



2021年深圳市昌红科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2022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。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年深圳市昌红科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2022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
昌红转债	AA-	AA-

评级观点

- 中证鹏元维持深圳市昌红科技股份有限公司（以下简称“昌红科技”或“公司”，股票代码：300151.SZ）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“昌红转债”（债券代码：123109.SZ）的信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：公司客户较为优质，整体杠杆水平仍较低，偿债压力较小；同时也关注到，公司在建项目存在一定的资金压力，项目投产后存在一定产能消化和收益不达预期风险，面临一定的原材料价格波动风险，客户集中度较高等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022年6月8日

联系方式

项目负责人：何佳欢
hejh@cspengyuan.com

项目组成员：陈良玮
chenlw@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	19.86	19.07	13.30	10.57
归母所有者权益	12.01	11.60	10.43	8.68
总债务	5.15	4.71	0.20	0.00
营业收入	2.93	11.27	11.18	7.15
EBITDA 利息保障倍数	-	12.59	511.37	4,614.28
净利润	0.47	1.16	1.85	0.60
经营活动现金流净额	0.46	0.97	2.33	1.20
销售毛利率	30.80%	29.34%	35.65%	26.47%
EBITDA 利润率	-	20.20%	24.82%	14.50%
总资产回报率	-	9.18%	18.07%	6.32%
资产负债率	37.65%	37.14%	19.30%	16.49%
净债务/EBITDA	-	-0.66	-1.01	-2.27
总债务/总资本	29.39%	28.21%	1.87%	0.05%
FFO/净债务	-	-111.44%	-87.10%	-36.57%
速动比率	4.33	4.06	2.42	2.57
现金短期债务比	-	40.35	16.23	-

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司客户主要为大型跨国企业，客户较为优质。**公司的客户主要为兄弟工业、上海理光、捷普电子、赛默飞世尔、柯尼卡美能达等跨国企业，上述客户与公司合作时间较长，经营规模较大，实力较强，客户较为优质。
- **公司整体杠杆水平仍较低，偿债压力较小。**随着“昌红转债”成功发行，2021年公司债务规模有所增长，但以长期债务为主，净债务仍为负，现金类资产、EBITDA等对债务保障能力仍较好。

关注

- **公司盈利能力有所减弱，应收账款和存货对营运资金占用增加。**2021年公司收入规模保持增长，但受毛利率相对较高的医疗器械及耗材业务收入占比下降及病毒采样管毛利水平减少影响，公司盈利能力有所减弱，现金生成能力下降。2021年末公司应收账款和存货同比有所增长，对营运资金占用增加。
- **公司在建项目存在一定的资金压力，项目投产后存在一定产能消化和收益不达预期风险。**截至2021年末，公司主要在建项目主要为高分子医疗耗材产业园项目，投资规模较大，投产后公司医疗器械产能将进一步上升，受市场需求、行业竞争以及公司未来发展状况等因素影响，面临一定产能消化和收益不达预期风险。
- **公司面临一定的原材料价格波动风险。**公司直接材料占主营业务成本的比重在60%以上，其中塑料粒是最主要的原材料，易受原油价格波动和下游供求影响，公司面临一定成本控制压力。
- **公司境外销售收入占比较高，客户集中度较高。**公司OA注塑产品主要采用间接出口，医疗器械及耗材主要销往欧美等国家，前五大客户销售收入占总销售额的比例较高。若未来进口国贸易政策发生不利变化，或客户经营出现风险、采购政策发生变化，将对公司业绩产生不利影响。

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_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

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	行业风险	4	财务状况	杠杆状况	最小
	经营状况	弱		净债务/EBITDA	7
	经营规模	3		EBITDA利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	3		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	3		FFO/净债务	7
	经营效率	3		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	3		盈利状况	强
			盈利趋势与波动性	表现不佳	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		中等	财务状况评估结果		最小
指示性信用评分					aa
调整因素	重大特殊事项	调整幅度			-1



独立信用状况	aa-
外部特殊支持调整	0
公司主体信用等级	AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2021-6-10	何佳欢、陈良玮	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
AA-/稳定	AA-	2020-10-22	阮航、钟继鑫	公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（万元）	债券余额 ¹ （万元）	上次评级日期	债券到期日期
昌红转债	46,000.00	45,958.01	2021-6-10	2027-3-31

¹ 截至 2022 年 3 月 31 日。

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4月发行6年期4.60亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于高端医疗器械及耗材生产线扩建项目和补充流动资金，2021年12月8日公司发布《关于募投项目实施分期和调整投资规模的公告》，将原募投项目分期，深圳市柏明胜医疗器械有限公司（以下简称“深圳柏明胜”）实施“高端医疗器械及耗材生产线扩建项目（一期）”，浙江柏明胜医疗科技有限公司（以下简称“浙江柏明胜”）将实施“高端医疗器械及耗材生产线扩建项目（二期）”，募投项目总投资由3.54亿元变更为6.50亿元²，拟使用募集资金规模合计仍为3.25亿元。截至2021年12月31日，“昌红转债”募集资金专项账户余额为0.18亿元，另有2.45亿元因购买理财产品未存放于募集资金专户。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未变化。截至2022年3月末，公司注册资本和实收资本均为5.03亿元，控股股东和实际控制人仍为李焕昌，李焕昌及其一致行动人合计持有公司42.24%的股权。截至2022年5月26日，李焕昌直接持有的公司股份中累计已质押24.95%。

2021年7月公司监事张泰、独立董事姜旭涛离任，公司聘任董榜喜为监事、仲维宇为独立董事。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化，仍主要为客户提供模具及产品成型一站式整体解决方案，产品覆盖医疗器械及耗材、办公自动化（OA）设备生产及模具工装生产三个领域。2021年公司新增2家纳入合并报表范围的子公司，2022年1-3月公司减少1家合并报表范围子公司。截至2022年3月末，公司纳入合并范围的子公司共15家。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、2021年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
浙江柏明胜医疗科技有限公司	70.00%	2.00	医疗器械	新设
深圳市昌红高分子医疗材料创新中心有限公司	100.00%	0.30	新材料技术研发	新设

2、2022年1-3月不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	原持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
-------	-------	------	------	---------

² 公司未能提供高端医疗器械及耗材生产线扩建项目（一期）、高端医疗器械及耗材生产线扩建项目（二期）各自总投资规模和拟使用募集资金规模。

芜湖昌红科技有限公司	100.00%	0.15	模具及注塑	注销
------------	---------	------	-------	----

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

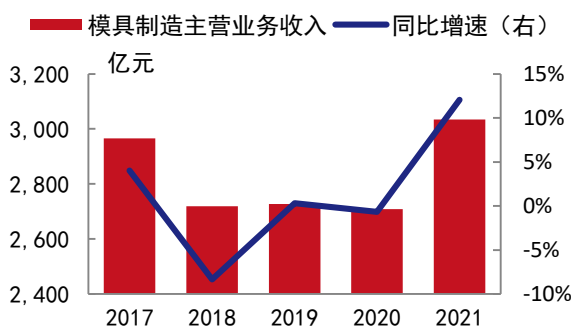
行业环境

2021年塑料制品增长带动塑料模具需求的增长，未来塑料模具及注塑行业集中度有望提升

模具是由塑料、橡胶、金属、粉末、玻璃、玻璃钢等模具材料经加工设备加工而成的基础工艺设备，属于生产过程中的中间产品。由于塑料产品在生产生活中广泛运用，塑料模具也成为模具产品中最常见的一种，其使用的成型方法众多，包括注塑成型、压塑成型、吹塑成型等多种方法。其中注塑成型方法适用于全部热塑性塑料和部分热固性塑料，约83%的塑料加工制品采用了注塑成型。

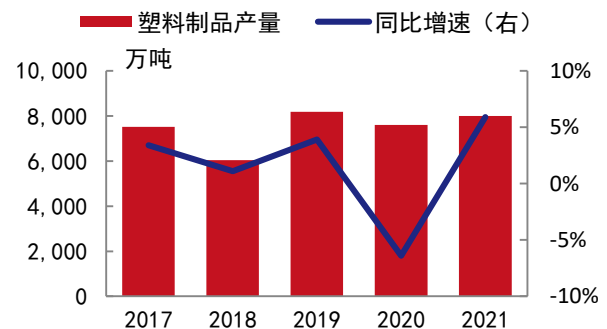
受2020年低基数及2021年国内疫情控制相对较好带来的需求增长影响，我国模具制造行业实现主营业务收入3,034.81亿元，同比增长12.04%。其中塑料模具在模具总销售额的比重最大，约占45.00%。从塑料模具的下游应用来看，2021年我国塑料制品产量为8,004.00万吨，同比增长5.90%，考虑到汽车行业的个性化、轻量化等需求增长以及医疗器械等需求扩大，未来塑料模具市场仍有一定增长空间。

图1 我国模具制造行业主营业务收入增速回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 我国塑料制品产量增速回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

我国注塑模具及注塑产品市场规模较大，但企业数量较多，行业集中度较低。国内塑料模具及注塑行业竞争层次较为分明，处于较高层次竞争的企业自身拥有较强的模具开发实力，能够按照客户的要求进行零部件设计并进行量产，具备为国内外知名客户供应塑料零部件的能力，但更多的厂商只能提供单一或少数下游产品的部分结构件，属于简单的模具加工或塑料制品企业。目前塑料模具及注塑行业上市公司主要包括厦门唯科模塑科技股份有限公司（以下简称“唯科科技”，股票代码：301196.SZ）、宁波横河模具股份有限公司（以下简称“横河模具”，股票代码：300539.SZ）、宁波天龙电子股份有限

公司（以下简称“天龙股份”，股票代码：603266.SH）及昌红科技等。考虑到塑料模具及注塑行业具有较为明显的马太效应，资金充足、规模量产、研发能力强的优秀厂商往往会有大客户的持续订单，同时随着业务的做大做强，客户群体也将随之增加，自身综合实力也将得到不断扩大，因此未来行业集中度将趋于提升。

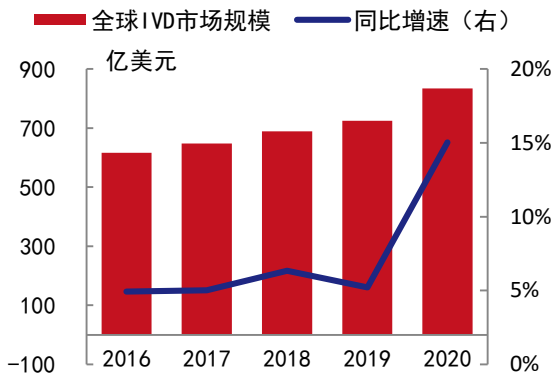
近年OA设备行业增速放缓，但考虑到商业需求和居家办公需求等因素，未来OA设备模具和注塑产品仍有一定的增长空间

OA设备属于成熟行业，市场较为集中，目前主要的生产厂商包括理光、佳能、柯尼卡美能达、兄弟、京瓷、爱普生、惠普等大型跨国企业。在全球化背景下，OA设备厂商先后在中国设立了生产基地，近年受生产成本上升和中美贸易战等因素的影响，部分OA厂商又将生产线转移至东南亚等区域。近年来受无纸化办公理念等因素影响，OA设备出货量增长放缓，根据IDC发布的数据显示，2021年中国打印外设市场出货量为1,845.2万台，同比下降6.0%。因模具市场与下游注塑市场高度相关，OA注塑模具增速也呈现放缓态势。考虑到OA设备仍是企业办公的必备硬件设施，未来新增企业购置设备和存量企业更新设备仍会带来一定的OA设备需求，加上疫情带来的居家办公等需求，OA设备模具和注塑产品仍有一定的增长空间。

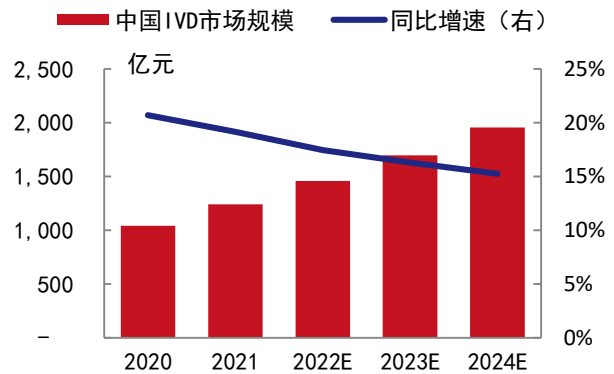
受益于体外诊断等技术的发展，医用高分子塑料耗材市场需求空间较大

塑料与传统医疗器械使用的金属或玻璃材质相比，具有良好的化学惰性和生物安全性，并且价格低廉、易成型、相对坚韧，适合一次性使用，卫生安全。近年来随着医疗技术的发展，医用高分子塑料耗材逐步应用于体外诊断（即IVD）、基因测序、辅助生殖、样本采集处理和生命科学等多个领域。

体外诊断作为全球医疗器械最大的细分领域，近年保持持续增长态势。根据Evaluate MedTech数据，2019年全球体外诊断市场规模约为725亿美元，2020年由于受到疫情的影响，约为834亿美元，同比增长15.03%。根据弗若斯特沙利文数据，2021年中国体外诊断市场规模约为1,243亿元，预计2024年将达到1,957亿元。而在辅助生殖和生物实验一次性塑料耗材领域，根据弗若斯特沙利文数据，2018年全球市场规模分别为248亿美元和110亿美元，预计2023年将分别增长至317亿美元和138亿美元。整体来看，医用高分子塑料耗材的市场需求空间较大。

图3 全球 IVD 市场规模持续增长


资料来源：Evaluate MedTech，中证鹏元整理

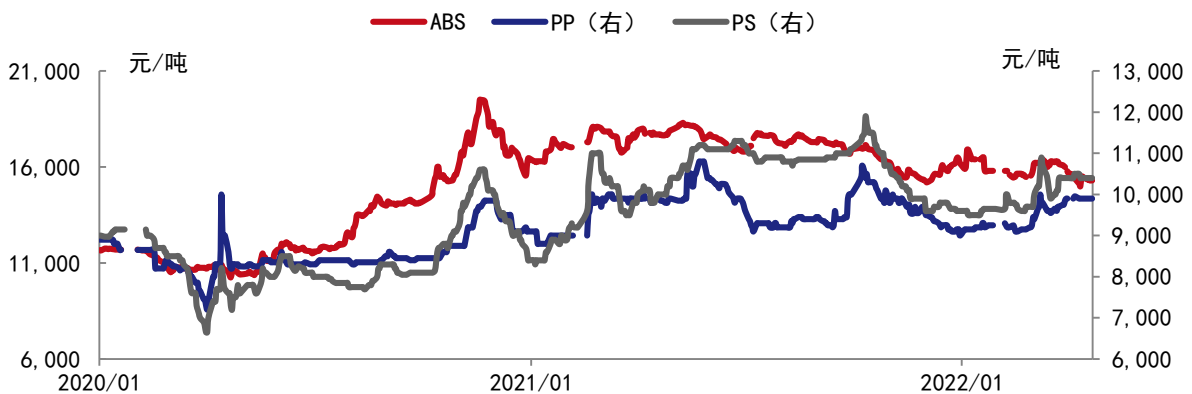
图4 国内 IVD 市场增长空间较大


资料来源：弗若斯特沙利文，中证鹏元整理

目前体外诊断、一次性生物实验耗材、辅助生殖和基因测序等领域的市场份额主要被大型跨国医疗企业占据，包括罗氏、康宁、赛默飞、雅培、西门子等，国内市场亦主要被进口品牌把控。据弗若斯特沙利文统计数据，2018年进口品牌占据中国生物实验室一次性塑料耗材市场94.5%份额。大型跨国医疗企业起步时间早，业务结构多元化，不仅提供耗材产品，还提供试剂、仪器设备、技术支持等服务，国内医用高分子塑料耗材厂商包括拱东医疗、硕华生命、洁特生物及昌红科技等虽有涉及相应领域，但规模尚小，难以与国际巨头形成有效竞争，并且部分业务采用OEM/ODM模式，品牌效应还有待提升。

2021年以来主要塑料材料价格处于高位震荡，注塑生产企业面临一定的成本控制压力

注塑产品生产的主要原材料是塑料粒，主要包括PP、ABS、PS等塑料材料。原油是合成树脂类产品的源头，决定了下游化工产品的成本，但因合成树脂类原料处于化工产业链的末端，其价格亦受下游供需影响。受供应收缩和疫苗接种带来的复苏预期影响，WTI原油从2021年初的47美元/桶上涨至10月底的83美元/桶，2021年底受奥密克戎变种传播带来的经济复苏预期放缓影响，WTI原油价格回落至70美元/桶附近。2022年以来，受俄乌冲突等地缘政治因素影响，原油价格快速上行，最高点突破120美元/桶，随后有所下行。虽然目前多个国家宣布释放石油储备，但地缘政治风险仍然未缓解，原油价格预计仍将处于高位震荡。受原油价格影响，2021年以来主要塑料材料价格处于高位震荡走势。总体来看，塑料材料作为重要的化工产品，供应较为充足，但受价格频繁波动的影响，注塑生产企业面临一定的成本控制压力。

图5 2021年以来主要塑料材料价格处于高位震荡


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司收入主要来自OA注塑产品、医疗器械及耗材和配套模具产品3个板块，其中模具业务属于OA注塑业务和医疗器械及耗材业务的附属业务，主要是为OA注塑业务和医疗器械及耗材业务服务的。受与疫情直接相关的产品销售收入减少影响，2021年公司主营业务收入同比小幅下降。从收入结构来看，2021年医疗器械业及耗材收入占主营业务收入的比重下降至30.71%，OA注塑产品收入占主营业务收入的比重上升至58.05%。毛利率方面，受医疗器械及耗材毛利率及收入占比下降影响，2021年公司主营业务毛利率较上年下降6.45个百分点。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
OA产品	62,508.59	21.72%	49,815.23	22.51%
医疗器械及耗材	33,066.49	42.64%	48,611.24	50.38%
模具产品	12,100.42	32.67%	11,768.20	32.02%
合计	107,675.50	29.37%	110,194.67	35.82%

资料来源: 公司提供

2021年公司OA注塑产品收入有所增长，模具与OA注塑产销率仍较高

公司OA注塑业务的生产基地主要分布在公司本部、河源市昌红精机科技有限公司、硕昌（上海）精密塑料制品有限公司、昌红科技菲律宾股份有限公司和昌红科技（越南）有限公司。随着昌红科技菲律宾股份有限公司、昌红科技（越南）有限公司的在建项目投产带动OA注塑产品销售规模提升，2021年公司OA注塑收入同比增长25.48%。考虑到2022年以来越南、上海等地区的疫情，需关注其对公司业务的影响。2021年公司注塑业务毛利率下降0.79个百分点，主要系原材料价格波动和细分产品类型差异

所致。

表3 公司主要 OA 注塑子公司的财务数据情况（单位：万元）

子公司名称	营业收入		净利润	
	2021 年	2020 年	2021 年	2020 年
河源市昌红精机科技有限公司	6,461.74	6,191.93	1,050.80	1,167.67
硕昌（上海）精密塑料制品有限公司	7,907.65	8,118.17	58.34	616.31
昌红科技菲律宾股份有限公司	8,407.86	4,869.31	933.95	719.45
昌红科技（越南）有限公司	17,550.57	14,015.15	2,473.86	1,940.44

资料来源：公司提供

公司模具与OA注塑产品为ODM/OEM定制化生产，采用以销定产的生产模式，根据不同产品的订单数确定生产数量，公司的库存主要为在产品及原材料储备，以及生产完成客户尚未提货的产成品。基于此，2021年公司模具与OA注塑的产销率仍处于较高水平。

表4 公司模具与 OA 注塑产销情况

产品	项目	单位	2021 年	2020 年
模具与 OA 注塑	销售量	万 PCS、万套	47,957.37	42,748.71
	生产量	万 PCS、万套	45,721.07	42,373.08
	产销率	-	104.89%	100.89%

资料来源：公司提供

受与疫情直接相关的产品销售收入减少影响，2021年公司医疗器械及耗材收入显著下降

公司医疗器械业务主要由子公司深圳市柏明胜和力因精准医疗产品（上海）有限公司（以下简称“上海力因”）开展，产品范围涵盖基因测序全产业链耗材、辅助生殖耗材及试剂、生命科学实验室耗材、体外诊断耗材及试剂、标本采集&处理系统等高分子塑胶医用耗材。受与疫情直接相关的一次性口罩、病毒采样管等产品销售收入减少影响，2021年公司医疗器械及耗材销售收入同比下降31.98%。同时受收入占比较高的病毒采样管单价下降等因素影响，2021年公司医疗器械及耗材毛利率较上年下降7.74个百分点。

表5 公司医疗器械及耗材细分收入情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
病毒采样管	11,296.77	52.34%	20,442.68	75.53%
口罩	16.23	-76.34%	13,185.54	24.52%
分子诊断耗材	12,514.19	38.39%	8,273.33	41.86%
检测采集耗材	4,354.52	42.99%	3,791.50	32.60%
基因测序耗材	1,711.88	33.25%	1,475.18	35.43%
辅助生殖耗材	3,172.90	30.03%	1,443.01	41.05%
合计	33,066.49	42.64%	48,611.24	50.38%

资料来源：公司提供

从业务类型来看，ODM业务主要为深圳柏明胜开展的分子诊断耗材、检测采集耗材、辅助生殖耗材业务等，自有品牌业务主要为上海力因开展的病毒采样管等。由于2021年公司一次性口罩业务收入和病毒采样管收入下降，公司ODM业务收入占比显著提升。

表6 公司医疗器械及耗材业务类型情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
ODM业务	17,193.10	52.00%	10,796.04	22.21%
自有品牌业务	15,873.39	48.00%	37,815.20	77.79%
合计	33,066.49	100.00%	48,611.24	100.00%

资料来源：公司提供

从产销率来看，由于公司采用“以销定产”的生产模式，2021年公司医疗器械及耗材业务的产销率仍较高，销售情况良好。

表7 公司医疗行业产销情况

产品	项目	单位	2021年	2020年
医疗行业	销售量	万 PCS、万盒	25,686.95	46,056.73
	生产量	万 PCS、万盒	25,779.10	47,202.26
	产销率	-	99.64%	97.57%

资料来源：公司提供

公司客户稳定性较好且较为优质，能为公司未来业务发展提供一定保障，但面临较大的客户集中度风险，外销业务易受外部环境因素的影响

由于公司大部分产品具有较为明显的定制化特征，因此主要采取直销模式。在产品定价上，公司会综合考虑制造精度要求、制造周期要求、模具质量要求、制造成本和合理利润空间等要素后，确定产品报价。结算政策方面，公司给予客户销售信用期一般在30-90天之间，与国外客户结算以电汇为主，与国内客户结算以现金为主。

2021年公司前五大客户销售收入合计占总销售额的比例为45.69%，客户集中度较上年有所上升。公司客户主要为大型跨国企业，对于产品质量要求较高，在选择供应商时较为严格，通常需要通过2-3年的考察期，然后小批量供货考察，通过后才能够进入其全球供货体系，成为稳定的供应商。公司在进入兄弟工业、上海理光、捷普电子、赛默飞世尔、柯尼卡美能达等企业的供应商体系后，保持着较为良好的合作关系，合作时间较长，其中与兄弟工业、柯尼卡美能达、上海理光有签订框架合同。2021年11月，深圳柏明胜与Roche Diagnostics International Ltd.、Roche Diagnostics GmbH、Roche Diagnostics Operations, Inc.、Roche Diagnostics (Suzhou) Ltd.（合称“罗氏诊断”）签订《战略合作框架协议》。整体来看，公司客户稳定性仍较好且较为优质，能为公司未来业务发展提供一定保障，但客户集中度较高，若客户经

营出现风险或采购政策发生变化，将对公司业绩产生不利影响。

表8 公司前五大客户情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售内容	销售额	占总销售额比例
2021年	客户一	模具、OA产品	17,955.58	15.93%
	客户二	医疗器械及耗材产品、模具、设备	12,818.22	11.37%
	客户三	模具、OA产品	9,104.56	8.08%
	客户四	医疗器械及耗材产品、模具	6,119.74	5.43%
	客户五	模具、OA产品	5,511.02	4.89%
	小计		51,509.11	45.69%
2020年	客户一	口罩、医疗器械及耗材产品	13,026.50	11.82%
	客户二	模具、OA产品	11,369.80	10.32%
	客户三	模具、OA产品	7,001.93	6.35%
	客户四	病毒采样管	6,571.16	5.96%
	客户五	模具、OA产品	6,184.03	5.61%
	小计		44,153.42	40.07%

资料来源：公司提供

公司境外收入占比较大，OA注塑产品的出口包括直接出口和间接出口（深加工结转出口）两种模式，其中直接出口主要销往越南、菲律宾、日本、德国等国家，间接出口（深加工结转出口）则是公司将注塑产品发货至境外客户指定的境内厂商（下一环节加工企业）再加工，OA设备成品的最终出口地由OA设备生产商决定，目前公司OA注塑产品主要采用间接出口。医疗器械的出口主要销往欧美等国家，若未来进口国贸易政策发生不利变化，将对公司外销业务产生影响。

表9 公司主营业务收入区域分布情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
境内	37,546.98	33.65%	31,061.63	40.43%
境外	70,128.52	27.08%	79,133.04	34.01%

资料来源：公司提供

公司供应商集中度较低，但受塑料材料价格波动影响，面临一定的成本控制压力

公司主营业务成本包括直接材料、直接人工、制造费用，其中直接材料占比在60%以上，而塑料粒在直接材料中的占比约为50%。模具钢是制作模具的主要原材料，由于客户对公司的模具寿命要求较高，故公司使用的模具钢多为进口材料。但采购模具钢需按照模具订单需求进行采购，客户的模具订单存在非周期性，因此公司对模具钢的需求存在小批量、多批次、非周期性的特点，一般在获得订单后向国内贸易商进行采购。

表10 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

行业分类	项目	2021年	2020年
------	----	-------	-------

		金额	占比	金额	占比
模具与注塑行业	直接材料	42,264.20	55.58%	30,761.12	43.50%
	人工费用	4,213.41	5.54%	4,811.61	6.80%
	制造费用	10,602.34	13.94%	11,027.75	15.59%
医疗行业	直接材料	12,282.57	16.15%	20,124.46	28.46%
	人工费用	1,372.80	1.81%	1,316.64	1.86%
	制造费用	5,312.26	6.99%	2,681.69	3.79%
合计		76,047.59	100.00%	70,723.26	100.00%

资料来源：公司 2021 年年报

塑料粒是注塑成型产品的主要原材料，公司生产所使用的ABS、PP和PC等塑料原料主要是采用进口材料，其价格受上游石油价格及市场供求影响而频繁波动。2021年塑料粒价格整体处于高位震荡，给公司成本控制带来一定压力。在原材料结算政策上，公司与供应商贷款的结算周期一般为30-90天左右，主要采用电汇结算。

在供应商选择方面，公司根据客户订单的要求进行区分，非指定供应商采购按照比质比价的原则采购，客户指定供应商的则按照供应商报价并结合市场价格进行协商确定。由于公司上游塑料粒、模具钢等材料供应充足，可选择的空间较大，公司主要通过贸易公司进行采购，供应商集中度较低，2021年公司前五大供应商占年度采购总额的比例为22.99%。

公司在建项目主要为医疗器械业务板块，未来产能将进一步增加，能否实现预期收益存在不确定性

截至2021年末，公司主要在建项目为高分子医疗耗材产业园项目（含“昌红转债”募投项目“高端医疗器械及耗材生产线扩建项目（二期）”）。2021年2月，公司与杭州湾上虞经济技术开发区管理委员会（浙江省上虞经济开发区管理委员会）签订《项目落户协议》，拟投资建设高分子医疗耗材产业园项目，计划总投资10.68亿元，主要生产医疗器械及耗材产品。截至2022年4月15日，浙江柏明胜已取得《不动产权证书》、《建设用地规划许可证》、《建设工程规划许可证》、《建筑工程施工许可证》，已取得环评批复，部分厂房已开始内部装修并进行设备安装调试。

随着主要在建项目投产，公司医疗器械业务的产能将进一步提升，能够支撑未来公司医疗器械业务的增长，但受产品研发进度、客户拓展和市场需求等因素影响，新增产能能否实现预期收益存在不确定性。此外，考虑到在建项目投资规模较大，公司面临一定资本支出的资金压力。

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

2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司新设2家纳入合并报表范围的子公司，2022年1-3月公司减少1家纳入合并报表范围的子公司。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，资产受限比例较低，但应收账款和存货对营运资金形成一定占用

受发行“昌红转债”等因素影响，2021年末公司资产规模同比大幅增长。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主。

2021年末公司货币资金同比大幅增长，主要系发行“昌红转债”所致，其中存放在境外的款项总额0.32亿元，因包含保证金、海关保证金导致0.08亿元货币资金受限。截至2021年末，公司交易性金融资产为1.13亿元，均为银行理财产品。截至2021年末，公司应收账款为2.47亿元，主要为销售模具、OA注塑产品、医疗器械与耗材产品等形成的应收货款。公司应收账款的账龄整体较短，截至2021年末账龄在1年以内的应收账款余额占比为91.43%，前五大应收账款余额合计1.38亿元，占应收账款期末余额合计数的比例为50.79%，公司应收账款坏账计提比例为8.73%，考虑到主要客户资质较好，回收风险小。公司存货主要为原材料、在产品、库存商品和少量的委托加工物资。2021年末存货为1.87亿元，已计提存货跌价准备0.12亿元，计提比例为6.01%。

截至2021年末，公司其他权益工具投资系对深圳市合创智能及健康创业投资基金（有限合伙）等单位的股权投资。公司固定资产主要为机械设备和房屋及建筑物等，2021年末固定资产为3.39亿元。截至2021年末，公司在建工程主要为高分子医疗耗材产业园等项目投入。随着深圳柏明胜和浙江柏明胜新购置机器设备及推进厂房建设，2022年3月末公司在建工程大幅增长。因浙江柏明胜和昌红科技（越南）有限公司新增土地使用权，2021年末公司无形资产大幅增长。截至2021年末，公司资产受限规模为0.39亿元，包括货币资金和无形资产，占总资产的比重为2.04%。

整体来看，公司资产规模保持增长，受限比例较低，但应收账款和存货对营运资金形成一定占用。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.89	24.64%	5.45	28.57%	1.93	14.53%
交易性金融资产	1.84	9.24%	1.13	5.92%	1.40	10.52%
应收账款	2.49	12.52%	2.47	12.97%	2.00	15.03%
存货	1.81	9.12%	1.87	9.82%	1.46	10.99%
流动资产合计	11.55	58.13%	11.29	59.20%	7.35	55.27%
其他权益工具投资	1.65	8.29%	1.65	8.64%	1.32	9.95%
固定资产	3.36	16.94%	3.39	17.80%	3.28	24.67%
在建工程	1.53	7.72%	0.97	5.08%	0.17	1.30%

无形资产	0.84	4.22%	0.84	4.42%	0.33	2.47%
非流动资产合计	8.31	41.87%	7.78	40.80%	5.95	44.73%
资产总计	19.86	100.00%	19.07	100.00%	13.30	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

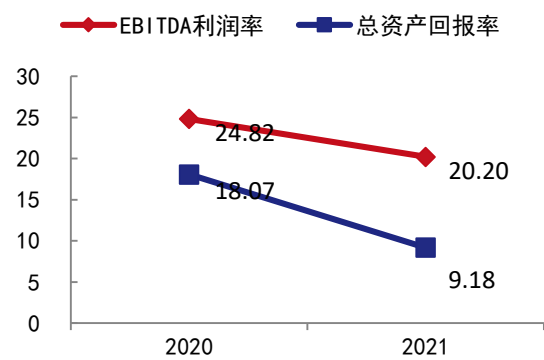
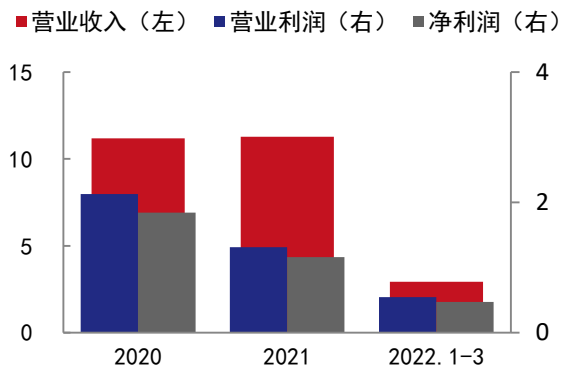
盈利能力

2021年公司收入规模增速放缓，盈利能力减弱

公司营业收入主要来自于精密塑料模具、OA注塑产品和医疗器械及耗材，受疫情影响，2021年公司一次性口罩、病毒采样管等防疫产品销售收入下降，公司营业收入同比小幅增长0.84%。毛利率方面，受毛利率相对较高的医疗器械及耗材业务占比下降及病毒采样管毛利水平减少影响，2021年公司综合毛利率较上年下降6.31个百分点。综合影响下，2021年公司营业利润和净利润分别同比下降38.22%和37.13%，EBITDA利润率和总资产回报率均较上年显著下降，盈利能力减弱。

图6 公司收入及利润情况（单位：亿元）

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）

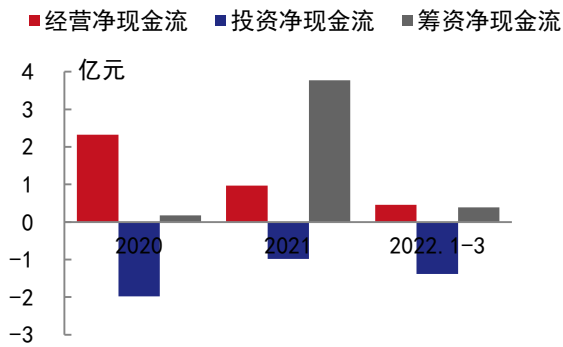
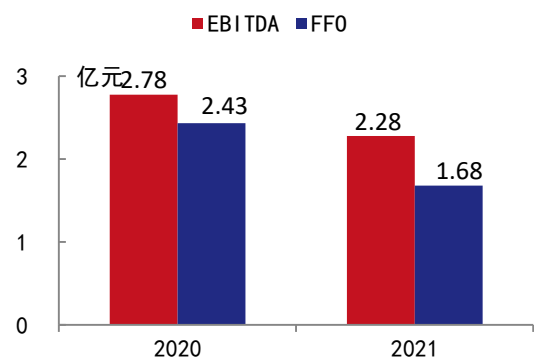


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流

2021年公司经营活动现金流表现有所弱化，面临一定的资本支出压力

受盈利能力减弱影响，2021年公司现金生成能力下降，FFO同比减少30.97%，经营活动净现金流下降为0.97亿元。投资活动方面，受项目建设投入资金等因素影响，2021年公司投资活动现金仍保持净流出。筹资活动方面，随着“昌红转债”发行和新增长期借款，2021年公司筹资活动现金净流入大幅增加。截至2021年末，公司主要在建项目为高分子医疗耗材产业园项目，投资规模较大，后续仍存在一定的资本支出压力。

图8 公司现金流结构

图9 公司 EBITDA 和 FFO 情况


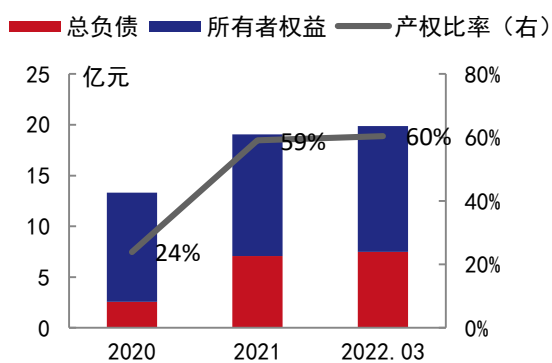
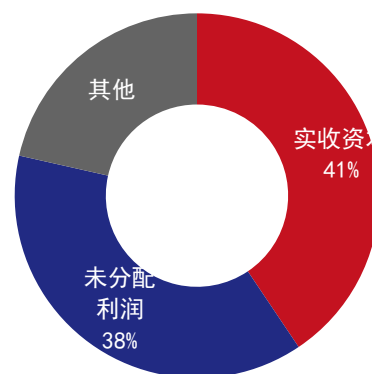
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

2021年公司债务规模大幅增长，以长期债务为主，但整体杠杆水平仍较低，偿债压力较小

受“昌红转债”发行影响，公司总负债规模大幅增长。公司所有者权益主要由实收资本和未分配利润构成，因“昌红转债”部分列报至其他权益工具，公司所有者权益小幅增长。综合影响下，2022年3月末公司产权比率为60.39%，权益对负债的保障程度仍较好。

图10 公司资本结构

图11 2022年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司应付账款主要为原材料采购款，合同负债主要系预收货款。截至2021年末，公司长期借款包括抵押借款和信用借款，其中抵押借款以浙江柏明胜的土地使用权进行抵押担保。应付债券系“昌红转债”，2022年3月末为3.77亿元，另有0.89亿元列报在其他权益工具。

表12 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元)

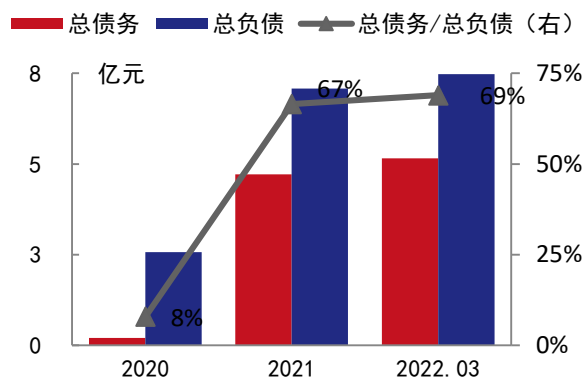
项目	2022年3月	2021年	2020年
----	---------	-------	-------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.20	7.79%
应付账款	1.40	18.69%	1.37	19.28%	1.13	44.07%
合同负债	0.29	3.92%	0.40	5.71%	0.58	22.60%
流动负债合计	2.25	30.04%	2.32	32.74%	2.43	94.72%
长期借款	1.04	13.97%	0.60	8.43%	0.00	0.00%
应付债券	3.77	50.48%	3.73	52.63%	0.00	0.00%
非流动负债合计	5.23	69.96%	4.76	67.26%	0.14	5.28%
负债合计	7.48	100.00%	7.08	100.00%	2.57	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

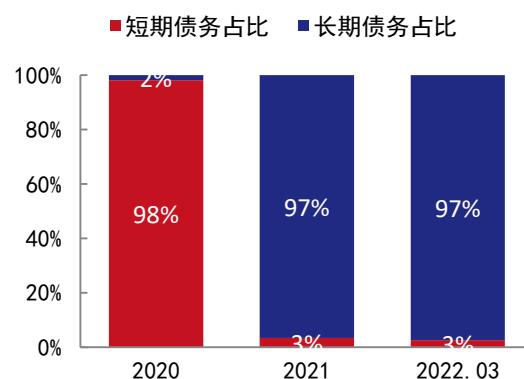
随着“昌红转债”发行，公司总债务规模同比大幅增长，2022年3月末总债务为5.15亿元，总债务占总负债的比重大幅上升。公司在建项目投资规模较大，拟通过外部融资解决资金需求，未来公司的债务规模或将增加。从债务期限结构来看，“昌红转债”发行后公司以长期债务为主，整体偿债压力仍较小。

图12 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图13 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着债务规模增长，公司资产负债率有所上升，2022年3月末为37.65%，资产负债率水平仍相对较低。债务规模增长带动利息支出增加，2021年EBITDA利息保障倍数有所下降，但EBITDA对债务本息的保障能力仍较强。受净债务规模为负数影响，2021年公司净债务/EBITDA和FFO/净债务均为负数，整体杠杆水平仍较低。

表13 公司杠杆状况指标

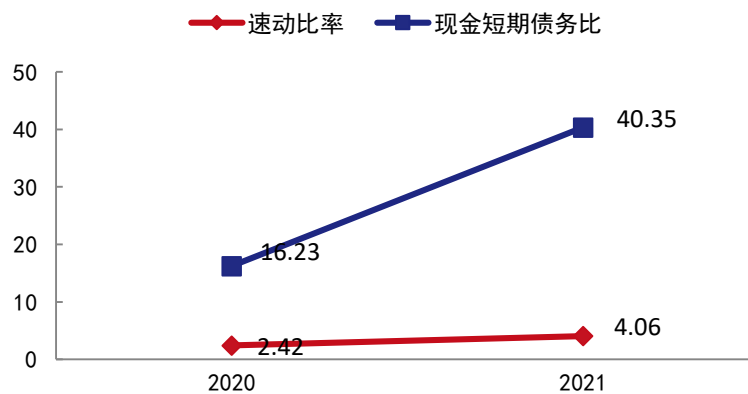
指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	37.65%	37.14%	19.30%
净债务/EBITDA	-	-0.66	-1.01
EBITDA 利息保障倍数	-	12.59	511.37

总债务/总资本	29.39%	28.21%	1.87%
FFO/净债务	-	-111.44%	-87.10%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年因收到“昌红转债”的募集资金带动公司现金类资产规模大幅增长，现金短期债务比和速动比率均大幅上升，短期偿债能力增强，但需注意募集资金存在使用用途限制。公司作为上市公司，融资渠道较多，资产受限比例较低，具有一定的融资弹性。

图14 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日：2022年5月13日）、子公司浙江柏明胜（报告查询日：2022年5月19日）、子公司深圳柏明胜（报告查询日：2022年5月19日）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。

或有事项分析

截至2022年3月末，公司对外担保金额合计0.07亿元，占同期末净资产的0.57%，均系对联营企业常州康泰模具科技有限公司的担保，设置有反担保措施，担保期限较短。

表14 截至 2022 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
常州康泰模具科技有限公司	400.00	2022/4/12	有
常州康泰模具科技有限公司	300.00	2022/4/14	有
合计	700.00	-	-

资料来源：公司提供

八、抗风险能力分析

公司主要从事OA注塑业务、医疗器械及耗材业务和模具业务，与主要的OA设备厂商合作时间较长，客户较为优质，虽然受办公自动化等因素影响，OA设备市场需求放缓，但考虑到商业需求和居家办公等因素，未来OA设备模具和注塑产品仍有一定的增长空间；高分子塑料的医疗器械及耗材广泛应用于体外诊断（即IVD）、基因测序、辅助生殖、样本采集处理和生命科学等多个领域，市场需求空间较大，但公司目前医疗器械及耗材业务尚处于培育期，加上疫情带来的一次性耗材销售收入减少，导致2021年医疗器械及耗材业务收入规模下降，在建医疗耗材产业园项目投产后产能存在一定消化风险。此外，受原油价格波动影响，公司主要原材料塑料粒的采购价格波动较大，面临成本控制压力。2021年末公司在建项目尚需自筹资金规模较大，存在一定的资本支出压力。“昌红转债”发行后公司债务规模有所增长，但主要为长期债务，偿债压力尚可。整体来看，公司抗风险能力尚可。

九、结论

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“昌红转债”的信用等级为AA-。

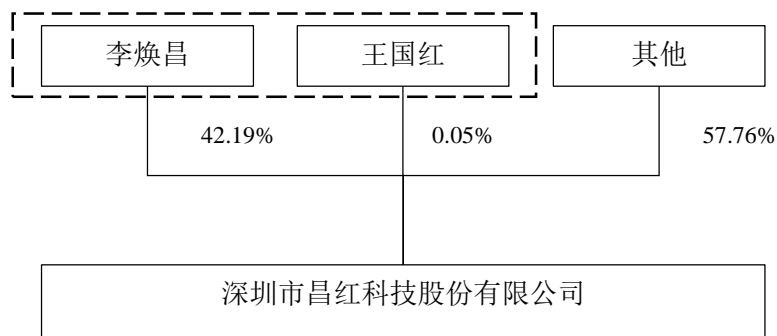
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	4.89	5.45	1.93	1.40
交易性金融资产	1.84	1.13	1.40	1.23
应收账款	2.49	2.47	2.00	1.48
存货	1.81	1.87	1.46	1.27
流动资产合计	11.55	11.29	7.35	5.62
其他权益工具投资	1.65	1.65	1.32	1.16
固定资产	3.36	3.39	3.28	2.78
在建工程	1.53	0.97	0.17	0.00
无形资产	0.84	0.84	0.33	0.32
非流动资产合计	8.31	7.78	5.95	4.94
资产总计	19.86	19.07	13.30	10.57
短期借款	0.00	0.00	0.20	0.00
应付账款	1.40	1.37	1.13	1.22
合同负债	0.29	0.40	0.58	0.00
一年内到期的非流动负债	0.13	0.16	0.00	0.00
流动负债合计	2.25	2.32	2.43	1.70
长期借款	1.04	0.60	0.00	0.00
应付债券	3.77	3.73	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	5.23	4.76	0.14	0.05
负债合计	7.48	7.08	2.57	1.74
总债务	5.15	4.71	0.20	0.00
归属于母公司的所有者权益	12.01	11.60	10.43	8.68
营业收入	2.93	11.27	11.18	7.15
净利润	0.47	1.16	1.85	0.60
经营活动产生的现金流量净额	0.46	0.97	2.33	1.20
投资活动产生的现金流量净额	-1.39	-0.98	-1.98	-1.02
筹资活动产生的现金流量净额	0.39	3.77	0.17	-0.84
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	30.80%	29.34%	35.65%	26.47%
EBITDA 利润率	-	20.20%	24.82%	14.50%
总资产回报率	-	9.18%	18.07%	6.32%
产权比率	60.39%	59.08%	23.92%	19.74%
资产负债率	37.65%	37.14%	19.30%	16.49%
净债务/EBITDA	-	-0.66	-1.01	-2.27
EBITDA 利息保障倍数	-	12.59	511.37	4,614.28

总债务/总资本	29.39%	28.21%	1.87%	0.05%
FFO/净债务	-	-111.44%	-87.10%	-36.57%
速动比率	4.33	4.06	2.42	2.57
现金短期债务比	-	40.35	16.23	-

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

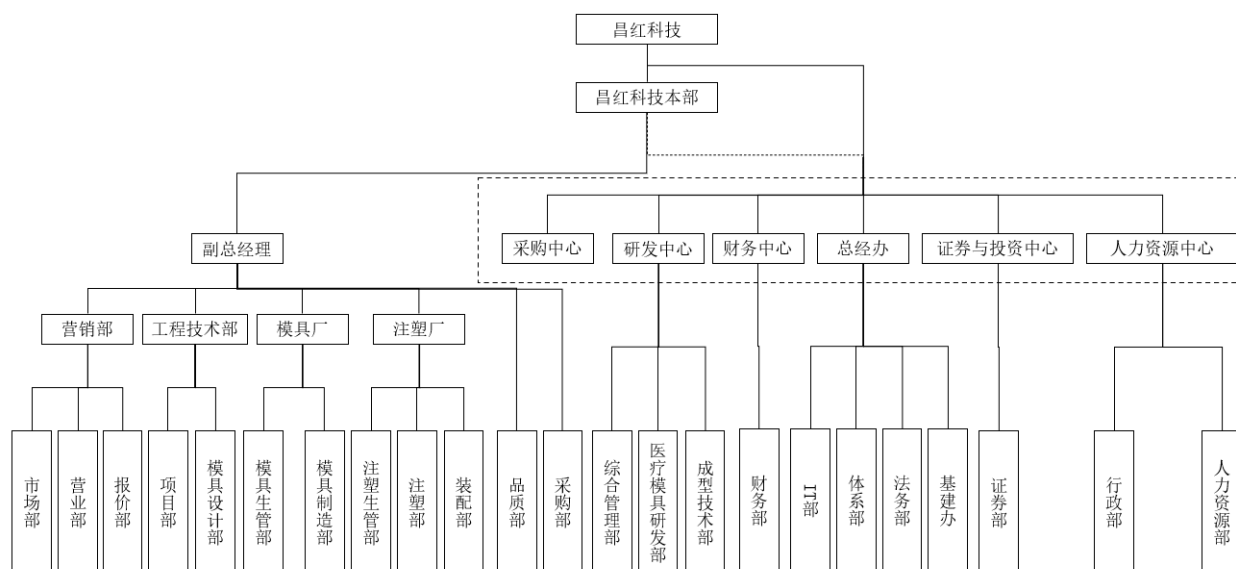
附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



注：虚框内为一致行动人。

资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022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	
		直接	间接
河源市昌红精机科技有限公司	生产	100.00%	-
力因精准医疗产品（上海）有限公司	生产	79.75%	-
深圳市昌红私募股权投资基金管理有限公司	投资	100.00%	-
青岛旭健艾维创业投资中心（有限合伙）	投资	99.00%	-
深圳市柏明胜医疗器械有限公司	生产	100.00%	-
上海力因生物技术有限公司	生产	-	79.75%
力姐康生命科学（上海）有限公司	生产	60.00%	-
上海昌美精机有限公司	生产	75.00%	25.00%
硕昌（上海）精密塑料制品有限公司	生产	75.00%	25.00%
昌红科技（香港）有限公司	结算	100.00%	-
德盛投资有限公司	投资	100.00%	-
昌红科技菲律宾股份有限公司	生产	-	100.00%
昌红科技（越南）有限公司	生产	-	100.00%
浙江柏明胜医疗科技有限公司	生产	70.00%	-
深圳市昌红高分子医疗材料创新中心有限公司	研发	100.00%	-

资料来源：公司 2021 年审计报告、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+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+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+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：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、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。