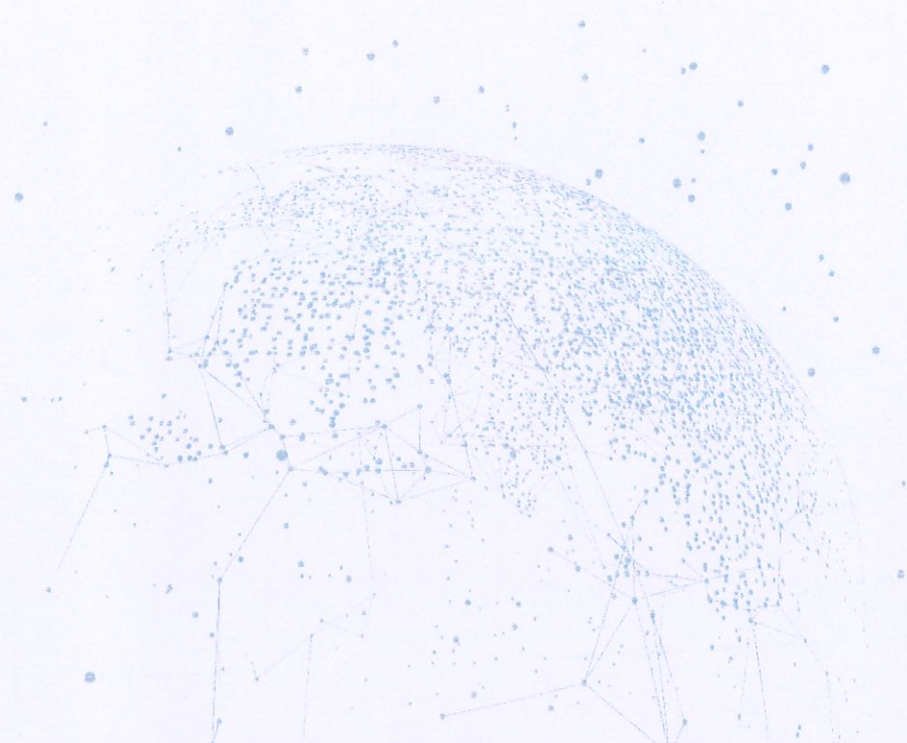




张家港广大特材股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

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.

技术领先，服务全球，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。

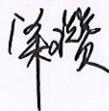
本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

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。

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：





张家港广大特材股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA-
评级展望	稳定
债券信用等级	AA-
评级日期	2022-4-22

评级观点

中证鹏元评定张家港广大特材股份有限公司（以下简称“广大特材”或“公司”，股票代码：688186.SH）本次拟向不特定对象公开发行不超过 15.5 亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。

■ 上述等级的评定是考虑到公司以技术优势开拓优质客户群体且合作较为稳定，零部件产能陆续投产为业务扩张奠定基础，且资本实力大幅提升；同时中证鹏元也关注到，公司业务快速扩张下资金压力加大，叠加风电需求阶段性波动下产能消化压力较大，成本管控压力突显，偿债压力明显上升，客户集中度较高，面临一定的安全生产风险等风险因素。

债券概况

发行规模：不超过 15.5 亿元

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还未偿还本金和最后一年利息，附赎回和回售条款

发行目的：用于大型高端装备用核心精密零部件项目（一期）和补充流动资金

未来展望

■ 公司客户优质且合作较为稳定，预计公司业务持续性较好，在风电需求支撑下，未来随着在建产能的陆续投产，为业务扩张奠定基础，经营风险和财务风险相对稳定。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	2021	2020	2019
总资产	74.96	41.47	24.58
归母所有者权益	31.25	17.48	10.17
总债务	26.64	12.93	7.01
营业收入	27.37	18.10	15.88
净利润	1.69	1.73	1.42
经营活动现金流净额	-6.96	-1.63	-0.24
销售毛利率	18.76%	23.60%	21.72%
EBITDA 利润率	16.43%	18.95%	18.70%
总资产回报率	4.30%	7.38%	8.33%
资产负债率	53.91%	57.86%	58.62%
净债务/EBITDA	2.85	1.57	0.70
EBITDA 利息保障倍数	5.85	7.91	7.30
总债务/总资本	43.53%	42.51%	40.80%
FFO/净债务	24.98%	36.72%	84.78%
速动比率	0.65	0.81	0.58
现金短期债务比	0.70	1.57	0.76

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：王皓立
wanghl@cspengyuan.com

项目组成员：谢海琳
xiehl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897



优势

- 公司以技术优势开拓优质客户群体。公司是特钢行业内少数具备从熔炼到精加工产业链工艺的企业，可从材料源头上提纯、控制成分从而为客户提供兼具性能及稳定性的产品；齿轮箱行业龙头南高齿、大型整机装机商明阳智能、东方电气下属单位为公司 2021 年主要客户；此外，军工核电、轨道交通等部分细分领域的主要客户也系行业内知名企业，如中船重工、上海电气、中国中车等。
- 新增产能陆续投产为业务扩张奠定基础。近年来公司积极拓展风电领域，下游风电行业成为第一大收入来源，技改项目二期及配套精加工项目正陆续投产，达产后公司将成为国内少数具备年产 20 万吨单机容量 5.5MW 以上的铸件企业，行业高景气度有助于公司消化风电零部件产能，此外，德阳基地核心铸钢件产品 2021 年四季度技改完成开始投产，预计 2022 年产量将大幅提升，且大部分能在东汽集团内部消化。
- 资本实力大幅提升。受益于公司经营累积及 2020 年和 2021 年分别完成了 IPO 和定增募集资金净额合计 19.27 亿元，2021 年末公司归母净资产较 2019 年末增长 2.07 倍。

关注

- 经营现金流表现不佳，业务快速扩张下资金压力加大。公司在上下游产业链中处于弱势地位，上游采购账期远短于下游货款账期，承担较大的垫资压力，随着公司业务规模的扩大，营运资金压力更加凸显，2019-2021 年经营活动持续净流出且逐年递增；另一方面，公司主要在建项目计划总投资规模较大，尚需自筹的资金缺口仍在 20 亿元以上，而自身造血可提供的资金支持有限。
- 风电需求阶段性波动风险导致产能存在较大的消化压力。近年来公司在风电领域大幅扩张，产生了大额折旧，且下游风电需求受平价上网及市场化交易占比上升等因素影响，下游需求或阶段性发生波动，新增产能存在较大的消化压力，同时，闲置产能的折旧成本也将侵蚀公司利润。
- 两头挤压下面临较大的成本管控压力。一方面，随着风电平价上网，风机整机降本压力向上传导，零部件招标价格明显下降，另一方面，废钢、生铁等主要原材料价格波动较大，2021 年原材料价格大幅上涨，叠加混改子公司业绩拖累，2021 年盈利能力有所下降。
- 偿债压力明显提升。受公司项目建设及营运资金需求增加的影响，近年公司债务规模大幅增加，存在一定的短借长投，债务结构有待改善。
- 面临较大的客户集中度风险。2019-2021 年公司前五大客户集中度逐年上升至 60% 以上，若主要客户需求下降或未能获取到主要客户订单，或对经营业绩及财务造成一定不利影响。
- 面临一定的安全生产隐患。公司主要产品的生产和加工过程伴随高温、高压的工序，生产环境相对较为复杂，2021 年子公司发生一起机械伤害事故，造成 1 人死亡，未来需关注安全事故可能对公司产生的负面影响。

同业比较（单位：亿元）

指标	广大特材	日月股份	宏德股份	吉鑫科技
总资产	74.96	104.07	9.03	40.13
净资产	34.55	82.99	5.82	27.38
营业收入	27.37	51.11	7.56	18.59
净利润	1.69	9.79	0.61	2.08
销售毛利率	18.76%	28.45%	18.40%	21.95%
资产负债率	53.91%	20.26%	35.57%	31.76%

注：广大特材、宏德股份、吉鑫科技财务指标为 2021 年数据；日月股份的财务指标为 2020 年数据。

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
矿业及金属企业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

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	中等
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	5
	经营规模	1		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	6		总债务/总资本	5
	品牌形象和市场份额	3		FFO/净债务	5
	经营效率	5		杠杆状况调整分	-2
	业务多样性	3		盈利状况	非常强
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			调整幅度		0
调整因素		无	独立信用状况		aa-
外部特殊支持调整			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
无	无	-	-	-	无

一、发行主体概况

公司前身为张家港市广大机械锻造有限公司（以下简称“广大有限”），由徐卫明以货币方式出资，于2006年7月注册成立，初始注册资本为1,580万元，公司类型为有限公司（自然人独资）。

2007年7月，根据广大有限股东决定，股东徐卫明将持有的广大有限1,580万元股权中的316万元股权转让给徐晓辉。2010年7月，公司第一次增资，注册资本增加至6,180万元。2011年12月，根据广大有限股东会决定，徐卫明和徐晓辉持有的广大有限100%股权均转让给张家港广大投资控股有限公司（以下简称“广大控股”，广大控股的唯一二股东为徐卫明和徐晓辉），广大控股成为广大有限唯一股东。

2012年2月，根据广大有限股东会决定，徐卫明以现金1,920万元对广大有限增资，增资后注册资本为8,100万元，广大控股和徐卫明的持股比例分别为76.30%和23.70%。

2018年1月，广大有限整体变更为股份公司，以公司截至2017年7月31日经审计的扣除专项储备后的账面净资产4.36亿元按1:0.2296的比例折合为10,000.00万股，整体变更为股份公司，并更名为现名。

后经两次增资，截至首次公开发行股票前公司股本为1.23亿元。2020年2月11日，公司在上海证券交易所科创板上市，募集资金净额6.40亿元，股票代码“688186.SH”，注册资本增加至1.65亿元。

2021年7月，公司向15名特定对象发行股票募集资金净额12.87亿元，注册资本由1.65亿元增加至2.14亿元。

截至2021年末，公司注册资本和股本均为2.14亿元，第一大股东广大控股持股比例为20.91%，实际控制人为徐卫明及其儿子徐晓辉，直接和间接合计控制公司29.70%的股份，具体股权结构图见附录二。

截至2021年末，公司前五大股东持有公司32.77%的股份，实际控制人股权均未被质押。

表1 截至2021年末公司前五大股东明细（单位：股、%）

股东名称	股本性质	持股数量	持股比例
张家港广大投资控股有限公司	限售流通 A 股	44,800,000	20.91
徐卫明	限售流通 A 股	12,050,000	5.62
广东天创私募证券投资基金管理有限公司一天创 18 号私募证券投资基金	限售流通 A 股	5,100,000	2.38
张家港保税区万鼎商务咨询合伙企业(有限合伙)	限售流通 A 股	4,500,000	2.10
诺德基金—招商银行—诺德基金千金 113 号特定客户资产管理计划	限售流通 A 股	3,765,060	1.76
合计	-	70,215,060	32.77

资料来源：公司 2021 年年度报告

公司主要从事高端装备特钢材料和新能源风电零部件的研发、生产、销售，主要产品包括齿轮钢、模具钢、特殊合金、特种不锈钢、风电铸件、风电主轴、风电精密机械部件及其他类零部件等，下游领域包括新能源风电、轨道交通、机械装备、军工装备、航空航天、核能电力、海洋石化等高端装备制造



业。截至2021年末，公司纳入合并范围的子公司合计9家，详见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：张家港广大特材股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：不超过15.50亿元；

债券期限：6年；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

转股期限：自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格：本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会（或董事会授权人士）在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格的向下修正条款：在本期债券存续期间，当本公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本期债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于前述的股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价；若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算；

债券赎回条款：在本期债券期满 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的本期债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会（或董事会授权人士）根据发行时市场情况与保荐机构及主承销商协商确定；在本期债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本期债券：（1）在本期债券转股期内，如果公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），（2）当本期债券未转股余额不足 3,000 万元时；

债券回售条款：（1）有条件回售款。在本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，本期债券持有人有权将其持有的本期债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司，若在上述交易日内发生过转股价格因派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派送现金股利等情况而调整的情形，则调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续 30 个交易日”须从转股价格向下

修正之后的第一个交易日起重新计算；在本期债券最后两个计息年度内，本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次；若在首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权；（2）附加回售条款。如果本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，且该变化被中国证监会或上海证券交易所认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售的权利。本期债券持有人有权将其持有的本期债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

向原股东配售的安排：本期债券向公司现有股东实行优先配售，现有股东有权放弃配售权。具体优先配售数量及比例由股东大会授权董事会或董事会授权人士在发行前根据市场情况确定，并在本期债券的发行公告中予以披露。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过15.5亿元，扣除发行费用后将全部用于以下项目：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
大型高端装备用核心精密零部件项目（一期）	22.00	11.50	52.27%
补充流动资金	4.00	4.00	100.00%
合计	26.00	15.50	--

资料来源：《张家港广大特材股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券预案》，中证鹏元整理

1.项目基本情况

本期债券募投项目实施主体为全资子公司江苏广大鑫盛精密智造有限公司（以下简称“鑫盛智造”），实施地点为江苏省苏州市张家港市凤凰镇，根据《张家港广大特材股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告》（以下简称“本期债券募投项目可行性报告”），募投项目主要用于生产行星销轴、行星齿轮、太阳轮、内齿圈、扭力臂、齿轮箱端盖、齿轮箱箱体、行星架等风电机组大型齿轮箱精密零部件及其他精密机械零部件，最终将具备年产风电机组大型齿轮箱零部件及其他精密机械零部件共计 84,000 件的精加工生产能力。本期债券募投项目计划总投资22.00亿元，计划建设期两年，截至2021年末，本期债券募投项目已投资9.66亿元（含计入无形资产的土地资产）。

2.项目审批情况

本期债券募投项目取得的批复/备案文件如下表所示：

表3 本期债券募投项目取得的批复或备案文件情况



文件名称	文号	发文机关	发文时间
《江苏省投资项目备案证》（备案证号：张凤申备（2021）65号）	项目代码：2102-320558-89-01-879879	张家港市凤凰镇人民政府	2021/3/31
《关于江苏广大鑫盛精密智造有限公司大型高端装备用核心精密零部件项目（一期）环境影响报告表的审批意见》	苏行审环评【2021】10119号	苏州市行政审批局	2021/6/7
《关于大型高端装备用核心精密零部件项目（一期）节能报告的审查意见》	苏发改能评【2021】第16号	苏州市发展和改革委员会	2021/6/24

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3.经济效益情况

根据公司自行编制的《江苏广大鑫盛精密智造有限公司大型高端装备用核心精密零部件项目（一期）可行性研究报告》，本期债券募投项目净现值为4.78亿元（所得税后），内部收益率为16.56%（所得税后），投资回收期为7.34年（含建设期2年，所得税后）。受资金到位等因素影响，募投项目能否如期完工存在不确定性，完工后受市场需求、行业景气度、行业竞争及公司未来发展状况等因素影响，募投项目投产后能否实现预期收益存在不确定性。

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。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，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。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。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年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，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。

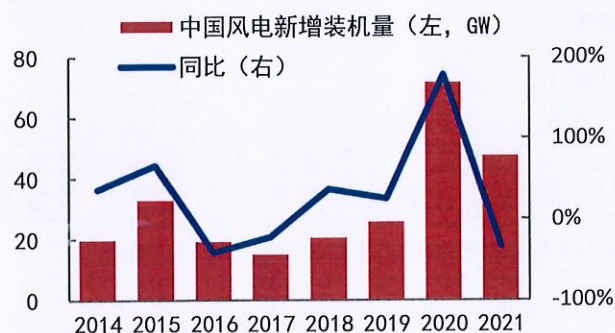
行业及区域经济环境

双碳目标背景下，风电产业市场空间较为广阔，“十四五”期间风电行业将维持较强景气度

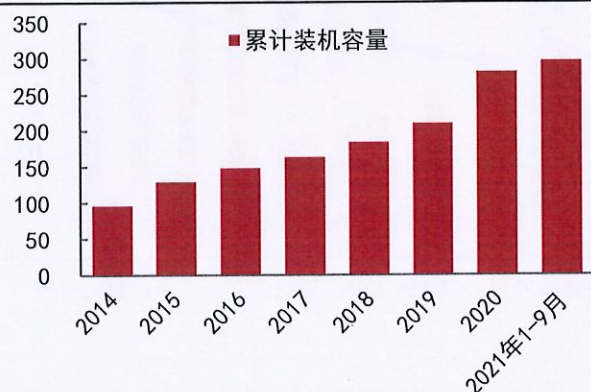
良好的风电政策环境孕育着较为广阔的市场空间。国家层面，2020年9月，习近平总书记在第七十五届联合国大会上郑重宣布中国二氧化碳排放力争2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。2020年12月，习近平总书记在气候雄心峰会上进一步宣布，到2030年，中国非化石能源占一次能源消费比重将达到25%左右，风电、太阳能发电总装机容量将达到12亿千瓦以上。截至2021年末，我国风电、太阳能发电装机容量合计6.35亿千瓦，距离2030年12亿千瓦以上的装机容量政策目标有较大发展空间。地方层面，2020年以来，多省市持续出台了地区性的有关风电行业发展的“十四五”规划等相关规划，其中，内蒙古、新疆、广东、河南、广西、四川等多个省份均对风电发展设立明确发展目标，对风电项目的建设、装机容量等进行了规划和目标设定。行业层面，在2020年10月，全球400余家风能企业的代表在国际风能大会上以《风能北京宣言》方式，提出“十四五”期间中国风电年均新增装机50GW以上，2025年后年均新增装机容量应不低于60GW，“十四五”期间的风电行业景气度较强。

2020年陆上风电受补贴政策退出下出现抢装潮，风电新增装机量创新高，2021年风电装机容量继续维持在较高水平。在陆上风电国补2021年退出政策驱动下，风电行业2020年出现强劲抢装潮，2020年风电新增装机总量达到71.67GW，同比增加178.44%，风电新增装机容量规模创新高，超过前三年新增装机量之和，规模创历史新高；2021年尽管在高基数下风电新增装机量增速同比下滑，但新增装机规模仍

达47.57GW，维持在较高水平，仅次于2020年新增装机容量。从风电设备公开招标量来看，2021年1-10月风电设备公开新增招标量达47.6GW，已接近开始“抢装潮”的2019年的公开招标量，按照陆上风电项目从招标到并网约三个季度到一年半的节奏来看，未来两年装机容量有望维持在较高水平。

图1 风电新增装机容量及同比增速


资料来源：国家能源局，中证鹏元整理

图2 我国风电设备公开招标量 (GW)


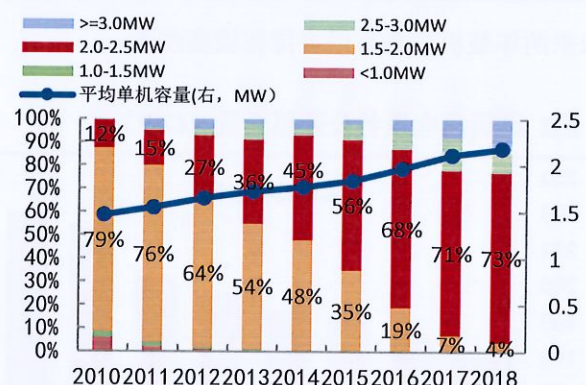
资料来源：国家能源局，中证鹏元整理

全国风电发电量规模持续攀升，2021年全国风电发电量5,667亿千瓦时，较2020年增长21.48%，增速远高于同期总发电量增速（6.41%）。2021年风力发电量在全部规模以上电厂发电量中比重占比达到6.99%，为我国第三大电力来源。当前我国工业化进程稳步推进，全社会用电需求不断上涨，随着能源结构不断调整，我国对可再生能源的需求日益提高，以风能为代表的可再生能源预计在长期内仍将保持快速增长，我国风电行业将保持快速增长。

风电机组大型化发展趋势明显，风电装备降本压力传导至风电零部件厂商

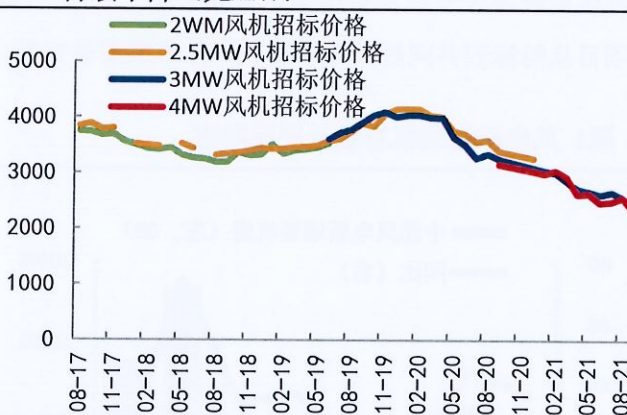
风电机组大型化等技术发展推动度电成本不断下降。根据中国风能协会数据，自2010-2018年以来，我国新增风机的平均单机容量已由1.47MW提升至2.18MW，行业新增风机的平均单机容量预计将继续提升。大容量的机型占比提升将带来风机单位千瓦造价的边际递减，目前国内风机单位千瓦的招标价格呈现持续下降态势，行业亦通过高塔架、翼型优化、独立变桨、场群控制等技术创新提高风力发电效率与发电量，推动度电成本不断下降。根据国际可再生能源机构（简称“IRENA”）的数据，从2010-2020的十年间，全球陆上风电、海上风电的度电成本分别下降了56%、48%；从中国陆上风电平均度电成本的最新数据来看，国内陆上风电平均度电成本从2010年的0.07美元/kwh降至2019年的0.047美元/kwh，下降幅度为32.86%。经过抢装期后，EPC工程技术基本成熟，风电厂商通过平台化、一体化机组降本，主机厂通过平台化设备发挥规模化效应，风电装备降本较快，总体建设成本继续下行。

图3 全国新增风机平均单机容量提升



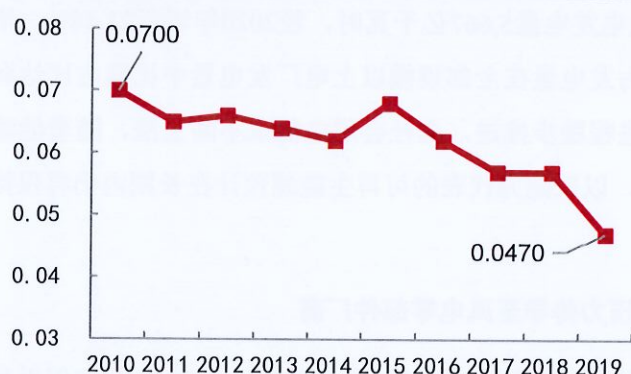
资料来源：CWEA（中国风能协会），中证鹏元整理

图4 2020年以来整机厂商金风科技风机招标价格持续下降（元/kW）



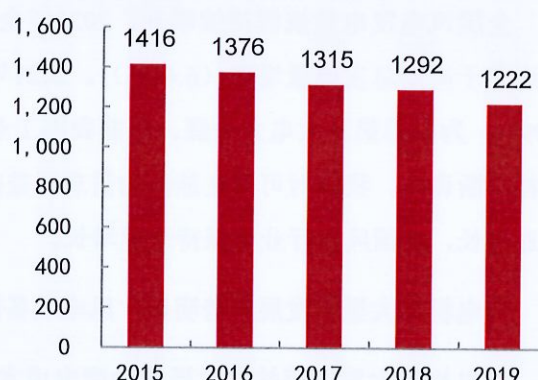
资料来源：金风科技业绩推介材料，中证鹏元整理

图5 我国陆上风电平均度电成本不断走低（单位：美元/kWh）



资料来源：IRENA，中证鹏元整理

图6 我国陆上风电平均建设成本亦不断下降（美元/kW）



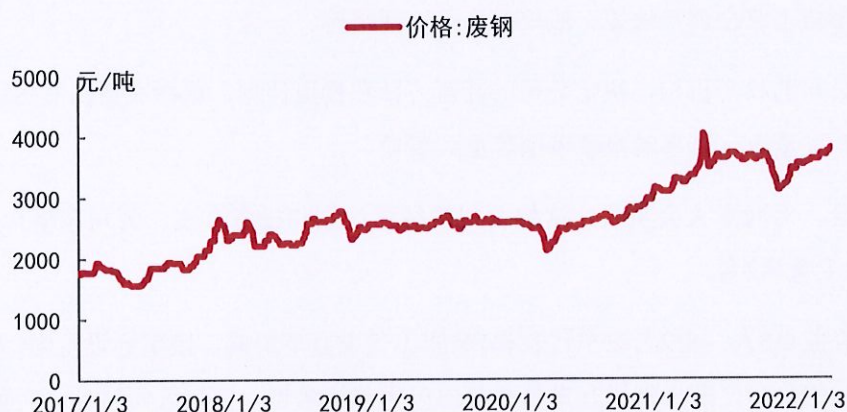
资料来源：IRENA，中证鹏元整理

海上风电平价时代加速到来，产业链面临降本压力。产业链积极推动风电降本，陆风已开始逐步实现平价，2021年10月的“风电伙伴行动”提出，风电力争在2025年将陆上高、中、低风速地区的度电成本分别降至0.1元、0.2元和0.3元，将近海和深远海风电度电成本分别降至0.4元和0.5元，海上风电力争在2024-2025年全面实现平价。考虑到我国海上风电的广阔发展空间，以及对沿海省份的经济带动、可再生能源消纳责任等方面的积极因素，海上风电产业链仍然具有非常大的成长动力，部分省份的地方性补贴方案已经出台。2021年6月11日，广东省印发《促进海上风电有序开发和相关产业可持续发展的实施方案》，将对省管海域内2018年底前已完成核准、在2022年至2024年全容量并网的项目给予投资补贴，2022年、2023年、2024年全容量并网项目每千瓦分别补贴1,500元、1,000元、500元。海上风电在我国已进入平价前的最后发展阶段，海上风电的产业链将加速进入平价发展阶段。

废钢价格处于高位将增加风电零部件企业的成本管控和营运资金压力

中证鹏元预计2022年废钢价格仍将处于高位，风电零部件企业面临较大的成本控制压力和营运资金压力。区别于普通钢行业，特殊钢行业通常采用废钢作为原材料进行产品生产，因此废钢已成为生产特殊钢的主要原料之一。废钢主要来源于社会采购和自产废钢，是炼钢的另一大原材料来源，近年来废钢比在20%左右，供给相对较为稳定。受海外俄乌战争等地缘因素扰动，铁矿石价格阶段性上升，带动废钢价格上升，预计全年仍将处于高位而废钢结算方式多为先款后货，价格处于高位增加下游风电零部件企业的成本管控和资金压力。

图7 2021年以来废钢价格持续处于高位



资料来源：Wind，中证鹏元整理

风电铸件具有资金密集和劳动密集特征，行业集中度提升

风电零部件环节为风机装配产业链上游，横向结构较为复杂，包含轴承、铸件（风机轮毂等）、锻件（风机主轴等）、叶片、变流器、齿轮箱、法兰等，还包括整机装配环节的风机塔筒、电缆等，各环节之间的行业格局与护城河差异较大，也已出现了显著的分化。同时，面对近一年以来的大宗商品涨价浪潮，产业链中壁垒最高、格局最优环节的龙头企业将凭借自身规模效应降本增效与议价能力增厚公司盈利安全垫，龙头公司优势将愈发凸显。

铸件方面，以风电设备领域为例，目前全球风电设备铸件80%以上产能集中在中国，剩余部分主要在欧洲和印度，产业集中度高。且铸造行业主要集中在经济发达、装备制造行业蓬勃发展的地区，有着较为明显的区域性特征。我国铸造企业主要集中在长三角、环渤海、珠三角等地区。铸件主要用于风机轮毂制造，铸件行业属于资金密集和劳动密集行业。风电铸件生产总体自动化程度较低，但其产能受工具模组、人员熟练度、环评等因素影响较大，因此其扩产周期一般长达2-3年，且在近年来环评标准趋严、原材料成本中枢上移的背景下，中小型企业产能因环评不达标或连续亏损等原因被迫退出，市场份额向行业前几名风电设备铸件企业集中。目前，我国主要生产风电设备铸件的企业大约20至30家，竞争格局主要体现为：以一重、二重为代表国有控股的大型综合性重工装备铸件制造企业，风电铸件仅为其业务领域中的某一细分板块；以日月股份、吉鑫科技为代表的民营企业在风电铸件领域占据优势并不断



发展壮大。截至2021年末，国内年产能超过 15 万吨铸件的公司包括日月股份（603218.SH）、永冠集团、吉鑫科技（601218.SH）等，15万吨以下有广大特材、宏德股份（301163.SZ）。

五、公司治理与管理

1、公司治理

公司根据《公司法》、《证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会。公司制订了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等规章制度，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。

股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项等重大事项。

公司设董事会，对股东大会负责，决定公司的经营计划和投资方案。公司董事会由5名董事组成，设董事长1名、独立董事2名。

公司监事会有监事3人，由2名股东代表和1名职工代表监事组成，监事会设主席1人。监事会职责包括：对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见，检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督和提议召开临时股东大会等。

根据公司于2021年11月20日公告的《关于最近五年不存在被证券监管部门和交易所处罚或采取监管措施的公告》，公司最近五年内不存在被证券监管部门和交易所采取监管措施或处罚的情况。

2021年12月，中国证券监督管理委员会江苏监管局对公司副总经理、总工程师顾金才先生违规减持出具警示函的监管措施。

2、公司管理

公司根据行业特点和经营管理需要，设立了研发中心、质检部、设备部、生产计划部等多个部门进行专业管理和技术支持，公司已建立了较完整的内部管理制度，覆盖了研发、采购、销售、生产等多个环节。截至2021年末，公司组织架构图见附录三。

公司实际控制人之一徐卫明担任公司董事长兼总经理，实际控制人之一徐晓辉担任公司董事兼采购经理，均具备丰富的行业从业经验及管理经验。

3、公司发展战略和未来规划

公司持续推动工艺、技术、管理创新，致力于发展成为行业领先的高端装备先进基础材料制造商和新能源精密机械零部件提供商，稳步推进高端化战略。首先，高温合金、超高强度钢、耐蚀合金、超高纯不锈钢等特定领域应用的特殊合金材料，规划作为公司未来战略布局的重点方向之一，促使公司向军

事工业领域进行拓展的同时，也在民用领域逐步替代高端进口材料；另外，通过提升高温合金等特殊合金产业化能力，形成特殊合金业务的竞争优势后反哺现有齿轮钢及模具钢等核心业务的技术创新，最终实现公司在新材料领域的全方位发展。最后，公司规划继续深耕主营业务产业链下游产品，发挥全产业链优势和技术优势，增加现有产品的生产工序，提升产品附加值，从基础材料供应逐步过渡到核心零部件类供应。

六、经营与竞争

公司主要从事特钢材料和高端装备零部件的研发、生产、销售，特钢材料主要产品包括齿轮钢、模具钢、特殊合金和特种不锈钢，高端装备零部件主要包括风电铸件、风电主轴、风电精密机械部件及其他类零部件等，下游主要为新能源风电、机械装备、轨道交通等。近年来公司营业收入快速增加，2019-2021年均复合增长率为31.28%，主要受益于下游风电行业“抢装潮”下需求旺盛，公司积极调整产品结构，风电成为公司产品第一大应用领域。

毛利率方面，近年来公司销售毛利率波动下降，其中2020年毛利率上升主要原因为调结构下的高毛利的零部件收入占比提升，而2021年毛利率明显下降则是由多方因素导致，一是废钢、生铁、合金等原材料大幅涨价，推高生产成本，二是新收入准则下运输费用调整至营业成本核算，影响毛利率1.98个百分点，三是风电整机厂降本增效压力向上游零部件厂商传导，招标价格明显下降，四是2021年成立的混改子公司拖累，其销售毛利率远低于公司其他主要产品毛利率。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
特钢材料	10.93	17.48%	10.20	20.57%	12.81	20.93%
高端装备零部件	16.11	19.32%	7.40	28.56%	2.60	24.62%
其他业务收入	0.33	33.49%	0.50	11.79%	0.47	27.23%
合计	27.37	18.76%	18.10	23.60%	15.88	21.72%

资料来源：公司提供

公司具有从熔炼到精加工的生产工艺，具备一定的技术优势

公司注重新技术的研发和知识产权的保护，通过长期渐进的技术创新积淀，公司形成了一定的技术实力。截至 2021 年末，公司形成核心技术 32 项，拥有专利 73 项，其中发明专利 31 项，涵盖熔炼、成型、热处理等决定材料性能及稳定性的各项核心关键工艺，并在齿轮钢、模具钢、特种不锈钢及特殊合金等产品中产业化应用，是新材料行业内少数具备熔炼、成型、热处理、精加工等较为完善产业链工艺的企业，其中熔炼是公司的核心环节，有助于公司在材料源头上提纯、控制成分等从而为客户提供材料质量可控的产品，提高技术创新的效率和成功率。同时，公司的试制能力强（即可通过完整的生产环节验证公司的工艺创新，提高技术创新的效率和成功率），产品线广、可一站式解决特定领域客户的产品



需求等竞争优势，2020年被评为国家级专精特新“小巨人”企业。研发的时速300-350km高铁锻钢制动盘材料于2018年10月获中国中车认证并成为国内唯一供应商，实现进口替代。

公司不断加大研发投入力度，新技术研发取得成果并投入产品开发，产品线持续优化和升级。新技术方面，公司电渣液态浇铸大型合金铸锻件技术及产业化项目获评国家火炬计划产业化示范项目，锻钢制动盘产品获国家重点新产品，铁路机车用齿轮齿圈获批江苏省高新技术标准化试点项目，电力机车从动齿轮齿芯、高性能风力发电机主轴、超大截面贝氏体预硬化塑胶模具钢、船舶用高耐蚀高温合金锻件、航空航天发动机用高温合金等产品获得高新技术产品认定。新产品方面，公司研发的第四代储能转子金属材料，目前已形成低合金高强度钢、中高强度钢、超高强度钢的金属转子材料谱系，产品广泛应用于能量性以及功率型储能系统。

此外，公司具有资质认证优势。公司主动参与诸多权威资质认定：针对特定行业或领域，在军工装备方面，公司已取得武器装备科研生产许可证、武器装备科研生产单位保密资格证、武器装备承制单位资格认证；在航空航天方面，公司通过了国际航空航天质量管理体系认证（AS9100D）。此外，通过对实验检测能力的持续提升，公司已通过中国合格评定国家认可委员会（CNAS）实验室认定。针对出口业务，公司已通过美国船级社（ABS）、法国船级社（BV）、劳埃德船级社（LR）、意大利船级社（RINA）、挪威船级社（DNV.GL）等认证，产品质量获得国际认可。

公司产能近年快速放量，且新增产能投放为业务扩张奠定基础，但同时也面临较大的资金、降本压力及产能消化风险

公司生产模式为以销定产，根据客户多品种、小批量的需求特点，围绕订单进行生产，特钢材料和高端装备零部件的生产周期分别为1-2个月和3-4个月，此外，公司存在一定的工序委托加工，委托加工后公司仍需进一步对其加工，适当占用公司产能。

截至2021年末，公司在江苏张家港、江苏如皋、四川德阳布局三大生产基地。考虑到风电零部件多体积、重量大，水运更为经济，公司的张家港基地临近码头，如皋基地厂内可通过传送带直接装船，具有一定的江海水路运输优势。德阳子公司为公司以3.50亿元现金出资收购的东汽集团的混改子公司，具有明显的客户优势，继承其前身东方电气集团东方汽轮机公司铸锻事业部拥有的独立完整的研发、生产、采购、销售体系，业务涵盖熔炼、成型、热处理、精加工等工艺。三大基地生产工艺各有侧重，张家港基地侧重于材料研发、冶炼并实施“小批量、多品种，定制化”产品类生产，产品包括特钢材料和风电零部件粗加工，如皋基地侧重于风电铸件产品的专业化生产，德阳基地侧重于能源电力装备铸钢产品及汽轮机叶片的研发和专业化生产。

公司产品需经过胚料、电炉熔炼、铸造/锻造、精加工等工序，产能由前述关键工序的产能决定，材料熔炼系公司的核心工艺环节，因此电炉是制约公司产能扩张的重要因素之一，电炉熔炼之后的铁水用于制作钢材材料和零部件。通过技术改造等2021年电炉产量较2019年提升28.46%。近年来公司产品由



特钢材料向下游零部件精加工领域延伸从而带动产能调整零部件，2021年特钢材料毛坯料产量较2019年明显下降，且预计未来或将进一步下降。除此之外，公司通过自筹、定增等方式筹资资金扩产，自筹资金项目超大型铸锻件智能化技改项目（年产能20万吨）和定增的风电铸件项目宏茂海上风电高端装备研发制造项目（年产能15万吨）于2021年起陆续投产，2021年风电铸件等零部件毛坯料产量较2019年成倍增长。近年来公司供销两旺，产能利用率维持在90%以上。

表5 公司近年来主要产品生产情况（单位：万吨）

产品	项目	2021年	2020年	2019年
铁水	年产能	29.50	24.00	23.25
	产量	27.08	22.51	21.08
	产能利用率	91.81%	93.79%	90.65%

注：上表中的产能产量及产能利用率的统计口径均为毛坯料。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

未来产能的有效释放为公司业务规模扩张奠定基础。分具体产品而言，特种不锈钢、高温合金及高强度钢多牌号已小批量试产供应；铸钢件方面，技改后产能已上升为3万吨并已于2021年四季度逐步投产，且多为东汽集团内部消化；铸件方面，超大型铸锻件智能化技改项目（年产能20万吨）和风电铸件项目宏茂海上风电高端装备研发制造项目（年产能15万吨）将陆续投产，达产后公司将成为国内少数具备年产20万吨单机容量 5.5MW 以上风电大型铸件产品铸造和精加工能力的风电零部件企业；本期债券募投项目达产后可带来84,000件的精加工生产能力，可为公司陆续贡献新的产量，下游风电行业景气度为业务扩张奠定基础，但大幅扩张亦给销售端带来较大的压力，需关注产能消化风险。同时，风电行业降本本是必然趋势，叠加行业竞争加剧，成本管控压力日益突出。

截至2021年末，公司主要在建项目计划总投资50.49亿元，一级市场融资资金到位后将置换前期投入的债务资金，因此用剔除IPO、定增和拟筹集的本期债券募集资金和重大技改项目已投资额后的余额测算项目资金压力，自筹资金缺口为20.46亿元。而现阶段公司经营活动持续净流出，存在较大的资本支出压力，需持续关注其流动性压力。

表6 截至2021年末公司主要的在建项目情况（单位：亿元、万件、万吨）

项目名称	计划总投资	募集资金	已投资	预计工期	预计年产能	资金来源
大型高端装备用核心精密零部件项目（一期）	22.00	11.50	9.66	2年	8.40	本期债券募集资金、自筹
宏茂海上风电高端装备研发制造项目	15.10	9.37	6.29	2年	15.00	定增募集资金、自筹
超大型铸锻件智能化技改项目	10.39	0.00	6.07	2年	20.00	自筹
特殊合金材料扩建项目	3.00	3.00	1.02	3年	0.37	IPO 募集资金
合计	50.49	23.87	23.04	-	-	-

资料来源：公司提供

下游领域风电领域景气度较高为公司需求提供一定保障，但同时也需关注周期性经营波动风险

公司销售模式均为直销，对于国内客户，一般直接销售给终端装备制造制造商或其指定的后道加工企业；

对于国外客户，通过直接向装备制造商进行销售以及向具备对产品进行分拣、初加工等加工能力的大型钢材库存商销售。

公司产品分为以齿轮钢、模具钢为主的特钢材料和风电铸件、齿轮部件等高端装备零部件两大类，主要应用领域较为广泛，包括风电、机械装备、军工核电、模具制造、海洋石化装备和轨道交通等。公司积极把握风电机遇，及时调整产品结构，来自风电领域的收入大幅增长，2021年风电收入较2019年增长1.31倍至14.39亿元，风电行业上升为公司主营业务第一大收入来源，收入占比由2019年的40.43%提升至2021年的53.20%。当前风电发展的良好环境孕育着较明朗的市场空间，为公司需求提供一定保障，但是随着风电进入平价时代及电价市场化交易占比提升使得风电场投资收益率下降，风电场投资者投资意愿可能随之下降，风电整机行业装机量需求及其上游零部件或阶段性发生波动，公司可能面临一定的周期性经营波动风险。

表7 公司部分下游行业收入及毛利率构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
新能源风电	14.39	21.21%	11.51	23.69%	6.23	20.46%
机械装备	3.07	20.43%	2.74	23.16%	5.39	21.60%
能源装备	4.61	6.91%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他	4.97	20.66%	3.35	25.42%	3.79	23.28%
主营业务收入合计	27.04	18.58%	17.60	23.93%	15.41	21.55%

资料来源：公司 2019-2021 年年报，中证鹏元整理

就产品类别而言，受公司向材料产业链下游后端零部件延伸影响，2019-2021年特钢材料销量和收入有所下降。在下游风电需求旺盛及新增产能释放的带动下，2021年公司零部件销量较2019年大幅增长3.80倍，叠加2021年全球流动性充裕等多因素影响，大宗商品价格普涨，2021年零部件销售均价较2019年上涨29.33%，量价齐升下2021年零部件销售收入较2019年增长5.21倍。整体而言，由于产能结构调整，2020年总销量有所下降，但单位价值更高，2020年营业收入仍保持增长，2021年在下游需求支撑下，产能大幅释放，特钢产品销售收入大幅增长53.63%。近年公司产销率表现良好，2019-2021年平均产销率为100.29%。

表8 公司特钢产品产销和利润情况（单位：万吨、亿元）

类别	项目	2021 年	2020 年	2019 年
特钢材料	销量	12.18	13.13	18.27
	产销率	131.03%	96.25%	100.27%
	销售额	10.93	10.20	12.81
	毛利率	17.48%	20.57%	20.93%
高端装备零部件	销量	10.28	5.84	2.14
	产销率	83.61%	94.71%	108.53%
	销售额	16.11	7.40	2.60



合计	毛利率	19.32%	28.56%	24.62%
	销量	22.46	18.97	20.41
	产销率	104.03%	95.77%	101.07%
	销售额	27.04	17.60	15.41
	毛利率	18.58%	23.93%	21.55%

注：上表中的销量、产销量统计口径为产成品。

资料来源：公司提供

2021年公司主要产品的单位毛利受原材料涨价和风电整机厂降本增效压力传导影响大幅下降。公司原材料废钢采购市场竞争充分，信息传递较快，而销售端调价机制具有一定的滞后性，原材料大幅涨价将削弱利润空间。此外，下游风电整机厂降本增效压力向中游零部件厂商传导，风电机组招标价格呈现快速下降态势，压缩公司利润空间。2021年特钢材料单位毛利小幅上升主要系产品结构调整，高毛利的特殊合金和特种不锈钢收入占比提升，主要的特钢材料明细产品毛利均小幅下降。风电零部件等在原材料涨价及下游招标价格下降的双重冲击下，2021年单位毛利下降12.33%。在行业竞争加剧、风电行业降本增效压力传导下，未来公司将面临毛利率下滑风险。

表9 公司特钢产品单位利润情况（单位：元/吨）

类别	项目	2021年	2020年	2019年
特钢材料	单位售价	8,970.66	7,768.14	7,013.32
	单位成本	7,402.19	6,332.93	5,696.96
	单位毛利（扣除运费）	1,568.46	1,435.21	1,316.37
高端装备零部件	单位售价	15,683.12	12,672.12	12,130.89
	单位成本	12,652.73	9,215.57	9,295.89
	单位毛利（扣除运费）	3,030.38	3,456.55	2,835.00
合计	单位售价	12,042.08	9,278.29	7,550.47
	单位成本	9,804.69	7,220.62	6,074.70
	单位毛利（扣除运费）	2,237.39	2,057.67	1,475.77

注：单位售价=特钢产品营业收入/特钢产品销量；2021年单位成本=特钢产品营业成本/特钢产品销量；2019-2020年单位成本=（特钢产品营业成本+销售费用中的运输费）/特钢产品销量

资料来源：公司2019-2021年年报，中证鹏元整理

公司开拓优质客户且合作较为稳定，但同时面临较大的集中度风险、对下游客户议价能力较弱

就下游客户而言，公司与风电、军工核电等领域的部分优质企业形成了直接较为稳定合作关系，风电领域的全球风电齿轮箱行业龙头的南高齿和采埃孚（ZF）、国内大型风电整机装机商明阳智能和中国东方电气集团所属单位；军工核电领域的中船重工集团所属单位、上海电气所属单位；轨道交通领域的中国中车下属单位；机械装备领域的蒂森克虏伯（Thyssenkrupp）及奥钢联（IS）等。近年来南高齿、明阳智能稳居公司前五大客户，随着公司与东方电气集团东方汽轮机有限公司的战略混改单位德阳广大东汽新材料有限公司（以下简称“广大东汽”）2021年上半年投产，东方电气（股票代码：600875.SH）跃升为公司2021年第二大客户，未来对其销售规模有望继续扩大，下游主要客户资质较好且较为稳定。



同时，公司通过参与混改、签订框架协议等方式锁定部分未来销量。根据公司与东方电气集团东方汽轮机有限公司（以下简称“东方汽轮机公司”）签订的投资协议，东方汽轮机公司按照市场化同等条件优先的原则，选用公司产品，同时积极协调东方电气集团内企业按照市场化同等条件优先的原则，选用混改子公司产品。公司自接手广大东汽后，持续推进技术改造、产能提升及降本增效等工作以提升经营效益，2021年广大东汽实现营业收入5.83亿元，但仍处于亏损状态，主导产品铸钢件2021年毛利率仅为6.53%，远低于该产品的正常毛利率水平，2021年净利润亏损0.15亿元，降本增效提升空间很大，未来需持续关注广大东汽的经营状况。

框架协议方面，截至2022年3月末，公司已与上海电气上重铸锻有限公司签订两年的内贸采购框架协议，与海锅股份（301063.SZ）及江阴振宏重型锻造有限公司签订合计4万吨钢锭的年度采购合同书。同时公司也面临较大的客户集中度风险，2019 -2021年公司前五大客户集中度逐年上升至62.50%，若主要客户需求下降或未能获取到主要客户订单，或对公司经营业绩及财务状况造成一定不利影响。

表10 公司前五大客户情况（单位：万元、%）

年度	客户名称	主要产品	销售收入	占营业收入比重
2021年	明阳智能	风电主轴、风电主轴	65,549.21	23.95
	东方电气	风电铸件、精密机械部件、铸钢件、齿轮钢	64,426.61	23.54
	南高齿	齿轮钢、风电铸件、精密机械部件	21,411.93	7.82
	江阴振宏重型锻造有限公司	齿轮钢	10,874.58	3.97
	IS	齿轮钢	8,818.73	3.22
	合计	-	171,081.06	62.50
2020年	南高齿	齿轮钢、风电精密机械部件	26,529.93	14.65
	明阳智能	风电主轴、风电铸件、风电精密机械部件	22,807.60	12.6
	江苏金源	齿轮钢	18,948.51	10.47
	中国中车	齿轮钢、风电主轴、风电精密机械部件	10,929.51	6.04
	江阴方圆	齿轮钢、特殊合金	10,167.92	5.62
	合计	-	89,383.47	49.37
2019年	江苏金源	齿轮钢、精密机械部件	13,995.60	8.81
	雅凯集团（Jacquet）	齿轮钢、特种不锈钢	13,757.84	8.66
	江阴振宏重型锻造有限公司	齿轮钢	12,794.13	8.06
	南高齿	齿轮钢、精密机械部件	10,588.45	6.67
	明阳智能	风电主轴、精密机械部件	7,568.08	4.76
	合计	-	58,704.10	36.96

资料来源：公司提供

公司境内销售区域分布主要围绕生产基地分布，2019-2020年公司仅有张家港和如皋两大基地，华



东地区收入占比在60%以上，2021年四川德阳基地投产后，华东地区收入规模相对稳定，但占比下降至39.65%，西南地区收入占比大幅提升至24.85%，预计华东和西南未来将为公司前两大区域市场。外销收入主要来自机械设备领域，受该领域市场行情趋势下行及风电需求旺盛等因素综合影响，公司调整部分产能至风电领域，近年来外销收入整体下行。

公司面临一定的安全生产隐患

公司主要产品的生产和加工过程伴随高温、高压的工序，生产设备多为大型特种设备，面临一定的安全生产隐患。2021年，子公司如皋市宏茂铸钢有限公司（以下简称“宏茂铸钢”）发生一起机械伤害事故，造成1人死亡，经应急管理局牵头相关部门事故调查，宏茂铸钢安全管理不严、从业人员存在违章行为，岗位风险辨识不到位，机械设备未按相关规定涂以安全色条纹及悬挂警示标志，在事故中负有责任的行为，给予20万元的行政处罚。经如皋市长江镇人民政府于2022年3月27日出具的《证明》，根据当时施行的《中华人民共和国安全生产法》的规定，宏茂铸钢上述生产安全事故为一般事故，不属于情节严重的情形，但未来需持续关注安全事故可能对公司产生的负面影响。

公司生产所用能源投入为电力和天然气，过程中产生的污染物主要是废水、废气、固体废弃物和噪声等，不属于重污染行业，每年均有投入一定的环保设备和费用开支。

废钢、生铁等原材料是公司主要的成本来源，价格上涨将加大公司营运资金压力和成本控制压力

公司主要原材料为废钢、生铁及镍、钼、铬等合金材料，近年来废钢、生铁和合金等原材料为公司生产成本的最重要来源，其中废钢用于核心工艺环节电炉熔炼。随着公司2020年风电铸件投产，开始对外采购生铁。考虑到华东为全国废钢集散地之一，故而公司的张家港和如皋生产基地的废钢资源较为充足，原材料供应较有保障。公司废钢采购途径主要包括：（1）向有经营资质的张家港道盈再生资源有限公司（以下简称“张家港道盈”）、江苏省江南再生资源利用有限公司（以下简称“江南再生”）等再生资源回收公司采购；（2）通过拥有经营资质的下属子公司向少数自然人直接采购；（3）向公司东方电气集团东方汽轮机有限公司等客户回收其生产过程中产生的边角料废钢。向再生资源回收公司和自然人采购是公司主要的废钢来源，2019-2021年前五大供应商集中度分别为51.74%、37.20%和48.61%。

采购价格方面，主要原材料行业充分竞争，价格传递及时，2021年流动性宽裕大宗商品价格大涨等因素影响，采购价格大幅上涨，给公司带来一定的成本控制压力。

采购结算方面，受废钢资源回收行业特性影响，公司向再生资源回收公司和自然人采购废钢均主要通过现金结算，部分需预付货款，同时公司存在一定的备料周期，而下游客户结算方式多为票据，废钢价格上涨将加大公司资金压力。此外，公司对接的自然人供应商数量较多、采购金额较大，面临一定的税务风险。



表11 公司原材料采购情况

原材料	项目	2021 年	2020 年	2019 年
废钢	采购数量（万吨）	21.72	19.19	19.35
	单价（元/吨）	3,954.66	3,029.94	3,086.81
	金额（万元）	85,891.85	58,146.34	59,734.11
合金	采购数量（万吨）	0.84	0.44	0.32
	单价（元/吨）	18,441.00	16,063.21	24,170.49
	金额（万元）	15,499.35	7,075.75	7,852.17
生铁	采购数量（万吨）	3.78	4.32	0.00
	单价（元/吨）	3,472.27	3,000.55	0.00
	金额（万元）	13,147.82	12,977.17	0.00

资料来源：公司提供

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司无并表子公司变动，2020-2021年公司合并报表范围变化情况如下表所示。

表12 2020-2021 年公司合并报表范围内子公司变动情况

年份	变动子公司	变动情况	变动原因
2021 年	德阳广大鑫宏科技有限公司	新增	新设
2021 年	德阳广大东汽新材料有限公司	新增	新设
2020 年	江苏广大鑫盛精密智造有限公司	新增	新设

资料来源：公司提供

资产结构与质量

公司资产规模持续增加，主要以现金类资产、厂房设备和多生产工序积累的存货为主，符合公司生产型企业特征，但需关注存货跌价风险、折旧对利润的侵蚀，整体资产质量尚可

近年来公司总资产持续增加，增量部分主要来自IPO、定增及债务资金。近三年流动资产占比有所下降，2022年末已到50%左右。

流动资产方面，公司货币资金主要为银行存款、定期存单等，2021年末使用受限的货币资金5.16亿元，用于票据保证金和借款担保的定期存款质押。2021年末，货币资金大幅增长主要系2021年7月向特定对象发行股票募集资金净额12.87亿元到位所致。

公司应收票据主要为商业承兑汇票，近年应收票据账面价值呈一定的波动性，2021年末账面价值大幅增加主要原因是业务扩张，2021年末受限的应收票据为4.65亿元，除用于保证金外，剩余部分为未终止确认的票据。

应收账款近年来账面价值持续增加，主要系业务规模扩大所致，2021年末账面价值同比大幅增长42.26%，但低于同期营业收入51.20%的增速。应收账款集中度较高，截至2021年末，前五大应收对象期末余额合计数为2.81亿元，为同期末应收账款余额的46.30%；应收账款账龄较短，其中2021年末1年以内的应收账款余额占比93.61%；坏账风险相对可控，下游客户资质相对较好，2021年末坏账准备计提比例为8.41%。

公司存货主要由库存商品、在产品及原材料（主要为废钢和合金）构成，由于生产环节覆盖材料熔炼、成型、热处理和精加工的全部工艺，产品种类较多、生产周期较长，且部分客户为降低库存成本，一般会要求完工后分批次发货，导致在各生产环节存货均形成一定的累积。随着产业链延伸和业务规模扩大，公司在产品、原材料和库存商品账面价值均大幅增加，2021年末同比增长63.88%，已超公司同期营收增速，较大规模的存货对公司营运资金造成一定占用，同时需关注存货跌价风险。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.82	10.43%	4.49	10.83%	1.74	7.09%
应收票据	5.97	7.96%	2.45	5.90%	3.15	12.84%
应收账款	5.56	7.41%	3.91	9.42%	2.48	10.09%
存货	15.08	20.12%	9.20	22.19%	7.15	29.09%
流动资产合计	37.38	49.87%	22.17	53.46%	15.42	62.73%
固定资产	17.78	23.71%	9.85	23.75%	5.69	23.14%
在建工程	14.61	19.49%	7.01	16.90%	1.74	7.08%
无形资产	3.95	5.27%	1.73	4.18%	1.01	4.10%
非流动资产合计	37.58	50.13%	19.30	46.54%	9.16	37.27%
资产总计	74.96	100.00%	41.47	100.00%	24.58	100.00%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

非流动资产方面，公司固定资产主要为张家港基地、如皋基地和德阳基地的房屋建筑物、机器设备，随着超大型铸锻件智能化技改项目和定增募投项目宏茂海上风电高端装备研发制造项目等项目部分完工转固，账面价值大幅增加，截至2021年末，受限的固定资产账面价值0.96亿元，占同期末固定资产的5.42%。公司在建工程主要为定增项目、本期债券募投项目和技改项目等，随着风电领域投入力度加大，近三年在建工程规模大幅上升。近年资本投入大幅投入下产能持续扩张、生产工序折旧成本大幅增加，需关注公司产能未来能否有效消化及折旧成本对利润的影响。公司无形资产主要为土地资产，近年来账面价值持续增长。

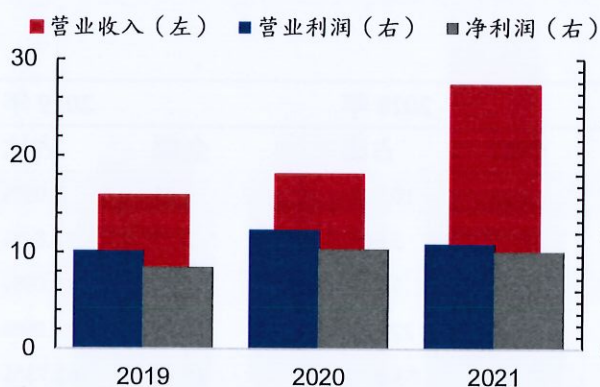
总的来看，近年来公司资产持续增加，主要以现金类资产、厂房设备和多生产工序积累的存货为主，符合公司生产型企业特征，2021年末厂房、土地、票据等受限资产合计11.40亿元，占总资产的15.21%，整体资产质量尚可。

盈利能力

近年规模持续扩张，但两头挤压及混改子公司拖累2021年增收不增利

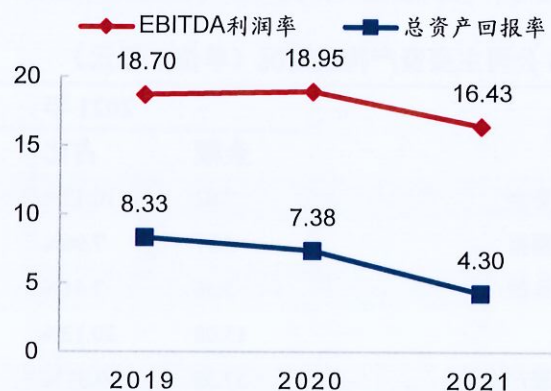
公司营业收入主要来自风电领域、能源装备和机械装备领域的齿轮钢和铸件等产品，供销两旺下近三年规模持续增长。废钢涨价、下游风机招标价格大幅下行及混改子公司拖累等因素影响，2021年增收不增利，营业利润和净利润均有所下滑，EBITDA利润率明显下降。此外，大规模在建项目建设和累库增加等因素影响，总资产规模快速增长导致总资产回报率下降，未来需关注公司在建项目的收益实现情况。

图8 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图9 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

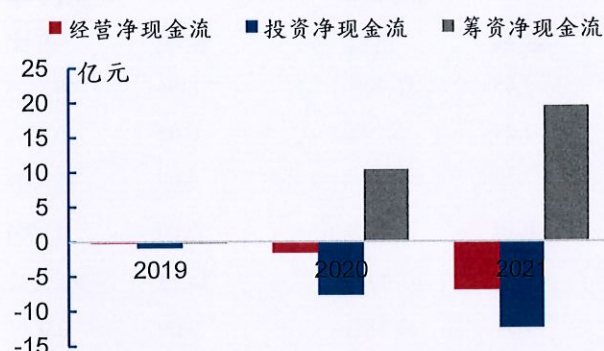
现金流

公司业务扩张下资金需求增加，融资需求较大

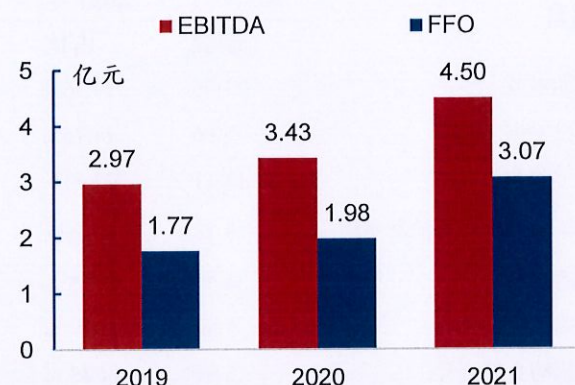
经营活动方面，2019-2021年公司平均收现比为0.49，销售回款表现相对较弱，主要原因为下游客户较为强势，票据结算比例70%左右，而票据到期承兑后计入销售回款。2019-2021年FFO持续为正且规模较大，主营业务现金生成能力较好。2019-2021年，公司经营活动现金流持续净流出，主要原因是客户欠款和业务扩张的存货铺底对营运资金造成较大占用。

投资活动方面，近年来公司投资活动现金流持续净流出，主要用于IPO及定增募投项目、技改项目二期投资建设及原有厂房更新改造及扩建等项目。考虑到上述项目的后续推进，预计投资活动现金仍将净流出。

筹资活动方面，为支持业务扩张下的经营活动和投资活动需求，公司加大股权和债权融资力度，2019-2021年公司筹资活动现金净流入29.67亿元，主要来源于IPO、定增和银行贷款。截至2021年末，公司目前主要的在建项目自筹资金缺口在20亿元以上，叠加借新还旧需求，未来面临较大的融资需求。

图10 公司现金流结构


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

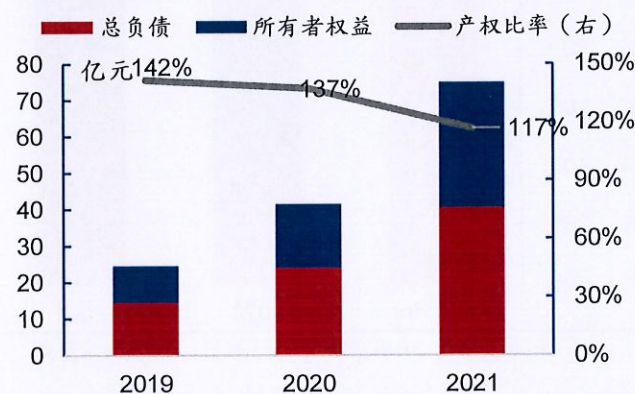
图11 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

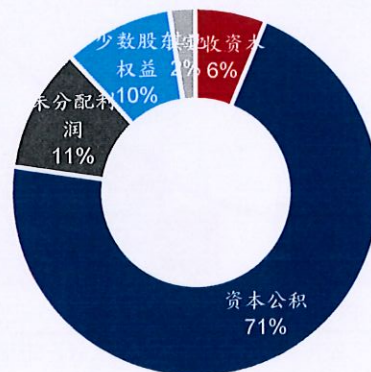
资本结构与偿债能力

近年公司资本实力、总债务均大幅增加，存在一定的短借长投，偿债压力大幅上升

公司净资产主要由股东投入和经营积累构成，2020年2月的IPO和2021年7月的定增，为公司带来大额股权资金，净资产大幅增加。同时，债券融资也在快速推进，近年来公司总债务大幅上升。受益于近两年大规模的股权融资，公司产权比率高位下降，净资产对总负债的保障程度仍一般。

图12 公司资本结构


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图13 2021 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

近年来公司流动负债占比虽波动下降，但2021年末仍高于80%，负债期限结构有待改善。

流动负债方面，近年来公司短期借款余额波动增加，短期借款主要为抵质押借款、保证借款和信用借款。应付票据和应付账款均主要为应付供应商的废钢等材料款及设备采购款，近年来规模持续上升。一年内到期的非流动负债为即将到期的长期借款。

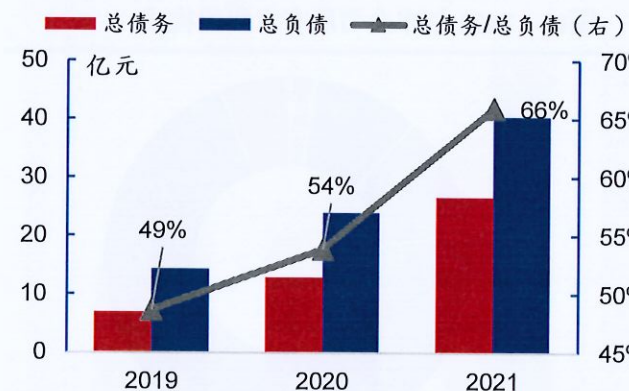
公司长期借款主要为信用和抵质押借款，利率在4%-5%之间。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

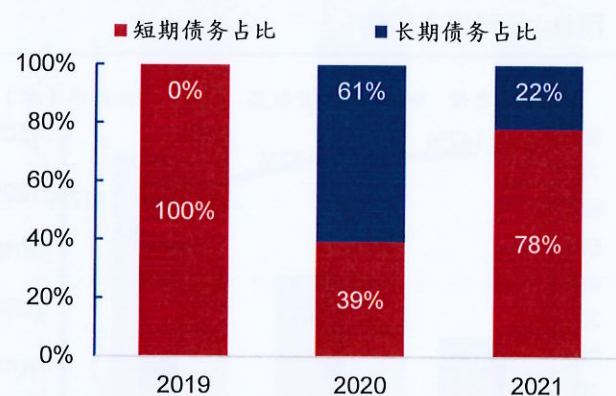
项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	11.06	27.36%	3.65	15.22%	6.96	48.31%
应付票据	5.96	14.76%	1.24	5.19%	0.05	0.35%
应付账款	13.11	32.44%	7.50	31.27%	6.60	45.83%
一年内到期的非流动负债	3.78	9.36%	0.19	0.79%	0.00	0.00%
流动负债合计	34.57	85.55%	16.08	67.00%	14.25	98.91%
长期借款	5.69	14.07%	7.84	32.68%	0.00	0.00%
非流动负债合计	5.84	14.45%	7.92	33.00%	0.16	1.09%
负债合计	40.41	100.00%	23.99	100.00%	14.41	100.00%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司总债务由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债和长期借款构成，2021年末总债务账面余额较2019年末增长2.77倍，主要原因是项目建设资金及产业链延伸下的营运资金需求增加，受此影响，公司总债务占比亦大幅上升，且存在短借长投情况，债务压力大幅上升。2021年末，公司债务结构有所改善，但仍需继续改善。

图 14 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 15 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

受益于股权融资，公司杠杆水平有所下降，但资产负债率仍在50%以上。在盈利规模支撑下，近年公司EBITDA利息保障倍数较高，对利息的保障程度较好。近年随着公司债务规模扩张，总债务/总资本持续上升，FFO/净债务持续下降。

表15 公司杠杆状况指标

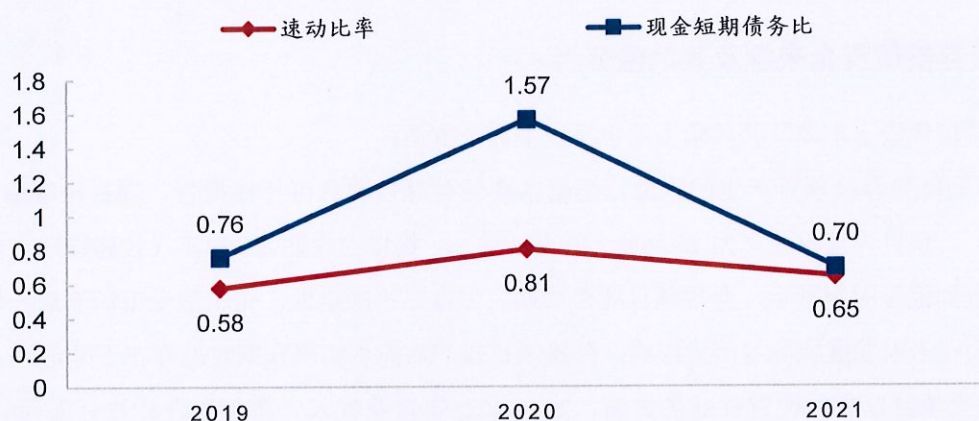
指标名称	2021 年	2020 年	2019 年
资产负债率	53.91%	57.86%	58.62%
净债务/EBITDA	2.85	1.57	0.70
EBITDA 利息保障倍数	5.85	7.91	7.30

总债务/总资本	43.53%	42.51%	40.80%
FFO/净债务	23.98%	36.72%	84.78%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

流动性表现方面，近年公司速动比率与现金短期债务比表现一般。截至2021年末，公司总授信额度为32.24亿元，未使用额度12.70亿元，同时可用于抵质押的资产规模较大，有一定的融资弹性。此外，公司作为上市公司，可通过资本市场增发股票等外部融资渠道筹集偿债资金。

图 16 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

八、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，公司本部（2022年3月3日）、子公司宏茂铸钢（2022年3月4日）、广大东汽（2022年3月16日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司银行借款均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

九、抗风险能力分析

公司主要从事特钢材料和高端装备零部件的研发、生产、销售，主要产品包括齿轮钢、模具钢、特殊合金、特种不锈钢、风电铸件、风电主轴、风电精密机械部件及其他类零部件等，2020年被评为国家级专精特新“小巨人”企业，具有一定的技术优势，拥有从熔炼到精加工的生产工艺，进入了南高齿、明阳智能、东方电气、上海电气、中国中车、奥钢联（IS）等下游大客户的供应商体系，合作较为稳定，2020年以来股权融资约20亿元，资本实力大幅提升。

但需要关注的是，公司经营现金流表现不佳，业务快速扩张下资金压力突显，叠加风电需求阶段性

变动导致产能存在较大的消化压力，在原材料涨价和下游风机招标价格下行的两头挤压下，成本管控压力突显，客户集中度风险较大，面临一定的安全生产隐患，且偿债压力大幅提升。

偿债能力方面，大规模的股权融资一定程度抵消了业务大幅扩张带来的债务上升，资产负债率下降，EBITDA利息保障倍数表现良好，虽债务结构有待改善，但整体而言，公司偿债能力很强。

整体来看，公司抗风险能力尚可。

十、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券偿债资金来源及其风险主要包括以下几个方面：

（1）本期债券募投项目产生的收益。根据本期债券募投项目可行性报告，项目净现值为4.78亿元（所得税后），项目内部收益率为16.56%（所得税后），投资回收期为7.34年（含建设期2年，所得税后）。受资金到位等因素影响，募投项目能否如期完工存在不确定性，完工后受市场需求、行业景气度、行业竞争及公司未来发展状况等因素影响，募投项目投产后能否实现预期收益存在不确定性。

（2）募投项目以外的经营性业务方面，2019-2021年营业收入、净利润合计数分别为61.36亿元和4.83亿元。公司以技术优势开拓优质客户且合作较为稳定，新增产能陆续投产为业务扩张奠定基础，资本实力大幅提升，可为本期债券偿付提供一定的保障。但中证鹏元也关注到公司、经营活动现金持续净流出，业务快速扩张下资金压力加大，同时风电需求阶段性波动导致产能存在较大的消化压力、两头挤压下成本控制压力突显，且偿债压力明显提升，此外，面临较大的客户集中度风险，一定的安全生产风险等风险因素。

（3）公司也可通过其他途径筹集资金以确保本期债券本息的按时偿还。公司可通过在资本市场增发股票或银行借款等外部融资渠道筹集应急偿债资金。但同时也需关注因公司经营状况变化等原因导致外部融资困难的风险。

（4）本期债券为可转换债券，本期债券转股期转股后无需还本付息，可在一定程度上减少公司的偿付压力，但中证鹏元也关注到股价下跌等因素致使债券持有人不进行转股的可能。

十、结论

综上，中证鹏元评定张家港广大特材股份有限公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA-。



跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

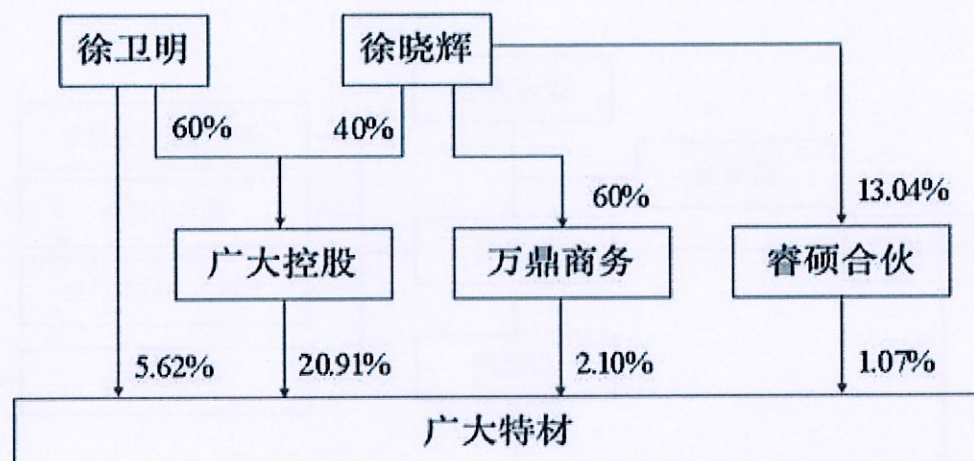


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	7.82	4.49	1.74
应收票据	5.97	2.45	3.15
应收账款	5.56	3.91	2.48
存货	15.08	9.20	7.15
流动资产合计	37.38	22.17	15.42
固定资产	17.78	9.85	5.69
在建工程	14.61	7.01	1.74
非流动资产合计	37.58	19.30	9.16
资产总计	74.96	41.47	24.58
短期借款	11.06	3.65	6.96
应付票据	5.96	1.24	0.05
应付账款	13.11	7.50	6.60
一年内到期的非流动负债	3.78	0.19	0.00
流动负债合计	34.57	16.08	14.25
长期借款	5.69	7.84	0.00
非流动负债合计	5.84	7.92	0.16
负债合计	40.41	23.99	14.41
总债务	26.64	12.93	7.01
归属于母公司的所有者权益	31.25	17.48	10.17
营业收入	27.37	18.10	15.88
净利润	1.69	1.73	1.42
经营活动产生的现金流量净额	-6.96	-1.63	-0.24
投资活动产生的现金流量净额	-12.42	-7.70	-0.90
筹资活动产生的现金流量净额	19.55	10.38	-0.26
财务指标	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	18.76%	23.60%	21.72%
EBITDA 利润率	16.43%	18.95%	18.70%
总资产回报率	4.30%	7.38%	8.33%
产权比率	116.96%	137.28%	141.64%
资产负债率	53.91%	57.86%	58.62%
净债务/EBITDA	2.85	1.57	0.70
EBITDA 利息保障倍数	5.85	7.91	7.30
总债务/总资本	43.53%	42.51%	40.80%
FFO/净债务	23.98%	36.72%	84.78%
速动比率	0.65	0.81	0.58
现金短期债务比	0.70	1.57	0.76

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

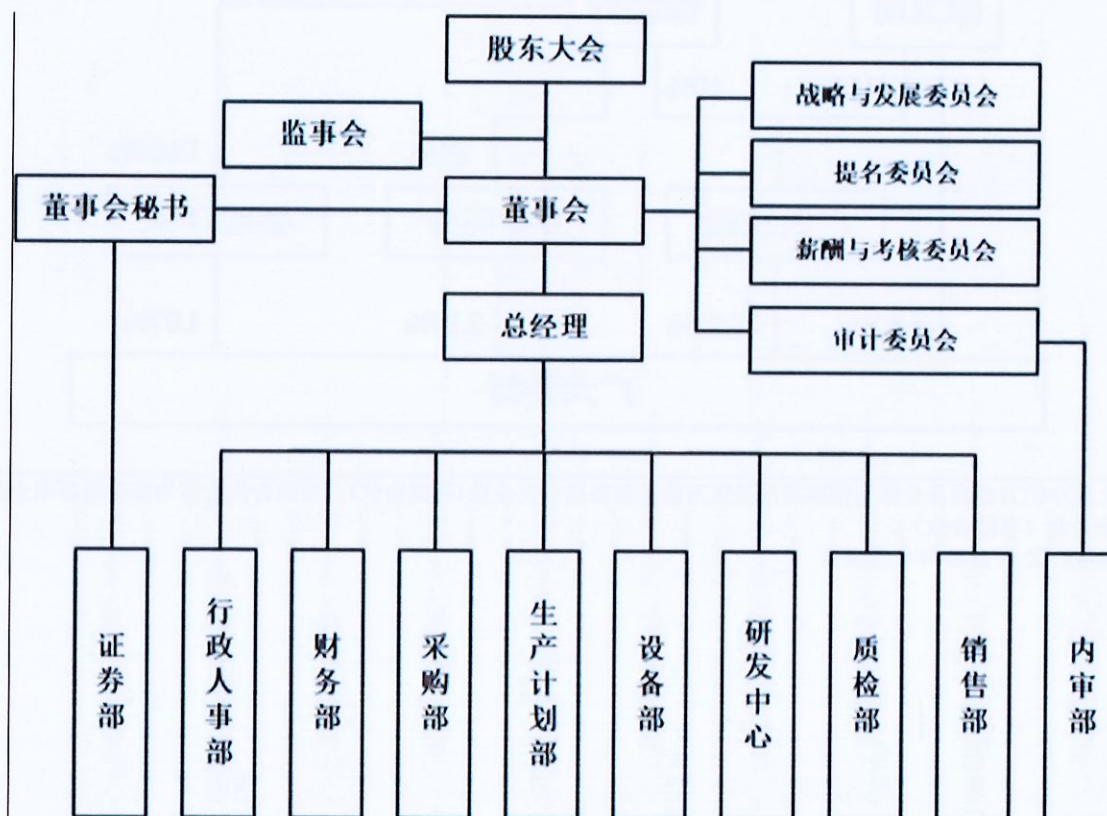
附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



注：上图中的万鼎商务全称为张家港保税区万鼎商务咨询合伙企业(有限合伙)，睿硕合伙全称为张家港睿硕企业管理合伙企业（有限合伙）。

资料来源：公司 2021 年年度报告

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供



附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	主要经营地	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
张家港广大钢铁有限公司	江苏张家港	特钢材料和特钢制品的销售业务	100%		同一控制下企业合并
张家港市钢村废旧金属回收有限公司	江苏张家港	自营和代理进出口贸易	100%		非同一控制下企业合并
江苏广大鑫盛国际贸易有限公司	江苏张家港	废旧金属回收	100%		设立
如皋市宏茂铸钢有限公司	江苏如皋	精密传动部件的生产和销售	100%		非同一控制下企业合并
江苏广大鑫盛精密智造有限公司	江苏张家港	特钢材料、特钢制品的生产和销售	100%		设立
如皋市宏茂重型锻压有限公司	江苏如皋	特钢材料、特钢制品的生产和销售		100%	设立
如皋市永盛废旧金属回收有限公司	江苏如皋	废旧金属回收		100%	设立
德阳广大东汽新材料有限公司	四川德阳	铸钢件、铸铁件、锻压件类零部件研发、生产	51%		设立
德阳广大鑫宏科技有限公司	四川德阳	特钢产品研发、生产、加工和销售	100%		设立

资料来源：公司 2021 年审计报告

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

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。