



# 浙江银轮机械股份有限公司公开发行 可转换公司债券 2023 年度跟踪评级报 告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司

编号：信评委函字[2023]跟踪 0348 号

---

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 8 日

本次跟踪发行人及评级结果	浙江银轮机械股份有限公司	AA/稳定
--------------	--------------	-------

本次跟踪债项及评级结果	“银轮转债”	AA
-------------	--------	----

**评级观点**

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于浙江银轮机械股份有限公司（以下简称“银轮股份”或“公司”）细分领域行业地位领先、综合竞争力较强、业务结构多元化发展、收入规模及利润水平提升以及融资渠道通畅等因素等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司主营业务易受汽车、工程机械行业周期波动影响，股权结构较为分散、财务杠杆提高以及债务期限结构有待改善等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

**评级展望**

中诚信国际认为，浙江银轮机械股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

**调级因素**

**可能触发评级上调因素：**公司资本实力显著增强，资产质量不断提升，盈利能力和经营获现水平大幅增长且具有可持续性。

**可能触发评级下调因素：**汽车及工程机械等行业景气度下滑，导致公司收入、利润水平大幅下降；坏账规模大幅增加，获现能力显著弱化；债务规模迅速扩大，流动性压力加大。

正面
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 公司在热交换器领域行业地位领先，综合竞争实力较强</li> <li>■ 产品矩阵多样化发展，并向工业及民用业务延伸，业务结构多元化</li> <li>■ 新能源汽车热管理产品产销的增长带动公司收入规模及利润水平的提升</li> <li>■ 资本市场融资渠道畅通，银行可使用授信充足</li> </ul>
关注
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 汽车及工程机械景气度波动、海外汇率及贸易争端对公司盈利稳定性的影响</li> <li>■ 股权结构较为分散，实际控制人持股比例较低</li> <li>■ 财务杠杆持续上升，债务期限结构有待改善</li> </ul>

项目负责人：黄雨昕 yxhuang01@ccxi.com.cn  
项目组成员：李洁鹭 jlli@ccxi.com.cn  
刘音乐 yylie@ccxi.com.cn

评级总监：  
电话：(010)66428877  
传真：(010)66426100

## 财务概况

银轮股份（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
总资产（亿元）	99.13	119.89	135.24	144.20
所有者权益合计（亿元）	43.57	48.74	52.33	53.97
总负债（亿元）	55.56	71.15	82.91	90.23
总债务（亿元）	28.63	41.33	48.57	55.95
营业总收入（亿元）	63.24	78.16	84.80	25.55
净利润（亿元）	3.66	2.64	4.49	1.40
EBIT（亿元）	5.02	3.60	5.73	--
EBITDA（亿元）	7.90	7.18	9.79	--
经营活动净现金流（亿元）	4.56	3.75	5.57	0.65
营业毛利率(%)	23.92	20.37	19.84	20.18
总资产收益率(%)	5.06	3.28	4.49	--
EBIT 利润率(%)	7.93	4.60	6.76	--
资产负债率(%)	56.05	59.35	61.31	62.58
总资本化比率(%)	39.65	45.89	48.14	50.90
总债务/EBITDA(X)	3.63	5.76	4.96	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	10.44	10.04	8.94	--
FFO/总债务	0.24	0.19	0.20	--

注：1、中诚信国际根据银轮股份提供的其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 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明；3、中诚信国际分析时将应收款项融资中的应收账款调至“应收账款”；4、中诚信国际债务统计口径包含公司其他应付款中的带息债务。

## 同行业比较（2022 年数据）

公司名称	经营活动净现金流（亿元）	资产总额（亿元）	资产负债率（%）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	营业毛利率（%）
银轮股份	5.57	135.24	61.31	84.80	4.49	19.84
远东传动	3.54	45.54	23.37	10.74	0.73	24.00

中诚信国际认为，银轮股份产品矩阵多样化发展，多元化程度高于可比企业，综合竞争力和订单保障能力高于可比企业平均水平；财务方面，公司资产及收入规模具备优势、盈利及经营获现能力处于较好水平，但债务规模持续增长，财务杠杆偏高。

注：上述企业均为中诚信国际使用装备制造行业模型评级且公开信用评级相同的装备制造类企业；“远东传动”为“许昌远东传动轴股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

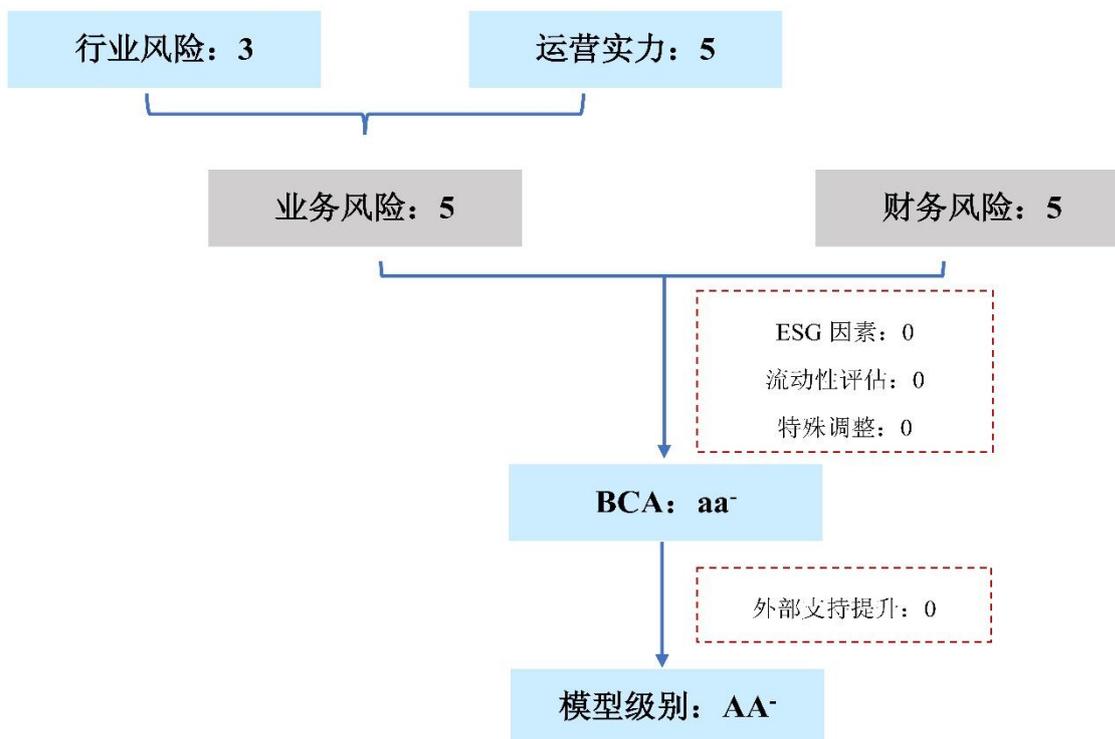
## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时 间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
银轮转债	AA	AA	2022/6/10	7.00	6.995	2021/06/0 7~2027/0 6/07	回售条款、赎回条款

注：债券余额为截至 2023 年 3 月末数据。

## 评级模型

### 浙江银轮机械股份有限公司评级模型打分(2023\_01)



## 方法论

中诚信国际装备制造行业评级方法与模型 C060000\_2022\_04

### ■ 业务风险：

银轮股份属于装备制造行业，因具有周期属性，中国装备制造行业风险评估为中等。银轮股份在热交换器领域行业地位领先，业务结构多元化发展，客户资源以及订单储备有一定保障，但易受汽车及工程机械景气度波动影响，股权结构较为分散，业务风险评估为较低。

### ■ 财务风险：

银轮股份短期债务占比不断提升，财务杠杆偏高，期限结构有待改善，但收入规模及利润水平均有提升，经营获现能力良好，财务风险评估为较低。

### ■ 模型级别：

模型级别仅作为信用评级委员会评定最终信用等级的重要参考，模型级别与最终级别之间可能存在差异。

### ■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对银轮股份个体基础信用等级无影响，银轮股份具有 aa- 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和较低的财务风险。

### ■ 外部支持：

公司实际控制人为徐小敏，公司为其旗下核心业务板块和最重要的资产，其对公司的支持意愿很强。但同时，实际控制人为自然人，对当地政府和金融机构等资源的协调能力有限，其对公司的支持能力较弱，外部支持未调升子级。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“银轮转债”实际发行规模为 7.00 亿元，债券期限 6 年，其中转股期间为 2021 年月 12 日 13 日至 2027 年 6 月 6 日。上述债券募集资金扣除保荐承销及其他发行费用后，募集资金净额为 6.89 亿元。截至 2022 年 12 月 31 日，公司累计投入募集资金 2.63 亿元，并使用闲置募集资金购买理财产品 4.23 亿元，募集资金账户余额为 0.21 亿元（含利息及理财收入）。

## 宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

## 近期关注

中诚信国际认为，得益于国内持续的促进消费政策、出口市场向好及新能源汽车的快速发展，2022 年我国汽车市场需求进一步回升，但芯片供应、原材料涨价和新能源研发投入较大对整体增速形成一定制约；叠加新

**新能源汽车免征购置税政策的延长和经济恢复对商用车的拉动作用，预计 2023 年全年产销量或将进一步恢复。**

2022 年，购置税减半等促进消费政策对稳定车市增长起到明显的作用，但芯片短缺、原材料价格上涨及商用车前期消费透支等因素一定程度上影响了政策的实施效果。在新能源车和出口的拉动下，当期乘用车销量同比增长 9.5%至 2,356.30 万辆，但商用车销量同比下降 31.2%至 330.0 万辆，当期汽车总销量同比增长 2.1%至 2,686.4 万辆，其中新能源车渗透率从 2018 年的 4.5%升至 2022 年的 25.6%。预计 2023 年初期相关购车补贴政策的退坡将对汽车的需求市场带来一定不利影响，但经济反弹或将刺激汽车产销量进一步恢复，新能源汽车销量的增长将成为销量平稳的主要基石，海外有望延续 2022 年景气情况，商用车受益于基建增速增加和房地产政策回暖等刺激亦有望实现增长。

详见《中国汽车行业展望，2023 年 3 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9817?type=1>

**目前汽车热管理市场形成了以国际汽车零部件巨头与国内头部企业为主要参与者的竞争格局，具备系统集成能力的企业具备更强的综合竞争力，国内热管理企业有望凭借新能源汽车的先发优势快速发展，市场份额有望向上突破。**

汽车热管理系统是汽车上用于调节零部件工作温度和乘员舱温度环境的零部件集合，其系统涉及零部件数量繁多，绝大部分产品应用于各类车型装配，细分市场众多。随着新能源汽车的发展，各大汽车热管理零部件厂商已将新能源热管理系统作为重要增长点。新能源汽车部件的制造标准高于普通燃油车，动力总成的变化使得新能源热管理系统复杂度提升，电气化催生热管理系统零部件产生增量，热管理方案的价值量约为传统燃油车的三倍左右。竞争格局方面，传统燃油车热管理市场集中度较高，并且具备极强的本地化属性，2022 年，日本电装、德国马勒、法国法雷奥及韩国翰昂 CR4 市占率超过 50%。但在国内新能源汽车的高速发展的环境下，国际零部件供应商垄断优势减弱，部分国内热管理企业凭借其在各核心零部件的优势，逐步向模块化集成供应商转变，如奥特佳、松芝股份、华域汽车、银轮股份等。综上，具备产业链集成能力的大型热管理公司和跨国汽车零部件在热管理行业中具备更强的综合竞争能力。目前，国内新能源汽车先发优势明显，渗透率高于日韩，叠加成本优势及供应链响应能力，国内热管理厂商逐步切入头部新能源车企的供应链体系，市场份额有望向上突破。

**中诚信国际认为，银轮股份主业突出，并向工业及民用业务延伸拓展，多元化程度有所提升。跟踪期受益于新能源汽车需求的增加及产能释放，收入规模同比提升，且属地化制造能力不断加强，客户资源丰富，处于细分行业领先地位；但公司易受下游行业景气度波动影响，募投项目多有延期，且海外业务布局易受汇率波动及贸易政策影响，需关注在建项目后续建设及投产进展。**

*公司主业突出，跟踪期内积极拓展新能源乘用车热管理产品，产品矩阵多样化发展，并向工业及民用业务延伸拓展，多元化的业务结构有助于提升整体抗风险能力。*

银轮股份热交换器业务收入近年来占公司营业总收入的比重在 78%以上，单一板块业务比重较高，产品主要应用于商用车、乘用车、工程机械以及工业热换等领域。目前已逐步形成了“1+4+N”

<sup>1</sup>的新能源产品布局，产品配套种类包括从发动机、电池、芯片、电机、电控到车身热管理、尾气处理等，产品矩阵多样化发展。同时，公司在尾气处理领域持续拓展，对公司收入形成一定补充。

此外，公司逐步培育工业及民用热交换板块，围绕特高压、地热、储能、风力发电、制氢储、中央空调、家用热泵空调、数据中心能等领域布局。跟踪期内，公司在民用热换业务已获得来自美的及格力的批量订单；在储能方面与头部客户联合开发，目前电池冷却板、电子风扇、电子水阀等已形成量产，加之公司深耕液冷技术，可解决人工智能快速发展带来的芯片发热量提高等数据中心散热问题。公司未来将持续布局工业及民用业务，多元化的业务结构有助于提升整体抗风险能力。

**表 1：公司产品主要应用领域及用途情况**

类别	具体产品
商用车与非道路热管理	油冷器（不锈钢）、油冷器总成、EGR 冷却器、EGR 阀、商用车冷却模块、工程机械冷却模块、商用车工程机械空调产品及农用机械、发电机组冷却模块等
乘用车和新能源热管理	<b>新能源乘用车：</b> 冷媒冷却液集成模块、空调箱模块、前端冷却模块、电子器件换热器、电池冷却板、PTC 加热器等 <b>传统能源乘用车：</b> 汽油机 EGR、水空中冷器、变速箱油冷器、前端冷却模块、发动机油冷器、机滤模块等
发动机后处理	国六筒式封装、国六箱式封装、国六 U 型封装、尿素箱、消音器、DPF 清洗机、DPF
工业和民用热换	特高压输电冷却产品、发电机组换热产品、电力储能热管理、数据中心热管理等

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司在热交换器领域内行业地位领先，跟踪期内新能源热管理产品产销量大幅增长，收入规模进一步提升；且公司加快境内外属地化布局，在采购及研发方面具备优势，综合竞争力较强。**

公司是国内最大的商用及工程机械热管理供应商之一，在细分领域行业地位领先。跟踪期内，由于工程机械以及商用车市场景气度仍处于下行周期，商用车及非道路汽车配套产销量下滑 23% 左右。为进一步提升市场竞争力，公司持续推动新能源乘用车热管理的研发和生产，2022 年该产品产销量较上年实现近三倍增长，带动整体产销规模的上涨。其中，乘用车收入占比提升至 42.33%，热交换器业务结构有所调整。产能利用率方面，商用车及非道路热交换器产能利用率有所下降，但由于去年下半年新能源汽车行业增速明显，公司乘用车热交换器产能利用率有所上升，整体产能利用率情况保持稳定。尾气处理业务主要配套商用车及非道路板块，2022 年产销量受市场影响有所下降。

**表 2：公司近年来新能源汽车热管理零部件生产经营情况（万台、亿元）**

主要子公司名称	年份	年产能	产量	销量	产销率	销售收入
新能源热管理产品	2020	350	295.12	291.18	98.66%	2.89
	2021	950	538.90	499.79	92.74%	8.38
	2022	2,000	1,520.00	1,448.00	95.26%	17.23

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 3：近年来公司热交换器及尾气处理产品产销情况（万台、%、元/台）**

		2020	2021	2022
热交换器	年产能	2,550.00	3,850.00	4,180.00
	产量	1,879.35	2,870.54	3,125.32

<sup>1</sup> “1”指的是一套新能源热管理系统；“4”代表的是构成系统的四大主要模块，分别为冷媒冷却液集成模块、前端模块、空调箱以及车载电子冷却系统；“N”指的是组成各大模块的零部件，包括 Chiller、高低温水箱、水空中冷器、油冷器、电控单元、电子水泵、电磁阀、冷凝器、电子风扇、管路和铸件等。

	产能利用率	73.70	74.55	74.77
	销量	1,837.30	2,785.29	3,041.45
	单价	225.11	225.61	227.02
	产销率	97.76	97.05	97.32
尾气处理	年产能	105.00	172.74	172.74
	产量	86.53	134.80	144.84
	产能利用率	82.41	78.04	83.85
	销量	85.00	128.79	135.98
	单价	934.30	669.59	548.14
	产销率	98.23	95.54	93.88

资料来源：公司提供

公司为贴近客户而属地化布局，并推进全球一体化战略，已在浙江、上海、山东、湖北、江苏、广东、广西和江西等地以及美国、瑞典、墨西哥和波兰等地区建有生产基地或研发中心。2022 年，公司新设四川宜宾生产基地，主要生产电池冷却板，并配套四川时代、沃尔沃等客户；原天台总部，波楞未来工厂、众联科创联合工程院等项目也相继启动。同时，匹配北美客户的墨西哥以及波兰生产基地将陆续于 2023 年上半年投产，预计海外收入占比将进一步提升。此外，中诚信国际关注到，公司此前收购的海外子公司 TDI 和 Setrab AB 跟踪期内亏损情况虽有减弱，但尚未扭转。若墨西哥海外生产基地<sup>2</sup>运行良好，公司北美子公司经营业绩或有所改善。

表 4：公司国内主要生产基地布局情况（万台）

生产基地名称	配套客户	产品	2021 年产能	2022 年产能
天台基地（银轮本部）	卡特、潍柴、玉柴、长城等	尾气处理	11.26	12.57
天台基地（银轮本部）	徐工、康明斯、卡特、一汽等	热交换器	650.29	650.29
天台基地（银轮新能源）	重庆、吉利、宁德、广汽、福特等	热交换器	1,898.21	1,971.22
上海银轮基地	广汽、某知名新能源车企业、上汽、吉利等	热交换器	607	900
湖北美标基地	一汽解放等	车用空调	350	360

资料来源：公司提供

2022 年下半年以来，受全球多国经济主体开启加息周期、市场对经济衰退的担忧蔓延等因素影响，铝价运行重心有所下移，各类采购品种价格亦有所下跌，加之集中采购及原材料价格联动机制可降低采购成本，公司在成本控制方面具有一定优势，跟踪期内采购总金额小幅上升。此外，公司与主要供应商合作关系稳定，整体采购集中度较为分散。结算方面，公司多以银行承兑汇票方式进行结算，账期为 2~3 个月，上下游账期基本匹配。

表 5：近年来公司主要原材料采购情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1~3
原材料及零配件	35.05	47.79	48.71	14.51
其中：铝材及铝制件	13.35	22.52	23.98	7.02
钢材及钢制件	4.88	5.01	5.31	1.81
铁材及铁制件	2.07	2.50	2.49	0.73
铜材及铜制件	0.53	1.81	1.75	0.43
辅助材料及其他	4.71	5.22	6.64	1.65
采购总额	39.75	53.01	55.36	16.16

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

<sup>2</sup> 墨西哥生产基地系 TDL 的控股子公司。

表 6: 2022 年公司前五大供应商采购情况

序号	供应商名称	采购额 (万元)	占年度采购总额比例(%)
1	A	54,888.36	9.91
2	B	16,795.43	3.03
3	C	10,210.84	1.84
4	D	9,990.84	1.80
5	E	9,842.64	1.78
合计	--	101,728.11	18.36

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

为不断提升产品竞争力, 满足下游市场对新能源领域产品需求, 公司围绕核心零部件及集成模块产品加大研发投入, 2022 年研发投入占营业总收入的比例为 4.55%。截至 2022 年 12 月末, 公司拥有有效专利 793 项, 其中发明专利 93 项, 公司主导或参与修订国家标准 6 项, 行业标准 30 项、团体标准 7 项, 为新能源汽车及工业热换业务提供了较好的技术支撑, 产品市场份额有望提高。

**公司客户分布较广, 且与主要客户保持良好的合作关系, 具备一定订单保障能力**

公司产品销售主要采取直销模式, 下游客户多为整车厂及一级配套供应商。目前已覆盖商用车及工程机械、乘用车及新能源领域知名头部客户, 客户资源较为丰富且集中度不高。2022 年, 公司新拓展博世、中联重科以及小米汽车等客户。

2022 年以来, 公司仍采取随行就市及价值定价的方式, 目前新能源热管理产品单车价值仍保持在 6,000~8,000 元, 其余热管理产品价格亦维持稳定。账期方面, 销售货款账期多在 3~4 个月, 跟踪期内, 商用车客户账期有所延长。外销方面, 2022 年公司海外销售收入占比为 24.00%, 较上年有所提升, 且随着墨西哥及波兰生产基地的逐步投产, 预计海外业务销售占比将进一步提升, 但海外业务易受到汇率波动以及贸易政策影响, 中诚信国际将对公司海外业务的推进情况保持关注。

表 7: 2022 年公司前五大客户销售情况

序号	客户名称	销售额 (万元)	占年度销售总额比例(%)
1	A	25,612.63	3.02
2	B	17,217.07	2.03
3	C	15,800.86	1.86
4	D	15,680.10	1.85
5	E	13,610.74	1.61
合计	--	87,921.39	10.37

注: 合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源: 公司提供

订单方面, 虽受商用车及非道路行业需求周期性下滑影响, 该领域订单规模有所下降; 但随着新能源市场需求增加以及新能源汽车热泵空调系统等技术研发完成, 新能源产品相关订单保持增长, 带动 2022 年公司订单规模同比上升。公司于 2022 年 11 月同宁德时代签订框架协议合作, 产品包括电池冷却板、铝压铸件、CTC 集成模块、储能柜冷却系统等, 上述协议将进一步提升公司在新能源热管理领域的竞争实力, 但具体项目及合同金额以具体协议为准, 中诚信国际将对项目稳定性、收入确认和款项回收情况保持关注。

2023 年一季度, 商用车景气度逐步回暖, 加之民用及工业产品的逐步拓展, 公司订单规模同比

略有增长。整体来看，公司下游客户数量众多，且涉及多个产品线，具备一定的客户资源及订单保障优势。

**募投资金可匹配大部分支出计划，投资压力相对可控，但受订单交付进度延后及新能源商用车市场渗透率不达预期影响，公司主要在建项目多有延期，需关注后续建设及投产进展。**

公司目前主要在建项目为可转债发行项目以及北美海外建设项目，募集资金可覆盖大部分的投资支出，投资压力相对可控。为匹配已获取订单及潜在项目量产计划，在商用车及非道路新能源市场渗透率较低的情况下，项目投资期限均有延长，仍需关注需求变化对募投项目进度的影响及资金使用情况。

表 8：截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

在建项目名称	计划总投资	工程累计投入占预算比例	累计已投资	预计投产日期	资金来源
新能源汽车热管理系统部件项目	1.72	96.92%	1.67	2022.10	自有资金、银行贷款
新能源汽车电池和芯片热管理产品项目	1.69	34.59%	0.58	2024.09	非公开发行股票募投资金 <sup>3</sup>
新能源商用车热管理系统项目	2.3	16.66%	0.38	2024.06	可转债募投资金
新能源乘用车热泵空调系统项目	3.29	34.25%	1.13	2023.12	可转债募投资金
数字化工厂及零部件配套产业园项目	1.55	26.53%	0.41	2023.01	自有资金、银行贷款
北美客户 HVAC 空调箱项目	1.87	57.61%	1.08	2023.07	自有资金、银行贷款
合计	12.42	--	5.25	--	--

注：合计数因四舍五入存在尾数差异；部分项目已进入试运行阶段，但尚未完全转固。

资料来源：公司提供

## 财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，银轮股份收入规模及利润水平均有提升，对外投资的资金需求推动公司债务规模的上升，杠杆水平有所提高，期限结构有待改善。但公司可通过其良好的盈利及获现能力为债务付息提供一定保障，整体偿债能力较去年有所提升。

**跟踪期内，新能源热管理产品产销量增加带动整体收入水平提升，产品结构的调整使得毛利率有所下降，但公司期间费用控制能力进一步加强，盈利水平整体提升。**

新能源乘用车热管理产品产销量提升带动 2022 年和 2023 年一季度营业总收入同比增长。同时，公司加快产品结构调整，乘用车业务占比大幅提高，但由于乘用车毛利率普遍低于商用车，叠加新能源乘用车前期投入较大、商用车需求减弱等因素影响，公司整体毛利率水平小幅下降。2023 年一季度，随着商用车下游需求开始回暖，公司毛利率水平有所回升。

表 9：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2020		2021		2022		2023.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
热交换器	48.98	23.12	62.84	19.69	70.98	19.58	21.33	19.94
尾气处理	7.94	22.85	8.62	16.83	7.45	16.48	2.52	17.95
贸易	0.22	28.51	0.23	30.19	0.61	26.61	0.17	26.46
其他	6.32		6.47		5.75		1.53	

<sup>3</sup>公司 2017 年非公开发行股票的募投项目中的“新能源汽车热管理项目”已于 2022 年达到可使用状态，“乘用车 ERG 项目”变更部分资金用途至新能源电池和芯片热管理产品项目，乘用车 ERG 项目专户里 1.09 亿元转到新项目拟开设的专用账户内，剩余的募集资金 1,134.11 万元用于永久补充流动资金。“DPF 国产项目”因原计划客户下游需求未达预期而在 2022 年经董事会决议终止，结余募集资金 3,645.75 万元用于永久性补充流动资金。

营业总收入/营业毛利率	63.24	23.92	78.16	20.37	84.80	19.84	25.55	20.18
-------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

注：合计数因四舍五入存在尾数差异；热交换器含空调板块业务收入；其他业务主要系铝铸件、废料销售、模具费等。  
资料来源：公司提供

期间费用方面，跟踪期内公司推动管理模式变革，实施承包经营+利润提成的考核机制，退货率有所下降，以三包费用为主的销售费用同比下降，加之汇兑收益的增加冲减财务费用，整体期间费用率保持下降，费用控制能力加强。2022 年，回款账期有所拉长，加之业务扩张带动应收账款规模的增加，以应收账款减值为主的信用减值损失同比上升较多。资产减值损失、营业外损益等对利润影响较小。整体来看，经营性业务利润是利润总额的主要构成部分，并受益于收入规模及费用控制能力的提升，公司利润总额和相关盈利指标均有所上升。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1-3
销售费用	3.05	3.41	2.79	0.56
管理费用	4.11	4.53	4.72	1.34
研发费用	2.69	3.26	3.86	1.16
财务费用	0.84	0.83	0.30	0.38
期间费用合计	10.69	12.04	11.67	3.44
期间费用率(%)	16.90	15.41	13.76	13.46
经营性业务利润	4.61	3.99	5.31	1.66
利润总额	4.19	2.84	4.83	1.63
资产减值损失	0.69	0.75	0.36	--
信用减值损失	0.25	0.22	0.56	0.14
EBITDA	7.90	7.18	9.79	--
总资产收益率(%)	5.06	3.28	4.49	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**跟踪期内，经营规模的扩大推动期末总资产规模上升，产线新建投资支出使得公司短期债务增加较快，财务杠杆持续提高，债务期限结构有待改善。**

2022 年，经营规模的扩大使得以流动资产为主的总资产规模进一步上升。其中，随着热管理产品产能的释放，公司提前备货生产，加之主要客户结算账期有延长，公司存货规模及应收账款持续上升，对资金形成一定占用。应收账款账龄较短，2022 年末一年以内应收账款占比约为 98%，期末累计计提坏账准备 2.18 亿元。此外，公司货币资金仍保持在一定水平，受限比例为约 27%。非流动资产方面，2022 年以来公司购买土地并持续加大厂房、产线及设备的投资力度，在建工程、固定资产及无形资产规模均有扩大。

2022 年以来，原材料采购备货及工程采购规模有所上升，应付账款及应付票据规模均大幅增长。同时，国内外产线的新建、日常周转资金需求的增长推高了公司有息债务规模，以短期债务为主的期限结构有待改善。

权益结构方面，受益于业务稳定带来的利润积累<sup>4</sup>，未分配利润有所增长。同时，员工股权激励计划的实施带动少数股东权益亦呈上升趋势，所有者权益规模保持增长。但由于债务规模的快速增长，公司财务杠杆水平有所攀升。

表 11：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

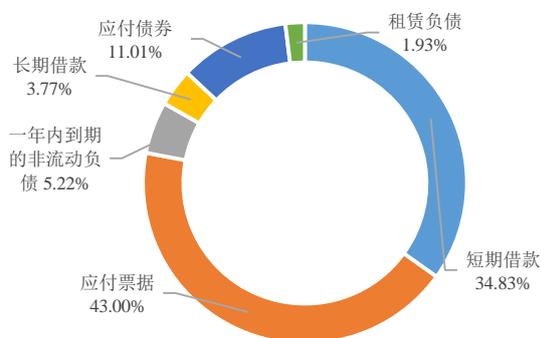
	2020	2021	2022	2023.3
--	------	------	------	--------

<sup>4</sup> 2022 年现金分红金额合计 0.63 亿元，占归属上市公司普通股股东净利润的比例为 16.53%。

货币资金	7.98	9.34	9.72	12.20
交易性金融资产	3.28	7.34	5.29	5.43
应收账款	19.91	23.78	32.52	34.77
存货	10.45	14.81	18.63	18.35
流动资产占比(%)	60.16	60.25	59.18	60.08
固定资产	21.65	24.01	27.56	28.76
在建工程	2.73	6.03	7.56	8.85
长期股权投资	3.66	4.41	3.94	3.92
无形资产	4.85	4.71	7.67	7.60
<b>资产总额</b>	<b>99.13</b>	<b>119.89</b>	<b>135.24</b>	<b>144.20</b>
短期借款	14.07	15.04	15.55	19.49
应付票据	11.93	17.03	20.60	24.06
应付账款	20.37	23.11	26.41	26.81
长期借款	2.02	2.46	2.14	2.11
应付债券	--	5.82	6.08	6.16
<b>总债务</b>	<b>28.63</b>	<b>41.33</b>	<b>48.57</b>	<b>55.95</b>
短期债务/总债务(%)	91.21	79.00	80.70	83.28
<b>总负债</b>	<b>55.56</b>	<b>71.15</b>	<b>82.91</b>	<b>90.23</b>
实收资本	7.92	7.92	7.92	7.92
资本公积	9.82	10.06	10.48	10.71
未分配利润	20.42	21.86	24.83	26.10
少数股东权益	4.23	4.74	5.53	5.62
<b>所有者权益</b>	<b>43.57</b>	<b>48.74</b>	<b>52.33</b>	<b>53.97</b>
资产负债率(%)	56.05	59.35	61.31	62.58
总资本化比率(%)	39.65	45.89	48.14	50.90

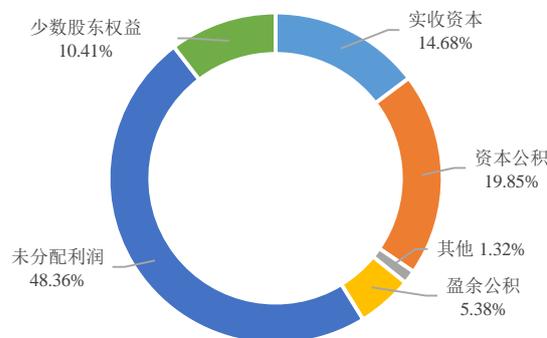
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**跟踪期内，公司仍保持一定扩产投资支出规模，但其良好的盈利及获现能力可为债务本息提供一定保障，整体偿债能力有所提升。**

公司经营获现能力良好，2022 年受益于票据贴现业务的开展，经营活动现金流净流入同比提升。投资活动方面，2022 年公司保持较大规模的产线及厂房的投资，但赎回的理财金额较上年有所增加，当期投资活动现金净流出敞口有所收窄，公司整体投融资现金流平衡情况较好。

偿债指标方面，2022 年末短期债务规模较快上升，非受限货币资金对短期债务的支持能力相对有限。公司获现及盈利能力有所加强，FFO 及 EBITDA 对总债务的覆盖倍数有所提升，且均可较好覆盖利息支出，整体偿债能力有所提升。

表 12: 近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元、X)

	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动净现金流	4.56	3.75	5.57	0.65
投资活动净现金流	-3.30	-11.94	-7.92	-2.52
筹资活动净现金流	0.38	8.58	2.42	3.61
经营活动净现金流/利息支出(X)	6.03	5.24	5.09	--
EBITDA 利息保障倍数	10.44	10.04	8.94	--
FFO/总债务	0.24	0.19	0.20	--
总债务/EBITDA	3.63	5.76	4.96	--
非受限货币资金/短期债务	0.26	0.21	0.18	0.19

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

截至 2022 年末, 公司受限资产合计为 12.47 亿元, 占当期末总资产的 9.22%。受限资产主要包括票据保证金、用以借款质押的应收票据和用以抵押获得银行借款的固定资产, 资产受限程度较为可控。

截至 2023 年 3 月末, 公司无影响正常经营的重大未决诉讼; 无对外担保。

截至 2023 年 3 月末, 实际控制人徐小敏不存在股份质押或冻结的情况。

**过往债务履约情况:** 根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料, 2021~2023 年 4 月, 公司所有借款均到期还本、按期付息, 未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示, 截至报告出具日, 公司在公开市场无信用违约记录。

## 假设与预测<sup>5</sup>

### 假设

- 2023 年, 原材料与销售价格保持现有水平, 毛利率水平保持稳定。
- 2023 年, 新能源乘用车订单需求保持增长, 商用车及工程机械行业有所回暖。
- 2023 年, 银轮股份在建项目如期推进, 资本支出约为 4 亿元。
- 2023 年, 银轮股份杠杆水平保持稳定。

### 预测

表 13: 预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率(%)	45.89	48.14	48.00~50.50
总债务/EBITDA(X)	5.76	4.96	4.50~4.75

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

## 调整项

### 流动性评估

<sup>5</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时, 中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设, 可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素, 该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响, 因此, 前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

**中诚信国际认为，银轮股份流动性较强，未来一年流动性来源可覆盖流动性需求。**

公司经营获现能力有所提升，合并口径现金及等价物储备保持在一定规模，2022 年末公司账面货币资金为 9.72 亿元，其中受限占比为 27.46%，受限比例较为可控，且银行提供票据贴现业务加速现金流回，一定程度缓解了流动性压力。外部融资方面，截至 2023 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 39.69 亿元，其中尚未使用额度为 13.18 亿元，具备一定备用流动性。同时，公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。

公司资金流出主要用于偿还债务本息、维持日常资金周转以及产能扩建。根据公司规划，公司未来资本支出主要集中在可转债项目以及海外布局的投资，募投资金可覆盖大部分项目建设，项目投资建设与融资平衡状况良好，但扩产时公司日常经营占用的资金规模小幅上升。2021 年与 2022 年，公司分配现金股利均为 0.63 亿元。综上所述，公司资金平衡状况较好，流动性较强，未来一年流动性来源可覆盖流动性需求。

**表 14：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）**

项目	类型	金额	1 年以内到期	1 年及以上到期
银行贷款等	信用借款/抵押借款/质押借款/票据贴现/应付票据/其他应付款中的有息负债等	48.71	46.60	2.11
债券	可转债	6.16	--	6.16
其他	租赁负债	1.08	--	1.08
<b>合计</b>	<b>—</b>	<b>55.95</b>	<b>46.60</b>	<b>9.35</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## ESG 分析<sup>6</sup>

**中诚信国际认为，公司注重安全生产与环保投入，且积极履行社会责任，为其平稳运营奠定基础；公司治理结构及内控制度不断完善，整体 ESG 表现较好，对其持续经营和信用风险负面影响较小。**

环境方面，公司在环境管理方面表现较好，污染物的排放及处理达到国家相关标准规范要求，并按要求足额缴纳了环境保护税。公司还通过设置能源管理委员会、制定节能降耗目标以及提升资源利用率等方法降低工业能耗，并逐步提高清洁能源使用比例。

社会方面，公司坚持绿色发展，不断提供环保产品，在社会责任、产品责任及安全生产等方面表现良好。公司致力于提供清洁型能源产品，开展股权激励计划用以奖励核心骨干成员。产品方面开展三包降本、提高客户满意度以及完善产品售后服务等。公司注重安全生产，近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，公司已建立较为健全的公司内部管理和控制制度，形成了以股东大会、董事会、监事会及公司管理层为主体结构的决策与经营管理体系。管理模式方面，公司总部主要负责流程制度监督，下属各个子公司承包经营，负责各自生产、销售、资金管理、融资，总部给予一定的融资支持。此外，公司股权结构较为分散，实际控制人通过直接和间接方式共控制公司 11.06% 股权，对于整个决策机构决议的稳定性具有一定潜在风险，且若可转债转股后将进一步稀释股权，中诚信国际将对此表示关注。发展战略方面，公司以“加快推进国际化发展、实现技术引领、

<sup>6</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

提升综合竞争力”三大战略为方向，在汽车热交换领域提供换热解决方案，努力将公司打造成为热管理领域的优秀企业。

## 外部支持

*公司业务属于当地政府重点发展的产业，有望得到相应产业政策支持；实际控制人为自然人，公司系实际控制人名下核心资产，对公司支持意愿很强，但对公司支持能力相对较弱。*

浙江省是公司本部的所在地，其未来计划打造绿色石化、节能与新能源汽车、数字安防和现代纺织四大世界级产业集群。公司作为汽车零部件供应商，有望得到相应产业政策的支持，2022 年公司收到与收益相关的政府补助金额为 0.35 亿元。

公司实际控制人为自然人，除公司外控股其他产业规模较小，信用恶化对其信誉影响很大，实际控制人对公司支持意愿很强，但其作为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调较为有限，对公司支持能力相对较弱。

## 同行业比较

中诚信国际选取了远东传动作为银轮股份的可比公司，两公司均为装备制造企业，在业务和财务方面均具有一定的可比性。

**中诚信国际认为，业务方面，银轮股份在汽车热管理领域不断拓展，且逐步培育工业及民用业务产品，产品矩阵多样化发展，多元化程度高于可比企业；公司与远东传动在汽车零部件细分领域均处于行业领先地位，市场占有率较高，下游均为头部整车厂或一级供应商。但公司积极拓展新能源领域，在汽车电气化领域提前布局，综合竞争力高于可比企业水平。财务方面，公司资产及收入规模具备优势、盈利及经营获现能力处于较好水平，但债务规模持续增长，财务杠杆偏高。**

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持浙江银轮机械股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“银轮转债”的信用等级为 **AA**。



## 附二：浙江银轮机械股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	79,794.94	93,414.43	97,220.51	122,039.04
应收账款	199,052.33	237,799.15	325,168.85	347,685.43
其他应收款	3,219.94	3,230.95	4,982.02	5,065.89
存货	104,523.29	148,135.19	186,271.39	183,496.80
长期投资	60,307.22	71,335.08	60,267.96	61,340.72
固定资产	216,539.31	240,125.78	275,613.72	287,614.88
在建工程	27,327.49	60,256.06	75,596.45	88,469.63
无形资产	48,535.25	47,137.89	76,721.36	75,986.80
总资产	991,262.50	1,198,887.52	1,352,353.23	1,441,993.61
其他应付款	4,758.62	4,152.70	5,069.30	4,166.88
短期债务	261,133.48	326,485.40	391,911.97	465,952.80
长期债务	25,178.96	86,798.91	93,748.30	93,525.24
总债务	286,312.44	413,284.31	485,660.27	559,478.04
净债务	219,359.18	343,682.33	415,091.16	471,688.96
总负债	555,560.07	711,488.84	829,089.53	902,343.52
所有者权益合计	435,702.43	487,398.68	523,263.71	539,650.09
利息支出	7,566.75	7,151.40	10,946.60	--
营业总收入	632,418.65	781,641.59	847,963.79	255,504.62
经营性业务利润	46,058.79	39,932.84	53,142.55	16,625.29
投资收益	9,228.50	2,390.97	2,181.02	498.36
净利润	36,586.47	26,447.16	44,892.02	14,012.05
EBIT	50,178.77	35,959.64	57,295.88	--
EBITDA	78,960.78	71,806.37	97,896.53	--
经营活动产生现金净流量	45,617.36	37,464.32	55,699.60	6,460.25
投资活动产生现金净流量	-33,001.31	-119,428.84	-79,236.25	-25,222.14
筹资活动产生现金净流量	3,803.55	85,837.37	24,225.23	36,097.90
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率(%)	23.92	20.37	19.84	20.18
期间费用率(%)	16.90	15.41	13.76	13.46
EBIT 利润率(%)	7.93	4.60	6.76	--
总资产收益率(%)	5.06	3.28	4.49	--
流动比率(X)	1.16	1.20	1.12	1.10
速动比率(X)	0.96	0.95	0.86	0.87
存货周转率(X)	4.60	4.93	4.07	4.41*
应收账款周转率(X)	3.18	3.58	2.96	2.99*
资产负债率(%)	56.05	59.35	61.31	62.58
总资本化比率(%)	39.65	45.89	48.14	50.90
短期债务/总债务(%)	91.21	79.00	80.70	83.28
经调整的经营净现金流/总债务(X)	0.13	0.07	0.09	0.05
经调整的经营净现金流/短期债务(X)	0.15	0.09	0.11	0.06
经营活动净现金流/利息支出(X)	6.03	5.24	5.09	--
总债务/EBITDA(X)	3.63	5.76	4.96	--
EBITDA/短期债务(X)	0.30	0.22	0.25	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	10.44	10.04	8.94	--
EBIT 利息保障倍数(X)	6.63	5.03	5.23	--
FFO/总债务(X)	0.24	0.19	0.20	--

注：1、2023 年一季度未经审计；2、带\*指标已经年化处理；3、中诚信国际分析时将应收款项融资中的应收账款调至“应收账款”。4、中诚信国际债务统计口径包含公司其他应付款中的带息债务。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额+
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
经营效率	存货周转率	营业成本/存货平均净额 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) × 360 天/营业收入+存货平均净额 × 360 天/营业成本+合同资产平均净额 × 360 天/营业收入-应付账款平均净额 × 360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
	现金周转天数	
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn