



# 2019年广州白云电器设备股份有限公司公 开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：

# 2019年广州白云电器设备股份有限公司公开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
白电转债	AA	AA

## 评级日期

2023年6月26日

## 联系方式

项目负责人：邹火雄  
zouhx@cspengyuan.com

项目组成员：任思博  
rensb@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到广州白云电器设备股份有限公司（以下简称“白云电器”或“公司”，股票代码：603861.SH）深耕于成套开关设备、电力电容器、元器件和变压器等电气设备产品领域，公司凭借与电网、轨道交通等大客户稳定的合作关系，并向新能源领域拓展，在手订单较充足，业务持续性较好，2023年一季度盈利有所增长；同时中证鹏元也关注到，受原材料价格上涨和产品结构变化等因素影响，公司销售毛利率持续下滑，电力电容器产品产能利用率较低，总债务规模持续增长，存在较大的短期偿债压力等风险因素。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	84.30	85.11	81.23	72.50
归母所有者权益	28.23	27.88	27.52	26.41
总债务	37.18	37.57	35.22	28.13
营业收入	7.76	34.65	35.13	30.28
净利润	0.33	0.25	0.44	0.86
经营活动现金流净额	-0.56	7.25	1.39	2.08
净债务/EBITDA	--	10.24	8.79	4.98
EBITDA 利息保障倍数	--	1.87	2.85	3.23
总债务/总资本	54.99%	55.52%	54.06%	49.38%
FFO/净债务	--	0.33%	1.94%	6.91%
EBITDA 利润率	--	5.26%	6.50%	9.72%
总资产回报率	--	1.25%	1.55%	2.76%
速动比率	0.68	0.74	1.08	1.14
现金短期债务比	--	0.85	0.77	0.89
销售毛利率	15.34%	16.91%	18.11%	21.34%
资产负债率	63.90%	64.64%	63.16%	60.22%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季报，中证鹏元整理

## 优势

- **电网投资结构性变化及下游用电需求增长，有助于提升输配电及控制设备市场需求。**随着电网系统改造升级、新能源占比的不断提升以及新型电力系统的建设加速，国家电网有限公司（以下简称“国家电网”）和中国南方电网有限责任公司（以下简称“南方电网”）纷纷加大投资力度；此外，社会用电、工业用电需求增长以及铁路轨道交通建设规模的不断扩大，将带动输配电及控制设备需求的增长。
- **公司与大客户合作关系稳定，在手订单较充足，对未来经营业绩形成一定支撑。**跟踪期内，公司电气设备产品继续深耕电网、轨道交通市场，并且在新能源领域业绩实现突破；同时，公司与电力、轨道客户合作关系稳定，近两年公司前两大客户均为广州地铁集团有限公司（以下简称“广铁集团”）和国家电网，截至 2022 年末，公司未交货的在持订单为 87.38 亿元，2023 年一季度营业收入和净利润同比大幅增长。
- **公司货款回收能力增强。**2022 年公司成立了应收账款催收专组，加大了货款催收力度，经营活动产生的现金流量净额为 72,464.30 万元，较同期增长 420.53%。

## 关注

- **2022 年公司盈利水平有所下滑，且受子公司浙变电气<sup>1</sup>业绩亏损拖累。**受原材料价格上涨和产品结构变化等因素影响，公司销售毛利率有所下滑，以及政府补助收入下降等，2022 年公司净利润同比大幅下降，此外，子公司浙变电气由于产品竞争力不足、产品产能尚未充分发挥以及成本费用较高等因素影响，2022 年净利润亏损 0.53 亿元。
- **公司应收账款和存货规模对营运资金需求加大。**公司产品交付周期较长，经营活动回款速度较慢，存在较大的垫资压力。截至 2023 年 3 月末，公司应收账款和存货规模合计 31.11 亿元，占总资产比重较大，且需关注应收账款回收风险。
- **需关注公司产能利用情况。**2022 年公司电容式电压互感器产能利用率仍维持在较低水平，未来需关注电力电容器产品产能利用情况。同时，“白电转债”募投项目投资规模较大，建成投产后相关产能消化存在不确定性，进而影响预期收益的实现。
- **公司总债务规模持续增长，资产负债率上升至较高水平，短期偿债压力较大。**随着债务融资规模扩大，公司资产负债水平和总债务规模持续上升，2023 年 3 月末短期债务规模达 22.66 亿元，且现金短期债务比处于较低水平。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司所处电气设备行业下游需求继续增长，且凭借稳定的客户关系及智能化的产线，业务持续性较好，并保持经营状况和财务状况的稳定。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	ST 华仪 (600290.SH)	森源电气 (002358.SZ)	思源电气 (002028.SZ)	白云电器 (603861.SH)
总资产	35.85	62.75	157.11	85.11
营业收入	2.96	24.07	105.37	34.65
净利润	-4.85	0.39	12.87	0.25
销售毛利率	30.71%	25.97%	26.33%	16.91%
资产负债率	102.66%	50.67%	39.94%	64.64%

注：以上各指标均为 2022 年度数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

<sup>1</sup>浙变电气系浙江白云浙变电气设备有限公司的简称。

## 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	4/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	4/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	5/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		5/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				2
个体信用状况					<b>aa</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>AA</b>

## 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/白电转债	2022-6-29	游云星、汪永乐	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	AA/白电转债	2019-11-5	杨培峰、毕柳	<a href="#">输配电行业评级方法 (py_ff_2013V1.0)</a> 、 <a href="#">企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 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
白电转债	8.80	8.0462	2022-6-29	2025-11-15

## 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、募集资金使用情况

公司于2019年11月发行6年期8.80亿元可转换公司债券，募集资金扣除发行费用后计划用于高端智能化配电设备产业基地建设项目和补充流动资金。截至2023年6月15日，公司募集资金累计投资金额为45,575.49万元，公司募集资金专户累计余额为21,099.46万元。

根据公司2023年4月26日发布的《广州白云电器设备股份有限公司关于变更部分可转债募集资金用途的公告》，公司拟将原募投项目“高端智能化配电设备产业基地建设项目”中投入的“智能配电三箱、母线槽、干式变压器、智能配电台区”相关产品生产设备变更为“智能配电三箱、母线槽（含铜排）、数据中心配电产品、储能集装箱”相关产品设备。本次募集资金投资项目变更仅对高端智能化配电设备产业基地建设项目部分建设内容进行变更，新项目在原项目基地内建设，未改变募集资金投资方向，不涉及关联交易。该项目投资总额调整为77,904.66万元，其中拟使用募集资金投入金额仍为65,605.20万元。此外，公司拟继续对募投项目“高端智能化配电设备产业基地建设项目”进行延期。公司已于2022年4月28日召开第六届董事会第二十四次会议，审议通过了《可转债募集资金投资项目继续延期的议案》，同意将该项目的建设期限延长至2024年6月30日。

## 三、发行主体概况

2022年及2023年一季度公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。伴随“白电转债”转股，2023年3月末公司股本增至43,597.32万元；控股股东及实际控制人仍为胡氏五兄妹（签署一致行动协议书），即胡明森、胡明高、胡明聪、胡明光和胡合意，上述股东合计持有公司股份28,801.47万股，占公司总股本的66.08%，公司股权结构及实际控制关系见附录二。

2022年及2023年一季度公司主营业务未发生变化，仍主要从事成套开关设备、电力电容器、元器件和变压器等产品的研发、制造、销售与服务，其中电力电容器业务主要由子公司桂林电力电容器有限责任公司（以下简称“桂林电容”）负责。2022年公司合并报表范围无新增子公司，减少1家子公司，具体情况见表1所示。

**表1 2022年公司合并报表范围变化情况**

子公司名称	持股比例	不再纳入的原因
桂林桂容万顺投资有限公司	100%	注销

资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

根据公司于2023年4月26日发布的《广州白云电器设备股份有限公司关于注销全资子公司的公告》，公司董事会同意注销全资子公司白云电器（内蒙古）有限公司，此次注销有利于进一步节约公司资源，降低企业经营管理成本。

#### 浙变电气业绩亏损拖累公司业绩，需持续关注其未来盈利情况

2017年7月末，公司以6,630万元收购卧龙电气集团浙江变压器有限公司（后更名为“浙江白云浙变电气设备有限公司”、简称“浙变电气”）51%股权，2018年公司追加投资1.35亿元，持股比例上升至67.71%<sup>2</sup>。浙变电气的五名董事均由公司提名，且公司为其引入了经营管理团队，公司对其经营决策拥有绝对的控制权。浙变电气以变压器板块为核心，由于浙变电气发展前期受资质和业绩制约，市场资源积累不足且抵御市场风险的能力相对较弱，产品竞争力不足，未能很好的进入市场，导致其产品毛利率水平低；同时，由于浙变电气资产负债率高且产品产能尚未充分发挥，其规模效益尚未实现，原材料成本、管理费用、制造费用、财务费用等成本费用较高等因素，2017年以来持续亏损，2022年实现营业收入4.70亿元，净利润-0.53亿元，2022年末净资产为-0.42亿元，拖累公司业绩。

## 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

<sup>2</sup> 南京实远电气技术有限公司、卧龙控股集团有限公司对浙变电气分别持股22.29%和10.00%。

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。

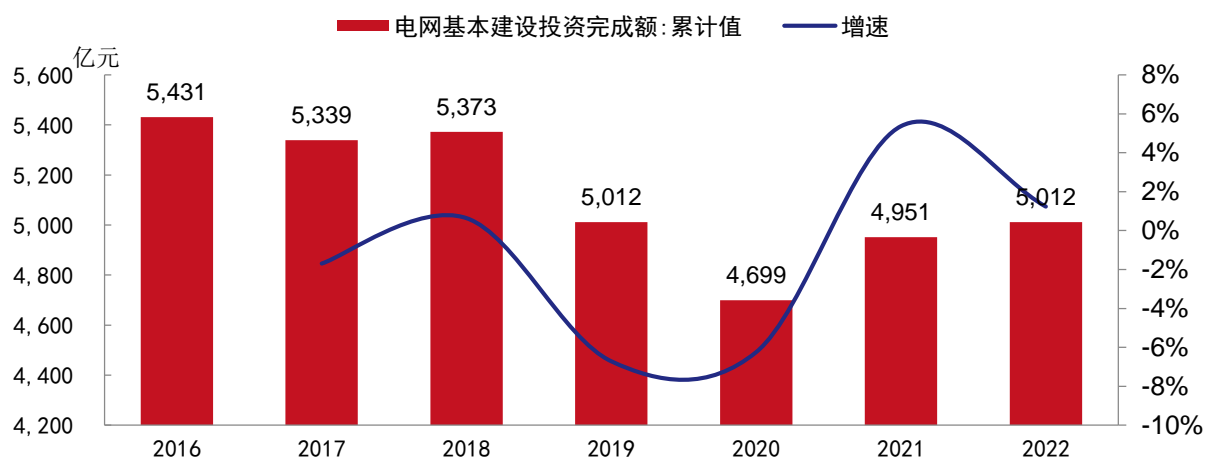
## 行业环境

我国输配电行业发展情况与国家政策和下游用电需求密切相关，受益于电网投资向配网端倾斜以及电网、铁路及轨道交通的大规模投资建设，以配网产品为主导的市场需求仍较大

输配电设备行业的景气度与下游发展密切相关，下游主要为电力系统、轨道交通、工业与居民用电等各大电网建设单位以及各类终端用户。

电力系统运营商是输配电设备行业最重要的下游客户之一，主要包括国家电网和南方电网。随着电网系统改造升级、新能源占比的不断提升以及新型电力系统的建设加速，国家电网和南方电网纷纷加大投资力度，“十四五”期间电网投资总额相较“十三五”有大幅增长。根据《南方电网“十四五”电网发展规划》，南方电网“十四五”期间总体电网建设预计投资规模达 6,700 亿元；国网发布“十四五”投资规模约 3,500 亿美元，约合 2.23 万亿人民币，国家电网的智能化改造重点在于配电网，以配网为主导的行业企业有望从电网投资中受益。

图1 2016-2022年我国电网基本建设投资完成额



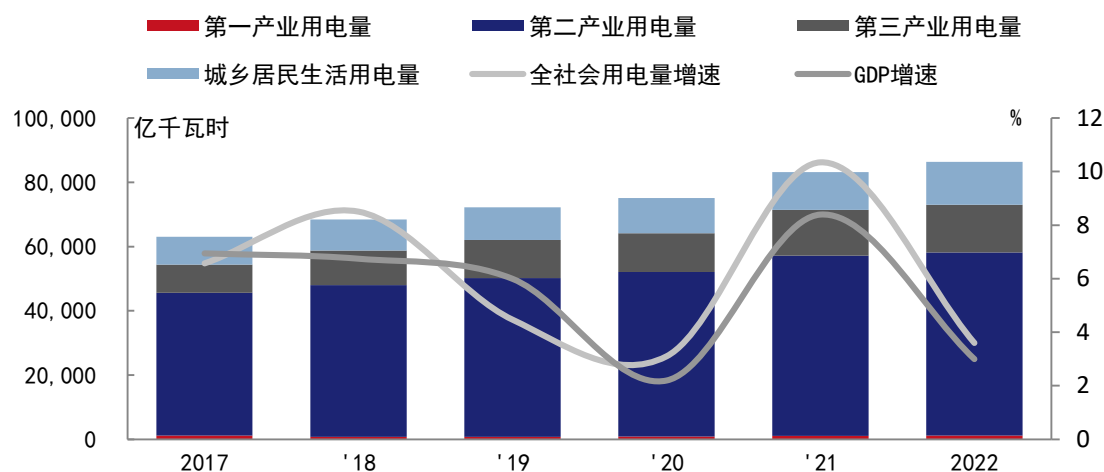
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

我国用电需求的增长直接带动配电网的建设，进而拉动对输配电及控制设备的需求。2022年受宏观



经济、极端天气等因素影响，全国全社会用电量8.64万亿千瓦时，同比增长3.6%，增速较上年回落6.7个百分点，2023年预计我国宏观经济回暖将拉动全社会用电量增速提升。根据中电联预测，正常气候情况下，预计2023年全国全社会用电量9.15万亿千瓦时，比2022年增长6%左右。由于配电网是电力传输和使用过程中不可缺少的环节，电力需求的增长直接带动配电网的建设，进而拉动对输配电及控制设备的需求。

**图2 2022年我国全社会用电量增速同比下滑**

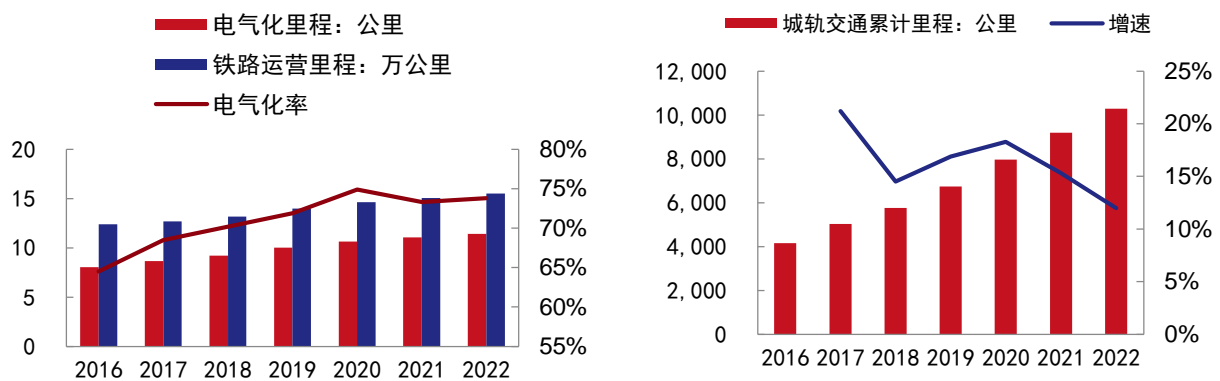


资料来源：Wind，中证鹏元整理

轨道交通是我国国民经济高质量发展的重要保障，也是新型基础设施建设高度相关的领域。随着我国铁路、城市轨道交通建设规模的不断扩大，以及轨道交通行业对电力自动化要求的持续提升，有利于推动轨道交通领域的远动箱式变电站、无功补偿装置、电缆接头测温装置等主要产品的市场需求进一步增加。

（1）铁路方面，我国铁路营业里程 2022 年末已达到 15.5 万公里，其中高铁 4.2 万公里，电气化率提升至 73.8%。电气化铁路需要使用到远动箱式变电站、断路器、负荷开关、快速隔离开关及 C-GIS 成套设备等主要产品，其快速发展将推动铁路输配电及控制设备需求的快速增长。（2）城市轨道交通方面，截至 2022 年末，中国内地共有 55 个城市开通了城市轨道交通项目，2016-2022 年我国城轨交通运营线路总长度由 4,152.8 公里增长至 10,291.95 公里，其中地铁 8,012.85 公里，占比 77.85%。在国家轨道交通建设规划的支持下，我国城市轨道交通建设的持续推进对相关电力自动化设备的需求也将不断加大。

**图 3 2016 -2022 年我国铁路运营里程及电气化里程 图 4 2016 -2022 年我国城轨交通里程及增速**

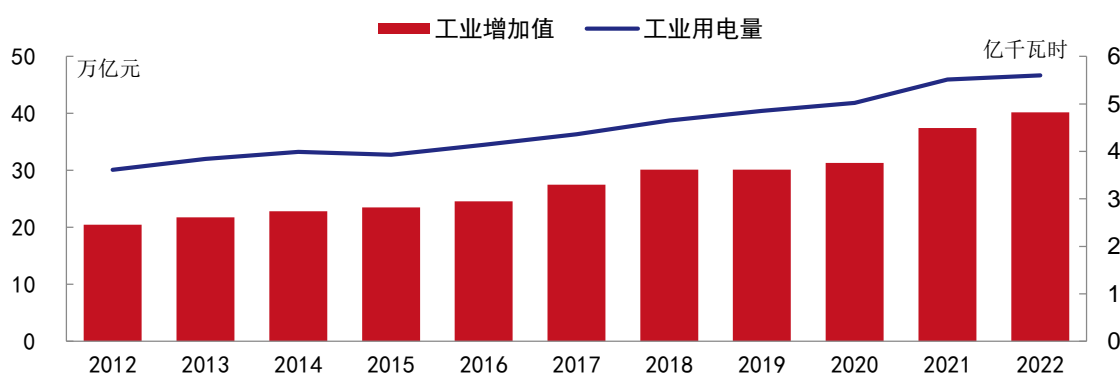


资料来源：国家统计局，中国铁路总公司，中证鹏元整理

资料来源：国家统计局，中国铁路总公司，中证鹏元整理

工业企业是输配电设备行业的另一个重要下游市场，主要包括石化、钢铁、化工、纺织、汽车等行业，随着中国工业持续发展及工业企业扩大生产规模，为输配电设备行业提供了广阔空间。2022年我国全部工业增加值为 40.16 万亿元，2018-2022 年复合增长率达 5.93%。工业的发展带动了工业用电量的增长，2022 年我国工业用电量为 5.60 亿千瓦时，2018-2022 年复合增长率为 3.79%。

**图5 2012年-2022年我国工业增加值和全国工业用电量**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

**输配电及控制设备生产企业较多，超高压及特高压产品由于投资规模较大、技术含量较高，市场相对集中；中低压产品市场容量大，但技术壁垒和集中度相对较低**

目前我国输配电及控制设备生产企业较多，该领域已形成完全市场化的竞争格局。输配电及控制设备在电网系统中的作用为接收、分配、控制、保护四个方面，保障用电设备和输电线路的正常工作，并将电能输送到用户。从经营规模及技术水平来看，输配电及控制设备领域竞争企业大致可分为国际知名企业、国内规模企业以及国内小型厂家三个层次，中低压设备制造的国内规模企业。从市场集中度来看，超高压及特高压产品由于企业投资规模较大、技术含量较高，市场相对集中。而中低压产品市场容量大，技术壁垒相对较低，生产厂家众多，集中度相对较低。

**表2 输配电及控制设备领域企业划分**

层次等级	企业特点	代表企业
国际知名企业	技术雄厚、产品类型较为丰富且产品质量较高，在我国占据高端市场的主导地位	美国 GE 公司、瑞士 ABB 公司、德国西门子、法国施耐德、日本东芝等大型外资跨国企业
国内规模企业	在国家战略支持下，以高压、超高压产品为特色，凭借较为先进的技术与管理装备，在我国高压设备市场占据明显优势，大部分具有国有股东背景 在不断提高研发和制造水平的基础上，凭借较好的成本优势和服务优势，逐步成为具有质量、技术、渠道和规模优势的企业	保定天威保变电气股份有限公司、中国西电电气股份有限公司、特变电工股份有限公司等高压设备制造企业 特锐德、北京科锐、双杰电气、白云电器等中低压设备制造企业
国内小型厂家	规模小，资金实力、生产技术落后，以制造通用产品或仿制市场主流产品为主，主要面向低端市场	该类企业数量较多，国内超过千家

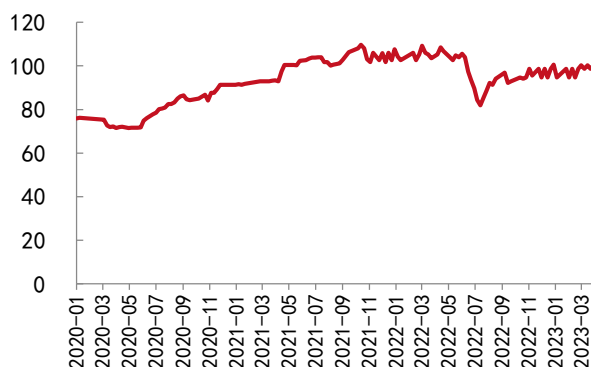
注：青岛特锐德电气股份有限公司简称“特锐德，300001.SZ”；北京科锐配电自动化股份有限公司简称“北京科锐，002350.SZ”；北京双杰电气股份有限公司简称“双杰电气 300444.SZ”。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

对于风险抵御能力较差的中小规模输配电及控制设备制造业企业，原材料价格的波动会对行业企业经营产生较大的影响

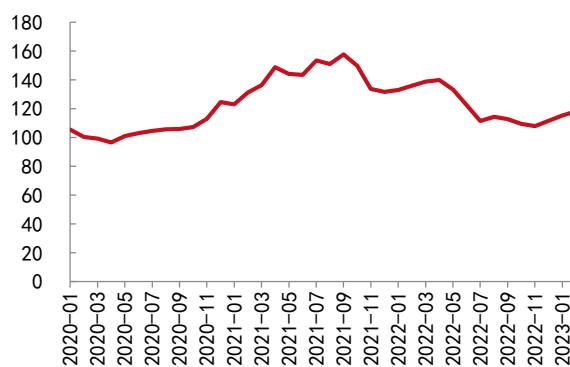
输配电及控制设备制造业上游主要包括金属原材料、电子元器件、仪表仪器及绝缘材料等，其中金属原材料成本占比较大，企业利润水平受大宗原材料价格波动影响较大。当原材料价格下降，企业成本压力减小，终端产品销售价格有所降低；当原材料价格回升，企业成本压力增加，具备大规模生产能力的企业可以通过内部调节或将压力传导至下游等经营策略减弱原材料价格上涨的影响。

图 6 原材料铜材价格综合指数波动



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 7 原材料钢材价格综合指数波动



资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司仍为国内主要的电力能源综合解决方案服务商，具备一定的技术及智能制造优势，战略合作客户持续稳定；受原材料价格上涨、补贴减少等因素影响，2022年公司净利润同比大幅下降，但公司在手订单充足，后续收入实现较有保障

公司仍聚焦智能电网、轨道交通、特高压、工业自动化等领域，主要从事成套开关设备、电力电容

器、元器件和变压器等产品的研发、制造、销售与服务。2022年公司实现营业收入34.65亿元，同比下降1.37%；受益于轨道交通领域及新能源领域订单大幅增长，2023年一季度公司营业收入同比增长84.41%。毛利率方面，受原材料市场价格上涨、合营公司的投资收益同比减少以及政府补助收入同比减少等因素影响，2022年公司净利润同比下降43.18%，2023年一季度同比增长156.00%。

**表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
成套开关设备	223,188.40	64.41%	15.46%	246,785.92	70.25%	14.09%
电力电容器	54,807.29	15.82%	28.45%	58,571.81	16.67%	40.95%
变压器	50,930.56	14.70%	8.09%	29,491.24	8.40%	3.21%
元器件	13,784.92	3.98%	17.17%	12,764.19	3.63%	18.74%
<b>主营业务收入</b>	<b>342,711.17</b>	<b>98.90%</b>	<b>16.51%</b>	<b>347,613.16</b>	<b>98.96%</b>	<b>17.86%</b>
其他业务收入	3,800.59	1.10%	52.81%	3,663.79	1.04%	41.48%
<b>合计</b>	<b>346,511.76</b>	<b>100.00%</b>	<b>16.91%</b>	<b>351,276.95</b>	<b>100.00%</b>	<b>18.11%</b>

资料来源：公司年报，中证鹏元整理

**2022年公司成套装置和电容式电压互感器的产能利用率仍较低，且在建项目投资规模较大，产能存在消化风险**

公司目前生产基地仍主要为广州白云神山工业区内成套开关设备生产基地和桂林电力电容器生产基地，其中广州基地建设的智能数字化工厂已被列入国家智能制造试点项目、广东省智能制造试点示范项目，目前正式投产进入运营状态，为公司产品交付能力提供保障。2022年公司成套开关设备产量、产能利用率均有所下滑，电力电容器的产量和产能利用率虽有所上升，但产能利用率仍处于较低水平，未来仍需关注电力电容器产能利用情况，产能存在消化风险。

**表4 公司主要产品产能、产量、销量等情况**

产品名称	项目	单位	2022年	2021年
成套开关设备	期末年产能	台	130,000	130,000
	产量	台	112,437	124,194
	产能利用率	-	86.49%	95.53%
	销量	台	103,896	113,626
	平均价格	元/台	21,481.91	21,719.14
	销售收入	万元	223,188.40	246,785.92
	产销率	-	92.40%	91.49%
电力电容器 成套装置	期末年产能	万千乏	4,170	5,000
	产量	万千乏	2,290	2,137
	产能利用率	-	54.92%	42.74%
	销量	万千乏	1,744	1,722
	平均价格	元/千乏	22.08	22.90

	销售收入	万元	38,495.71	39,435.85
	产销率	-	76.16%	80.58%
	期末年产能	台	6,000	8,000
电容式电压互感器	产量	台	3,211	3,159
	产能利用率	-	53.52%	39.48%
	销量	台	2,887	3,546
	平均价格	元/台	38,312.01	39,245.98
	销售收入	万元	11,060.68	13,916.63
	产销率	-	89.91%	112.25%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

为满足持续增长的市场需求，扩大产能规模，并强化产品的智能化升级，目前公司主要正在建设智源厂房工程项目二期、徐州淮海智能电网与轨道交通电气装备产业基地项目以及“白电转债”募投项目高端智能化配电设备产业基地建设项目，上述项目计划总投资合计9.38亿元，其中高端智能化配电设备产业基地建设项目拟使用“白电转债”募集资金6.56亿元。截至2022年末，公司主要在建项目已投资5.13亿元，需关注项目投产后的产能消化风险。

**表5 截至2022年末公司主要在建项目情况（单位：万元）**

项目	计划总投资	已投资
智源厂房工程项目二期	7,415.79	6,147.11
徐州淮海智能电网与轨道交通电气装备产业基地项目	12,000.00	5,238.42
高端智能化配电设备产业基地建设项目	74,306.40*	39,882.69
<b>合计</b>	<b>93,772.19</b>	<b>51,268.22</b>

注：2023年5月24日经股东大会审议，高端智能化配电设备产业基地建设项目计划总投资变更为77,904.66万元。

资料来源：公司提供

**2022年以来公司产品除继续深耕电网、轨道交通市场外，在新能源领域业绩实现突破，且在手订单充足，收入实现较有保障；公司客户相对稳定，集中度仍较高**

2022年公司加大新能源业务拓展，主要模式有：（1）公司与宁德时代、通威太阳能等新能源头部企业深入合作，为其提供中低压成套设备产品和系统控制解决方案；（2）公司与数字能源领域龙头企业开展新能源光伏智能配电产品合作，进入新能源光伏市场。随着公司加大新能源业务的布局，未来来自新能源领域收入规模占比有望进一步提升。

从前五大客户结构来看，2022年广铁集团、国家电网、南方电网仍为公司前三大客户，随着公司对工业终端和数字能源领域的加大拓展，当期新增玖龙纸业（沈阳）有限公司和通威太阳能（金堂）有限公司订单规模较大。2022年公司前五大客户销售金额占营业收入的比重为41.70%，客户集中度仍较高，需关注重要客户需求变化对公司持续经营能力的影响。公司在2019年中标广州地铁十三五新线规划10条线、合计金额77.21亿元的设备总包+智能运维项目，截至2022年末，已累计确认营业收入18.71亿元，占中标金额的比重为24.24%。截至2022年末，公司未交货的在持订单为87.38亿元，对收入实现具有一定

支撑。

**表6 公司前五大客户情况（单位：万元）**

年份	客户名称	销售金额	占营业收入比例
2022年	第一名	53,112.13	15.33%
	第二名	45,476.28	13.12%
	第三名	34,482.50	9.95%
	第四名	5,749.16	1.66%
	第五名	5,660.48	1.63%
	<b>合计</b>	<b>144,480.56</b>	<b>41.70%</b>
2021年	第一名	56,217.71	16.00%
	第二名	38,266.79	10.89%
	第三名	28,203.27	8.03%
	第四名	11,025.39	3.14%
	第五名	8,380.02	2.39%
	<b>合计</b>	<b>142,093.18</b>	<b>40.45%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

销售结算方面，由于公司产品整体交付周期较长，货款结算进度一般为：签订合同后支付10%-30%预付款；设备交付后支付30%-40%货款；安装验收后支付30%-40%货款；设备正常运行1-2年后支付5%-15%的质量保证金，公司存在较大的垫资压力，比如公司与广铁集团合同中的绩效考核挂钩付款占总合同结算价款的40%，在运维服务期15年内平均支付。收入确认方面，公司一般在设备安装调试及验收后确认收入，收入确认时间受相关土建工程及配套设施的进度影响较大。

**公司供应商结构较为灵活且集中度较低，但原材料价格上涨对公司销售毛利率形成一定影响**

公司营业成本主要由直接材料、人工成本和制造费用等构成，其中2022年直接材料占营业成本的比重为92.63%，其价格波动对公司营业成本的影响较大。2022年由于原材料市场价格上涨，公司营业成本率（（营业成本/营业收入）×100%）同比上升1.20%，其中丙膜价格同比增长41.22%，C101油价格同比增长31.17%，铝箔价格同比增长14.93%。

**表7 公司营业成本构成情况（单位：万元）**

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	266,698.93	92.63%	262,778.06	91.35%
制造费用	13,200.15	4.58%	16,560.06	5.76%
人工成本	6,232.95	2.16%	6,185.91	2.15%
其他业务成本	1,793.49	0.62%	2,143.94	0.75%
<b>合计</b>	<b>287,925.52</b>	<b>100%</b>	<b>287,667.97</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原材料主要包括断路器、互感器、隔离开关、启动器等各类元器件，以及铜材、钢材等金属材料。在原材料采购方面，公司与主要供应商签订年度采购框架协议，由于原材料采购量较大且稳定，部分供应商给予了一定的价格优惠，因此公司依靠自身的市场地位及规模化生产带来了一定的采购成本优势。同时，公司产品属于定制化产品，对于采购规模较大或较重要的项目，公司在投标前向供应商进行专项询价，以获取较具竞争力的投标价格。在主要原材料铜材价格上涨、成本承压的趋势下，公司在与广铁集团订单中针对铜材约定开口合同来及时有效的进行成本管控。

在货款结算方面，随着生产规模扩大，公司逐渐增加使用银行承兑汇票结算，票据占货款支付的比例约70%。公司与供应商合作关系稳定，供应商通常会给予公司200天左右的付款信用期。从采购对象看，2022年前五大供应商包含上海南大集团有限公司广州分公司、广州市明兴电缆有限公司、施耐德电气（中国）有限公司广州分公司等，合计采购金额为4.42亿元，占采购总额的比例为15.43%，公司供应商集中度仍较低。

## 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华兴会计师事务所（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年未经审计的一季报，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围无新增子公司，减少1家子公司。

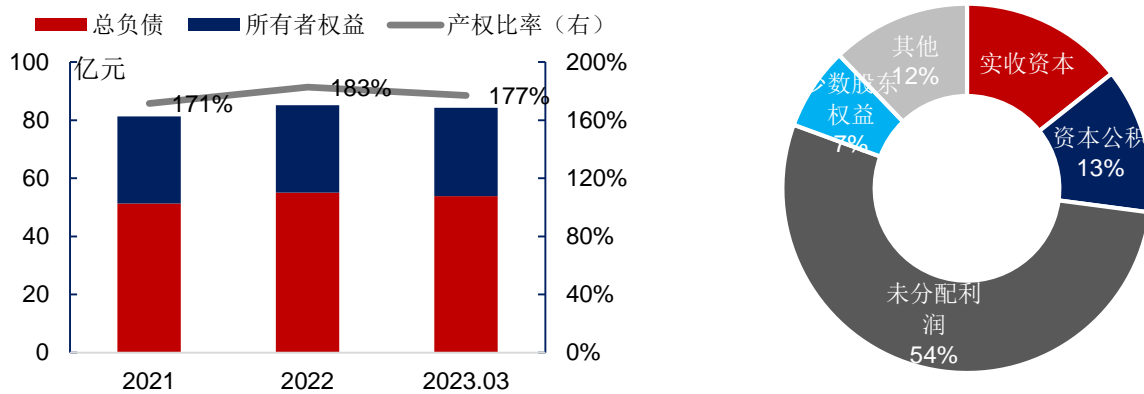
### 资本实力与资产质量

**伴随经营性负债增加，2022年末公司资产规模小幅增长，应收账款和存货仍较大占用营运资金，且应收账款存在一定的回收风险**

伴随应付及预收货款增加等，2022年末公司总负债同比小幅增长；期末所有者权益随经营业绩的积累而略有提升。受上述因素综合影响，2022年末公司产权比率高位上行，所有者权益对总负债的保障程度仍较弱。2023年3月末，公司所有者权益以未分配利润、实收资本、资本公积为主。

图 8 公司资本结构

图 9 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2023 年一季度，中证鹏元整理

2022年末公司总资产同比小幅增长，仍以应收款项、存货、房屋和机器设备、其他非流动资产构成。2022年公司成立了应收账款催收专组，加大了货款催收力度，使得2022年末应收账款同比有所下降。2022年末公司应收账款主要集中在一年以内，已计提坏账准备3.19亿元。由于轨道交通货款结算周期相对较长，需关注公司应收账款回收风险。2022年末公司应收票据余额包括银行承兑汇票0.79亿元和商业承兑汇票0.43亿元，其中0.48亿元应收票据已质押。2022年末公司长期应收款继续增长，主要系向广铁集团分期收款增加所致。2022年末存货中原材料、产成品和发出商品均同比有所增加，期末存货跌价准备0.24亿元，需关注存货跌价风险；固定资产仍主要为房屋建筑物和机器设备，伴随在建工程完工转入固定资产，2022年末固定资产同比小幅提升；2022年末其他非流动资产随一年以上到期大额存单本息入账而同比大幅增长。截至2022年末，公司货币资金余额为4.53亿元，其中因保函保证金、票据保证金、期货保证金等使用受限资金为0.90亿元。

**表8 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	3.80	4.51%	4.53	5.33%	14.37	17.69%
应收账款	15.62	18.53%	17.21	20.23%	21.04	25.89%
存货	15.49	18.37%	14.19	16.67%	12.15	14.96%
应收票据	0.83	0.98%	1.16	1.36%	1.40	1.73%
<b>流动资产合计</b>	<b>41.73</b>	<b>49.50%</b>	<b>43.68</b>	<b>51.33%</b>	<b>51.12</b>	<b>62.93%</b>
长期应收款	5.46	6.47%	5.29	6.22%	4.84	5.96%
固定资产	12.63	14.99%	12.91	15.17%	11.96	14.72%
在建工程	5.41	6.41%	4.76	5.60%	4.40	5.41%
无形资产	4.11	4.87%	4.15	4.88%	4.16	5.12%
其他非流动资产	11.14	13.22%	10.53	12.38%	0.04	0.05%
<b>非流动资产合计</b>	<b>42.57</b>	<b>50.50%</b>	<b>41.42</b>	<b>48.67%</b>	<b>30.12</b>	<b>37.07%</b>
<b>资产总计</b>	<b>84.30</b>	<b>100.00%</b>	<b>85.11</b>	<b>100.00%</b>	<b>81.23</b>	<b>100.00%</b>



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季报，中证鹏元整理

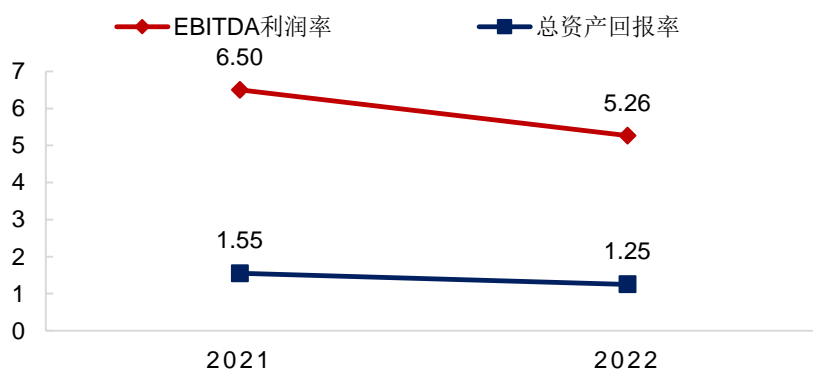
## 盈利能力

**2022年公司业绩承压下大力开拓新能源市场，在手订单充足，对未来经营业绩形成一定支撑，2023年一季度营业收入和净利润同比大幅增长**

2022年公司营业收入同比下降1.37%，其中成套开关设备仍是公司收入的主要来源。主要受原材料价格上涨和产品结构变化等因素影响，2022年公司销售毛利率有所下滑；2022年投资收益增长主要系期大额存单收益，此外，2022年公司收到的政府补助收入有所下降。综合因素影响，2022年公司EBITDA利润率和总资产回报率均有所下滑，整体盈利能力有所下降。

跟踪期内，公司加大新能源板块的拓展，订单量有所增加，截至2022年末，公司未交货的在持订单为87.38亿元，对收入实现具有一定支撑。2023年1-3月公司实现营业收入7.76亿元，同比增长84.41%，实现净利润0.33亿元，同比增长156.00%。

**图 10 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 年一季报，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

**公司债务规模继续增加且短期债务占比较高，现金短期债务比处于较低水平，短期偿债压力加大**

2022年末公司债务规模有所提升，主要包含银行借款、应付票据和应付债券。银行借款主要为保证借款和信用借款，长期借款年利率区间为3.05%-4.15%。2022年公司继续增加银行承兑汇票对上游结算，使得期末应付票据规模继续增长。

从债务结构来看，公司总债务仍以短期债务为主，2023年3月末短期债务占比达42.07%，短期债务偿还压力加大。

**表9 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	4.37	8.11%	4.49	8.15%	5.35	10.43%
应付账款	11.88	22.06%	11.26	20.46%	12.17	23.72%
应付票据	14.77	27.42%	15.59	28.35%	12.60	24.56%
一年内到期的非流动负债	3.17	5.88%	2.98	5.43%	2.65	5.16%
<b>流动负债合计</b>	<b>38.62</b>	<b>71.69%</b>	<b>40.10</b>	<b>72.89%</b>	<b>36.20</b>	<b>70.56%</b>
长期借款	6.44	11.96%	6.18	11.23%	6.63	12.92%
应付债券	8.07	14.98%	7.97	14.48%	7.64	14.89%
<b>非流动负债合计</b>	<b>15.25</b>	<b>28.31%</b>	<b>14.91</b>	<b>27.11%</b>	<b>15.10</b>	<b>29.44%</b>
<b>负债合计</b>	<b>53.87</b>	<b>100.00%</b>	<b>55.01</b>	<b>100.00%</b>	<b>51.30</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	37.18	69.01%	37.57	68.29%	35.22	68.66%
其中：短期债务	22.66	42.07%	23.42	42.57%	20.95	40.84%
长期债务	14.51	26.94%	14.15	25.72%	14.27	27.82%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季报，中证鹏元整理

随着总债务的持续增长，2022年末公司资产负债率提升至64.64%。由于2022年公司加大了货款催收力度，经营活动现金流对公司净债务覆盖能力有所提高。2022年公司利润水平下降，EBITDA对债务和利息的保障程度下降，且总债务占总资本的比重呈增长趋势，整体偿债压力加大。

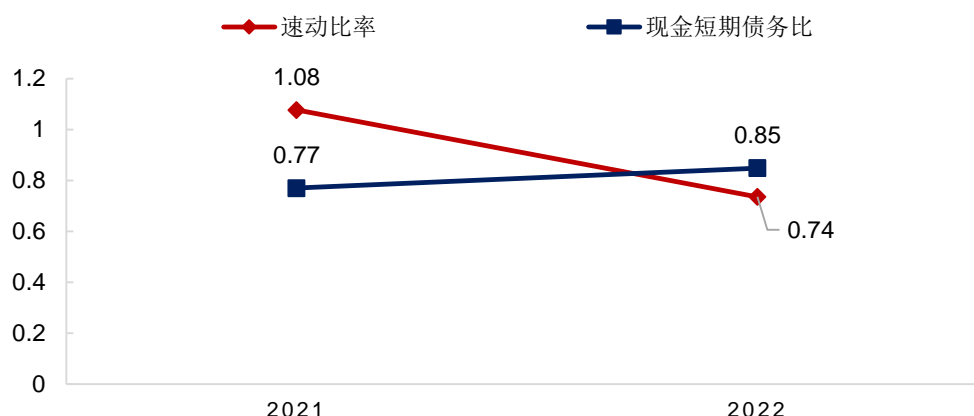
**表10 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流	-0.56	7.25	1.39
FFO（亿元）	--	0.06	0.39
资产负债率	63.90%	64.64%	63.16%
净债务/EBITDA	--	10.24	8.79
EBITDA 利息保障倍数	--	1.87	2.85
总债务/总资本	54.99%	55.52%	54.06%
FFO/净债务	--	0.33%	1.94%
经营活动现金流/净债务	--	38.82%	6.93%
自由现金流/净债务	--	28.48%	-2.56%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季报，中证鹏元整理

随着短期债务规模持续增长，公司现金短期债务比和速动比率均呈下降趋势。公司为上市公司，融资渠道较多，2022年末银行授信规模约89.70亿元，剩余未使用规模约43.66亿元，公司获取流动性资源的能力较强。

**图 11 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 年一季报，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

### 环境因素

环境方面，根据公司提供的于 2023 年 5 月 29 日出具的《广州白云电器设备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。

### 社会因素

社会方面，根据公司提供的于 2023 年 5 月 29 日出具的《广州白云电器设备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》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因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、社保或发生员工安全事故的情形。

### 公司治理

2022 年及 2023 年 1-3 月公司实际控制人持股数量保持稳定，未有减持动作，对公司的控制力度较强。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。

### 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 1 月 30 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。公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 八、结论

公司继续从事成套开关设备、电力电容器、元器件和变压器等产品的研发、制造、销售，具备一定的输配电及控制设备行业经验优势，电网投资及下游用电需求增长，有助于提升公司所处行业的市场需求，公司与凭借与电网、轨道交通等大客户稳定的合作关系稳定，在手订单较充足，业务持续性较好；同时中证鹏元也关注到，2022年公司盈利能力下降，子公司业绩亏损形成拖累，电力电容器产品产能利用率较低，存在较大的短期偿债压力等风险因素。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“白云转债”信用等级为AA。

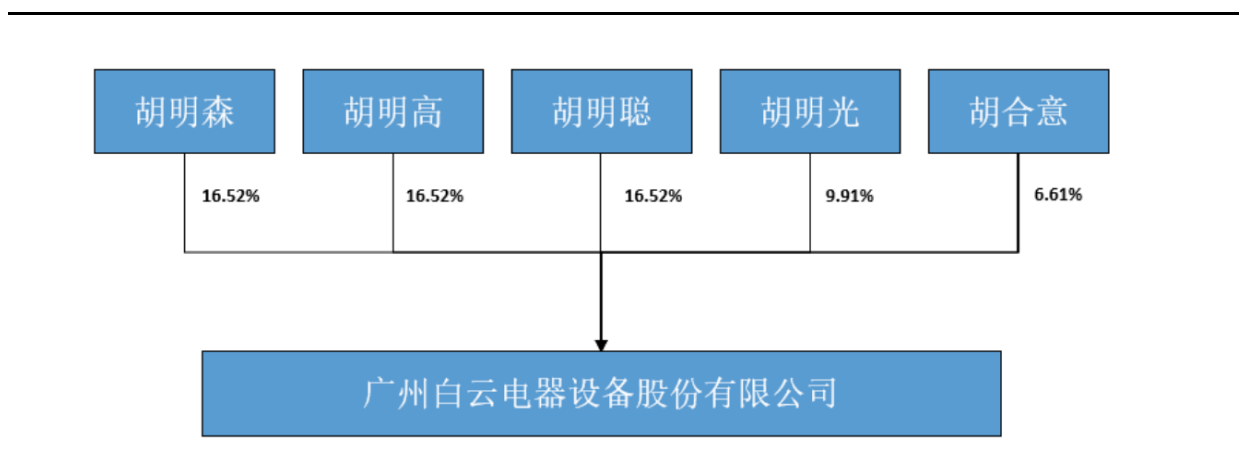
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	3.80	4.53	14.37	12.12
应收账款	15.62	17.21	21.04	16.92
存货	15.49	14.19	12.15	11.36
应收票据及应收账款	16.45	18.37	22.44	19.88
流动资产合计	41.73	43.68	51.12	46.18
固定资产	12.63	12.91	11.96	13.22
1.固定资产	12.63	12.91	11.96	13.22
其他非流动资产	11.14	10.53	0.04	0.10
非流动资产合计	42.57	41.42	30.12	26.32
资产总计	84.30	85.11	81.23	72.50
应付账款	11.88	11.26	12.17	9.02
应付票据及应付账款	26.66	26.85	24.77	18.92
应付票据	14.77	15.59	12.60	9.90
流动负债合计	38.62	40.10	36.20	30.60
长期借款	6.44	6.18	6.63	4.25
应付债券	8.07	7.97	7.64	7.91
非流动负债合计	15.25	14.91	15.10	13.06
负债合计	53.87	55.01	51.30	43.66
总债务	37.18	37.57	35.22	28.13
所有者权益	30.43	30.10	29.93	28.84
营业收入	7.76	34.65	35.13	30.28
营业利润	0.37	0.26	0.54	1.10
净利润	0.33	0.25	0.44	0.86
经营活动产生的现金流量净额	-0.56	7.25	1.39	2.08
投资活动产生的现金流量净额	-1.00	-12.78	-1.71	1.66
筹资活动产生的现金流量净额	0.53	-2.82	2.64	-2.65
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	0.05	1.82	2.28	2.94
FFO(亿元)	--	0.06	0.39	1.01
净债务(亿元)	31.52	18.67	20.07	14.66
销售毛利率	15.34%	16.91%	18.11%	21.34%
EBITDA 利润率	--	5.26%	6.50%	9.72%
总资产回报率	--	1.25%	1.55%	2.76%
资产负债率	63.90%	64.64%	63.16%	60.22%
净债务/EBITDA	--	10.24	8.79	4.98
EBITDA 利息保障倍数	--	1.87	2.85	3.23

总债务/总资本	54.99%	55.52%	54.06%	49.38%
FFO/净债务	--	0.33%	1.94%	6.91%
速动比率	0.68	0.74	1.08	1.14
现金短期债务比	0.26	0.85	0.77	0.89

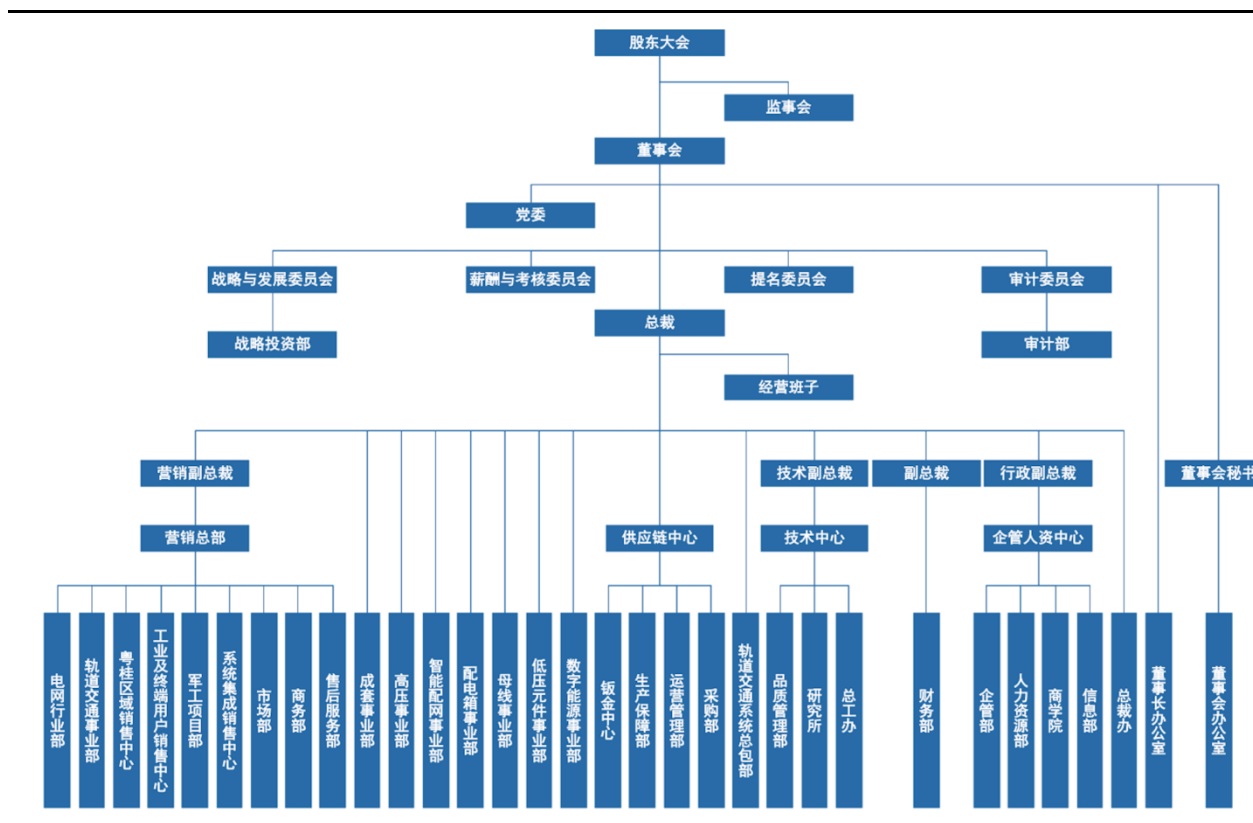
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季报，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



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 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	业务性质
桂林电力电容器有限责任公司	80.38%	电气机械和器材制造业
桂林智源电力电子有限公司	100.00%	其他制造业
浙江白云浙变电气设备有限公司	67.71%	电气机械和器材制造业
韶关中智德源投资有限公司	100.00%	商务服务业
韶关明德电器技术有限公司	100.00%	研究和试验发展
白云电器（内蒙古）有限公司	100.00%	电气机械和器材制造业
白云电器（徐州）有限公司	100.00%	批发业
徐州汇能智能电气科技有限公司	100.00%	电气机械和器材制造业
广州泰达创盈电气有限公司	100.00%	批发业
广州市白云机电设备安装工程有限公司	51.00%	建筑安装业
佛山云天智能电力科技有限公司	41.00%	工程和技术研究和试验发展
徐州市聚能电力工程服务有限公司	100%	建筑安装

资料来源：公司 2022 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

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。