



2023年江苏武进不锈钢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

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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2023年江苏武进不锈钢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
武进转债	AA	AA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：江苏武进不锈钢股份有限公司（以下简称“武进不锈钢”或“公司”，股票代码：603878.SH）是国内工业不锈钢管的主要供应商之一，取得了较高级别的产品认证，下游行业多元、需求较有保障，客户资质较好、合作关系稳定，2023年下游需求较好且公司新增产能投产，公司业绩大幅增长，且资产负债率继续保持在较低水平；同时中证鹏元也关注到，公司在产业链上的议价能力较弱，应收账款与存货规模较大，加大了公司对营运资金的管理难度。

评级日期

2024年6月21日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	42.42	42.58	38.17	35.50
归母所有者权益	28.67	27.99	25.81	24.72
总债务	8.12	9.12	6.30	5.87
营业收入	7.30	35.16	28.30	26.99
净利润	0.68	3.52	2.15	1.76
经营活动现金流净额	0.45	2.00	-0.21	4.90
净债务/EBITDA	--	-0.44	-0.97	-1.57
EBITDA利息保障倍数	--	41.83	48.43	63.40
总债务/总资本	22.07%	24.58%	19.63%	19.18%
FFO/净债务	--	-179.80%	-69.27%	-46.76%
EBITDA利润率	--	14.26%	12.62%	11.00%
总资产回报率	--	10.39%	6.87%	5.91%
速动比率	2.14	1.92	1.51	1.62
现金短期债务比	2.61	2.22	1.83	1.92
销售毛利率	18.35%	16.66%	14.30%	14.14%
资产负债率	32.42%	34.27%	32.39%	30.35%

注：上表中净债务/EBITDA、FFO/净债务为负值系净债务为负。

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

联系方式

项目负责人：谢海琳
 xiehl@cspengyuan.com

项目组成员：李咏旺
 liyw@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司是国内工业不锈钢管主要供应商之一，与较为优质的客户合作稳定。**公司是国内工业用不锈钢管主要供应商之一，取得了国家特种设备制造许可证（压力管道元件）、民用核安全设备制造许可证等。公司主要客户均为大型企业，包括中石化、中石油、中海油等石化企业及东方电气集团东方锅炉股份有限公司等各大锅炉厂，下游主要客户资质较好且已建立稳定的合作关系。2023年公司获得沙特阿美供应商资格认证，品牌力进一步提升。
- **下游需求较好叠加新增产能投产，2023年公司业绩大幅增长，且杠杆水平仍较低。**公司下游行业较为分散，包括石油化工、机械设备、电力设备等行业，有利于抵御单一行业周期性波动风险，受近年国内大型炼化项目投资持续拉动，火电锅炉设备进入更新周期，行业需求较有保障。2023年公司合计新增年产能2.55万吨，总年产能达11万吨，产品供应能力明显提升，在需求拉动下当年业绩大幅增长。此外，2023年末，公司债务规模较小，资产负债率仍保持较低水平。

关注

- **公司在产业链上的议价能力较弱。**工业不锈钢管行业上下游集中度高，以较为强势的央国企或跨国公司为主，公司在上下游产业链中处于被动地位，导致上游账期偏短而下游账期较长，应收账款保持较大规模，对公司营运资金占用较大。
- **存货占比较高，原材料价格大幅波动加大了公司对营运资金的管理难度。**不锈钢圆钢和不锈钢板材在无缝管和焊管生产成本的占比分别在70%和80%以上，近年公司业务规模扩大，导致公司存货规模持续处于较高水平，且2022年以来原材料价格大幅波动，对公司营运资金管理水平提出较大挑战。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司为国内工业用不锈钢管主要供应商之一，具有较好的生产资质与供应商认证，下游行业相对多元，与主要客户已建立较长时间的合作关系，预计公司下游需求稳定，业务持续性较好，经营风险和财务风险较为稳定。

同业比较（单位：亿元、吨）

指标	久立特材（002318.SZ）	武进不锈（603878.SH）
总资产	130.16	42.58
净资产	74.52	27.99
营业收入	85.68	35.16
净利润	14.92	3.52
销售净利率	17.41%	10.00%
资产负债率	42.75%	34.27%
销量：焊管	64,987	35,106
无缝管	61,400	51,172

注：以上各指标均为2023年数据。

资料来源：各公司2023年年报，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_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	9/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常强
	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		9/9
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。

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
武进转债	3.10	3.0996	2023-8-21	2029-7-10

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7月发行6年期3.10亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”），募集资金扣除发行费用后原计划用于“年产2万吨高端装备用高性能不锈钢无缝管项目”（以下简称“募投项目”）。截至2023年末，募集资金余额合计为3,817.45万元。2024年4月24日，公司董事会同意募投项目结项，并将节余资金1,487.65万元永久补充流动资金。

截至2024年6月17日，本期债券最新转股价格为8.02元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化，未发生重大资产重组事项。公司股本2023年因资本公积转股增加1.60亿股，2024年一季度因本期债券“债转股”增加2,912股，截至2024年3月末，公司实收资本（股本）增加至56,106.53万元，控股股东仍为朱国良，实际控制人仍为朱国良家族（即朱国良与其配偶顾坚勤、女儿朱琦、女婿沈卫强），其合计持股39.28%，持股无受限情况，公司前十大股东持股比例见下表。

表1 截至 2024 年 3 月末公司前十大股东明细（单位：股）

股东名称	股东性质	持股数量	持股比例
朱国良	境内自然人	90,527,531	16.13%
朱琦	境内自然人	74,505,871	13.28%
常州富盈投资有限公司	境内非国有法人	30,409,212	5.42%
徐玉妹	境内自然人	21,053,055	3.75%
基本养老保险基金一零零一组合	其他	15,644,414	2.79%
江新明	境内自然人	12,879,660	2.30%
顾坚勤	境内自然人	12,471,480	2.22%
沈卫强	境内自然人	12,471,480	2.22%
前海人寿保险股份有限公司-分红保险产品	其他	9,744,505	1.74%
孟庆亮	境内自然人	8,659,800	1.54%
合计	-	288,367,008	51.40%

注：富盈投资由实际控制人朱国良和朱琦共同控制。

资料来源：公司 2024 年一季报，中证鹏元整理

2023，公司原唯一子公司常州润兴管业有限公司被注销，注销对公司经营不构成重大影响，注销后公司不再有子公司。

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

我国不锈钢管行业产能充足，高端市场存在合格供应商准入机制，竞争温和

我国是全球最大的不锈钢管生产国与消费国，不锈钢管行业企业数量多、分布散，产品品种多、规

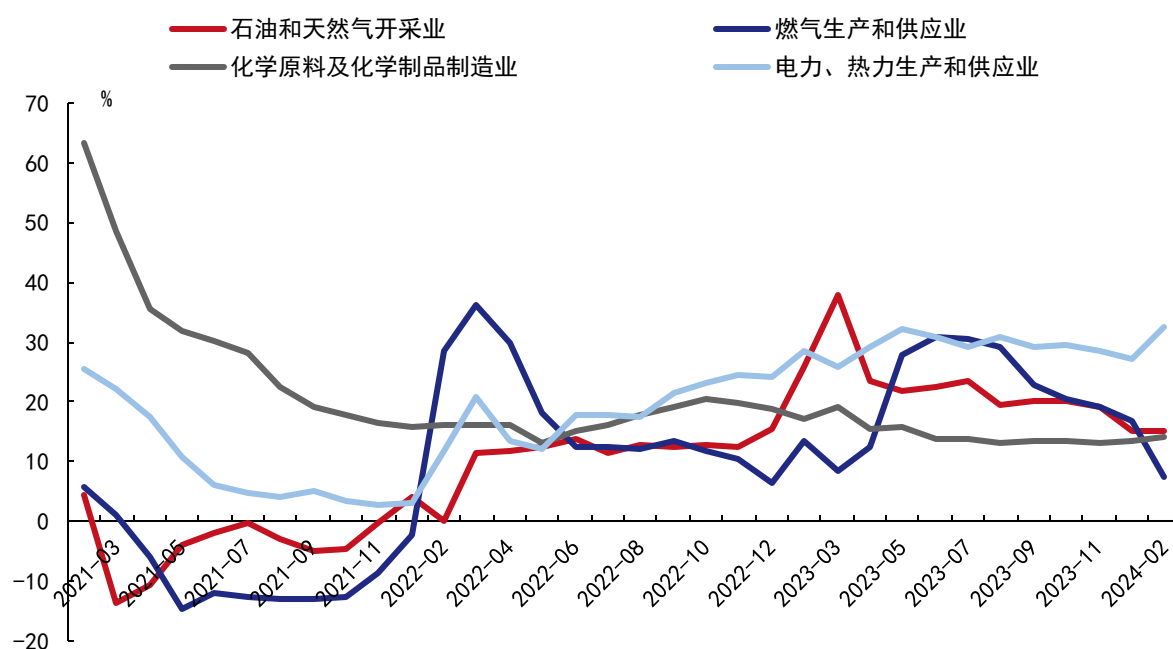
格灵活，地区性需求各异，因此不锈钢管行业中存在数量庞大的生产制造企业，行业集中度较低，产品市场可按需求区分层级。一方面，在常规环境中使用的不锈钢管，产品的材质、性能、耐腐蚀、耐盐碱、耐高温高压等方面要求较低，技术含量较低、进入门槛不高，中小钢管生产企业较多。另一方面，在复杂环境（如电站锅炉、石油炼化、煤化工、天然气输送等环境）中使用的不锈钢管的各项性能整体要求较高，存在合格供应商准入机制，认证周期长，进入门槛较高，国内大规模生产厂家较少，竞争相对温和。目前参与我国工业用不锈钢管高端市场竞争的制造企业中，既包括以久立特材（002318.SZ）、武进不锈（603878.SH）、盛德鑫泰（300881.SZ）等为代表的民营企业，也包括以日本住友金属工业株式会社、瑞典山特维克材料科技公司、芬兰奥托昆普公司等为代表的国外企业，同时还有常熟华新特殊钢有限公司等台资企业及部分国有企业。

我国不锈钢管行业整体产能充足，但准入政策对市场有较强的划分作用，在高端领域优秀国产企业少，且在国内人均钢材表观消费量方面，我国与发达国家相比仍有一定差距，在国内大循环的背景下，国产替代加速，国内工业不锈钢管企业面对的高端需求有望进一步提升。

工业不锈钢管市场需求饱满，受国内大型炼化项目投资持续拉动，石化行业仍是消费主力；短期内火电及核电建设仍是不锈钢管行业增长的有力支撑

工业不锈钢管主要应用于石油、化工、天然气、电力设备制造及机械设备制造等行业，相对民用不锈钢管生产技术要求高，加工难度大，且具有规格多、批次多、定制化的特点。

石油化工、天然气行业是周期性行业，近年来受国内外宏观经济、供需环境、基数效应、国际油价、价格走势、结构调整等多种因素影响，行业投资波动大，随着国内大型炼化项目的持续推进，不锈钢管市场需求继续被持续拉动。2023年，国内大型化工企业华锦股份（000059.SZ）、福能股份（600483.SH）、中海油等企业分别与国际知名石化企业沙特阿美、沙特基础工业、壳牌等企业在盘锦、漳州、惠州等地启动石油炼化项目的联合建设，总投资超千亿元，行业固定资产投资完成额保持高速增长，其中化学原料及化学制品制造业增速相对较低，但全年依然维持13%以上，不锈钢管的建筑工程安装偏向项目后期，随着项目推进，市场需求将被持续拉动。

图1 主要下游行业投资完成额累计同比：2022年以来投资需求周期性快速上涨


资料来源：Wind，中证鹏元整理

工业不锈钢管在电力设备制造行业主要应用于锅炉蒸汽管道，火电的战略地位及管道更新周期，保障了不锈钢管需求增长。当前火电仍是我国国民用电最稳定、最主要的来源，截至 2023 年末，全国发电装机容量累计约 29.2 亿千万时，其中火电装机容量约为 13.9 亿千瓦，同比增长 4.1%。近年上大压小政策使得火电项目单项投资额度大幅增加，叠加能源短缺及能源保供等因素影响，2023 年电力、热力生产和供应业投资完成额月均累计同比增长高达 30%，有力地支撑了不锈钢管市场需求。电站锅炉的蒸汽管道设计寿命通常在 13-15 年，2022 年以来国内大批电站锅炉进入管道的更换期，预计短期内电力设备行业不锈钢管需求将快速增长，将成为不锈钢管行业新的增长点。不锈钢管在核电行业的应用类似火电，但核电建设受政策影响更大、产品要求更高、资质认证更加严格。近年我国核电项目审批进程有所加快，2022-2023 年每年均核准新增 10 台核电机组，而此前平均不超过 5 台，核电新项目的建设亦会产生一部分不锈钢管需求。

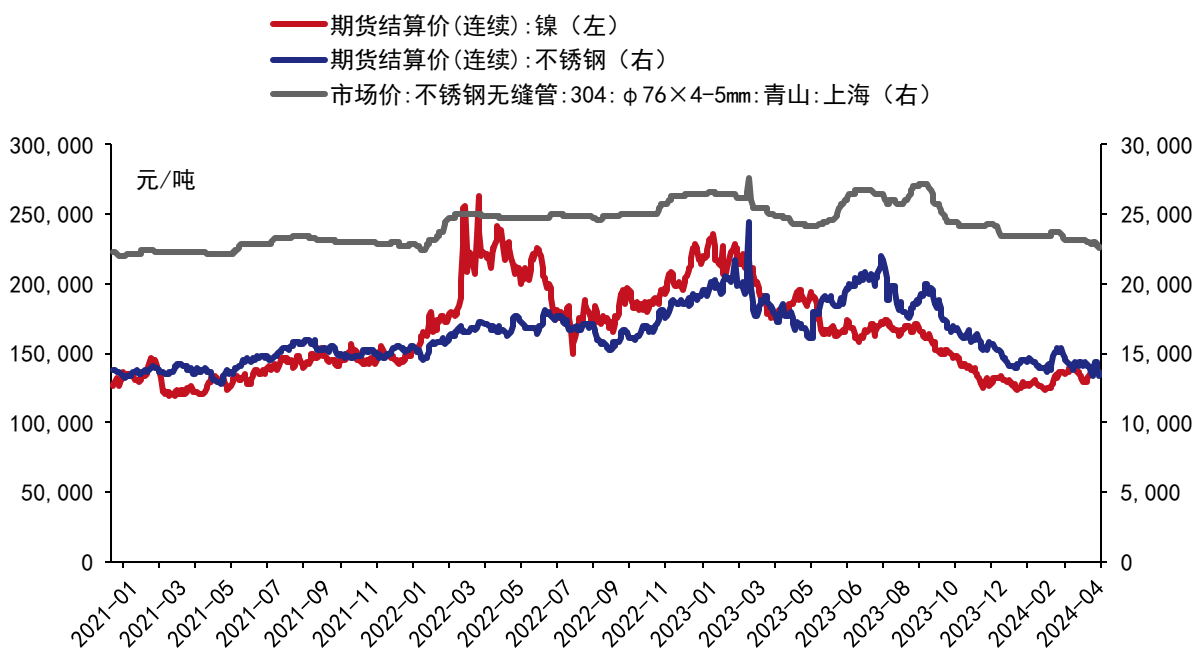
不锈钢供给较为宽松，有利于保障不锈钢管原材料的供应稳定，但原材料价格大幅波动增加了企业对营运资金及存货的管理难度

我国为世界第一大不锈钢生产国，不锈钢粗钢产量占据全球产量的 50% 以上，每年有一定产量满足国外需求，供给较为充足，有助于保障下游不锈钢管原材料的稳定供应。

受镍价影响，不锈钢价格大幅波动增加了企业对营运资金及存货的管理难度。不锈钢生产成本中约 70% 来自原材料，原材料中镍、铬的成本占比分别约为 60%、20%。铬的主产区南非和哈萨克斯坦产能

充足、产量稳定，有助于维护价格稳定，而镍由于体量提升较为困难叠加市场存在投机需求，价格较为昂贵且波动较大，其价格波动很大程度上决定了不锈钢的价格走势，进而对不锈钢管成品价格有一定影响。2023年上半年，镍期货价大幅震荡，不锈钢期货价格随之大幅震荡，对不锈钢无缝管价格形成不利冲击，企业利润或受到一定挤压；2023年下半年以来，伴随着镍价震荡回落，不锈钢管价格也趋于缓和，但仍有一定支撑，行业盈利水平或将好转。2023年不锈钢原材料价格大幅波动，平均水平高于往年同期，对不锈钢产品价格形成一定支撑，2023年四季度以来随着镍价下跌，不锈钢产品价格持续回落，预计短期内不锈钢原材料价格将维持低水平波动，行业公司营收表现或有所承压。

图2 不锈钢价格与镍价呈正相关，2023年以来随之波动回落



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是国内工业不锈钢管主要供应商之一，产品获得了较高级别的认证，且进入国内外多家大型石化、锅炉企业的合格供应商名录，但上下游均较为强势，公司议价能力较弱，叠加原材料价格大幅震荡、生产成本投入增加，对公司营运资金的管理形成较大挑战。2023年以来行业需求较好，公司新产能投产且持续发力高端无缝管市场，收入和利润规模稳定增长，盈利能力持续增强

公司主营业务为工业用不锈钢管及管件的研发、生产与销售，产品包括工业用不锈钢无缝管、工业用不锈钢焊接管、钢制管件和法兰等。2023年行业需求较好且公司新产能投产，公司营业收入同比增长24.21%；由于2023年一季度贡献较大增量的新能源行业需求调整，2024年一季度营收同比下滑15.89%。

2023年以来，公司持续调整产品结构应对下游需求变化，叠加原材料价格回落，公司整体销售毛利率持续上升。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况-按产品分类（单位：亿元、%）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
无缝管	5.40	73.97	18.70	23.62	67.20	16.50	19.00	67.12	14.47
焊管	1.64	22.47	19.22	9.43	26.82	17.20	7.96	28.13	14.52
管件	0.12	1.64	4.27	0.86	2.45	33.18	0.37	1.31	11.17
其他业务	0.14	1.92	6.11	1.24	3.53	4.11	0.97	3.44	10.55
合计	7.30	100.00	18.35	35.16	100.00	16.66	28.30	100.00	14.30

资料来源：公司提供、公司 2022-2023 年年报，中证鹏元整理

公司为国内工业用不锈钢管主要供应商之一，产品获得了较高级别的认证，跟踪期内产能大幅提升，高附加值产品占比及生产供应能力增加

公司是国内工业用不锈钢管主要供应商之一，且生产基地位于江苏常州市，而江苏是我国不锈钢八大产业集群之一，公司具有一定的产业链优势。不锈钢管行业设置了生产许可制度，在石油天然气工业用不锈钢管、锅炉及压力容器用不锈钢管及民用核安全设施用不锈钢管生产领域，未获得相应生产许可的企业不允许进行相关产品的生产和销售活动。当前，公司取得了国家特种设备制造许可证（压力管道元件）、民用核安全设备制造许可证等，具有一定产品认证优势。根据公司2023年年报，公司拥有有效专利102件，较2022年末净增22件，公司现有专利中，有PCT国际专利1件，发明专利25件。哈氏合金是不锈钢管领域一种新型高端产品用材，产品单价高达70万元/吨，2023年以来，公司完成了应用于石化行业的哈氏合金高端产品的研发、批量生产与交付，进一步提升了公司拓展高端市场的实力。

表3 公司生产经营资质情况

证书名称	证书编号	发证单位	登记备案日期	有效期至
中华人民共和国特种设备制造许可证（压力管道元件）	TS2732D02-2026	国家市场监督管理总局	2022.10.28	2026.11.26
民用核安全设备制造许可证	国核安证字 Z（23）27号	国家核安全局	2023.9.18	2028.9.30

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

生产模式方面，公司根据客户需求多品种、多规格、小批量的特点，以销定产，对于部分小批量小口径或涉及热挤压等特殊工艺的产品，存在一定的委外加工，产销表现较好。生产周期方面，无缝管和焊管分别在2-4个月之间和1-3个月之间，根据不同板材及库存情况上下有所调整。生产工艺方面，无缝管产品采用热穿孔工艺开坯，坯管至成品以冷轧工艺为主，冷轧、冷拔互相结合，产品成材率高，单位材料与能源消耗低，具备一定的成本优势；焊管则利用JCO成型等先进工艺生产，能够实现焊接钢管柔性成型，成材率高，较无缝管成本投入更低。截至2023年末，公司不锈钢管设计产能11万吨，较2022年末新增较多，主要是本期债券募投项目完工及新增设备，其中无缝钢管新增2.05万吨，焊管新增0.5万吨，

明显提升了公司产品生产供应能力。2023年公司无缝管产能利用率下降，主要系当年新增产能较多所致，此外，公司产品结构持续调整，高附加值产品占比增加，平均工时有所延长，对产能利用率亦有所影响，但2023年主要产品产量均有所上升，产能处于持续爬坡过程。截至2023年末，公司在建项目主要有智能车间冷轧管机、穿孔车间800五机架定径机组等，投资规模不大。

表4 公司近年来主要产品生产情况（单位：吨）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	产能	产量	产能利用率	年产能	产量	产能利用率	年产能	产量	产能利用率
无缝管	18,500	8,659	46.81%	74,000	56,068	75.77%	53,500	47,017	87.88%
焊管	9,000	8,007	88.97%	36,000	35,214	97.82%	31,000	29,626	95.57%
合计	27,500	16,666	-	110,000	91,282	-	84,500	76,643	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司与上游供应商建立了稳定的合作关系，原材料供给较为充足，成本中原材料占比较高，近年原材料价格频繁波动，对公司的成本与价格控制能力要求较高

公司主要原材料为不锈钢圆钢和不锈钢板材，在无缝管和焊管生产成本的占比分别在70%和80%以上，其中焊管多为定制产品，按需订料，签订销售合同时一定程度上锁定不锈钢板材采购价格，而圆钢为批量采购，有一定的备料周期，因而不锈钢圆钢价格波动对公司无缝管盈利具有较大影响。具体来看，不锈钢圆钢2023年平均采购单价较2022年上涨11.11%，2024年一季度平均采购单价较2023年全年下降15.23%，较上年同期下降21.56%。而不锈钢板材平均采购单价自2022年开始持续下降，2024年一季度同比下降31.04%。原材料平均采购单价的震荡下降主要系2022年不锈钢原材料的价格非理性震荡因素较多，导致整体价格偏高，对公司营收增长有较好支撑，而自2023年下半年原材料价格进入下行周期，采购价格也随之开始回落，对公司利润空间有一定支撑。

表5 公司主要原材料采购情况（单位：亿元、元/吨、吨）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	金额	单价	数量	金额	单价	数量	金额	单价	数量
不锈钢圆钢	2.59	22,531.34	11,497.00	13.49	26,578.53	50,754.00	11.79	23,920.80	49,314.00
不锈钢板材	1.09	14,552.33	7,496.00	6.79	18,493.91	36,719.00	6.23	19,265.29	32,426.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据销售订单和生产计划，公司采取持续分批量的形式向国内外合格供应商进行采购。近年来公司与宝钢、太钢、永兴特钢等供应商建立了长期稳定的合作关系，2023年前五大供应商集中度为63.08%。因原材料同质化较高，上游不锈钢供给较为充足，公司不会受单一供应商产能制约，生产持续性较有保障。

公司下游领域较为多元，有利于分散经营风险，主要客户资质较好且合作稳定但较为强势；原材料推动产品价格上涨，高附加值产品增加对产品毛利空间有一定支撑

公司的不锈钢管均为直销，业务开拓通过报送书面材料、参加用户评审以进入该用户单位的合格供应商目录实现。在国内，公司进入了中石化、中石油、中海油等石化企业及东方电气集团东方锅炉股份有限公司等各大锅炉厂的供货单位目录，获得了中核集团、中国核动力研究设计院等单位的合格供方资格证书；在国际上，公司是Sabic（沙特基础工业公司）、BHEL（印度巴拉特重型电力有限公司）、KNPC（科威特国家石油公司）、PDO（阿曼石油发展公司）、JGC（日本日挥株式会社）等单位的合格供方。2023年公司获得世界最大的石油生产公司沙特阿美（沙特阿拉伯国家石油公司）供应商资质认证，有利于公司进一步开拓国际市场。合格供应商资格认定为行业奠定了一定的进入壁垒，较长的认证周期有利于公司保持先发优势，且下游客户资质较好，通常单笔投资规模较大，公司产品需求有一定的保障。

公司产品定价模式为“原材料/成材率+加工费+合理的利润”的成本导向型，其中原材料价格受市场供求影响而波动，成材率则主要由不锈钢管的材质、外径、壁厚、工艺、技术等因素综合决定，成材率越高，产品生产成本越低，加工费通常根据产品的规格确定。受成本、技术及市场竞争等内外因素的影响，公司在产品定价上处于一定的被动地位。通常情况，无缝管由于工艺复杂、生产周期长、投入成本高，产品价格相对较高，焊管因工艺相对简单、生产周期短等因素，产品价格较低，利润空间相对更低。受原材料成本增加、产品结构调整及下游需求旺盛的综合影响，2023年无缝管平均售价继续上涨，毛利空间继续扩大，但焊管随着采购成本的降低，平均价格有所回落，且因产品结构调整，平均毛利提升至较高的水平。

表6 公司主要产品单位售价和单位毛利情况（单位：元）

项目名称	2024年 1-3月		2023年		2022年	
	吨钢售价	吨钢毛利	吨钢售价	吨钢毛利	吨钢售价	吨钢毛利
无缝管	46,457.27	8,685.60	46,214.83	7,616.38	41,082.63	5,944.28
焊管	23,406.04	4,462.84	24,829.97	4,619.25	27,636.53	4,011.94

资料来源：公司提供

公司产品主要应用领域为石油（主要用于自行维修和建造相关炼化设施）、化工（主要用于生产热交换器及各种化工容器的连接管道）、电力设备制造（主要用于生产电站锅炉）等，下游行业较为多元，有利于抵御行业风险。2023年公司下游三大行业（石油化工、机械设备、电力设备）的贡献的收入及毛利率均实现增长，其中石油化工行业仍是最主要的收入来源。机械设备行业主要面向换热器等设备制造厂商，收入持续增长。得益于电站建设及火电锅炉管道进入更新升级周期需求增加，2023年来自电力设备行业的需求持续增长，且预计短期内将继续保持。

毛利率方面，来自不同行业的毛利率存在一定的分化，主要系各行业所用产品类型、材质、规格存在差别，导致加工费计算方式不同，同时行业需求周期存在错配，对利润空间也有一定影响，但受益于公司高附加值产品占比持续提升，整体毛利率仍保持增长。

表7 公司营业收入及毛利率情况-按行业分类（单位：亿元、%）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
石油化工	2.70	36.99	18.90	16.35	46.51	16.29	12.79	45.20	15.12
机械设备	1.14	15.62	22.04	7.12	20.24	17.79	5.57	19.66	13.99
电力设备	2.33	31.92	17.18	4.82	13.71	13.19	3.10	10.96	9.68
天然气	0.02	0.27	50.59	0.37	1.04	31.05	0.91	3.23	17.22
其他	1.11	15.21	15.71	6.50	18.50	18.11	5.93	20.95	14.81
合计	7.30	100.00	18.35	35.16	100.00	16.66	28.30	100.00	14.30

资料来源：公司提供、公司 2022-2023 年年报，中证鹏元整理

公司国内市场主要分布在沿海区域、西北区域以及大型石化基地等，相对较为分散，国外市场主要分布在中东、俄罗斯等国家。受益于国内国外市场价差影响，近年来外销毛利率一直高于内销，但收入增长乏力。2023年以来公司营收增长主要靠内销拉动，2023年外销占主营业务收入比例继续下降至6.07%，内销与外销的毛利率差距也明显缩小。2023年公司获得沙特阿美合格供应商资质认证，但考虑到目前公司取得认证的产品有限，且尚未直接对沙特阿美供货，未来对公司外销表现提升力度仍有待观察。

公司在产业链上的议价能力较弱，导致净营业周期偏长，营运资金管理能力仍有待提升

从采购端来看，公司上游不锈钢行业集中度高，议价能力强，且部分下游客户会指定供应商，公司部分采购需预付一定比例货款。从销售端来看，公司下游多为央国企或大型跨国公司，较为强势，公司议价能力相对较弱，结算方式多为先货后款，且收款账期较长。

上下游的强势对公司的营运资金管理能力有一定挑战。2023年公司应收账款周转天数为63.35天，高于应付账款周转天数的40.08天，净营业周期持续处于较高水平。为加强资金与存货管理，公司单笔订单通常不超过5,000万元，对于较大订单会采用拆分或框架协议的形式，提高资金使用效率，并要求单张合同投料时间不超过2周，以提高存货周转效率。

表8 公司经营效率指标（单位：天）

财务指标	2023年	2022年
净营业周期	161.07	166.69
存货周转天数	137.80	145.40
应收账款周转天数	63.35	70.13
应付账款周转天数	40.08	48.84

资料来源：同花顺 iFnd，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2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。

资本实力与资产质量

公司资产以现金类资产、应收款项及厂房设备为主，整体规模持续增长，资产受限比例较小，但营收增长及产品需求结构变动使存货与应收账款保持较大规模，加大了营运资金管理难度

2023年公司总资产继续增加，增量部分仍主要来自经营积累和总负债增加，其中权益端主要为未分配利润的增加，负债端主要为应付债券的增加。得益于2023年公司业绩大幅增长，未分配利润支撑公司净资产规模持续增加，但受新增本期债券影响，产权比例有所波动，截至2024年3月末产权比率约为48%，与2022年末持平，净资产对总负债的保障程度尚可。

图 3 公司资本结构

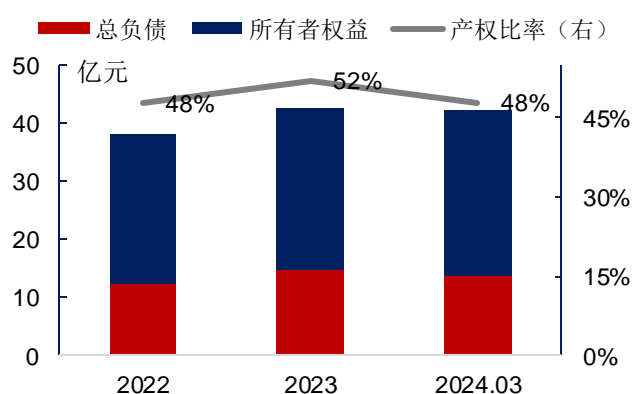
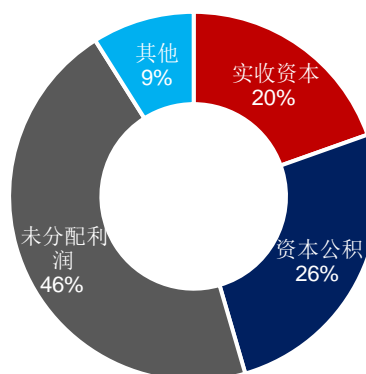


图 4 2024年3月末公司所有者权益构成



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

资料来源：公司未审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产主要由生产所需的厂房设备、经营积累的存货及应收款项、现金类资产构成。2023年末固定资产账面价值有所提升，在建工程账面价值有所减少，主要系本期债券募投项目于2023年完工转固所致。2023年以来，公司经营规模继续扩大，存货规模持续保持较快增长，与之对应的应收账款余额亦持续增加，2023年末，公司存货已计提跌价准备0.29亿元，应收账款已计提坏账准备0.89亿元。2023年末，公司现金类资产包含货币资金、交易性金融资产、应收款项融资等项目，规模较大，资产占比超过25%，公司流动性充足。

截至2023年末，公司资产中有1.25亿元的货币资金因保证金、被保全冻结等原因受限，整体受限比例较小，其他资产主要用于生产经营，资产流动性较好。但公司存货和应收账款规模较大，周转速度低于同行久立特材表现，若原材料价格继续波动或行业需求发生变动，可能面临一定的减值风险，需进一步提升公司的营运管理能力。

表9 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	6.83	16.09%	6.40	15.03%	5.06	13.26%
交易性金融资产	3.96	9.34%	4.53	10.65%	3.64	9.52%
应收账款	8.04	18.95%	6.35	14.92%	6.02	15.76%
应收款项融资	0.86	2.04%	0.99	2.32%	1.85	4.85%
存货	11.33	26.71%	11.90	27.94%	10.53	27.59%
流动资产合计	31.73	74.80%	31.80	74.69%	28.04	73.45%
固定资产	7.92	18.67%	7.89	18.53%	6.50	17.03%
在建工程	0.77	1.81%	0.75	1.76%	1.13	2.97%
无形资产	1.31	3.09%	1.32	3.10%	1.35	3.54%
非流动资产合计	10.69	25.20%	10.78	25.31%	10.13	26.55%
资产总计	42.42	100.00%	42.58	100.00%	38.17	100.00%

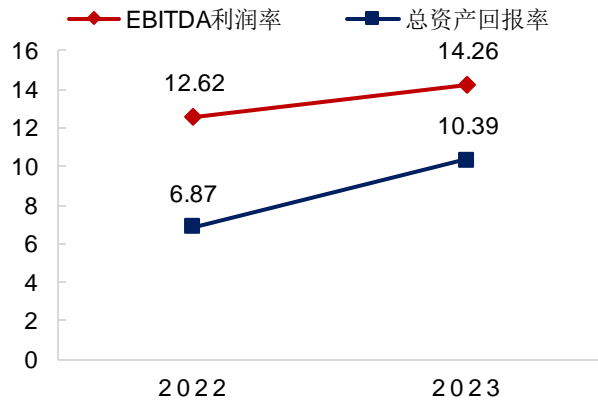
资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

行业需求增加及新增产能投产使得营收规模提升明显，预计收入和盈利水平短期内保持一定增长趋势

2023年公司营业收入明显提升，收入仍主要来自不锈钢管，收入结构存在一定变化。分产品看，无缝管收入占比继续提升，因其单价和毛利较高，对公司营业收入和利润水平的提升贡献较大；分行业看，石油化工业贡献的收入占比仍然最高，电力行业贡献的收入继续快速增长。盈利能力方面，2023年公司毛利率有所增长，净利润同比大幅提升63.43%，EBITDA利润率及总资产回报率均继续提升，在市场需求支撑下高端产品持续发力，公司产品结构调整效果明显。

跟踪期内，公司营收规模提升主要受行业需求增加及新增产能投产影响，考虑到电站锅炉在今后2-3年内较为旺盛的扩产与更新需求，且公司产品结构仍在持续调整，预计公司营收仍将保持一定的增长趋势，盈利水平仍有回升的潜力，但若本期债券募投项目新增产能爬坡期过长，折旧会给利润带来一定拖累。

图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司负债规模因本期债券发行有所增加，但仍以经营性负债为主，现金类资产对债务的保障程度较好

跟踪期内，公司负债仍以经营性负债为主，本期债券的发行优化了债务期限结构。截至2024年3月末，公司总债务合计占总负债的比重为59.03%，占比较上年同期有所上升，但整体债务规模有限，短期债务主要由应付票据构成，银行借款规模较上期有所减少，2023年新增的本期债券偿付周期较长，且公司账面现金类资产较为充裕，实际兑付压力小。

2023年末，公司总负债规模较上年末有所增加，其中经营性负债变化较小，仍主要是应付账款及合同负债。

表10 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	0.40	2.88%	0.45	3.09%	1.70	13.75%
应付票据	3.55	25.78%	4.52	30.99%	4.05	32.78%
应付账款	3.19	23.21%	3.22	22.06%	3.30	26.73%
合同负债	1.27	9.26%	1.05	7.22%	1.98	16.02%
一年内到期的非流动负债	0.55	4.00%	0.55	3.77%	0.00	0.00%
流动负债合计	9.53	69.30%	10.37	71.08%	11.56	93.50%
长期借款	0.78	5.68%	0.79	5.38%	0.55	4.45%
应付债券	2.84	20.68%	2.81	19.28%	0.00	0.00%
非流动负债合计	4.22	30.70%	4.22	28.92%	0.80	6.50%
负债合计	13.75	100.00%	14.59	100.00%	12.36	100.00%

总债务合计	8.12	59.03%	9.12	62.52%	6.30	50.98%
其中：短期债务	4.49	32.66%	5.52	37.85%	5.75	46.53%
长期债务	3.63	26.36%	3.60	24.66%	0.55	4.45%

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

跟踪期内，公司营业收入增长，回款表现尚可，经营活动净现金流由负转正，现金流对债务的保障能力较强，资产负债率仍控制较好，虽然本期债券的发行对公司杠杆指标表现有一定影响，但考虑到公司现金类资产充足，净债务仍保持负值，公司净资产对总债务仍有较好的覆盖能力。考虑到公司短期内无大额资本支出计划及融资需求，FFO/净债务能够较为客观的反应公司杠杆比率波动性，随着未来经营积累增加，杠杆或进一步下降。

表11 公司现金流及杠杆状况指标（亿元）

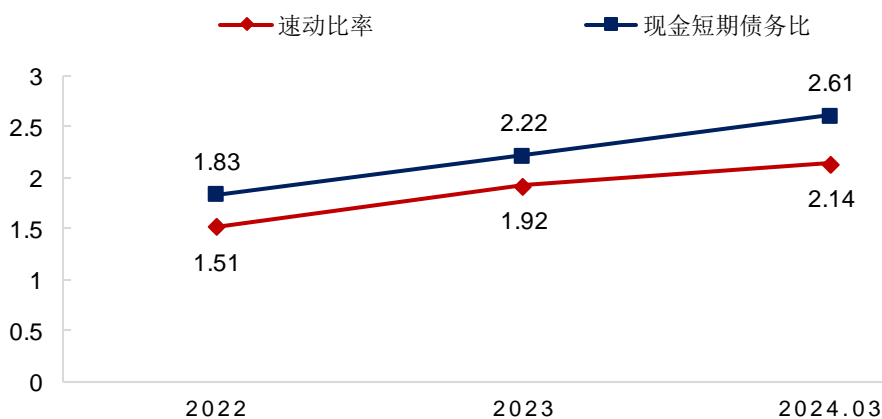
指标名称	2024 年 3 月	2023 年	2022 年
经营活动净现金流	0.45	2.00	-0.21
FFO	--	3.99	2.41
资产负债率	32.42%	34.27%	32.39%
净债务/EBITDA	--	-0.44	-0.97
EBITDA 利息保障倍数	--	41.83	48.43
总债务/总资本	22.07%	24.58%	19.63%
FFO/净债务	--	-179.80%	-69.27%
自由现金流/净债务	-13.16%	-90.04%	5.92%

注：上表中净债务/EBITDA、FFO/净债务、自由现金流/净债务为负值系净债务为负。

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

流动性表现方面，跟踪期内，公司的速动比率与现金短期债务比仍处于较好水平，且持续回升，短期偿债压力较小。此外，公司资产受限比例较低，尚有一定规模的未使用银行授信，且作为上市公司，可通过资本市场增发股票等外部融资渠道筹集偿债资金，公司仍具有一定的融资弹性。

图 6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 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

中证鹏元认为公司在ESG方面无重大负面影响

环境及社会因素

根据公开查询及公司提供的说明，未发现过去一年公司有环境和社会方面的负面信息。

截至2023年末公司生产人员和技术人员占公司员工总数约90%，生产过程中人工参与度高，且涉及高温、高压等工艺或设备，生产作业存在一定的安全风险，因此，安全生产是公司正常经营的必要条件。国务院等部门针对行业特性颁布有《特种设备安全监察条例》等规章条例，公司必须在相关安全许可下进行生产活动，若公司生产过程中的安全指标不达标，或将面临一定的安全生产甚至停止经营风险。

公司治理

公司按照《公司法》《证券法》等法律法规、规范性文件的要求，制定了《公司章程》及各项管理制度与规则，建立了较为完善的治理结构与内部控制制度。2023年公司共召开2次股东大会（含临时），9次董事会会议。2023年末，公司董事会共有9名董事，设董事长1名，副董事长1名，其中3名为独立董事；监事会有3名监事，其中1名职工代表监事；公司高管中有4名由董事兼任。

截至2024年3月末，公司实际控制人为朱国良家族，包括朱国良、其配偶顾坚勤、女儿朱琦和女婿沈卫强，其中朱琦任副董事长及副总经理、沈卫强任董事及总经理，除独立董事和监事外，公司其他管理人员长期在公司任职，管理团队较为稳定。2024年5月14日，公司原董事长朱国良先生因年龄及身体等原因申请辞去公司董事长、董事及董事会审计委员会委员、董事会战略委员会委员等所有职务，辞职后，朱国良先生将不再担任公司任何职务，在公司选出新董事长之前由副董事长朱琦女士代为履行董事长职责，中证鹏元将持续关注公司董事补选及董事长选举进展，以及相关事项对公司的影响。

（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（2024年5月22日），公司本部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。

根据中国执行信息公开网，截至信息查询日（2024年6月11日），未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

我国是不锈钢管最大的生产国与消费国，不锈钢供给可同时满足国内和国外部分市场需求，受近年

大型炼化项目、电站锅炉更新与扩产需求持续拉动，工业用不锈钢管行业市场规模快速增长。受国际政治、宏观经济等外部因素对原材料成本的影响，叠加行业竞争加剧、公司高附加值产品占比持续提升等因素，公司应收款项和存货规模仍保持较大规模，在原材料价格剧烈波动的市场环境下，公司的营运管理能力有待进一步提升。但考虑到公司作为国内工业用不锈钢管主要供应商之一，拥有重要的行业准入许可和多项专利技术储备，产能产量均处于行业第一梯队，并长期与下游多家优质客户保持良好的合作关系，需求具有一定保障，客户行业的多元化也一定程度上降低了公司面临的市场风险。2023年以来公司持续调整产品结构，扩大产能，在行业需求较好的支撑下，营业收入与盈利水平均有明显提升。同时公司负债水平不高，现金类资产充足，偿还现有债务的能力强。整体来看，公司的抗风险能力尚可。

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“武进转债”的信用等级为AA。

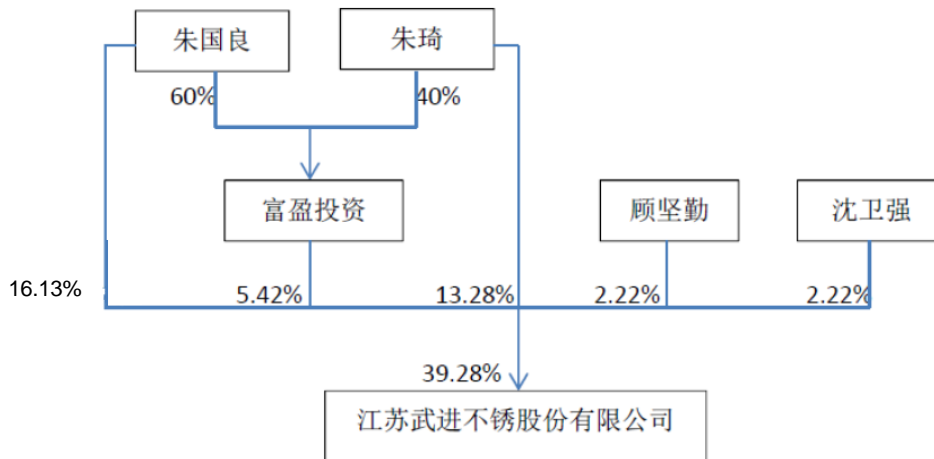
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	6.83	6.40	5.06	4.76
交易性金融资产	3.96	4.53	3.64	5.33
应收账款	8.04	6.35	6.02	5.01
应收款项融资	0.86	0.99	1.85	1.05
存货	11.33	11.90	10.53	9.06
其他流动资产	0.00	0.00	0.10	0.00
流动资产合计	31.73	31.80	28.04	25.93
固定资产	7.92	7.89	6.50	5.34
在建工程	0.77	0.75	1.13	1.92
无形资产	1.31	1.32	1.35	1.41
非流动资产合计	10.69	10.78	10.13	9.56
资产总计	42.42	42.58	38.17	35.50
短期借款	0.40	0.45	1.70	1.34
应付票据	3.55	4.52	4.05	4.53
应付账款	3.19	3.22	3.30	3.28
合同负债	1.27	1.05	1.98	0.80
其他应付款	0.03	0.10	0.07	0.12
一年内到期的非流动负债	0.55	0.55	0.00	0.00
流动负债合计	9.53	10.37	11.56	10.44
长期借款	0.78	0.79	0.55	0.00
应付债券	2.84	2.81	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	4.22	4.22	0.80	0.33
负债合计	13.75	14.59	12.36	10.77
总债务	8.12	9.12	6.30	5.87
其中：短期债务	4.49	5.52	5.75	5.87
长期债务	3.63	3.60	0.55	0.00
所有者权益	28.67	27.99	25.81	24.72
营业收入	7.30	35.16	28.30	26.99
营业利润	0.79	4.06	2.33	1.98
净利润	0.68	3.52	2.15	1.76
经营活动产生的现金流量净额	0.45	2.00	-0.21	4.90
投资活动产生的现金流量净额	-0.32	-1.66	0.87	-2.85
筹资活动产生的现金流量净额	-0.07	0.97	-0.24	-1.91
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	5.01	3.57	2.97

收现比	86.87%	78.62%	83.84%	93.69%
FFO（亿元）	--	3.99	2.41	2.17
净债务（亿元）	-3.42	-2.22	-3.48	-4.65
销售毛利率	18.35%	16.66%	14.30%	14.14%
EBITDA 利润率	--	14.26%	12.62%	11.00%
总资产回报率	--	10.39%	6.87%	5.91%
资产负债率	32.42%	34.27%	32.39%	30.35%
净债务/EBITDA	--	-0.44	-0.97	-1.57
EBITDA 利息保障倍数	--	41.83	48.43	63.40
总债务/总资本	22.07%	24.58%	19.63%	19.18%
FFO/净债务	--	-179.80%	-69.27%	-46.76%
经营活动现金流净额/净债务	-13.16%	-90.04%	5.92%	-105.42%
速动比率	2.14	1.92	1.51	1.62
现金短期债务比	2.61	2.22	1.83	1.92
净营业周期（天）	--	161.07	166.69	154.33
存货周转天数（天）	--	137.80	145.40	138.05
应付账款周转天数（天）	--	40.08	48.84	48.84
应收账款周转天数（天）	--	63.35	70.13	65.12

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表、同花顺 iFind，中证鹏元整理

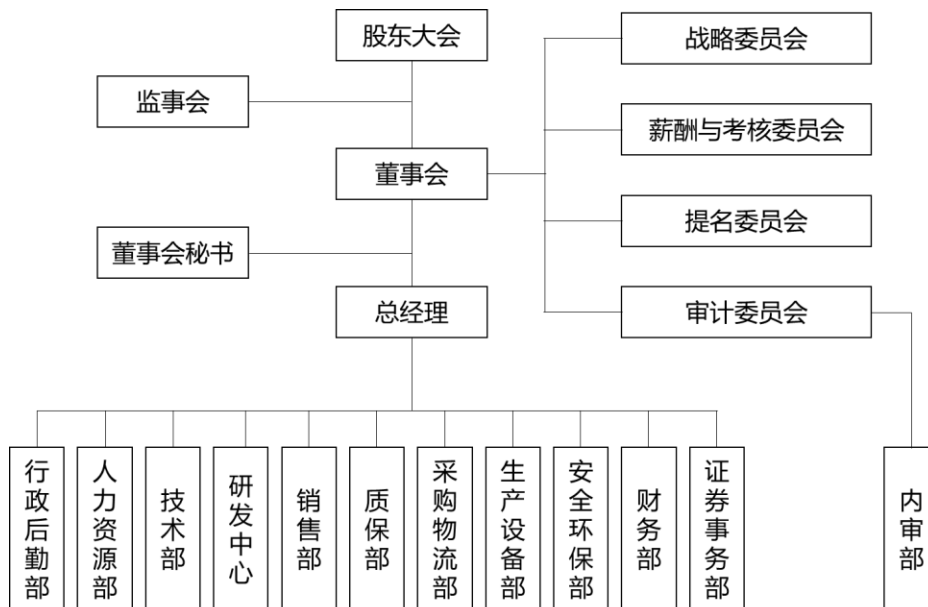
附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



注：上图中富盈投资为常州富盈投资有限公司的简称。

资料来源：公开资料

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

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。