

2014 年超威电源有限公司
公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

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員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【691】号 01

债券简称：14 超威债
增信方式：保证担保
担保主体：超威动力控
股有限公司
债券剩余规模：4.18 亿
债券到期日期：2020 年
08 月 14 日
债券偿还方式：按年付
息，到期一次还本，附
第 3 年末公司上调票面
利率选择权和投资者回
售选择权

分析师

姓名：
龚程晨 杨培峰

电话：
021-51035670

邮箱：
gongchch@cspengyuan.c
om

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于中证
鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

2014 年超威电源有限公司公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 06 月 28 日	2019 年 06 月 25 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对超威电源集团有限公司¹（以下简称“超威电源”或“公司”）及其 2014 年 8 月 14 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司铅酸蓄电池销量持续增长，主营业务发展较稳定；营销网络覆盖面广，渠道优势仍较为明显；超威动力控股有限公司（以下简称“超威动力”或“担保方”，00951.HK）提供的保证担保仍可为本期债券本息的偿付提供一定保障。同时我们也关注到，近两年电动自行车产量明显下滑，对铅酸蓄电池一级市场需求造成一定抑制；公司负债经营水平仍较高，且有息负债规模较大，存在集中偿付压力；应收账款规模较大，对资金造成较大占用，且存在一定回收风险等风险因素。

正面：

- 公司铅酸蓄电池销量持续增长，主营业务发展较稳定。2019 年公司销售铅酸蓄电池 20,608 万只，同比增长 7.59%，其中二级市场销量占比超过 80%。目前我国电动自行车保有量已超过 2.5 亿辆，电动自行车市场存量规模较大，电池更换需求仍较强劲，对公司二级市场铅酸蓄电池销售形成一定支撑。
- 公司营销网络覆盖面广，渠道优势仍较为明显。作为国内主要铅酸蓄电池生产商之一，公司建立起了较完善的营销网络，截至 2019 年末，公司二级市场代理商家

¹ 2019 年 8 月，公司更名为超威电源集团有限公司。

数为 2,556 家，较上年基本持平，基本覆盖全国。2019 年公司实现营业收入 283.00 亿元，同比小幅增长 0.77%，实现净利润 6.68 亿元，同比增长 36.81%，公司净利润水平持续增长。

- **超威动力提供的保证担保仍能为本期债券的本息偿付提供一定保障。**经中证鹏元综合评定，超威动力 2020 年主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍能为本期债券的本息偿付提供一定保障。

关注：

- **近两年电动自行车产量明显下滑，对铅酸蓄电池一级市场需求造成一定抑制。**2019 年我国电动自行车产量为 2,707.70 万辆，较 2017 年产量高点下降约 26.54%，近两年电动自行车产量明显下滑，对铅酸蓄电池一级市场需求形成一定抑制。
- **公司负债经营水平仍较高，且有息负债规模较大，存在集中偿付压力。**截至 2019 年末，公司资产负债率为 69.94%，仍保持较高水平；公司有息债务规模为 65.30 亿元，占总负债的比重达 54.47%，其中 2020 年需偿还本金达 50.24 亿元，存在集中偿付压力。
- **应收账款规模较大，对资金造成较大占用，且存在一定回收风险。**由于部分锂电池下游客户经营不佳，2019 年公司计提坏账准备 1.73 亿元，对公司利润形成一定侵蚀，截至 2019 年末公司应收账款账面价值为 18.20 亿元，关注应收账款回收情况。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,741,344.14	1,713,941.51	1,688,687.96	1,668,707.21
归属于母公司所有者权益	441,488.25	428,414.85	365,485.44	352,810.23
有息债务	741,963.92	652,975.32	757,930.17	712,471.46
资产负债率	69.94%	69.94%	72.95%	72.85%
流动比率	1.02	1.01	1.05	1.18
速动比率	0.76	0.75	0.82	0.92
营业收入	409,566.61	2,830,008.51	2,808,471.35	2,553,078.80
利润总额	20,305.22	93,571.67	64,379.24	66,085.16
净利润	13,202.62	66,845.30	48,860.78	51,532.25
综合毛利率	18.69%	16.14%	15.55%	14.89%

总资产回报率	-	7.63%	6.45%	6.46%
EBITDA	-	189,695.13	153,699.26	136,085.75
EBITDA 利息保障倍数	-	3.83	2.40	2.80
经营活动现金流净额	-8,782.95	87,268.20	315,215.68	55,965.36

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告和 2020 年一季度，中证鹏元整理

担保方主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,740,834.40	1,770,339.80	1,700,577.70
公司拥有人应占权益	453,518.70	400,266.80	367,261.40
资产负债率	68.89%	72.16%	72.44%
收入	2,718,173.20	2,694,823.70	2,465,401.10
除税前利润	80,548.60	57,770.90	63,563.90
经营活动所得现金净额	65,148.6	299,247.90	57,657.20

资料来源：担保方2017-2019年独立核数师报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年8月14日发行5年期6亿元公司债券，募集资金原计划用于年组装1,200万只密封型免维护铅酸蓄电池项目、年产40MWh锂离子电池和800吨磷酸铁锂正极材料建设项目和一期年产600万只蓄电池、1,500万套内化成极板及100万只新能源电池内化成建设项目。截至2019年末，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化，2019年8月，公司更名为超威电源集团有限公司。截至2020年4月末，公司注册资本及实收资本仍为106,380.00万元，控股股东为超威动力（香港）有限公司，持股比例为100.00%，实际控制人为周明明。

2019年公司主营业务未发生重大变化，新纳入公司合并范围子公司5家，无减少子公司，合并范围变化情况如下表所示。

表1 2019年公司新纳入合并报表范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
河南超力新能源有限公司	60.00%	3,000.00	电池产品销售	非同一控制下控股合并
浙江超威废旧电池回收利用有限公司	100.00%	5,000.00	批发和零售业	新设
江苏华威再生资源有限公司	100.00%	3,000.00	批发和零售业	新设
浙江力道能源有限公司	56.67%	1,000.00	风能储能系统的开发	新设
浙江超赢供应链管理有限公司	51.00%	5,000.00	企业供应链管理	新设

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

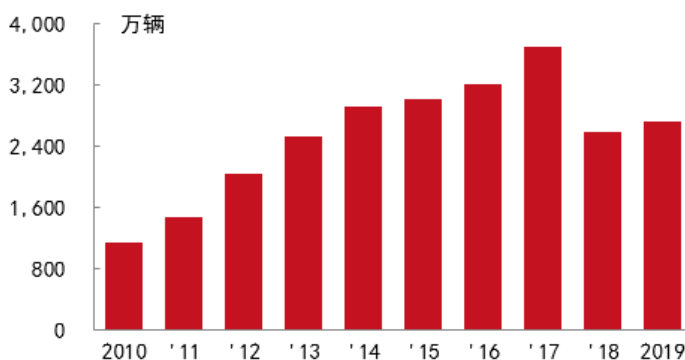
三、运营环境

电动自行车保有量不断增长，铅酸蓄电池二级市场需求仍较高；但近两年电动自行车产量明显下滑，对铅酸蓄电池一级市场需求造成不利影响

就产品种类而言，铅酸蓄电池大致可分为动力型（主要应用于电动自行车、电动特种车等电动车辆作为动力源）、起停型（主要用于汽车启动系统）、备用和储能型四大类。根据中国产业信息网数据统计，2018年，在我国铅蓄电池产品结构中，动力电池领域应用占比达到49%，属于铅蓄电池使用量最大的应用领域，起停电池占比38%。根据中国电器工业协会统计数据，2019年我国铅酸蓄电池行业总产值接近2,000亿元，市场规模仍较大。

动力型铅酸蓄电池下游市场主要系电动自行车市场，按需求类型可分为一级市场和二级市场，一级市场为电动自行车整车配套市场，二级市场为存量更换市场。一级市场方面，经过多年的快速发展，电动自行车市场趋于饱和，2018年全国各地开始严查严管电动自行车，致使当年产量同比下滑29.7%至2,589.92万辆。2019年4月，《电动自行车安全技术规范GB17761-2018》（以下简称“新国标”）正式实施，新国标明确了电动自行车的整车质量、最高时速等参数指标，同时多地出台道路车辆管理制度对电动自行车登记牌照及购买保险等事项提出要求。新国标及配套道路车辆管理制度的推出规范了市场秩序，提升了产品安全性能，有利于电动自行车产业的规范化、专业化运行，加速市场优胜劣汰，对行业内龙头企业的发展形成利好。2019年，我国电动自行车产量为2,707.70万辆，较2017年产量高点下降约26.54%，近两年电动自行车产量明显下滑，对铅酸蓄电池一级市场需求形成一定抑制。

图2 2019年全国电动自行车产量小幅提高



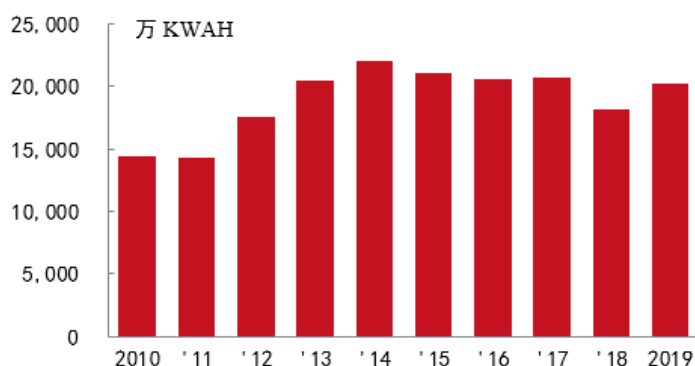
资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

二级市场方面，根据中国自行车协会数据，我国电动自行车保有量已超过2.5亿辆，并且预计2021年将超过3.0亿辆。电动自行车使用的铅酸蓄电池通常每1-2年需更换一次，因此铅酸蓄电池的二级市场更换需求远超一级市场配套需求，短期内仍能够为动力型铅酸蓄电池行业发展提供支撑。整体来看，随着环保、安全等要求不断提高，近两年电动自行车产量趋于下降，且新国标要求整车质量不超过55KG，为应对上述要求，部分电动自行车生产厂商选择使用锂电池替换传统铅酸蓄电池，对铅酸蓄电池行业形成一定不利影响。目前锂电池在电动自行车行业渗透率不超过10%，且由于售价较铅酸电池高，电动自行车市场对价格较敏感，预计锂电池的替代比例有限。随着电动自行车保有量不断增长，预计短期内电动自行车电池需求仍较大。

2015年以来铅酸蓄电池行业持续进行整合，一系列行业规范和准入条件的颁布，使得

众多不符合生产要求的小品牌企业遭到淘汰，全国铅酸蓄电池企业数量从2,000多家减少到300家左右，行业市场集中度快速提升。综合下游需求放缓、行业整治加快、锂离子电池替代增加等多方面因素影响，2015年以来我国铅酸蓄电池产量呈波动下降趋势，根据国家统计局数据显示，2019年1-12月我国铅酸蓄电池产量为20,248.6万KWAH，同比增长4.0%。目前来看，国内经济下行压力增大，汽车、电动自行车销量低迷，环保要求持续提高且叠加锂电替代的影响，铅酸蓄电池行业仍面临一定下行压力。

图3 2019年铅蓄电池产量有所提高



资料来源：国家统计局，Wind 资讯，中证鹏元整理

2019年铅价弱势下跌，铅蓄电池企业成本压力得到一定缓解

铅及含铅化合物占铅酸蓄电池成本的比重将近70%，故铅价波动与铅酸蓄电池价格紧密相关，给铅电池生产企业运营带来较大的风险。从供给端来看，在全球铅精矿供应恢复的背景下，冶炼厂利润开始修复，精铅产量增加，同时再生铅在可观利润的驱动下，产量也是保持高增速，供给增加，而下游需求依旧疲弱，汽车产业的不景气直接影响铅酸电池的需求，国内精铅供需过剩也在加剧，在供需过剩的格局下，2019年铅价基本成弱势运行。具体来看，2019年一季度铅价开启单边下行走势，从高位1.8万元/吨下挫至1.68万元/吨；二季度铅价几乎呈单边下跌之势；三季度铅价有所回升，高位探至1.7万元/吨；四季度铅价快速回调，创近三年新低至1.42万元/吨，2020年以来，铅价持续下探，最低至1.35万元/吨。整体来看，国家对环保方面越来越严格，至2020年蓄电池企业轻量化技改基本可完成，预计用铅量将继续下降5万吨，但国家大力推进5G基站的建设，2020年根据规划初步估算将至少为68万个5G基站，成为铅消费最大增长点，铅价的持续走低使铅蓄电池企业成本压力得到一定缓解，但铅价已处于历史低位，持续下跌空间不大。

图 4 2019 年以来长江有色市场 1#铅均价呈震荡走低态势

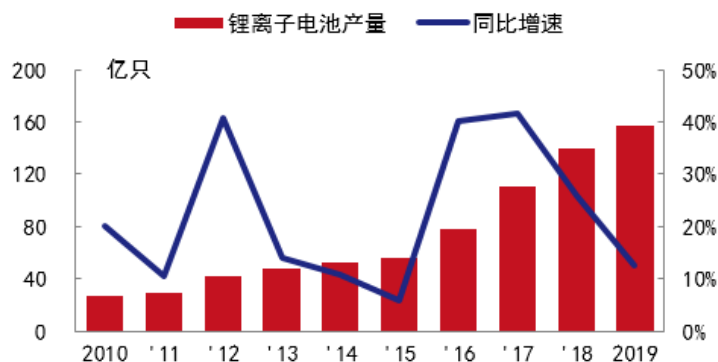


资料来源: Wind 资讯, 中证鹏元整理

受动力电池需求放缓影响, 2019 年我国锂离子电池产量增速持续回落; 锂电价格持续下降, 锂电产业链利润空间进一步缩小, 低端产能加速淘汰, 市场集中度继续提升

锂离子电池具有比能量和比功率较高、工作温度范围宽、自放电小、循环寿命长等优点, 主要应用于 3C 消费电子、电动汽车、储能等领域。近年来, 由于消费电子市场整体趋于饱和, 而电动汽车产销量增长迅速, 国内锂离子电池应用市场格局发生了显著变化, 电动汽车成为驱动锂离子电池产业成长的主要力量。受汽车行业整体需求较为低迷和新能源汽车补贴进一步退坡等因素综合影响, 动力电池需求增速放缓, 2019 年我国锂离子电池产量 157.22 亿只, 同比增长 12.40%, 增速较上年回落 13.47 个百分点。

图 5 2019 年锂离子电池产量增速持续回落

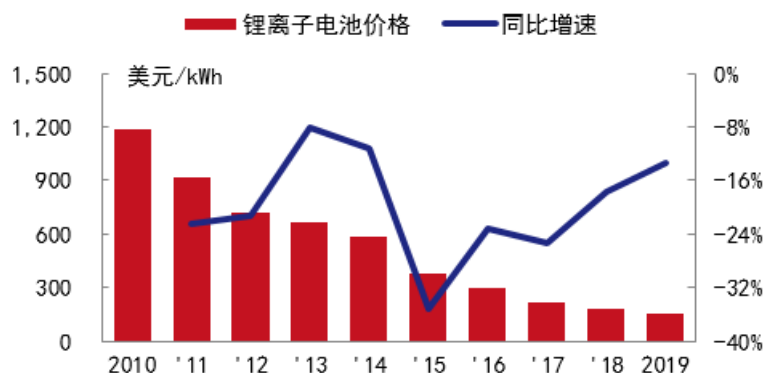


资料来源: Wind 资讯, 中证鹏元整理

根据锂离子电池下游应用的不同, 锂离子电池市场可进一步划分为消费锂电、动力锂电和储能锂电, 由于新能源汽车的快速发展, 动力锂电市场于 2017 年首次超过消费锂电市场后成为锂离子电池的最大应用领域, 2019 年我国动力锂电市场总装机量为 62.28 GWh, 同比增长 9.2%, 增速较上年下降了 47% 左右。从市场竞争格局来看, 2019 年国内动力锂电

市场top10企业合计市场份额达到89.6%，其中仅宁德时代一家装机量占比达52.8%，2019年动力电池top10企业市场份额较2018年上升约6.6个百分点，行业集中度进一步提升。锂离子电池经过多年技术和市场化发展，成本持续下降，叠加动力电池产能结构性过剩和原材料成本下降的影响，据北极星电力网数据，2019年锂电池价格同比下降13%，至156美元/kWh，2010-2019年锂电池价格共下降87%，年复合降幅达20%。

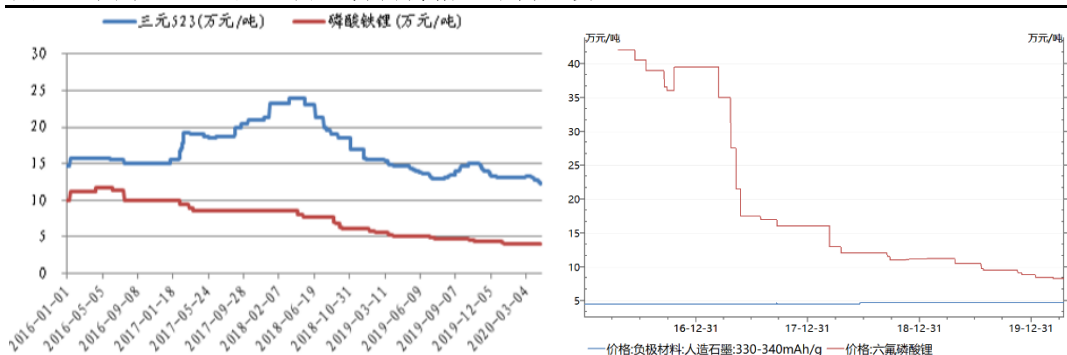
图6 锂离子电池价格持续走低



资料来源：北极星电力网、申港证券研究所，中证鹏元整理

从原材料价格来看，受钴价影响，2019年523三元材料价格有所波动，在产能释放市场供过于求的行业环境下，磷酸铁锂和六氟磷酸锂价格持续下降，负极材料石墨价格相对稳定。锂电池上游原材料价格整体呈下降趋势，有利于锂电池生产厂商成本控制。

图7 锂离子电池主要上游原材料价格呈下降趋势



资料来源：百川资讯、Wind资讯，中证鹏元整理

整体上看，受汽车行业整体需求较为低迷和新能源汽车补贴进一步退坡等因素综合影响，动力电池市场需求放缓，2019年锂离子电池产量增速持续回落。动力电池行业整体处于结构性产能过剩状态，预计短期难以缓解，低端产能加速淘汰，市场集中度继续提升，二线锂离子电池厂商更加积极开拓小型动力市场、消费锂电市场和储能锂电市场，市场竞争愈加激烈。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化，仍主要从事铅酸蓄电池的生产和销售，产品主要包括电动自行车电池、电动车电池及特殊用途电动车电池等。从收入结构来看，受主要原材料铅的价格下降影响，2019年公司铅酸蓄电池平均单价有所下降，使得公司实现电动自行车电池销售收入179.77亿元，较上年下降11.13%；由于公司客户开拓效果较好，2019年公司实现电动车电池及特殊用途电动车电池收入79.27亿元，同比增长47.51%。从毛利率来看，2019年公司综合毛利率为16.14%，同比小幅上升0.59个百分点。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
铅酸蓄电池	2,590,374.92	16.94%	2,560,105.05	15.92%
其中：电动自行车电池	1,797,671.08	17.03%	2,022,729.38	18.54%
电动车电池及特殊用途电动车电池	792,703.84	16.74%	537,375.67	6.09%
锂离子电池	22,149.33	0.91%	82,043.60	-1.82%
材料（包括铅及活性物）	213,751.82	6.53%	158,697.57	15.57%
其他	3,732.44	95.52%	7,625.13	75.72%
合计	2,830,008.51	16.14%	2,808,471.35	15.55%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年公司铅酸蓄电池销量持续增长，整体产能利用水平仍较高

公司与天能动力国际有限公司（以下简称“天能动力”，0819.HK）为我国前两大电动自行车电池生产商，两家企业合计市场占有率达80%以上。截至2019年末，公司铅酸蓄电池设计年产能达21,794万只，较上年略有下降，系公司总部根据各基地的新旧程度以及客户需求（如大小电池每年的需求变化）调整产能所致；截至2019年末，公司铅酸蓄电池共有11个生产基地，较上年无变动，分别分布在河南、山东、浙江、江苏、江西、河北和安徽等主要销售区域，有利于掌握市场需求动态，并降低仓储及物流成本。

2019年公司铅酸蓄电池产量较上年基本持平，产能利用率为92.80%，较上年小幅提升，公司铅酸蓄电池产能利用保持较高水平；铅酸蓄电池销量较上年增长7.59%，产销率达到101.89%，处于较高水平。

表3 公司铅酸蓄电池产品产销情况

项目	2019 年	2018 年
设计产能（万只/年）	21,794	22,598
产量（万只）	20,225	20,253
产能利用率	92.80%	89.62%

销量（万只）	20,608	19,155
产销率	101.89%	94.58%

资料来源：公司提供

值得关注的是，2020年初爆发的新冠疫情影响到居民日常出行，目前新冠疫情尚未完全平息，受此影响，公司2020年一季度实现营业收入40.96亿元，同比大幅下降29.29%，持续关注疫情对公司业务发展带来的影响。

公司营销网络覆盖面广，铅酸蓄电池销售收入仍主要来自于二级市场，主要销售区域销售收入占比进一步提升

公司铅酸蓄电池销售收入仍是公司主要收入来源，其产品销售主要包括两个市场，其中一级市场主要向电动自行车和电动车制造商供应产品；二级市场主要为电动自行车和电动车的替换电池市场，通过代理商运维电动车维修点、电动车门店等终端商的形式销售。一级市场方面，2019年公司一级市场收入占比为18.41%，较上年上升1.23个百分点，公司持续与国内主要电动自行车及电动车厂商建立了良好的合作关系，包括雅迪、爱玛、绿源、立马和比德文等知名品牌。二级市场方面，公司铅酸蓄电池销售收入仍主要来自于二级市场，2019年销售占比为81.59%；公司二级市场营销网络基本覆盖全国，截至2019年末，公司二级市场代理商的数量为2,556家，较上年基本持平，公司渠道优势仍较为明显。目前市场存量电动自行车规模较大，电池更换需求仍较强劲，对公司二级市场电池销售形成一定支撑。

电动车电池及特殊用途电动车电池方面，2019年公司客户开拓效果较好，实现电动车电池及特殊用途电动车电池收入79.27亿元，同比增长47.51%。

表4 公司一、二级市场收入占比变化情况

项目	2019 年	2018 年
大客户（一级市场）	18.41%	17.18%
经销商（二级市场）	81.59%	82.82%
合计	100.00%	100.00%

资料来源：公司提供

从销售区域来看，公司在全国建立了多个销售大区，销售网络已覆盖全国各地，其中江苏、京津唐及河北地区、浙沪地区、河南、山东、安徽等省市是公司主要市场，2019年上述六大销售区域的销售占比为72.17%，较上年提高9.14个百分点，其中浙沪大区销售收入占比大幅上升，系公司新增网络销售模式，且较多网络销售的客户注册地在江浙所致。

表5 公司铅酸蓄电池销售分布情况

销售区域	2019 年	2018 年
江苏大区	16.29%	14.54%

京津唐及河北大区	9.85%	11.39%
浙沪大区	21.86%	8.79%
河南大区	10.60%	10.98%
山东大区	7.07%	10.57%
安徽大区	6.50%	6.76%
其他	27.84%	36.97%
合计	100.00%	100.00%

资料来源：公司提供

由于公司客户较为分散，2019年前五大销售客户合计占营业收入的比重仍低于10%，大客户主要是来自一级市场的客户，包括雅迪集团、爱玛集团等，整体来看，公司客户集中度较低，对单一客户的依赖程度较低。销售结算方面，公司在二级市场实行现款现货的结算方式，在一级市场对部分大客户实行赊销政策，赊销账期根据客户销售规模有所差异，对于年销量超过60,000组，且净资产大于0.50亿元，合作期限两年以上的客户，赊销账期为60天；对于年销量在24,000-60,000组之间，且净资产在0.01亿元以上，合作期限超过一年的客户，赊销账期为15天；对于年总销量在24,000组以下的客户，采用货到付款。

2019年主要原材料电解铅采购价格下降，带动公司铅酸蓄电池价格下降；公司前两大供应商集中度仍较高，需关注后续原材料供应稳定性

公司铅酸蓄电池业务需要采购的原材料主要包括铅、极板以及电池等，主要通过战略采购部集中统一采购。通过多年的发展，公司积累了大量的供应商，且合作年限较长，为原材料的供应提供较好保障。2019年，公司前五大供应商采购金额合计占比为34.61%，较上年有所下降，但公司对前两大供应商的采购占比仍较高，2019年为25.25%，较上年略有上升，需关注后续原材料供应稳定性。采购结算方面，铅材料主要采用先款后货的结算方式，其他原材料一般有1个月账期，公司主要采用现金支付。

电解铅是铅酸蓄电池最主要的原材料，其占成本的比例接近70%，因而铅的价格波动对产品成本的影响较大。2019年铅价弱势运行，全年铅的采购平均价格达到16,598元/吨，同比下降12.64%。公司铅采购价格相对市场偏低，主要是因为公司有部分以废旧电池换铅的业务，公司将废旧电池交由铅冶炼厂回收，进而可获取较低的采购价格，有效降低了铅采购成本。由于主要原材料铅的价格下降，2019年公司铅酸蓄电池销售均价较上年下降13.31%；同时，公司技术不断进步，改善产品效能，铅酸蓄电池毛利率较上年上升1.02个百分点。

表6 公司原料铅平均采购价格及铅酸蓄电池产品平均销售价格对比情况

项目	2019 年	2018 年
铅成本占比	70.05%	71.05%

铅的采购平均价格（元/吨）	16,598	19,000
电池平均销售价格（元/只）	115.86	133.65

资料来源：公司提供

2019年公司调整锂电池产品线，锂电池产能、产量和销量均大幅下降，后续发展尚不明朗

受新能源汽车补贴退坡政策影响，近年锂电池市场价格不断下探，公司在汽车用锂电池生产方面的技术储备、成本管控与业内龙头企业仍有一定差距，2019年公司调整锂电池产品线，只发展轻型两轮车和三轮车用锂电池，使全年锂电池产能、产量和销量同比大幅下降，截至2019年末，公司锂电池产能为55万只/年，同比下降56.00%，产能利用率为25.50%，锂电池产能利用率仍保持较低水平；2019年锂电池销量为13.20万只，实现锂电池销售收入2.21亿元，同比大幅下降73.00%。

表7 公司锂电池的生产及销售情况（单位：万只）

项目	2019 年	2018 年
年产能	55.00	125.00
产量	14.00	35.50
销量	13.20	89.00
产能利用率	25.50%	28.40%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司研发投入规模仍较大，政府补助对公司盈利形成一定补充

公司注重研发创新，为国家技术创新示范企业，建有国家认定企业技术中心、国家认可实验室、国家环保工程技术中心、省重点企业研究院、院士工作站、博士后科研工作站等科技创新平台，并在德国建立了海外研发机构。2019年，公司研发投入7.98亿元，持续较大规模的研发投入，为公司持续发展奠定较好的基础，但也存在一定成果转化风险。

为支持公司业务发展及技术创新，2019年政府部门给予公司补助资金1.79亿元，近年来公司持续获得政府的支持，一定程度上提高了公司的盈利水平，但尚未形成固定补助机制，政府补助规模存在较大波动。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告和未经审计的2020年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。截至2019年末，纳入公司合并范围的子公司共78家，与2018年相比，新纳入

合并范围的子公司5家，无减少子公司。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但应收账款和存货规模较大，对资金造成较大占用，且存在一定回收风险和存货跌价风险

2020年3月末，公司总资产规模为174.13亿元，较2018年末增长3.12%，公司总资产规模持续小幅增长，资产结构仍以流动资产为主，2020年3月末占比为60.08%。

截至2019年末，货币资金余额为25.41亿元，其中其他货币资金6.33亿元，主要为信用证保证金、质押保证金和银行承兑汇票保证金，使用受限。

2019年末公司应收票据账面价值为14.19亿元，同比大幅增长120.04%，主要系年末公司加大回款力度，一级市场整车厂客户主要以银行承兑汇票支付所致；其中10.49亿元应收票据已质押使用受限，受限比例为73.95%。

截至2019年末，公司应收账款账面价值为18.20亿元，同比下降11.59%，其中账龄在1年以内的款项占比95.92%，因部分锂电池对应下游客户经营情况不佳，2019年公司计提坏账准备1.73亿元，期末累计坏账准备为4.19亿元（一年以内应收账款坏账计提比例为3%左右，账龄1-2年应收账款坏账计提比例约42%，2年以上应收账款全额计提坏账准备），坏账准备计提比例为18.73%，公司应收账款规模较大，需关注款项回收情况。

预付款项主要为预付材料款，2019年末账面价值为8.36亿元，同比上升113.53%，主要系预付材料款增加所致。

2019年公司存货账面价值为26.60亿元，同比上升22.97%，主要系公司新增半成品备货所致；其中原材料占比11.92%、半成品和产成品合计占比79.30%；公司存货规模较大，2019年末存货累计计提跌价准备0.08亿元，考虑到铅在公司产品中的成本占比较高，存货的价值易受铅价波动影响，目前铅价处于相对低位，但仍有波动的可能，公司计提跌价准备金额较小，后续存货仍存在一定的跌价风险。

表8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	320,998.47	18.43%	254,051.98	14.82%	407,572.16	24.14%
应收票据	87,032.38	5.00%	141,891.17	8.28%	64,483.34	3.82%
应收账款	184,824.25	10.61%	181,984.87	10.62%	205,839.47	12.19%
预付款项	95,633.06	5.49%	83,627.80	4.88%	39,164.70	2.32%
存货	267,249.34	15.35%	265,985.15	15.52%	216,305.92	12.81%

流动资产合计	1,046,210.33	60.08%	1,028,732.29	60.02%	1,008,389.78	59.71%
固定资产	392,943.77	22.57%	397,656.33	23.20%	363,509.96	21.53%
在建工程	93,771.80	5.39%	94,195.26	5.50%	128,347.77	7.60%
无形资产	84,071.08	4.83%	82,443.27	4.81%	80,989.45	4.80%
非流动资产合计	695,133.81	39.92%	685,209.22	39.98%	680,298.18	40.29%
资产总计	1,741,344.14	100.00%	1,713,941.51	100.00%	1,688,687.96	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告和 2020 年一季报，中证鹏元整理

固定资产主要为房屋建筑物和机器设备，随着河南正效厂房工程、山东超威建安工程、河南超威建安工程等在建工程部分转入固定资产，2019年末固定资产同比增长9.39%至39.77亿元，其中净值为10.58亿元的房屋建筑物已抵押。

在建工程主要为公司山东超威建安工程、江西新威厂房工程和扬州华翔建安工程等多个生产线安装项目，上述在建工程已部分完工投产并转入固定资产，随着项目建设的持续投入，2019年末账面价值为9.42亿元，同比下降26.61%。无形资产主要为土地使用权、专利权及非专利技术，2019年末无形资产账面价值为8.24亿元，土地中用于银行借款抵押的净值为1.81亿元。

整体来看，公司资产规模持续增长，但应收账款和存货规模较大，对资金造成较大占用，且存在一定回收风险和存货跌价风险。

资产运营效率

2019年公司净营业周期进一步缩短，资产运营效率基本维持稳定

公司在二级市场实行现款现货的结算方式，且二级市场收入占比较高，使公司应收票据及应收账款周转率较快，2019年公司应收票据及应收账款周转天数为37.79天，较上年下降4.68天。2019年公司存货规模同比有所增长，存货周转天数较上年略有增加。采购和付款方面，2019年公司用于存货备货的原材料采购增加及增加应付票据支付，使得应付票据和应付账款规模有所增长，其周转天数较上年增加3.23天。整体上看，受益于应收票据及应收账款周转效率提高，2019年公司净营业周期持续缩短，资金周转效率进一步提升。

2019年公司流动资产规模较上年小幅增长，其周转效率基本保持稳定，同期固定资产规模有所上升，周转天数略有增加。整体来看，2019年公司总资产周转天数为216.42天，较上年基本持平，资产运营效率维持稳定。

表9 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019 年	2018 年
应收票据及应收账款周转天数	37.79	42.47

存货周转天数	36.58	33.94
应付票据及应付账款周转天数	52.98	49.75
净营业周期	21.39	26.66
流动资产周转天数	129.57	131.47
固定资产周转天数	48.41	44.25
总资产周转天数	216.42	215.18

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司净利润规模上升较快，毛利率小幅提升，但较大规模的坏账准备对公司盈利形成一定侵蚀

公司营业收入仍主要来自铅酸蓄电池销售收入，2019年公司实现营业收入283.00亿元，同比小幅增长0.77%。从收入结构来看，受主要原材料铅的价格下降影响，2019年公司铅酸蓄电池平均单价有所下降，使得公司实现电动自行车电池销售收入179.77亿元，较上年下降11.13%；由于公司客户开拓效果较好，2019年公司实现电动车电池及特殊用途电动车电池收入79.27亿元，同比增长47.51%。从毛利率来看，2019年公司综合毛利率为16.14%，同比小幅上升0.59个百分点。

2019年公司研发费用和财务费用等各项期间费用有所下降，期间费用率有所下滑，但公司计提较大规模的坏账准备对公司利润形成一定侵蚀，综合使得公司2019年实现利润总额9.36亿元，同比增长45.34%，实现净利润6.68亿元，同比增长36.81%，净资产收益率较上年上升3.02个百分点至13.76%，公司盈利能力有所上升。但值得注意的是，受新冠疫情的影响，2020年一季度公司实现营业收入40.96亿元，同比大幅下降29.29%，疫情影响居民的日常出行，关注疫情对公司业务发展带来的影响。

表10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年
营业收入	409,566.61	2,830,008.51	2,808,471.35
其他收益	6,844.77	17,904.01	9,572.32
资产减值损失	-370.63	-20,838.54	7,935.55
营业利润	19,724.20	94,348.41	60,236.12
利润总额	20,305.22	93,571.67	64,379.24
净利润	13,202.62	66,845.30	48,860.78
综合毛利率	18.69%	16.14%	15.55%
期间费用率	11.06%	8.59%	9.60%
营业利润率	4.82%	3.33%	2.14%

总资产回报率	-	7.63%	6.45%
净资产收益率	-	13.76%	10.74%
营业收入增长率	-29.29%	0.77%	10.00%
净利润增长率	47.62%	36.81%	-5.18%

注：2018 年审计报告中资产减值损失用正数表示，和审计报告保持一致。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告和 2020 年一季报，中证鹏元整理

现金流

公司经营回款仍较好，但运营资本对公司的资金占用增加，经营活动净流入显著下降

2019年公司收现比较上年有所下降，为0.98，但经营回款情况仍较好。营运资本方面，2019年公司存货、经营性应收、应付项目均有所增加，且经营性应收项目增加较快，综合影响下营运资本对公司资金的占用有所增加，2019年公司经营活动产生现金净流入8.73亿元，同比下降72.31%。

投资活动方面，2019 年收到其他与投资活动相关的现金 114.63 亿元、支付其他与投资活动相关的现金 109.37 亿元，主要是公司存取保证金现金流动，同时公司建造厂房、购买机器设备等支付现金 6.29 亿元，投资活动现金净流出 0.63 亿元，公司投资活动现金持续净流出，考虑到目前仍有部分扩产项目尚未完工，公司后续仍面临一定资金支出压力。

筹资活动方面，2019 年公司筹资活动现金流入合计 25.63 亿元，融资渠道主要是银行借款，融资规模较上年有所缩减；2019 年公司偿还债务支付的现金规模较大，为 39.06 亿元，全年筹资活动产生现金净流出 18.19 亿元。

考虑到公司在建项目较多，未来仍存在一定建设投入需求，且公司短期有息负债规模较大，存在债务滚动续接的压力，综合来看短期内公司对外部融资仍有较大依赖。

表11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.98	1.18
净利润	66,845.30	48,860.78
营运资本变化	-99,188.22	178,552.46
其中：存货减少（减：增加）	-49,757.80	16,043.11
经营性应收项目减少（减：增加）	-132,632.35	170,002.35
经营性应付项目增加（减：减少）	83,201.93	-7,492.99
经营活动产生的现金流量净额	87,268.20	313,016.28
投资活动的现金流量净额	-6,273.02	-113,153.50
筹资活动产生的现金流量净额	-181,864.92	-52,332.76
现金及现金等价物净增加额	-100,869.74	149,729.42

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

2019年公司负债规模小幅下降，但资产负债水平仍较高，存在集中偿付压力

2019年公司偿还部分有息债务且外部融资力度有所下降，年末公司负债总额为119.88亿元，同比小幅下降2.69%；受益于公司盈余积累，年末所有者权益为51.51亿元，同比增长12.79%，产权比率为232.71%，较上年有所下降，但仍维持比较高水平，净资产对负债的保障程度仍较低。

表12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
负债总额	1,217,872.10	1,198,794.02	1,231,941.75
所有者权益	523,472.04	515,147.48	456,746.21
产权比率	232.65%	232.71%	269.72%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告和 2020 年一季报，中证鹏元整理

公司债务以流动负债为主，随着应付债券全部转入一年内到期的非流动负债，2019年末流动负债占负债总额较上年上升7.19个百分点，达85.15%。2019年末公司短期借款账面余额为24.72亿元，主要是保证借款及抵押借款，同比下降22.12%。2019年公司应付票据余额14.28亿元，同比增长24.65%，2020年3月末进一步增长至18.94亿元；应付账款余额23.46亿元，较上年增长13.49%，应付账款主要为应付供应商采购款，账龄主要集中在一年以内。预收款项主要是预收经销商货款，2019年末账面余额6.80亿元。其他应付款主要包括收取的经销商保证金、应付物流费和销售费用，主要由经营业务产生，账面余额随业务规模扩大持续增长。一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款和应付债券，截至2019年末账面余额为11.24亿元。

公司非流动负债主要为长期借款，2019年末公司长期借款账面余额为15.06亿元，主要为保证和抵押借款，借款利率在4.35%-7.89%之间；本期债券将于2020年8月14日到期，17超威MTN001将于2020年10月28日到期，公司全部应付债券转入一年内到期的非流动负债，期末应付债券余额为0。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020 年 3 月		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	273,281.07	22.44%	247,171.07	20.62%	317,373.05	25.76%
应付票据	189,370.51	15.55%	142,755.74	11.91%	114,528.79	9.30%

应付账款	208,655.78	17.13%	234,607.99	19.57%	206,720.90	16.78%
预收款项	57,236.84	4.70%	68,033.10	5.68%	57,803.65	4.69%
其他应付款	91,737.71	7.53%	93,544.66	7.80%	75,788.12	6.15%
一年内到期的非流动负债	112,435.65	9.23%	112,435.65	9.38%	82,041.60	6.66%
流动负债合计	1,024,669.31	84.14%	1,020,788.20	85.15%	960,404.29	77.96%
长期借款	166,876.70	13.70%	150,612.87	12.56%	137,784.42	11.18%
应付债券	0.00	0.00%	0.00	0.00%	106,202.32	8.62%
非流动负债合计	193,202.79	15.86%	178,005.82	14.85%	271,537.46	22.04%
负债合计	1,217,872.10	100.00%	1,198,794.02	100.00%	1,231,941.75	100.00%
其中：有息债务	741,963.92	60.92%	652,975.32	54.47%	757,930.17	61.52%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告和 2020 年一季报，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务规模为65.30亿元，较上年末下降13.85%，公司有息债务规模较大，其中2020年需偿还本金达50.24亿元，占有息负债总额的76.93%，存在集中偿付压力。

2019年公司负债规模小幅下降，资产负债率小幅将至69.94%，整体债务水平仍较高。公司流动比率和速动比率较上年略有下降，仍保持较低水平，流动资产对流动负债的保障偏弱。2019年公司EBITDA同比增长23.43%至18.97亿元，EBITDA利息保障倍数上升至3.83，公司盈利对利息的保障程度上升。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
资产负债率	69.94%	69.94%	72.95%
流动比率	1.02	1.01	1.05
速动比率	0.76	0.75	0.82
EBITDA（万元）	20,305.22	189,695.13	153,699.26
EBITDA 利息保障倍数	-	3.83	2.40
有息债务/EBITDA	-	3.44	4.93
债务总额/EBITDA	-	6.32	8.02
经营性净现金流/流动负债	-0.01	0.09	0.33
经营性净现金流/负债总额	-0.01	0.07	0.26

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告和 2020 年一季报，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

超威动力提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍能为本期债券的本息偿付提供一定保障

超威动力成立于2010年1月18日，于2010年7月7日首次公开发行股票并在香港联合交易所主板上市。

超威动力主营业务为铅酸蓄电池的生产及销售，其主要产品有电动自行车蓄电池、汽车用蓄电池、储能型蓄电池等，其业务基本都由超威电源经营。超威动力已建立全国性的销售与分销网络，覆盖一级（集中向电动自行车制造商供应产品）及二级（主力服务电动自行车的替换电池市场）市场，近年超威动力经营规模稳定增长，经营实力持续增强，2019年实现营业收入271.82亿元，同比小幅增长0.87%，其中铅酸蓄电池业务收入248.76亿元，锂电池业务收入2.59亿元，综合毛利率为12.48%，超威动力收入规模小于超威电源，主要系合并抵消所致，抵消金额为11.18亿元。

表15 担保方营业收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
铅酸蓄电池	2,487,574.00	16.94%	2,461,676.70	12.56%
其中：电动自行车电池	1,724,945.50	17.03%	1,941,725.10	15.14%
电动车电池及特殊用途电动车电池	762,628.50	16.74%	519,951.60	2.95%
锂离子电池	25,913.20	0.91%	79,084.00	-5.63%
材料（包括铅及活性物）	204,686.00	6.53%	154,063.00	12.16%
合计	2,718,173.20	12.48%	2,694,823.70	12.01%

资料来源：公司提供

截至2019年12月31日，担保方资产总额为174.08亿元，公司拥有人应占权益45.35亿元，资产负债率为68.89%；2019年度，担保方实现收入271.82亿元，除税前利润8.05亿元，经营活动现金流净额6.51亿元。

表16 担保方主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
总资产	1,740,834.40	1,770,339.80
公司拥有人应占权益	453,518.70	400,266.80
有息债务	658,351.30	736,175.60
资产负债率	68.89%	72.16%
流动比率	1.01	1.06
速动比率	0.75	0.84
收入	2,718,173.20	2,694,823.70
除税前利润	80,548.60	57,770.90
综合毛利率	12.48%	12.01%
总资产回报率	6.30%	5.27%
EBITDA	169,162.20	135,585.70

EBITDA 利息保障倍数	3.16	3.80
经营活动所得现金净额	65,148.60	299,247.90

资料来源：担保方 2018-2019 年独立核数师报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，超威动力主体长期信用等级为AA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能为本期债券安全性提供一定保障。

七、其他事项分析

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年6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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、评级结论

2019年公司销售铅酸蓄电池20,608万只，同比增长7.59%，电动自行车市场存量规模较大，电池更换需求仍较强劲，对公司二级市场铅酸蓄电池销售形成一定支撑；作为国内主要铅酸蓄电池生产商之一，公司建立起了较完善的营销网络，截至2019年末，公司二级市场代理商家数为2,556家，较上年基本持平，基本覆盖全国各省，公司渠道优势仍明显；超威动力提供的保证担保仍能为本期债券的本息偿付提供一定保障。

但我们也关注到，近两年电动自行车产量明显下滑呈波动下滑趋势，对铅酸蓄电池一级市场需求造成一定抑制；截至2019年末，公司资产负债水平为69.94%，公司有息债务规模为65.30亿元，占总负债的比重达54.47%，其中2020年需偿还本金达50.24亿元，占有息负债总额的76.93%，存在集中偿付压力；应收账款规模较大，对资金造成较大占用，且存在一定回收风险。

基于以上分析，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

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：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	320,998.47	254,051.98	407,572.16	247,096.67
应收账款	184,824.25	181,984.87	205,839.47	194,612.00
存货	267,249.34	265,985.15	216,305.92	230,870.18
固定资产	392,943.77	397,656.33	363,509.96	326,887.84
资产总计	1,741,344.14	1,713,941.51	1,688,687.96	1,668,707.21
短期借款	273,281.07	247,171.07	317,373.05	264,600.82
应付票据	189,370.51	142,755.74	114,528.79	104,137.11
应付账款	208,655.78	234,607.99	206,720.90	230,162.00
一年内到期的非流动负债	112,435.65	112,435.65	82,041.60	38,675.31
长期借款	166,876.70	150,612.87	137,784.42	180,936.26
应付债券	-	-	106,202.32	105,868.97
负债合计	1,217,872.10	1,198,794.02	1,231,941.75	1,215,710.22
归属于母公司所有者权益合计	441,488.25	428,414.85	365,485.44	352,810.23
所有者权益合计	523,472.04	515,147.48	456,746.21	452,996.99
营业收入	409,566.61	2,830,008.51	2,808,471.35	2,553,078.80
营业利润	19,724.20	94,348.41	60,236.12	61,057.70
净利润	13,202.62	66,845.30	48,860.78	51,532.25
经营活动产生的现金流量净额	-8,782.95	87,268.20	315,215.68	55,965.36
投资活动产生的现金流量净额	-69,611.54	-6,273.02	-113,153.50	-126,328.96
筹资活动产生的现金流量净额	79,023.69	-181,864.92	-52,332.76	161,198.06
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	37.79	42.47	47.40
存货周转天数	-	36.58	33.94	38.31
应付账款周转天数	-	52.98	49.75	50.37
净营业周期	-	21.39	26.66	35.34
流动资产周转天数	-	129.57	131.47	127.98
固定资产周转天数	-	48.41	44.25	44.92
总资产周转天数	-	216.42	215.18	207.79
综合毛利率	18.69%	16.14%	15.55%	14.89%
期间费用率	11.06%	8.59%	9.60%	9.15%
营业利润率	4.82%	3.33%	2.14%	2.39%
总资产回报率	-	7.63%	6.45%	6.46%
净资产收益率	-	13.76%	10.74%	12.04%
营业收入增长率	-29.29%	0.77%	10.00%	15.01%

净利润增长率	49.62%	36.81%	-5.18%	-23.53%
资产负债率	69.94%	69.94%	72.95%	72.85%
流动比率	1.02	1.01	1.05	1.18
速动比率	0.76	0.75	0.82	0.92
EBITDA（万元）	-	189,695.13	153,699.26	136,085.75
EBITDA 利息保障倍数	-	3.83	2.40	2.80
有息债务/EBITDA	-	3.44	4.93	5.24
债务总额/EBITDA	-	6.32	8.02	8.93
经营性净现金流/流动负债	-0.01	0.09	0.33	0.06
经营性净现金流/负债总额	-0.01	0.07	0.26	0.05

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告和 2020 年一季报，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收票据及应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额} + \text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付票据及应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额} + \text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款

附录三 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、债务人主体长期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、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。