



2022年南京商络电子股份有限公司向不特定对象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：

2022年南京商络电子股份有限公司向不特定对象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	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
商络转债	A+	A+

评级观点

- 中证鹏元维持南京商络电子股份有限公司（以下简称“商络电子”或“公司”，股票代码 300975.SZ）的主体信用等级为 A+，维持评级展望为稳定，维持“商络转债”的信用等级为 A+。
- 该评级结果是考虑到公司作为电子元器件分销商，产品线持续丰富且获得众多知名原厂授权，下游应用领域广泛，客户集中度仍不高；同时中证鹏元也关注到，公司毛利率持续下滑，采购集中度偏高，应收账款和存货持续增长，营运资金占用加大，经营活动现金流表现不佳，且短期债务快速攀升，资产负债率持续提升，偿债压力加大等风险因素。

未来展望

- 公司与原厂合作关系较稳定，客户集中度不高，预计业务可持续性较好。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2023年01月13日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.9	2021	2020	2019
总资产	38.53	33.25	17.88	12.29
归母所有者权益	16.80	15.21	11.03	9.55
总债务	13.22	13.51	3.30	0.09
营业收入	43.82	53.63	31.19	20.68
净利润	1.17	2.34	1.49	0.99
经营活动现金流净额	0.59	-8.33	-3.68	0.29
销售毛利率	11.57%	13.77%	15.38%	15.42%
EBITDA 利润率	--	8.20%	8.92%	6.97%
总资产回报率	--	13.72%	14.30%	10.83%
资产负债率	56.10%	54.24%	38.29%	22.29%
净债务/EBITDA	--	2.07	0.58	-0.97
EBITDA 利息保障倍数	--	11.90	25.75	50.99
总债务/总资本	43.87%	47.04%	23.01%	0.97%
FFO/净债务	--	30.06%	68.53%	-32.75%
速动比率	1.18	1.38	2.04	3.60
现金短期债务比	0.36	0.44	0.77	22.26

资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：刘惠琼
liuhq@cspengyuan.com

项目组成员：蒋晗
jiangh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司产品线丰富，取得众多行业靠前的知名原厂授权。**2021 年以来公司代理的产品种类仍较为丰富，代理的品牌稳步增长，2021 年新增授权代理 19 个，公司代理主要品牌包括 TDK（东电化）、Samsung（三星电机）、Yageo（国巨）等，公司在中国电子元器件分销商的统计中排名仍靠前。
- **公司客户较为多元，下游应用领域广泛，客户集中度仍不高。**公司客户涵盖消费电子、网络通信、汽车电子、工业控制等行业，产品应用领域广泛且需求旺盛，2021-2022 年 1-9 月公司前五大客户销售收入占主营业务收入的比重稳定在 30% 左右，单一客户销售额占比相对不高，与主要客户合作关系较稳定。

关注

- **公司毛利率持续下滑，未来仍存在一定的业绩波动风险。**受市场行情影响，公司主要产品如电容、存储器件等价格波动较大；2022 年以来受电子行业下游需求减弱影响，部分产品出现价格竞争，综合毛利率持续下滑。考虑到下游需求变化、产品价格波动、行业竞争加剧等，公司未来毛利率仍可能继续波动。
- **公司采购集中度仍偏高，对主要供应商存在较大依赖性。**2021 年以来公司前五大供应商采购额占年度采购金额比重约为 60%，其中公司对前三大供应商采购额均超过 10%，存在较大依赖性；虽然前五大供应商采购额占比总体呈下降趋势，仍存在一定的经营风险。
- **公司应收账款和存货持续增长，营运资金占用加大，经营现金流表现不佳。**公司与上下游账期存在差异带来资金占用，且应收账款和存货合计余额持续增长，2022 年 9 月末二者较 2020 年末增长 91%，占总资产比重达 65%，对营运资金占用加大且存在回款和跌价风险；公司经营现金流表现不佳，未来若业务规模扩张，资金压力会进一步加大。
- **公司短期债务快速攀升，资产负债率持续增长，偿债压力加大。**公司 2021 年以来负债率持续提升，短期债务增长较快，截至 2022 年 9 月末短期债务达 13.04 亿元，较 2020 年末增长 295.48%，同时现金短期债务比快速下降至较低水平。

同业比较（单位：亿元）

指标	深圳华强	火炬电子	力源信息	商络电子	润欣科技
总资产	157.67	69.40	51.96	33.25	12.77
营业收入	228.41	47.34	104.42	53.63	18.58
净利润	10.43	9.77	3.06	2.34	0.58
销售毛利率	11.39%	35.52%	8.10%	13.77%	11.82%
资产负债率	56.89%	30.53%	37.02%	54.24%	37.29%

注：以上各指标均为 2021 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
贸易企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ffmx_2022V1.0

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	3/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	2/5		盈利状况	强
	经营状况	3/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		3/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

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
A+/稳定	A+/商络转债	2021-12-28	刘惠琼、蒋晗	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)	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
商络转债	3.97	3.97	2021-12-28	2028-11-16

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11月17日发行6年期39,650万元可转换公司债券，募集资金计划扣除发行费用后，29,300万元用于商络电子供应链总部基地项目，1,350万元用于商络电子数字化平台升级项目，9,000万元用于补充流动资金。截至2022年11月23日，商络转债募集资金专项账户余额为39,015万元。

三、发行主体概况

2022年以来公司名称未发生变化，2022年6月公司注册资本由4.20亿元增加至6.30亿元，截至2022年9月末公司股本为6.30亿元。2021年12月，公司董事长沙宏志由代总经理正式任职为总经理。2022年以来，公司股权结构未发生重大变化，公司控股股东及实际控制人仍为沙宏志，其直接持有公司39.97%的股份。截至2022年9月末，公司前五大股东明细如下：

表1 截至2022年9月末公司前五大股东明细（单位：万股）

股东名称	持股数量	占比
沙宏志	25,181.77	39.97%
谢丽	6,400.80	10.16%
张全	3,192.00	5.07%
南京邦盛投资管理有限公司—苏州邦盛赢新创业投资企业（有限合伙）	2,080.76	3.30%
周加辉	1,965.60	3.12%
合计	38,820.93	61.62%

资料来源：公司2022年第三季度报告，中证鹏元整理

公司作为电子元器件分销商，2021年以来在国内排名仍然靠前，代理的主要产品没有重大变化，仍主要面向网络通信、消费电子、汽车电子、工业控制等应用领域的电子产品制造商。截至2022年9月末，公司拥有超过90项知名原厂的授权，向约4,000家客户销售约3万种电子元器件产品。

四、运营环境

2022年以来我国经济顶住压力运行在合理区间，坚持稳中求进工作总基调，财政货币政策着力扩需求

2022年以来，我国经济发展面临的形势更趋复杂严峻。国际方面，当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，主要经济体货币政策快速收紧，不确定性和新挑战增多。国内方面，疫情

多发散发，叠加高温干旱少雨极端天气，有些因素超出预期，经济发展仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力，尤其是需求不足的矛盾突出，企业生产经营困难较多，经济恢复的基础不牢固。

2022年1-8月，稳经济一揽子政策出台及时，接续政策又果断推出，国内经济总体延续恢复发展态势，但有小幅波动。供给端，工业生产虽小幅波动但总体稳健，采矿业增速较快，高技术制造业和汽车制造业表现亮眼；疫情扰动下，服务业复苏基础不牢固，地产服务业快速回落拖累服务业整体增速，复苏略显乏力。需求端，出口增速整体维持高景气但有下滑压力，8月受高基数和外需走弱影响，出口增速大幅回落；专项债加速发行、及时推出政策性金融工具和贷款，基建投资实现高增长，是稳增长的重要抓手；实施大规模留抵退税，确定设备更新专项贷款，制造业投资保持强劲；房地产开发投资持续走弱，尤其在三季度断供危机和“保交楼”压力下，新增投资积极性较低，居民购房意愿和信心不足；受疫情干扰，消费整体表现低迷。在全球高通胀背景下，我国通胀水平偏低，今年以来通胀水平温和上涨但整体可控。失业率较高但近期有所回落，青年人失业率持续突破历史新高，结构性就业压力较大。

宏观政策在扩大需求上积极作为。人民银行加大稳健的货币政策实施力度，发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，降准降息并下调中长期LPR利率，保持流动性合理充裕，有效支持实体经济融资需求，稳住宏观经济大盘。积极的财政政策靠前发力，注重精准、可持续。加大减负纾困力度，实施大规模增值税留抵退税，延续实施扶持制造业、小微企业和个体工商户的减税降费政策，并提高减免幅度、扩大适用范围。加快专项债发行和使用进度，适度超前开展基础设施投资，用足用好专项债务限额。通过调增政策性开发性金融工具额度、能源保供特别债等措施助力稳增长。

我国继续坚持稳中求进工作总基调，狠抓稳经济一揽子政策和接续政策措施落地见效，财政货币政策积极作为，用足用好各类政策工具箱，发挥组合效应，大力扩大有效需求，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，实现回稳复苏。

电子元器件市场行情复杂多变，对电子元器件分销企业的备货能力提出挑战，预计行业市场集中度将进一步提升

市场行情变化对电子元器件分销企业的备货能力提出挑战。2021年以来，由于疫情的反复，国外多处半导体厂商因防控目的而出现停产，电子元器件供需错配加大，推动2021年以来半导体价格一路走高，且持续时间较长。2022年以来，随着消费电子领域需求下滑，行业缺货情况得到缓和，终端厂家抢货、囤货行为减少，分销商业增长速度放缓。在电子元器件市场行情复杂多变的情况下，国内电子元器件分销商一方面需加强与上游合作厂商的紧密沟通，及时向上游传递市场供需状况，并通过对市场供需趋势进行提前预判，另一方面需引导下游客户对采购、库存等进行合理安排、精准备货，考验电子元器件分销商自身的货源渠道获取能力、运营资金备货能力。

代理产品线丰富、库存调配及资金实力相对较强的本土电子元器件分销厂商市场份额持续增长。根据《国际电子商情》调查数据显示，2021年我国本土电子元器件分销市场行情较好，分销商业绩集体

上扬，其中 2021 年我国本土电子元器件分销商排名前 25 位的企业营业收入规模合计 2,381.4 亿元，同比增长达 19.4%，其中，排名前三的企业营业收入规模合计达 867.4 亿元，同比增长超过 30%，行业头部企业凭借其拥有的原厂、客户资源的数量和质量及其服务能力的竞争优势，体量迅速提升。但是与海外同行相比，无论是单个分销商的体量还是行业整体的集中度仍有较大差距，预计未来市场份额将继续向头部企业集中。

消费电子、通信等领域需求承压，但新能源市场需求旺盛，电子元器件分销业务仍有良好的市场机遇

随着新能源汽车渗透率及汽车电子化率的提升，汽车电子领域的电子元器件需求有望迎来较大增长空间。在政策和成本的推动下，2021-2022年新能源汽车产销量继续保持高速增长，同时渗透率不断提高。中国汽车工业协会的数据显示，2022年1-9月，新能源汽车产销分别完成471.7万辆和456.7万辆，新能源汽车累计销量同比增长超过110%，同时超越了2021年全年销量，渗透率达到了23.5%。根据工业及信息化部规划，预计至2025年新能源汽车销量占比25%（2020年仅为6.9%）。

以光伏及风力发电为代表的绿色能源近年快速发展，催生了以逆变器和变流器为代表的电子元器件需求的快速增长。我国于2021年10月印发《2030年前碳达峰行动方案》，提出要加快建设风电、光伏等绿色能源，由此将带来更多绿色能源发电、充电桩、储能等需求，而无论是太阳能、风能和储能等可再生能源，还是变频电机等高效负载，都将带来大量的电子元器件需求。

消费电子领域景气度波动较明显，5G建设放缓带来通信领域需求回落。2022年以来，全球疫情防控趋松，受“宅经济”提早透支消费需求、全球通胀及俄乌战争等因素影响，传统消费类电子需求明显回落。通信领域由于运营商5G方案变更，5G基站建设节奏大幅放缓，使得通信需求回落，预计未来投资趋于稳定。

伴随着行业深化结构调整、产业升级等举措的推进，我国电子元器件市场持续发展，利好电子元器件分销业务。2021年1月，中国工业和信息化部发布《基础电子元器件产业发展行动计划(2021-2023年)》提出，到2023年力争电子元器件行业销售总额达2.1万亿元。此外，2022年1月，国家发展改革委、商务部发布《关于深圳建设中国特色社会主义先行示范区放宽市场准入若干特别措施的意见》，支持深圳组建电子元器件和集成电路国际交易中心，并首次在国家政策文件中明确将分销商纳入半导体产业链予以鼓励和引导。

综合来看，虽然消费电子、通信等领域需求承压，但新能源汽车逐步渗透及绿色能源的快速发展仍将推动国内电子元器件需求维持高位，预计未来我国电子元器件分销业务仍将存在良好的市场机遇。

五、经营与竞争

公司是国内排名靠前的被动元器件分销商，主要面向网络通信、消费电子、汽车电子、工业控制等应用领域的电子产品制造商，为其提供电子元器件产品。2021年在国外疫情不断反复的大背景下，电子产业链部分国际订单流入国内，国内电子行业迎来了良好的发展机遇，并且国产替代在新能源、工业物联网等领域大幅提速，这使得国内电子行业景气度持续提升；另一方面，公司在获取原厂代理权和市场拓展方面取得一定成效，公司2021年收入同比大幅提升71.94%。2022年1-9月公司营业收入同比增长13.56%，受2022年下游需求景气度下降影响，收入增长放缓。

收入构成方面，2021年以来公司被动电子元器件收入占比持续下滑，其他电子元器件收入比重逐步提升，已形成主动及其他电子元器件与被动电子元器件并重的业务体系。2022年1-9月，电容、电感、电阻三者合计占公司收入比重为36.36%，较2020年下降28.22%。

毛利率方面，2020-2022年9月公司综合毛利率持续下滑，分产品看，存储器件、电容产品毛利率波动较大。2021年公司存储器件收入增长较快，但毛利率大幅下滑，主要系2021年引入的大客户定价较低所致；2022年1-9月电容产品毛利率大幅下滑，主要由于下游需求大幅减少，公司为抢占市场采取一定降价措施。

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1-9月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
被动电子元器件	17.57	10.88%	27.20	15.75%	21.49	15.76%
其他电子元器件	26.24	12.02%	26.43	11.73%	9.69	14.53%
合计	43.82	11.57%	53.63	13.77%	31.19	15.38%

资料来源：公司可转债募集说明书、2021年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

公司所代理的产品线丰富，与原厂合作较稳定且获取的代理权数量持续增长，在行业内维持相对靠前的知名度

公司作为电子元器件分销商，位于电子元器件产业链的中间环节，是链接电子元器件生产商及电子产品制造商的重要纽带。截至目前，公司代理的产品覆盖数百个品类、数万种产品，为电子产品制造商提供多品类一站式的采购服务。

原厂的授权是代理商在市场上经营发展的基础，经过多年的经营发展，公司已取得众多国内外知名原厂的代理授权。目前公司代理的主要品牌包括TDK（东电化）、Samsung（三星电机）、Yageo（国巨）、顺络电子、TE（泰科）、乐山无线电及兆易创新等，均为行业内市场地位靠前的知名原厂。随着公司业务规模持续扩张，获取代理权数量也稳步增加，2021年公司新增授权代理品牌19个，其中主动及其他元器件产品线代理权12个，被动元器件产品线代理权7个。截至2022年9月末，公司已获得超

过90家知名原厂的授权代理资质。

表3 公司各品类获得授权的主要品牌原厂情况

元器件种类	代理品牌	市场地位
电容	Samsung（三星电机）	2018年电容收入全球第二
	Yageo（国巨）	2018年电容收入全球第五
电阻	TDK（东电化）	2018年电容收入全球第三
	Yageo（国巨）	2018年全球电阻市场份额第一
电感	TDK（东电化）	2017年全球电感市场份额第二
	Chilisin（奇力新）	2017年全球电感市场份额第四
连接器	顺络电子	2017年全球电感市场份额第五，国内第一
	TE（泰科）	全球连接器市场份额第一
分立器件	乐山无线电	小信号类二三极管，国内市场份额第一
	兆易创新	Nor Flash 全球市场份额第三，国内市场份额第一
存储	CXMT（长鑫）	国内领先半导体存储制造商
	上海兆芯集成电路有限公司	国内领先的 X86 处理器制造商

资料来源：公司招股说明书及公开资料，中证鹏元整理

此外，公司与原厂合作关系较稳定，历年来获得原厂颁发的奖项较多，得到原厂较高评价。2020年以来，公司持续获得TE（泰科）、顺络电子等供应商颁发的奖项，2022年1-9月公司获得CXMT（长鑫）颁发的“2021年度优秀分销商”、芯讯通无线科技（上海）有限公司颁发的“2021年度优秀合作伙伴“卧虎藏龙”奖”等。

表4 2021-2022年9月公司获得原厂的奖项情况

年份	颁发单位	奖项
2022年1-9月	CXMT（长鑫）	2021年度优秀分销商
	芯讯通无线科技（上海）有限公司	2021年度优秀合作伙伴“卧虎藏龙”奖
	歌尔集团	核心供应商大会最佳交付奖
	新能安科技	首届供应商大会最佳交付奖
	Kyocera（京瓷）	2020 Gold Club Membership
2021年	上海金鑫	2021最佳服务奖
	荣湃半导体（上海）有限公司	最佳代理商
	顺络电子	最佳开拓奖
	顺络电子	2021优秀经销商
	TE（泰科）	2021年度最佳合作伙伴
	芯讯通无线科技（上海）有限公司	芯讯通代理商大会同芯奖
	美格智能技术股份有限公司	优秀代理商

资料来源：公司可转债募集说明书

根据《国际电子商情》对中国电子元器件分销商的统计排名，公司位列“2020年度中国电子元器件

分销商TOP35”第19名、“2021年度全球电子元器件分销商营收TOP50”第41名，根据电子元件行业协会（ECIA）2021年9月发布的《Top 50 Authorized Distributor Report 2021 Global Edition》，公司于2019年位列亚洲第41位，世界第48位；2020年位于世界第45位，在行业中具有相对靠前的市场知名度。

公司采购集中度仍偏高，对主要供应商存在较大依赖性，存在一定经营风险，主要产品采购价格受市场行情、产品结构等影响呈上升趋势

2021年以来，公司采购模式没有发生重大变化，仍分为订单采购和备货采购两种，以备货采购为主。其次，为应对客户紧急需求，公司也会通过调货形式向通过严格的资质审查的代理商或独立分销商进行采购，调货采购是对原厂采购的补充。近年来公司存货规模保持增长趋势，2022年9月末存货余额达9.69亿元，占总资产比重25.15%，且以库存商品为主，存在一定的存货减值风险，2022年9月末公司已计提存货跌价准备0.87亿元。

公司主要产品有电容、电感、电阻、存储器件等，从采购量来看，2020-2021年主要产品采购量均有增长，其中存储器件增速较快，主要系2021年电子行业景气度较高，公司业务规模扩张，且在存储器件等产品领域的市场拓展取得重要突破所致；从采购均价来看，主要产品采购价格均呈增长趋势，其中存储器件2021年采购均价大幅增长，主要系市场行情波动，叠加产品结构优化等综合影响所致。随着公司业务规模扩张，以及受市场行情影响，公司备货增加，存货规模持续扩大，对营运资金形成较大占用。

表5 近年公司主要产品采购情况

产品类别	项目	单位	2022年1-3月	2021年	2020年
电容	采购量	千万件	1,426.59	6,790.82	6,059.731
	采购均价	元/千件	24.47	22.27	18.61
电感	采购量	千万件	106.55	735.60	561.32
	采购均价	元/千件	110.62	77.36	75.73
电阻	采购量	千万件	542.75	2,929.48	2,776.30
	采购均价	元/千件	8.69	7.56	5.82
存储器件	采购量	千万件	5.03	28.21	17.42
	采购均价	元/千件	5,305.59	3,756.90	854.77

资料来源：公司可转债募集说明书，中证鹏元整理

公司主要供应商为各大原厂，包括TDK（东电化）、Samsung（三星电机）、CXMT（长鑫存储）、Yageo（国巨）、顺络电子、TE（泰科）、乐山无线电、兆易创新等。2020年-2022年9月，公司前五大供应商采购额占年度采购金额比重依然偏高，前五大供应商中，2021年以来前三大供应商占比均超过10%，存在较大依赖性；虽然前五大供应商采购额占比总体呈波动下降趋势，但考虑到单一供应商年度占比较高，仍存在一定的经营风险。

表6 近年公司前五大供应商采购情况（单位：万元）

年份	供应商	采购金额	占年度采购金额的比重
----	-----	------	------------

2022年1-9月	供应商一	85,560.82	20.99%
	供应商二	54,150.70	13.29%
	供应商三	47,440.93	11.64%
	供应商四	36,412.44	8.93%
	供应商五	18,570.71	4.56%
	合计	242,135.60	59.41%
2021年	供应商一	84,843.88	17.25%
	供应商二	83,107.32	16.90%
	供应商三	64,392.24	13.09%
	供应商四	48,761.31	9.91%
	供应商五	32,628.88	6.63%
	合计	313,733.63	63.79%
2020年	供应商一	57,076.33	21.62%
	供应商二	54,894.23	20.80%
	供应商三	25,753.52	9.76%
	供应商四	21,606.43	8.19%
	供应商五	8,801.00	3.33%
	合计	168,131.51	63.70%

资料来源：公司提供

公司具备较强的供应链支持，募投项目实施后公司供应链服务优势有望进一步加强

公司以总部南京为依托，分别在深圳、上海、苏州、天津、香港、台湾、新加坡等25个城市或地区设立子公司或办事处，并在南京、深圳、香港三地设立大型仓储物流中心。截至2022年11月末，公司供应链总部基地项目一期（IPO募投项目之一）工程主体已建成并投入使用，二期（商络转债募投项目之一）仍在建设中，智能仓储物流中心投入运营后，将增强电子元器件的储存、分拆、拣选、配送能力，优化仓储物流体系，总体协调并支撑各区域仓储物流中心需要，优化仓储物流体系，提升公司仓储物流的技术水平。中证鹏元也注意到，本次可转债募投项目（不含补充流动资金）总投资金额合计3.95亿元，扣除可转债募集资金公司仍需投入0.89亿元；同时随着公司业务扩张，资金压力预计会进一步上升。

公司下游应用领域广泛，客户集中度不高，与主要客户合作关系仍较为稳定，受采购成本上升及市场竞争激烈等影响，毛利率下降

公司主要为电子产品制造商、贸易商提供电子元器件产品。交易行业开始前，公司会根据客户的资信状况、预测评估期内与公司的交易金额等因素，对客户进行信用等级评定，予以账期及信用额度的授信，账期一般为3-4个月。

2020-2021年公司主要产品销售量与收入增长趋势较为一致，2021年主要产品销售量均有较快增长，2022年1-9月增速放缓，主要受电子行业需求波动影响。从销售均价来看，存储器件2021年价格波动较

明显，主要受市场行情和产品结构调整等综合影响。总体而言公司主要分销的产品销售均价与采购均价趋势保持一致，但部分产品如电容销售价格上升幅度不及采购价格，2022年1-9月电容产品毛利率大幅下滑。

表7 近年公司主要产品销售情况

产品类别	项目	单位	2022年1-3月	2021年	2020年
电容	销售量	千万件	1,314.27	6,662.11	5,662.37
	销售均价	元/千件	26.65	25.08	23.15
电感	销售量	千万件	164.29	641.69	552.62
	销售均价	元/千件	86.16	98.69	91.53
电阻	销售量	千万件	629.94	2,807.78	2,432.81
	销售均价	元/千件	9.15	9.08	8.12
存储器件	销售量	千万件	5.07	26.76	17.60
	销售均价	元/千件	4,754.86	4,238.56	962.74

资料来源：公司可转债募集说明书，中证鹏元整理

从下游应用领域来看，公司客户涵盖消费电子、网络通信、汽车电子、工业控制等领域，应用领域广泛。其中消费电子行业和网络通信行业占收入比重最大，2020-2021年二者合计占收入比重分别为69.60%和71.39%。受2021年电子行业下游需求旺盛影响，同时积极开拓市场，在存储器件等主动元器件领域有所突破，2021年各下游领域收入均有所增长。下游应用领域广泛也为公司带来广阔的市场机会。

表8 公司主营业务收入按下游行业划分情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
消费电子行业	19.36	36.10%	14.20	45.54%
网络通信行业	18.92	35.29%	7.50	24.06%
汽车及工业行业	7.84	16.24%	3.37	10.81%
综合行业	7.50	13.99%	6.11	19.58%
合计	53.62	100.00%	31.19	100.00%

注 1：消费电子行业：个人和家庭相关的电子产品及其产业链；网络通信行业：与网络连接及信息交换相关的网络传输、通讯设备、手机及移动便携式电子产品及其产业链；汽车电子行业：与汽车相关的电子产品及其产业链；工业电子行业：与工业生产需求配套的电子产品及其产业链；综合行业：无法归类为上述行业的其他客户。

注 2：尾差系小数点四舍五入产生。

资料来源：公司 2020-2021 年年度报告，中证鹏元整理

从地区分布来看，公司产品仍以内销为主，主要集中在大陆华东地区，其次为华南地区，港澳台及境外地区收入占比较小。公司客户集中在国内，受益于下游需求旺盛带动、电子行业国产替代趋势等，公司2021年以来收入大幅上涨。公司港澳台及境外地区的收入占比有小幅下降，但收入规模持续增长，公司仍加大境外市场如中国港澳台、新加坡、菲律宾、泰国及印度等市场的扩张，2021年在日本设立子公司，随着境外疫情逐步缓解，公司的境外销售收入有望进一步增长。

表9 公司主营业务收入按地区划分情况（单位：亿元）

项目	2022年1-9月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
境内	40.16	91.65%	49.73	92.74%	28.21	90.43%
港澳台及境外地区	3.65	8.34%	3.89	7.26%	2.98	9.56%
合计	43.81	100.00%	53.63	100.00%	31.19	100.00%

注1：按照客户注册地进行划分。

注2：尾差系小数点四舍五入产生。

资料来源：公司2020-2021年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司客户数量增加至约3,000家，既包括各行业的大客户，也包括数量庞大的长尾客户。各行业头部客户贡献的收入是公司收入主要组成部分，为公司赢得市场地位；长尾客户为公司收入提供有益补充，并能带来长期潜在的业务机会，同时分散经营风险。多年来公司凭借良好的产品品质和服务水平，已积累一批覆盖各行业的优质客户，服务器领域包括浪潮信息、华三通信、联宝科技、华勤通讯等，显示领域包括京东方、华星光电、熊猫电子、彩虹股份等，新能源领域包括阳光电源、锦浪科技、禾迈股份等，汽车电子领域包括宁德时代、比亚迪、零跑汽车、禾赛科技等，公司与主要客户业务关系较稳定，为公司产品的销售提供了良好保障。2020-2021年及2022年1-9月公司前五大客户销售情况如下，前五大客户销售额占主营业务收入比重有所波动，且单一客户销售额占比相对不高，有利于分散经营风险。

表10 近年公司前五大客户销售情况（单位：万元）

年份	客户	销售金额	占比
2022年1-9月	客户一	39,226.75	8.95%
	客户二	36,372.46	8.30%
	客户三	22,761.76	5.20%
	客户四	21,082.47	4.81%
	客户五	12,317.72	2.81%
	合计	131,761.15	30.08%
2021年	客户一	74,282.48	13.85%
	客户二	58,176.14	10.85%
	客户三	26,777.44	4.99%
	客户四	16,136.13	3.01%
	客户五	12,157.63	2.27%
	合计	187,529.82	34.97%
2020年	客户一	49,583.47	15.90%
	客户二	19,101.09	6.12%
	客户三	10,217.06	3.28%
	客户四	10,136.39	3.25%
	客户五	8,370.21	2.68%

合计
97,408.22
31.23%

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中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告及2022年1-9月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021-2022年9月公司无划出合并范围的子公司情况，新纳入合并报表范围的子公司情况详见下表。截至2022年9月末，公司纳入合并范围的子公司共23家，具体情况见附录三。

表11 2021-2022年9月新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	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
海南商拓电子信息科技有限公司	100%	1,000	贸易	新设
商络电子投资（海南）有限公司	100%	1,000	资本市场服务	新设
伊特瑞（北京）管理咨询有限公司	100%	100	商务服务	新设
Sunlord Technology 株式会社	63%	-	贸易	新设
商络电子私募基金管理（海南）有限公司	100%	1,000	基金管理服务	新设
平潭商络冯源股权投资合伙企业（有限合伙）	98%	-	投资管理服务	新设
深圳市星华港实业发展有限公司	80%	6,596	贸易	合并
深圳市英特港电子科技有限公司	80%	1,000	贸易	合并
香港华港集团有限公司	80%	-	进出口业务	合并

注：2022年11月商络电子投资（海南）有限公司注册资本变更为6,000万元。

资料来源：公司提供

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，以流动性资产为主，但应收账款和存货占用较多营运资金，且存在一定的坏账风险和存货跌价风险

受益于公司主营业务规模扩张，2021年以来公司总资产规模增长较快，2022年9月末资产规模较2020年末增长115.46%。公司资产结构相对稳定，以流动资产为主。

2021年末公司资金规模大幅增长，2022年9月末有所下滑。公司货币资金主要为银行存款，2021年末受限货币资金0.68亿元，占货币资金余额的比重为18.81%，系银行承兑汇票保证金和保函保证金等。

公司应收票据、应收账款和应收款项融资主要为应收货款，2020-2022年9月末呈波动增长趋势。2021年末应收账款随着销售收入增长而增长，2022年9月末有小幅下降。公司应收账款占资产总额比重较高，占用较多营运资金，且存在一定的坏账风险。公司应收账款账龄主要集中在1年以内，2021年末账龄一年以内应收账款占比99.45%，应收账款前五名客户占比34.82%。2022年9月末公司有0.34亿元应

收票据因票据贴现未到期存在受限。

公司存货由库存商品和发出商品构成，2022年9月末库存商品和发出商品账面价值占存货总账面价值比重分别为88.46%和11.54%；近年来存货规模持续增长，主要系随着公司销售规模的逐步扩大，作为电子元器件分销商相应的备货需求增加所致。公司存货以库存商品为主，存在一定的跌价风险，2022年9月末存货跌价准备金额0.87亿元。同时公司存货规模较大，占用较多营运资金。

总体来看，公司资产构成以流动性资产为主，但公司应收账款和存货规模较大，占用较多营运资金，且公司2022年9月末受限资产合计1.34亿元，占资产总额3.47%。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

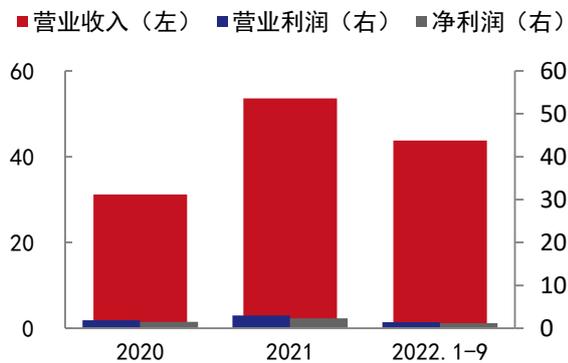
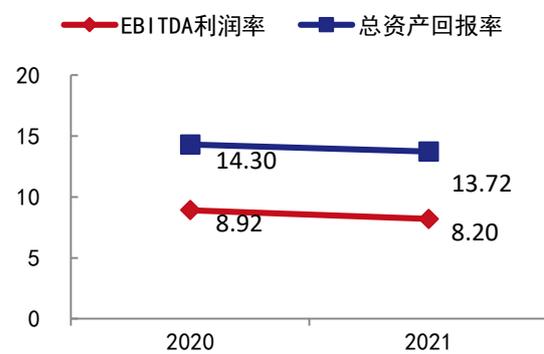
项目	2022年9月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.58	6.69%	3.61	10.87%	1.41	7.91%
应收票据	0.61	1.59%	0.76	2.28%	0.54	3.03%
应收账款	15.34	39.81%	16.48	49.57%	9.54	53.37%
预付款项	3.92	10.17%	1.11	3.35%	0.74	4.16%
存货	9.69	25.15%	6.64	19.96%	3.55	19.88%
流动资产合计	34.59	89.78%	30.94	93.08%	17.13	95.78%
非流动资产合计	3.94	10.22%	2.30	6.92%	0.75	4.22%
资产总计	38.53	100.00%	33.25	100.00%	17.88	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-9月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入持续增长，但受市场行情影响，主要产品毛利率波动较大，综合毛利率持续下滑

2021-2022年9月公司营业收入增长较快，2021年营业收入同比增长71.94%，主要受益于2021年电子行业整体景气度较高，下游需求旺盛带动。2022年1-9月营业收入同比增长13.56%，主要系随着电子行业景气度下降，公司收入增长放缓。2021-2022年9月，公司为了抢占市场对部分产品进行一定让利，导致电容、存储器件等产品毛利率有所降低，2021年公司综合毛利率下滑1.61个百分点；2022年1-9月，由于电子行业需求大幅下滑，出现一定价格竞争，毛利率出现较大幅度的下滑。2020-2021年，公司总资产回报率和EBITDA利润率均呈下降趋势。

图 1 公司收入及利润情况（单位：亿元）

图 2 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

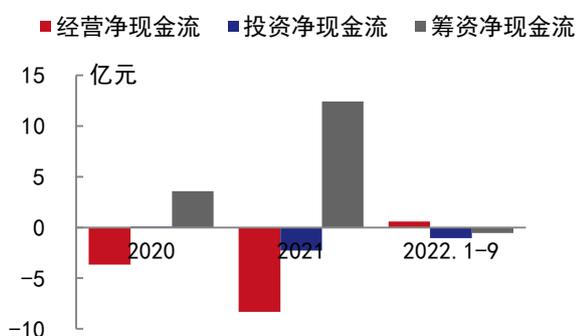
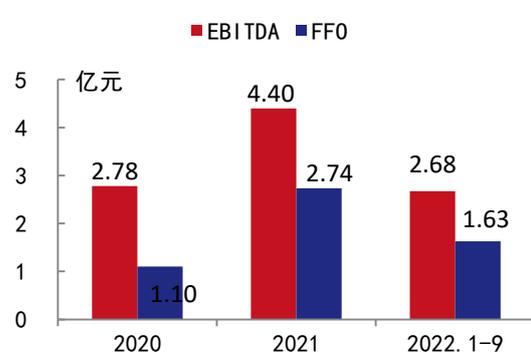
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

分销业务模式导致营运资金压力较大，且项目建设存在一定的建设资金支出压力

公司的分销业务模式导致业务开展需要提前备货，因此需要提前支付采购货款，资金从投入到回笼需要一定周期，上游原厂对公司的账期一般不超过 2 个月，公司对下游客户的账期一般为 3 到 4 个月，上下游账期的差异导致营运资金存在占用。2021 年由于公司业务规模增长较快，与此同时上下游账期差异导致的资金占用加大，叠加存货备货影响，公司经营净现金流出快速扩大；2022 年 1-9 月随着公司业务扩张速度放缓，公司经营净现金流有所好转。

投资活动方面，公司投资活动主要为银行理财产品买入卖出、IPO 及本期债券募投项目的投资建设支出，2021 年以来持续净流出，有一定的建设资金压力。筹资活动方面，2021 年筹资净现金流增加主要系短期借款的增加，其次系 2021 年公开发行股票筹集资金。

图 3 公司现金流结构

图 4 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

2021年以来公司短期债务快速攀升，现金短期债务比下降至较低水平，偿债压力加大

公司总负债规模持续增长，随着经营积累及公开发行股票，公司所有者权益逐年增长；由于2021年以来负债增长速度大于所有者权益增长速度，净资产对其保障程度快速降低，至2022年9月末，产权比率上升至128%。另外，受益于历年来的经营积累，截至2022年9月末公司所有者权益构成中未分配利润占主导。

图 5 公司资本结构

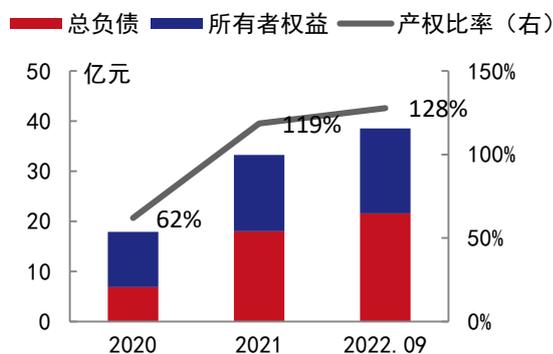
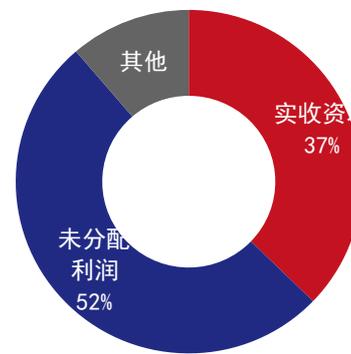


图 6 2022 年 9 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债仍以流动负债为主，2021年公司短期借款增长较快，主要系电子元器件行业景气度回升，且公司代理产品线增加，备货采购支出金额增加，对营运资金需求较高，向银行新增短期借款所致。公司应付账款主要系库存商品备货所致，2021-2022年9月随着业务规模扩大而逐步增长，主要应付对象为上游原厂。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

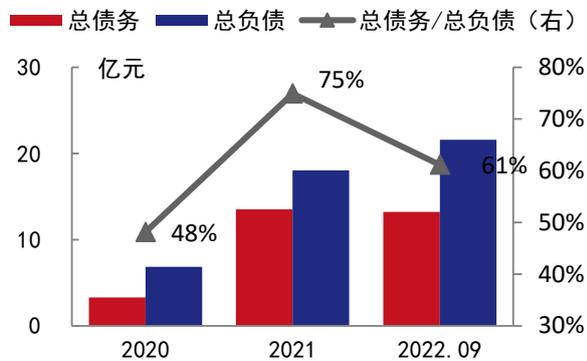
项目	2022 年 9 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	12.65	58.54%	13.20	73.22%	3.26	47.68%
应付票据	0.35	1.60%	0.18	1.02%	0.03	0.48%
应付账款	3.81	17.65%	2.95	16.36%	2.66	38.93%
合同负债	2.87	13.29%	0.18	1.01%	0.13	1.91%
流动负债合计	21.08	97.55%	17.66	97.91%	6.67	97.40%
负债合计	21.61	100.00%	18.03	100.00%	6.85	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司总债务2020-2021年增长较快，2021-2022年9月变动不大，负债结构为以短期债务为主，存在一定集中偿付压力。随着债券发行成功，公司总债务规模将继续上升，考虑到公司的分销业务模式导致

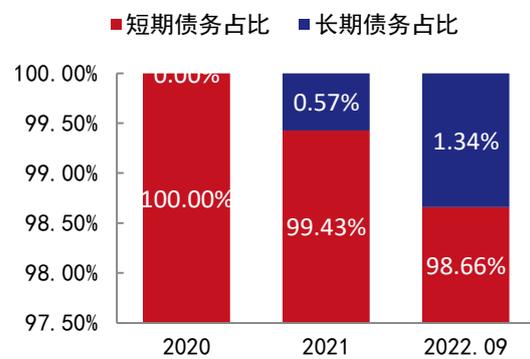
营运资金压力较大，虽然本期债券可以转股，存在一定的融资弹性，公司仍存在较大的偿付压力。

图7 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

图8 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

2021年随着短期借款的大幅增加，公司总债务增长较快，资产负债率、总债务/总资本也随之大幅上升，同时2021年末EBITDA利息保障倍数大幅下降，经营收入对利息覆盖程度有所下降。

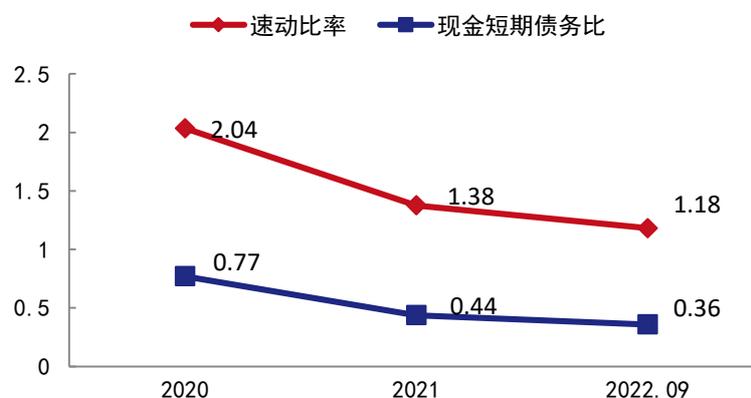
表14 公司杠杆状况指标

项目	2022年9月	2021年	2020年
资产负债率	56.10%	54.24%	38.29%
净债务/EBITDA	--	2.07	0.58
EBITDA利息保障倍数	--	11.90	25.75
总债务/总资本	43.87%	47.04%	23.01%
FFO/净债务	--	30.06%	68.53%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

随着银行借款的大幅增加，公司现金短期债务比、速动比率持续下滑，偿债压力加大，截至2022年9月末，公司现金短期债务比下滑至0.36，现金类资产对短期债务的覆盖程度较弱。

此外，根据公司提供资料，截至2022年9月末，公司尚未使用的授信额度为15.62亿元，考虑到公司为上市公司，外部融资渠道多样且较通畅，但考虑到公司的资产负债率偏高，资产构成中可用于抵押的房产、土地规模不大，综合来看获取流动性资源的能力一般。

图9 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 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2018年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日为2022年11月25日）及子公司南京恒邦电子科技有限公司（报告查询日为2022年11月30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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

根据公司于2022年10月27日披露《南京商络电子股份有限公司关于公司担保情况的进展公告》，截至2022年10月27日，公司本部及子公司不存在对合并报表外单位提供担保的情形。

八、抗风险能力分析

公司为国内排名靠前的被动元器件分销商，公司产品线持续丰富，获得众多知名原厂授权，下游应用领域广泛；公司与原厂合作关系较稳定，且客户集中度不高，预计业务可持续性较好，同时公司作为A股上市公司，资本市场融资渠道多元且较通畅，且与银行合作关系稳定，有一定规模的可使用银行授信余额；但考虑到公司采购集中度较高，对主要供应商存在一定依赖性，应收账款和存货持续增长，营运资金占用加大，经营现金流表现不佳，且短期债务快速攀升，资产负债率持续增长，偿债压力加大。综合考虑，公司整体抗风险能力一般。

九、结论

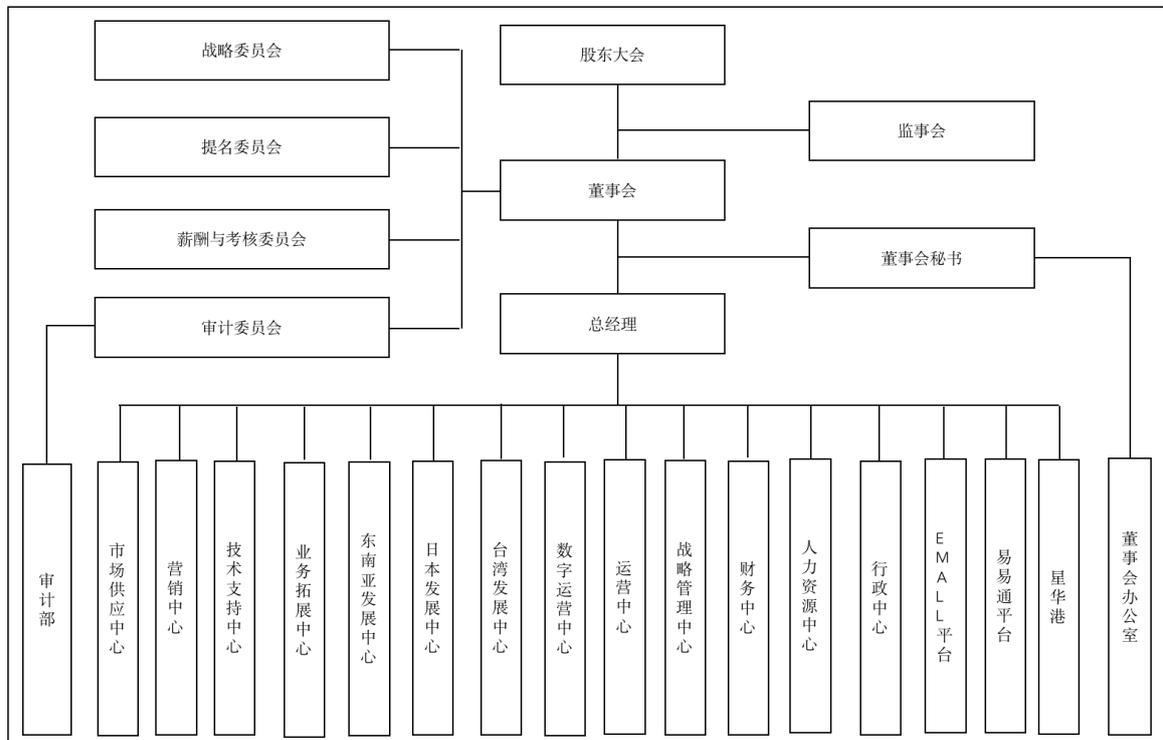
综上，中证鹏元维持南京商络电子股份有限公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持商络转债信用等级为A+。

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9月	2021年	2020年	2019年
货币资金	2.58	3.61	1.41	1.24
应收票据	0.61	0.76	0.54	0.23
应收账款	15.34	16.48	9.54	6.30
预付款项	3.92	1.11	0.74	0.18
存货	9.69	6.64	3.55	2.53
流动资产合计	34.59	30.94	17.13	11.82
非流动资产合计	3.94	2.30	0.75	0.46
资产总计	38.53	33.25	17.88	12.29
短期借款	12.65	13.20	3.26	0.06
应付票据	0.35	0.18	0.03	0.03
应付账款	3.81	2.95	2.66	1.89
合同负债	2.87	0.18	0.13	0.00
流动负债合计	21.08	17.66	6.67	2.58
负债合计	21.61	18.03	6.85	2.74
总债务	13.22	13.51	3.30	0.09
归属于母公司的所有者权益	16.80	15.21	11.03	9.55
营业收入	43.82	53.63	31.19	20.68
营业利润	1.44	2.99	1.88	1.19
净利润	1.17	2.34	1.49	0.99
经营活动产生的现金流量净额	0.59	-8.33	-3.68	0.29
投资活动产生的现金流量净额	-1.04	-2.28	0.07	-0.50
筹资活动产生的现金流量净额	-0.57	12.43	3.58	-0.45
财务指标	2022年9月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	11.57%	13.77%	15.38%	15.42%
EBITDA 利润率	--	8.20%	8.92%	6.97%
总资产回报率	--	13.72%	14.30%	10.83%
资产负债率	56.10%	54.24%	38.29%	22.29%
净债务/EBITDA	--	2.07	0.58	-0.97
EBITDA 利息保障倍数	--	11.90	25.75	50.99
总债务/总资本	43.87%	47.04%	23.01%	0.97%
FFO/净债务	--	30.06%	68.53%	-32.75%
速动比率	1.18	1.38	2.04	3.60
现金短期债务比	0.36	0.44	0.77	22.26

资料来源：公司 2017-2020 年 6 月连审审计报告、2020-2021 审计报告及未经审计的 2022 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司组织结构图（截至 2022 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附录三 2022年9月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
上海商络供应链管理有限公司	1,000	100%	贸易
上海爱特信电子科技有限公司	100	100%	贸易
深圳商络展宏电子有限公司	500	100%	贸易
天津龙浩电子科技有限公司	100	100%	贸易
南京恒邦电子科技有限公司	2,000	100%	贸易
南京哈勃信息科技有限公司	1,000	100%	软件开发
南京畅翼行智能科技有限公司	1,000	70%	贸易
香港畅翼行科技有限公司	-	70%	贸易
苏州易易通电子商务有限公司	1,000	100%	贸易
易易通电子商务（香港）有限公司	-	100%	贸易
香港商络有限公司	-	100%	贸易
新加坡商络有限公司	-	100%	贸易
Sunlord Technology 株式会社	-	63%	贸易
香港恒邦有限公司	-	100%	贸易
台湾商络电子有限公司	-	100%	贸易
海南商拓电子信息科技有限公司	1,000	100%	贸易
商络电子投资（海南）有限公司	1,000	100%	资本市场服务
伊特瑞（北京）管理咨询有限公司	100	100%	商务服务
商络电子私募基金管理（海南）有限公司	1,000	100%	基金管理服务
平潭商络冯源股权投资 合伙企业（有限合伙）	-	98%	投资管理服务
深圳市星华港实业发展有限公司	6,596	80%	贸易
深圳市英特港电子科技有限公司	1,000	80%	贸易
香港华港集团有限公司	-	80%	进出口业务

注：2022年11月商络电子投资（海南）有限公司注册资本变更为6,000万元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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。

附录五 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。