



2021年深圳万讯自控股份有限公司向不特定对象发行A股可转换公司债券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

2021年深圳万讯自控股份有限公司向不特定对象发行A股可转换公司债券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	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
万讯转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：深圳万讯自控股份有限公司（以下简称“万讯自控”或“公司”，股票代码：300112.SZ）系国内自动化仪器仪表制造商，产品种类齐全且下游行业分布广泛，工业设备更新和国产替代等利好政策为行业需求带来支撑，目前公司债务规模不大，杠杆水平较低。同时中证鹏元也关注到，公司销售费用率明显高于同行、子公司业绩下滑导致商誉减值较多，对公司盈利造成较大影响；募投项目“智能仪器仪表研发及产业化项目”建设进展晚于预期，而行业竞争激烈，在建产能项目可能面临投产后效益不及预期等风险因素。

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	17.28	17.92	17.96	17.20
归母所有者权益	11.89	11.91	12.02	11.65
总债务	--	2.12	2.28	2.08
营业收入	1.91	11.27	10.98	9.48
净利润	-0.05	0.30	1.03	0.97
经营活动现金流净额	-0.06	1.33	0.86	0.97
净债务/EBITDA	--	-1.78	-0.78	-1.53
EBITDA 利息保障倍数	--	8.54	12.14	17.69
总债务/总资本	--	14.57%	15.15%	14.53%
FFO/净债务	--	-11.98%	-67.85%	-37.42%
EBITDA 利润率	--	11.58%	16.16%	19.38%
总资产回报率	--	2.71%	7.42%	8.16%
速动比率	2.95	2.56	2.81	2.80
现金短期债务比	--	30.79	15.36	26.28
销售毛利率	47.30%	46.31%	48.35%	51.97%
资产负债率	28.09%	30.50%	28.87%	28.34%

注：净债务/EBITDA 及 FFO/净债务为负，系净债务指标为负数所致。

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及 2024 年第一季度报告，中证鹏元整理

评级日期

2024 年 06 月 19 日

联系方式

项目负责人：王皓立
 wanghl@cspengyuan.com

项目组成员：谢海琳
 xiehl@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司产品种类齐全且下游行业分布广泛，工业设备更新和国产替代等利好政策为行业需求带来支撑。**公司系国内产品最多、型号最齐全的自动化仪器仪表制造商之一，产品广泛应用于化工、冶金、电力等多个领域，2023 年第一大客户销售额占比仅为 2.03%，业绩受单一行业的需求波动影响较小。2023 年以来，国家发改委等政府部门陆续出台关于促进工业设备更新等利好政策，大部分仪器仪表产品更新需求周期约 2-5 年，加之新《安全生产法》将继续推动民用产品需求的增长，对行业中长期需求形成一定支撑。
- **公司债务负担仍较轻，杠杆水平较低。**2023 年末，公司刚性债务基本来自万讯转债且规模不大，相对充裕的现金类资产对债务保障程度较高，资产负债率为 30.50%、净债务为负，偿债压力较小。

关注

- **商誉大幅减值且销售费用率较高，对公司盈利造成较大拖累。**2023 年，受宏观经济环境影响，部分下游行业需求减少，子公司成都安可信电子股份有限公司（以下简称“安可信”）和成都特恩达燃气设备有限公司（以下简称“特恩达”）业绩下滑，商誉分别计提减值准备 0.36 亿元和 0.23 亿元，公司净利润同比减少 70.70% 至 0.30 亿元，未来需关注子公司业绩不达预期的商誉减值风险。此外，近年公司持续加大产品品牌和渠道建设，2023 年销售费用率为 22.42%，明显高于同行，使得公司利润受到较大影响。
- **公司募投项目进展缓慢，需关注未来建设及产能消化情况。**万讯转债募投项目“智能仪器仪表研发及产业化项目”因位于深圳的万讯大厦城市更新审批程序时间晚于预期，导致建设进展有所滞后，项目计划总投资 20,081.50 万元，截至 2023 年末，仅投入 687.41 万元，系研发投入，厂房尚未启动建设。若该项目建设进展晚于预期导致产成品和市场需求错配或市场上出现更具竞争优势的产品等情况，项目投产后效益可能不及预期。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司产品下游应用领域广泛且客户集中度低，随着工业设备更新及国产替代进程加快，公司业务持续性较好，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元、%）

指标	川仪股份	汉威科技	新天科技	万讯自控
总资产	83.20	61.94	34.20	17.92
营业收入	74.11	22.87	10.86	11.27
净利润	7.46	1.33	2.14	0.30
销售毛利率	34.20	30.22	44.59	46.31
期间费用率	25.51	26.43	24.36	39.85
资产负债率	52.26	48.65	15.48	30.50

注：1）川仪股份（603100.SH）为重庆川仪自动化股份有限公司的简称，汉威科技（300007.SZ）为汉威科技集团股份有限公司的简称，新天科技（300259.SZ）为新天科技股份有限公司的简称；2）以上各指标均为 2023 年（末）数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_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	8/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

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。

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
万讯转债	2.46	2.26	2023-6-20	2027-04-08

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8日发行6年期2.46亿元可转换公司债券（以下简称“万讯转债”），募集资金计划用于智能仪器仪表研发及产业化项目、燃气截止阀研发及扩产项目以及补充流动资金。根据容诚会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《募集资金年度存放与使用情况鉴证报告》，截至2023年12月31日，万讯转债募集资金专项账户余额为1.44亿元。

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。随着万讯转债部分转股，截至2024年3月末，公司股本和注册资本小幅上升至29,365.51万元，控股股东及实际控制人仍为傅宇晨，直接持股16.81%，具体股权结构见附录二。

表1 截至 2024 年 3 月末公司前五大股东情况（单位：万股）

股东名称	持股		股权质押	
	数量	占总股本比例	数量	占总股本比例
傅宇晨	4,935.93	16.81%	1,770.00	6.03%
傅晓阳	1,820.79	6.20%	701.00	2.39%
尊威贸易（深圳）有限公司	1,577.86	5.37%	-	-
孟祥历	918.78	3.13%	-	-
郑维强	362.86	1.24%	-	-
合计	9,616.22	32.75%	2,471.00	8.41%

注：1）傅宇晨与傅晓阳是兄弟关系；傅宇晨及傅晓阳与孟祥历是表兄弟关系；2）部分数据合计有尾差。

资料来源：公司 2024 年第一季度报告，中证鹏元整理

公司仍主要从事现场仪表、二次仪表、压力仪表等自动化仪器仪表的研发、生产和销售业务。2023年，公司合并报表范围减少4家子公司，并通过设立新增1家子公司，其中因业绩对赌未达到约定目标，公司回售上海贝菲自动化仪表有限公司及其下属子公司股权，因对中高端数控系统业务进行优化而注销深圳沥川技术有限公司。2023年末纳入公司合并报表范围的子公司共23家，明细见附录四。

表2 2023 年公司合并报表范围变动情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	变动方向	变动原因
上海贝菲自动化仪表有限公司	51.00%	3,500.00	生产加工	减少	股权转让
江苏贝菲自动化仪表有限公司	51.00%	1,850.00	生产加工	减少	股权转让
江苏贝菲流量检测有限公司	51.00%	1,000.00	生产加工	减少	股权转让
深圳沥川技术有限公司	76.9232%	1,132.09	生产制造	减少	注销

上海妙声力智能仪表有限公司

51.00%

50.00 生产加工

新增

设立

资料来源：公司 2023 年审计报告、公开资料，中证鹏元整理

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。

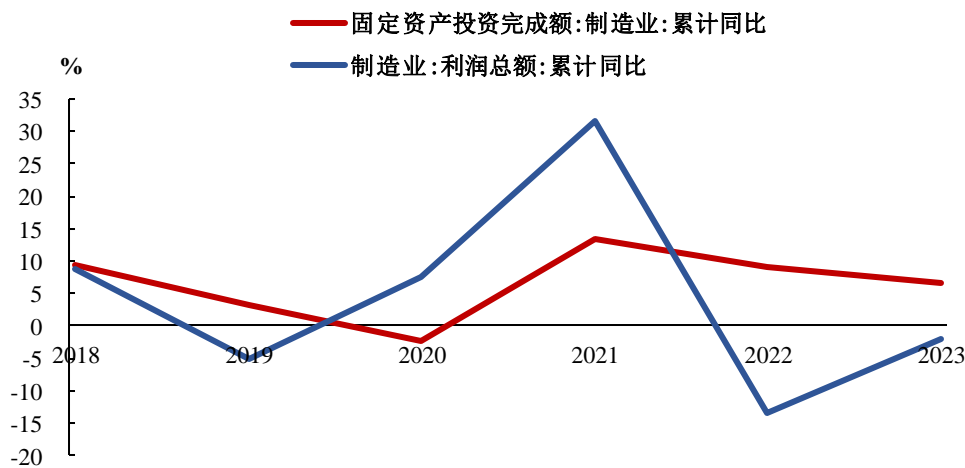
当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

下游工业企业扩产以及设备更新系仪器仪表行业增长的主要驱动力，新《安全生产法》为民用市场需求提供有利支撑，2023年仪器仪表行业维持稳步增长态势，未来随着下游重点制造业加快高端化、智能化转型以及大规模“以旧换新”需求，行业增长空间仍较为广阔

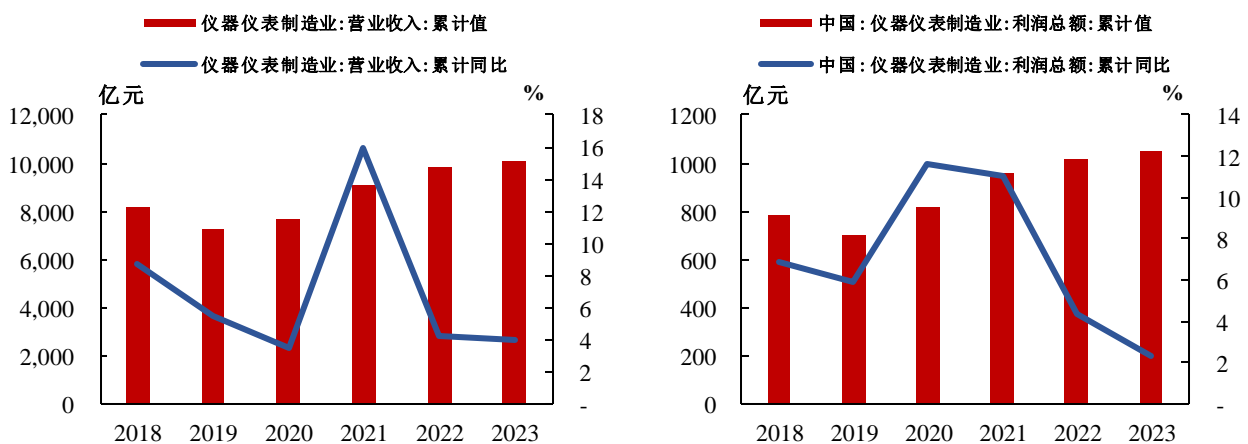
仪器仪表行业细分为工业自动化仪器仪表、分析仪表、科学测试仪器、专用仪器仪表、电工仪器仪表、仪表材料和元器件等。自2020年以来，受益于下游工业企业的扩产升级等需求带动，我国仪器仪表行业收入和利润规模均保持增长，2022-2023年增速受部分下游制造业投资放缓影响有所下滑。从行业规模来看，仪器仪表行业已发展成为万亿级市场，且近年受益于产业升级，行业整体利润水平也有所提升，利润率从2018年的9.51%逐年上升至2023年的10.38%。

图1 制造业投资增速自 2022 年开始有所回落



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图2 2023 年仪器仪表行业营业收入和利润规模均持续增长



注: 以上数据口径为仪器仪表行业规模以上工业企业。
 数据来源: Wind, 中证鹏元整理

仪表仪器行业的上游主要为传感器、芯片、PCB等电子元器件以及各类五金件等，除特殊应用材料、

芯片等需要从国外进口外，大部分原材料及配件可以从国内得到较为充足的供应。

工业自动化仪器仪表下游主要为能源资源等行业，受宏观环境影响呈现周期性变动。对于大部分工业自动化仪器仪表，终端客户产品更新需求周期大致为2-5年，而增量需求主要取决于下游盈利状况改善而进行的扩产或产能升级。整体来看，行业下游新建重大项目，以及“以旧换新”的产能置换升级、工艺改造、检修维护、备品备件等，有望对工业自动化仪表持续贡献稳定的需求。2023年，我国工业固定资产投资增长9%，工业自动化仪表传统下游领域钢铁、有色、石化等传统行业复苏加快，其中化学原料和化学制品制造业、有色金属冶炼和压延加工业固定资产投资额同比分别增长13.4%、12.5%；医药、食品饮料、新能源、消防、安防、市政等新兴行业也在向智能化转型，其中电力、热力、燃气及水生产和供应业固定资产投资额同比增长23.0%，上述行业产能的扩张继续为工业自动化仪器仪表带来了增量需求。

此外，近年相关政府部门出台政策鼓励钢铁、有色、轻工、石化化工等重点制造业加快高端化智能化转型及设备更新，也将为仪器仪表行业发展提供增量空间，例如2023年工业和信息化部等八部门出台关于加快传统制造业转型升级的指导意见，强调“聚焦钢铁、有色、轻工等重点行业，广泛应用数智技术、绿色技术，推动大规模技术改造和设备更新”、工业和信息化部和国家发改委联合发布的《石化化工行业稳增长工作方案》提出扩大有效投资，推动石化化工行业高端化绿色化智能化发展等。工信部、国家发改委等七部门联合印发《推动工业领域设备更新实施方案》提出“推动数控机床与基础制造装备、增材制造装备、工业机器人、工业控制装备、智能物流装备、传感与检测装备等通用智能制造装备更新”“到2027年工业领域设备投资规模较2023年增长25%以上，规模以上工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过90%、70%”。此外，2024年3月国务院发布的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》强调，聚焦钢铁、有色、石化、化工、建材、电力、机械、航空、船舶、轻纺、电子等重点行业，大力推动生产设备、用能设备、发输配电设备等更新和技术改造。

民用市场上，2021年6月10日通过的《中华人民共和国安全生产法》，要求餐饮、燃气等行业的生产经营单位使用燃气的，应当安装可燃气体报警装置，并保障其正常使用，为气体探测器、报警器、燃气截止阀等民用仪表带来旺盛需求，并预计中短期内这一趋势将延续。

国内高端市场基本被更具有技术优势的国外品牌产品所占领，国内品牌产品以中低端市场为主且行业集中度较低、竞争激烈，随着国家自主可控要求以及国产替代等政策支持，国内品牌份额有望进一步提升

目前仪器仪表行业形成了以浙江、江苏、上海为代表的华东地区，以北京、天津、辽宁为代表的环渤海地区和以重庆、成都为代表的西南地区三大区域板块。行业内形成了威星智能、金卡智能、山科智能、汇中股份、炬华科技、中控技术、聚光科技等多家仪表上市公司，其中工业自动化仪器上市公司主要有川仪股份（603100.SH）、汉威科技（300007.SZ）、新天科技（300259.SZ）等公司。

目前国内高端市场主要被艾默生、西门子、E+H等在产品、技术、品牌影响力、运营经验方面更有优势的国外品牌产品占领，国内品牌产品以中低端市场为主，且行业集中度较低。我国仪器仪表工业起步比较晚，主要集中于中低端产品，在精度、稳定性等关键指标上整体与国外品牌存在一定差距，目前仍处于追赶阶段。由于自动化仪器仪表产品种类繁多跨度较大，同类产品需求量小，且中低端产品市场进入壁垒较低，导致供给分散竞争激烈，目前国内行业发展总体上仍呈现产业集中度不高，小企业多大型企业少、单项型企业多综合型企业少、产品提供型企业多解决方案型企业少的局面。虽然目前行业仍存在集中度低、低水平、产品同质化的现象，但随着国家自主可控、国产替代政策的推进，下游重点应用领域转型升级带动工业控制系统装置自动化的市场需求，以及下游厂商基于性价比及供应链稳定性的考虑将倾向于选择国产品牌，综合影响下高端行业仪器仪表国产替代的进程正逐步加速，国内品牌产品的市场份额也在逐步提升。

兼并重组及国产替代是行业发展的主要路径。部分企业通过持续的兼并重组，扩大生产规模及产品品类，以构建广泛的销售网络从而形成规模效应。且随着下游行业的进一步发展，尤其是国家关于仪器仪表监测数据监管从严的政策导向，未来将逐渐淘汰规模小、经营不规范和不具备成熟市场竞争力的中小仪器仪表生产商，具有一定市场知名度和技术实力的企业则通过较高的研发能力、规模效应、完善的销售网络不断提高市场份额。此外，部分企业依靠持续的研发投入或技术引进实现技术水平提升，从而进入高端产品市场，以低成本优势实现国产替代。《中国制造2025》提出，我国需加快发展智能制造装备和产品，突破新型传感器、智能测量仪表和工业控制系统等智能核心装置，推进工程化和产业化进程。2023年6月，国家工业和信息化部等发布《制造业可靠性提升实施意见》，强调部署实施基础产品可靠性“筑基”工程，重点提升包括仪器仪表用控制部件等关键专用基础零部件可靠性水平；实施整机装备与系统可靠性“倍增”工程，提升工业控制仪器仪表等高端仪器设备精度和可靠性水平。

随着多项国家产业政策加大对传感器、芯片、控制系统、仪器仪表等的重点支持，国产替代进口走向纵深发展，有利于推动国产仪器仪表在国内中高端需求市场深入开展应用，国产替代为国内仪器仪表行业提供了广阔的发展空间。

五、经营与竞争

公司系国内自动化仪器仪表制造商，产品广泛应用于化工、冶金、电力等多个领域、客户集中度低，2023年受下游需求减少影响，公司收入增长乏力，因销售产品结构变化等因素影响，销售毛利率略有下滑，目前募投项目“智能仪器仪表研发及产业化项目”建设进展晚于预期，公司整体的在建产能规模较大且行业竞争激烈，存在投产后效益不及预期的风险

公司主要从事自动化仪器仪表的研发、生产和销售业务，产品广泛应用于化工、冶金、电力、石油、环保、医药、消防、城市燃气等工业和民用领域，其中在工业生产的信息采集、传送、显示、记录和控

制执行等环节发挥重要作用；电动执行器、阀门定位器、流量计、物液位计、气体探测器、燃气截止阀等现场仪表是公司主要收入来源的产品，下游客户以化工、冶金和电力行业为主，基于其投资扩产需求以及存量设备更新换代需求采购仪器仪表。2023年，受宏观经济环境影响，部分下游需求减少以及同行竞争加剧影响，公司营业收入同比小幅增长2.67%；因销售产品结构变化，公司销售毛利率小幅下降。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

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
现场仪表	15,023.43	78.48%	45.15%	89,997.59	79.85%	45.66%	86,826.21	79.09%	47.30%
二次仪表及其他	2,395.30	12.51%	56.37%	14,576.94	12.93%	48.78%	15,662.52	14.27%	53.47%
压力仪表及配件	1,313.09	6.86%	51.04%	5,756.94	5.11%	48.87%	5,375.93	4.90%	51.40%
工程安装	187.42	0.98%	52.85%	1,237.76	1.10%	28.25%	906.70	0.83%	18.97%
其他业务	222.60	1.16%	67.80%	1,145.23	1.02%	72.56%	1,012.68	0.92%	68.59%
合计	19,141.83	100.00%	47.30%	112,714.46	100.00%	46.31%	109,784.04	100.00%	48.35%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司具备一定的技术实力，提供的产品种类齐全且应用行业广泛、客户集中度低，销售产品结构变化使得公司整体的销售毛利率水平小幅下滑

公司是国家高新技术企业及国家级专精特新“小巨人”，具备一定的技术实力，产品种类齐全，主要为现场仪表和二次仪表两类，主要产品包括电动执行器、楼宇执行器、气体探测器、电磁阀、流量计、物位计、工业阀门、压力变送器、压力开关、温度变送器及压力检测仪、信号调理器、安全栅、电量变送器等，是国内行业目前产品最多、型号最齐全的企业之一，客户定位大多为中高端客户，如重要子公司安可信系中石化、中石油、华润燃气、昆仑燃气、深圳燃气等标杆企业的年度供应商。截至2023年末，公司主持和参与起草的行业标准多达44项，包括工业自动化和控制系统安全、爆炸性环境设备保护和安全管理等重要标准，还参与了智能工厂、物联网压力变送器等相关国家标准的制定。此外，公司注重研发投入，2023年研发费用增长5.42%至9,029.07万元，研发费用率提升至8.01%，已连续三年在7%以上。

公司采取直销和经销相结合的运作方式，并在市场需求量较大的区域设置销售中心或办事处，负责区域内客户推广、经销商支持与管理以及售后维护工作。随着下游客户对供应商资质要求愈发严格，直销模式更具有市场竞争力，2023年公司经销收入减少，直销收入保持增长，占营业收入比重提升至49.30%，预计未来直销比重将继续上升。

仪器仪表行业应用范围广，产品种类繁多，各细分领域需求规模有限，且客户对产品性能要求差异较大，公司单个客户销售规模占比小。此外，行业需求受下游客户固定资产投资和技术更新改造投资影响较大，产品复购情况因终端客户需求不同差异较大，公司经营业绩的稳定性对公司市场开拓能力和技

术创新的要求较高，若市场开拓不及预期、核心客户效益下滑或研发成果与市场需求错配，均会对公司业绩造成不利影响。公司2023年第一大、前五大客户销售占比分别为2.03%和6.99%，客户集中度很低，有助于分散经营风险。

2023年公司产品销量增长8.74%，一方面系化工和电力等行业对工业自动化仪表产品的市场需求持续增加，另一方面系新的《安全生产法》促进了气体探测报警器、燃气报警器等民用产品需求增长；因公司当年销售的产品结构调整，导致2023年公司销售均价有所下降，也因此小幅拉低了整体的销售毛利率水平。

表4 公司产品销售情况（单位：台、万元、元/台）

项目	2023年	2022年
销量	6,925,432	6,368,560
产销率	100.84%	94.39%
主营业务收入	111,569.23	108,771.36
平均单价	161.10	170.79

资料来源：公司提供

2023年公司产能随新厂房建成而增加，但产能利用率有所下滑；受深圳的城市更新审批时间晚于预期的影响，可转债募投项目“智能仪器仪表研发及产业化项目”建设进展有所滞后，目前公司在建产能规模较大且行业竞争激烈，需关注投产后效益不及预期的风险

公司产品以定制化产品为主、标准化产品为辅，定制产品以销定产，根据客户订单进行单件或小批量生产，标准化产品则根据库存情况和市场销售情况制定生产计划，按照生产计划进行生产，并维持一定数量的产品库存，为及时交货提供保障。截至2023年末，公司主要生产基地包括成都、天津、无锡江阴、广州基地，生产基地分布较为多元。2023年4月，位于成都的万讯转债募投项目之一“燃气截止阀研发及扩产项目”投入使用，公司产能得以扩大，但新增产能的消化尚需一定时间，使得2023年公司产能利用率有所下滑，但仍处于良好水平。

表5 公司产品生产情况（单位：台）

项目	2023年	2022年
产能	7,384,883	7,101,836
产量	6,867,942	6,746,745
产能利用率	93.00%	95.00%

资料来源：公司提供

截至2023年末，公司主要在建项目有万讯仪表厂房及万讯转债的募投项目之一“智能仪器仪表研发及产业化项目”，其中万讯仪表厂房建设持续推进，但智能仪器仪表研发及产业化项目建设进展晚于预期，目前已投资额主要为研发投入，需持续关注该项目建设进展及变更情况。由于公司所处行业竞争激烈，在建项目扩产规模较大，若产成品和市场需求错配或市场上出现更具竞争优势的产品等情况，项目

投产后的效益可能不及预期。此外，目前公司在建项目的尚需投入一定自有资金，公司面临一定的资金支出压力。

表6 截至 2023 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	投资总额	已投资金额	项目地点	后续资金来源
智能仪器仪表研发及产业化项目	20,081.50	687.41	深圳	万讯转债募集资金 1.46 亿元、自筹资金
万讯仪表厂房	15,054.77	8,187.49	成都	自筹资金
合计	35,136.27	8,874.90	-	-

资料来源：公司提供

公司原材料的供应商较为分散，但部分核心零部件需进口，未来需关注供应商供应稳定性、主要出口国贸易政策变动情况

公司主要原材料为仪器仪表生产过程中用到的 PCB、片二极管、片集成电路、线材、电源等电子材料，以及机箱、外壳、力矩马达组件、电气转换模块、直流无刷电机等结构件，2023 年原材料在营业成本中的比重降低至 78.61%。公司设立采购部进行自主采购，大部分零部件通过集中议价以获得一定价格优惠，采用“以产定采”的采购模式，少数零部件则采取委托外协厂商进行加工方式。结算方面，由于公司部分核心零部件主要依赖进口经销商，一般要求先付款后发货，而公司对下游客户则是给予 90 天左右的账期，对公司营运资金有一定的占用。

公司主要原材料市场价格透明、标准统一，2023 年前五大供应商集中度降低至 15.81%，仍较为分散，但公司部分核心零部件需进口，如需从德国、奥地利进口电机和电源模块，未来需关注核心原材料出口国贸易政策情况，若出口国贸易政策收紧，会给公司产品交付及成本控制带来压力。

表7 公司原材料采购情况（单位：万元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
结构件物料	16,411	30.78%	19,950	40.60%
电子件物料	19,789	37.12%	16,266	33.11%
零部件	14,410	27.03%	10,901	22.19%
辅料等	2,704	5.07%	2,016	4.10%
合计	53,314	100.00%	49,133	100.00%

资料来源：公司提供

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容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2023 年，公司报

表受会计估计或会计政策变更影响较小。2023年公司新增纳入合并报表范围子公司共1家、减少4家，上述变动的子公司规模不大，未对报表可比性产生重大影响。

资本实力与资产质量

公司资产规模变动不大，存量资产以现金类资产、原材料及厂房设备、业务应收款等为主，其中应收账款坏账准备持续增加、商誉减值较多，未来需关注应收账款回款风险子公司业绩不及预期导致的商誉减值风险

2023年，因盈利能力下滑导致公司经营积累减少，公司资本实力有所减弱，并在经营性负债增长的综合影响下，公司资产规模小幅减少，产权比率有一定波动，净资产对负债的保障程度仍较高。从所有者权益的构成来看，股东投入、IPO 募集资金和经营积累仍为公司净资产最主要的组成部分。

图3 公司资本结构

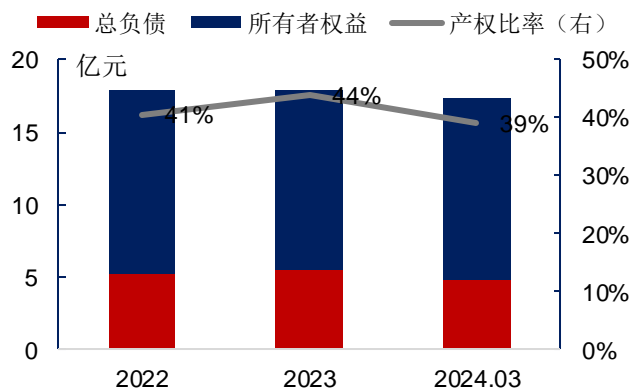
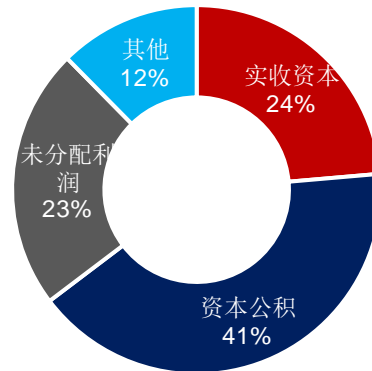


图4 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

2023年末，公司资产结构相对稳定，流动资产占比仍维持在60%以上，公司存量资产以现金类资产、与仪器仪表生产相关的原材料、厂房机器设备及业务应收款、并购产生的商誉为主。公司货币资金和交易性金融资产等现金类资产变动相对较小，同期末货币资金中受限金额为74.49万元，均为保函保证金，此外公司还有1.36亿元的大额存单（其他流动资产）作为流动性补充。公司应收账款主要为应收货款，随着业务规模扩大亦同步上升，对公司资金占用增加，2023年末公司应收账款账龄仍主要集中在1年以内，但累计计提坏账准备增长至5,452.30万元，坏账计提比例为13.61%，坏账计提比例整体波动较小，需关注公司应收账款回款风险；按欠款方归集的期末余额前5名合计占应收账款总额的12.38%。公司存货以原材料及库存商品为主，因供应链整合及存货管理效率提升，2023年末公司存货规模随原材料减少而下降，存货周转天数降至147天，对营运资金有一定程度的占用，且计提的存货跌价准备为0.20亿元，占期末账面余额8.12%，存货跌价准备计提充分，需关注需求不足及竞争加剧导致产品价格下降进而带来的存货跌价风险。公司固定资产以用于生产的房屋建筑物、机器、仪器等设备为主，在建工程规模因公司持续增加对万讯仪表厂房项目的建设投入而增加。公司商誉主要由收购子公司安可信、特恩达和广

州森纳士仪器有限公司等单位形成，其中安可信和特恩达受订单增长不及预期但费用开支较为刚性的影响，2023年净利润大幅下滑，公司分别计提安可信和特恩达商誉减值准备0.36亿元、0.23亿元，未来需关注子公司业绩不达预期的商誉减值风险。

其他资产方面，2023年公司新增对主要从事工业用仪器仪表业务的武汉晟诺仪器科技有限公司、重庆创晖科技有限公司的投资，长期股权投资规模有所增加，同期末长期股权投资标的主要为无锡凯尔克仪表阀门有限公司、济南德尔姆仪器有限公司、武汉晟诺仪器科技有限公司等高新技术企业，但公司长期股权投资的投资效益一般，已连续三年投资收益为负，主要受深圳视科普机器人技术有限公司亏损（2022-2023年分别确认投资损益563.66万元、822.22万元）影响，该公司主要提供应用在汽车制造业、物流业等领域的工业机器人3D视觉技术服务，未来需持续关注公司投资标的效益情况。截至2023年末，公司资产中受限资产金额为74.49万元，均来自保函保证金，占总资产比重极低。

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	1.67	9.65%	1.49	8.30%	1.87	10.40%
交易性金融资产	1.14	6.57%	1.51	8.41%	1.56	8.69%
应收账款	3.11	17.99%	3.46	19.31%	2.98	16.56%
存货	2.23	12.88%	2.31	12.88%	2.64	14.72%
其他流动资产	1.49	8.60%	1.46	8.16%	1.04	5.79%
流动资产合计	10.36	59.92%	10.98	61.29%	11.12	61.91%
长期股权投资	0.64	3.69%	0.62	3.44%	0.41	2.28%
固定资产	2.82	16.33%	2.74	15.27%	2.95	16.42%
在建工程	0.85	4.94%	0.94	5.27%	0.05	0.26%
商誉	1.11	6.44%	1.11	6.21%	1.79	9.96%
非流动资产合计	6.93	40.08%	6.94	38.71%	6.84	38.09%
资产总计	17.28	100.00%	17.92	100.00%	17.96	100.00%

资料来源：公司2022-2023年审计报告及2024年一季度报告，中证鹏元整理

盈利能力

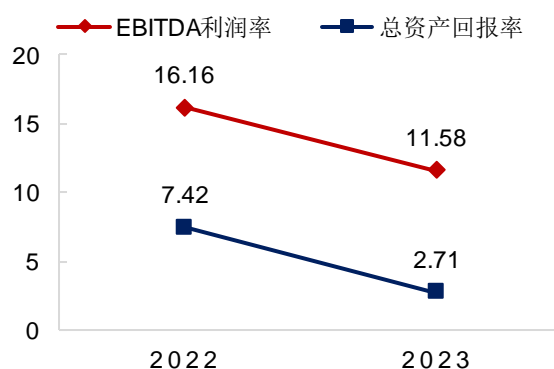
受公司产品收入结构调整、销售推广投入和产品研发支出增加影响，2023年公司盈利能力明显弱化，需关注销售费用对利润影响及税收政策变动对经营业绩的影响；随着工业设备更新和国产替代等利好政策的实施以及新厂房的投产放量，公司业务规模有望扩大，但盈利仍面临波动

公司收入的实现主要依赖于下游行业基于投资扩产需求以及存量设备更新换代需求采购仪器仪表，2023年受宏观经济环境影响，部分下游需求减少，叠加公司销售产品结构变化影响，公司毛利润减少，导致销售毛利率有所下滑，但仍明显高于同行可比上市公司。此外，为抢占市场份额以及加大对老产品升级和新产品开发的投入，公司销售费用和研发费用分别增长5.60%和5.42%，其中销售费用率为

22.42%，明显高于同行，对利润造成较大影响；并在子公司安可信和特恩达业绩下滑导致商誉大幅减值的综合影响下，2023 年公司营业利润和净利润分别减少 71.02% 和 70.70%，最终使得 2023 年公司 EBITDA 利润率和总资产回报率下降，公司整体盈利能力明显弱化；当期公司获得的政府补助为 0.22 亿元（主要来自增值税即征即退），占利润总额的 66.07%，需关注未来税收政策变动对公司经营业绩的影响。

近年来，我国经济结构转型升级的步伐不断加快，传统工业技术改造、工业领域节能降碳改造升级以及重大装备国产化进程持续深入推进，政府部门陆续出台关于促进工业设备更新等利好政策，加之新《安全生产法》将继续推动民用产品需求的增长，随着上述政策的逐步实施以及公司新厂房产能的释放，公司业务规模有望扩大，但公司所处行业竞争激烈，未来盈利仍面临波动。

图5 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

受公司利润大幅下滑影响，FFO有所减少；公司杠杆水平仍较低，总债务以本期债券为主，考虑到公司现金类资产充裕，面临的偿债压力较小

随着公司偿还银行贷款，2023年末公司总债务规模有所减少，主要由1,500.00万元银行借款、19,595.86万元债券融资、152.84万元租赁负债构成，债务期限结构以长期为主。其中，银行借款为保证和信用借款，期限均为1年，利率水平为3.70%-3.85%；应付债券系万讯转债，到期日为2027年，2024年6月8日转股价为8.48元/股。

其他负债方面，应付账款为经营业务形成，包括应付货款、应付费用款和应付资产采购款，2023年应付账款规模增长主要系应付的货款增加所致；合同负债均为预收仪器仪表商品款，应付职工薪酬规模有所减少。

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	0.15	3.09%	0.15	2.74%	0.23	4.51%
应付账款	1.27	26.09%	1.68	30.83%	1.18	22.72%
合同负债	0.35	7.21%	0.33	5.99%	0.39	7.44%
应付职工薪酬	0.33	6.72%	0.44	8.05%	0.57	11.03%
其他应付款	0.36	7.43%	0.40	7.24%	0.09	1.75%
一年内到期的非流动负债	0.16	3.24%	0.16	2.94%	0.24	4.64%
流动负债合计	2.75	56.70%	3.38	61.91%	3.02	58.27%
应付债券	1.97	40.66%	1.96	35.85%	1.99	38.29%
长期应付款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	2.10	43.30%	2.08	38.09%	2.16	41.73%
负债合计	4.85	100.00%	5.47	100.00%	5.19	100.00%
总债务合计	--	--	2.12	38.88%	2.28	44.00%
其中：短期债务	--	--	0.15	2.81%	0.26	4.93%
长期债务	--	--	1.97	36.07%	2.03	39.06%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

2023 年，公司营业收入小幅增长且收现比提升至 91.56%，受益于经营业务回款的加快以及公司购买商品、接受劳务支付的现金减少，经营活动现金流净额明显增加，但受公司利润大幅下滑影响，FFO 有所减少。

从杠杆状况来看，随着公司经营性负债规模增加，2023 年末资产负债率小幅上升，但仍处于较低水平；受公司产品收入结构调整、销售推广投入和产品研发支出增加影响，EBITDA 减少，EBITDA 利息保障倍数有所下降，但仍处于较高水平。由于公司现金类资产相对充裕，其规模高于总债务规模，公司净债务仍为负数，公司面临的偿债压力较小。

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）	-0.06	1.33	0.86
FFO（亿元）	--	0.28	0.94
资产负债率	28.09%	30.50%	28.87%
净债务/EBITDA	--	-1.78	-0.78
EBITDA 利息保障倍数	--	8.54	12.14
总债务/总资本	--	14.57%	15.15%
FFO/净债务	--	-11.98%	-67.85%
经营活动现金流/净债务	--	-57.56%	-62.47%

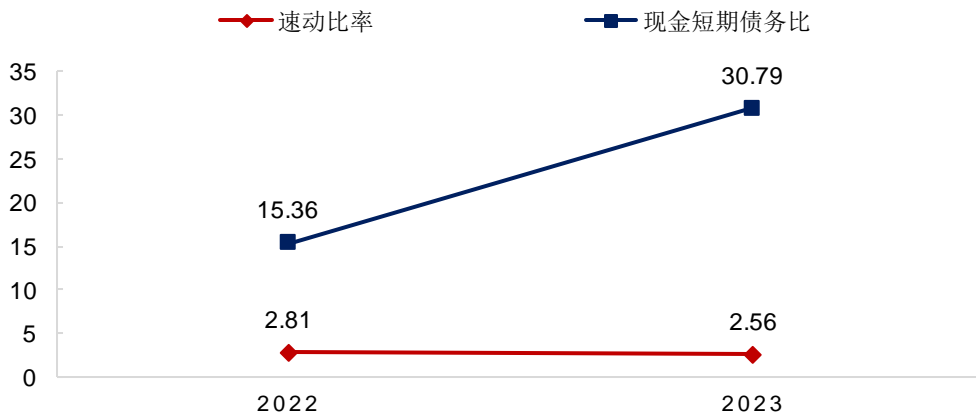
自由现金流/净债务 -- -20.86% -32.98%

注：公司净债务指标为负数。

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

从流动性指标来看，由于短期刚性债务规模较小，2023 年末公司现金短期债务比和速动比率表现仍较好，面临的短期偿债压力小。截至 2023 年末，公司尚未使用的银行授信余额为 1.75 亿元，且公司作为上市公司，定增、发行债券等资本市场融资途径较为多样化，有一定的融资弹性。

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，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

环境因素

根据公司提供的相关情况说明及公开信息查询，过去一年内公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会因素

根据公司提供的相关情况说明及公开信息查询，过去一年内公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

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。公司股权结构相对稳定，公司自上市以来第一大股东未发生变动，均为傅宇晨，但其持股比例偏低，公司控制权可能存在变更风险。跟踪期公司经营战略、管

理模式及组织架构均无重大调整，但董事有所变动，2024年1月公司董事钟怡泰和独立董事郑丹、常远和胡振超离任，新增选举董事龙方彦、独立董事曾凡跃、刘竽和徐树田。总体来看，公司现任主要管理人员在仪器仪表行业拥有多年的行业经验及管理经验。

（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¹，公司本部和重要子公司安可信均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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月25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

公司系国内自动化仪器仪表制造商，具有一定的技术实力，是国内行业目前产品最多、型号最齐全的企业之一，其产品广泛应用于冶金、化工、电力等多个领域，业绩受单一行业的需求波动影响较小。公司收入的实现主要依赖于下游行业基于投资扩产需求以及存量设备更新换代需求采购仪器仪表，2023年受宏观经济环境影响，公司产品收入结构有所调整，加之销售推广投入和产品研发支出增加及子公司安可信和特恩达因业绩下滑导致商誉出现较大减值，公司收入增长乏力、盈利能力明显弱化。2023年末公司总债务规模较小，杠杆水平仍较低。但中证鹏元也关注到，募投项目进展缓慢，需关注在建产能项目投产后效益可能不及预期的风险，以及子公司业绩下滑导致的商誉进一步减值风险；目前公司销售费用率明显高于同行，对利润持续造成较大影响。展望未来，工业设备更新和国产替代等利好政策的加快实施有望对行业需求提供有利支撑。整体来看，公司的抗风险能力尚可。

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“万讯转债”的信用等级为AA-。

¹ 公司本部和安可信报告查询日分别为2024年3月5日、2024年3月15日。

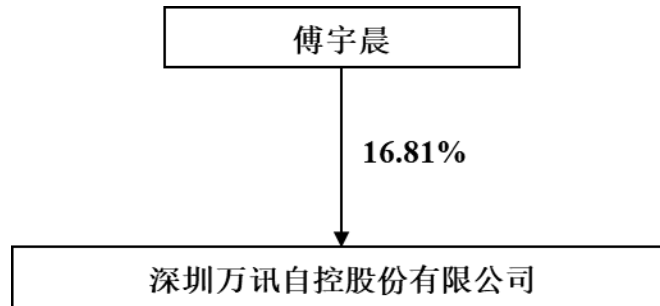
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	1.67	1.49	1.87	3.71
交易性金融资产	1.14	1.51	1.56	0.68
应收账款	3.11	3.46	2.98	2.43
存货	2.23	2.31	2.64	2.24
其他流动资产	1.49	1.46	1.04	0.02
流动资产合计	10.36	10.98	11.12	10.19
长期股权投资	0.64	0.62	0.41	0.55
固定资产	2.82	2.74	2.95	2.93
在建工程	0.85	0.94	0.05	0.05
商誉	1.11	1.11	1.79	1.79
非流动资产合计	6.93	6.94	6.84	7.01
资产总计	17.28	17.92	17.96	17.20
短期借款	0.15	0.15	0.23	0.18
应付账款	1.27	1.68	1.18	1.27
合同负债	0.35	0.33	0.39	0.34
应付职工薪酬	0.33	0.44	0.57	0.54
其他应付款	0.36	0.40	0.09	0.07
一年内到期的非流动负债	0.16	0.16	0.24	0.23
流动负债合计	2.75	3.38	3.02	2.84
长期借款	0.00	0.00	0.04	0.04
应付债券	1.97	1.96	1.99	1.85
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	2.10	2.08	2.16	2.03
负债合计	4.85	5.47	5.19	4.87
总债务	--	2.12	2.28	2.08
所有者权益	12.43	12.45	12.78	12.33
营业收入	1.91	11.27	10.98	9.48
营业利润	-0.04	0.34	1.16	1.14
净利润	-0.05	0.30	1.03	0.97
经营活动产生的现金流量净额	-0.06	1.33	0.86	0.97
投资活动产生的现金流量净额	0.26	-1.33	-2.17	-1.56
筹资活动产生的现金流量净额	-0.02	-0.38	-0.55	1.76
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	1.31	1.77	1.84
FFO（亿元）	--	0.28	0.94	1.05
净债务（亿元）	--	-2.32	-1.38	-2.82

销售毛利率	47.30%	46.31%	48.35%	51.97%
EBITDA 利润率	--	11.58%	16.16%	19.38%
总资产回报率	--	2.71%	7.42%	8.16%
资产负债率	28.09%	30.50%	28.87%	28.34%
净债务/EBITDA	--	-1.78	-0.78	-1.53
EBITDA 利息保障倍数	--	8.54	12.14	17.69
总债务/总资本	--	14.57%	15.15%	14.53%
FFO/净债务	--	-11.98%	-67.85%	-37.42%
经营活动现金流/净债务	--	-57.56%	-62.47%	-34.35%
自由现金流/净债务	--	-20.86%	-32.98%	-12.80%
速动比率	2.95	2.56	2.81	2.80
现金短期债务比	--	30.79	15.36	26.28

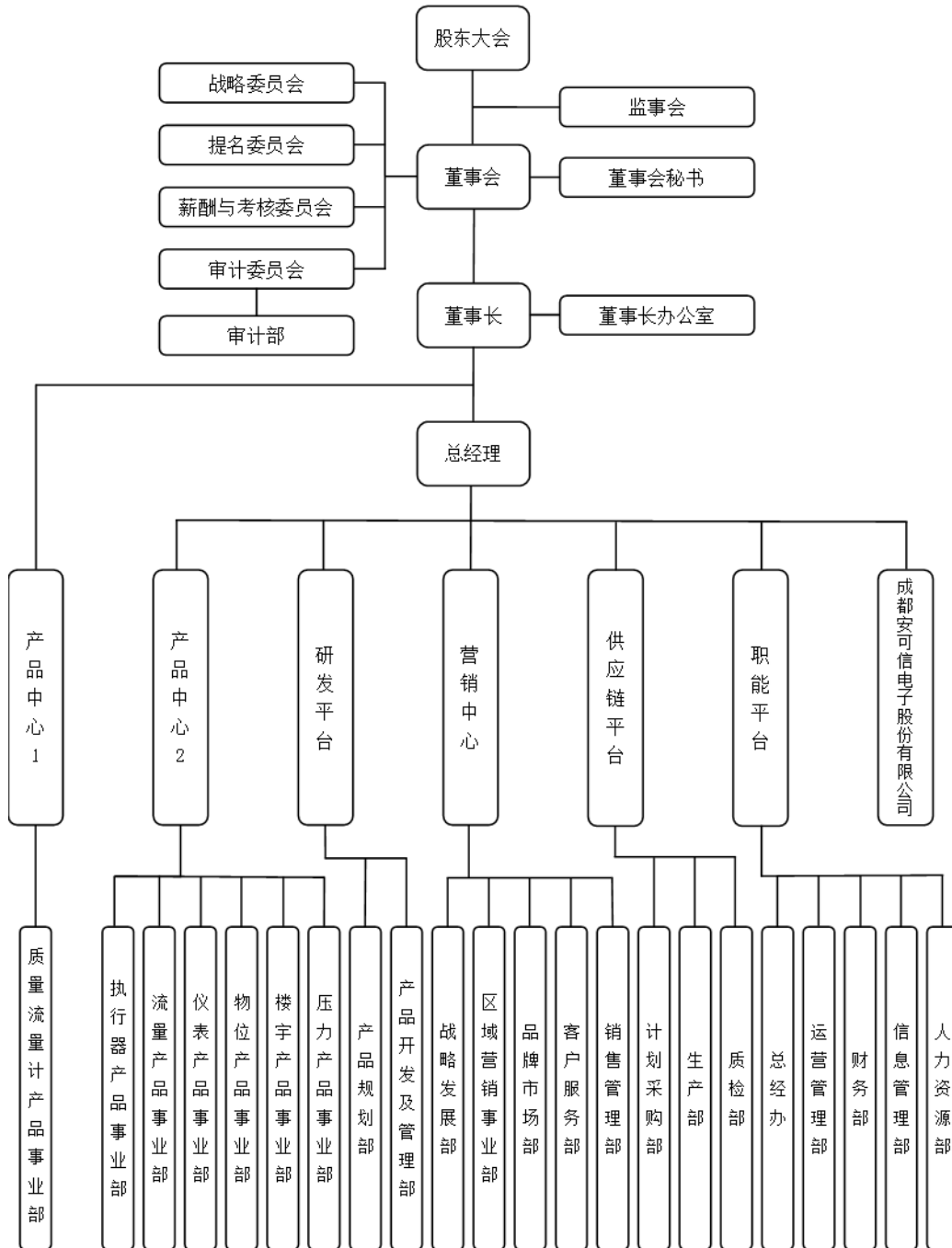
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023年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	主要经营地	业务性质	持股比例		注册资本	取得方式
			直接	间接		
香港万讯有限公司	香港	贸易	100.00		1,264.40万港币	设立
江阴万讯自控设备有限公司	江阴	生产加工	100.00		8,118.95	设立
深圳市万讯智能科技有限公司	深圳	软件开发	100.00		300.00	设立
天津西斯特仪表有限公司	天津	生产加工	100.00		2,000.00	设立
天津市亿环自动化仪表技术有限公司	天津	生产加工	57.895		1,200.00	非同一控制下企业合并
上海雄风自控工程有限公司	上海	生产加工	100.00		1,000.00	非同一控制下企业合并
上海普菱柯仪器仪表有限公司	上海	生产加工		60.00	25.00万美元	非同一控制下企业合并
上海妙声力仪表有限公司	上海	生产加工	51.00		1,500.00	非同一控制下企业合并
上海妙声力智能仪表有限公司	上海	生产加工		100.00	50.00	设立
江阴万讯恩泰传感器有限公司	江阴	生产加工	100.00		1,300.00	设立
常州欧德思电机电器有限公司	常州	生产加工	86.00		2,000.00	非同一控制下企业合并
成都安可信电子股份有限公司	成都	生产加工	100.00		10,500.00	非同一控制下企业合并
成都安可信气体设备有限公司	成都	生产加工		100.00	6,500.00	非同一控制下企业合并
成都新安可信消防技术服务有限公司	成都	工程安装		100.00	500.00	非同一控制下企业合并
成都特恩达燃气设备有限公司	成都	生产加工		100.00	8,000.00	非同一控制下企业合并
成都安讯智控自动化设备有限公司	成都	生产加工		70.00	100.00	设立
西斯特控制设备（天津）有限公司	天津	生产加工	90.00		900.00	设立
三艾斯自控（江阴）有限公司	江阴	生产加工	57.50		500.00	设立
成都汇诚易联信息技术有限公司	成都	软件开发	70.00		100.00	设立
成都西斯特仪器仪表有限公司	成都	生产加工	70.00		50.00	设立
广州精信仪表电器有限公司	广州	生产加工	51.00		1,000.00	非同一控制下企业合并
成都万讯仪表有限公司	成都	生产加工	99.0001	0.9999	3,030.30	设立
重庆航创建筑工程有限公司	重庆	工程安装		100.00	1,000.00	非同一控制下企业合并

资料来源：公司 2023 年审计报告，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
存货周转天数	360 / (主营业务成本/存货平均账面价值)

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。