



2022年火星人厨具股份有限公司创业板向 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：

2022年火星人厨具股份有限公司创业板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	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
火星转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：火星人厨具股份有限公司（以下简称“火星人”或“公司”，股票代码为 300894.SZ）经销和电商直营销售渠道已相对完善，同时仍持续布局 KA 卖场、工程项目、家装、下沉新兴渠道，2022 年营业收入位于集成灶行业第一，现金类资产较为充裕，经营资金回笼及时，偿债压力可控；同时中证鹏元也关注到，地产红利的逐步消退将导致厨电制造行业增长承压，公司在建新增产能规模较大，面临一定的新增产能不能及时消化的风险，届时较高的折旧费用可能削弱公司盈利能力；公司存在一定的或有负债风险和应收款项回收风险。

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	32.98	32.00	23.99	21.66
归母所有者权益	17.00	16.45	14.78	13.45
总债务	9.86	8.69	1.41	1.42
营业收入	4.12	22.77	23.19	16.14
净利润	0.49	3.12	3.75	2.75
经营活动现金流净额	0.39	2.59	6.07	4.27
净债务/EBITDA	--	-2.02	-2.09	-2.54
EBITDA 利息保障倍数	--	21.46	392.37	165.05
总债务/总资本	36.71%	34.55%	8.69%	9.53%
FFO/净债务	--	-29.27%	-25.93%	-28.96%
EBITDA 利润率	--	18.51%	20.77%	22.73%
总资产回报率	--	12.86%	19.10%	19.43%
速动比率	1.87	2.05	1.49	1.55
现金短期债务比	3.49	5.38	9.01	7.85
销售毛利率	46.88%	45.00%	46.11%	51.58%
资产负债率	48.46%	48.59%	38.43%	37.89%

注：2020-2022 年公司净债务为负值，因此导致净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负。

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

评级日期

2023 年 6 月 7 日

联系方式

项目负责人：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

项目组成员：葛庭婷
gett@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司销售渠道建设日趋完善，集成灶销售收入仍位于行业首位。**公司采用线上和线下“双轮驱动”的销售模式，经销和电商直营销售渠道已较为完善，此外，完善布局 KA 卖场、工程项目、家装、下沉新兴渠道，2022 年实现营业收入 22.77 亿元，位于集成灶行业第一。
- **公司现金类资产充裕，主营业务现金生成能力仍较强，偿债压力可控。**近年公司经营性净现金流持续净流入，截至 2023 年 3 月末，公司总债务为 9.86 亿元，但公司现金类资产较为充裕，净债务仍为负值，经营资金回笼较为及时，偿债压力可控。

关注

- **地产红利的逐步消退将导致厨电制造行业增长承压，未来集成灶市场竞争或日趋激烈。**厨电制造行业是后地产周期行业，房地产市场下行使其增长乏力，2022 年集成灶行业受此影响增速放缓，公司收入和利润亦有所下降；集成灶行业技术壁垒相对不高，近年来老板、方太等传统厨电主流品牌和海尔、美的等家电巨头陆续抢滩集成灶市场，综合家电制造企业在资金、销售网络、产品联动性方面具有优势，未来行业竞争可能进一步加剧。
- **公司在建新增产能规模较大，面临一定的新增产能不能及时消化的风险。**公司目前在建的集成灶生产线升级扩产项目，以及本期债券募投项目智能厨电生产基地建设项目投产后，公司将释放大量产能。考虑到公司在建新增产能规模较大，若市场环境、下游需求、竞争对手策略、相关政策或者公司市场开拓等方面出现重大不利变化，则公司面临一定的新增产能不能及时消化的风险，届时较高的折旧费用可能拖累公司盈利。
- **公司存在一定的应收款项回收和或有负债风险。**截至 2022 年末，公司应收苏宁易购集团股份有限公司苏宁采购中心（以下简称“苏宁易购”）的款项余额 4,109.77 万元，因苏宁易购曾陷入资金面紧张局势，该笔应收款因历史遗留问题回收风险较大，公司已计提 50% 的坏账准备；公司对外担保余额共计 2,401.50 万元，占期末所有者权益的比例为 1.46%，虽均已提供反担保措施，但被担保方以自然人个体户和小型民营企业为主，仍存在一定的或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为长期看未来集成灶市场仍有一定增长空间，公司在集成灶行业具备一定的竞争优势，预计业务持续性较好。

同业比较（单位：亿元、天）

指标	公司	浙江美大	帅丰电器	亿田智能
总资产	32.00	22.81	22.80	18.36
营业收入	22.77	18.34	9.46	12.76
营业收入增长率	-1.81%	-15.24%	-3.20%	3.75%
净利润	3.12	4.52	2.14	2.10
销售毛利率	45.00%	44.11%	46.09%	46.62%
期间费用率	30.25%	18.02%	21.72%	29.19%
销售净利率	13.73%	24.66%	22.65%	16.44%
净营业周期	2.89	14.49	23.52	-19.19

注：以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：iFinD，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	9/9
	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	非常强
	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		9/9
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					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
AA-/稳定	AA-/火星转债	2022-09-29	徐宁怡、葛庭婷	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 (cspy_ff_2022V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-/火星转债	2021-12-24	张伟亚、徐宁怡	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

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
火星转债	5.29	5.29	2022-09-29	2028-08-05

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2022年8月5日发行6年期5.29亿元可转换公司债券，募集资金用于智能厨电生产基地项目。截至2023年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为2.47亿元。

三、发行主体概况

截至2023年3月末，公司实收资本增至4.09亿元，注册资本为4.05亿元，控股股东及实际控制人仍为黄卫斌，黄卫斌先生除直接持有公司36.18%股权外，同时还通过担任海宁大有投资合伙企业（有限合伙）和海宁大宏投资合伙企业（有限合伙）的执行事务合伙人分别间接控制公司13.21%和13.21%的表决权，黄卫斌先生质押股份1,200万股，占其直接持股数量的8.11%。

公司仍主要从事新型厨房电器产品的研发、设计、生产与销售业务，主要产品包括集成灶、集成水槽、集成洗碗机、厨柜、嵌入式电器等系列产品。2022年公司合并报表范围新增1家子公司，截至2023年3月末，公司合并报表范围内子公司共3家，详见下表。

表1 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）

合并时间	子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
2021年	北京有宏厨具有限公司	708.00	64.97%	销售厨房用具、家具、家用电器、日用品等	投资新设
	浙江火星人智能家居有限公司	2,000.00	100.00%	销售家用电器、家具、日用品等	投资新设
2022年	宁波有宏厨具有限公司	160.00	50.00%	销售厨房用具、日用品等	投资新设

注：公司持有宁波有宏公司50%股权，公司直接任命单位负责人、直接任命或委派财务人员，执行与公司统一营销管理政策和财务管理制度，因此公司直接控制宁波有宏公司，将其纳入合并范围。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。

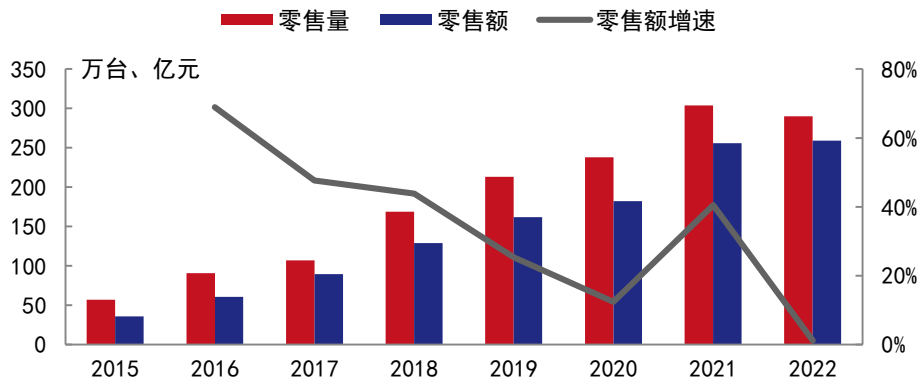
行业运营环境

2022年受地产周期下行、需求萎缩等不利因素影响，集成灶行业增速放缓，预计2023年新房销售、翻新需求为厨电制造行业下游需求提供一定支撑，但地产红利的逐步消退将致使厨电制造行业增长承压

集成灶是在吸油烟机和燃气灶的基础上搭配消毒柜、蒸箱、烤箱等可选功能的集成化产品，其具备占地面积小、距离烟源更近更符合中国人烹调方式等优势。近年居民收入水平提高、消费升级，我国集成灶行业以环保、智能化优势迅速占领家电市场，集成灶行业市场规模呈现快速发展的趋势。根据奥维云网数据，2015-2021年，我国集成灶市场零售额规模从36亿元增加至256亿元，年复合增速为38.67%；集成灶零售量从57万台增加至304万台，年复合增速为32.18%，零售额增速和零售量增速均较快；2022年以来，尽管受地产周期下行、需求萎缩等不利因素影响，相较传统烟灶市场的增长乏力，集成灶行业仍表现出良好的抗压性与成长性，现有市场规模已超过燃气热水器、净水器等其他厨卫大家电品类，2022年烟灶市场零售额同比下滑11.0%，零售量同比下滑15.0%，而集成灶市场全年零售额同比增长1.2%，零售量同比下滑4.5%。

在厨电品类需求多样化、厨房面积普遍较小的矛盾下，集成化正在成为我国厨房新的发展趋势之一。目前集成灶市场保有量小、渗透率低，从长期看，未来随着国民收入的提升、国民对厨房环境要求的提高、集成灶市场认可度逐步提升，集成灶对传统吸油烟机仍具备一定替代作用，在城镇化进程深入推进、新增和存量住宅装修以及产品置换需求持续释放的背景下，市场仍存在扩容的空间。

图 1 近年来集成灶市场零售规模



资料来源：奥维云网，中证鹏元整理

厨电制造行业是后地产周期行业，产品销售周期滞后于房地产销售周期。按需求的来源分析，厨电产品的需求主要来自两方面，一方面是伴随新房建设销售过程中居民厨房装修带动厨电产品需求增长，另一方面是旧厨房改造过程中产生的厨电产品更新需求。

新房销售方面，2022年，在宏观经济承压、多个期房项目停工等因素影响下，叠加中长期住房需求动能释放减弱，房地产市场跌至冰点，据中指初步统计，2022年100个代表城市新建商品住宅月均成交面积约3,036万平方米，同比下降36.2%。展望未来，“房住不炒”的总基调一以贯之，预计在调控政策发力下，2023年不同能级城市分化延续，一线城市或有所复苏，热点二线城市有望逐渐企稳，而大部分三四线城市仍将继续调整，市场继续探底。总体来看，地产红利的逐步消退将使厨电制造行业增长承压。

旧厨房改造及产品更新方面，当前我国经济较为发达的东部地区累计安装的吸油烟机数量规模可观，并已经陆续进入更新换代期。随着厨电企业广告的持续投入和品牌知名度的提升，预期未来旧厨房改造需求将为厨电产品需求提供一定的支撑。但考虑到新房销售景气度下降传导至二手房市场，进而影响到房屋翻新和旧厨房改造需求，对厨电产品的总需求支撑作用会削减。

目前集成灶市场竞争以渠道覆盖和产品创新竞争为主，预计未来马太效应或将进一步加强；传统厨电品牌和综合家电企业近年陆续抢滩集成灶市场，需关注其对专业集成灶企业造成的冲击

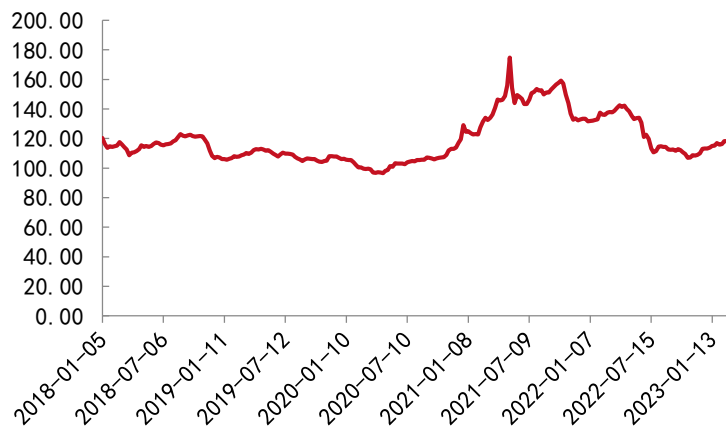
厨电行业的行业集中度较高，细分品类CR5大都高达80%左右，其中集成灶行业目前CR5为60%左右，存在一定的上升空间。目前我国集成灶行业已经形成了完整产业体系，市场化程度较高，市场竞争较为激烈，以渠道覆盖和产品创新竞争为主。行业竞争格局也逐渐明晰，以火星人、浙江美大、亿田智

能、帅丰电器为主的专业集成灶企业仍是市场主力，但在行业高增长和高盈利的吸引下，多方势力纷纷入局，其中不仅包括老板、方太、科恩等传统厨电主流品牌，海尔、美的、TCL、长虹等家电巨头也开始抢滩集成灶市场，综合家电制造企业在资金、销售网络、产品联动性方面具有优势，预计未来集成灶市场竞争将进一步加剧。

2022年钢铁行业供需双弱，钢价均价下移，预计未来钢价维持震荡偏弱运行，厨房电器制造业成本端受钢价制约的压力不大

厨房电器制造业的上游行业主要为板材、电器类、五金类等原材料生产企业，其中钢材为最主要的原材料。2022年，在外部形势严峻复杂、全球通胀压力加大、房地产投资回落和钢铁环保限产等多重因素影响下，钢铁行业供需双弱，钢材价格震荡幅度收窄，均价下移。2023年，全球经济仍面临较大下行压力，我国房地产市场在政策发力下或将迎来局部缓慢复苏，整体仍然承压，基建仍为经济托底的重要依托，预计钢材市场供需趋于宽松，价格震荡偏弱运行。

图 2 钢材价格走势



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

五、经营与竞争

作为国内集成灶行业的头部企业之一，公司渠道建设日趋完善，线上销售占比持续提高，2022年受行业增速放缓影响，公司营业收入略有下降，毛利率虽有下降但仍处于较高水平

公司仍主要从事新型厨房电器产品的研发、设计、生产与销售业务，主要产品包括集成灶、集成水槽、集成洗碗机、厨柜、嵌入式电器等系列产品。2022年受房地产周期下行、需求不振等因素影响，我国集成灶市场零售额增速放缓，公司营业收入也因此同比略降1.81%。2023年1-3月，公司营业收入同比下降8.61%。从收入结构来看，集成灶仍是公司销售收入的主要来源。

毛利率方面，虽然2022年公司主要原材料采购价格有一定回落，但由于公司渠道日趋丰富，毛利率

稍低的新兴渠道销售占比增加，2022年公司整体销售毛利率较上年继续下降1.11个百分点。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年1-3月		2022年			2021年		
	金额	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
集成灶	-	-	20.17	88.6%	45.64%	20.39	87.9%	46.37%
水洗类	-	-	1.27	5.6%	30.72%	1.32	5.7%	39.47%
其他类	-	-	1.32	5.8%	48.89%	1.48	6.4%	49.23%
合计	4.12	46.88%	22.77	100.0%	45.00%	23.19	100.0%	46.11%

注：其他产品主要包括整体橱柜、嵌入式电器以及销售给经销商的物料、配件等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产销率表现仍较好，随着销售渠道日趋丰富，产品品类增加，库存量有所增加；供应商集中度呈下降趋势，原材料价格易随市场行情波动，仍需关注原材料价格波动给公司带来的成本管控压力

产销方面，从数量上来看，2022年公司产销量水平均实现微增，产销率仍高于100%；从金额上来看，公司产量有所增加，而销量有所减少，库存量增加，主要系随着公司销售渠道日趋丰富，产品品类增加，导致库存增加。公司近年产销率维持在较高水平，短期库存积压风险较低。

表3 公司以金额表示的产品产销情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年
销量	22.77	23.19
产量	11.25	11.18
库存量	1.47	1.04

资料来源：公司2022年年报，中证鹏元整理

公司直接原材料采购成本主要由板材、电器类、五金类、燃气类、玻璃类、压铸类和铸件，直接材料占营业成本的比重在80%左右，原材料价格波动对公司生产成本和盈利能力的影响较大。其中最主要的原材料为各种规格的板材（不锈钢板、冷轧板、镀锌板等），其采购价格与铁矿石、煤炭等大宗商品的价格波动密切相关。2022年受大宗商品价格回调影响，公司主要原材料电器类、板材类、五金类等的平均采购单价均较2021年有不同程度的回落，但仍需关注未来原材料价格大幅波动给公司带来的成本管控压力。

表4 公司主要采购项目成本及其占原材料采购总额的比重情况（单位：万元、元/件、元/千克）

期间	原材料类别	采购金额	平均采购单价	占原材料采购总额的比例
2022年	电器类	21,811.13	14.15	20.28%
	板材	19,172.01	10.38	17.82%
	五金类	18,932.37	13.31	17.60%
	玻璃类	7,236.08	26.36	6.73%
	燃气类	6,606.01	7.48	6.14%
	注塑类	6,158.28	4.57	5.73%
	包装物	4,368.46	5.29	4.06%

2021年	合计	84,284.34	-	78.36%
	电器类	22,165.07	14.28	20.18%
	板材	21,967.47	11.92	20.00%
	五金类	19,133.16	13.95	17.42%
	燃气类	8,424.84	6.97	7.67%
	玻璃类	6,699.08	27.74	6.10%
	注塑类	5,894.69	3.94	5.37%
	OEM 厨柜	5,237.38	2.53	4.77%
	合计	89,521.71	-	81.51%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要通过和供应商签署年度框架性《采购合同》的方式建立主要原材料的购销关系，并通过具体采购订单实现原材料的采购。从采购对象来看，2022年前五大供应商较为稳定，前五大供应商集中度继续下降，前五大供应商采购占比由上年的 36.42% 下降至 34.42%。考虑到原材料可采购对象众多，短缺风险不大。但公司仍面临原材料价格波动，产品价格因竞争激烈而较难提价的风险。

表5 公司前五大供应商情况（单位：万元）

期间	供应商名称	采购种类	采购金额	占原材料采购总额的比重
2022年	供应商 1	板材	13,088.64	12.17%
	供应商 2	玻璃类组件	7,097.42	6.60%
	供应商 3	五金类配件	6,204.70	5.77%
	供应商 4	电器类组件	6,006.20	5.58%
	供应商 5	电器类组件	4,624.39	4.30%
	合计	-	37,021.35	34.42%
2021年	供应商 1	板材	16,418.73	14.95%
	供应商 2	玻璃类组件	6,599.58	6.01%
	供应商 3	五金类配件	5,948.76	5.42%
	供应商 4	五金类配件	5,819.25	5.30%
	供应商 5	电器类组件	5,216.77	4.75%
	合计	-	40,003.09	36.42%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

随着新建项目投产，公司产能继续增加，产能利用率有所下降但表现仍较好；公司在建项目新增产能规模较大，公司面临一定的产能消化风险

随着公司 IPO 募投项目建设并逐步投产，2022 年公司产能进一步增加，产能利用率有所降低但位于较高水平。

表6 公司主要产品的产能利用率情况（单位：万台）

项目	2022年	2021年
主要产品设计产能	39.50	36.00
实际产量	36.88	36.19
产能利用率	93.37%	100.53%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2022 年末，公司在建项目为 IPO 募投项目集成灶生产线升级扩产项目和研发中心及信息化建设技改项目及本期债券募投项目智能厨电生产基地建设项目，其中集成灶生产线升级扩产项目建成后将新增集成灶年产能 10 万台；智能厨电生产基地建设项目建成投产后将形成年新增 12 万台集成灶、10 万台洗碗机、5 万台燃气热水器及 2 万台厨房配套电器等产品的生产能力。

公司在建项目均有募集资金支持，资金支出压力可控。项目建成投产后，公司产能将大幅提高，仍需关注，若未来市场环境、下游需求、竞争对手策略、相关政策或者公司市场开拓等方面出现重大不利变化，则公司可能面临新增产能不能及时消化的风险。

表7 截至 2022 年末公司主要在建项目的投资情况（单位：亿元）

项目	计划投资金额	已投资金额	尚需投资金额
集成灶生产线升级扩产项目	1.08	1.03	0.05
研发中心及信息化建设技改项目	0.65	0.18	0.47
智能厨电生产基地建设项目	5.19	0.81	4.38
合计	6.92	2.02	4.90

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司线上销售金额和占比持续提高，客户集中度进一步上升，但从整体来看，公司客户集中度仍不高，销售风险相对可控

公司采用线上和线下“双轮驱动”的销售模式。截至 2022 年末，公司拥有专卖店数量超过 2,000 家，构建了从一二线城市、三四线城市到乡镇级市场的全国性的经销网络。同时，公司已入驻天猫、京东和苏宁易购等电商平台。公司销售区域集中在国内，根据直接客户类型并综合考虑销售渠道，主要采用经销模式（包括线上销售给经销商和线下销售给经销商）、电商直营模式（包括线上开店直营模式和电商平台代销模式）和线下直营模式进行销售。随着集成灶产品渗透率不断提高，公司还布局了 KA 卖场、工程项目、家装、下沉新兴渠道。从分渠道销售收入来看，2022 年，随着电商直营业务的发展，公司线上销售收入和占比均有所提高，线下销售渠道有所弱化。仍需关注的是，较为广泛的分销渠道在保障产品的销售的同时，也加大了公司销售管理难度。

表8 公司营业收入分销售渠道情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
线上	11.07	48.63%	9.69	41.80%

线下	11.70	51.37%	13.49	58.20%
合计	22.77	100.00%	23.18	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司针对不同的销售渠道采用不同的收款模式：经销-线下销售给经销商模式主要实行先款后货的结算政策，经销商直接向公司付款；经销-线上销售给经销商模式及电商直营-线上开店直营模式需待经销商或消费者确认收货或默认收货后，电商平台将货款转入公司账户；电商直营-电商代销模式根据电商平台产品实际销售情况与电商平台进行结算，公司对结算单核对无误后向电商平台开具发票及收取货款；线下直营模式除少数厨柜产品外，其他产品均为先款后货，消费者直接向直营门店付款或所在商场代收货款后定期转给门店。总体来看，公司的账期较短，经营资金回笼较快。

公司前五大客户主要分为经销商客户及电商平台客户两类，与单一经销商相比，电商平台面向客户群体更为广泛，因此其与公司结算确认收入金额也较大。2022 年公司前五大客户与上年相比较为稳定，公司前三大客户均为电商平台，2022 年三大电商平台销售金额和占比均快速增长，其中对第一大销售平台的销售比例已达到 25% 以上，存在一定依赖。受上述因素影响，公司前五大客户销售金额占比较上年提升 9.33%。从整体来看，公司客户集中度虽有所上升，但风险相对可控。

表9 公司前五大客户情况（单位：万元）

期间	公司名称	客户类型	销售金额	占销售总额比例
2022 年	客户 1	电商	57,351.47	25.19%
	客户 2	电商	14,715.61	6.46%
	客户 3	电商	9,536.86	4.19%
	客户 4	经销商	1,865.44	0.82%
	客户 5	经销商	1,119.89	0.49%
	合计	-	84,589.27	37.15%
2021 年	客户 1	电商	44,616.50	19.24%
	客户 2	电商	8,367.36	3.61%
	客户 3	电商	6,632.29	2.86%
	客户 4	经销商	2,874.15	1.24%
	客户 5	经销商	2,007.74	0.87%
	合计	-	64,498.05	27.82%

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 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 年公司合并

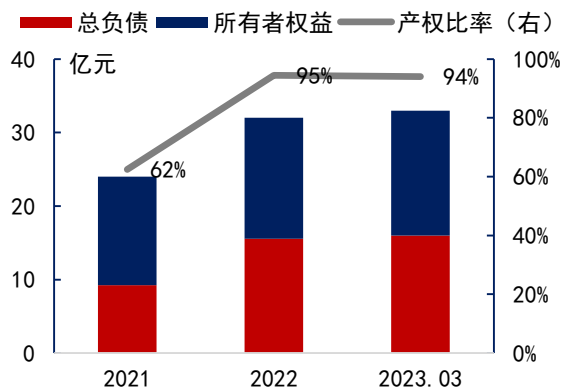
范围新增设立1家子公司宁波有宏厨具有限公司，2023年1-3月公司合并范围无变化。

资本实力与资产质量

2022年公司积极开展对外融资，资产规模大幅增长，现金类资产仍较为充沛，整体资产流动性尚可，但需持续关注应收账款回收情况

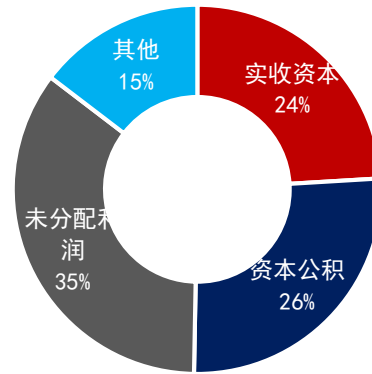
随着经营积累和本期可转债发行确认了权益部分，公司所有者权益规模持续增厚，截至2023年3月末，所有者权益增至17.00亿元，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。与此同时，公司通过发行可转债、增加银行借款等方式进行外部融资，负债规模大幅增长。截至2023年3月末，公司产权比率有所抬升，所有者权益对负债的保障程度减弱。

图3 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4 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

公司总资产规模呈增长趋势，截至2022年末，主要由货币资金、交易性金融资产、存货及固定资产构成，上述资产合计占比85.34%。随着本期债券募集资金到账和公司经营资金回笼，公司现金类资产大幅增加，公司将部分闲置资金用于购买理财产品，2022年公司计提了交易性金融资产公允价值变动损失69.50万元。2022年末公司存货规模有所增加，因公司订单需求存在较为分散的特征，为保证及时供货，公司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。因集成灶行业升级换代较快，需关注公司存货的滞销和跌价风险。公司固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，2022年末规模变动较小。

其他资产方面，公司2022年营业收入微降，但期末应收账款规模大幅增加，主要原因是2021年京东平台双十一销售款于年底提前汇款，致当年末应收账款余额较低；其中应收苏宁易购的款项余额4,109.77万元，因苏宁易购曾陷入资金面紧张局势，该笔应收款因历史遗留问题回收风险较大，公司已计提50%的坏账准备。随着公司在建的集成灶生产线升级扩产项目和智能厨电生产基地建设项目持续推进，在建工程规模有所增长。公司无形资产主要为土地使用权和管理软件，2022年末无形资产增加主要

系公司购置本期债券募投项目土地所致。

受限资产方面，截至2022年末，公司固定资产因银行质押借款而受限0.79亿元，受限比例很小。

总体来看，随着公司业务的持续推进和加大融资力度，公司资产规模持续增长，现金类资产较为充沛，但应收账款有一定的回收风险，存货中库存商品备货较多，需关注滞销风险，固定资产占比较高，整体资产流动性尚可。

表10 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	15.08	45.73%	12.30	38.43%	9.91	41.30%
应收账款	1.00	3.02%	1.67	5.22%	0.66	2.77%
存货	2.46	7.47%	2.73	8.52%	2.39	9.95%
交易性金融资产	3.49	10.58%	5.32	16.63%	2.01	8.38%
流动资产合计	22.98	69.68%	22.49	70.26%	15.37	64.08%
固定资产	6.73	20.41%	6.96	21.76%	6.96	29.01%
在建工程	1.17	3.55%	0.66	2.07%	0.13	0.56%
无形资产	1.05	3.19%	1.02	3.19%	0.58	2.43%
非流动资产合计	10.00	30.32%	9.52	29.74%	8.62	35.92%
资产总计	32.98	100.00%	32.00	100.00%	23.99	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年公司收入和利润均有所下降，盈利水平有所弱化，销售费用率仍偏高

公司营业收入主要来源于集成灶和水洗类产品，受下游房地产周期下行及需求减弱影响，2022年集成灶和水洗类产品营业收入均呈小幅下降，公司扣除非经常性损益后归母净利润同比减少21.56%。公司持续加大市场营销力度，相关的广告宣传费、营销推广费和电商费用等位于高位，2022年销售费用率同比上升0.17个百分点且仍高于行业平均水平，公司销售净利率由2021年的16.16%降至2022年的13.73%，仍处于行业较低水平。2022年，由于毛利率稍低的新兴渠道销售占比增加，公司毛利率较上年下降1.11个百分点，盈利能力指标EBITDA利润率和总资产回报率亦继续下降，盈利能力有所弱化。

表11 盈利能力相关指标同业对比情况

指标	浙江美大	帅丰电器	亿田智能	公司
销售毛利率	44.11%	46.09%	46.62%	45.00%
期间费用率	18.02%	21.72%	29.19%	30.25%
其中：销售费用/营业总收入	11.25%	14.53%	22.35%	22.02%
管理费用/营业总收入	4.35%	6.18%	3.72%	4.46%
研发费用/营业总收入	3.35%	4.50%	4.71%	4.68%

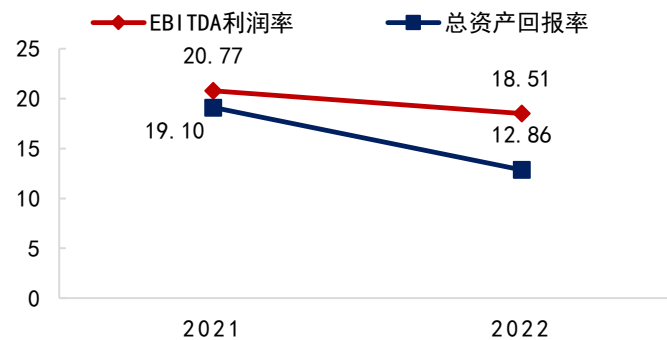
财务费用/营业总收入	-0.93%	-3.49%	-1.59%	-0.91%
销售净利率	24.66%	22.65%	16.44%	13.73%

注：以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：iFinD，中证鹏元整理

2023年1-3月，公司营业收入同比下降8.61%，扣除非经常性损益后归母净利润同比减少19.79%。在房地产周期下行和消费疲弱的形势下，集成灶行业增速放缓，且随着市场竞争愈发激烈，公司产品较难提价，收入和盈利增长承压，且公司新建产能规模大，若未来不能及时消化，较高的折旧费用可能侵蚀公司利润。

图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



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

现金流与偿债能力

2022年公司经营资金回笼变缓，经营活动现金流净流入大幅下降；公司债务规模大幅攀升，但考虑到公司现金类资产充裕，主营业务现金生成能力仍较强，偿债压力可控

现金流方面，2022年，公司经营资金回笼变缓，同时购买原材料、支付人工费用等经营性支出增加，导致经营活动产生的现金流量净额较上年同比下滑57.28%；公司将闲置资金用于购买理财产品、银行定期存款等，导致投资活动净流出大幅增加；此外，公司当期发行可转债并加大银行借款力度，筹资活动现金流呈现大幅净流入。截至2023年3月末，公司主要在建项目尚需投入4.90亿元，有募集资金支持，资金支出压力可控。

公司负债规模快速攀升。截至2023年3月末，公司债务规模大幅增长至9.86亿元，债务以银行借款、应付票据、可转债融资为主；从结构上来看，长短期债务占比较为均衡。

截至2023年3月末，公司经营性负债有所减少，其他应付款主要由限制性股票回购义务、公司向经销商收取的售后服务保证金、履约保证金、订货任务保证金等各类保证金以及对供应商收取的押金构成，期末大幅增加系2023年2月公司实施了股权激励计划，向公司董事、高管、中层管理人员及核心技术（业务）骨干等授予限制股票，该计划实施有助于保持公司管理人员和核心技术人员的稳定，减少人才

流失；其他流动负债主要为线上销量专项返利、年度销售返利及待转销项税额。

表12 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	2.79	17.45%	1.88	12.07%	0.00	0.00%
应付账款	1.80	11.29%	2.87	18.47%	3.33	36.07%
应付票据	1.54	9.63%	1.34	8.64%	1.28	13.84%
其他应付款	1.11	6.92%	0.44	2.85%	0.48	5.24%
一年内到期的非流动负债	1.08	6.77%	0.08	0.51%	0.06	0.61%
其他流动负债	1.27	7.98%	1.14	7.32%	1.31	14.17%
流动负债合计	10.99	68.79%	9.63	61.90%	8.73	94.66%
长期借款	0.00	0.00%	1.00	6.44%	0.00	0.00%
应付债券	4.39	27.49%	4.32	27.75%	0.00	0.00%
租赁负债	0.06	0.35%	0.07	0.45%	0.07	0.79%
非流动负债合计	4.99	31.21%	5.93	38.10%	0.49	5.34%
负债合计	15.98	100.00%	15.55	100.00%	9.22	100.00%
总债务合计	9.86	61.69%	8.69	55.86%	1.41	15.24%
其中：短期债务	5.41	33.85%	3.30	21.22%	1.33	14.46%
长期债务	4.45	27.84%	5.39	34.63%	0.07	0.79%

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

截至2022年末，公司资产负债率上升至48.59%，EBITDA利息保障倍数和总债务/总资本表现大幅弱化。得益于较为充裕的现金类资产，公司净债务仍为负。考虑到近年由于IPO和本期可转债募投项目建设，公司资本支出较大，我们选用自由现金流/净债务指标来考察公司杠杆比率波动性，2022年该指标表现有所弱化。2023年1-3月，由于经营活动现金流无法覆盖资本支出，导致自由现金流转负，自由现金流/净债务指标表现进一步趋弱。

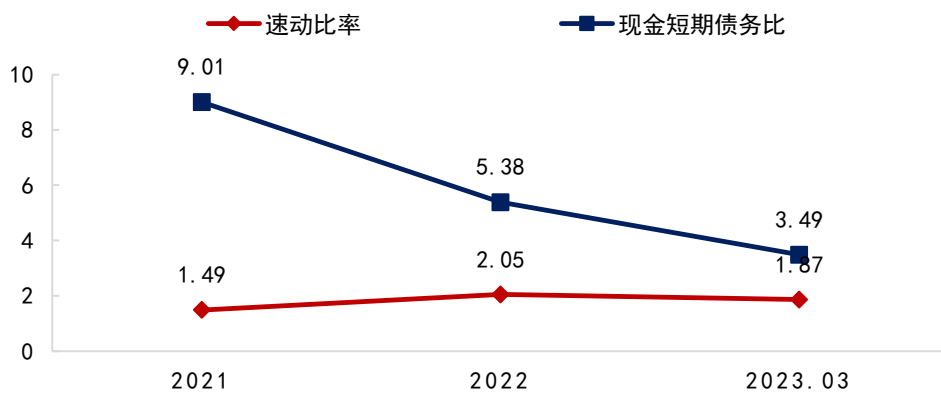
表13 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动现金流(亿元)	0.39	2.59	6.07
FFO(亿元)	--	2.50	2.60
资产负债率	48.46%	48.59%	38.43%
净债务/EBITDA	--	-2.02	-2.09
EBITDA 利息保障倍数	--	21.46	392.37
总债务/总资本	36.71%	34.55%	8.69%
FFO/净债务	--	-29.27%	-25.93%
经营活动净现金流/净债务	-4.39%	-30.40%	-60.43%
自由现金流/净债务	3.39%	-4.50%	-42.57%

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年及2023年1-3月，随着公司短期债务快速增长，现金短期债务比持续下降，但表现仍较好，公司现金类资产相对充沛，短期偿债压力可控。同期，公司速动比率波动上升，整体表现较好。截至2023年3月末，公司共获得银行授信额度13.40亿元，其中未使用额度为9.36亿元，备用流动性充足。公司为上市公司，融资渠道较为多样化，且主要资产受限比例较低，具有一定的融资弹性，获取流动性资源的能力尚可。

图 6 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

公司ESG表现良好，2022年完成董监高换届，主要管理人员具有多年行业经验

环境因素

根据公司提供的说明，截至 2023 年 4 月 26 日，公司最近一年不存在因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放而有受到相应处罚的情况。

社会因素

根据公司提供的说明，截至2023年4月26日，公司最近一年不存在因违规经营、发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资或社保、发生员工安全事故的情形。

公司治理

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》，建立了由公司股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和执行机构之间合理的运行机制。公司本部每年给子公司制定预算，并在资金上进行统筹

管理。

自2010年公司创办以来，公司的实际控制人均为黄卫斌，未发生变更。2022年10月，公司完成了第三届董事会、监事会换届选举并聘任了高级管理人员，详见下表。总体来看，公司主要管理人员具有丰富的行业经验和管理经验。

表14 公司董事会和监事会变更情况

项目	变更后		变更前	
	姓名	职位	姓名	职位
董事会	黄卫斌	董事长、董事	黄卫斌	董事长、董事
	黄则诚	董事	黄金彪	董事
	黄金彪	董事	毛伟平	董事
	毛伟平	董事	胡明义	董事
	杨根	董事	朱正耀	董事
	黄安奎	董事	王利锋	董事
	钱凯	独立董事	叶时金	独立董事
	唐力	独立董事	姚志高	独立董事
	孙卫国	独立董事	徐亚明	独立董事
监事会	李治	监事会主席、监事	杨根	监事会主席、监事
	汤荣	监事	陈莺	监事
	徐巍	职工监事	黄安奎	职工监事

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

表15 公司管理层情况

姓名	职务	年龄	学历	在公司工作年限
黄卫斌	董事长兼总经理	56	硕士	2010年至今
毛伟平	董事兼副总经理兼董秘	51	大专	2010年至今
胡明义	副总经理	44	本科	2010年至今
黄则诚	董事兼副总经理	31	本科	2016年至今
黄金彪	董事兼副总经理	51	硕士	2010年至今
赵海燕	财务总监	42	硕士	2021年至今

资料来源：iFinD，中证鹏元整理

2023年1-3月，为加快布局下沉渠道，公司对组织结构进行了微调，将原电商部电商下沉渠道模块调整为下沉渠道管理部。

（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4月19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，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月22日），中证鹏元未发现公

司曾被列入全国失信被执行人名单。

（三）或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保余额共计2,401.50万元，占期末所有者权益的比例为1.46%，虽均已提供反担保措施，但被担保方以自然人个体户和小型民营企业为主，仍存在一定的或有负债风险。

表16 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位类型	担保余额	反担保措施
个体户	1,430.00	借款人保证担保
民营企业	971.50	借款人保证担保
合计	2,401.50	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、结论

从行业环境来看，地产红利的逐步消退将使厨电制造行业增长承压，集成灶行业技术壁垒相对不高，近年来老板、方太等传统厨电主流品牌和海尔、美的等家电巨头陆续进军集成灶市场，集成灶市场竞争日益激烈。但考虑到公司销售渠道日渐完善，构建了从一二线城市、三四线城市到乡镇级市场的全国性的经销网络，已入驻天猫、京东和苏宁易购等电商平台，同时完善布局新兴渠道，营业收入已居集成灶行业首位，且公司账上资金相对充裕，主营业务现金生成能力强，偿债压力可控，总体来看，我们认为公司抗风险能力尚可。

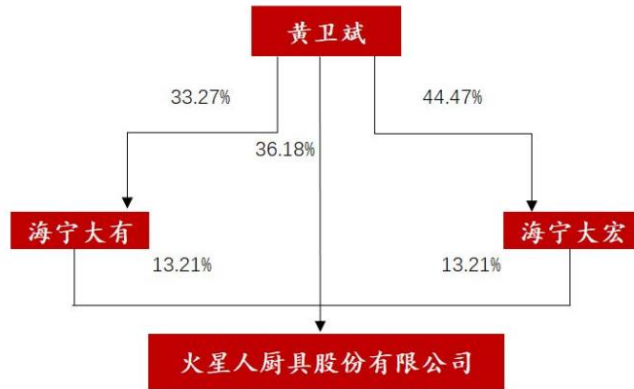
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“火星转债”的信用等级为AA-。

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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	15.08	12.30	9.91	11.12
交易性金融资产	3.49	5.32	2.01	0.00
流动资产合计	22.98	22.49	15.37	14.26
固定资产	6.73	6.96	6.96	6.29
非流动资产合计	10.00	9.52	8.62	7.39
资产总计	32.98	32.00	23.99	21.66
短期借款	2.79	1.88	0.00	0.60
应付账款	1.80	2.87	3.33	2.56
流动负债合计	10.99	9.63	8.73	7.86
应付债券	4.39	4.32	0.00	0.00
非流动负债合计	4.99	5.93	0.49	0.35
负债合计	15.98	15.55	9.22	8.21
总债务	9.86	8.69	1.41	1.42
所有者权益	17.00	16.45	14.77	13.45
营业收入	4.12	22.77	23.19	16.14
营业利润	0.55	3.51	4.29	3.15
净利润	0.49	3.12	3.75	2.75
经营活动产生的现金流量净额	0.39	2.59	6.07	4.27
投资活动产生的现金流量净额	2.10	-8.35	-4.04	-1.72
筹资活动产生的现金流量净额	1.35	5.25	-3.34	5.45
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	0.40	4.21	4.82	3.67
FFO(亿元)	--	2.50	2.60	2.70
净债务(亿元)	-8.90	-8.53	-10.05	-9.33
销售毛利率	46.88%	45.00%	46.11%	51.58%
EBITDA 利润率	--	18.51%	20.77%	22.73%
总资产回报率	--	12.86%	19.10%	19.43%
资产负债率	48.46%	48.59%	38.43%	37.89%
净债务/EBITDA	--	-2.02	-2.09	-2.54
EBITDA 利息保障倍数	--	21.46	392.37	165.05
总债务/总资本	36.71%	34.55%	8.69%	9.53%
FFO/净债务	--	-29.27%	-25.93%	-28.96%
速动比率	1.87	2.05	1.49	1.55
现金短期债务比	3.49	5.38	9.01	7.85

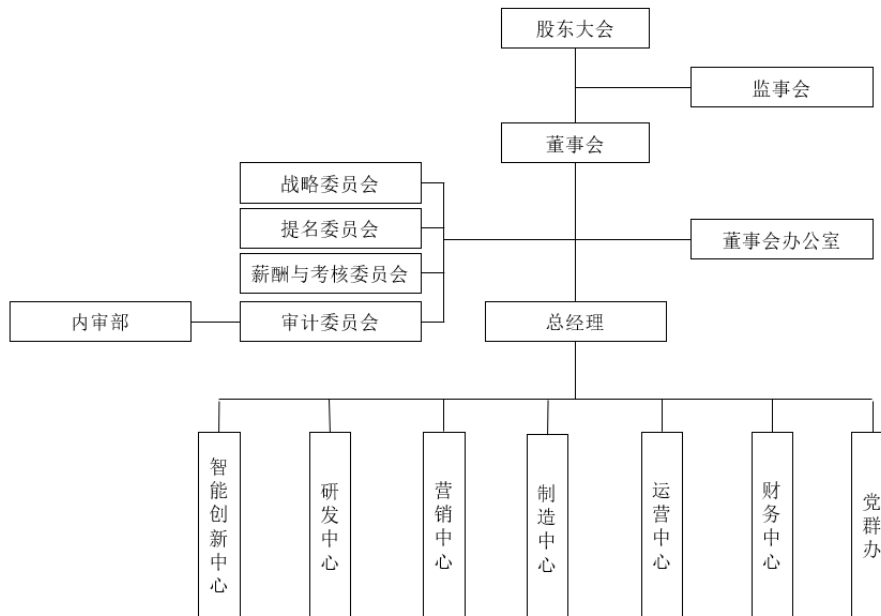
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 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。

附录五 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。