格上涨，公司向下游传导价格压力的能力有限，此外叠加主机厂的年降政策，对公司成本的控制能力依旧较高。

表9 公司主营业务成本构成及占比情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	133,847.49	75.62%	93,623.71	70.06%
直接人工	13,762.30	7.78%	12,560.45	9.40%
制造费用	26,623.00	15.04%	24,462.09	18.31%
其他	2,767.91	1.56%	2,987.18	2.24%
合计	177,000.70	100.00%	133,633.43	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司前五大供应商占原材料采购比重依旧不高，公司对单一供应商依赖性不强。

表10 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购金额	占原材料采购总额比例
2021 年	供应商一	9,924.15	6.01%
	供应商二	7,405.97	4.48%
	供应商三	5,438.52	3.29%
	供应商四	5,431.11	3.29%
	供应商五	3,841.64	2.33%
	合计	32,041.39	19.40%
2020 年	张家港市鑫杰铸锻有限公司	13,298.91	10.36%
	大连鑫金峰特钢有限公司	5,924.58	4.61%
	殊琳贸易（上海）有限公司	4,813.84	3.75%
	青岛鑫核发供应链有限公司	3,808.21	2.97%
	烟台北方金属材料有限公司	3,302.29	2.57%
合计	31,147.82	24.25%	

注：出于商业保密，公司选择不披露 2021 年前五大供应商名称。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、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2018-2020年三年连审审计报告、公告的2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，跟踪期公司通过现金收购子公司邵阳机械，无子公司减少情况。

资产结构与质量

公司非流动资产占比持续提升，资产尚具融资弹性，整体流动性尚可，但需关注工程机械景气度下滑背景下产品回款周期变化

跟踪期公司资产稳步增长，由于工程项目持续投入，资产结构转变为以非流动资产为主。2021年末因信用证保证金、银行承兑保证金和农民工保证金而受限的货币资金账面价值为1.24亿元。应收票据均是公司收到的主机厂客户上海三一重机股份有限公司及关联方的商业承兑汇票，因质押受限0.93亿元，目前工程机械景气度下滑，主机厂虽抗风险能力较强但仍需关注出票方资金安全性。应收账款主要为应收各主机厂的货款，截至2021年末，前五大应收账款客户余额占应收账款余额的53.73%，且客户分布行业主要为工程机械行业，集中度较高。目前工程机械进入调整期，需关注应收账款的回款压力；应收款项融资均为收到的银行承兑汇票，2021年末因质押而受限的银行承兑汇票金额为0.70亿元；存货主要包括原材料和不同生产阶段的产成品或半成品，近年存货余额随公司销售规模增加而增加，2021年末，公司存货中原材料、半成品及在产品、库存商品账面余额分别为1.18亿元、4.04亿元和2.02亿元，未来需关注在工程机械行业景气度下滑的情况下公司存货周转情况。固定资产主要为日常生产经营所需的房屋及建筑物和机器设备，随着产能扩张固定资产快速增长。2021年末公司重要在建工程项目包括A-19小区厂房液压控制阀项目（2.94亿元）、A-19小区厂房机器人项目（1.07亿元），资金来源以自有资金为主。无形资产主要为土地使用权，2021年末无质押。

整体来看，公司应收款项（应收账款+应收票据）和存货占总资产的比重较高，对公司营运资金形成较大占用，且下游客户集中度较高、行业风险分散性较弱，但考虑到公司固定资产、在建工程 and 无形资产均未受限，尚具有较好的融资弹性，资产流动性尚可，但需关注在工程机械行业景气度下滑背景下应收款项回款周期压力。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.15	2.52%	2.58	5.76%	6.06	16.32%
应收票据	2.51	5.50%	2.07	4.61%	1.79	4.82%
应收账款	5.55	12.19%	4.48	9.98%	4.89	13.18%

应收款项融资	1.49	3.28%	2.04	4.56%	1.34	3.60%
存货	8.78	19.30%	8.29	18.50%	6.22	16.76%
流动资产合计	20.49	45.02%	20.32	45.34%	20.87	56.22%
固定资产	14.33	31.47%	14.69	32.77%	11.66	31.42%
在建工程	7.27	15.98%	6.42	14.31%	1.60	4.31%
无形资产	2.16	4.75%	2.17	4.84%	2.13	5.73%
非流动资产合计	25.03	54.98%	24.50	54.66%	16.25	43.78%
资产总计	45.52	100.00%	44.83	100.00%	37.12	100.00%

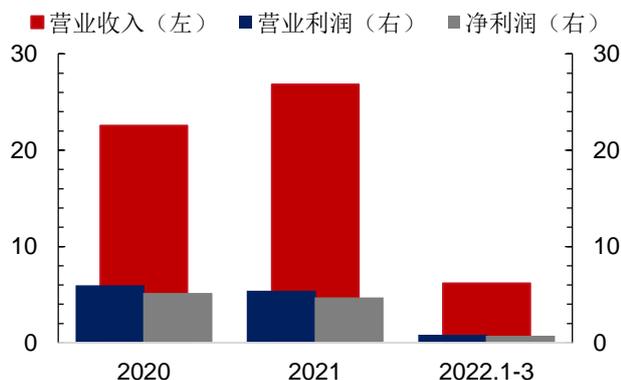
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2021年公司增收不增利，盈利能力有所下滑，未来需关注工程机械景气度下滑与疫情对公司经营的影响

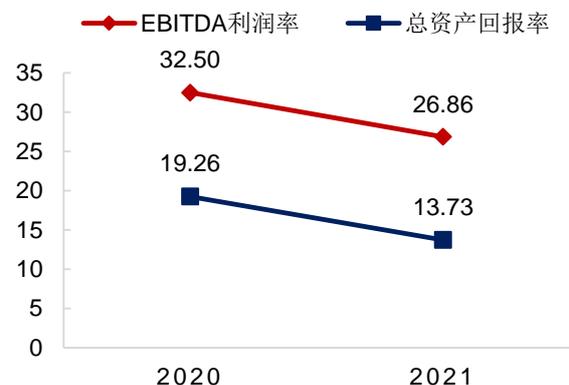
受益于公司产品市场竞争力提升以及产能扩张，2021年公司营业收入表现较好。但受钢材价格高企、主机厂年降政策等影响，当年公司营业利润和净利润均出现下滑，EBITDA利润率以及总资产回报率亦同步下滑，整体盈利能力有所下降。目前工程机械已进入调整期，国内需求疲软，出口和基建虽能一定程度上对冲工程机械景气度波动，但2022年1-3月公司营业收入和净利润已大幅下滑，未来需关注工程机械行业景气度波动以及疫情对公司经营的影响。

图 4 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



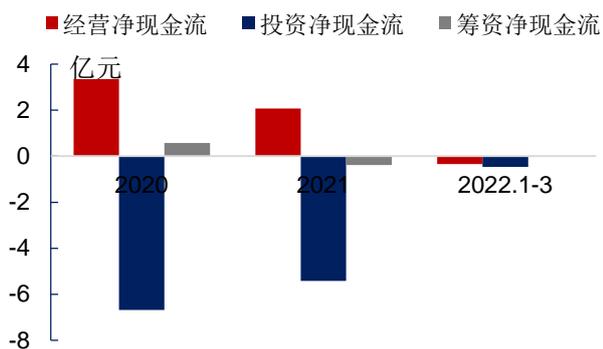
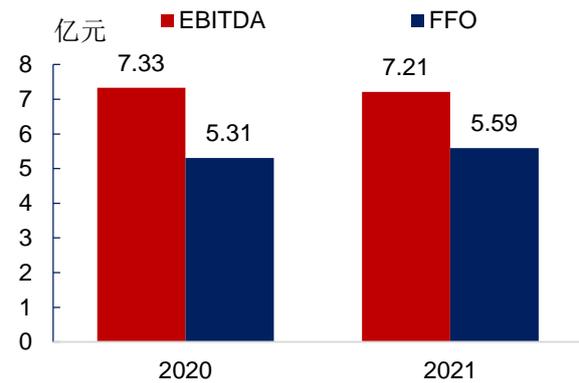
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2021年公司经营活动现金生成能力表现尚可，但业务回款能力仍一般

随着公司产能扩张以及产品竞争力提升，公司销售商品提供劳务收到的现金大幅增长的同时，购买商品提供劳务支付的现金亦增长较快，综合影响下 2021 年公司经营活动现金净流入下降明显。同期末收

现比虽保持稳定，但业务回款能力仍一般。考虑到主机厂的强势地位以及工程机械行业景气度下滑，未来需关注公司产品回款压力。投资活动主要为购建生产车间厂房和办公楼、机器设备、土地使用权等长期资产支出，筹资活动则为取得借款及偿还债务现金收支。目前公司主要拟建项目为“艾迪转债”募投项目，考虑到项目资金已到位，项目资金压力可控。2021年公司EBITDA和FFO整体虽有所分化，仍整体表现仍尚可，经营活动现金生成能力波动不大。

图 6 公司现金流结构

图 7 公司 EBITDA 和 FFO 情况


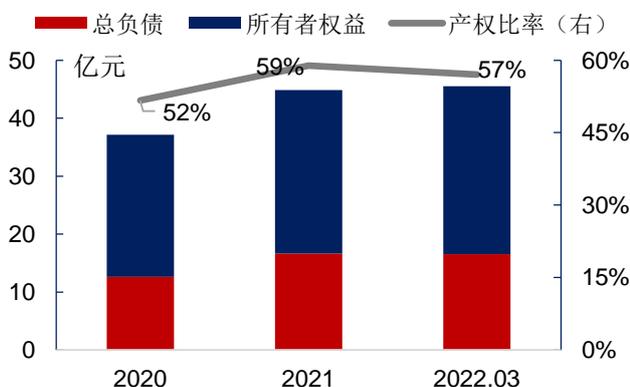
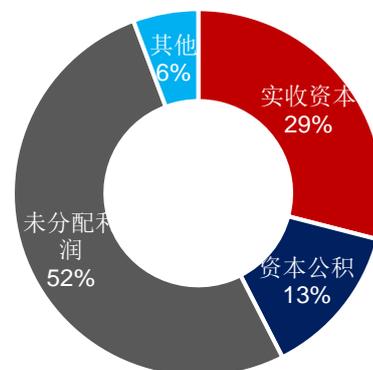
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

“艾迪转债”成功发行使得公司债务规模大幅上升，且2021年公司偿债指标表现弱化，需关注公司债务偿付压力

跟踪期公司产权比率虽波动上升，但净资产对负债的保障程度依旧较好。所有者权益仍以未分配利润为主，公司经营积累进一步上升。

图 8 公司资本结构

图 9 2022 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年

资料来源：未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏

审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元 元整理
 整理

跟踪期公司债务结构未发生变化，仍以流动负债为主。短期借款主要为信用借款（1.85亿元），应付票据均为银行承兑汇票，应付账款主要为应付材料采购款、工程与设备款等，随着公司业务规模快速增长，采购规模亦快速增加。长期借款主要为信用借款（1.50亿元）。艾迪转债于2022年4月15日起息，发行规模为10.00亿元，受“艾迪转债”成功发行影响，公司总债务规模大幅上升。

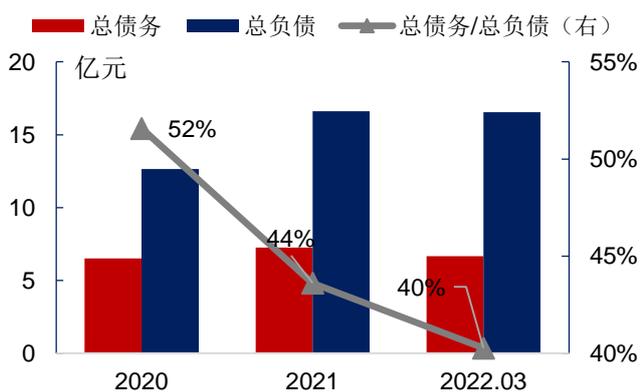
表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.15	13.01%	2.05	12.35%	3.72	29.41%
应付票据	1.86	11.25%	2.63	15.82%	2.28	18.01%
应付账款	7.09	42.85%	6.52	39.24%	5.03	39.76%
流动负债合计	14.00	84.64%	14.09	84.80%	11.81	93.45%
长期借款	1.81	10.97%	1.80	10.84%	0.50	3.96%
非流动负债合计	2.54	15.36%	2.53	15.20%	0.83	6.55%
负债合计	16.54	100.00%	16.62	100.00%	12.64	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

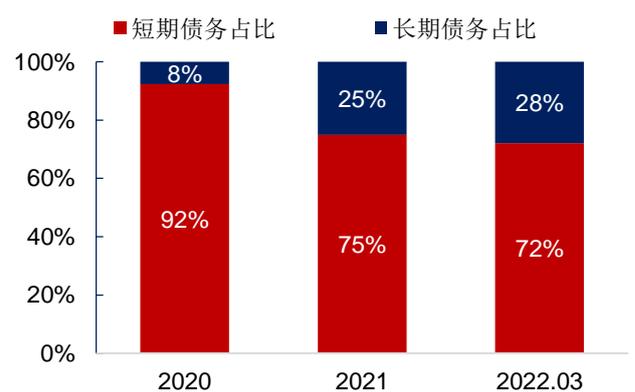
跟踪期公司总债务/总负债占比持续下降，但考虑到“艾迪转债”于2022年4月成功发行，总债务规模上升明显，2022年3月末债务结构仍以短期债务为主，“艾迪转债”发行，公司短期债务占比预计将有所下降。

图 10 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 11 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年末公司资产负债率虽有上升，但杠杆经营水平不高，考虑到“艾迪转债”成功发行，预计公司杠杆经营水平高于2022年3月末资产负债率指标表现。由于公司现金类资产下降以及销售毛利率下滑，

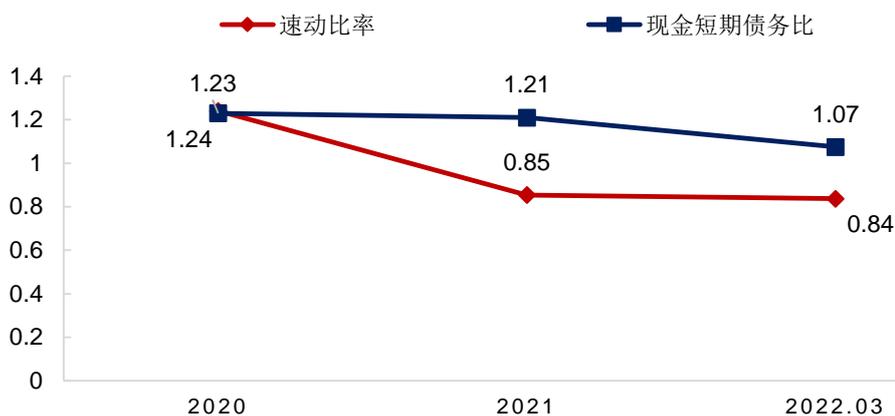
EBITDA和FFO对净债务的保障程度弱于2020年，EBITDA对借款利息的保障性的亦有所下滑，总资本对总债务的保障性的亦有所上升。总体来看，公司杠杆经营水平虽变动不大，但经营活动对净债务的保障性的弱于去年表现。跟踪期公司速动比率和现金短期债务比持续下滑，流动性表现亦弱于2020年。

表13 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	36.33%	37.07%	34.06%
净债务/EBITDA	--	0.18	-0.06
EBITDA利息保障倍数	--	35.44	43.25
总债务/总资本	18.69%	20.44%	21.03%
FFO/净债务	--	436.66%	-1,246.21%

资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 12 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年5月6日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录。

八、抗风险能力分析

2021年公司营业收入保持增长，且下游客户仍为主流主机厂且具备一定粘性。但受钢价高企、部分产品存在价格竞争和主机厂年降政策，公司增收不增利，同期末公司业务回款能力仍一般，偿债指标和流动性表现弱于去年。目前工程机械行业处于调整期，需关注行业需求变动和疫情对公司经营的影响。

整体来看，公司抗风险能力一般。

九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“艾迪转债”的信用等级为AA-。

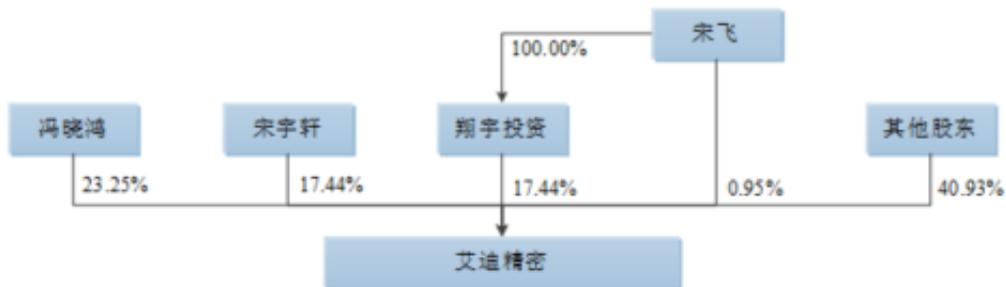
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	1.15	2.58	6.06	8.18
应收票据	2.51	2.07	1.79	0.36
应收账款	5.55	4.48	4.89	1.77
存货	8.78	8.29	6.22	4.62
流动资产合计	20.49	20.32	20.87	15.83
固定资产	14.33	14.69	11.66	7.87
在建工程	7.27	6.42	1.60	2.07
非流动资产合计	25.03	24.50	16.25	10.79
资产总计	45.52	44.83	37.12	26.62
短期借款	2.15	2.05	3.72	2.52
应付票据	1.86	2.63	2.28	0.27
应付账款	7.09	6.52	5.03	2.84
一年内到期的非流动负债	0.52	0.57	0.00	0.00
流动负债合计	14.00	14.09	11.81	6.23
长期借款	1.81	1.80	0.50	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	2.54	2.53	0.83	0.37
负债合计	16.54	16.62	12.64	6.61
总债务	6.66	7.25	6.52	2.79
归属于母公司的所有者权益	28.98	28.21	24.48	20.01
营业收入	6.15	26.84	22.56	14.42
净利润	0.72	4.70	5.16	3.42
经营活动产生的现金流量净额	-0.35	2.07	3.35	1.93
投资活动产生的现金流量净额	-0.47	-5.42	-6.68	-1.09
筹资活动产生的现金流量净额	-0.02	-0.38	0.57	6.63
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	28.16%	33.76%	40.66%	42.83%
EBITDA 利润率	--	26.86%	32.50%	34.62%
总资产回报率	--	13.73%	19.26%	18.99%
产权比率	57.06%	58.91%	51.65%	33.01%
资产负债率	36.33%	37.07%	34.06%	24.82%
净债务/EBITDA	--	0.18	-0.06	-1.13
EBITDA 利息保障倍数	--	35.44	43.25	30.26
总债务/总资本	18.69%	20.44%	21.03%	12.23%
FFO/净债务	--	436.66%	-1,246.21%	-69.80%

速动比率	0.84	0.85	1.24	1.80
现金短期债务比	1.07	1.21	1.23	3.12

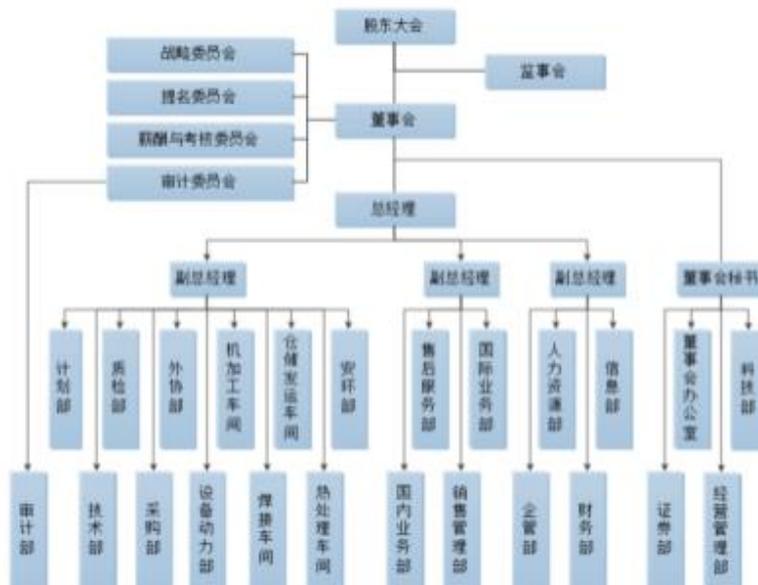
资料来源：公司 2018-2020 年三年连审审计报告、2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
烟台艾迪液压科技有限公司	8,086.91	100.00%	液压件的研发及制造
烟台奥朗机械科技有限公司	5,000.00	100.00%	铸造件的加工
烟台艾迪锐能超硬刀具有限公司	8,000.00	100.00%	工具、模具等设备的制造
烟台艾迪艾创机器人科技有限公司	2,000.00	100.00%	工业机器人的研发及制造
邵阳中旺工程机械设备有限公司	1,000.00	100.00%	机械设备

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

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。