

2023年山东南山智尚科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
智尚转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：山东南山智尚科技股份有限公司（以下简称“南山智尚”或“公司”，股票代码：300918.SZ）为国内精纺呢绒领域细分行业龙头，业务竞争力较强，2023年公司超高分子量聚乙烯纤维项目全面投产，锦纶长丝项目加速投建，新材料业务成为公司新的收入增长点；同时中证鹏元也关注到公司在建项目存在收益不及预期的风险，且受行业外部冲击影响，叠加公司战略调整，服装业务收入规模有所下降，公司羊毛进口依赖度高，价格存在波动风险，以及存在一定存货跌价风险等风险因素。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	36.76	36.79	32.04	27.04
归母所有者权益	20.58	20.22	18.07	16.60
总债务	9.89	10.24	8.87	4.95
营业收入	3.59	16.00	16.34	14.92
净利润	0.37	2.02	1.87	1.52
经营活动现金流净额	-0.02	2.17	2.33	2.52
净债务/EBITDA	-	0.81	-0.69	-2.37
EBITDA 利息保障倍数	-	9.85	14.98	20.26
总债务/总资本	32.39%	33.56%	32.87%	22.90%
FFO/净债务	-	86.39%	-93.93%	-19.61%
EBITDA 利润率	-	22.00%	19.17%	19.18%
总资产回报率	-	7.05%	7.85%	7.81%
速动比率	0.91	0.99	1.04	1.47
现金短期债务比	1.61	1.91	1.34	2.59
销售毛利率	32.83%	34.65%	33.53%	34.17%
资产负债率	43.86%	44.89%	43.43%	38.39%

注：2021-2022年净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负，系净债务为负所致。

资料来源：公司2021-2023年年度报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

评级日期

2024年5月27日

联系方式

项目负责人：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

项目组成员：郑丽芬
zhenglf@cspengyuan.com

项目组成员：孙智博
sunzhib@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司精纺呢绒业务竞争力较强。**公司拥有完善的毛纺织服饰产业链，涵盖了集面料研发、毛条加工、染色、纺纱、织造、后整理于一体的精纺呢绒业务体系，以及集成衣研发、设计、制造、品牌运营于一体的服装业务体系，产业链各环节实现了产业协同。公司在精纺呢绒领域为国内纺织服饰细分行业龙头，围绕中高端品牌定位，产能稳定，产能利用率较高。“南山”牌精纺呢绒被认定为中国驰名商标，公司亦被认定为精梳毛机织物单项冠军示范企业。
- **新材料业务成为公司新的收入增长点。**2023 年公司超高分子量聚乙烯纤维项目一期、二期全面投产，超高纤维类业务收入同比增长 363.22%，占营业收入的比重上升至 5.65%；公司以高端纤维为研究导向，不断加大技术创新投入，锦纶长丝项目亦加速投建。随着锦纶长丝项目建成投产并逐步释放产能，新材料业务收入规模有望进一步增加。

关注

- **在建项目收益不及预期的风险。**募投项目以及锦纶长丝项目与现有面料服装业务的客户类型差异较大，存在客户拓展不及预期的风险。此外，锦纶长丝项目建成后能否完全达产，以及产品、原材料价格波动均会导致未来收益的不确定性。
- **受行业外部冲击影响，叠加公司战略调整，服装业务收入规模有所下降。**海外需求收缩、贸易环境更趋复杂等风险因素对纺织行业造成较大外部冲击，经济运行压力显著加大，叠加公司战略性减少低附加值订单，综合影响下，2023 年公司服装业务营业收入同比下降 16.22%。
- **公司羊毛进口依赖度高，且存在价格波动风险。**公司主要原材料为澳大利亚原产羊毛，通过澳大利亚公开拍卖市场进行采购，市场化程度高，但其价格易受气候、消费需求、产业国政策、羊毛储备情况、汇率变动等多种因素影响，而羊毛价格波动对原材料成本影响较大，加大了公司成本管理难度。
- **公司存在一定存货跌价风险。**为了应对市场需求变化，公司储备一定量的澳洲羊毛作为安全库存，存货账面价值较大，2023 年末占总资产的比重为 18.10%，所占比例较高。未来如因公司经营的市场环境发生不利变化或竞争加剧、公司未能及时把握下游行业需求变化、消费需求动能不足等原因导致存货变现困难，公司存在因计提存货跌价准备而对经营业绩产生不利影响的的风险。2023 年公司存货计提跌价准备 0.60 亿元，对利润形成一定影响。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司精纺呢绒业务竞争力较强，超高分子量聚乙烯纤维项目全面投产，锦纶长丝项目加速投建，预计未来收入持续性好，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	江苏阳光	如意集团	新澳股份	公司
总资产	40.61	32.09	56.45	36.79
营业收入	17.17	3.84	44.38	16.00
归母净利润	-1.00	-6.25	4.04	2.03
销售毛利率	23.57%	7.90%	18.63%	34.65%
资产负债率	48.96%	61.22%	41.62%	44.89%

注：以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：公开资料，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
-----------	-----

纺织服装企业信用评级方法和模型

[cspy_ffmx_2023V1.0](#)

外部特殊支持评价方法和模型

[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	评分要素	评分		
业务状况	宏观环境	4/5	初步财务状况	8/9	
	行业&经营风险状况	4/7	财务状况	杠杆状况	7/9
	行业风险状况	3/5	盈利状况	强	
	经营状况	4/7	流动性状况	6/7	
业务状况评估结果	4/7	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			aa-		
外部特殊支持			0		
主体信用等级			AA-		

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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 aa-，反映了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。

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-	2023-05-30	宋晨阳、郑丽芬	纺织服装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和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-	2022-09-13	宋晨阳、郑丽芬	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0) 、 外部特殊支持评价方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)	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
智尚转债	6.9958	6.9957	2023-05-30	2029-04-10

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2023年4月发行6年期6.9958亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于年产3,000吨超高分子量聚乙烯新材料建设项目。截至2024年2月29日，“智尚转债”募集资金专项账户余额为1.21亿元。

三、发行主体概况

2023年至今，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2024年3月末，公司注册资本为36,000.00万元，实收资本为36,000.12万元，南山集团有限公司（以下简称“南山集团”）持有公司67.50%的股权，为公司控股股东，实际控制人为龙口市东江街道南山村村民委员会。

2023年12月，公司合并范围新增1家全资子公司南山智尚科技（长春）有限公司。截至2023年末，公司合并范围内子公司共9家，详见附录四，其中重要子公司为山东缔尔玛服饰有限公司（以下简称“缔尔玛”）。

表1 2023年重要子公司财务数据（单位：亿元）

子公司名称	总资产	净资产	营业收入	净利润
山东缔尔玛服饰有限公司	8.32	6.68	4.87	0.44

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具

创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足、部分行业产能过剩和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

2023年纺织行业延续“弱需求”态势，海外需求收缩，出口压力明显加大，但在内需市场回暖的驱动下，行业景气度边际回升，利润水平得到有效改善，中短期内预计行业呈现弱复苏态势

2023年，受外部环境复杂等因素影响，国际纺织产业链供应链布局持续调整，我国纺织行业产销形势仍较为严峻。海外需求收缩、原材料成本处于高位、贸易环境更趋复杂等风险因素对纺织行业造成较大外部冲击，经济运行压力显著加大，全年纺织业产能利用率和生产增速持续放缓，其中产能利用率为76.4%，较上年回落0.8个百分点，但仍高于同期全国工业产能利用水平；工业增加值持续负增长，2023年规模以上纺织企业工业增加值同比减少1.2%。

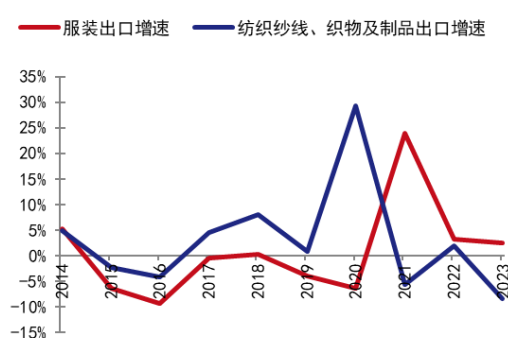
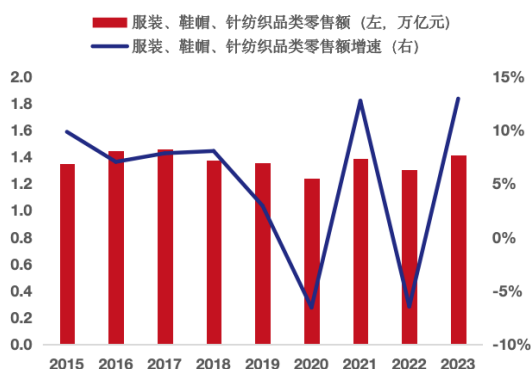
从国内市场看，随着国家扩内需、促消费各项政策措施落地显效，居民多样化、个性化衣着消费需求加快释放，我国纺织服装内需呈现回暖趋势，2023年全年行业综合景气指数持续位于50以上。2023年全国限额以上单位服装、鞋帽、针纺织品类商品零售额同比增长12.9%，增速较2022年大幅回升19.4个百分点。内销市场持续回暖的驱动下，行业利润水平得到有效改善，2023年我国规模以上纺织企业营业收入同比减少0.8%，降幅较2022年收窄0.1个百分点，利润总额同比增长7.2%，增速由负转正。产业链绝大多数环节效益情况较上年改善明显，化纤、丝绸、棉纺织、毛纺织、麻纺织和纺织机械等细分子行

业利润总额同比增幅均超过10%。

出口方面，海外服装品牌库存处于较高位置，2023年为去库存周期，且受俄乌冲突、欧美通胀以及东南亚订单转移等因素影响，国际需求明显放缓，我国纺织行业出口压力明显加大，2023年全年纺织品服装出口总额为2,936.4亿美元，同比下降8.1%，增速由正转负，其中服装出口额1,591.4亿美元，同比减少7.8%。在出口贸易结构上，我国对美国、欧盟、日本等市场纺织品服装出口规模均较上年有所减少，对“一带一路”沿线的土耳其、俄罗斯等国家出口稳中有升。当前国际品牌去库存成效显著，2024年有望迎来补库需求，中短期内预计行业呈现弱复苏态势。

图 1 国内服装、鞋帽、针纺织品零售复苏

图 2 纺织品及服装出口压力明显增大



资料来源：Wind，中证鹏元整理

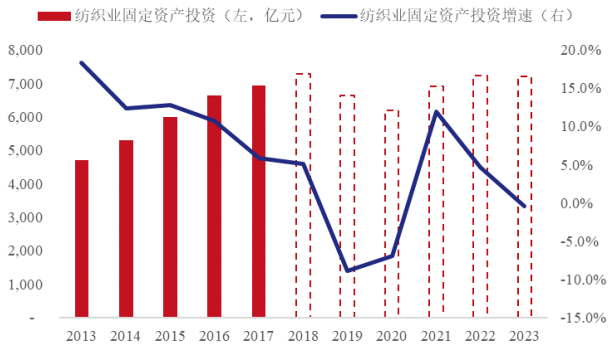
资料来源：Wind，中证鹏元整理

受成本传导压力加大等因素影响，2023年行业开工率和新增投资更为谨慎，库存消化压力加大，行业经营环境和市场信心仍待修复

自2016年开始，纺织行业固定资产投资增速明显下滑，国内劳动密集型行业比较优势逐步收窄，产能扩张意愿不强。虽然面临较为严峻的市场环境，但在国家稳增长、加强组织实施提质增效方案、加大资金支持以及优化市场环境等政策支持下，纺织企业持续深化转型升级，积极扩大技术改造升级、节能降碳、区域布局调整等领域的有效投资，2020-2021年全行业投资增势良好。2022年我国纺织业固定资产投资完成额同比增长4.7%，维持增长态势，但增速较上年回落7.2个百分点。2023年受市场需求偏弱、成本传导压力加大等因素的影响，纺织企业投资信心相对不足，全年我国纺织业固定资产投资完成额同比下降0.4%，但从趋势上看，随着盈利水平逐渐改善及行业转型升级步伐加快，全年行业投资降幅持续收窄。

2022年纺织业产成品库存增速整体处于较高水平，主要系运输受阻及下游需求不足所致。在零售市场回暖的带动下，2023年纺织业产成品库存增速同比有所下降，但受下游客户普遍出现下单谨慎及订单推迟的现象，下单节奏呈现小批量、多批次特点的影响，2023年7月开始库存增速有所回升。

图 3 2022 年以来纺织业固定资产投资增速回落¹



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 4 2023 年下半年纺织业产成品库存增速回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

原料价格尚处低位，若未来出口需求改善将有望带动行业内企业盈利能力改善

羊毛价格受气候、消费需求、产业国政策、羊毛储备情况、汇率变动等多因素影响，其价格的波动直接影响到毛纺行业的原材料成本以及产品价格。澳大利亚作为全球较大的羊毛出产国以及出口国，其国内羊毛拍卖市场的价格基本可以反映全球羊毛价格的走势，其他国家如新西兰、乌拉圭、南非、英国及中国的羊毛价格基本上跟随澳毛价格波动。2023 年以来，外需转弱，全球经济下行压力整体加大，澳大利亚羊毛价格震荡下行，当前处于历史相对低位，成本缓解驱动下，若未来出口需求改善，将有望带动行业内企业盈利能力改善。

图 5 2023 年以来羊毛价格震荡下行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

¹ 2018-2023 年未能取得固定资产投资绝对值的统计数据，图中为以增长率推测的数据，用虚线表示。

公司拥有完善的毛纺织服饰产业链，各环节实现了产业协同，在降低经营风险的同时又形成了成本优势；在精纺呢绒领域，公司为国内纺织服饰细分行业龙头，围绕中高端品牌定位，产能稳定，产能利用率较高，但主要原材料价格存在波动风险，加大了公司成本管理难度；超高分子量聚乙烯纤维项目全面投产，锦纶长丝项目加速投建，新材料业务成为公司新的收入增长点，但需关注新增产能消化风险

公司主营业务围绕精纺面料和服装、正装、职业装和劳保工装展开，2021年逐步开拓超高分子量聚乙烯新材料领域业务。公司拥有涵盖集面料研发、毛条加工、染色、纺纱、织造、后整理于一体的精纺呢绒业务体系，以及集成衣研发、设计、制造、品牌运营于一体的服装业务体系。2023年公司实现营业收入16.00亿元，同比下降2.05%；归属于股东的净利润为2.03亿元，同比增长8.53%。其中精纺呢绒业务营业收入基本持平；服装业务营业收入同比下降16.22%，主要系公司战略性减少低附加值订单所致；超高分子量聚乙烯纤维业务营业收入同比增长363.22%，主要系超高分子量聚乙烯纤维二期3,000吨项目陆续投产（2023年8月底全线投入运营）所带来的增量收益。2024年1-3月，公司实现营业收入3.59亿元，同比增长10.35%；归属于股东的净利润为0.37亿元，同比增长15.37%。

毛利率方面，2023年公司持续发挥现有完整的羊毛面料及服装一体化产业链优势，并顺利完成智能化升级项目，且主要原材料采购均价同比减少，精纺呢绒业务和服装业务毛利率水平均有所提升。2024年1-3月，公司销售毛利率为32.83%，盈利水平有所下降。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
精纺呢绒	89,509.08	55.94%	34.00%	89,671.95	54.89%	33.75%
服装类	58,536.51	36.58%	35.79%	69,868.60	42.77%	32.08%
超高纤维类	9,042.42	5.65%	19.94%	1,952.06	1.19%	15.96%
其他	2,934.78	1.83%	77.06%	1,882.23	1.15%	95.34%
合计	160,022.78	100.00%	34.65%	163,374.84	100.00%	33.53%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司采用自主生产为主、委托加工为辅的生产模式。公司主要根据客户订单进行批量生产，按相应的生产工艺、质量控制要求组织生产。2023年公司精纺呢绒、西装、衬衫的产能均保持稳定，但西装产能利用率略有下降。公司超高分子量聚乙烯一期（设计产能600吨/年）于2022年7月份投产，10月份实现满产，本期债券募投项目超高分子量聚乙烯二期（设计产能3,000吨/年）于2023年4月开始调试，8月份正式投入运营，主营产品经过工艺优化、设备磨合与人员培训，产品技术和质量稳定性有所提升。但超高纤维类业务与现有面料服装业务的客户类型差异较大，存在客户拓展不及预期的风险，且产品、原材料价格波动均会导致未来收益的不确定性。

表3 公司主要产品产能、产量和产能利用率情况

产品类别	项目	2023年	2022年
精纺呢绒	产能（万平米）	1,600.00	1,600.00
	产能利用率	91.03%	87.37%
西装	产能（万套）	75	75
	产能利用率	106.28%	107.09%
衬衫	产能（万件）	65	65
	产能利用率	103.25%	98.57%
超高纤维类	产能（吨）	3,600	3,600
	产能利用率	103.13%	49%

注：超高纤维类 2022 年产能中含在建产能 3,000 吨。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司传统业务和新材料业务均采用直营模式，精纺呢绒业务的部分客户为中小服装企业，数量众多，单一中小服装企业对面料有“小批量、多品种”的需求特点，部分精纺呢绒业务采用了经销模式。服装业务方面，经过多年发展，公司B端客户已形成稳定的客户群体，主要包括公检法司国地税和金融机构等企事业单位，可满足不同类型机构客户的团购定制需求。2022-2023年，公司前五大客户销售金额占比分别为14.53%和17.32%，下游客户相对分散，客户集中度不高。

公司精纺呢绒业务围绕中高端品牌定位，先后推出“南山”和“Dino Filarte”品牌，已完成经典全毛、极品毛绒丝、高支混纺、精品休闲、功能性产品五大系列的产品布局，为精梳毛机织物单项冠军示范企业。2023年，南山智尚对面料的色彩、款式、规格、品种等方面推陈出新，采用羊毛、羊绒、蚕丝、棉、麻等高端珍稀天然材质，推出了复古、自然原色、功能、品质、“蝉翼纺”精品等系列产品。除对外销售外，公司精纺呢绒还用于服装板块的自主生产。2023年公司精纺呢绒销售量变动不大，产销率有所下降但仍处于较高水平。

公司服装业务实施自主品牌和ODM/OEM业务共同发展的策略，运营有职业装品牌“缔尔玛”和高级定制品牌“织尚”。2023年公司服装板块进一步加大了设计研发和市场开拓力度，推出多个产品设计方案，并参与海尔集团、正泰集团等机构组织的大型服装设计赛事以及高尔夫球童服装、学生服装等设计工作。2023年公司西装、衬衫销售量均同比减少，主要系公司战略性减少低附加值订单所致，但产销率仍处于较高水平。

公司制定了以“传统毛纺服装+新材料纤维”为核心的双轮驱动发展战略，加强新材料纤维的研发及产业化，向产业链下游延伸。公司超高分子量聚乙烯项目一期、二期陆续投产，超高纤维类业务运营规模扩大，但2023年该业务产销率有所下降，主要系公司生产通用性产品以及按订单生产入库未到交货期所致。

表4 公司主要产品的产销情况

产品	项目	2023年	2022年
精纺呢绒	销售量（万平米）	1,362.02	1,379.58

	生产量（万米）	1,456.49	1,414.27
	产销率	93.51%	97.55%
西装	销售量（万套）	77.61	95.46
	生产量（万套）	79.71	97.09
	产销率	97.37%	98.32%
衬衫	销售量（万件）	70.94	89.92
	生产量（万件）	67.11	89.98
	产销率	105.71%	99.93%
超高纤维类	销售量（吨）	1,503.75	279.00
	生产量（吨）	2,272.04	294.00
	产销率	66.19%	94.90%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域来看，公司仍以国内市场为主，但加大了国际市场开拓力度，2023年境外收入占比提升至25.36%。从销售模式来看，公司直营销售占比仍较高，且相对稳定。公司精纺呢绒面料业务下游客户主要为成衣生产、销售企业，市场相对集中，单个客户采购额较大，回款周期较短；服装业务下游客户较分散，客户类型主要为银行类客户以及大型企事业单位等，回款周期相对较长。

表5 公司收入构成情况（单位：万元）

项目	2023 年		2022 年	
	收入	占比	收入	占比
按销售地域划分				
境内	119,439.96	74.64%	123,874.53	75.82%
境外	40,582.82	25.36%	39,500.31	24.18%
合计	160,022.78	100.00%	163,374.84	100.00%
按销售模式划分				
直营销售	140,802.20	87.99%	143,648.61	87.93%
经销销售	19,220.59	12.01%	19,726.23	12.07%
合计	160,022.78	100.00%	163,374.84	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

传统业务采购方面，公司精纺呢绒业务主要原材料为羊毛、涤纶、染料、助剂等。公司所需羊毛几乎全部自澳大利亚进口，澳大利亚羊毛主要以公开竞拍方式交易，由澳大利亚羊毛交易所负责羊毛交易活动。公司综合考虑订单情况、羊毛库存以及羊毛市场价格波动情况制定采购计划，通过全资子公司 Natsun Australia Pty Ltd 直接参与澳洲拍卖市场竞拍。受精纺呢绒业务生产量增加影响，2023年公司羊毛采购数量同比增长8.37%，采购均价则受拍卖市场行情影响，2023年同比下降8.30%。需要关注的是，公司所需羊毛主要依赖进口，易受海运、贸易政策等因素影响，采购管理难度较大。公司服装业务主要原材料为面料，其中西服面料主要由精纺呢绒业务提供。2023年公司服装业务战略性减少低附加值订单，毛条、面料采购量大幅减少，且因纱支品种、规格不同，采购均价亦有所减少。新材料业务采购方面，

公司建立了供应商合格准入、考核与分类管理制度、采用询比价或招标方式择优选择供应商等制度体系。

2022-2023年公司前五大供应商采购额占比分别为30.66%和23.78%，下降6.88个百分点，近年供应商集中度持续下降。

表6 公司主要原材料采购情况（单位：万元、元/公斤、元/米、万元/吨）

项目	2023年			2022年		
	采购数量	采购金额	均价	采购数量	采购金额	均价
羊毛（万公斤）	423.82	34,355.48	81.06	391.07	34,571.35	88.40
毛条（万公斤）	13.63	1,095.18	80.34	47.19	5,450.22	115.49
面料（万米）	133.20	6,600.97	49.56	171.54	9,252.65	53.94
超高粉（吨）	2,913.50	3,466.37	1.19	530	656.42	1.24

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司主要在建项目有2个，其中年产3,000吨超高分子量聚乙烯纤维项目为本期债券募投项目。公司在超高分子量聚乙烯纤维项目成功实施后，持续开拓纤维新材料领域，年产8万吨高性能差别化锦纶长丝项目加速投建。公司通过外部招聘、自主研发与购买相结合的方式储备了充足的技术、专利、人员等，已组建了锦纶长丝项目研发技术团队，并与核心设备厂商-欧瑞康巴马格就锦纶项目签署了战略合作协议，为公司提供从切片干燥、纺丝、卷绕到加弹的全套设备。根据《2023年度向特定对象发行A股股票预案》，公司计划通过定向增发的方式为锦纶长丝项目募集资金，募集资金总额不超过10.00亿元。整体来看，公司投资支出压力可控，但需关注项目建设进展及新增产能建成后的消化情况。

表7 截至2023年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	累计已投资	资金来源
年产3,000吨超高分子量聚乙烯新材料建设项目	69,958.00	60,030.33	募集资金
年产8万吨高性能差别化锦纶长丝项目	149,850.00	12,783.19	其他
合计	219,808.00	72,813.52	-

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和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年，公司合并范围新增1家子公司南山智尚科技（长春）有限公司。

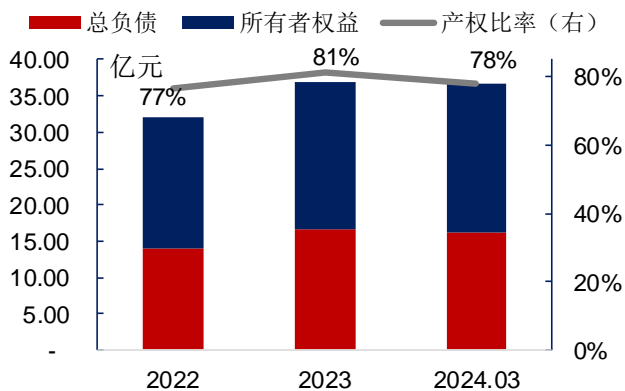
资本实力与资产质量

公司资产以货币资金、存货、固定资产和在建工程为主，其中存货规模相对较大，需关注其跌价

风险，固定资产中的机器设备折旧计提程度较高，成新率较低

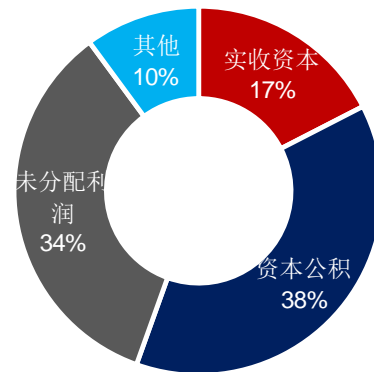
随着本期债券于2023年发行成功，公司总负债规模有所增加，所有者权益增加主要系利润累积以及发行本期债券的权益部分，综合影响下产权比率上升至81%；2024年3月末公司总负债有所减少，期末产权比率回落至78%。从所有者权益构成来看，公司仍以实收资本、资本公积和未分配利润为主，权益结构较为稳定。

图 6 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年年度报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 7 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年末公司资产规模同比增长14.83%，仍以货币资金、存货、固定资产和在建工程为主。货币资金主要系银行存款，其中2023年末受限金额为1.35亿元，主要系银行承兑汇票保证金、信用证保证金和保函保证金。存货规模相对较大，主要由原材料、在产品和库存商品组成，其中精纺呢绒存货余额同比增长21.70%，西装同比增长43.23%，纤维同比增长3,696.72%。2023年公司存货计提跌价准备0.60亿元，期末存货跌价准备为0.92亿元，占期末账面余额的12.13%，仍面临一定的跌价风险。固定资产主要系机器设备、房屋及建筑物，2023年末大幅增加，主要系在建工程转入及新购置机器设备所致；固定资产均按年限平均法进行折旧，其中机器设备折旧计提程度较高，成新率较低。在建工程主要系年产3,000吨超高分子量聚乙烯新材料建设项目和年产8万吨高性能差别化锦纶长丝项目。

其他资产方面，2023年公司应收账款规模有所减少，账龄以1年内为主；2024年3月末应收账款增至2.13亿元。2022年恒大地产集团（江西）有限公司因财务困难未能履约，公司将51.36万元商业承兑汇票转为应收账款，面临较大的坏账风险。无形资产主要系土地使用权，近年规模有所增加。其他非流动资产主要系预付的工程设备款，近年规模持续增加。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.91	13.35%	6.34	17.22%	10.22	31.89%

应收账款	2.13	5.79%	1.64	4.45%	1.82	5.67%
存货	6.48	17.64%	6.66	18.10%	5.88	18.36%
流动资产合计	15.28	41.55%	16.81	45.68%	19.83	61.88%
固定资产	11.55	31.43%	11.24	30.54%	5.08	15.86%
在建工程	3.87	10.54%	3.33	9.05%	4.44	13.85%
无形资产	2.73	7.42%	2.76	7.50%	2.01	6.27%
其他非流动资产	2.52	6.87%	1.86	5.06%	0.02	0.08%
非流动资产合计	21.48	58.45%	19.98	54.32%	12.21	38.12%
资产总计	36.76	100.00%	36.79	100.00%	32.04	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

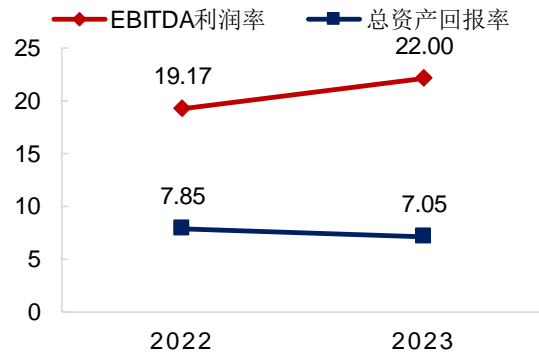
2023年公司营业收入规模下降，但盈利能力有所提升，新材料业务成为公司新的收入增长点

2023年公司实现营业收入16.00亿元，同比下降2.05%；归属于股东的净利润为2.03亿元，同比增长8.53%。其中精纺呢绒业务营业收入基本持平；服装业务营业收入同比下降16.22%，主要系公司战略性减少低附加值订单所致；超高分子量聚乙烯纤维业务营业收入同比增长363.22%，主要系超高分子量聚乙烯纤维二期3,000吨项目陆续投产所致。2024年1-3月，公司实现营业收入3.59亿元，同比增长10.35%；归属于股东的净利润为0.37亿元，同比增长15.37%。毛利率方面，2023年公司顺利完成智能化升级项目，且主要原材料采购均价同比减少，精纺呢绒业务和服装业务毛利率水平均有所提升。与行业可比上市公司相比，公司销售毛利率处于较好水平。

2022-2023年公司期间费用率分别为17.45%和17.52%，变动不大。2023年公司存货计提跌价准备0.60亿元，对利润形成一定影响。截至2023年末，公司存货账面价值较大，期末占总资产的比重为18.10%，所占比例较高，未来如因公司经营的市场环境发生不利变化或竞争加剧、公司未能及时把握下游行业需求变化、消费需求动能不足等原因导致存货变现困难，公司存在因计提存货跌价准备而对经营业绩产生不利影响的风险。

2023年公司主要原材料采购均价同比下降，盈利能力提升，EBITDA利润率上升至22.00%，但总资产回报率有所下降。盈利趋势方面，2023年公司超高分子量聚乙烯纤维二期项目顺利投产，并在细旦丝、色丝等多个产品领域取得突破性进展，构建了差异化竞争优势，年产8万吨高性能差别化锦纶长丝项目建设亦在有序推进中，随着新增产能逐步释放，营业收入规模有望进一步增加。

图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司总债务以银行借款和债券融资为主，整体规模有所增加；短期债务大幅减少，债务结构有所改善

公司负债主要由短期借款、应付债券和经营性负债组成。2023年末公司银行借款为2.70亿元，占当期末总债务的26.37%，均系保证借款（主要系南山集团担保）；应付债券系本期债券，2023年末账面价值为5.83亿元（含一年内到期部分）。经营性负债方面，应付账款系商品及服务采购款、长期资产购置款，其中2023年长期资产购置款大幅增加1.34亿元；合同负债系预收的产品销售货款；应付职工薪酬主要系尚未使用的工会经费和职工教育经费（2023年末金额为1.08亿元）和已计提尚未发放的工资奖金。从债务到期分布情况来看，2023年末公司短债债务规模为4.08亿元（其中保证借款2.70亿元、应付票据1.29亿元），占总债务的39.81%，较上年大幅减少，2024年3月末继续减至3.67亿元，债务结构有所改善。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.71	16.83%	2.71	16.40%	5.55	39.87%
应付票据	0.88	5.45%	1.29	7.84%	2.91	20.90%
应付账款	3.60	22.31%	3.25	19.67%	2.21	15.90%
合同负债	0.53	3.28%	0.90	5.45%	0.72	5.18%
应付职工薪酬	1.63	10.10%	1.73	10.46%	1.64	11.79%
流动负债合计	9.64	59.79%	10.22	61.88%	13.45	96.65%
应付债券	5.88	36.49%	5.82	35.21%	0.00	0.00%
租赁负债	0.33	2.05%	0.35	2.12%	0.35	2.49%
非流动负债合计	6.48	40.21%	6.29	38.12%	0.47	3.35%
负债合计	16.12	100.00%	16.51	100.00%	13.91	100.00%
总债务合计	9.89	61.33%	10.24	62.01%	8.87	63.79%
其中：短期债务	3.67	22.79%	4.08	24.68%	8.53	61.30%

长期债务	6.21	38.54%	6.16	37.33%	0.35	2.49%
------	------	--------	------	--------	------	-------

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从杠杆状况来看，公司资产负债率、总债务/总资本较为稳定，EBITDA利息保障倍数下降明显，但仍处于较高水平。2023年公司现金类资产规模大幅减少，且本期债券于当年4月发行成功，债务规模有所增加，净债务由正转负。

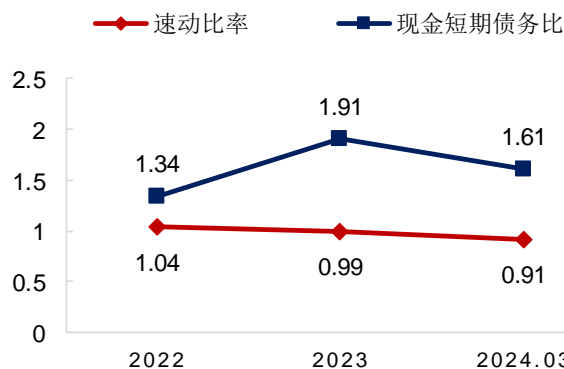
表10 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动净现金流（亿元）	-0.02	2.17	2.33
FFO（亿元）	-	2.45	2.03
资产负债率	43.86%	44.89%	43.43%
净债务/EBITDA	-	0.81	-0.69
EBITDA 利息保障倍数	-	9.85	14.98
总债务/总资本	32.39%	33.56%	32.87%
FFO/净债务	-	86.39%	-93.93%
经营活动现金流/净债务	-0.45%	76.52%	-107.79%
自由现金流/净债务	-25.12%	-161.86%	198.52%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从流动性指标来看，随着在建项目推进持续消耗现金类资产，速动比率持续下降；2023年公司短期债务大幅减少，期末现金短期债务比增至1.91，2024年3月末回落至1.61。截至2023年末，公司尚可使用的银行授信额度为8.24亿元，间接融资渠道畅通；公司作为上市公司，可以通过股权融资方式获得资金，具有一定融资弹性。此外，南山集团财务有限公司亦给予公司3.00亿元的授信。

图 9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年年度报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司股权结构相对稳定且较为集中，管理层及核心团队行业经验较为丰富，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生重大负面影响

环境因素

环境方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》（以下简称“说明”）及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。

社会因素

社会方面，根据公司提供的说明，过去一年公司不存在因产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形，但根据公开信息查询，公司过去一年存在部分劳动合同纠纷，对公司经营和信用水平影响有限。

公司治理

截至 2023 年末，控股东南山集团直接持有公司 67.50% 股权，股权结构相对稳定且较为集中。2023 年 4 月，职工代表监事张国生离任，王剑被选举为职工代表监事；2024 年 4 月，公司召开 2023 年年度股东大会，完成了董事会、监事会换届选举工作。公司现任主要管理人员和核心技术人员均拥有多年从业经验。

表11 2024 年 4 月公司董事会、监事会换届情况

部门	换届前	换届后
董事会	非独立董事 赵亮、曹贻儒、刘刚中、宋日友、宋军、宋强	赵亮、曹贻儒、刘刚中、赵厚杰、王剑、栾文辉
	独立董事 朱德胜、赵雅彬、姚金波	石建高、杨金纯、刘嘉厚
监事会	非职工监事 任福帅、宋建亭、栾文辉	宋强、刘训军、任福帅
	职工监事 任福岩、王剑	高坤、李玉武

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

公司生产经营所在地为龙口市南山工业园区，山东南山铝业股份有限公司（南山集团子公司，股票代码：600219.SH）负责供应园区内企业电力及天然气，山东怡力电业有限公司（南山集团子公司）负责向园区内企业供应蒸汽及热力。2023 年公司向南山集团及其控制企业采购商品 3.74 亿元，占同类交易金额的比例为 13.78%，主要采购商品为电费、天然气、蒸汽、暖气、建筑安装等；向新南山国际投资有限公司（关联自然人控制企业）及其控制的企业采购商品 0.16 亿元，占同类交易金额的比例为 0.59%，主要采购商品为水费、污水处理费、汽油、柴油等。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（公司本部2024年3月22日、缔尔玛

2024年3月22日），公司本部、缔尔玛均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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2024年5月15日），中证鹏元未发现公司正在被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

目前我国纺织行业面临的外部发展环境较为严峻，市场需求疲弱、贸易环境更趋复杂等风险因素对纺织行业造成较大冲击。公司传统业务为精纺呢绒和纺织服饰业务，主要产品产能稳定，产能利用率较高，同时各产品产销率均处于较高水平，但2023年公司服装业务收入规模同比下降16.22%。2023年公司超高分子量聚乙烯纤维项目一期、二期全面投产，锦纶长丝项目亦加速投建，新材料业务成为公司新的收入增长点。但中证鹏元也关注到，公司精纺呢绒业务原材料羊毛主要依赖进口，其价格易受气候、消费需求、产业国政策、羊毛储备情况、汇率变动等多种因素影响，羊毛价格波动对原材料成本影响较大，加大了公司成本管理难度，公司储备一定量的澳洲羊毛作为安全库存，导致存货账面价值较大，存在因计提存货跌价准备而对经营业绩产生不利影响的风险。整体看来，公司抗风险能力尚可。

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“智尚转债”的信用等级为AA-。

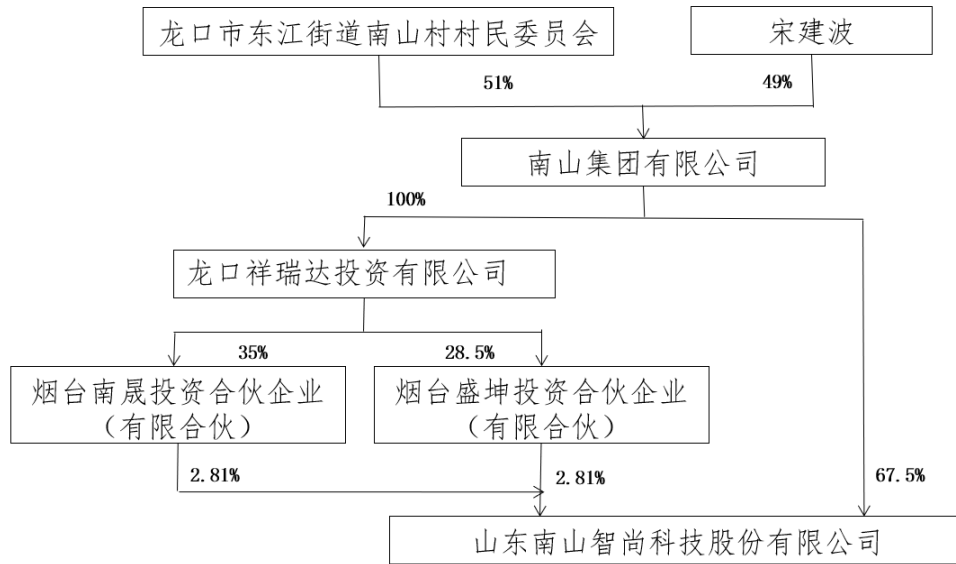
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	4.91	6.34	10.22	9.84
应收账款	2.13	1.64	1.82	1.67
存货	6.48	6.66	5.88	5.68
流动资产合计	15.28	16.81	19.83	20.57
固定资产	11.55	11.24	5.08	3.53
在建工程	3.87	3.33	4.44	0.82
无形资产	2.73	2.76	2.01	1.56
其他非流动资产	2.52	1.86	0.02	0.03
非流动资产合计	21.48	19.98	12.21	6.47
资产总计	36.76	36.79	32.04	27.04
短期借款	2.71	2.71	5.55	3.90
应付票据	0.88	1.29	2.91	0.49
应付账款	3.60	3.25	2.21	2.09
合同负债	0.53	0.90	0.72	1.16
应付职工薪酬	1.63	1.73	1.64	1.57
流动负债合计	9.64	10.22	13.45	10.10
应付债券	5.88	5.82	0.00	0.00
租赁负债	0.33	0.35	0.35	0.27
非流动负债合计	6.48	6.29	0.47	0.28
负债合计	16.12	16.51	13.91	10.38
总债务合计	9.89	10.24	8.87	4.95
其中：短期债务	3.67	4.08	8.53	4.68
所有者权益	20.64	20.28	18.13	16.66
营业收入	3.59	16.00	16.34	14.92
营业利润	0.41	2.18	2.08	1.87
净利润	0.37	2.02	1.87	1.52
经营活动产生的现金流量净额	-0.02	2.17	2.33	2.52
投资活动产生的现金流量净额	-1.00	-6.57	-5.34	-3.46
筹资活动产生的现金流量净额	-0.02	2.63	0.66	0.38
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	-	3.52	3.13	2.86
FFO（亿元）	-	2.45	2.03	1.33
净债务（亿元）	4.07	2.84	-2.16	-6.79
销售毛利率	32.83%	34.65%	33.53%	34.17%
EBITDA 利润率	-	22.00%	19.17%	19.18%
总资产回报率	-	7.05%	7.85%	7.81%

资产负债率	43.86%	44.89%	43.43%	38.39%
净债务/EBITDA	-	0.81	-0.69	-2.37
EBITDA 利息保障倍数	-	9.85	14.98	20.26
总债务/总资本	32.39%	33.56%	32.87%	22.90%
FFO/净债务	-	86.39%	-93.93%	-19.61%
经营活动现金流/净债务	-0.45%	76.52%	-107.79%	-37.05%
自由现金流/净债务	-25.12%	-161.86%	198.52%	-29.40%
速动比率	0.91	0.99	1.04	1.47
现金短期债务比	1.61	1.91	1.34	2.59

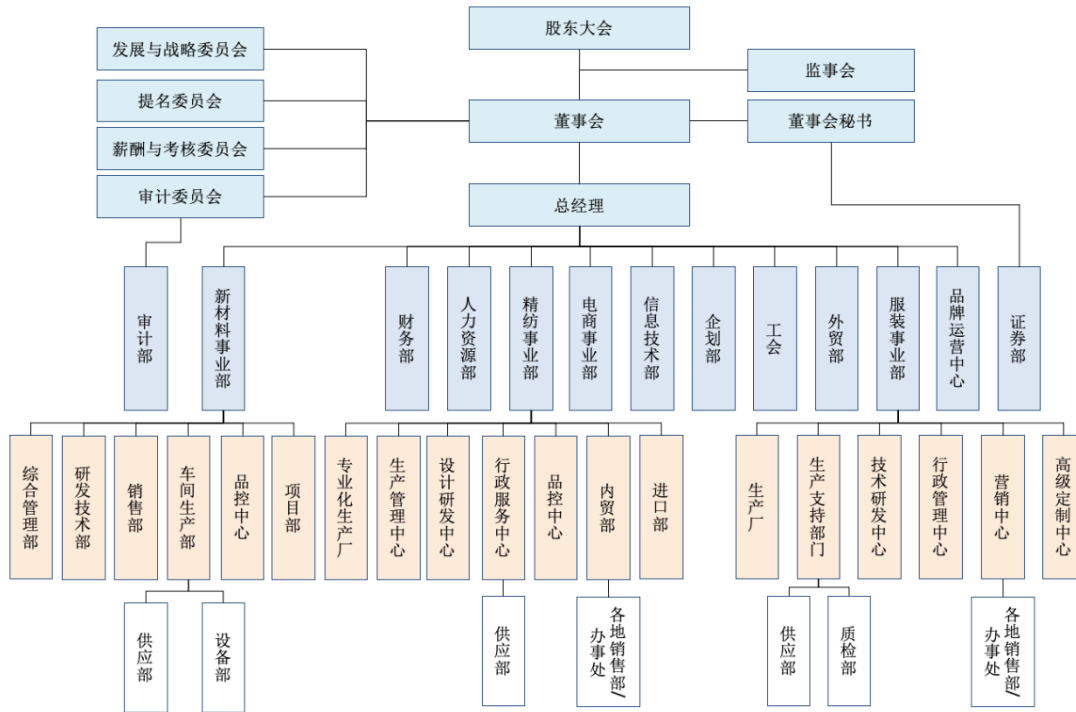
资料来源：公司 2021-2023 年年度报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



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 2023 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2023 年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
山东缔尔玛服饰有限公司	50,000.00	100.00%	从事服装、服饰、针纺织品的设计、生产、加工、批发、零售
山东贝塔尼服装有限公司	1,000.00	100.00%	设计、销售、委托加工服装、服饰；服装清洗
菲拉特（北京）贸易有限公司	500.00	100.00%	批发服装、日用品；服装设计；货物进出口；代理进出口
北京贝塔尼时装有限公司	5,000.00	100.00%	服装设计；货物进出口；批发服装、日用品、服饰等纺织品等
Natsun Australia Pty Ltd	220.00	100.00%	羊毛、纺织品销售、研发及进出口贸易
龙口慧博国际商务服务有限公司	10,000.00	100.00%	纺织品、服装、化工产品、日用百货销售；自营和代理各类商品及技术的进出口业务
上海南山智尚科技有限公司	10,000.00	100.00%	新材料技术推广与研发；服装服饰等纺织品批发、零售
南山自重堂防护科技有限公司	5,000.00	60.00%	服装、服饰、安全帽、安全鞋、防护眼镜系列的生产、销售、研究开发
南山智尚科技（长春）有限公司	10,000.00	100.00%	新材料技术服务等；服装服饰等纺织品批发、零售

资料来源：公司 2023 年年度报告，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+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、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。