



2021年震安科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2023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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2021年震安科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券 2023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	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
震安转债	A+	A+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：震安科技股份有限公司（以下简称“震安科技”或“公司”，证券代码为“300767.SZ”）所处减隔震行业政策利好持续，减隔震技术不断被推广和应用，市场空间持续释放，作为我国目前 A 股唯一一家以建筑减隔震为主业的上市企业，公司项目经验丰富，技术研发能力较强，在行业保持领先地位，业务发展仍有望受益于行业扩容；同时中证鹏元也关注到公司经营产品相对单一，产品销售对主要客户依赖度加大，且货款回收滞后，经营活动现金流表现仍较弱，应收账款及存货仍占用较多营运资金，总债务规模继续增长，生产所需原材料主要为钢材等大宗商品，需关注其价格波动对公司盈利的影响，此外，公司投资建设产能项目能否实现预期经济效益存在不确定性等风险因素。

评级日期

2023 年 6 月 25 日

联系方式

项目负责人： 蒋申
jiangsh@cspengyuan.com

项目组成员： 邹火雄
zouhx@cspengyuan.com

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	2023.3	2022	2021	2020
总资产	25.54	25.63	20.64	14.82
归母所有者权益	16.22	16.15	12.85	11.09
总债务	5.79	5.78	3.94	1.28
营业收入	1.27	8.97	6.70	5.80
净利润	0.04	1.01	0.85	1.61
经营活动现金流净额	-0.37	-0.38	-1.83	1.21
净债务/EBITDA	--	0.14	0.06	-1.93
EBITDA 利息保障倍数	--	8.32	7.44	211.24
总债务/总资本	26.22%	26.26%	23.13%	10.31%
FFO/净债务	--	339.84%	721.97%	-38.42%
EBITDA 利润率	--	25.33%	20.38%	35.51%
总资产回报率	--	6.19%	6.04%	14.91%
速动比率	2.64	2.37	1.93	2.75
现金短期债务比	1.96	1.79	1.95	4.21
销售毛利率	37.37%	42.21%	41.68%	52.65%
资产负债率	36.16%	36.66%	36.66%	25.12%

注：2020 年净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负，系净债务为负。

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司所处行业政策利好持续，减隔震技术不断被推广和应用，市场空间持续释放。**建筑减隔震行业受政策影响较大，我国对抗震的重视度不断提升，自《建设工程抗震管理条例》正式实施以来，减隔震行业正式进入“强制”时代，减隔震技术不断被推广及应用，四川、河北、安徽等省份减隔震政策持续跟进，有利于推动减隔震行业发展。
- **公司在建筑减隔震相关产品生产及服务领域具有丰富的项目实践经验及技术优势，在行业保持领先地位，有望充分受益于行业扩容。**公司为国内领先的建筑隔震整体解决方案供应商、高新技术企业及目前 A 股唯一一家以建筑减隔震为主业的上市企业，具备较高的品牌知名度；2022 年新增研发项目 20 余项，具有较强的研发能力和较高的产品制造工艺水平；受益于业务区域的不断拓展，2022 年公司营业收入同比大幅增长，在手订单充足，在全国房屋建筑减隔震领域仍具有较高的市场占有率。

关注

- **公司经营产品相对单一，客户集中度较大且进一步提升。**公司专注于从事减隔震产品的研发、生产、销售等，营业收入仍基本来源于建筑减隔震产品，且受政策及市场认可度影响较大。公司客户结构逐步向大型央企及国有施工集团企业集中，2022 年前五大客户销售收入占比增至 44.56%，其中第一大客户销售收入占比增至 22.50%，需关注下游客户经营业绩波动对公司盈利的影响。
- **受下游客户资金较为紧张等影响，公司回款滞后，经营活动现金流表现仍较弱，应收账款及存货仍占用较多营运资金，总债务规模继续增长。**受经济下行等因素影响，下游客户资金较为紧张，导致公司 2022 年应收账款周转天数延长至 278 天；期末应收账款和存货账面价值合计占总资产的比重为 43.65%，仍占用较多资金。伴随外部融资增加，2022 年末公司总债务规模继续增长，但经营活动现金流持续净流出，现金类资产（扣除 IPO、本期债券、定增的募集资金）对短期债务覆盖程度一般。
- **公司主要原材料为钢材等大宗商品，需持续关注原材料价格波动风险。**公司生产所需的原材料主要为外购的钢材、橡胶、铅锭等大宗商品，价格多随市场波动，需持续关注原材料价格波动对公司盈利的影响。
- **公司投资建设产能项目能否实现预期经济效益存在不确定性。**2022 年 12 月 31 日公司新建智能化减隔震制品装备制造基地项目（IPO 募投项目之一，新增橡胶减隔震制品产能 5 万套）竣工验收工作已完成，主要在建项目投产后新增产能较大，需持续关注新增产能释放、利用率及项目收益可能存在不及预期的风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司所处行业政策持续利好，国内减隔震产品不断被推广及应用，作为建筑减隔震龙头企业，公司业务发展有望受益于行业扩容。

同业比较（单位：亿元）

指标	海德科技 (835415.NQ)	天铁股份 (300587.SZ)	容大股份 (873883.NQ)	震安科技 (300767.SZ)
总资产	2.92	51.23	2.72	25.63
营业收入	1.39	17.20	1.43	8.97
净利润	-0.30	4.00	0.29	1.01
销售毛利率（%）	1.71	57.64	43.87	42.21
资产负债率（%）	38.15	40.68	31.78	36.66
应收账款周转天数（天）	364	283	253	278
存货周转天数（天）	138	180	167	215

注：以上各指标均为 2022 年/2022 年末数据。

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_2022V1.0
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	4/5		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				-1
个体信用状况					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

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 a+，反映了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。

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
A+/稳定	A+/震安转债	2022-5-18	汪永乐、邹火雄	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
A+/稳定	A+/震安转债	2020-8-28	张涛、刘志强	公司债券评级方法 、 企业主体长期信用评级模型	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
震安转债	2.85	2.49	2022-5-18	2027-3-12

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2021年3月向不特定对象发行6年期2.85亿元可转换公司债券，募集资金计划用于新建智能化减震及隔震制品装备制造基地项目。截至2022年末，“震安转债”募集资金专项账户余额为0.77亿元。

三、发行主体概况

2022年及2023年一季度，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。2022年9月1日中国证券监督管理委员会出具了《关于同意震安科技股份有限公司向特定对象发行股票注册的批复》（证监许可〔2022〕2008号），同意公司向特定对象发行股票的注册申请，公司于2022年9月28日完成定增，募集资金总额为2.50亿元。因资本公积转增股本、向特定对象发行股票及“震安转债”转股增加股本，截至2023年3月末，公司股本增至2.47亿元，北京华创三鑫投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“华创三鑫”）持有公司20.25%的股权，为公司第一大股东；公司实际控制人仍为李涛先生，其直接及间接持股比例合计为28.48%，公司股权结构图见附录二。2022年3月末公司前十大股东所持公司股份均无质押、标记或冻结的情形。

表1 截至2023年3月末公司前十大股东持股情况（单位：万股）

股东名称	持股数量	持股比例
北京华创三鑫投资管理合伙企业（有限合伙）	5,007.29	20.25%
李涛	4,775.40	19.32%
香港中央结算有限公司	1,213.83	4.91%
华夏人寿保险股份有限公司—自有资金	480.11	1.94%
华夏基金管理有限公司—社保基金四二二组合	408.93	1.65%
中国农业银行股份有限公司—富国价值优势混合型证券投资基金	400.00	1.62%
百年人寿保险股份有限公司—传统保险产品	400.00	1.62%
交通银行股份有限公司—华安策略优选混合型证券投资基金	348.89	1.41%
基本养老保险基金一六零二二组合	300.59	1.22%
中国工商银行股份有限公司—中欧消费主题股票型证券投资基金	286.60	1.16%
合计	13,621.64	55.10%

资料来源：公司2023年第一季度报告，中证鹏元整理

为充分利用合作双方的技术、品牌和资源优势，进一步拓展业务领域，扩大产业布局，2022年9月19日公司董事会决议同意公司以货币出资2,450万元（持股比例49%）与中国建筑西北设计研究院有

限公司（货币出资 2,550 万元，持股比例 51%）共同投资设立中建震安科技工程有限公司，已于2022年11月1日完成工商注册。

2022年5月14日公司新设全资子公司震安科技（陕西）有限责任公司（以下简称“震安科技陕西公司”），注册资本为0.20亿元（截至2022年末公司尚未缴纳注册资本），主要从事减隔震产品销售。除此之外，2022年公司及2023年一季度合并范围内子公司无其他变动情况。截至2023年3月末，纳入公司合并范围内子公司共7家，详见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业环境

我国建筑减隔震行业受政策影响较大，随着国家对抗震的重视度、减隔震技术的认可度与推广力度不断提升，行业需求有望继续保持增长

建筑业因涉及人民生命财产安全，需由政府部门制定相关政策进行管理，减隔震行业属于建材行业，受政策影响较大。随着地震灾害的发生及对人民生命财产造成的损失增多，我国对防震抗震愈发重视，日益认可建筑减隔震相关技术对防震抗震的效果，并不断出台一系列政策及文件推广该技术。我国要求位于抗震设防烈度8度（含8度）以上地震高烈度区、地震重点监视防御区或地震灾后重建阶段的新建3层（含3层）以上学校、幼儿园、医院等人员密集公共建筑，应优先采用减隔震技术进行设计；鼓励重点设防类、特殊设防类建筑和位于抗震设防烈度8度（含8度）以上地震高烈度区的建筑采用减隔震技术。2021年4月27日，住房和城乡建设部批准《建筑隔震设计标准》为国家标准，该标准适用于抗震设防烈度6度及以上地区的建筑物的隔震设计及既有建筑的隔震加固设计，进一步为建筑隔震设计提供了技术指南。此外，减隔震产品可以降低建筑物对钢材、水泥的用量，8度区可减少钢材使用量20%-30%左右，9度区可减少钢材使用量30%-40%左右，考虑到建材运输和施工环节的碳排放以及全生命周期遭遇震害，建筑物及设备修复或重置的碳排放，减隔震技术有利于建筑业降低碳排放，契合国家“碳达峰、碳中和”战略规划。

2021年9月1日，随着《建设工程抗震管理条例》（以下简称“《条例》”）正式实施，我国减隔震行业正式进入“强制”时代。伴随上述政策的落地，四川、河北、安徽等省份减隔震政策持续跟进，市场空间持续释放。2022年5月5日，四川省住房和城乡建设厅出台了《关于认真贯彻落实〈建设工程抗震管理条例〉的通知》（川建勘设科函〔2022〕1312号），指出将严格落实《条例》中各项规定，明确界定了《条例》的执行范围，从而进一步消除了政策执行的模糊边界。此外，四川省配套实施细则《四川省房屋建筑和市政基础设施抗震设防专项审查实施办法》也在加紧修订中。装配式建筑与减隔震配合使用能有效弥补其节点薄弱的问题，近年我国不断推进装配式建筑的实施，有利于推动减隔震行业发展。

受下游需求疲软、供需宽松难见明显改善及原材料价格回落等因素影响，2022年以来钢材价格有所下移，预计短期仍偏弱运行，有助于降低减隔震行业企业原材料成本控制压力

预期 2023 年基建将继续作为钢需主支撑，但效果相对有限，在地产修复前，现有钢需不足以支撑钢价反弹，后续仍需持续观察房地产市场复苏节奏对钢价的影响。基建方面，2023 年政府专项债继续发力，新增地方政府专项债限额达 3.80 万亿元，虽较 2022 年实际发行量少 2,000 亿元，但仍处于历史最高水平。2022 年 11 月，财政部已提前下达 2.19 万亿元的 2023 年新增专项债额度，提前时间和规模均为首次。专项债前置发行，加上央行基建类项目资本金和专项再贷款等结构性政策工具支持，预计 2023 年基建投资将延续较高增长。2023 年 1-4 月，基础设施建设投资累计同比增长 8.5%，预期基建投资将继续作为 2023 年钢材需求主来源。地产方面，2023 年 1-4 月地产未改下降趋势，商品房销售面积、房地产

开发投资分别同比下降 0.4%和 6.2%。从政策端来看，2023 年防风险、促需求，维持房地产业平稳发展仍是主要目标，预期地产修复周期较长，短期内地产用钢需求难以明显改善。制造业方面，年初制造业进入复苏期，制造业 PMI 连续三个月处于扩张区间。但原材料库存、产成品库存仍在荣枯线下徘徊，企业持续处于去库存周期，市场整体呈现弱复苏态势，投资动能偏弱，需持续关注减税、改善营商环境等政策的刺激效果及后续政策的落地情况。

上游原材料成本系钢价驱动的核心因素之一，短期内主要原材料价格中枢将下移，成本支撑走弱。焦炭方面，随着焦煤供应逐步回升，焦炭价格得到抑制，2023 年以来焦炭价格整体处于窄幅震荡区间；铁矿石方面，一季度受钢企“开门红”、投机者炒作以及市场预期等多重因素影响，价格攀升至较高水平，钢价亦随之推高。但随着国家发改委加强铁矿石现/期货市场监管，同时二季度铁矿石进入发运旺季，预期铁矿石价格将回落。

2023 年一季度，钢材产量在节后复产及强预期下保持增长，钢材库存量达历史同期较高水平。虽 2023 年 1-2 月钢企现较大亏损，黑色金属冶炼和压延加工业利润总额-101 亿元，利润总额同比下滑 151.1%，但在亏损面进一步扩大前，钢企减产幅度有限。全年预期来看，以 2022 年为参考，2022 年在钢企大规模亏损下，全年粗钢产量仅同比下降 1.92%，主要系部分钢企考虑到产量平控政策，为保 2023 年产量基数，不被压减产量指标，在下半年加大生产力度。

从需求端、成本端及供给端表现来看，2022 年以来钢价有所回落，且预计短期内钢价将偏弱运行。

图1 2022 年以来钢铁价格有所回落



资料来源: wind, 中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司为目前A股唯一一家以建筑减隔震为主业的上市企业，在相关领域积累了丰富的项目实践经验及较强的技术研发能力，处于行业领先地位；受益于业务的不断拓展，2022年公司营业收入同比大幅增长，销售毛利率略有提升，2023年一季度销售毛利率有所下降

公司是专业从事建筑减隔震技术咨询、结构分析设计，减隔震产品研发、生产、销售、检测、安装指导及更换，减隔震建筑监测，售后维护等成套解决方案的高新技术企业，从业时间较长，积累了丰富的项目实践经验，成为国内领先的建筑隔震整体解决方案供应商。目前，公司是A股唯一一家以建筑减隔震为主业的上市企业，具备品牌知名度，且在全国房屋建筑减隔震领域具有较高的市场占有率，控股子公司常州格林电力机械制造有限公司是国内唯一持有国家核安全局颁发的全系列核级液压阻尼制造、设计许可证的单位，行业竞争优势明显。公司成立了院士工作站——周福霖工作站，苏经宇工作室研发团队和技术工艺成本核算中心，入选工信部首批“小巨人”企业名单，具有较强的研发能力和较高的产品制造工艺水平。2022年公司新增研发项目20余项，研发投入金额同比增长19.77%至0.29亿元，成功申报云南省科技厅重点研发项目《工程结构震振双控复合隔震（振）关键技术研究及产业化》。此外，公司仍为行业标准的参编者，其生产的隔震产品标准高于国家标准，减震产品标准依托行业标准且部分产品性能指标优于行业标准，其中公司承担完成的“新世界七大奇迹”之首的北京大兴国际机场航站楼项目，已经成为了全球减隔震行业的新标杆，同款产品被收藏于中国国家博物馆。随着减隔震技术的进一步推广和应用，减隔震产品的质量标准预期会进一步提高，公司或具备较大的先发优势。

公司生产的隔震产品主要为隔震支座，减震产品为消能阻尼器，上述两种产品仍为公司收入的主要来源。在行业政策推动及国家加大基础设施投资力度的背景下，公司加大力度拓展业务，2022年公司营业收入同比增长33.85%，且销售毛利率略有提升，主要系部分产品价格提升及钢材价格有所回落等所致。因主要客户要求延长产品交付时间等，2023年一季度公司发货情况不佳，营业收入及净利润同比分别下降44.29%、87.17%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
1、分行业									
隔震产品生产	8,426.88	66.20%	33.12%	60,483.87	67.41%	43.17%	47,603.83	72.06%	41.63%
减震产品生产	4,091.48	32.14%	44.38%	28,062.54	31.28%	38.25%	18,347.80	26.32%	39.82%
其他业务收入	211.06	1.66%	71.04%	1,178.51	1.31%	81.10%	1,081.07	1.61%	75.51%
2、分产品									
隔震支座	7,865.65	61.79%	34.09%	57,461.28	64.04%	45.05%	46,428.35	70.31%	41.20%
消能阻尼器	4,091.48	32.14%	44.38%	28,062.54	31.28%	38.25%	18,347.80	26.32%	39.82%
弹性滑移支座	69.65	0.55%	20.25%	1,506.89	1.68%	16.05%	248.99	0.37%	44.62%
其他	491.59	3.86%	19.34%	1,515.70	1.69%	3.76%	926.49	1.39%	62.06%
其他业务收入	211.06	1.66%	71.04%	1,178.51	1.31%	81.10%	1,081.07	1.61%	75.51%
合计	12,729.42	100.00%	37.37%	89,724.92	100.00%	42.21%	67,032.70	100.00%	41.68%

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

公司业务不断向云南省外拓展，推动2022年营业收入增长，目前在手订单充足，对业绩提供一定支持；但公司客户集中度有所提升、对第一大客户依赖加大，且下游回款周期有所延长

云南省是我国地震多发地，对建筑抗震设计有较高要求，同时地方政府也在政策方面给予了大力支持，为公司在行业内保持较强的竞争力和可持续发展提供了政策保障。此外，云南省是天然橡胶的产出大省，为公司获得较低成本原材料提供有利条件。但因云南省建筑减隔震政策实施较早，市场空间有限，2022年公司云南省内产品销售收入增速较小。

随着全国各省市陆续支持相关建筑强制或优先使用减隔震技术，建筑减隔震产品市场需求增长。公司加大云南省外市场的拓展力度，在北京、天津、山东等多个地区设立了办事处，并建立销售大区，逐步将云南省的成功经验推广到全国各地，2022年公司云南省外收入同比继续增长，拉动整体营业收入同比大幅增长，2023年一季度云南省外收入占同期营业收入的比重进一步增至70.39%，公司在云南省外销售的部分产品价格有所下降导致毛利率小幅下降。

表3 公司营业收入区域情况（单位：万元）

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
云南省内	3,558.75	27.96%	45.08%	27,160.20	30.27%	46.67%	26,288.82	39.22%	47.05%
云南省外	8,959.61	70.39%	33.51%	61,386.22	68.42%	39.50%	39,662.80	59.17%	37.20%
其他业务	211.06	1.66%	71.04%	1,178.51	1.31%	81.10%	1,081.07	1.61%	75.51%
合计	12,729.42	100.00%	37.37%	89,724.92	100.00%	42.21%	67,032.70	100.00%	41.68%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品主要应用于学校、医院、商住地产、除学校、医院以外的公共建筑、保障性住房等领域的建筑物，经营产品相对单一。从公司营业收入结构来看，2022年学校、医院在建筑减隔震市场需求占比最大，达到51%，其次为LNG 储罐等其他公建项目及机场（占比约为28%），商住地产占比约为8.76%。产品销售方面，2022年直销收入占同期营业收入的比重增至98.69%，下游客户主要为建设项目的施工方及少量业主方。受益于业务区域拓展，2022年公司隔震产品的销量、产量同比均有所增长。因减震产品非标件产品订单减少较多，2022年公司减震产品产销量均下降。2022年公司仍采用以销定产并保持合理库存模式进行生产并加大去库存力度，当年减隔震产品产销率超过100%。截至2023年4月30日，公司主要在手订单及意向订单合同金额合计12.09亿元（含税），已发货金额4.83亿元（含税），业绩具有一定支撑。

表4 公司产品产量、销量情况（单位：套）

主营产品分类	项目	2022年	2021年
隔震产品	销售量	34,877	26,687
	生产量	33,732	30,151
	库存量	11,659	12,804
	产销率	103.39%	88.51%
减震产品	销售量	47,917	56,818
	生产量	44,998	68,563

库存量	13,614	16,533
产销率	106.49%	82.87%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从客户结构来看，公司客户结构逐步向大型央企及国有施工集团企业集中。2022年公司开始与大型房地产开发企业建立了合作，前五大客户销售收入占同期营业收入的比重较上年增加4.57个百分点至44.56%，其中对第一大客户销售收入占比增至22.50%，对第一大客户依赖加大。

收款方面，公司结合建筑行业的特点，设置了按供货进度分步收款的政策，同时为应对行业景气度及竞争形势的变化，针对合同金额较大的重点客户，公司在经过相应的审批程序后可执行单独的信用政策，并会根据市场竞争状况以及下游行业建筑业景气度情况适时调整收款政策。因公司对大客户适当放宽了信用政策，且部分客户受宏观经济不景气等客观因素影响资金相对紧张而延迟付款，公司应收账款回收周期较长，2022年应收账款周转天数由2021年的246天延长至278天。

为扩充产能、提高生产效率，公司投资新建生产基地并完善产业基地建设布局，需关注新增产能消化及预期收益实现情况

公司现有生产基地位于昆明市、唐山市和常州市。公司将钢板及预埋件生产、铅芯制作等通用性和可替代性较强、技术含量较低的加工过程通过委外加工生产。公司隔震产品和减震产品型号众多，其中隔震产品型号十余种，减震产品型号多达上百种，产品差异较大，且均为按照合同订单定制生产的产品，公司无法按照统一标准测算公司的产能情况。公司隔震橡胶支座产品因生产工艺流程基本一致，仅因型号的不同而耗用原材料和工时不同，各型号隔震支座成本与主要原材料钢材的耗用量基本呈线性关系，即产品型号越大，钢材耗费越多。

为提高产能、生产效率及丰富产品结构，公司投资新建生产基地、研发中心及营销网络等项目。截至2022年12月31日，公司新建智能化减隔震制品装备制造基地项目（IPO募投项目之一）竣工验收工作已完成，达产后预计新增橡胶减隔震制品产能5万套。截至2022年末，公司主要在建及拟建项目计划总投资合计4.90亿元（预计使用募集资金合计4.55亿元），已投资2.73亿元，待项目投产后，公司产能、生产效率、产品结构等有望进一步提升，但仍需关注新增产能释放、利用率及项目收益可能存在不及预期的风险。

表5 截至2022年末公司主要在建和拟建项目投资情况（单位：万元）

类型	项目	计划总投资	拟使用募集资金	已投资	产能情况
震安转债	新建智能化减震及隔震制品装备制造基地项目	30,000.00	27,979.89	27,182.61	年产量约为3万套减震产品及3万套隔震产品
定增	年产10万套智能阻尼器、1.5万套核电站用液压阻尼器及2.5万套配件项目（一期）	9,000.00	8,000.00	108.85	年产10万套智能阻尼器、1.5万套核电站用液压阻尼器及2.5万套配件

震安科技股份有限公司研发中心建设项目	7,200.00	7,000.00	0.00	--
营销网络建设项目	2,800.00	2,500.00	22.05	--
合计	--	49,000.00	45,479.89	27,313.51

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司前五大供应商相对稳定，2022年钢材价格有所回落有利于减轻公司原材料成本，但需持续关注原材料价格波动对公司盈利的影响

公司仍按照“以销定采，保持合理库存”的原则采购原材料，并保持通用原材料及标准部件适当的储备量。公司生产所需的原材料主要为外购的钢材、橡胶、铅锭、胶黏剂，其中钢材采购金额占比较大，相关产品市场供应充足，但价格多随市场波动，需持续关注其价格波动对盈利的影响。从营业成本构成来看，2022年公司隔震及减震产品所需原材料占同期相应产品成本的比重分别为76.68%和59.12%，占比分别较2021年增加4.26个百分点及减少16.42个百分点，公司为降低存货资金占用率，消耗部分库存商品，导致2022年公司原材料采购金额同比增速有所下降。此外，公司部分产品采用外协加工。

公司前五大供应商仍相对稳定，采购相对分散，2022年公司前五大供应商采购金额占比大幅降至18.70%。采购结算方面，公司原材料采购主要采用签订合同预付部分货款、发货预付部分货款、到货结算尾款的方式进行结算。

六、财务分析

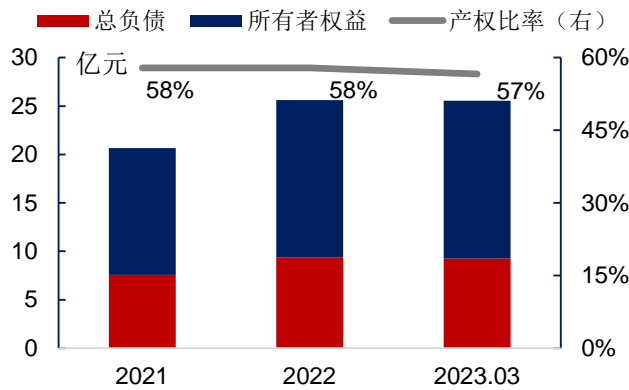
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司新增设立一家子公司，系震安科技陕西公司，2022年公司合并范围内无子公司减少，2023年1-3月公司合并报表范围内子公司无变化。截至2022年3月末，纳入公司合并报表范围子公司共7家，具体如附录四所示。

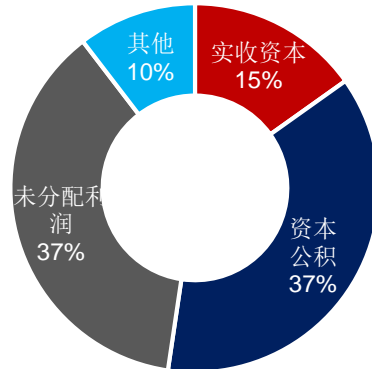
资本实力与资产质量

伴随股权、债务融资增加及经营业绩积累等，2022年末公司总资产继续增长，应收账款随公司经营业绩增长及对大客户放宽了信用政策等而大幅增长，应收账款及存货对营运资金占用仍较大

随着股权定增融资及经营业绩积累，2022年末公司所有者权益同比增长24.14%至16.23亿元，2023年3月末进一步增至16.30亿元。同期银行借款有所增加，2022年末公司总负债同比增长24.14%至9.39亿元，2023年3月末小幅降至9.23亿元。受上述因素综合影响，公司产权比率相对稳定，所有者权益对负债的覆盖程度仍较好。

图2 公司资本结构


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图3 2023 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司总资产主要为货币资金、应收账款和存货，2023年3月末公司应收账款及存货账面价值合计占同期末总资产的比重达45.07%，对营运资金占用仍较大。伴随股权、债券融资增加，2022年末公司货币资金同比增长41.67%，年末受限货币资金合计0.39亿元，包括银行承兑汇票0.19亿元和保函保证金0.20亿元。受经营业绩扩张、公司客户结构逐步向大型企业（含大型央企、国有施工集团企业、大型地产开发企业）集中并适当放宽了信用政策及经济下行导致下游客户资金较为紧张等因素的影响，2022年末公司应收账款账面价值同比增长53.42%，占期末总资产的比重增至32.75%，账龄主要集中在1年以内（含1年），坏账准备余额1.36亿元，对营运资金占用加大。2022年公司为了降低存货资金占用率，消耗了部分库存商品，导致2022年末存货账面价值同比下降18.02%，主要包括库存商品1.32亿元、在产品0.79亿元和原材料0.67亿元。

伴随生产基地项目完工转入固定资产，2022年末公司固定资产同比增长105.30%，在建工程同比下降82.69%；公司无形资产主要为土地使用权，2022年末同比略有增长，但整体规模不大。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.12	20.03%	5.69	22.21%	4.02	19.46%
应收账款	8.41	32.94%	8.39	32.75%	5.47	26.50%
存货	3.10	12.13%	2.79	10.90%	3.41	16.50%
流动资产合计	17.87	69.98%	17.90	69.86%	14.25	69.03%
固定资产	5.75	22.52%	5.84	22.80%	2.85	13.79%
在建工程	0.48	1.88%	0.43	1.70%	2.51	12.16%
无形资产	0.63	2.48%	0.64	2.51%	0.51	2.47%
非流动资产合计	7.67	30.02%	7.72	30.14%	6.39	30.97%
资产总计	25.54	100.00%	25.63	100.00%	20.64	100.00%

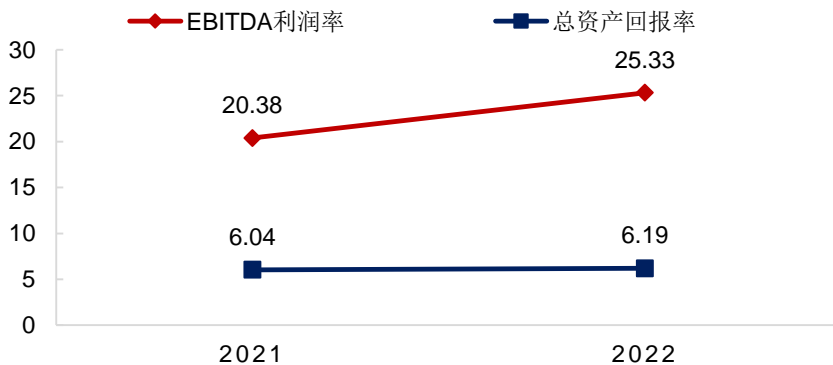
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营业收入及销售毛利率均有所提升，但仍需关注销售费用和管理费用等期间费用及信用减值损失对利润的侵蚀；且受主要客户延迟交货影响，2023年一季度公司营业收入及净利润同比均大幅下降

公司仍主要销售建筑相关减隔震产品，产品收入来源相对单一。目前建筑减隔震产品在国内处于推广期，公司积极开拓市场，2022年公司营业收入继续增长，但由于建筑减隔震产品市场需求仍相对较小，公司整体经营规模仍不大。2022年公司销售毛利率因主要原材料钢材价格有所回落而略有提升，EBITDA利润率和总资产回报率同比均有所提升。因产品回款滞后，公司2022年信用减值损失由上年的0.22亿元增至0.56亿元。此外，2022年公司期间费用（销售费用、管理费用、财务费用、研发费用）同比增长15.05%至1.92亿元，占同期营业收入的比重为21.45%，2023年一季度占比为39.82%，对利润形成较大侵蚀。

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2022年以来，公司经营活动现金流量表现持续较弱，业务扩张资金需求主要依赖外部融资，推动总债务规模继续增长

因公司对大客户放宽了信用政策，货款结算滞后，且公司产能扩张及不断进行业务拓展，2022年及2023年1-3月经营活动现金流仍表现为净流出。公司通过股份定增及银行融资满足经营及投资需求，2022年末总债务同比增长46.85%至5.78亿元，占年末总负债的比重增至61.53%，其中，银行借款（含短期借款、长期借款）占比32.77%、应付债券占比19.99%。2022年末公司银行借款中，短期借款占比77.23%，利率区间为2.90%-4.00%（2023年3月末）；长期借款占比22.77%，利率区间为4.20%-4.35%（2023年3月末）；应付债券系“震安转债”，截至本报告出具日，“震安转债”票面利率为1.20%，到

期日为2027年3月12日。

2022年末公司经营性负债（含应付账款、应付票据、合同负债、其他应付款）占总负债中比重为36.21%；其中，公司应付账款略有提升，为应付材料及服务款、基建及设备款；伴随部分票据承兑，2022年末公司应付票据同比有所下降；其他应付款主要为市场推广费，伴随部分费用结算，2022年末其他应付款同比下降22.16%。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.72	18.68%	2.38	25.31%	1.15	15.18%
应付账款	1.78	19.30%	1.82	19.42%	1.77	23.45%
应付票据	0.79	8.57%	0.73	7.81%	0.89	11.73%
合同负债	0.41	4.43%	0.32	3.44%	0.25	3.35%
其他应付款	0.38	4.07%	0.52	5.55%	0.67	8.85%
流动负债合计	5.60	60.68%	6.37	67.84%	5.62	74.21%
长期借款	1.30	14.10%	0.70	7.46%	0.00	0.00%
应付债券	1.90	20.60%	1.88	19.99%	1.75	23.14%
非流动负债合计	3.63	39.32%	3.02	32.16%	1.95	25.79%
负债合计	9.23	100.00%	9.39	100.00%	7.57	100.00%
总债务合计	5.79	62.76%	5.78	61.53%	3.94	52.01%
其中：短期债务	2.56	27.72%	3.16	33.62%	2.06	27.26%
长期债务	3.24	35.04%	2.62	27.91%	1.87	24.75%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年公司营业收入及盈利增长，使得FFO有所提升。伴随经营业务扩张，公司外部融资增加，2022年末总债务/总资本、净债务/EBITDA均有所提升，但仍处于较低水平。

表8 公司现金流及杠杆状况指标

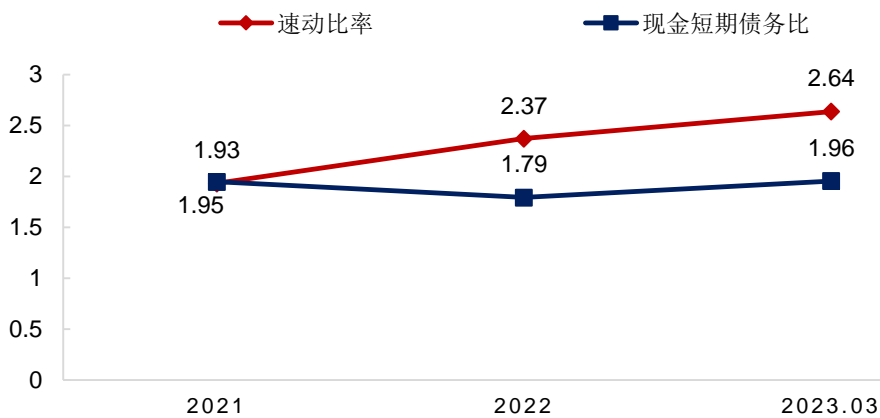
指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流（亿元）	-0.37	-0.38	-1.83
FFO（亿元）	--	1.08	0.57
资产负债率	36.16%	36.66%	36.66%
净债务/EBITDA	--	0.14	0.06
EBITDA 利息保障倍数	--	8.32	7.44
总债务/总资本	26.22%	26.26%	23.13%
FFO/净债务	--	339.84%	721.97%
经营活动现金流/净债务	-44.25%	-119.94%	-2,317.07%
自由现金流/净债务	-69.58%	-591.63%	-5,008.31%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，2022年末公司资产仍以流动资产为主，且公司为降低存货资金占用率，消耗了部

分库存商品，期末存货有所减少，速动比率有所增长，仍处于较高水平。2022年末公司现金类资产合计5.66亿元，现金短期债务比维持在1以上，扣除募集资金（含IPO、震安转债、定增）余额后的现金类资产合计2.22亿元，与期末短期债务的比重为0.70，存在一定债务偿付压力。考虑到公司为创业板上市公司，资本市场融资渠道通畅，2023年3月末未使用银行授信金额为6.47亿元，能够获得一定的流动性支持。

图5 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 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ESG表现对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

根据公司公告的《震安科技股份有限公司 2022 年年度报告》及出具的相关说明，过去一年，公司在空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放方面，均未受到相应处罚。

根据工业和信息化部办公厅于 2023 年 3 月发布的《工业和信息化部办公厅关于公布 2022 年度绿色制造名单的通知》（工信厅节函〔2023〕64 号）及《云南省工业和信息化厅关于公布 2022 年度绿色制造名单的通知》，公司成为国家级“绿色工厂”。

社会因素

根据公司提供的相关情况说明，公司过去一年未发生产品质量或安全事故问题，无拖欠员工工资、社保等情形。

公司治理

公司按照《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国证券法》《上市公司治理准则》等法律、法规的要求，建立健全公司内部控制体系。公司董事会设董事 9 名，其中独立董事 4 名，董事会的人数及人员构成符合法律、法规和《公司章程》的要求。2022 年末公司监事 3 名，其中职工代表监事 1 名，监事会人数及构成符合相关法律法规的要求。2022 年 6 月 24 日，李涛先生申请辞任总经理职务，辞职后，将继续担任公司第三届董事会董事长；龙云刚先生（持有公司股份 677,409 股）辞任公司董事、财务总监、副总经理以及第三届董事会薪酬与考核委员会委员职务，辞职后，不再担任公司及子公司的任何职务。同期，公司召开了第三届董事会第十七次会议审议通过了《关于变更公司高级管理人员的议案》，一致同意聘任杨向东先生担任公司总经理，宋钊先生担任公司副总经理，海书瑜先生担任公司财务总监，任期自本次董事会审议通过之日起至第三届董事会届满时止。2022 年 7 月，公司股东大会同意杨向东先生、白云飞先生为公司第三届董事会非独立董事。此外，公司合理运用股权激励机制吸引并留住优秀人才。2022 年 9 月 29 日公司召开了第三届董事会第二十二次会议和第三届监事会第十七次会议，审议通过《关于拟订公司 2022 年限制性股票激励计划（草案）及其摘要的议案》等文件，计划实施 2022 年限制性股票激励。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 5 月 10 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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至 2023 年 6 月 15 日，中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

我国建筑减隔震行业受政策影响较大，自《条例》正式实施以来，我国减隔震行业正式进入“强制”时代，四川、河北、安徽等省份减隔震政策持续跟进，减隔震技术不断被认可与推广，市场空间持续释放。公司在建筑减隔震相关产品生产及服务领域具有丰富的实践经验及技术优势，是目前 A 股唯一一家以建筑减隔震为主业的上市企业，具备较高的品牌知名度，在全国房屋建筑减隔震领域具有较高的市场占有率，有望充分受益于行业扩容。

公司专注于从事减隔震产品的研发、生产、销售等，营业收入仍基本来源于建筑减隔震产品，经营产品相对单一；公司客户结构逐步向大型央企及国有施工集团企业集中，2022 年开始与大型地产开发企业建立了合作，前五大客户销售收入占比进一步提升，且对第一大客户销售收入占比增至 22.50%。公司

对上述大型客户适度放宽了信用政策，且受经济下行等因素影响，下游客户资金较为紧张，导致公司应收账款对营运资金占用加大。伴随外部融资增加，公司总债务规模继续增长，且经营活动现金流表现较弱，存在一定债务压力；生产所需主要原材料为钢材等大宗商品，价格多随市场波动，需持续关注原材料价格波动对公司盈利的影响；投资建设产能项目能否实现预期经济效益存在不确定性。整体而言，公司具备一定的抗风险能力。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持“震安转债”的信用等级为A+。

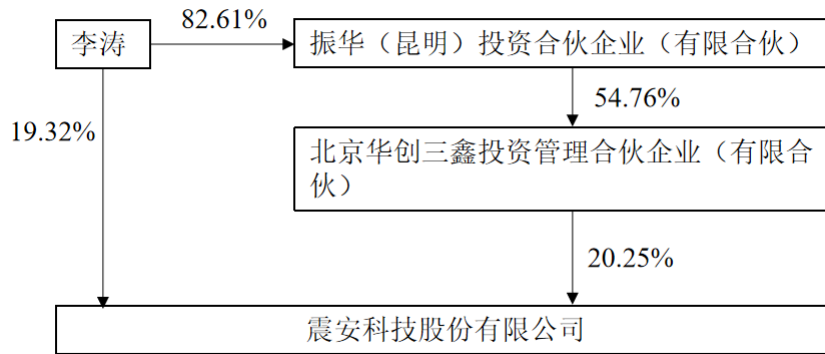
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	5.12	5.69	4.02	5.35
应收账款	8.41	8.39	5.47	3.67
存货	3.10	2.79	3.41	1.76
流动资产合计	17.87	17.90	14.25	11.58
固定资产	5.75	5.84	2.85	1.30
在建工程	0.48	0.43	2.51	1.22
非流动资产合计	7.67	7.72	6.39	3.23
资产总计	25.54	25.63	20.64	14.82
短期借款	1.72	2.38	1.15	0.48
应付账款	1.78	1.82	1.77	0.73
流动负债合计	5.60	6.37	5.62	3.57
长期借款	1.30	0.70	0.00	0.00
应付债券	1.90	1.88	1.75	0.00
非流动负债合计	3.63	3.02	1.95	0.15
负债合计	9.23	9.39	7.57	3.72
总债务	5.79	5.78	3.94	1.28
所有者权益	16.30	16.23	13.08	11.09
营业收入	1.27	8.97	6.70	5.80
营业利润	0.04	1.19	0.97	1.73
净利润	0.04	1.01	0.85	1.61
经营活动产生的现金流量净额	-0.37	-0.38	-1.83	1.21
投资活动产生的现金流量净额	-0.21	-1.77	-2.05	-1.52
筹资活动产生的现金流量净额	-0.02	3.93	2.62	0.28
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA（亿元）	--	2.27	1.37	2.06
FFO（亿元）	--	1.08	0.57	1.53
净债务（亿元）	0.83	0.32	0.08	-3.98
销售毛利率	37.37%	42.21%	41.68%	52.65%
EBITDA 利润率	--	25.33%	20.38%	35.51%
总资产回报率	--	6.19%	6.04%	14.91%
资产负债率	36.16%	36.66%	36.66%	25.12%
净债务/EBITDA	--	0.14	0.06	-1.93
EBITDA 利息保障倍数	--	8.32	7.44	211.24
总债务/总资本	26.22%	26.26%	23.13%	10.31%
FFO/净债务	--	339.84%	721.97%	-38.42%
速动比率	2.64	2.37	1.93	2.75

现金短期债务比	1.96	1.79	1.95	4.21
---------	------	------	------	------

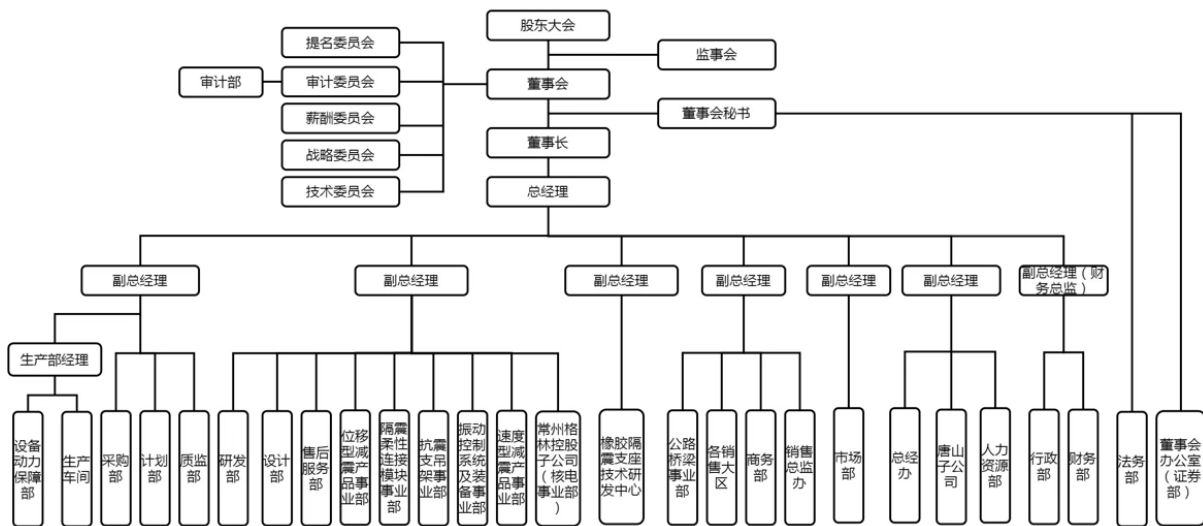
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例	取得方式
云南震安设计研究院有限公司	建筑工程设计、咨询；工程监理	100%	设立
河北震安减隔震技术有限公司	减隔震产品设计、生产、销售	100%	设立
震安科技新疆有限公司	减隔震销售	100%	设立
北京震安减震科技有限公司	减隔震销售	100%	设立
常州格林电力机械制造有限公司	核电产品和速度型减震产品设计、生产、销售及技术服务	90%	非同一控制下企业合并
震安科技（上海）有限公司	减隔震销售	100%	设立
震安科技（陕西）有限责任公司	减隔震销售	100%	设立

资料来源：公司 2022 年年度报告、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。