



深圳市铭利达精密技术股份有限公司2023 年向不特定对象发行可转换公司债券信用 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：

深圳市铭利达精密技术股份有限公司2023年向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA-
评级展望	稳定
债券信用等级	AA-
评级日期	2023-07-28

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到深圳市铭利达精密技术股份有限公司（以下简称“铭利达”或“公司”，股票代码“301268.SZ”）主要从事精密结构件及模具的设计、研发、生产及销售，产品广泛应用于光伏、安防、汽车以及消费电子等多个领域，随着精密结构件领域需求保持增长，以及公司依托优质的客户资源，加快布局生产基地和扩大业务规模，与行业龙头建立了长久且稳定的合作关系，营收规模持续提升，资本实力大幅增强。同时中证鹏元也关注到，光伏行业需求阶段性波动或将使公司面临一定的周期性经营波动风险，存在盈利能力承压、营运资金和资本开支压力较大、公司客户集中度较高等风险因素。

债券概况

发行规模：不超过 100,000 万元（含）

发行期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还未偿还的本期债券本金和最后一年利息

发行目的：拟用于铭利达安徽含山精密结构件生产基地建设项目（一期）、铭利达江西信丰精密结构件生产基地建设项目（一期）、新能源关键零部件智能制造项目（一期）、补充流动资金

联系方式

项目负责人：陈良玮
chenlw@cspengyuan.com

项目组成员：任思博
rensb@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	2023.3	2022	2021	2020
总资产	47.93	46.90	21.43	16.25
归母所有者权益	23.06	22.13	7.98	6.45
总债务	10.98	8.90	3.78	2.82
营业收入	9.71	32.19	18.38	15.16
净利润	0.93	4.03	1.48	1.71
经营活动现金流净额	-1.94	0.23	1.13	2.96
净债务/EBITDA	--	-0.08	0.77	0.47
EBITDA 利息保障倍数	--	24.39	17.20	14.83
总债务/总资本	32.26%	28.69%	32.12%	30.40%
FFO/净债务	--	-1,089.43%	105.09%	173.87%
EBITDA 利润率	--	18.66%	15.30%	18.87%
总资产回报率	--	12.91%	9.54%	13.69%
速动比率	0.94	0.97	0.73	0.95
现金短期债务比	1.02	1.26	0.87	1.58
销售毛利率	21.13%	21.72%	19.13%	21.48%
资产负债率	51.89%	52.83%	62.77%	60.30%

注：2022 年末公司净债务为负。

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季报，中证鹏元整理

优势

- **光伏、新能源汽车快速发展推动精密结构件领域需求增长，公司把握市场趋势积极扩产，营收规模持续提升。**光伏行业和新能源汽车行业的高速发展推动中国市场容量持续增长，国内精密结构件厂商充分受益。公司依托相对优质的客户资源，精密压铸结构件、精密注塑结构件和型材冲压结构件需求持续上升，营业收入持续提升。
- **公司紧贴下游客户需求布局产能，与产业链优质客户建立了长久且稳定的合作关系。**截至 2023 年 3 月末，公司生产基地实现了珠三角、长三角、西部地区、中部地区的全面布局。公司光伏领域主要合作客户包括行业领先企业 SolarEdge、Enphase 等，汽车领域主要合作客户包括比亚迪、北汽新能源等，安防领域深度绑定行业龙头海康威视，公司在核心客户供应链体系中份额排名靠前，客户资质和稳定性较好。
- **资本实力大幅增强。**公司 2022 年完成 IPO，募集资金净额 10.42 亿元，拓宽了融资渠道，资本实力大幅增强。

关注

- **公司客户集中度较高，业绩易受核心客户订单波动影响。**2020-2022 年公司前五大客户销售金额占当期营业收入的比重均在 75% 以上，且光伏板块收入占比均在 50% 以上，若光伏政策性需求、技术升级和迭代或市场环境变化导致下游大客户需求发生变动，或在激烈竞争下公司主要客户流失且新客户开拓受阻，将会对公司经营业绩产生不利影响。
- **产业链地位有待提升，盈利水平承压。**公司所在的细分行业竞争激烈，盈利能力易受原材料铝、塑胶颗粒、铜等原材料价格波动以及下游客户降本需求增大等因素的影响。
- **营运资金和资本开支压力加大。**公司存货、应收款项对营运资金形成较大占用，同时公司在建及拟建项目尚需投入较大的资金规模。公司资金回笼较慢，经营活动现金流净额整体表现有所下滑。此外，本期债券募投项目达产后的新增产能存在无法有效消化的风险，需关注项目进度及产能消化情况。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为精密结构件下游光伏、新能源汽车领域景气度较高，公司在行业深耕多年，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	文灿股份	宜安科技	天龙股份	瑞玛精密	锐新科技	铭利达
总资产	73.51	27.95	19.19	19.11	9.80	46.90
营业收入	52.30	16.16	12.54	12.06	7.66	32.19
净利润	2.38	-0.09	1.23	0.73	0.97	4.03
销售毛利率（%）	18.47	14.59	21.76	24.81	21.74	21.72
资产负债率（%）	58.55	55.70	30.04	55.51	14.76	52.83

注：以上各指标均为 2022 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
技术硬件与半导体企业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	评分要素	评分		
业务状况	宏观环境	4/5	初步财务状况	8/9	
	行业&经营风险状况	4/7	财务状况	7/9	
	行业风险状况	3/5	盈利状况	非常强	
	经营状况	4/7	流动性状况	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。

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
无	无	--	--	--	无

一、发行主体概况

公司前身系成立于2004年7月的深圳市铭利达精密机械有限公司（以下简称“铭利达有限”），由自然人张贤明、陶诚共同出资设立，持股比例分别为90%、10%。2019年11月，铭利达有限完成股改并更为现名。2022年4月，公司IPO募集资金净额为104,197.98万元，公司股票于2022年4月7日在深圳证券交易所上市，股票简称“铭利达”。

截至2023年3月末，公司注册资本和实收资本均为4.00亿元，控股股东为深圳市达磊投资发展有限责任公司（以下简称“达磊投资”），持有公司38.22%的股权，实际控制人为公司董事长兼总经理陶诚。陶诚直接持有公司2.72%的股权，同时分别持有达磊投资、深圳市赛铭股权投资企业（有限合伙）（员工持股平台，以下简称“赛铭投资”）、东莞市赛腾股权投资合伙企业（有限合伙）（员工持股平台，以下简称“赛腾投资”）95.00%、64.74%、71.31%的股权，即直接与间接方式合计持有公司40.94%的股权，集中度较高。卢萍芳、陶红梅、陶美英、卢常君为公司实际控制人陶诚的一致行动人，公司股权结构图见附录二。截至2023年3月末，公司实际控制人及其一致行动人无股权质押或冻结情况。

公司主要从事精密结构件及模具的设计、研发、生产及销售，主要产品包括各类精密结构件和模具。公司精密结构件产品广泛应用于光伏、安防、汽车以及消费电子等多个领域。公司当前也在拓展储能逆变器领域产品，除光伏逆变器客户外，目前还给深圳市首航新能源股份有限公司、麦田能源股份有限公司等领先储能逆变器生产厂商供货，未来储能需求有望成为公司业绩的增长点。

截至2023年3月末，纳入公司合并报表范围的子公司共13家，详细见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：深圳市铭利达精密技术股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：不超过100,000万元（含）；

债券期限和利率：6年，固定利率；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还未偿还的本期债券本金和最后一年利息；

转股期限：自本期债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本期债券到期日止；

初始转股价格：本期债券初始转股价格不低于募集说明书公布日前 20 个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价的较高者（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价格按经过相应除权、除息调整后的价格计算）；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 85%时，公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交公

司股东大会审议表决。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施，持有本期债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于前项规定的股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价之间的较高者且同时不得低于最近一期经审计的每股净资产以及股票面值；

债券赎回条款：在本期债券期满后 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。另外，在转股期内，如果公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%）或者本期债券未转股余额不足人民币 3,000 万元（含）时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券；

债券回售条款：本期债券最后两个计息年度，如果公司 A 股股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，本期债券持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。本期债券最后两个计息年度，本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转债持有人不能多次行使部分回售权。若本期债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化根据中国证监会和深圳证券交易所有关规定被认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售的权利。本期债券持有人有权将其持有的本期债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。本期债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权，不能再行使附加回售权；

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体配售比例提请公司股东大会授权公司董事会或董事会授权人士根据发行时的具体情况确定，并在本期债券的发行公告中予以披露。原股东优先配售之外和原股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由主承销商包销。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过 10.00 亿元（含），资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
铭利达安徽含山精密结构件生产基地建设项目（一期）	73,567.43	35,000.00	47.58%
铭利达江西信丰精密结构件生产基地建设项目（一期）	60,441.57	30,000.00	49.63%
新能源关键零部件智能制造项目（一期）	27,985.81	10,000.00	35.73%
补充流动资金	25,000.00	25,000.00	-
合计	186,994.81	100,000.00	-

资料来源：公司提供

（一）铭利达安徽含山精密结构件生产基地建设项目（一期）

本期债券募投项目铭利达安徽含山精密结构件生产基地建设项目（一期）（以下简称“安徽含山生产基地”）由安徽铭利达科技有限公司负责建设，厂房采取“代建-租赁-回购”方式，项目建设地点为含山经济开发区（西区）刘武大道以东、夏桥路以西、创业大道两侧地块，主要从事新能源汽车电池结构件和光伏储能结构件的生产与销售。根据《安徽含山精密结构件生产基地建设项目（一期）可行性研究报告》（以下简称“《安徽含山生产基地可研报告》”），安徽含山生产基地占地面积100,000m²，建筑面积为130,000m²，项目实施周期为2年，项目达产后将新增光伏储能结构件年产能81.6万套，新能源汽车电池托盘结构件年产能29.4万套。

根据《安徽含山生产基地可研报告》，安徽含山生产基地计划投资总额为73,567.43万元，其中72,010.60万元用于建设投资，1,556.83万元用于铺底流动资金。建设投资具体包括场地费用31,848.00万元、设备购置费用38,850.10万元，软件购置费用525.00万元，项目预备费787.50万元。截至本评级报告出具日，安徽含山生产基地处于前期筹备阶段。

根据《安徽含山生产基地可研报告》，安徽含山生产基地建成达产后，预估年营业收入89,087.58万元，年净利润6,316.86万元，毛利率为19.22%，净利率为7.09%。项目预计税后内部收益率为17.14%，税后静态投资回收期为6.34年。但项目建设进度或因资金到位情况存在不确定性，且受国家产业政策、行业发展趋势、行业竞争格局、产品技术水平发生更新迭代和客户需求等因素综合影响，项目投产后能否消化新增产能、实现预期收益均存在不确定性。

（二）铭利达江西信丰精密结构件生产基地建设项目（一期）

本期债券募投项目铭利达江西信丰精密结构件生产基地建设项目（一期）（以下简称“江西信丰生产基地”）由江西铭利达科技有限公司建设，厂房采取“代建-租赁-回购”方式，项目建设地点为江西省赣州市信丰县信丰高新区深圳大道-创智路-东莞路交汇处（原中保正东项目地），主要从事新能源汽车三电系统结构件生产与销售。根据《江西信丰精密结构件生产基地建设项目（一期）可行性研究报告》（以下简称“《江西信丰生产基地可研报告》”），江西信丰生产基地占地面积为77,000m²，建筑面积为98,272m²，项目实施周期为2年。项目达产后将新增新能源汽车电机结构件年产能90万套，电控结构

件年产能90万套，电源结构件年产能40万套。

根据《江西信丰生产基地可研报告》，江西信丰生产基地计划投资总额为60,441.57万元，其中59,194.16万元用于建设投资，1,247.41万元用于铺底流动资金。建设投资具体包括场地费用23,702.21万元，设备购置费用34,271.04万元，软件购置费用525.00万元，项目预备费695.92万元。截至本评级报告出具日，江西信丰生产基地处于前期筹备阶段。

根据《江西信丰生产基地可研报告》，江西信丰生产基地建成达产后，预估年营业收入71,478.00万元，年净利润5,019.60万元，毛利率为19.07%，净利率为7.02%。项目预计税后内部收益率为16.18%，税后静态投资回收期为6.48年。但项目建设进度或因资金到位情况存在不确定性，且受国家产业政策、行业发展趋势、行业竞争格局、产品技术水平发生更新迭代和客户需求等因素综合影响，项目投产后能否消化新增产能、实现预期收益均存在不确定性。

（三）新能源关键零部件智能制造项目（一期）

本期债券募投项目新能源关键零部件智能制造项目（一期）（以下简称“智能制造项目”）由肇庆铭利达科技有限公司建设，选址在广东省肇庆市高新区动力大街以北，建设实施周期为2年。根据《新能源关键零部件智能制造项目（一期）可行性研究报告》（以下简称“《智能制造项目可研报告》”），项目建成完全达产后将新增电池托盘结构件年产能11.9万件，上盖、箱体等光伏储能结构件年产能227.28万件。

根据《智能制造项目可研报告》，智能制造项目总投资为27,985.81万元，经预测分析，项目建成完全达产后年营业收入33,396.83万元，年净利润2,939.98万元，毛利率为19.68%，净利率为8.80%。项目预计税后内部收益率为12.03%，税后静态投资回收期为7.32年。但项目建设进度或因资金到位情况存在不确定性，且受国家产业政策、行业发展趋势、行业竞争格局、产品技术水平发生更新迭代和客户需求等因素综合影响，项目投产后能否消化新增产能、实现预期收益均存在不确定性。

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

精密结构件下游应用广泛，定制化需求高，在特定细分应用领域的行业集中度不断提高

精密结构件是指具备高尺寸精度、高表面质量、高性能要求并且能够起到保护、支撑或散热作用的金属或塑胶部件，精密结构件的应用领域十分广阔，大到航天飞机、军工机械，小至工业部件、电子配件，不同应用领域对精密结构件的功能、特性、外形等要求的差别较大。通过选取不同的原材料并采用不同的生产工艺，精密结构件可以达到结构支撑、固定零部件、抗震绝热、电气绝缘、电磁屏蔽、散热等不同功能，以满足客户对结构件产品不同的定制化需求。按照成型材料的差异，精密结构件主要包括精密金属结构件及精密塑胶结构件，材料性能以及应用领域具体情况如表2所示。

表2 精密结构件主要情况介绍

类别	材料性能及主要特点	成型工艺	应用领域
精密金属结构件	具有较好的刚性和硬度，抗压、抗拉，不易变形；适合进行各种表面处理，满足对产品的特定性能要求，如导电、绝缘、电磁屏蔽等；散热性能较好，适合室外环境使用；贴附性好，适合做高精度加工	压铸、冲压、挤压、切削、锻造等	汽车轻量化部件、通信产品外壳、安防产品外壳、光伏逆变器外壳及散热器、消费电子产品外壳等

精密塑胶结构件	密度小，单位体积重量轻，符合环保要求；着色性好，可做彩色产品，符合美观要求；耐磨、耐腐蚀、弹性变形、抗冲击，产品适用性强；设计自由度大，易加工，适合大批量生产	吸塑、注塑、吹塑	光伏相关设备外壳、汽车内外饰件、通信产品外壳、安防产品外壳、消费电子产品外壳等
---------	---	----------	---

资料来源：公司招股说明书

精密结构件制造行业经过多年的行业竞争及发展，逐渐形成了以三类企业为主的竞争格局：第一类是全球性的电子制造服务商（EMS厂商），其发展程度更高，主要表现为技术水平先进、客户资源丰富，可提供精密结构件产品设计、生产及组装的一体化综合性服务，通常与国内外大型知名企业合作，其代表为富士康、伟创力、捷普等；第二类是具备一定生产规模和技术实力的专业精密结构件制造商，这类企业往往专注于某些特定下游领域，并且由于具备一定的技术优势，主要服务于下游各领域中的头部企业，代表企业有瑞玛精密、文灿股份、宜安科技等，铭利达也属于此类别；第三类是以本地和周边地区客户为主要收入来源，生产规模相对较小，受服务范围和企业规模限制，此类企业数量较多。公司在行业内的主要竞争对手包括：文灿股份、锐新科技、瑞玛精密、宜安科技、天龙股份等，各家公司既有业务上的交叉又存在细分领域的相对独立，由于精密结构件的高定制化需求、严格的客户认证壁垒，各精密结构件制造厂商在长期竞争下，形成了各自的优势产品和业务领域。

表3 同行业可比公司相关产品介绍

公司名称	产品类型	主要客户
文灿股份	中高档汽车发动机系统、变速箱系统、底盘系统、制动系统、车身结构件及其他汽车零部件	采埃孚天合、威伯科、博世、长城汽车、大众、特斯拉
锐新科技	电力电子散热器、汽车轻量化部件、自动化设备与医疗设备精密部件	西门子、飞利浦、ABB
瑞玛精密	移动通信零部件、汽车零配件及紧固件	诺基亚、哈曼、爱立信
宜安科技	新能源汽车零部件、消费电子结构件、有机硅胶、工业配件	比亚迪、吉利、LG
天龙股份	汽车发动机周边、摇窗、车门、仪表系统等精密中高端功能性部件	博泽集团、博世集团、大陆集团

资料来源：铭利达招股说明书

从行业集中度来看，由于精密结构件下游应用行业广泛，不同下游应用行业对精密结构件产品的精密度要求各不相同，且行业内主要产品多为非标准件、不同应用领域产品的加工工艺差距较大，行业内企业在各类细分产品上均呈现相对独立的竞争格局，因此，总体的行业集中度不高。但是从细分领域来看，特定行业的下游应用企业，尤其是行业领先和知名企业建立了严格的供应商准入体系，对精密零部件产品的精密度和稳定性要求较高，少量企业凭借资金优势、研发创新、先进的生产工艺与核心技术、高精密度、高稳定性和高品质的产品，逐步在各自细分领域形成了良好的口碑与核心竞争力，逐步扩大市场份额，在特定细分应用领域的行业集中度有所提高。

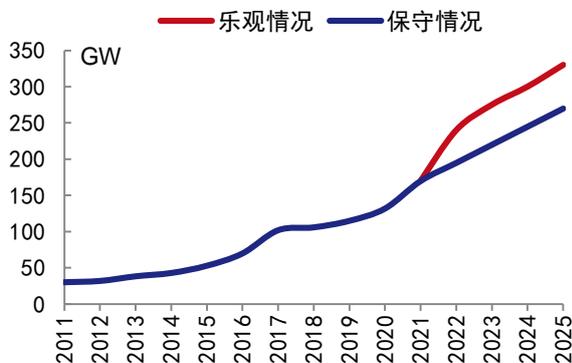
下游光伏和新能源汽车行业迅速发展推动精密结构件需求维持增长态势，市场空间广阔

精密结构件制造行业产业链跨度长、覆盖面广，产业链上游行业包括金属材料、塑胶材料、模具以

及生产设备的生产及制造，下游行业包括光伏、安防、汽车、消费电子、通讯、航空航天、工业自动化等多个应用领域。从整个产业链来看，精密结构件制造行业的市场需求与下游应用领域景气程度密切相关。

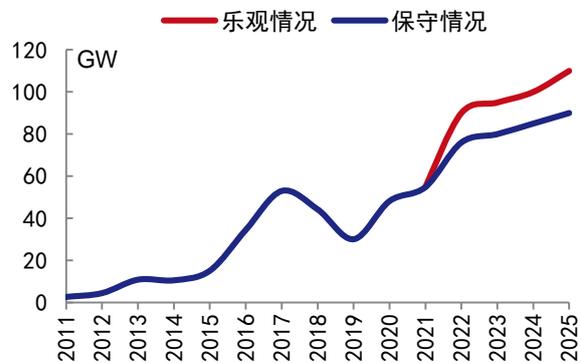
光伏行业中对精密结构件需求主要包括逆变器结构件、电线组件以及光伏支架等。在光伏发电成本持续下降和全球清洁能源转型等有利因素的推动下，全球与国内光伏市场均将保持高速增长。根据中国光伏业协会的预测，预计“十四五”期间，全球每年新增光伏装机将超过220GW。2020年12月，习近平主席在气候峰会上宣布，到2030年中国非化石能源占一次能源消费比重将达到25%左右。为达到此目标，在“十四五”期间，我国光伏年均新增光伏装机或将超过75GW。

图 1 2011-2025 年全球光伏新增装机预测



资料来源：中国光伏业协会，中证鹏元整理

图 2 2011-2025 年中国光伏新增装机预测



资料来源：中国光伏业协会，中证鹏元整理

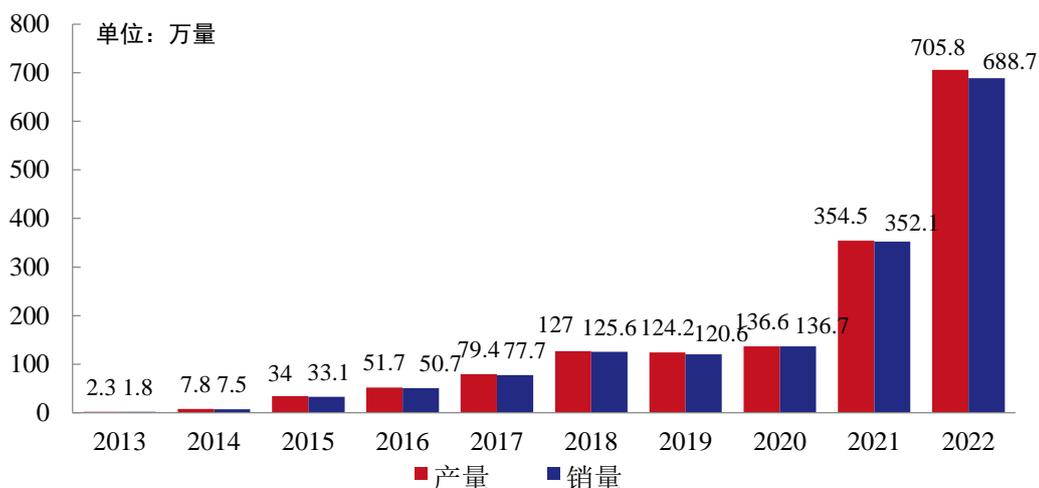
在全球光伏产业大发展的推动下，光伏逆变器市场近年来也保持了较快的发展态势。根据S&P Global数据，2015年以来全球光伏逆变器出货量快速上涨，出货量从2015年的59.7GW上升到2022年的326.6GW，2015-2022年复合增长率达到27.48%；2022年全球TOP10光伏逆变器出货量企业排名第一企业为阳光电源，第二为华为，第三为锦浪，2022年全球TOP10光伏逆变器供应商中，中国企业占据七席。

汽车行业是精密结构件的重要应用领域之一。对于传统汽车来说，精密结构件主要应用于动力系统、转向系统，包括了发动机缸体缸盖、变速箱前壳体、后壳体、转向器壳体、油泵壳体等结构件；而在新能源汽车领域，精密结构件在核心的电池、电机及电控（合称“三电系统”）得到广泛应用，具体包括电控系统的多合一的箱体、盖板，电机系统内外电机壳体、电机端盖，电池系统中的电池包壳体、电池控制系统的箱体与箱盖等。此外，在汽车轻量化趋势下，铝合金轻量化汽车精密结构件在前后纵梁、左右车轮护罩及挡板、内基座、减震塔、动力总成托架等方面的应用也越来越广泛，精密结构件已经成为汽车零部件的主要供应来源。

2013年以来，全球新能源汽车市场增长趋势明显。从区域来看，中国、欧洲与美国是全球新能源汽车的主要驱动力。根据Marklines数据，2013年至2022年，全球新能源汽车销量从20万辆增长至1081.9万

辆，年复合增长率达到55.80%。自2012年国务院出台《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020年）》以来，在国家政策的大力扶持下，我国新能源汽车行业实现了飞跃式发展，技术和市场成熟度不断提高，关键零部件配套能力也得到大幅提升，行业整体发展迅猛。据中国汽车工业协会数据显示，2022年我国新能源汽车产销分别完成705.8万辆和688.7万辆，同比分别增长 96.9% 和 93.4%，市场占有率达到 25.6%，高于上年 12.1 个百分点。

图 3 中国新能源汽车产销量情况



资料来源：中国汽车工业协会，中证鹏元整理

减轻汽车自重是节约能源和提高燃料经济性的最基本途径之一，选用轻质材料的汽车零部件已成为实现汽车轻量化最有效的方法，其中汽车铝合金压铸结构件和注塑结构件凭借其优异的综合性能和价格优势在汽车行业中的应用尤其广泛。铝合金在替代钢材和铸铁过程中减轻重量可达40%，铝合金因此在轻量化材料中具有重要地位。近年来，平均单车用铝量持续增长，据Ducker Worldwide的预测，铝制引擎盖的渗透率会从2015年的48%提升到2025年的85%，铝制车门渗透率会从2015年的6%提升到2025年的46%。改性塑料凭借其可以有效减少汽车的整车重量，降低油耗，减少汽车尾气排放等特点开始越来越多地被应用于汽车制造行业。此外，改性塑料在汽车中不再局限于装饰，也被应用在结构、功能方面，这使得塑料占汽车自重的比例不断提高。新能源汽车的旺盛需求以及铝合金压铸结构件和注塑结构件渗透率的提升，为精密结构件行业注入持续发展的动力。

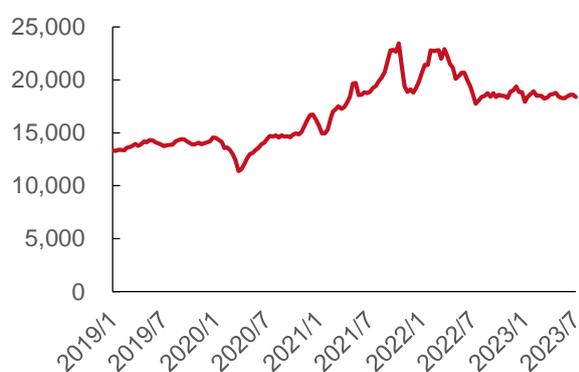
安防产品主要包括视频监控、门禁和防盗报警三大类别。其中，视频监控领域的市场规模最大，发展速度最快。全球范围内，安防设备市场总体保持稳定发展态势。根据Omdia最新报告显示，2021年整体智能视频监控设备含相关基础设施市场规模为258亿美元，同比增长13.9%，中国市场增长恢复最快，同比提升16.4%至131亿美元。2021年全球智能视频监控市场的集中度进一步提升，全球前十位厂商总市场份额由2020年的60.2%提升至64.1%。市场排名前十位中，中国厂商占据半壁江山，包括海康威视、

大华、宇视、华为以及天地伟业，中国厂商总体份额由2020年的47.2%增长至50.5%。

原材料价格波动对精密结构件制造厂商造成较大的成本管控压力

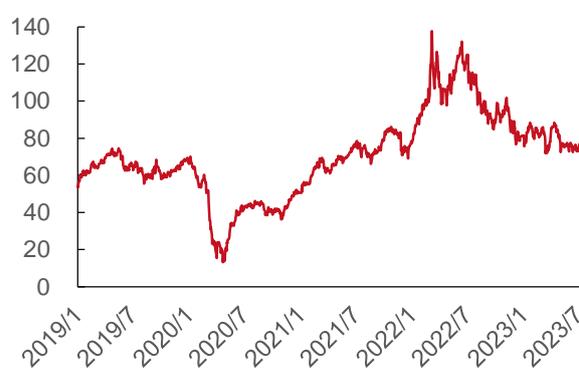
精密结构件制造行业上游行业包括金属材料、塑胶材料、模具以及生产设备的生产及制造。在各种原材料中，铝锭、塑胶粒、铝挤压材等原材料采购金额占公司采购总额的比例较高。精密结构件上游采购的塑胶粒品种主要包括PPO、PC、PA66等工程塑料，塑胶粒系石油化工行业的下游产品，其价格受上游原油价格波动影响较大。2020年下半年以来，受通货膨胀预期以及国际局部政治军事冲突加剧等外部环境不稳定因素影响，全球能源、化工、矿产品等大宗商品价格不断上涨，对精密结构件制造厂商成本管控造成较大影响。

图 4 中国铝锭市场价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 5 国际原油市场价格（单位：美元/桶）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

光伏、新能源汽车快速发展推动精密结构件领域需求增长，公司把握市场趋势积极扩产，营收规模持续提升，公司紧贴下游客户需求布局产能，与产业链优质客户建立了长久且稳定的合作关系，在核心客户供应链体系中份额排名靠前，客户资质和稳定性较好

公司主要从事精密结构件及模具的设计、研发、生产及销售，产品据成型材料划分为精密金属结构件和精密塑胶结构件，产品据工艺可划分为精密压铸结构件、精密注塑结构件和型材冲压结构件，核心产品广泛应用于光伏、汽车、安防以及消费电子等多个领域。受益于光伏、汽车等下游的需求增长，公司营业收入不断增长，2020-2022年复合增长率达45.69%。

按产品来看，精密压铸结构件对公司营业收入贡献最多，2020-2022年收入占比均高于35%，考虑到公司下游汽车行业需求快速提升，未来精密压铸结构件比例或将仍占比较高；精密注塑结构件主要应用于光伏和安防行业，随着工艺的改进和对成本的要求，国外光伏客户对精密注塑结构件需求不断增加。

按下游应有领域来看，光伏领域对公司营业收入贡献最多，2020-2022年收入占比均超过50%；汽车领域需求增长较快，2020-2022年汽车领域收入复合增长率达183.29%，已成为公司第二大业务；安防领域和消费电子领域收入占比不高且有所下降，预计未来会进一步下降。2023年1-3月公司实现营业收入9.71亿元，同比增长68.46%，毛利率为21.13%。受原材料价格、人民币汇率以及产品结构变化等因素影响，2020-2022年公司销售毛利率有所波动，维持在20%左右。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（按产品）（单位：亿元，%）

项目	2023年1-3月			2022年			2021年			2020年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
精密压铸结构件	3.22	33.28	22.30	12.89	40.03	23.20	8.19	44.54	23.16	5.43	35.78	21.84
精密注塑结构件	3.25	33.59	21.96	9.64	29.94	21.90	5.73	31.20	16.96	5.27	34.72	18.36
型材冲压结构件	3.14	32.43	18.76	8.85	27.50	19.23	4.12	22.44	12.98	3.82	25.18	23.75
精密模具	0.07	0.70	21.07	0.61	1.90	21.11	0.23	1.25	26.44	0.57	3.79	25.63
其他业务收入	0.05	0.49	41.09	0.20	0.62	30.75	0.10	0.56	49.97	0.08	0.53	64.93
合计	9.71	100.00	21.13	32.19	100.00	21.72	18.38	100.00	19.13	15.16	100.00	21.48

注：公司自2020年1月1日起执行《企业会计准则第14号——收入（2017）年修订》（财会〔2017〕22号）（以下简称“新收入准则”），将与合同履行直接相关的运输费用计入营业成本。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（按行业）（单位：亿元，%）

项目	2022年			2021年			2020年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
光伏	17.65	54.84	21.70	9.36	50.92	17.10	9.22	60.82	23.06
安防	3.65	11.32	10.71	4.17	22.69	12.13	3.27	21.57	10.31
汽车	7.96	24.73	19.89	1.92	10.45	18.49	0.99	6.53	18.62
消费电子	2.34	7.28	43.88	2.54	13.82	36.18	1.52	10.03	35.53
其他	0.39	1.21	25.62	0.29	1.58	29.26	0.08	0.53	21.65
其他业务收入	0.20	0.62	30.75	0.10	0.54	49.97	0.08	0.53	64.93
合计	32.19	100.00	21.72	18.38	100.00	19.13	15.16	100.00	21.48

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司紧贴下游客户需求多点布局生产基地，各基地分工明确，近年产能规模不断扩张

结构件行业下游竞争激烈，综合考验公司在客户端的议价能力以及生产端的成本管控能力，此外，能否实现较高利润率还取决于精密结构件厂商的产品质量、服务能力、管理能力等。公司与优质客户形成规模销售时间至今均在6年以上，具备一站式供应能力，且已形成规模经济优势，在工艺水平、成本、

工艺链完整等方面形成了较强领先优势。

公司的生产模式以“以销定产”为主，并有少量外协加工环节。受益于下游光伏、新能源汽车市场旺盛需求，公司逐步布局生产基地和扩大生产规模。截至2023年3月末，公司共有广东东莞、江苏南通、四川广安、重庆铜梁、湖南长沙以及广东肇庆六个生产基地，实现了珠三角、长三角、西部地区、中部地区的全面布局，能够发挥区位优势，降低生产成本，高效快捷地为客户提供产品和服务。公司各生产基地主要服务于下游客户建设且定位明确，比如广东铭利达主要辐射珠三角地区，江苏铭利达主要辐射长三角地区，四川铭利达主要服务于重庆海康威视，湖南铭利达主要服务于长沙比亚迪。本期债券募投项目安徽含山、江西信丰和智能制造项目目前在筹备阶段。

表6 公司主要生产基地情况

子公司名称	投产日期	辐射区域	下游客户、主要产品
广东铭利达	2017/11	珠三角	压铸、注塑以及型材冲压等多种类型的精密结构件产品及各类精密模具，下游客户包括光伏、安防、汽车以及消费电子等多个领域
江苏铭利达	2017/07	长三角	拥有全品类生产线，主要为北汽新能源、联合电子和宁德时代等提供铝合金精密压铸结构件；通过 Venture、伟创力、TCL 向终端客户 PMI 提供电子烟加热结构件；为海康威视、昱能科技等安防、光伏行业客户提供精密注塑及型材冲压结构件
四川铭利达、重庆铭利达	四川 2017/08、重庆 2022/05	重庆生产基地是公司在西南地区的战略布局，承接公司位于四川广安的压铸及注塑生产线产能，为西南地区安防、整车及整车零部件客户提供部分配套服务	主要为重庆海康威视的配套提供精密压铸结构件及精密注塑结构件；以及比亚迪等新能源汽车企业的重庆生产基地提供电池托盘结构件
湖南铭利达	2021/10	区域内客户	长沙比亚迪、电池结构件
肇庆铭利达	2021/10	区域内客户	型材冲压
安徽铭利达	待定	华东地区	主要为 SolarEdge，阳光电源等企业提供光伏储能结构件；为比亚迪提供新能源汽车电池托盘产品
江西铭利达	待定	华东地区	比亚迪提供新能源汽车三电系统精密结构件
智能制造项目	待定	珠三角	业务覆盖压铸、注塑以及型材冲压等多种类型的精密结构件，服务肇庆市高新区新能源智能汽车产业集群

注：安徽铭利达、江西铭利达和智能制造项目为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司精密结构件产品具有非标准化、定制生产的特征，产品因客户的需求而存在较大差异，公司通

过列示不同类型工序的瓶颈设备的理论工时和实际工时的方式说明公司的产能利用率情况。2020-2022年公司不同工艺类别的设备产能利用率均逐年提升。

表7 不同类型工序的瓶颈设备的理论工时、实际工时以及产能利用率情况（单位：小时）

工艺类别	瓶颈设备	2023年1-3月			2022年		
		实际工时	理论工时	产能利用率	实际工时	理论工时	产能利用率
压铸	CNC	1,149,460	1,286,613	89.34%	2,255,062	2,511,764	89.78%
型材加工	CNC	485,506	590,712	82.19%	979,692	1,183,775	82.76%
冲压加工	冲压机	45,055	47,277	95.30%	140,417	146,055	96.14%
注塑	注塑机	287,778	336,740	85.46%	1,106,830	1,259,622	87.87%
工艺类别	瓶颈设备	2021年			2020年		
		实际工时	理论工时	产能利用率	实际工时	理论工时	产能利用率
压铸	CNC	1,426,469	1,613,835	88.39%	1,033,458	1,522,899	67.86%
型材加工	CNC	297,730	366,527	81.23%	226,383	290,959	77.81%
冲压加工	冲压机	144,677	152,548	94.84%	104,629	114,214	91.68%
注塑	注塑机	793,387	1,037,786	76.45%	599,855	925,512	64.81%

注：各设备理论工时=设备数量×20小时×工作日，工作日按照每年300个工作日计算；产能利用率=设备实际工时/设备理论可用工时。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

产销率方面，公司各项主要产品产销率均处于较高水平。随着公司下游需求的提升，产销规模整体实现较快增长，处于产销两旺的状态。

表8 公司各类型的主要产品产销情况（单位：万件、套）

类别	2023年1-3月			2022年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
精密压铸结构件	1,203.14	1,191.53	99.04%	6,169.64	6,125.78	99.29%
精密注塑结构件	6,625.41	6,472.44	97.69%	21,777.33	21,651.41	99.42%
型材冲压结构件	6,885.96	6,700.37	97.30%	21,531.86	20,878.07	96.96%
类别	2021年			2020年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
精密压铸结构件	5,901.03	5,683.96	96.32%	3,878.47	4,103.78	105.81%
精密注塑结构件	18,035.37	17,610.08	97.64%	15,355.01	15,132.21	98.55%
型材冲压结构件	13,727.65	13,288.11	96.80%	11,590.13	11,429.10	98.61%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

本期债券募投项目安徽含山、江西信丰和新能源关键零部件智能制造项目（一期）目前在筹备阶段，上述项目建设投产后能够有效提高公司产能，同时本期债券募集资金并不能覆盖各募投项目投资成本，仍需公司自筹部分资金，公司仍存在一定的资本支出压力。考虑到项目的建设进度、投产时间存在不确定性，且随着市场需求的变化，项目达产后的新增产能存在无法有效消化的风险，需关注项目进度及产能消化情况。

表9 截至 2023 年 3 月末公司在建及拟建生产基地情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	预测年产值
轻量化铝镁合金精密结构件及塑胶件智能制造项目（IPO 募投项目）	48,123.36	24,986.43	80,000.00
铭利达安徽含山精密结构件生产基地建设项目（一期）（本期债券募投项目）	73,567.43	-	89,087.58
江西信丰精密结构件生产基地建设项目（一期）（本期债券募投项目）	60,441.57	-	71,478.00
新能源关键零部件智能制造项目（一期）	27,985.81	-	33,396.83

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司具备较好的客户基础，与优质品牌客户合作稳定，但客户集中度偏高，业绩易受核心客户订单波动影响

公司设有市场营销中心，通过直销模式进行海内外市场推广和产品销售工作，主要受益于海外光伏领域需求的不断增加，2020-2022年公司境外收入规模逐年增长。由于境内和境外客户在所属行业、产品类型、市场竞争激烈程度等方面均存在较大差异，境外销售的毛利率水平整体较高。一方面，公司向境外客户销售的产品包括了单价和毛利率水平均较高的创新型消费电子结构件等产品；另一方面，境内结构件行业的竞争激烈程度整体高于境外，使得同类型产品的利润率偏低。公司对主要客户的结算模式一般为银行转账及票据结算，信用期一般为60-120天。

表10 公司主营业务收入销售地域分布情况（单位：万元）

项目	2022 年			2021 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
境内销售	176,041.61	55.03%	18.32%	90,472.23	49.51%	15.99%	80,133.57	53.12%	19.23%
境外销售	143,864.76	44.97%	25.76%	92,264.35	50.49%	21.86%	70,713.93	46.88%	23.55%
合计	319,906.37	100.00%	-	182,736.58	100.00%	-	150,847.50	100.00%	-

资料来源：公司提供、中证鹏元整理

从下游客户构成来看，光伏为主要方向，前五大客户中，捷普向公司采购的光伏类产品主要用于组装SolarEdge的太阳能逆变器产品，其对应的终端客户为SolarEdge，公司同时直接向SolarEdge销售光伏类产品；伟创力向公司采购的光伏类产品主要用于组装Enphase的太阳能逆变器产品，SolarEdge和Enphase为公司光伏领域的主要客户。安防领域，公司深度绑定海康威视，公司向海康威视销售的产品主要为应用于安防摄像机的壳体结构件和支架等。汽车领域，公司汽车产品主要为电机、电控、电池相关轻量化结构件，客户为比亚迪、北汽、宁德时代等新能源汽车企业，其中比亚迪为汽车领域主要客户。消费电子领域，Venture和伟创力向公司采购的消费类电子产品主要为终端客户PMI电子烟结构件产品，PMI为主要终端客户。整体来看，2020-2022年公司前五大客户销售金额占当期营业收入的比重均在75%以上，客户集中较高，2022年第一大终端客户捷普直接和间接销售额占公司年度营业收入的比重较大，若核心客户业绩波动或调整对公司产品需求，对公司业绩产生的负面影响较大。

整体来看，公司前五大客户均是行业内的优质企业，公司及所销售的产品均通过客户或终端客户的认证，与重要客户保持长期稳定关系，业务具有一定的持续性。但目前光伏、新能源汽车行业处于快速发展阶段，若公司产能增长不及预期，或存在订单不能如期交付的风险。

表11 公司前五大客户销售情况（单位：万元）

期间	序号	客户名称	主要产品名称	销售金额	占营业收入比例
2023年1-3月	1	捷普	光伏逆变器结构件、电线组件	21,649.55	22.29%
	2	SolarEdge Technologies Ltd.	光伏逆变器结构件、电线组件	19,787.72	20.37%
	3	深圳市比亚迪供应链管理有限公司	汽车零部件	18,423.14	18.97%
	4	伟创力	安防摄像头结构件、光伏逆变器结构件、电子烟加热装置结构件	14,038.04	14.45%
	5	海康威视	安防摄像头结构件、支架	4,992.93	5.14%
合计				78,891.39	81.22%
2022年	1	捷普	光伏逆变器结构件、电线组件	62,599.80	19.45%
	2	SolarEdge Technologies Ltd.	光伏逆变器结构件、电线组件	60,107.50	18.67%
	3	深圳市比亚迪供应链管理有限公司	汽车零部件	50,533.44	15.70%
	4	伟创力	安防摄像头结构件、光伏逆变器结构件、电子烟加热装置结构件	44,991.44	13.98%
	5	海康威视	安防摄像头结构件、支架	28,963.19	9.00%
合计				247,195.37	76.79%
2021年	1	海康威视	安防摄像头结构件、支架	34,612.57	18.83%
	2	捷普	光伏逆变器结构件、电线组件	33,994.71	18.50%
	3	SolarEdge Technologies Ltd.	光伏逆变器结构件、电线组件	33,942.45	18.47%
	4	伟创力	安防摄像头结构件、光伏逆变器结构件、电子烟加热装置结构件	30,572.75	16.64%
	5	深圳市比亚迪供应链管理有限公司	汽车零部件	8,371.88	4.56%
合计				141,494.37	76.99%

2020年	1	捷普	光伏逆变器结构件、 电线组件	46,306.46	30.54%
	2	海康威视	安防摄像头结构件、 支架	26,628.81	17.56%
	3	SolarEdge Technologies Ltd.	光伏逆变器结构件、 电线组件	24,470.83	16.14%
	4	伟创力	安防摄像头结构件、 光伏逆变器结构件、 电子烟加热装置结构 件	23,063.25	15.21%
	5	Venture	电子烟加热装置结构 件、打印机结构件	3,679.08	2.43%
合计				124,148.43	81.87%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司直接材料成本占比较高，需关注原材料价格和结构占比的变化对盈利能力的影响

公司主营业务成本可分为直接材料、制造费用、直接人工和运输费用。2020-2022年直接材料占公司营业成本的比重在70%左右。公司主要采购的原材料有铝锭、塑胶粒、铝挤压材、连接器、电缆等，2020-2022年铝锭、塑胶粒和铝挤压材采购额占总采购额的比例较高。公司及其子公司所需的原材料、设备均通过公司采购部集中统一采购，采购部按规定在合格供应商范围内进行集中采购、竞价招标。公司一般采用银行转账和银行承兑汇票结算，供应商通常会给予公司30-120天左右的付款信用期。

表12 公司主要原材料采购情况（单位：万元）

项目	2023年1-3月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
铝锭	9,679.27	13.31%	41,042.90	16.68%	20,190.15	14.79%	9,947.76	10.19%
塑胶粒	9,876.47	13.58%	31,130.99	12.65%	23,744.96	17.40%	16,930.94	17.35%
铝挤压材	11,092.91	15.25%	36,792.71	14.95%	16,340.09	11.97%	11,815.47	12.11%
连接器	4,577.98	6.29%	14,487.18	5.89%	6,655.46	4.88%	8,738.43	8.95%
电缆	4,804.86	6.61%	11,977.41	4.87%	6,538.07	4.79%	6,819.42	6.99%
模具及工装	3,988.22	5.48%	11,740.92	4.77%	6,805.52	4.99%	2,715.13	2.78%
包材辅料	8,178.47	11.25%	28,252.22	11.48%	14,596.72	10.69%	8,148.71	8.35%
合计	52,198.18	71.77%	175,424.35	71.29%	94,870.97	69.51%	65,115.86	66.72%

注：表中“占比”为占采购总额的比重。

资料来源：公司提供、中证鹏元整理

供应商方面，公司2020-2022年前五大供应商采购占比呈下降趋势，前五大供应商构成较为稳定，主要有帅翼驰新材料集团有限公司及相关公司、广东齐力澳美高新材料股份有限公司、史陶比尔（杭州）精密机械电子有限公司等公司，2020-2022年以及2023年1-3月，前五大供应商采购占比分别为30.67%、25.25%、20.77%和23.46%。整体来看，供应商集中度较低，不存在对单一供应商依赖的情形。

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上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2021年三年连审审计报告、2022年审计报告以及未经审计的2023年一季报，报告均采用新会计准则编制。2020年公司新设2家子公司、出售1家子公司；2021年公司新设3家子公司；2022年公司新设3家子公司、注销1家子公司；2023年1-3月公司新设1家子公司、收购取得1家子公司，具体变化情况如下表所示。

表13 公司合并范围内子公司变化情况

新增纳入合并范围的子公司		
时间	子公司名称	取得方式
2023年1-3月	苏州铭利达高新科技有限公司	收购取得
	Minglida (Hungary) Technology Company Limited	投资设立
2022年	安徽铭利达科技有限公司	投资设立
	江西铭利达科技有限公司	投资设立
	益阳铭利达科技有限公司	投资设立
2021年	湖南铭利达科技有限公司	投资设立
	肇庆铭利达科技有限公司	投资设立
	江苏达因纳美传动科技有限公司	投资设立
2020年	惠州市铭利达科技有限公司	投资设立
	重庆铭利达科技有限公司	投资设立
不再纳入合并范围的子公司		
时间	子公司名称	划出方式
2022年	惠州市铭利达科技有限公司	注销
2020年	南京铭利达模具有限公司	出售

资料来源：公司2019-2021年三年连审审计报告、2022年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

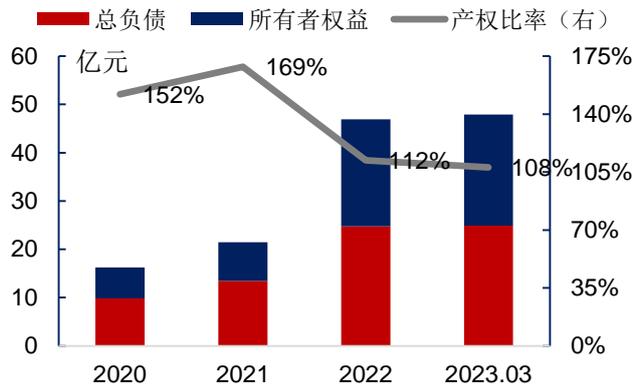
资本实力与资产质量

公司资产规模保持快速增长态势，但部分资产受限，整体资产流动性一般，应收账款和存货对营运资金形成较大占用，需关注存货减值风险

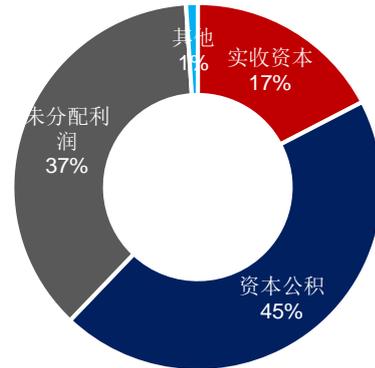
由于公司首次公开发行股票募集资金到账以及公司业务的持续推进，近年公司所有者权益规模持续增厚，截至2023年3月末，公司所有者权益为23.06亿元。经IPO后，公司产权比例快速下降至2023年3月末的107.88%，所有者权益对负债的保障程度大幅提升。

图6 公司资本结构

图7 2023年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季报，中证鹏元整理



资料来源：公司未经审计的 2023 年一季报，中证鹏元整理

伴随所有者权益大幅提升，近年公司资产总额呈快速增长态势，截至2023年3月末，总资产规模达47.93亿元，主要为固定资产、存货及应收账款。

公司固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，占总资产比重最高，2020-2022年公司固定资产规模持续增长，主要系为满足不断增长的客户订单需求，公司新建厂房及新购置机器设备以扩大产能所致。2022年末固定资产中账面价值合计2.31亿元的机器设备和房屋建筑物因借款抵押和抵押担保而使用受限。公司应收账款随营收规模的增长逐年提升，2023年3月末前五大应收款分别为应收捷普电子（广州）有限公司、深圳市比亚迪供应链管理有限公司、Flextronics International Europe B.V.、SolarEdge Technologies Ltd.和Flextronics Mechanical Marketing (L) Ltd的款项，占总应收款的比重为59.61%。上述应收款方系公司长期合作的优质客户，且账龄主要在一年以内，回款风险相对较小。2022年末合计9.81亿元的应收账款因借款质押而受限，对公司营运资金形成较大占用。公司存货规模持续增长，为保证及时供货，通常备有一定规模的安全库存，导致库存商品占比相对较高。因精密结构件行业升级换代较快且具有定制化的特性，若公司未能及时把握下游行业变化导致存货无法顺利实现销售，或原材料价格出现大幅下跌，会面临资产减值损失侵蚀公司利润的风险。

此外，由于公司2022年首次公开发行股票募集资金，使得2022年末公司货币资金大幅增长，占资产总额比重提升至17.64%。公司重庆厂区工程处于建设阶段，2020-2022年公司在建工程余额呈增长趋势。公司无形资产主要为土地使用权，均用于办公和生产经营活动。

总体看来，公司资产以流动资产为主，但存货中库存商品备货较多，需关注跌价风险，且2022年末公司使用受限资产账面价值合计14.02亿元，占总资产的29.90%，受限资产占比较高，资产流动性一般。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.59	11.66%	8.27	17.64%	1.20	5.60%	0.82	5.07%

应收账款	8.40	17.53%	9.81	20.92%	5.11	23.85%	3.67	22.58%
存货	8.55	17.83%	7.37	15.72%	3.49	16.26%	1.87	11.54%
流动资产合计	29.36	61.26%	29.02	61.88%	11.03	51.46%	7.71	47.42%
固定资产	13.76	28.71%	13.26	28.26%	7.11	33.17%	6.83	42.06%
在建工程	1.57	3.27%	1.68	3.59%	1.00	4.66%	0.07	0.45%
无形资产	1.28	2.67%	1.11	2.36%	1.12	5.22%	1.31	8.09%
非流动资产合计	18.57	38.74%	17.88	38.12%	10.40	48.54%	8.54	52.58%
资产总计	47.93	100.00%	46.90	100.00%	21.43	100.00%	16.25	100.00%

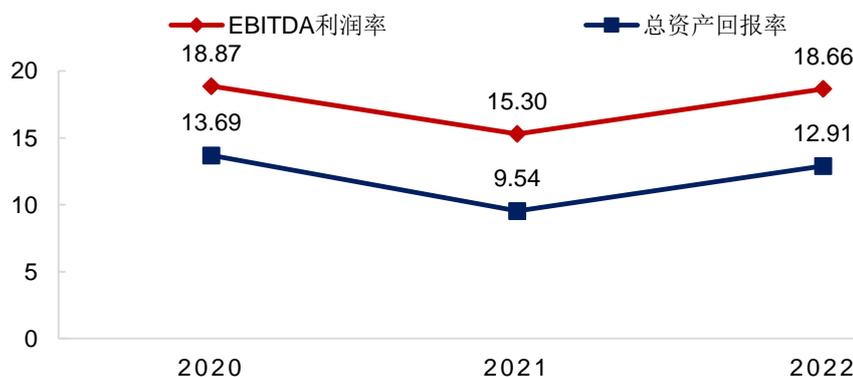
资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季报，中证鹏元整理

盈利能力

公司近年业务规模扩张较快，营业收入持续增长，需关注原材料价格波动对公司盈利水平的影响

公司主要从事精密结构件及模具的设计、研发、生产及销售业务，下游需求增长推动公司营业收入持续增长，2020-2022年营业收入复合增长率达45.69%。受铝、塑胶颗粒、铜等原材料价格及人民币波动等因素的影响，2020-2022年公司销售毛利率有所波动。盈利指标方面，2021年虽然公司收入规模快速增长，但由于营业成本和期间费用增加增幅更大，利润总额同比下降17.35%，因此公司2021年EBITDA利润率和总资产回报率均有所下滑，2022年盈利有所好转。若上游原材料持续涨价或公司不能及时将成本变动传递至下游，将对公司未来盈利产生不利影响。

图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司债务以短期债务为主，未来债务压力或将上升；经营活动净现金流持续减少，营运资金压力加大

公司负债以经营性负债为主，2023年3月末流动负债占负债总额的比重高达88.78%，主要为应付账款、短期借款及应付票据。公司应付账款由应付货款、工程设备款构成，2020-2022年间公司应付账款

账面价值增长219.03%，主要系随着销售规模增长，公司原材料采购需求扩大和多个新建项目开工建设导致新增工程设备款较多所致。近年公司短期借款和应付票据规模持续增长；一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款、长期应付款和租赁负债。公司长期借款规模较小，以公司土地使用权和房屋建筑物作为抵押担保；公司长期应付款主要系以分期付款购买资产的方式向海安高新区技术产业开发区管委会购买固定资产以及无形资产。

近年公司债务规模持续增长，2023年3月末公司总债务10.98亿元，总债务占总负债的比重逐年提升，且主要为短期债务。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.88	23.65%	4.96	20.00%	1.63	12.10%	0.66	6.78%
应付账款	11.24	45.19%	12.93	52.20%	6.52	48.44%	4.05	41.38%
应付票据	3.08	12.37%	2.29	9.24%	0.25	1.86%	0.10	1.02%
一年内到期的非流动负债	0.77	3.08%	0.80	3.23%	0.86	6.40%	0.72	7.37%
流动负债合计	22.08	88.78%	22.37	90.28%	10.33	76.77%	6.15	62.72%
长期借款	1.00	4.02%	0.50	2.02%	1.10	8.18%	1.65	16.84%
长期应付款（合计）	0.93	3.75%	0.93	3.77%	1.45	10.80%	1.80	18.39%
非流动负债合计	2.79	11.22%	2.41	9.72%	3.12	23.23%	3.65	37.28%
负债合计	24.87	100.00%	24.78	100.00%	13.45	100.00%	9.80	100.00%
总债务合计	10.98	44.15%	8.90	35.93%	3.78	28.06%	2.82	28.75%
其中：短期债务	9.73	39.10%	8.04	32.46%	2.42	17.99%	1.17	11.91%
长期债务	1.26	5.05%	0.86	3.46%	1.36	10.07%	1.65	16.84%

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季报，中证鹏元整理

2020-2022年经营活动净现金流持续减少，公司营运资金压力加大。但随着2022年公司成功公开发行股票募集资金，公司资产负债率有所压降，2023年3月末公司资产负债率降至51.89%，公司的资产结构得到较大程度优化，偿债能力得到加强。2020-2022年公司EBITDA对利息支出的覆盖程度较高，总债务/总资本以及FFO/净债务表现尚可。

表16 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年	2020年
经营活动净现金流	-1.94	0.23	1.13	2.96
FFO(亿元)	--	5.15	2.26	2.36
资产负债率	51.89%	52.83%	62.77%	60.30%
净债务/EBITDA	--	-0.08	0.77	0.47
EBITDA 利息保障倍数	--	24.39	17.20	14.83
总债务/总资本	32.26%	28.69%	32.12%	30.40%

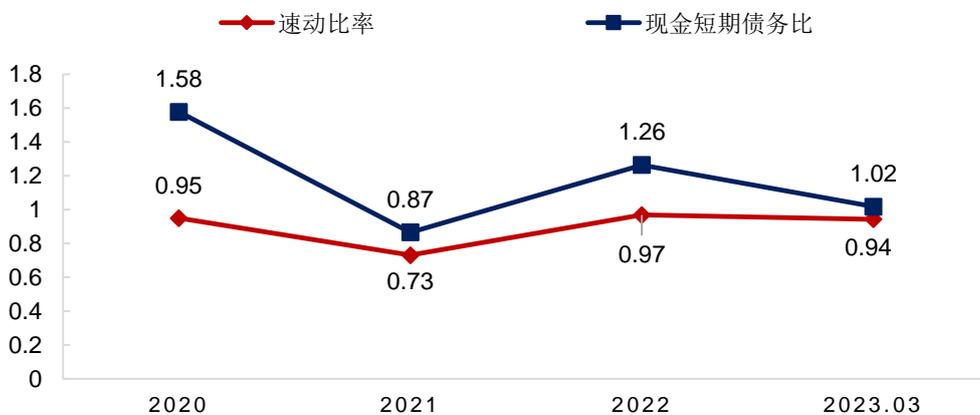
FFO/净债务	--	-1,089.43%	105.09%	173.87%
经营活动现金流/净债务	-145.46%	-49.18%	52.59%	218.17%
自由现金流/净债务	-273.27%	817.06%	-27.18%	90.82%

注：2022年末公司净债务为负。

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季报，中证鹏元整理

2022年公司首次公开发行股票募集资金到位后，流动性状况显著改善，公司速动比率和现金短期债务比均有所提升，但仍需关注IPO募集资金使用用途限制情况。截至2023年3月末，公司处于有效期内尚未使用的银行授信余额9.11亿元。

图 9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季报，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表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，根据公司提供的于2023年7月20日出具的《深圳市铭利达精密技术股份有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》及公开资料查询，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。

社会方面，根据公司2022年年度报告，四川铭利达因存在部分违法行为于2022年5月23日被广安市应急管理局处以责令停产停业以及罚款的行政处罚；湖南铭利达违反了《中华人民共和国安全生产法》第二十四条第二款的规定，截至报告出具日，上述违法违规行均均已整改完毕。

治理方面，公司按照《公司法》、《证券法》等相关法律、法规和规范性文件的要求，制定了《公司章程》，建立了较为完善的治理结构及内部控制制度。公司建立了股东大会、董事会和监事会及其议

事规则，并对董事会和董事、监事会和监事、经理层和高级管理人员在内部控制中的责任进行了明确规定，截至2023年3月末，公司董事会由9名董事组成，设董事长1名，独立董事3名；其中董事长陶诚兼任公司总经理，陶诚及一致行动人陶红梅、卢常君占董事会席位3席；监事会由3名监事组成，设监事会主席1人。组织架构方面，公司根据业务发展需要，设置了总经办、财务中心、品质管理中心、人力资源中心、信息中心、市场营销中心、研发中心、基建中心、采购中心、设备管理中心和事业部管理中心共11个部门。公司各职能部门与下属子公司基本能够按照制定的管理制度运作，形成了与公司实际情况相适应的经营运作模式。此外，公司对下属子公司在发展战略、投融资、对外担保、高管任命等方面均可实际管控。

（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，公司本部（报告查询日：2023年7月24日）、子公司广东铭利达科技有限公司（报告查询日：2023年7月24日）和江苏铭利达科技有限公司（报告查询日：2023年7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。

八、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券偿债资金主要来源于本期债券募投项目未来收益，根据公司提供的项目可行性研究报告，本期债券募投项目安徽含山生产基地项目预计税后内部收益率为17.14%，税后静态投资回收期为6.34年；江西信丰生产基地项目预计税后内部收益率为16.18%，税后静态投资回收期为6.48年，智能制造项目达产后，预计税后内部收益率为12.03%，税后静态投资回收期为7.32年。但项目建设进度或因资金到位情况存在不确定性，且受国家产业政策、行业发展趋势、行业竞争格局、产品技术水平发生更新迭代和客户需求等因素综合影响，项目投产后能否消化新增产能、实现预期收益均存在不确定性。

除本期债券募投项目未来收益外，公司日常经营所得亦可为本期债券本息偿付一定保障。2020-2022年公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为14.40亿元、15.04亿元和25.67亿元，经营活动产生现金流量净额分别为2.96亿元、1.13亿元和0.23亿元。需关注业务规模扩大带来营运资金需求增加、应收账款规模增大对公司经营现金流的影响。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。同时作为上市公司，公司必要时可通过资本市场等渠道筹集资金以确保本期债券本息的按时偿付，但需关注因公司经营状况变化等原因而导致各类融资渠道收紧的风险。

九、结论

公司经营精密结构件制造领域多年，下游应用领域广泛且市场空间广阔。公司成功上市使资本实力有所提升，融资渠道进一步丰富。同时中证鹏元注意到，公司盈利能力受原材料波动影响较大，2020-2022年公司毛利率有所波动，且客户集中度较高。公司应收款项逐年增长，对营运资金占用较大。此外，公司在建、拟建项目部分资金尚需自筹，随着业务规模的扩大，公司营运资金压力加大，面临较大的资金压力，在建、拟建项目建成后产能消化和预期收益实现情况还存在一定的不确定性。但考虑到公司下游行业景气度较高，随着公司产能逐步释放，预计公司营业收入仍将保持增长，公司抗风险能力尚可。

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA-。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

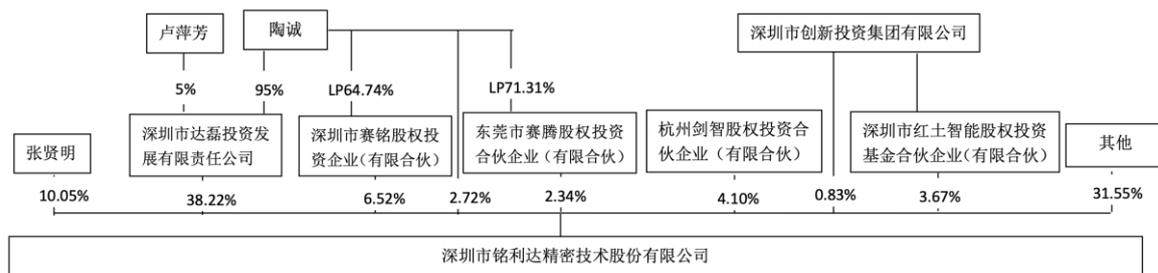
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	5.59	8.27	1.20	0.82
应收账款	8.40	9.81	5.11	3.67
存货	8.55	7.37	3.49	1.87
流动资产合计	29.36	29.02	11.03	7.71
固定资产	13.76	13.26	7.11	6.83
非流动资产合计	18.57	17.88	10.40	8.54
资产总计	47.93	46.90	21.43	16.25
短期借款	5.88	4.96	1.63	0.66
应付账款	11.24	12.93	6.52	4.05
应付票据	3.08	2.29	0.25	0.10
一年内到期的非流动负债	0.77	0.80	0.86	0.72
流动负债合计	22.08	22.37	10.33	6.15
长期借款	1.00	0.50	1.10	1.65
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.93	0.93	1.45	1.80
非流动负债合计	2.79	2.41	3.12	3.65
负债合计	24.87	24.78	13.45	9.80
总债务	10.98	8.90	3.78	2.82
所有者权益	23.06	22.13	7.98	6.45
营业收入	9.71	32.19	18.38	15.16
营业利润	1.00	4.17	1.64	2.00
净利润	0.93	4.03	1.48	1.71
经营活动产生的现金流量净额	-1.94	0.23	1.13	2.96
投资活动产生的现金流量净额	-2.00	-5.76	-1.19	-1.47
筹资活动产生的现金流量净额	0.94	11.70	0.39	-0.77
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA	1.20	6.01	2.81	2.86
FFO	--	5.15	2.26	2.36
净债务	1.33	-0.47	2.15	1.36
销售毛利率	21.13%	21.72%	19.13%	21.48%
EBITDA 利润率	--	18.66%	15.30%	18.87%
总资产回报率	--	12.91%	9.54%	13.69%
资产负债率	51.89%	52.83%	62.77%	60.30%
净债务/EBITDA	--	-0.08	0.77	0.47
EBITDA 利息保障倍数	--	24.39	17.20	14.83
总债务/总资本	32.26%	28.69%	32.12%	30.40%

FFO/净债务	--	-1,089.43%	105.09%	173.87%
速动比率	0.94	0.97	0.73	0.95
现金短期债务比	1.02	1.26	0.87	1.58

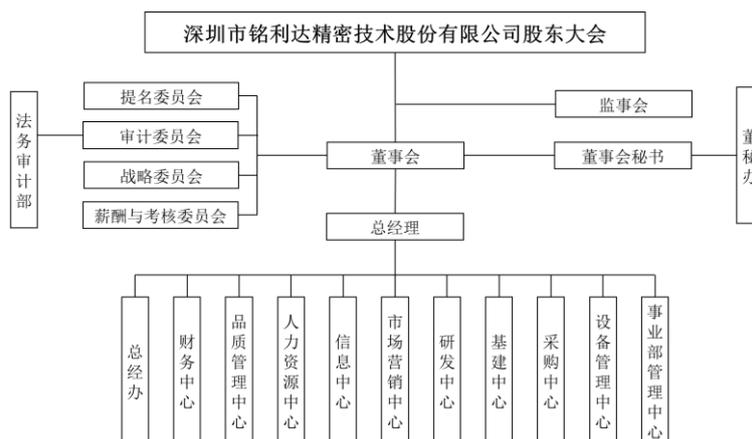
资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季报，中证鹏元整理

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 截至 2023 年 3 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
广东铭利达科技有限公司	35,000	100%	精密结构件生产、销售
香港铭利达科技有限公司	800 万元港币	100%	贸易
江苏铭利达科技有限公司	58,000	100%	精密结构件生产、销售
四川铭利达科技有限公司	10,000	100%	精密结构件生产、销售
重庆铭利达科技有限公司	10,000	100%	精密结构件生产、销售
江苏达因纳美传动科技有限公司	5,000	100%	通用设备制造
肇庆铭利达科技有限公司	3,000	100%	有色金属合金制造
湖南铭利达科技有限公司	3,000	100%	有色金属合金制造
安徽铭利达科技有限公司	10,000	100%	精密结构件生产、销售
江西铭利达科技有限公司	10,000	100%	精密结构件生产、销售
益阳铭利达科技有限公司	10,000	100%	精密结构件生产、销售
苏州铭利达高新科技有限公司	337.5	100%	未实际开展业务
Minglida (Hungary) Technology Company Limited	100,000 万福林	100%	未实际开展业务

资料来源：公司 2022 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+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。