



2022年烟台艾迪精密机械股份有限公司公开发行人转换公司债券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

2022年烟台艾迪精密机械股份有限公司公开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
艾迪转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：烟台艾迪精密机械股份有限公司（以下简称“艾迪精密”或公司，股票代码：603638.SH）下游客户仍为工程机械知名主机厂，且液压件作为挖掘机必备产品，下游客户仍具备一定粘性。但中证鹏元也关注到 2023 年公司存货增长，且应收款项增幅高于营收增长率，需关注其对营运资金占用及库存积压风险。2023 年公司主营业务回款进一步减弱，经营活动现金净流入有所收窄，需关注其业务回款的改善情况。此外 2023 年公司债务结构转为短期债务为主，总债务规模亦有所增加，公司短期债务偿付压力边际上升，2023 年公司产能利用率仍表现一般，目前募投项目已延期，需关注其效益不及可研预期的情况。

评级日期

2024 年 06 月 24 日

联系方式

项目负责人：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：葛庭婷
gett@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

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	59.38	58.90	55.48	44.83
归母所有者权益	33.55	33.29	31.30	28.21
总债务	18.48	18.23	15.75	7.25
营业收入	6.32	22.35	20.25	26.84
净利润	0.88	2.79	2.49	4.70
经营活动现金流净额	0.56	0.12	1.60	2.07
净债务/EBITDA	--	0.86	0.70	0.18
EBITDA 利息保障倍数	--	9.81	10.60	35.44
总债务/总资本	35.51%	35.37%	33.48%	20.44%
FFO/净债务	--	75.48%	102.44%	438.23%
EBITDA 利润率	--	28.08%	25.36%	26.86%
总资产回报率	--	6.61%	6.53%	13.73%
速动比率	1.37	1.38	1.37	0.85
现金短期债务比	1.31	1.42	1.78	1.21
销售毛利率	30.64%	31.93%	28.87%	33.76%
资产负债率	43.47%	43.46%	43.57%	37.07%

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

优势

- **公司下游客户资质较优且仍具备一定粘性。**2023 年公司下游客户依旧为各知名主机厂，主要核心客户未发生较大变化，公司液压件产品作为挖掘机核心零部件，客户仍具备一定粘性，且知名主机厂抗风险能力相对较强，仍能够为公司经营提供一定保障。

关注

- **2023 年公司存货增长，且应收款项增幅高于营收增长率，需关注其对营运资金占用及库存积压风险。**2023 年公司主泵及马达库存量较 2022 年上升 127.40%至 34,740 台，存货中库存商品由 2022 年末的 2.00 亿元上升至 2023 年末的 3.41 亿元，工程机械行业下行周期背景下产品库存积压风险需关注。此外，2023 年末公司应收款项占总资产的比重进一步上升，需关注其对营运资金的占用情况。
- **2023 年公司主营业务回款有所减弱，经营活动现金净流入收窄，需关注其业务回款的改善情况。**2023 年末公司收现比由 2022 年末的 0.69 降低至 2023 年末的 0.60，主营业务回款能力有所弱化。此外，2023 年公司经营活动现金净流入有所收窄，除票据结算占比增多外，也包含工程机械下行周期下产业链上客户现金流偏紧的原因。目前工程机械行业拐点仍有待观察，未来仍需关注公司主营业务回款改善情况。
- **公司产能利用率仍表现一般，目前募投项目已延期，需关注其效益不及可研预期的情况。**受下游需求减少影响，2023 年公司破碎锤和液压件产能利用率表现一般。且“艾迪转债”募投项目主要应用于非挖产品，预计将于 2024 年 4 月达到预定可使用状态，达产后将新增年产闭式系统高压柱塞泵和马达共计 8.8 万台的生产能力以及年产电控多路阀 3.5 万台的生产能力，目前募投项目已延期，未来需关注募投项目收益不及可研预期的情况。
- **2023 年公司债务结构转为短期债务为主，总债务规模亦有所增加，公司短期债务压力边际上升。**2023 年末公司发展经营对外融资依赖度总体有所上升，总债务规模同比增长 15.70%至 18.23 亿元，2024 年 3 月末进一步增至 18.48 亿元，2023 年末公司债务结构由 2022 年末的长期债务为主转为短期债务为主，短期债务规模增至 9.42 亿元，即期债务偿付压力边际提升。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司产品具备市场竞争力，且下游客户具备一定粘性。

同业比较（单位：亿元）

指标	恒立液压	公司
总资产	178.96	58.90
营业收入	89.85	22.35
净利润	25.04	2.79
销售毛利率	41.90%	31.93%
资产负债率	19.29%	43.46%

注：（1）以上各指标均为 2023 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
工商企业通用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	8/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	5/7
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。

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
艾迪转债	10.00	9.9996	2023-06-25	2028-04-15

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4月15日发行6年期10.00亿元“艾迪转债”，募集资金计划用于闭式系统高压柱塞泵和马达建设项目、工程机械电控多路阀建设项目和补充流动资金。根据公司公告的《烟台艾迪精密机械股份有限公司关于公司募集资金存放及实际使用情况的专项报告》，截至2023年12月31日，“艾迪转债”募集资金余额为7.33亿元，其中闲置募集资金用于购买理财产品4.20亿元，募集资金专项账户余额为3.13亿元。目前“艾迪转债”募投项目进度不达预期。“艾迪转债”于2022年11月18日开始转股，初始转股价格为23.96元/股，截至本报告出具日，转股价格为23.62元/股。

三、发行主体概况

跟踪期，公司名称未发生变化，受“艾迪转债”部分转股和公司回购部分股份并注销影响，2024年3月末公司股本降至83,833.50万元。根据公司于2024年5月公告的《烟台艾迪精密机械股份有限公司公司章程》，公司注册资本变更为83,833.50万元。公司控股股东和实控人未发生变化，仍为法人股东烟台翔宇投资有限公司¹（以下简称“翔宇投资”），以及自然人股东冯晓鸿、宋宇轩，实控人仍为宋飞、冯晓鸿和宋宇轩²。截至2024年3月末，宋飞直接持股1.35%，通过翔宇投资间接持股17.50%，宋宇轩持股17.50%，冯晓鸿持股23.34%，宋飞家族³合计持有公司59.69%的股份。截至2024年5月31日，翔宇投资质押股份数为4,875.15万股，占其持股比例的33.22%，占总股本的5.82%。公司第四大股东温雷质押2,617.78万股，占其持股比例的69.51%，占总股本的3.12%。

跟踪期，公司主营业务未发生变化，仍主要从事液压技术的研究及液压产品的开发、生产和销售，主要产品包括破碎锤、抓石器和抓木器等液压破碎属具以及液压泵、行走及回转马达和多路控制阀等高端液压产品，除上述工程机械产品外，公司进一步发展前期布局的硬质合金数控刀具、工业用多轴机器人和工程机械电池Pack产品，具体情况见下表。

¹烟台翔宇投资有限公司为宋飞先生全资控股公司。

²宋飞与冯晓鸿为夫妻关系，宋宇轩为宋飞、冯晓鸿夫妇的儿子，宋飞、冯晓鸿、宋宇轩为一致行动人。

³宋飞家族包括宋飞及其控股的翔宇投资、冯晓鸿和宋宇轩。

表1 跟踪期公司延伸布局产品情况表

产品	负责子公司	2023年子公司财务数据	备注
硬质合金数控刀具	烟台艾迪锐能超硬刀具有限公司	总资产 22,668.61 万元，净资产 5,079.32 万元，营业收入 5,890.87 万元，净利润-1,183.89 万元	前身为烟台艾迪精密机械股份有限公司刀具事业部
工业用多轴机器人	烟台艾创机器人科技有限公司	总资产 17,032.87 万元，净资产-3,052.28 万元，营业收入 3,343.58 万元，净利润-4,128.97 万元	前身为烟台艾迪精密机械股份有限公司艾迪机器人事业部
工程机械电池 Pack	亿恩新动力科技（山东）有限公司	总资产 20,596.84 万元，净资产 7,468.52 万元，营业收入 15,616.54 万元，净利润 855.30 万元	2022年11月公司溢价收购亿恩新动力科技（山东）有限公司，产生商誉 0.52 亿元

注：除工程机械电池 Pack 外，其他产品主要以内供为主。
 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。

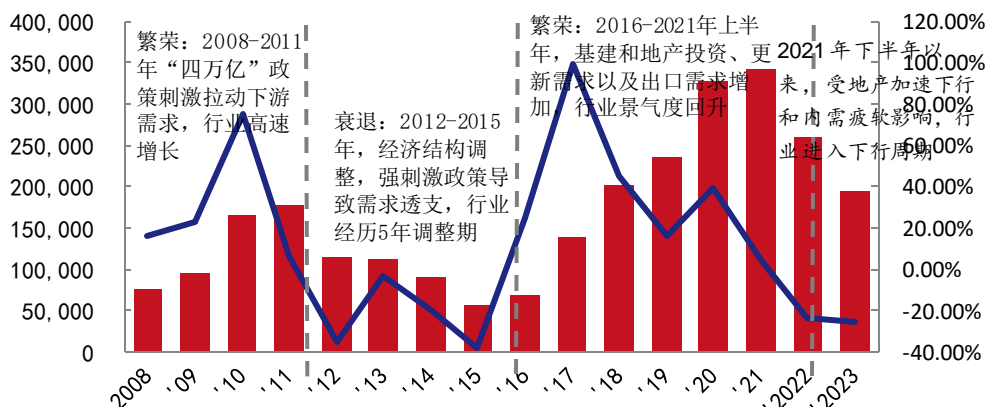
当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

2023 年国内工程机械行业依旧低迷，海外市场需求持续增加但增长乏力。万亿国债发行及大规模设备更新需求有助于 2024 年工程机械行业筑底企稳，海外市场拓展依旧是 2024 年工程机械企业市场重点发展方向

工程机械行业作为典型的周期性行业，受制于房地产市场销售端依旧疲软、宏观经济下行压力加大等因素，国内市场需求明显减少，2023 年国内工程机械市场依旧低迷。内需方面以核心产品挖掘机销量为例，2023 年中国工程机械企业共销售挖掘机 195,018 台，同比下降 25.4%，其中国内销售 89,980 台，同比下降 40.8%。行业持续低迷导致工程机械企业 2023 年营业收入依旧下滑，降幅为 13.1%，利润总额受 2022 年低基数影响增速超过 25%。但工程机械销量大幅下滑的趋势在近期有所缓释，2023 年 12 月国内挖掘机销量同比增长 24%，是 2021 年 11 月以来增速“首次回正”，2024 年 1-4 月共销售挖掘机 687,86 台，同比下降 9.78%；其中国内 37,228 台，同比下降 2.9%，相较于 2023 年同期挖掘机整体销量下降 25% 和国内销量下降 43.5%，降幅已大幅收窄。

图 1 目前工程机械处于下行周期（单位：台）



注：以上数据为代表性产品挖掘机销量和同比增速作为参考。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

出口方面，2023年在高基数叠加全球经济放缓、海外供应链恢复等背景下，我国挖掘机出口情况阶段性承压，2023年工程机械产品出口485.52亿美元，同比增长9.59%，增速较2022年下降明显。其中挖掘机2023年全年出口105,038台，同比下降4.04%，且下半年以来挖掘机出口增速明显乏力，连续7个月出现同比负增长。海外出口区域方面差异较为明显，其中在“一带一路”沿线国家，我国工程机械2023年出口金额合计99.19亿美元，占全部出口额47.8%，同比增长53.3%。在对各主要区域经济体出口中，其中非洲拉美、俄罗斯联邦、印度出口呈正增长；东盟、欧盟和英国、美加墨自贸区三大经济体出口下降，而这三大经济体需求不振是我国工程机械产品出口下半年下滑的主要原因。目前国内主机厂在海外的品牌及渠道力逐步加强、且充沛的产能和有竞争力的价格支撑了中国机械制造业出海保持较强的竞争力。预计2024年工程机械主机厂出海依旧是重要发力方向，对工程机械行业仍旧有较强的拉动作用，但出口增速或将有所放缓。

表2 2023年我国工程机械主要出口情况表(单位：亿美元)

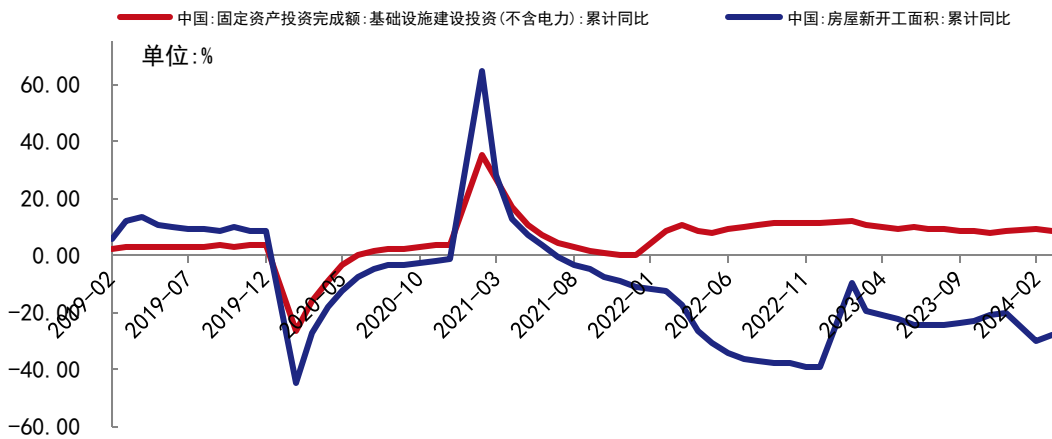
区域经济体名称	出口金额	增速	占总出口额比重
非洲拉美	90.13	12.8%	18.56%
俄罗斯联邦	60.58	66.5%	12.48%
印度	17.8	20.3%	3.67%
东盟	71.6	10.2%	14.75%
欧盟	62.65	2.97%	12.9%
美加墨自贸区	60.38	-0.73%	12.44%

资料来源：铁甲工程机械网，中证鹏元整理

工程机械销量主要由下游需求决定。供给端，目前国产挖掘机的国内市占率已经从2008年的22.2%提升至2022年的80%左右，国内市场对日韩品牌的替代基本完成，销量主要受下游需求影响。工程机械销量驱动因素可分为国内新增需求、更新需求和海外出口。国内新增需求约65%应用于房地产和基建投资，**中证鹏元预计，2024年房地产对工程机械行业拉动有限，国内新增需求预计仍由基建支撑。**地产端，随着前期稳经济大盘、稳定房地产政策效果持续显现，2023年各方信心虽加快恢复，但房地产开工端尚在恢复，弱复苏下房企开工意愿谨慎叠加拿地数量不足，2023年和2024年1-3月，房屋新开工面积分别同比下降20.4%和27.8%。虽在强政策暖风的加持下，房地产行业有所修复，但在民营房地产企业信用风险仍未完全妥善处置、居民杠杆率整体偏高叠加收入预期转弱的背景下，投资将继续受市场低迷拖累，预计房地产对工程机械行业拉动有限。**基础设施建设端，以地方政府专项债、特别国债为主导的基建投资有望发挥托底效应。**2023年10月24日，人大常委会通过增发国债和调整预算安排，2023年第四季度增发1万亿元国债，全部通过转移支付方式安排给地方，其中，2023年拟安排使用5,000亿元，结转明年使用5,000亿元，且要求确保新开工项目尽快开工建设，在建项目能在今明两年形成较大实物工作量。相较于降准、降息、放松楼市等政策，因万亿元的国债列为中央财政赤字，还本付息由中央承担，不增加地方偿还负担，因此地方政府基建开工的意愿更加强烈，进而直接刺激工程机械市场下游需求增长。2024年专项债券拟发行3.9万亿元，比上年增加1,000亿元，且要求切实加快项目建设和

资金使用进度，推动尽快形成实物工作量。地方专项债券及特别国债的发行对工程机械行业起到提振作用，传导到工程机械综合开工率上，2024年1-3月，工程机械综合开工率分别为47.81%、53.77%和55.52%，开工率呈现逐步回升态势。

图2 目前房屋新开工面积仍旧疲软，基建投资保持高增长



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

政策助力下 2024 年工程机械更新置换需求有望大幅提升。2024 年 3 月 7 日，国务院印发关于《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，明确有序推进重点行业设备、建筑和市政基础设施领域设备、交通运输设备和老旧农业机械、教育医疗设备等更新改造，工程机械无疑是最直接的关联行业之一，该政策将推动老旧“国一”、“国二”机型出清，加速存量“国三”切“国四”进程。2024 年 3 月 9 日，工信部等七部门联合印发《推动工业领域设备更新实施方案》，提出到 2027 年工业领域设备投资规模较 2023 年增长 25%以上，加快淘汰工程机械行业落后低效设备、超期服役老旧设备。2024 年 4 月，住建部印发《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案的通知》，其中针对建筑施工设备，明确要求更新淘汰使用超过 10 年以上、高污染、能耗高、老化磨损严重、技术落后的挖掘、起重、装载、混凝土搅拌、升降机、推土机等设备（车辆），鼓励更新购置新能源、新技术工程机械设备和智能升降机、建筑机器人等智能建造设备。根据慧聪工程机械网数据，国二标准以下设备（使用年限 10 年以上）挖掘机、装载机、叉车、压路机保有量分别有 38.8 万台、36.2 万台、75.7 万台、3.4 万台，占 2023 年保有量的 19.79%、37.84%、13.35%、23.78%。预计未来有 70%-80%的老旧设备将被淘汰出清，20%-30%的老旧设备会产生以旧换新的需求。预计随着大规模设备更新政策落地实施，利好国内工程机械行业筑底企稳。

2023 年以来钢材原材料价格有所下行，2024 年有望继续呈现区间波动态势，零部件厂商成本端压力有望得到一定程度缓解；2023 年以来人民币对主要国家或地区货币有所贬值，有助于提升出口商外销利润空间

机械零部件出口供应商的利润水平易受原材料价格和人民币汇率波动的影响。钢材是机械零部件材

料中最主要的构成部分，2023年以来，国内钢价持续区间波动，但随着政府专项债继续发力、央行基建类项目资本和专项再贷款等结构性政策工具支持，基建投资预计将保持低速增长，对钢材需求形成主要支撑；地产方面，预期修复周期较长，短期用钢需求难以改善；制造业方面，随着营商环境改善、下游消费刺激政策发力，我国制造业增速有望有所恢复，一定程度支撑用钢需求，因此2024年我国钢材价格预计将保持平稳，继续呈现区间波动态势。此外，对于出口供应商而言，2023年以来人民币对主要货币美元、欧元等有所贬值，亦有助于提升其利润空间。

图3 钢材价格持续波动（单位：元/吨）

图4 人民币对美元、欧元汇率走势（单位：元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

2023年工程机械仍处于下行周期，前期布局的硬质合金数控刀具、工业用多轴机器人和工程机械电池Pack产品产生的收入为2023年公司营业收入提供一定补充。2023年公司产能利用率总体依旧不高，在工程机械行业低迷背景下，需关注公司库存商品增加带来的库存积压风险，此外，公司应收款项增幅高于营收增长率，需关注其对营运资金的占用情况

2023年公司经营相对平稳，其中液压件收入及毛利率均有所提升，破碎锤销售收入基本保持稳定，前期布局的硬质合金数控刀具、工业用多轴机器人和工程机械电池Pack产品2023年合计产生收入1.97亿元，对公司主营业务收入形成良好补充。2023年工程机械行业仍处于“内冷外热”局面，公司亦不断拓展海外市场，2023年国外市场占比提升至20.18%。主营业务毛利率方面，受液压件盈利能力提升影响，2023年公司主营业务毛利率有一定提升。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

按产品划分	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
	破碎锤及其他	2.96	48.21%	29.99%	10.87	49.77%	31.78%	9.11	45.87%	31.72%
	液压件	3.18	51.79%	27.94%	10.97	50.23%	29.54%	10.75	54.13%	24.74%
	合计	6.14	100.00%	28.93%	21.84	100.00%	30.65%	19.86	100.00%	27.94%
按地域划分	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
	国内	4.75	77.36%	27.11%	17.43	79.82%	30.14%	16.33	82.23%	28.15%
	国外	1.39	22.64%	35.14%	4.41	20.18%	32.69%	3.53	17.77%	26.97%
	合计	6.14	100.00%	28.93%	21.84	100.00%	30.65%	19.86	100.00%	27.94%

注：加总值不等于合计值主要系尾差所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产能利用率依旧不高，同期主泵及马达库存量增加明显，需关注后续产品销售不及预期导致的库存积压风险

2023年公司仍主要采用“订单生产与计划生产相结合并保持一定库存”的生产模式，根据上年度销售情况，结合上下游供需变动情况，对本年度市场状况做出预判，并在年初制定年度生产计划。生产部门根据订单情况及市场变化情况及时调整，制定各月的生产计划并安排生产。2023年公司破碎锤及液压件产能未发生变化。由于破碎锤属于挖掘机配件，目前工程机械景气度下滑，下游需求疲软导致破碎锤产量及销量总体较2022年有所下滑，产能利用率亦表现不佳。液压件作为挖掘机必备件，2023年公司液压机产量及产能利用率虽有所提升，但销量较2022年下滑明显，导致其产销率大幅下滑，主泵及马达库存量较2022年上升127.40%至34,740台。目前政策加持下工程机械挖掘机销量增速虽同比有所好转，但行业拐点仍有待观察，若工程机械行业景气度后续依旧无较大提升，需关注后期公司液压件销量不及预期导致的库存积压风险。

跟踪期公司为压降成本，对部分外协的产品改为由自己生产，不存在对外协加工依赖的情况。截至2024年4月末，公司主要在建新增产能项目为“艾迪转债”募投项目，公告预计2024年4月份达到预定可使用状态。但目前已投资金额远小于预计总投资，募投项目已延期，“艾迪转债”募投项目虽应用于非挖产品，考虑到目前工程机械行业整体景气度较低，需关注募投项目效益不及可研预期的风险。

表4 公司主要产品产销、产能利用情况（单位：台/年、台）

项目	项目	2023年	2022年
破碎锤	产能	44,000	44,000
	产量	22,031	24,067

液压件	产能利用率	50.07%	54.70%
	销量	22,068	24,335
	产销率	100.17%	101.11%
	产能	251,000	251,000
	产量	171,807	142,930
	产能利用率	68.45%	56.94%
	销量	152,128	159,477
	产销率	88.55%	111.58%

注：液压件产品的产能、产量、销量均为液压马达、液压泵和控制阀产品的合计数。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表5 截至 2024 年 4 月末，公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资	预计完工时间	预计新增产能	备注
闭式系统高压柱塞泵和马达建设项目	53,471.46	5,369.59	2024.04	8.8 万台/年	
工程机械用电控多路阀建设项目	22,497.00	435.65	2024.04	3.5 万台/年	艾迪转债募投项目
合计	75,968.46	5,805.24	-	-	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司下游客户资质较优且具备一定粘性，但2023年公司主营业务回款情况进一步下滑，且需关注部分产品价格竞争对其盈利的不利影响

跟踪期公司销售模式仍以“直销为主，经销为辅”，2023年公司经销及营销占比基本保持稳定。销售业务由总经理直属管理，下设国内业务部及国际业务部，日常经营中公司一般按照主机厂未来12周的生产计划，对销售量进行预测和管理。直销模式下，公司大部分产品运输至客户指定地点经客户签收后，公司即可确认收入，部分液压产品则需待主机厂装机后才能确认收入，海外销售则以报关单为确认收入依据。经销模式则以买断式为主，产品的售后服务也由经销商负责。在信用政策上公司会根据客户情况有所区别，账期一般在3个月以内；而对于经销商渠道，一般会在收到经销商90%-100%的款项后再安排发货。结算方式上，直销模式主要以票据为主，部分辅以电汇结算，经销模式则以电汇结算为主。

表6 2022-2023 年公司直销和经销占比情况（单位：万元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占主营业务收入比重	金额	占主营业务收入比重
直销	146,498.45	67.07%	134,478.23	67.73%
经销	71,912.54	32.93%	64,086.85	32.27%
合计	218,410.99	100.00%	198,565.08	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

销售价格方面，轻型与中型破碎锤市场竞争较为充分，重型破碎锤虽有年降政策，但公司产品竞争力相对较高。2023年公司业务回款较2022年有下滑，收现比由2022年末的0.69下滑至0.60。经营活动现金净流入收窄，一方面由于同期虽然票据结算增多，一方面则因为工程机械下行背景下产业链现金流偏

紧导致公司回款有所下滑所致。2023年末存货中库存商品由2022年末的2.00亿元增至2023年末的3.41亿元，需关注库存积压风险。2023年公司前五大客户仍旧为知名主机厂，核心客户基本保持稳定，但对应行业均为工程机械行业，行业风险分散能力依旧较弱。

表7 2022-2023年公司销售产品单价变动情况（单位：万元/台）

项目	2023年	2022年
轻型破碎锤	0.97	0.87
中型破碎锤	3.40	3.30
重型破碎锤	12.60	13.30
液压马达	0.66	0.60
主泵	0.76	0.77

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司对单一供应商依赖性较低，对钢铁产品溢价空间较小，预计2024年钢材价格有望继续呈现区间波动态势，有利于公司对成本端控制

2023年公司钢材仍主要通过经销商进行采购，生产所需的原材料由采购部或外协部负责采购。跟踪期公司仍根据原材料或零部件的特性及市场供需情况等采用不同的采购策略，通过签订年度框架协议或批次合同按订单进行采购，其中年度框架协议并不会锁价锁量。负责采购的部门接到物料需求计划后，向建立合作关系的供应商进行询价，选择合适的供应商发出采购订单，公司对供应商仍会按年度根据供货质量、供货速度、服务、信用等方面进行考评。

钢材采购一般为货到付款，支付方式多以银行承兑汇票为主，采购价格中一般钢板和圆钢价格随行就市，方钢（三级缸体）因属于钢材半成品，公司可通过供应商批量订购毛坯来控制成本，即将钢材价格上涨的部分成本转至三级缸体供应商来承担。2023年以来钢材原材料价格有所下行，2024年有望继续呈现区间波动态势，有利于公司成本端压力控制。

表8 公司 2022-2023年主要原材料采购情况（单位：万元）

原材料	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
铸件	8,056.59	6.86%	7,015.53	6.68%
方钢	10,541.67	8.97%	13,268.21	12.63%
圆钢类	7,044.60	6.00%	6,920.17	6.59%
轴承	6,931.11	5.90%	5,710.47	5.44%
钢板	6,502.18	5.53%	7,278.79	6.93%
密封件	4,513.49	3.84%	4,023.99	3.83%
钎杆	3,816.59	3.25%	4,906.52	4.67%
废钢	2,749.94	2.34%	1,589.84	1.51%

生铁	1,167.25	0.99%	1,258.95	1.20%
合计	51,323.42	43.68%	51,972.47	49.48%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司直接材料占主营业务成本的比重较高，考虑到钢材市场竞争相对充分，公司对原材料溢价空间不大，且2023年前五大供应商占比仅为15.23%，公司对单一供应商的依赖性不高。

表9 公司主营业务成本构成及占比情况（单位：万元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	103,685.03	68.45%	97,166.29	67.91%
直接人工	13,012.36	8.59%	13,601.64	9.51%
制造费用	32,762.61	21.63%	30,509.87	21.32%
其他	2,004.84	1.32%	1,801.99	1.26%
合计	151,464.84	100.00%	143,079.80	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

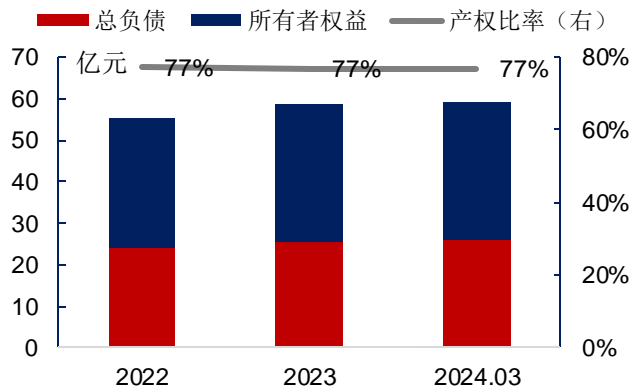
财务分析基础说明

以下分析基于公司公告的经天职国际会计师事务所（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年合并范围新增设立恩次方能源科技（江苏）有限公司和江西恩普能源科技有限公司两家公司，无子公司减少情况。

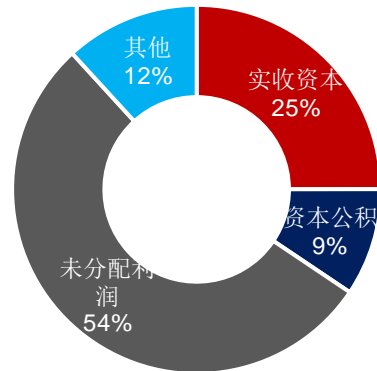
资本实力与资产质量

2023年公司应收款项增幅高于营业收入增长率，且存货规模增长明显，需关注其对营运资金的占用情况及库存积压风险

2023年公司对外融资力度边际提升，总负债规模小幅提升，但经营积累使得公司产权比例保持稳定，净资产对负债的保障程度依旧尚可。

图 5 公司资本结构


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

图 6 2024 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年末货币资金及交易性金融资产合计账面价值为9.24亿元，其中“艾迪转债”募集资金余额为7.33亿元。同期末公司应收账款增长幅度高于同期营业收入增长率，考虑到目前工程机械行业拐点仍有待观察，产业链上企业总体现现金流偏紧，应收款项对公司营运资金占用程度边际提升。公司2023年末库存商品账面价值大幅增至3.41亿元，根据公司2023年年度报告数据，主泵及马达库存量增至127.40%至34,740台，需关注工程机械行业拐点尚不明确的背景下，若订单不及预期库存积压及存货对营运资金的占用情况。此外，2023年末公司存货计提减值准备为0.25亿元。2023年继续对基建等资本开支继续进行投入，固定资产和在建工程账面价值有所提升增长。

总体来看，2023年公司应收款项及存货对营运资金占用情况边际增长，存货中库存商品账面价值增长明显，需关注其订单销售不及预期导致的积压风险。此外，近年公司基建投资等资本开支的投入，若目前工程机械后续行业拐点未到，需关注其新增产能消化情况。

表10 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	8.46	14.25%	5.04	8.55%	5.51	9.94%
交易性金融资产	0.91	1.53%	4.20	7.14%	5.32	9.59%
应收票据	1.89	3.19%	2.41	4.10%	1.49	2.68%
应收账款	8.33	14.02%	7.52	12.76%	5.84	10.54%
存货	9.48	15.96%	9.46	16.06%	8.65	15.59%
流动资产合计	31.11	52.39%	30.90	52.46%	28.22	50.87%
固定资产	20.84	35.10%	20.86	35.42%	19.93	35.92%
在建工程	3.34	5.63%	3.36	5.71%	3.21	5.79%
无形资产	2.38	4.01%	2.34	3.98%	2.37	4.28%
非流动资产合计	28.27	47.61%	28.00	47.54%	27.26	49.13%

资产总计	59.38	100.00%	58.90	100.00%	55.48	100.00%
------	-------	---------	-------	---------	-------	---------

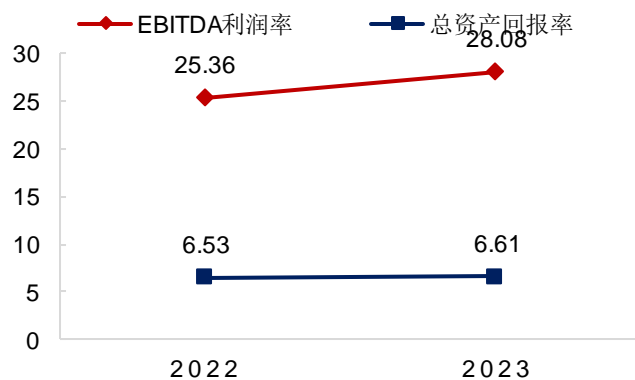
资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司营业收入及盈利能力均有所提升，但目前工程机械行业拐点仍需关注，且公司存货积压较多，若订单不及预期或存在减值风险

受益于硬质合金数控刀具、工业用多轴机器人和工程机械电池Pack产品收入的补充，2023年公司营业收入同比增长10.39%至22.35亿元，且工程机械下行周期背景下公司通过降低外协比例、优化流程工艺等方式降本增效，毛利率提升至31.93%，公司EBITDA亦有所提升，进而使得EBITDA利润率提升至2023年末的28.08%。同期公司盈利指标总体表现向好，但考虑到目前公司库存商品账面价值增长明显，若订单不及预期，或存在库存积压或者存货减值风险。

图 7 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

2023年公司杠杆经营程度边际提升，短期债务规模大幅提升，需关注公司即期债务偿付压力

2023年末公司发展经营对外融资依赖度总体有所上升，短期债务规模大幅增加，同比增长32.49%至9.42亿元，2024年3月末进一步增至9.58亿元。公司经营性债务主要为应付账款，由于公司主要原材料以大宗商品钢材为主，而下游主机厂相对强势，公司对下游议价能力相对偏弱。

表11 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	6.58	25.49%	5.53	21.59%	3.60	14.91%
应付票据	2.38	9.22%	2.66	10.38%	1.52	6.29%
应付账款	4.75	18.41%	4.65	18.18%	5.05	20.91%

一年内到期的非流动负债	0.07	0.27%	0.25	0.99%	1.72	7.12%
流动负债合计	15.80	61.22%	15.58	60.85%	14.30	59.15%
应付债券	8.90	34.48%	8.81	34.41%	8.44	34.92%
非流动负债合计	10.01	38.78%	10.02	39.15%	9.87	40.85%
负债合计	25.81	100.00%	25.60	100.00%	24.17	100.00%
总债务	18.48	71.60%	18.23	71.20%	15.75	65.17%
其中：短期债务	9.58	37.12%	9.42	36.79%	7.11	29.41%
长期债务	8.90	34.48%	8.81	34.41%	8.64	35.76%

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

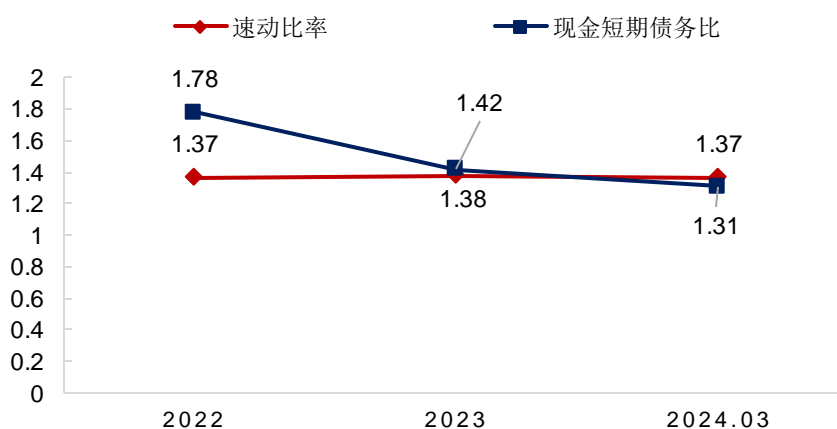
2023年公司经营性活动现金净流入收窄，一方面是因为票据结算占比增加，一方面则因为工程机械行业下行周期客户现金流紧张导致回款周期拉长所致。2023年公司继续降本增效，且子业务对收入形成一定的补充，盈利能力有所提升，FFO总体稳中有升。资产负债率小幅下降，EBITDA利息保障倍数基本保持平稳，总债务/总资本小幅上升，整体来看公司长期债务偿付能力总体较为稳定。

表12 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	0.56	0.12	1.60
FFO（亿元）	--	4.08	3.68
资产负债率	43.47%	43.46%	43.57%
净债务/EBITDA	--	0.86	0.70
EBITDA 利息保障倍数	--	9.81	10.60
总债务/总资本	35.51%	35.37%	33.48%
FFO/净债务	--	75.48%	102.44%
经营活动现金流净额/净债务	9.25%	2.15%	44.47%
自由现金流/净债务	5.75%	-21.21%	5.60%

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

2023年公司短期债务进一步增长，现金类资产变动幅度不大，导致公司现金短期债务比及速动比率有所下滑，但2023年末目前公司固定资产、在建工程 and 无形资产均未受限，且作为上市公司，“艾迪转债”若转股则利息支付相应有所降低，总体来看，2023年公司流动性表现虽小幅下滑但整体表现尚可。

图 8 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

公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境及社会因素

根据 2024 年 6 月 3 日公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形根据，不存在因发生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。

公司治理

公司根据有关法律法规等规定制定了公司章程，建立了包括董事会、监事会和经理层在内的法人治理结构，同时，公司为典型的家族企业，实控人对核心子公司掌控能力较强。截至 2024 年 3 月末，公司组织架构图如附录三所示。

（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 23 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，截至报告查询日（2024 年 6 月 15 日），中证鹏元未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

公司下游客户具备一定粘性且资质优质，2023年公司虽然营业收入及盈利能力有所提升，但总体产能利用率不高，且主营业务现金生产能力进一步下滑，债务结构转为短期债务为主，总债务规模有所上升。此外，2024年工程机械景气度拐点仍有待观察，公司主泵和马达2023年末库存量较2022年上涨幅度较大，若产品销售不及预期，则存在库存积压风险及对营运资金的占用上升情况。2023年末公司应收款项增幅较营业收入偏大，仍需关注其对营运资金的占用情况，目前募投项目投入进度不及预期已构成延期，需关注后续效益不及可研预期的情况。

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“艾迪转债”的信用等级为AA-。

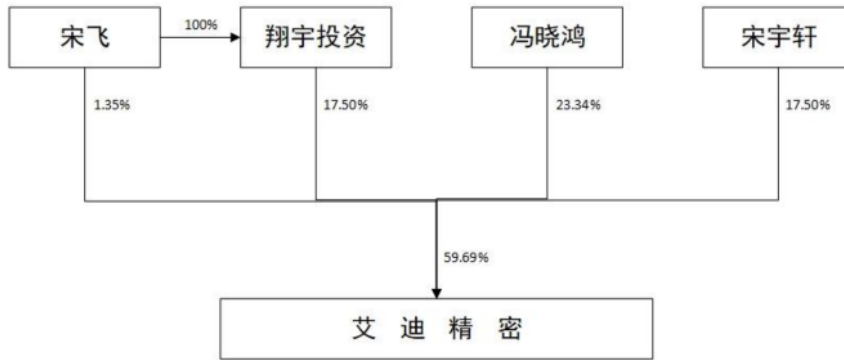
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	8.46	5.04	5.51	2.58
应收票据	1.89	2.41	1.49	2.07
应收账款	8.33	7.52	5.84	4.48
存货	9.48	9.46	8.65	8.29
流动资产合计	31.11	30.90	28.22	20.32
固定资产	20.84	20.86	19.93	14.69
在建工程	3.34	3.36	3.21	6.42
无形资产	2.38	2.34	2.37	2.17
非流动资产合计	28.27	28.00	27.26	24.50
资产总计	59.38	58.90	55.48	44.83
短期借款	6.58	5.53	3.60	2.05
应付票据	2.38	2.66	1.52	2.63
应付账款	4.75	4.65	5.05	6.52
一年内到期的非流动负债	0.07	0.25	1.72	0.57
流动负债合计	15.80	15.58	14.30	14.09
长期借款	0.00	0.00	0.20	1.80
应付债券	8.90	8.81	8.44	0.00
递延收益-非流动负债	1.00	1.01	1.09	0.60
非流动负债合计	10.01	10.02	9.87	2.53
负债合计	25.81	25.60	24.17	16.62
总债务	18.48	18.23	15.75	7.25
其中：短期债务	9.58	9.42	7.11	5.43
所有者权益	33.56	33.30	31.30	28.21
营业收入	6.32	22.35	20.25	26.84
营业利润	1.03	3.30	2.87	5.42
净利润	0.88	2.79	2.49	4.70
经营活动产生的现金流量净额	0.56	0.12	1.60	2.07
投资活动产生的现金流量净额	3.06	-0.29	-7.57	-5.42
筹资活动产生的现金流量净额	0.20	-0.48	9.45	-0.38
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	6.28	5.14	7.21
FFO（亿元）	--	4.08	3.68	5.61
净债务（亿元）	6.09	5.41	3.60	1.28
销售毛利率	30.64%	31.93%	28.87%	33.76%
EBITDA 利润率	--	28.08%	25.36%	26.86%
总资产回报率	--	6.61%	6.53%	13.73%

资产负债率	43.47%	43.46%	43.57%	37.07%
净债务/EBITDA	--	0.86	0.70	0.18
EBITDA 利息保障倍数	--	9.81	10.60	35.44
总债务/总资本	35.51%	35.37%	33.48%	20.44%
FFO/净债务	--	75.48%	102.44%	438.23%
经营活动现金流净额/净债务	9.25%	2.15%	44.47%	161.91%
自由现金流/净债务	5.75%	-21.21%	5.60%	-255.90%
速动比率	1.37	1.38	1.37	0.85
现金短期债务比	1.31	1.42	1.78	1.21

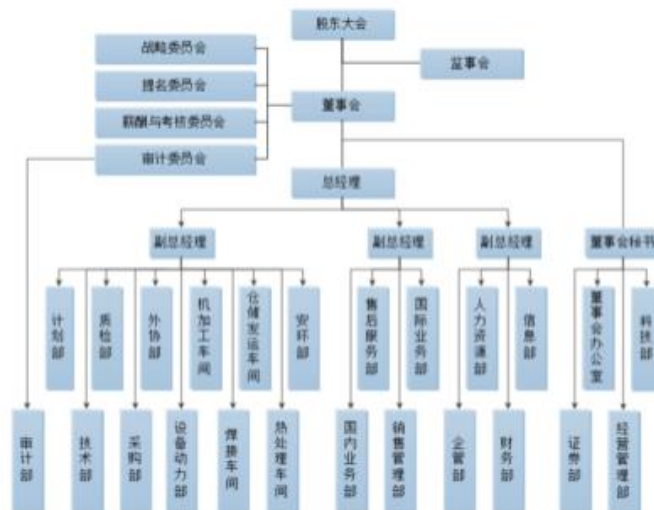
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月）



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 2024 年 3 月）



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一级子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
烟台艾迪液压科技有限公司	8,086.91	100.00%	液压件的研发及制造
烟台奥朗机械科技有限公司	5,000.00	100.00%	铸造件的加工
烟台艾迪锐能超硬刀具有限公司	8,000.00	100.00%	工具、模具等设备的制造
烟台艾创机器人科技有限公司	2,000.00	100.00%	工业机器人的研发及制造
邵阳中旺工程机械设备有限公司	1,000.00	100.00%	机械设备
亿恩新动力科技（山东）有限公司	10,000.00	100.00%	工程机械电动化

资料来源：公司提供，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。