



2023年浙江宏昌电器科技股份有限公司向 不特定对象发行可转换公司债券2024年跟 踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2023年浙江宏昌电器科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
宏昌转债	A+	A+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：浙江宏昌电器科技股份有限公司（以下简称“宏昌科技”或“公司”，股票代码：301008.SZ）下游客户资质较好，公司与主要客户合作较为稳定，2023年以来公司营业收入及毛利率均有所提升，资产流动性尚可；同时中证鹏元也关注到，随着公司成功发行本期债券，总债务大幅增长，在建项目投资规模较大，新业务拓展存在一定不确定性，面临新增产能消化风险。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	19.83	20.21	15.04	13.79
归母所有者权益	11.30	11.34	10.26	9.57
总债务	6.35	6.07	2.39	1.98
营业收入	2.19	8.85	8.26	7.68
净利润	0.16	0.86	0.67	0.68
经营活动现金流净额	-0.85	1.42	0.17	0.26
净债务/EBITDA	--	-3.47	-3.99	-5.39
EBITDA 利息保障倍数	--	12.24	38.58	46.72
总债务/总资本	35.91%	34.82%	18.86%	17.09%
FFO/净债务	--	-23.69%	-19.52%	-14.92%
EBITDA 利润率	--	13.28%	11.20%	11.56%
总资产回报率	--	5.97%	5.14%	7.26%
速动比率	2.80	2.68	2.28	2.43
现金短期债务比	3.32	3.75	2.70	3.52
销售毛利率	19.41%	20.22%	17.94%	18.85%
资产负债率	42.85%	43.76%	31.58%	30.40%

注：由于公司2021-2023年净债务为负，故净债务/EBITDA及FFO/净债务指标为负。
 资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及 2024 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

评级日期

2024年6月27日

联系方式

项目负责人：范俊根
 fanjg@cspengyuan.com

项目组成员：张宇恒
 zhangyuh@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司下游客户资质较好且公司与主要客户合作较为稳定，2023年以来随着下游家电市场需求复苏，带动公司营业收入及毛利率增长。**作为流体电磁阀、模块化组件及水位传感器等家电配件行业的生厂商之一，海尔集团、美的集团等是公司主要下游客户，公司与主要客户建立了较为稳定的合作关系，洗衣机、智能马桶等下游家电企业业务增长带动电磁阀等专用配件需求的上升，2023年以来公司营业收入及毛利率均保持增长态势。
- **公司现金类资产占比较高，应收账款账龄集中在1年以内，资产流动性尚可。**2024年3月末公司现金类资产（包括货币资金、交易性金融资产、应收票据以及应收款项融资）占总资产比重为56.78%，现金类资产占比较高，公司应收账款账龄较短，2023年末账龄在1年以内的应收账款占比为99.86%，且应收对象主要为海尔集团、美的集团等资质较好、与公司合作较为稳定的客户，公司资产整体流动性尚可。

关注

- **公司客户集中度仍较高。**公司客户集中度较高，2023年前五大客户销售收入占比达72.92%，若未来主要客户订单流失或需求下滑，或对公司业绩产生不利影响。
- **公司在建项目规模较大，面临新增产能消化风险。**截至2023年末，公司年产1,900万套家用电器磁感流体控制器扩产项目、年产500万套洗衣机模块化组件生产基地建设项目以及电子水泵及注塑件产业化项目等在建项目投资规模较大，若未来下游需求不达预期，新增产能存在无法充分消化的风险。
- **公司新业务拓展效果尚有待观察。**电子水泵及注塑件产业化项目系公司对于电子水泵和注塑件产品的开拓，新产品主要应用于卫浴及汽车行业，由于公司对于生产汽车配套部件经验相对有限，且尚未积累较为稳定的客户群体，新业务的开展尚有待观察。
- **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。**截至2024年6月27日收盘，宏昌科技股价17.19元，宏昌转债的最新价格为115.572元，宏昌转债最新转股价为19.64元，转股溢价率为32.04%，公司股价与宏昌转债最新转股价相差较大，需关注债券持有人转股的进展。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司与主要客户合作较为稳定，营业收入持续增长，经营风险和财务风险相对稳定。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	弱
	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		7/9
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	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，偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
宏昌转债	3.80	3.7959	2023-7-12	2029-8-10

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2023年8月10日发行6年期3.80亿元可转换公司债券，募集资金计划用于电子水泵及注塑件产业化项目及补充流动资金。截至2023年12月31日，宏昌转债募集资金余额为234,572,215.41元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2024年6月20日，由于公司以资本公积向全体股东每10股转增4股，合计转增约31,625,520股以及前期宏昌转债多次转股，公司总股本增加至11,163.43万股，前三大股东浙江宏昌控股有限公司、陆宝宏及周慧明持股比例分别为35.37%、15.43%和9.98%，公司实际控制人为陆宝宏，股权结构图详见附录二。截至2024年6月27日收盘，宏昌科技股价为17.19元，宏昌转债的最新价格为115.572元，宏昌转债最新转股价为19.64元，转股溢价率为32.04%。2024年4月11日，公司召开第二届董事会第二十四次会议，审议通过了《关于不向下修正“宏昌转债”转股价格的议案》，公司董事会决定本次不向下修正“宏昌转债”转股价格，且自本次董事会审议通过次一交易日起未来六个月内（即自2024年4月12日至2024年10月11日），如再次触发“宏昌转债”转股价格向下修正条款，亦不提出向下修正方案。自2024年10月14日起算，若再次触发“宏昌转

债”转股价格的向下修正条款，届时公司董事会将再次召开会议决定是否行使“宏昌转债”转股价格向下修正的权利。

跟踪期内公司仍主要从事流体电磁阀、传感器及其他电器配件的研发、生产和销售等业务，主要产品包括流体电磁阀、模块化组件及水位传感器，是生产各类家用电器的重要构件，广泛应用于洗衣机、净水器、智能坐便器、洗碗机等家电厨卫领域。跟踪期内公司合并报表范围无变化，截至2024年3月末，纳入公司合并报表范围的子公司共5家，详见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，

有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

流体电磁阀等家电专用配件行业受下游家电行业发展影响较大，近年行业集中度不断提高

家电专用配件种类繁多，以洗衣机为例，配件产品包括电机、程序控制器、进水阀、传感器、水位开关等。由于各种配件主要为整机厂配套，行业发展很大程度受到下游家电市场的影响。近年随着技术的积累以及家电行业的带动，国内逐步出现具备自主创新能力、产品质量稳定的配件生产企业，与国外配件厂商共同参与竞争，并在下游市场占据一定份额。

流体电磁阀属于家电专用配件的细分领域，目前，行业内高性能、多功能的中高端电磁阀生产企业数量相对较少。从发展趋势来看，国内家电专用配件行业集中度不断提高，少数优势企业掌握了大部分下游家电企业的采购份额，洗衣机、净水器及智能卫浴领域的流体电磁阀生产、销售企业集中在日本神林、意大利毕勤集团、美国Robertshaw、爱尔泰集团等外资企业以及宏昌科技等国内企业。流体电磁阀供应商由供应单一的流体电磁阀向模块化组件供货转变。从细分领域来看，以洗衣机进水阀为例，我国洗衣机行业中海尔集团、美的集团等龙头企业占据了绝对市场份额且占比仍在持续提升，洗衣机市场的集中很大程度影响了洗衣机进水阀行业的竞争情况。行业内优势企业凭借较高的技术水平、稳定的产品质量，并依托家电行业龙头企业的平台，提高了行业的集中度。

行业准入方面，首先是技术和人才门槛，电磁阀生产商为下游产品的更新换代和升级而进行新产品的开发、培养生产装配熟练工需要一定的时间积累和沉淀。此外下游客户对于供应商的选择相对谨慎，供应商需要积累一定的成功案例，才可能获得大型家电企业的认可。

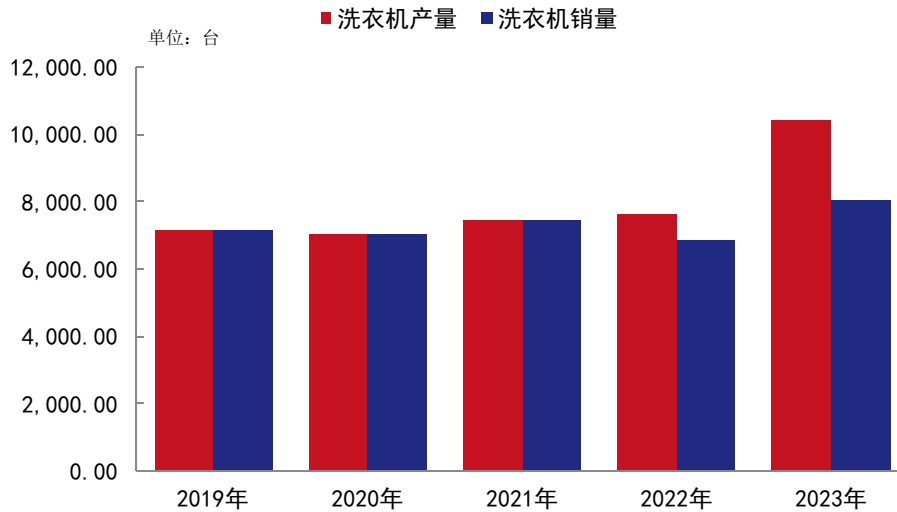
下游家电行业目前集中度较高，2023年随着国内消费市场复苏，洗衣机、家用净水器等家电产销量有所增加，对电磁阀等专用配件的需求产生一定的带动作用

从主要下游行业对行业的影响来看，目前国内下游家电行业市场格局已基本稳定，海尔集团、美的集团等龙头家电企业优势凸显，在家电市场占据了绝大部分市场份额，一方面在面对下游大型家电客户时，家电配件制造企业普遍规模相对较小，议价能力较弱，对本行业利润水平造成一定不利影响；另一方面，伴随着下游行业集中度提高，行业内具备新产品开发能力、产品质量稳定、成本有效管控、供货及时的家电配件制造企业在激烈的竞争中能够不断提升市场占有率。

人均可支配收入的提高是促进居民消费的直接动力，2019年至2023年，城镇居民人均可支配收入从42,359.00元增长至51,821.00元，年均复合增长率达5.17%；农村居民人均可支配收入从16,020.67元增长至21,691.00元，年均复合增长率达7.87%。

随着国内消费市场复苏以及新一轮家电以旧换新政策的支持下洗衣机更新需求的释放，2023年洗衣机销量同比增长16.89%，洗衣机产量同比增长36.90%。洗衣机等家电需求的增长对于电磁阀等专用配件的需求产生一定的带动作用，进而促进电磁阀等专用配件行业的发展。

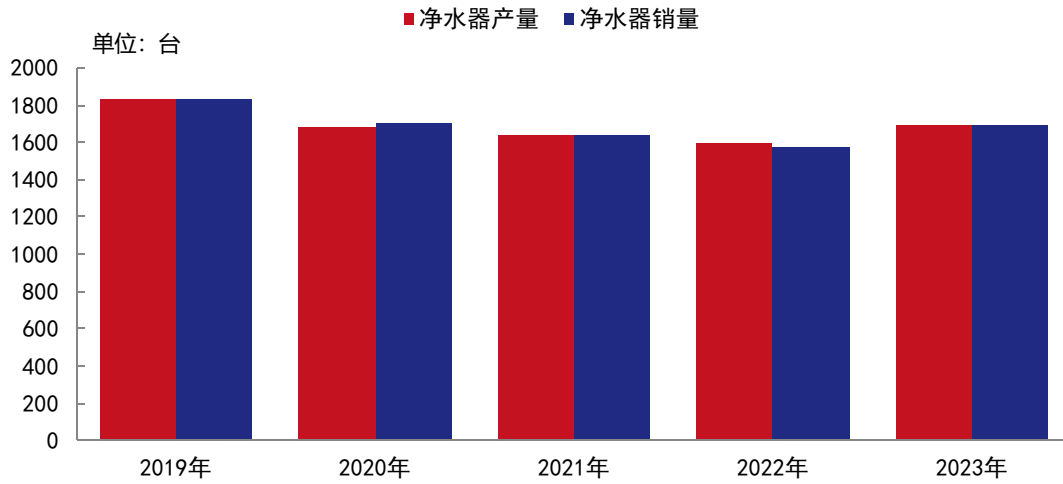
图 1 2019-2023 年中国洗衣机产、销量变化



数据来源：iFinD 数据库，中证鹏元整理

家电产品迭代频繁以及新的补贴政策的颁布，缩短消费者对家电的更新换代时间，催生新的家电产品消费需求。近年我国家用净水器的关注度不断提升，产销量有所波动，2023年随着消费市场的复苏，我国家用净水器产销量分别回升至1,695.30万台及1,687.97万台。我国智能马桶的市场目前仍处于导入期，普及率在4%左右，国内智能马桶具有广阔的市场。根据产业在线数据，2023年洗碗机出货量达到833.30万台，同比增长2.75%。流体电磁阀是用于家用净水器、智能马桶以及洗碗机等产品流体控制的重要配件，新型家电产品产销量的回升对也电磁阀等家电配件行业的发展产生一定的促进作用。

家电行业发展历程中得到了国家政策的全方位支持；大型家电企业全球化采购打破了区域性的限制，使得电磁阀等家电配件生产厂商有机会通过全球化采购平台打入国际市场。

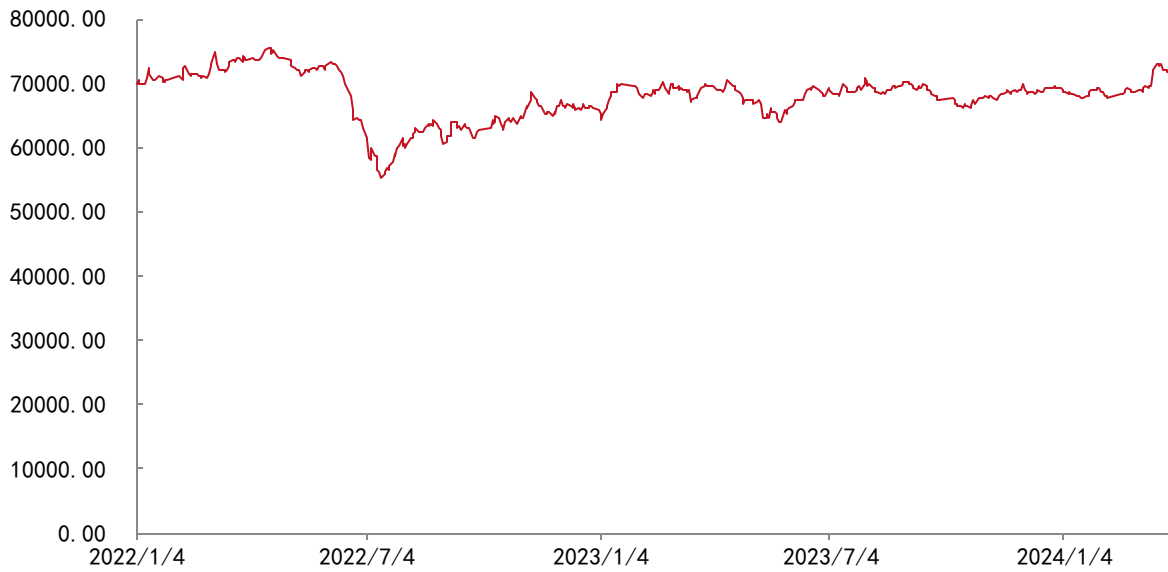
图 2 2019-2023 年中国家用净水器产、销量变化


数据来源：iFinD 数据库，中证鹏元整理

流体电磁阀等家电专用配件单位成本受原料价格影响较大，需关注主要原材料价格均有波动给企业带来成本控制的压力

从上游原材料行业对行业的影响来看，由于流体电磁阀、模块化组件及水位传感器的主要原材料包括漆包线、PP/PA等塑料原料、铁板等金属件，其中漆包线在采购总额中的占比超过20%，铜价波动对于行业影响较大。随着2022年5-6月铜价出现大幅下降后，铜价开始快速回升，2023年以来铜价仍保持波动上涨态势，2024年3月末价格已回升至7.29万元，价格已基本回升至2022年3月的价格水平。由于下游企业对于家电企业的专用配件采购价格较稳定，铜价波动对行业内企业利润水平产生一定影响，需关注主要原材料价格波动给相关下游企业带来的成本控制压力。

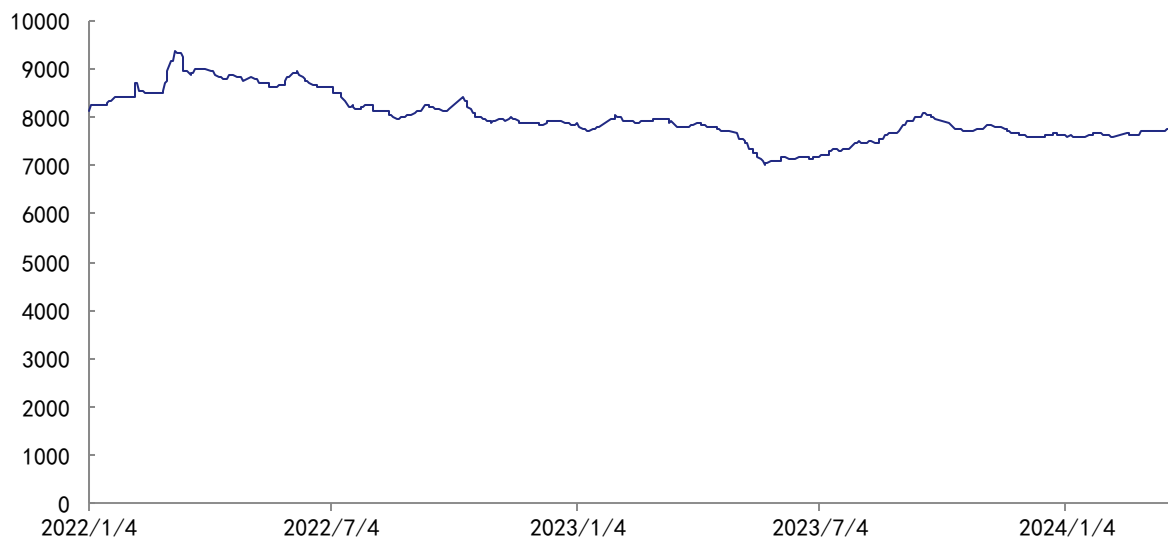
图 3 2022 年 1 月-2024 年 3 月现货铜价（单位：元/吨）



数据来源：iFinD 数据库，中证鹏元整理

PP/PA等塑料原料是构成流体电磁阀成本的重要组成部分，近年来价格有所波动，以现货聚丙烯（PP）价格为例，2023年1至5月整体仍延续上年的波动下降趋势，2023年上半年价格一度回落至0.70万元，2023年6月以来价格开始波动上涨，每吨价格最高上涨至0.80万元，截至2024年3月末聚丙烯价格已上升至0.78万元。虽然流体电磁阀所需PP/PA等塑料由基础材料添加辅料进一步改性而成，但采购价格与基础材料市场价格的波动趋势总体一致。

图 4 2022 年 1 月-2024 年 3 月现货聚丙烯（PP）价（单位：元/吨）



数据来源：iFinD 数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

跟踪期内公司业务收入及毛利率均有所提升，公司产能快速扩张，新建产能较多，需要关注项目建成后的产能消化情况

跟踪期内，公司仍从事家用电器专用配件（包括流体电磁阀、传感器及其他电器配件）的研发、生产和销售等业务。营业收入结构来看，2023年家用电器专用配件（包括流体电磁阀、模块化组件以及水位传感器等产品）销售收入仍系公司最主要的收入来源，占营业收入比重达99.18%。2023年公司主要下游客户订单增加，售价相对较高的模块化组件等产品占比提高，带动营业收入规模较上年增长7.03%，毛利率19.41%，较上年的17.94%有所上升。

2024年第一季度，公司主要产品家用电器专用配件销售量同比上升，实现营业收入1.19亿元，同比上升48.01%，毛利率较高的滚筒洗衣机销售占比增幅较大，毛利率同比上升9.64%。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
家用电器专用配件	2.18	99.18%	19.21%	8.74	98.82%	19.90%	8.19	99.07%	17.42%
其他	0.02	0.82%	44.61%	0.10	1.18%	47.47%	0.08	0.93%	72.69%
合计	2.19	100%	19.41%	8.85	100%	20.22%	8.26	100%	17.94%

注：其他收入主要由房租收入、模具收入、材料销售收入等构成

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司产能较上年快速扩张，产能利用率有所下降但仍维持较高水平，当年末公司新建产能仍较多，且新业务拓展存在一定不确定性，需要关注项目建成后的产能消化情况

公司的主要产品——家用电器专用配件广泛应用于洗衣机、净水器、智能坐便器、洗碗机等家电厨卫领域。公司为扩大市场份额、提高盈利能力以及产品竞争力，跟踪期内持续加强电磁阀相关项目的研发投入，截至2023年末，公司共有228项专利，2023年公司研发投入0.40亿元，占营业收入比重达到4.54%。

虽然流体电磁阀、模块化组件等不同产品控制单元数量存在差异，但不同类型的产品产能可以相互转换，塑封线圈作为公司产品控制单元中的关键部件具有稳定的配比关系，且塑封线圈的生产涉及绕线、焊锡、塑封等多个生产工序，是限制公司产能水平的关键环节。综合考虑公司的产品特点以及跟踪期内公司的产品结构未发生重大变化，因此仍选取塑封线圈的产能来衡量公司整体的产能水平。随着下游生产洗衣机、智能坐便器等产品的客户订单数量增长，公司相应购置了注塑机、塑封设备等生产设备，且随着公司的部分产能于2023年阶段性完工并陆续投产，当年公司产能较上年大幅提升了45.47%，

产能利用率虽由上一年的89.86%下降至70.58%，但整体仍维持较高水平。

表2 公司关键部件产能利用情况（单位：万只）

产品	指标名称	2024年 1-3月	2023年	2022年
塑封线圈	产能	3,521.98	15,094.20	10,376.00
	产量	2,513.48	10,654.10	9,323.46
	产能利用率	71.37%	70.58%	89.86%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司业务处于产能的扩张阶段，截至2023年末，公司主要在建项目系IPO募投项目（年产1,900万套家用电器磁感流体控制器扩产项目以及年产500万套洗衣机模块化组件生产基地建设项目）和本期债券募投项目（电子水泵及注塑件产业化项目），公司在建项目总投资8.07亿元，尚需投资4.63亿元。随着在建项目投产，公司产能将进一步扩大，为公司收入增长提供保障。但本期债券的募投项目所生产的产品主要应用领域包括卫浴用品、汽车以及电动两轮车，募投项目实施前公司对汽车领域及电动两轮的配套经验相对有限，新业务开展效果尚待观察。注塑件业务自2022年下半年开始起步，受限于生产场地不足等影响，截至2024年3月末公司注塑件业务尚未开始大规模生产及销售，且公司尚未积累较为稳定的客户群体。若公司对客户开发不及预期，公司新增产能存在无法及时消化的风险，进而将直接影响本期债券募集资金投资项目的经济效益和公司的整体经营业绩，未来仍需关注新建项目投产后的产能消化风险。

表3 2023年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	已投资
年产 1,900 万套家用电器磁感流体控制器扩产项目	3.82	2.76
年产 500 万套洗衣机模块化组件生产基地建设项目	1.05	0.30
电子水泵及注塑件产业化项目	3.20	0.38
合计	8.07	3.44

注：年产 1,900 万套家用电器磁感流体控制器扩产项目建设已延期

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司销售模式及区域未发生重大变化，下游主要客户资质较好并与其建立了较为稳定的合作关系，公司积极拓展其他应用领域的产品市场，以降低客户集中度风险

公司的销售模式仍为直销，获取业务的方式主要包括招投标模式和议价模式。从销售区域来看，2023年以来公司产品仍以内销为主，来自国内的营业收入占比91.19%，与2022年占比基本相同。公司产品外销占比仍较低，主要销往欧洲、日本等地。未来随着公司生产技术能力的积累和自动化水平的提升，公司能够满足国际知名家电生产企业的供应商资质要求，且随着海尔集团、美的集团等主要客户拓展海外市场，预计未来公司营业收入中海外销售占比将有所提高。

表4 近年公司营业收入国内外直销和经销占比情况（单位：亿元）

项目	2024年 1-3月	2023年	2022年
----	------------	-------	-------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	2.02	91.95%	8.07	91.19%	7.53	91.16%
海外	0.18	8.05%	0.78	8.81%	0.73	8.84%
合计	2.19	100%	8.85	100%	8.26	100%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

随着洗衣机、净水器以及智能马桶等家用电器市场容量的持续扩大以及产业的持续发展，2023年公司的主要产品——家用电器专用配件销量以及销售收入均呈增长趋势，销售均价则有所降低。由于公司主要采用“以销定产”的生产模式，根据客户的订单情况组织生产并适度备货，2023年公司产品的产销率整体仍较高，短期库存积压风险较低。

表5 公司主要产品销售情况

产品	指标名称	2023年	2022年
家用电器专用配件	销量（万只）	6,916.64	6,102.18
	销售均价（元/只）	12.64	13.42
	产量（万只）	7,120.79	6,118.64
	产销率	97.13%	99.73%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

下游家电行业市场集中度较高，海尔集团、美的集团等少数龙头企业在洗衣机、冰箱等主要家电市场占据了较大份额。2023年以来前五大客户销售额占公司营业收入72.92%，集中度仍较高。因此公司一方面通过完善质量管理体系、保障供货的及时性、研发的高效性增强与主要客户的粘性，另一方面积极拓展智能坐便器、净水器等流体电磁阀其他应用领域的产品市场，并加快电子水泵及注塑件产业化项目建设，为公司开拓新的利润增长点。

表6 公司销售前五大客户情况（单位：亿元）

时间	客户名称	销售金额	占营业收入比重
2024年1-3月	第一名	0.94	42.81%
	第二名	0.44	20.26%
	第三名	0.10	4.65%
	第四名	0.07	3.38%
	第五名	0.06	2.62%
	合计	1.62	73.72%
2023年	第一名	4.07	46.02%
	第二名	1.48	16.77%
	第三名	0.39	4.39%
	第四名	0.26	2.98%
	第五名	0.24	2.76%
	合计	6.45	72.92%
2022年	第一名	4.14	50.14%

第二名	1.47	17.78%
第三名	0.28	3.36%
第四名	0.25	2.99%
第五名	0.18	2.21%
合计	6.32	76.48%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

直接材料占公司主要产品生产成本比重仍较高，原材料市场供应充足，供应商集中度较低，但存在原材料价格上涨影响公司盈利水平的风险

2023年公司生产的主要产品中直接材料成本占公司营业成本的比例为74.97%。公司主要原材料包括漆包线、PP/PA等塑料原料、铁板等金属件等。由于国内原材料供应比较充足，公司根据成本和就近原则选择供应商，公司的原料供应商主要分布在浙江省内地区，少量供应商分布在四川绵阳、广东珠海，2022-2023年公司从前五大供应商采购金额占当年采购金额比重分别为29.52%和28.86%，供应商集中度不高且有所下降。公司与主要供应商签订采购框架协议，具体采购需求以订单形式下达。由于原材料占公司主营业务成本比例较高且原料价格变化无法及时转移至公司产品定价中，若主要原材料的市场价格后续不断上涨，会影响直接材料成本，进而导致公司盈利水平发生变化。

表7 公司主要原材料占采购总额的比重情况（单位：万元）

项目	2024年 1-3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
漆包线	3,095.36	43.38%	12,990.33	44.99%	13,948.68	44.72%
PP	1,262.53	17.69%	4,362.90	15.11%	5,272.41	16.90%
PA	567.95	7.96%	2,671.03	9.25%	2,521.78	8.08%
PBT	338.73	4.75%	1,347.66	4.67%	1,243.90	3.99%
POM	280.04	3.92%	883.63	3.06%	1,265.67	4.06%
铁板	704.03	9.87%	3,157.62	10.94%	3,675.65	11.78%
插片	513.49	7.20%	1,981.37	6.86%	1,947.83	6.24%
铁芯	374.01	5.24%	1,477.81	5.12%	1,316.46	4.22%
合计	7,136.14	100.00%	28,872.35	100.00%	31,192.38	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内合并报表范围无变化，截至2024年3月末公司纳入合并报表范围的子公司见附录四。

资本实力与资产质量

可转债发行后，公司资产规模大幅增加，现金类资产占比较高，应收账款账龄集中在1年以内，资产流动性尚可，但仍需关注较大规模的应收账款对公司资金的占用情况

随着本期债券的成功发行，2024年3月末公司负债规模较2022年末大幅增加，公司产权比率有所上升，所有者权益对负债的保障程度有所降低。

图 5 公司资本结构

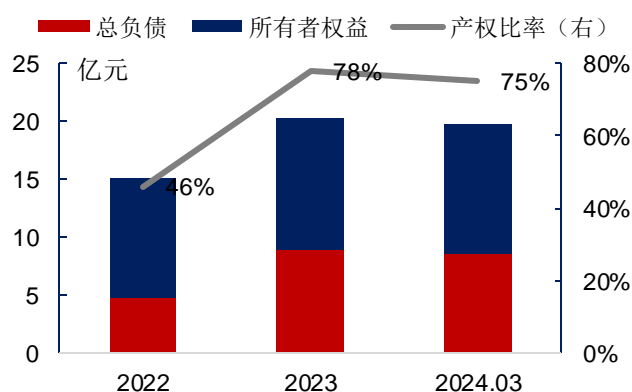
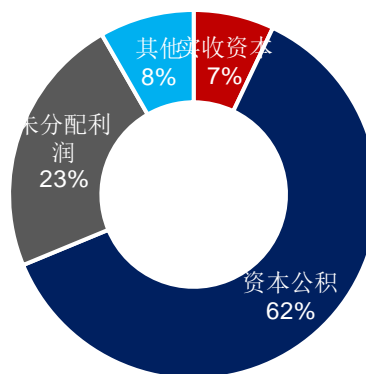


图 6 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



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

资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产主要由现金类资产、应收款项、厂房、机器设备以及存货构成，2024年3月末上述资产合计占总资产的83.88%。

随着2023年公司成功发行本期债券，当年末公司货币资金规模大幅增长，截至2024年3月末，公司货币资金余额6.26亿元。公司持有的交易性金融资产主要系将暂时闲置的募集资金购入的结构存款及理财产品，2024年3月末，公司交易性金融资产余额1.67亿元，较上年末大幅增加。应收款项主要包括公司应收主要客户的购货款以及收到的主要客户开具的银行承兑汇票及少部分商业承兑汇票。2023年公司应收款项规模整体有所下降，下游客户开具的商业承兑票据有所增加，2023年末应收账款中对前五大应收对象的余额占比为73.06%，款项较为集中，同时公司应收账款账龄较短，2023年末账龄在1年以内的应收账款占比为99.86%，考虑到应收对象主要为海尔集团、美的集团等资质总体较好的客户，且公司与主要下游客户合作较为稳定，应收账款回收风险相对可控，但应收账款规模较大也对公司营运资金形成一定占用。公司应收票据主要为商业承兑汇票，规模有较大幅度增长，2024年3月末余额较2023年末增幅较大，主要系四季度为销售旺季，主要客户付款周期在次年第一季度所致。公司应收款项融资主要包括应收银行承兑汇票及主要下游客户开具的数字化应收账款债权凭证，其规模有所波动。公司存货主要由原材料、在产品、库存商品及发出商品等构成，公司为满足生产需要购置了注塑机、自动绕线机等生产设备，并且随着IPO及可转换公司债券的募投项目等的陆续完工转入，固定资产规模总体有所增长。

此外，随着IPO及本期债券募投项目投入建设，公司在建工程规模有所增加。无形资产主要为公司购买的土地使用权。截至2023年末，公司使用受限的资产账面价值合计1.99亿元，占同期末资产总额的比重为9.85%

总体来看，可转债发行推动公司资产规模大幅增长，闲置募集资金尚未投入项目，使得目前现金类资产占比较高，公司应收账款账龄较短且较为集中，客户资质较好，回收风险相对可控，资产整体流动性尚可。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.26	31.59%	7.94	39.29%	3.83	25.46%
交易性金融资产	1.67	8.44%	0.81	4.01%	0.81	5.36%
应收票据	1.98	10.00%	1.52	7.54%	1.27	8.47%
应收账款	2.62	13.21%	3.18	15.71%	3.41	22.71%
应收款项融资	1.34	6.75%	0.85	4.22%	1.12	7.47%
存货	1.48	7.47%	1.50	7.42%	1.26	8.35%
流动资产合计	15.44	77.84%	15.85	78.38%	11.74	78.05%
固定资产	2.52	12.70%	2.59	12.84%	2.10	13.99%
在建工程	0.92	4.64%	0.90	4.46%	0.34	2.24%
无形资产	0.64	3.23%	0.65	3.20%	0.64	4.27%
非流动资产合计	4.39	22.16%	4.37	21.62%	3.30	21.95%
资产总计	19.83	100.00%	20.21	100.00%	15.04	100.00%

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

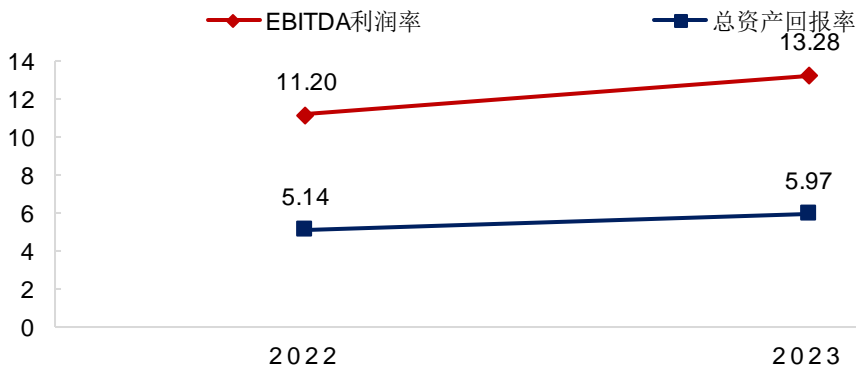
盈利能力

2023年公司营业收入及盈利能力有所增长，新建产能未来释放对公司经营业绩有一定支撑，但需关注产能消化情况

随着公司主要下游客户海尔集团、美的集团业务需求增长，2023年公司营业收入有所增长。2024年一季度公司实现营业收入2.19亿元，较上年同期增长48.01%，此外公司与下游主要客户销售的产品中，单价相对较高的模块化组件比例同比有所上升。利润方面，随着毛利率较高的模块化组件产品销售占比有所提升，公司2023年营业利润及净利润有所增加，EBITDA利润率以及总资本回报率均有所增长。

公司目前新建产能较大，随着未来产能的建成与投放以及下游客户需求的带动，公司未来产量有望进一步增长，但仍需关注新建产能未来的消化情况。

图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司债务规模虽大幅增长，但募集资金尚未使用，导致2023年末净债务仍为负，偿债压力尚可，现金类资产对短期债务保障程度较高，2023年经营活动现金流净额大幅增加

随着公司业务规模的扩张以及投资规模的增加，公司的外部融资力度加大，随着公司于2023年成功发行本期债券，公司债务总额较2022年末大幅增长。从债务结构来看，本期债券发行后，公司长期债务占比大幅上升并超过短期债务。公司银行借款均为短期借款，且主要为信用借款，规模大幅增加但总体可控；应付票据均为银行承兑汇票，主要用于支付供应商货款，应付账款主要系应付供应商货款及长期资产购置款。应付债券系“宏昌转”债，其转股期限自2024年2月起至2029年8月止，本金于到期日偿还，若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。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.11	13.08%	1.15	13.03%	0.64	13.42%
应付票据	1.89	22.25%	1.60	18.11%	1.68	35.31%
应付账款	1.57	18.44%	2.07	23.40%	1.90	40.01%
其他应付款	0.03	0.41%	0.05	0.55%	0.02	0.50%
一年内到期的非流动负债	0.01	0.16%	0.01	0.15%	0.02	0.43%
流动负债合计	4.98	58.60%	5.35	60.46%	4.60	96.87%
应付债券	3.30	38.79%	3.26	36.87%	0.00	0.00%
长期应付款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	3.52	41.40%	3.50	39.54%	0.15	3.13%
负债合计	8.50	100.00%	8.85	100.00%	4.75	100.00%
总债务	6.35	74.71%	6.07	68.65%	2.39	50.37%
其中：短期债务	3.02	35.50%	2.77	31.28%	2.34	49.17%

长期债务	3.33	39.22%	3.31	37.37%	0.06	1.20%
------	------	--------	------	--------	------	-------

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

现金流方面，随着公司经营业绩的提升以及现金管理的增强，公司2023年经营活动现金流为正且较上年大幅增加。2023年公司FFO持续为正且有所增加。

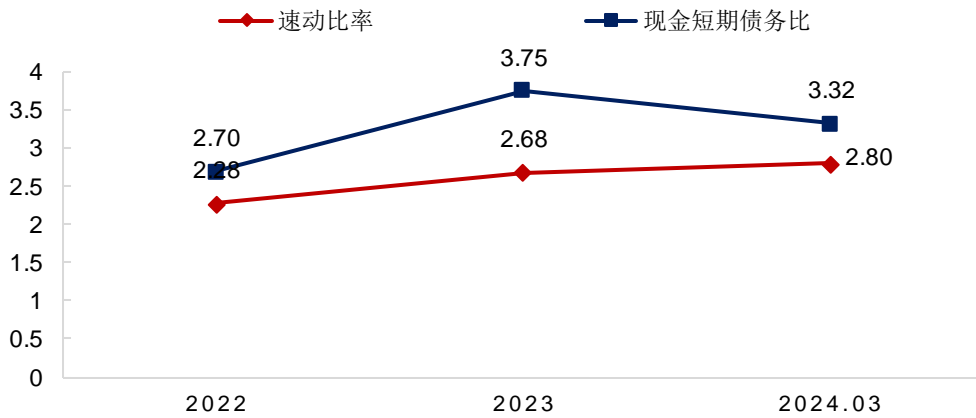
财务杠杆状况方面，2023年公司发行本期债券后，当年末资产负债率较2022年末大幅上升，2024年3月末公司资产负债率42.85%，总体债务水平尚可。2023年公司净债务为负数，使得净债务/EBITDA、FFO/净债务均为负。2023年公司EBITDA利息保障倍数大幅下降，但均处于较高水平，公司债务资本化比例大幅上升。总体来看，公司各项杠杆指标表现仍较好，偿债压力尚可。

表10 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.85	1.42	0.17
FFO（亿元）	0.05	0.97	0.72
资产负债率	42.85%	43.76%	31.58%
净债务/EBITDA	--	-3.47	-3.99
EBITDA 利息保障倍数	--	12.24	38.58
总债务/总资本	35.91%	34.82%	18.86%
FFO/净债务	--	-23.69%	-19.52%
经营活动现金流净额/净债务	23.56%	-34.91%	-4.55%
自由现金流/净债务	30.18%	1.59%	24.89%

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

2023年以来公司速动比率和现金短期债务比较2022年总体有所上升，且均处于较高水平，现金类资产对短期债务的保障程度仍较好。根据公司提供的数据，截至2024年3月末，公司未使用的银行授信额度为2.86亿元，必要时可为公司提供一定流动支持。

图 8 公司流动性比率情况


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

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

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

经公开资料查询及公司 t 提供的相关说明，公司未发生环境污染事故或纠纷，未因环境保护问题受到行政处罚。

社会因素

安全生产及社会责任方面，公司在流体电磁阀、模块化组件以及水位传感器生产过程中配备一定的生产人员参与生产，对生产设备和工艺的安全性、生产人员的安全意识和技能有一定要求。根据公司提供的相关说明，过去一年公司未因违规经营、违反政策法规、安全生产问题受到政府部门处罚，未发生产品质量或安全问题，不存在拖欠员工工资、社保、工作环境严重影响员工健康问题，未发生重大安全事故。但若公司出现生产设备异常或员工操作不当的情况，可能会发生安全事故，因此公司面临一定安全生产风险。

公司治理

公司治理与管理方面，近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。公司过去一年未因信息披露不合规受处罚，无涉嫌违法违纪事项。截至 2024 年 3 月末，公司董事会由 7 名董事组成，其中独立董事 3 人，董事会设董事长 1 人，公司董事会下设战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会 4 个专门委员会。公司监事会由 3 名监事组成，其中职工代表监事 1 名。

公司设总经理 1 名，副总经理若干，均由董事会聘任或者解聘，总经理每届任期 3 年。同时，公司根据自身业务经营与生产管理的特点，设立了洗衣机产品开发部、净厨产品开发部、组件开发部、制造部、生管部、品管部、销售部、行政人事部以及财务部等相关部门，截至 2024 年 3 月末，公司组织结构图详见附录三。公司董事长陆宝宏先生出生于 1954 年 12 月，先后曾担任兰溪农机厂/兰溪锅炉配件厂学徒、车间主任、副厂长以及兰溪市兰江拉丝厂/兰溪电磁阀厂厂长，2019 年 5 月至今，任公司董事长，创始人具有较为丰富的行业从业经历。

截至2023年末，公司拥有员工1,475人，其中生产人员938人，技术人员160人，人员配备基本符合行业特征。从教育程度看，本科及以上学历员工为120人，占比为8.81%，大专及以下学历1,345人，占比为91.19%。

表11 截至 2023 年末公司员工岗位分布及教育程度情况

专业结构	人数	占员工总数比例
管理人员	269	18.24%
技术人员	160	10.85%
销售人员	22	1.49%
生产人员	938	63.59%
合计	1,475	100.00%
学历	人数	占员工总数比例
本科及以上	130	8.81%
大专	214	14.51%
高中及中专	353	23.93%
高中以下	778	52.75%
合计	1,475	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2021 年 1 月 1 日至报告查询日（2024 年 6 月 7 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

根据中国执行信息公开网，截至2024年6月7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

公司作为流体电磁阀、模块化组件及水位传感器等家电配件行业的头部企业，下游客户资质较好且与主要客户合作较为稳定，2023年以来公司营业收入及毛利率有所增长。但需要关注的是，随着公司成功发行本期债券，公司债务总额大幅增长，公司在建项目总投资规模较大，新业务拓展效果尚待观察，

面临新增产能消化风险，目前转股价格高于正股市价，需关注股价下跌等因素致使债券持有人未转股的可能，观察转股进度。总体来看，公司具有一定的抗风险能力。

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“宏昌转债”的信用等级为A+。

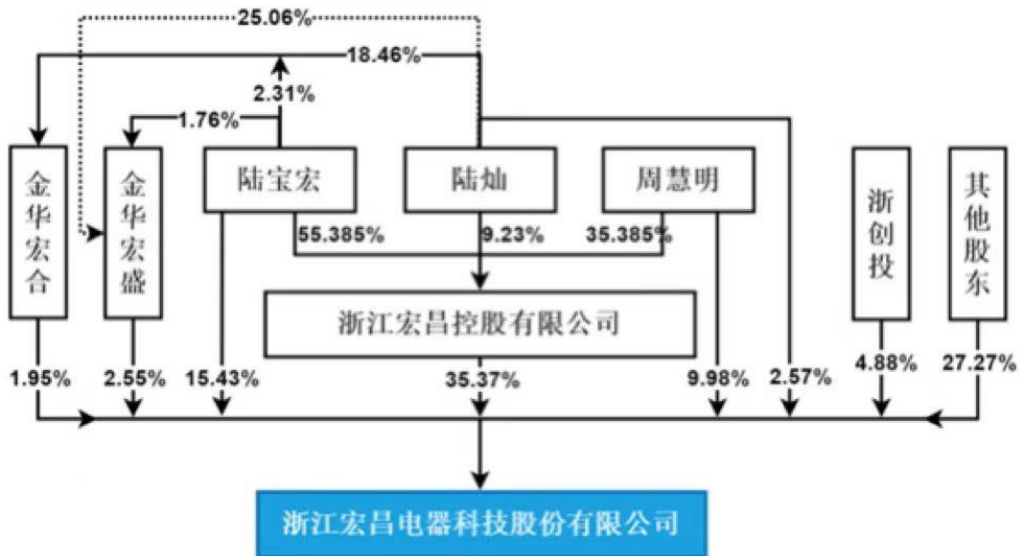
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	6.26	7.94	3.83	4.40
交易性金融资产	1.67	0.81	0.81	1.10
应收票据	1.98	1.52	1.27	1.12
应收账款	2.62	3.18	3.41	3.01
应收款项融资	1.34	0.85	1.12	0.37
存货	1.48	1.50	1.26	1.24
流动资产合计	15.44	15.85	11.74	11.26
固定资产	2.52	2.59	2.10	1.58
非流动资产合计	4.39	4.37	3.30	2.53
资产总计	19.83	20.21	15.04	13.79
短期借款	1.11	1.15	0.64	0.40
应付票据	1.89	1.60	1.68	1.58
应付账款	1.57	2.07	1.90	1.82
一年内到期的非流动负债	0.01	0.01	0.02	0.00
流动负债合计	4.98	5.35	4.60	4.13
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	3.30	3.26	0.00	0.00
非流动负债合计	3.52	3.50	0.15	0.06
负债合计	8.50	8.85	4.75	4.19
总债务	6.35	6.07	2.39	1.98
其中：短期债务	3.02	2.77	2.34	1.98
所有者权益	11.33	11.37	10.29	9.60
营业收入	2.19	8.85	8.26	7.68
营业利润	0.17	0.96	0.72	0.73
净利润	0.16	0.86	0.67	0.68
经营活动产生的现金流量净额	-0.85	1.42	0.17	0.26
投资活动产生的现金流量净额	-1.09	-1.46	-0.77	-1.82
筹资活动产生的现金流量净额	0.39	3.87	0.22	5.14
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	0.16	1.17	0.93	0.89
FFO（亿元）	0.05	0.97	0.72	0.71
净债务（亿元）	-3.62	-4.08	-3.69	-4.79
销售毛利率	19.41%	20.22%	17.94%	18.85%
EBITDA 利润率	--	13.28%	11.20%	11.56%
总资产回报率	--	5.97%	5.14%	7.26%
资产负债率	42.85%	43.76%	31.58%	30.40%

净债务/EBITDA	--	-3.47	-3.99	-5.39
EBITDA 利息保障倍数	--	12.24	38.58	46.72
总债务/总资本	35.91%	34.82%	18.86%	17.09%
FFO/净债务	--	-23.69%	-19.52%	-14.92%
经营活动现金流净额/净债务	23.56%	-34.91%	-4.55%	-5.37%
自由现金流/净债务	30.18%	1.59%	24.89%	9.92%
速动比率	2.80	2.68	2.28	2.43
现金短期债务比	3.32	3.75	2.70	3.52

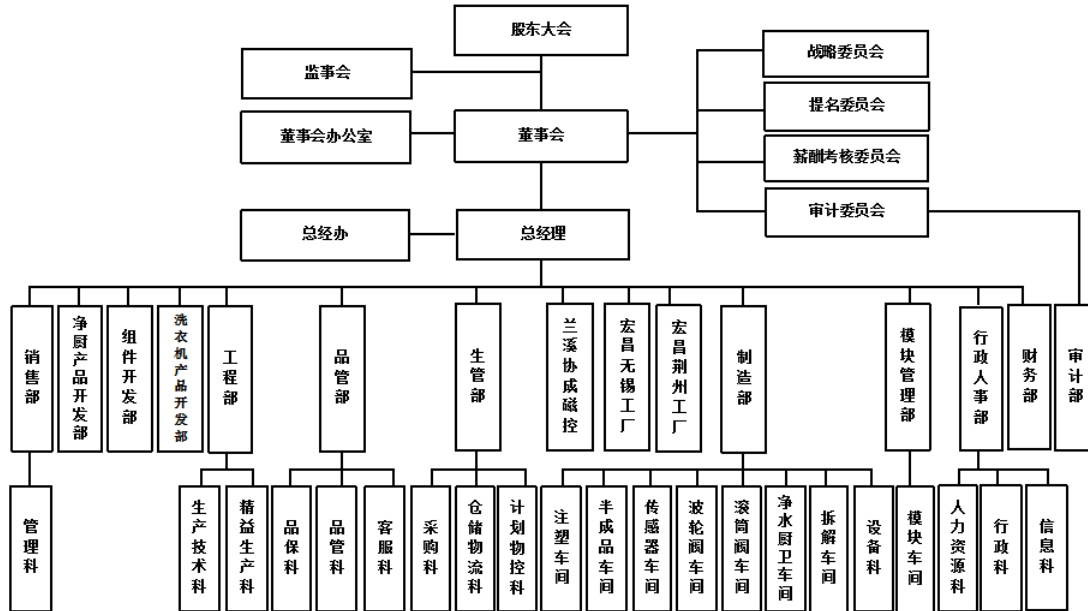
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2024年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
金华市弘驰科技有限公司	0.05	100.00%	模具、机械设备、电气设备及配件的技术开发、制造、销售,软件开发,货物与技术进出口
兰溪协成磁控科技有限公司	0.10	100.00%	磁控技术研发;电磁电子类控制器及电工器材、电器配件的技术开发、制造与销售
宏昌电器(无锡)有限公司	0.20	70.00%	家用电器销售;家用电器研发;家用电器制造;家用电器零配件销售;塑料制品制造;电子产品销售;机械设备销售;金属制品销售
宏昌科技(荆州)有限公司	0.30	100.00%	电子元器件与机电组件设备制造;电工器材制造;塑料制品制造;密封件制造;家用电器零配件销售;模具制造;软件开发
金华宏耘贸易有限公司	0.01	100.00%	家用电器销售;家用电器零配件销售;技术进出口;货物进出口;销售代理;进出口代理等

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。