

广东溢多利生物科技股份有限公司

2018 年公开发行可转换公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2020)100484】

评级对象: 广东溢多利生物科技股份有限公司 2018 年公开发行可转换公司债券

溢利转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA-/稳定/AA-/2020 年 6 月 24 日

前次跟踪: AA-/稳定/AA-/2019 年 6 月 21 日

首次评级: AA-/稳定/AA-/2018 年 4 月 26 日

主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	1.02	7.15	0.66	1.70
刚性债务	4.86	9.65	5.72	6.08
所有者权益	17.21	18.10	20.78	22.09
经营性现金净流入量	-0.74	0.96	-2.55	-0.39
合并口径数据及指标:				
总资产	38.45	48.01	45.18	47.46
总负债	17.55	23.94	17.89	18.78
刚性债务	11.67	18.99	12.03	13.36
所有者权益	20.90	24.07	27.29	28.68
营业收入	14.99	17.68	20.48	4.03
净利润	1.05	1.51	1.70	0.17
经营性现金净流入量	-0.04	2.04	4.42	0.29
EBITDA	2.91	3.93	4.16	—
资产负债率[%]	45.64	49.87	39.60	39.58
权益资本与刚性债务比率[%]	179.13	126.75	226.84	214.73
流动比率[%]	123.77	179.33	183.11	171.26
现金比率[%]	16.41	66.58	21.87	33.06
利息保障倍数[倍]	3.32	2.93	3.60	—
净资产收益率[%]	5.06	6.70	6.64	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.40	14.38	34.58	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-23.33	2.69	-1.14	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.46	4.42	5.77	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.30	0.26	0.27	—

注: 根据溢多利经审计的 2017~2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

李一 liyi@shxsj.com
王婷亚 wty@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对广东溢多利生物科技股份有限公司(简称溢多利、发行人、该公司或公司)及其发行的 2018 年公开发行可转换公司债券的跟踪评级反映了跟踪期内溢多利在细分行业外部环境、产业技术创新等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在行业政策、下游需求、项目投资、存货跌价及内部管理等方面继续面临压力。

主要优势:

- **生物医药板块外部环境良好。**在国内经济持续增长,同时人口老龄化趋势加剧的大环境下,甾体药物市场需求大幅增加,将促进甾体激素中间体和原料药产业的长期稳定增长。
- **产业技术领先优势。**溢多利较为重视技术创新及改进,生物酶制剂技术指标在国内相对领先。植物甾醇提取技术相比传统甾体激素生产工艺,在资源、成本以及环保方面均具备优势。

主要风险:

- **医药行业政策风险。**医药产品关系到使用者的生命安全,因此受监管程度较高。近年来,我国医疗体制改革不断推进,一系列新政先后实施,市场竞争更为激烈。跟踪期内,溢多利甾体激素原料药业务的运营成本有所增加。
- **下游养殖行业疫病风险。**疫病是畜禽养殖行业经营过程中面临的主要风险之一。近年来,“H7N9 病毒”、“猪蓝耳病毒”等疫情时有发生,目前非洲猪瘟等疫情的影响仍未完全消除,对溢多利开展的饲用酶制剂和功能性饲料添加剂业务均会产生不同程度的影响。
- **项目投资风险。**跟踪期内,溢多利在主营业务产能建设方面仍持续投入,受宏观经济环境变化、产业政策变动、行业竞争加剧等因素影响,公司投资项目能否如期完工并实现预计收益

存在不确定性。

- 存货跌价风险。跟踪期内，溢多利存货规模仍较大，主要是新合新生产周期较长，导致半成品、产成品库存量增加，公司持续面临一定的存货跌价风险。
- 内部管理风险。近年来，溢多利通过外延式并购和内生式增长相结合的方式，推进公司经营规模扩大和发展战略的实施。但多元化发展对公司经营管控及各业务间的整合协同提出了较大挑战。

评级关注

- 非公开发行事项。溢多利于近期发布公告，拟向包括控股股东在内的 4 名特定对象发行股份。该事项已经公司董事会审议通过，尚需股东大会审议批准及证监会的核准后方可实施。本评级机构将关注本次发行对公司后续业务开展、财务状况及偿债能力的影响。

➤ 未来展望

通过对溢多利及其发行的可转债主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA⁻ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性高，并维持上述债券 AA⁻ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



广东溢多利生物科技股份有限公司

2018 年公开发行可转换公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照广东溢多利生物科技股份有限公司 2018 年公开发行可转换公司债券（以下简称“溢利转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据溢多利提供的经审计的 2019 年度财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对溢多利的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

2018 年 11 月 2 日，经中国证券监督管理委员会的《关于核准广东溢多利生物科技股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》（证监许可[2018]1625 号）核准，该公司公开发行可转换公司债券 6.65 亿元，期限为 6 年，扣除承销及保荐费及其他费用共计人民币 0.20 亿元后，净募集资金共计人民币 6.45 元。上述资金已于 2018 年 12 月 29 日到位，经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）验证并出具瑞华验字[2019]40020001 号验证报告。公司存续期内债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 截至 2020 年 6 月 23 日公司存续期内债务融资工具概况

债项名称	当前余额 (亿元)	期限 (年)	当前票面利率 (%)	到期日	本息兑付情况
溢利转债	1.26	6	0.60	2024-12-20	正常付息

资料来源：溢多利

本次债券募集资金主要用于该公司年产 15,000 吨食品级生物酶制剂项目、年产 20,000 吨生物酶制剂项目、年产 1,200 吨甾体药物及中间体项目，以及收购长沙世唯科技有限公司（以下简称“世唯科技”）51% 股权项目。其中，世唯科技收购于 2018 年 12 月 27 日完成股权变更登记手续；主要募投项目尚处于建设期内，截至 2019 年末已累计投入 2.65 亿元。

为实现自身战略发展规划，该公司在生物医药、生物酶制剂及其他功能性饲料添加剂等业务方面有多个在建投资项目，上述产业受国家政策大力支持，市场需求大，但同时受宏观经济环境变化、产业政策变动、行业竞争加剧等因素影响，相关募投建设项目能否如期完工并实现预计收益存在不确定性。

图表 2. 本次募集资金用途及使用情况（单位：亿元）

项目名称	项目实施主体	项目总投资	拟投入募集资金金额	截至 2019 年末已投入金额	项目达到预定可使用状态日期
年产 20,000 吨生物酶制剂项目	湖南康捷	2.50	2.08	0.33	2020-12-31
年产 15,000 吨食品级生物酶制剂项目*	湖南格瑞	2.50	1.79	1.23	2019-9-30
年产 1,200 吨甾体药物及中间体项目	科益新	2.00	1.74	1.09	2020-12-31
收购长沙世唯科技有限公司 51% 股权项目	溢多利	0.86	0.86	0.86	已完成股权收购

资料来源：溢多利，*项目已在 2019 年 9 月末基本达到可使用状态，但截至 2019 年末尚处于试生产阶段，该年度暂未产生效益

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构

转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

近年来，该公司借助资本市场平台，相继并购了多家企业，拓宽了公司酶制剂的应用领域。同时将医用酶制剂直接延伸至下游制药行业，用于生产甾体激素中间体及原料药，打通甾体激素产业链。目前，公司主要在生物医药和生物农牧领域从事生物酶制剂、甾体激素原料药、功能性饲料添加剂等产品的研发、生产、销售和服务，并向客户提供生物技术解决方案。

A. 医药制造行业

医药制造行业是国家重要产业，与国计民生息息相关。医药产品和医疗服务的需求取决于人口数量、疾病种类及其发生频率等因素，具有较强的刚性需求。甾体激素药物在化学药物体系中具有重要地位，近年来市场需求和销售规模持续扩大，将促进甾体激素中间体和原料药产业的长期稳定发展。

医药制造行业是关系国计民生的重要产业，是中国制造 2025 和战略性新兴产业的重点领域，是推进健康中国建设的重要保障。我国社会经济不断发展，人们的生活水平不断提高，城镇化速度也不断加快。城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，由于医疗保健支出与年龄呈正相关性，在中国老龄化趋势明显的情况下，药品需求始终具备刚性特征。而新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容亦刺激了抑制的医药需求，促进我国医药制造行业不断发展。根据国家统计局数据显示，2011~2017 年度，我国医药制造行业的主营业务收入从 14,522.05 亿元增至 28,185.50 亿元，年复合增长率为 11.69%；利润总额从 1,494.30 亿元增至 3,314.10 亿元，年复合增长率为 14.20%，总体呈现出良好的运营趋势。

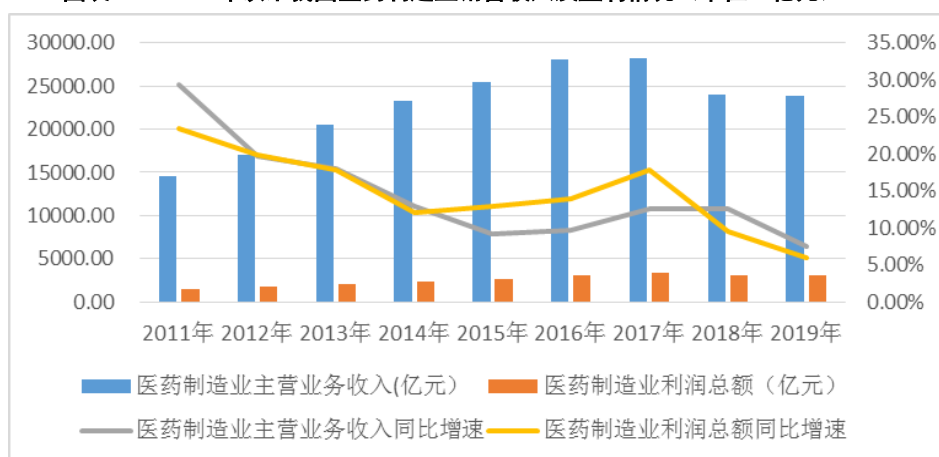
2018 年度，我国医药制造行业¹实现主营业务收入 23,986.30 亿元，同比增长 12.60%，较上年同期增速提升 0.1 个百分点；利润总额 3,094.20 亿元，同比增长 9.50%，增速下降 8.3 个百分点。2019 年度，我国医药制造行业²规模以上企业实现营业收入 23,908.60 亿元，同比增长 7.40%；利润总额 3,119.50 亿元，同比增长 5.90%。受仿制药质量和疗效一致性评价全面推进、化学药品注册新分类改革方案初步实施、药品集中采购试点、“两票制”全面实施等医改深化推进的影响，我国医药制造行业营业收入增速依旧维持低位，利润增速大幅下滑。随着带量采购等政策的落地及全国推广，预计行业内企业短期内仍将承受较大的经营压力。

2020 年第一季度，我国医药制造行业规模以上企业实现营业收入 5018.70 亿元，同比减少 8.90%；利润总额 614.10 亿元，同比减少 15.70%。自新型冠状病毒肺炎疫情发生以来，全国各地相继启动了重大突发公共卫生事件一级响应，采取多种措施防控疫情，药企供应商和客户等均受到不同程度影响，导致其生产和销售等活动无法按期正常开展，短期内对医药企业经营造成了一定影响。目前国内疫情已得到有效控制，医疗秩序逐步恢复正常，疫情对医药企业后续经营的负面影响较为有限。

¹ 由于医药制造业企业范围每年发生变化，为保证数据可比性，计算各项指标同比增速所采用的同期数与本期的企业统计范围相一致，与上年所公布的可比口径数据之间有不可比因素，不能直接相比计算增速。

² 根据国家统计局发布的公告为全面反映工业企业收入规模，从 2019 年起用“营业收入”替代“主营业务收入”，相关指标相应调整。规模以上工业企业利润总额、营业收入等指标的增速均按可比口径计算。

图表 3. 2011 年以来我国医药制造业销售收入及盈利情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、国家统计局

根据国务院办公厅 2013 年 9 月下发的《国务院关于加强发展养老服务业的若干意见》，2020 年我国 60 周岁以上老年人口预计将达到 2.43 亿，2025 年或将突破 3 亿。随着人口结构的老龄化，未来中国医药市场将持续扩容，刚性需求逐步上升。同时，目前我国农村居民医疗保健水平较低，远低于城镇居民的平均水平，而城镇化将促进其医疗、养老、社会保障等多方面与城市接轨，进而带动基层、县医院的发展，为医药消费带来巨大增量。根据《2018 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，全年参加基本医疗保险人数 13.45 亿人，同比增加 1.68 亿人，其中参加城乡居民基本医疗保险人数 8.97 亿人，同比增加 0.24 亿人。全年资助 4,972 万人参加基本医疗保险，医疗救助 3,825 万人次。当年末全国共有医疗卫生机构 100.4 万个，其中医院 3.2 万个，全年总诊疗人次 84.2 亿人次。

图表 4. 2014 年以来我国医药制造业重要影响因素变化情况

项目	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
我国人口数(亿人)	13.68	13.75	13.83	13.90	13.95	14.00
60 岁以上人口占比(%)	15.55	16.10	16.70	17.30	17.90	18.13
城镇基本医疗保险参保人数(亿人)	5.97	6.66	7.44	11.77	13.45	—
城镇基本医疗保险支出(千亿元)	8.13	9.31	10.77	14.42	—	—
城镇居民人均可支配收入(万元)	2.88	3.12	3.36	3.64	3.93	4.24
国医疗卫生机构总诊疗人次数(亿人次)	76.02	76.93	79.30	81.80	84.20	77.45
卫生费用(万亿元)	3.53	4.10	4.63	5.26	5.91	—

数据来源：Wind、新世纪评级整理

该公司医药制造业务的主要产品是甾体药物中间体和原料药，甾体药物是指分子结构中含有甾体结构的激素类药物，主要分为皮质激素类药物和性激素类药物，此外还包括麻醉类药物及治疗心脑血管疾病的药物。甾体激素药物在化学药物体系中具有重要地位，对机体有着重要的调节作用，具有较强的抗感染、抗过敏、抗病毒和抗休克的作用，能够改善蛋白质代谢、恢复

和增强体力、利尿降压，并能广泛用于治疗风湿性关节炎、湿疹等皮肤病以及前列腺炎、爱迪森氏等内分泌疾病，还可用于避孕、安胎、手术麻醉等方面。目前我国甾体激素原料药年产量已占世界总产量的 1/3 左右，皮质激素原料药生产能力和实际产量均居世界第一位，已逐步成为了世界甾体药物中间体和原料药生产中心。2019 年 7 月，国家药品监督管理局发布了《关于进一步完善药品关联审评审批和监管工作有关事宜的公告》，持续推进药品制剂所用原料药、药用辅料和药包材关联审评工作，公众用药的安全性和有效性得到进一步保障。由于评审成本较高，结合环保收紧提升行业壁垒及带量采购等因素，行业集中度将进一步提升。

2020 年 1 月以来，新型冠状病毒肺炎疫情在全球各国迅速蔓延。公司生产的醋酸泼尼松、泼尼松龙、氢化可的松、倍他米松等呼吸和免疫系统用药原料药可用于生产治疗新型冠状病毒肺炎的糖皮质激素。自疫情发生后，国家卫生健康委员会与国家中医药管理局联合发布了多版《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》，其中均提到，针对重型、危重型病例的治疗，可酌情短期使用糖皮质激素。

双烯和雄烯二酮是甾体药物的两大核心原料，我国传统的甾体药物生产主要以薯蓣皂素的化学降解制取双烯技术为主。为应对国内双烯价格居高不下的局面，国内已经逐步建立以植物甾醇为起始原料生产雄烯二酮的工业体系，以取代以稀缺的薯蓣皂素为起始原料生产双烯的工业体系。随着生物技术在甾体激素原料生产环节的引入，生产工艺得到优化，与传统工艺相比，植物甾醇来源广泛，且工艺过程对环境污染小，减轻了行业的资源浪费问题，消除了环保压力，从而节约了生产成本，促进了行业的可持续性发展。目前，国内雄烯二酮、雄二烯二酮及 9-羟基雄烯二酮等甾体药物原料的主要供应商为新合新、赛托生物和保定北瑞等。未来，率先利用新技术进行规模化生产、产品质量好、管理水平较高的企业，将有望通过新增产能、调整产品布局及兼并重组等方式，进一步提高其市场占有率。

B. 生物制品行业

酶制剂是生物工程的重要组成部分，近年来其应用领域不断扩大，应用技术水平持续提高，行业保持了稳定高速发展。饲用酶制剂是溢多利的传统业务，通过并购整合公司生物酶制剂的应用范围大幅扩大，目前已成为国内生物酶制剂领域，生产规模最大、行业应用覆盖面最广的企业之一。

生物酶制剂是一种催化率高、专一性强、作用条件温和、可生物降解以及副产物极少的绿色催化剂。而酶制剂工业作为生物工程的重要组成部分，由于其符合“循环经济”、“低碳经济”、“绿色经济”等现代社会发展趋势，已经成为最具发展前景的新型生物制造产业之一，在国民经济发展中起着日益重要的作用。近年来，我国酶制剂行业进入了快速发展期，酶制剂产品已广泛应用于饲料、食品、能源、制药、纺织、造纸、环保、酿造、淀粉糖、洗涤剂及保健品等多个领域，且应用领域仍在不断扩大，应用技术水平持续

提高，行业增速保持稳定高速发展。

由于生物燃料、环保产业、动物饲料、生物工业、制药领域等下游产业对酶的需求快速增长，酶制剂市场需求将继续高速增长，酶制剂产业正面临快速发展的大好时机。中国发酵产业协会制定的《中国生物发酵产业“十三五”发展规划》明确提出：到 2020 年，生物发酵产业力争实现总产量达 3,800 万吨，年均增长率达 8% 左右，总产值达 4,500 亿元以上；推动企业兼并、重组，实现资源向优势企业集中，形成一批具有国际竞争力的大企业、大集团，到 2020 年，培育 10 家以上总资产超过 100 亿元的骨干企业；研究开发投入占销售收入的比重明显提高，形成一批具有自主知识产权、年销售额超过 10 亿元的生物技术产品。因此，酶制剂产业作为发酵产业中的代表产业，其市场需求量仍将保持稳定、高速、持续增长的态势。该公司作为生产规模最大、行业应用覆盖面最广生物酶制剂上市企业之一，有望受益于较好的外部环境。

饲用酶制剂是该公司的传统业务，占其营业收入总额的比重较高。从历史数据来看，我国饲用酶制剂具有较明显的销售周期波动性。首先，受养殖业的季节性影响，畜、禽饲料的产量在每年第一季度会有一定程度的下降，主要由于第一季度有非常明显的节日消费需求，畜禽养殖产品多数在元旦至春节期间大量出栏，养殖动物存栏量短期下降较多，对畜禽饲料的消费也会下降；此外，由于鱼、虾等绝大部分水生动物的最佳生长温度在 20~30℃ 之间，因此 5~10 月成为水产饲料的生产销售高峰期，其余时间通常为水产饲料淡季。综上每年的一季度为行业淡季，三、四季度为行业旺季。其次，由于国内的养殖行业仍以中小养殖户为主体，对养殖形势缺乏计划性，在养殖行情好的时候增加存栏，在养殖行情差的时候减少存栏，从而加大养殖行业的年度波动现象。行情好时，存栏不断增加，饲料消费增加，对饲用酶制剂的需求也相应增加；行情不好时，存栏不断减少，饲料消费减少，饲用酶制剂的销售也会相应减少。

从产品下游来看，根据农业部发布的数据显示，2019 年全国商品饲料总产量 22,885.41 万吨，同比减少 3.7%。其中配合饲料产量 21,013.78 万吨，同比减少 3.0%，总产量保持世界第一。当期，受生猪产能下滑和国际贸易形势变化等影响，全国工业饲料产值和产量下降，产品结构调整加快，饲料添加剂产品稳步增长，规模企业经营形势总体平稳。根据《中国工业饲料“十三五”规划》：至 2020 年，工业饲料总产量预计达到 2.2 亿吨。其中配合饲料 2 亿吨，同比增长 14.0%；添加剂预混合饲料 800 万吨，同比增长 22.5%。酶制剂和微生物制剂主要品种生产技术达到国际先进水平，产值比 2015 年增加 50% 以上。未来，随着生猪、肉牛、肉羊规模化养殖的进一步发展，养殖业综合技术进步，我国工业饲料需求仍将稳步增长。饲料和饲料添加剂行业稳步发展，人们健康意识增强及饲用抗生素使用逐渐受禁，绿色药物饲料添加剂（生物酶制剂等）替代抗生素或将成为行业发展趋势。

此外，该公司通过收购世唯科技进入功能性饲料添加剂业务领域。功能

性饲料添加剂是一种具有动物保健功能的饲料添加剂，具有改善机体亚健康、提高免疫力和抗应激能力、降低发病率等作用，可作为抗生素的替代品、生长调节剂和免疫调节剂。根据中国兽药协会数据，从 2009~2017 年，我国动物保健市场规模从 250.5 亿元增长至 484 亿元，年均复合增长率约 9%，成为继美国之后的第二大动物保健品消费国。

国家农业农村部于 2019 年 7 月发布《中华人民共和国农业农村部公告第 194 号》药物饲料添加剂退出方案，规定自 2020 年起饲料中退出所有促生长类药物添加剂品种，只保留抗球虫抗生素和两种中兽药药物添加剂（博落回散和山花黄芩提取物散），饲料企业全面停止促生长类药物饲料添加剂的使用。饲料“限抗”趋势下，饲料添加剂的需求越来越集中，从而加速行业的整合，产品同质化严重的中小企业逐渐退出，行业内拥有核心技术和具备完善新型添加剂产品线的企业发展空间将进一步扩大，行业集中度有望加速提升。目前，“无抗饲料”一般以酶制剂、植物提取物、酸化剂、微生物制剂等作为抗生素的替代物以达到传统饲料的生长水平，在“替抗”需求下，功能性饲料添加剂市场空间有望被打开。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司的甾体激素类原料药及生物酶制剂业务在细分市场仍保持了较强的竞争优势，营收规模实现了平稳增长。公司通过收购世唯科技开展功能性饲料添加剂业务，国家出台的禁抗要求利好替抗产品的销售，该业务板块增幅较大。2020 年以来，新型冠状病毒肺炎疫情增加了糖皮质激素相关产品需求，公司甾体激素原料药业务受下游需求增加影响，销量有所上升。

近年来，该公司借助资本市场平台优势，相继并购了多家企业³，实现了业务领域的拓展和延伸。公司是专业生物技术企业，目前主要在生物医药和生物农牧领域从事生物酶制剂、甾体激素原料药、功能性饲料添加剂等产品的研发、生产、销售和服务，并向客户提供整体生物技术解决方案。公司主要产品有：皮质激素原料药、性激素原料药、饲料用酶、能源用酶、食品用酶、造纸用酶、纺织用酶、环保用酶和功能性饲料添加剂产品等。

图表 5. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
甾体激素原料药	欧洲/亚洲/非洲/北美洲/南	纵向一体化	规模/技术/政策等

³ 2014 年，该公司通过横向收购湖南鸿鹰生物科技有限公司（以下简称“鸿鹰生物”），拓宽了酶制剂产品的应用领域，进入燃料乙醇用酶、食品饮料用酶、淀粉糖用酶、酿造用酶、纺织用酶和造纸用酶等行业。2015 年，该公司先后收购湖南新合新生物医药有限公司（以下简称“新合新”）和河南利华制药有限公司（以下简称“利华制药”），进一步将医用酶制剂延伸至下游制药行业，并打通了甾体激素医药制造的产业链，产品类别横跨生物制造业和医药制造业，由酶制剂产品拓宽到酶制剂与医药中间体、原料药并重的业务体系。2016 年，子公司新合新通过收购湖南龙腾生物科技有限公司（以下简称“龙腾生物”），对其上游供应商实施了闭环整合，旨在降低采购成本。

主营业务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
	美洲/国内		
生物酶制剂	欧洲/亚洲/非洲/北美洲/南美洲/国内	横向规模化	规模/技术/成本/管理等
功能性饲料添加剂	欧洲/亚洲/非洲/北美洲/南美洲/国内	横向规模化	规模/技术/成本/管理等

注：根据溢多利提供的资料整理、绘制

跟踪期内，该公司继续深耕生物医药、生物农牧板块细分市场，保持了较强的行业竞争力。在生物医药板块，子公司新合新凭借基因工程及微生物发酵技术，实现了生物制药技术取代化学合成技术生产医药产品关键中间体的工艺革新，结合子公司利华制药拥有的多项原料药产品证书及营销网络，打通甾体激素药物产业链，公司经营业绩实现了平稳增长。得益于国家出台的禁抗要求，公司功能性饲料添加剂产品销售收入同比取得较大增长，因此新增了该产品分类及其对应的生物农牧行业，同时为精简产品分类，将原细分类别对应合并为甾体激素原料药、生物酶制剂大类产品。

2019 年度，该公司实现营业收入 20.48 亿元，同比增长 15.83%；净利润 1.70 亿元，同比增长 13.19%。公司收入仍主要来自甾体激素原料药和生物酶制剂的销售。当期公司甾体激素原料药产品销售收入占公司营业收入总额的 58.93%，销售毛利润占公司毛利润总额的 51.82%；生物酶制剂产品销售收入占公司营业收入总额的 24.89%，销售毛利润占公司毛利润总额的 35.79%。

2020 年第一季度，该公司实现营业收入 4.03 亿元，同比增长 17.94%；净利润 0.17 亿元，较上年同期增加 0.36 亿元，主要是新冠疫情增加了公司糖皮质激素相关产品的市场需求。根据国家卫生健康委员会与国家中医药管理局于 2020 年 1 月 27 日联合发布的《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案（试行第四版）》，糖皮质激素可作为应对重症的治疗用药。公司的产品中包含呼吸和免疫系统用药原料药，主要产品有醋酸泼尼松、泼尼松龙、氢化可的松、倍他米松等多个糖皮质激素原料药。

多元化发展对该公司的经营管控及各业务间的整合协同提出了较大挑战。目前，所并购的子公司鸿鹰生物、新合新及利华制药均已度过业绩承诺⁴

⁴ 2014~2016 年度，鸿鹰生物实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润分别为 1,870.07 万元、2,492.05 万元和 3,302.26 万元，累计实现净利润完成业绩承诺；2015~2017 年度，新合新实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润分别为 6,116.86 万元、7,934.21 万元和 9,596.86 万元，其中 2017 年略低于承诺业绩；2016~2018 年度，利华制药，实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润分别为 1,794.15 万元、2,387.74 万元和 4,507.34 万元，其中 2016 及 2017 年未达成业绩承诺，按照约定相关业绩承诺对象刘喜荣先生将补偿款 1,205.85 万元和 1,212.26 万元汇入公司指定账户，其补偿义务已履行完毕，2018 年完成业绩承诺。瑞康生物及龙腾生物的收购不涉及业绩承诺事项。

期，子公司世唯科技尚处于业绩承诺⁵期内。2018年及2019年，世唯科技扣除非经常性损益后的归属于母公司净利润分别为1,308.62万元和2,125.17万元，均实现了业绩承诺。利华制药于2018年4月收到美国FDA的进口警示，其生产的原料药暂时将会被禁止进入美国市场，直至再次申请美国FDA检查并符合GMP要求⁶，对其业绩亦将产生一定影响。整体而言，公司并购活动形成了较大规模的商誉，且个别并购标的企业的经营业绩不及预期⁷，公司持续面临商誉减值风险。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
营业收入合计	14.99	17.68	20.48	4.03
其中：核心业务营业收入（亿元）	14.44	16.13	20.21	3.98
在营业收入中所占比重（%）	96.33	91.22	98.69	98.83
其中：（1）甾体激素原料药（亿元）	8.86	11.06	12.07	2.45
在营业收入中所占比重（%）	59.09	62.55	58.93	60.79
（2）生物酶制剂（亿元）	5.58	5.07	5.10	1.18
在营业收入中所占比重（%）	37.25	28.67	24.89	29.38
（3）功能性饲料添加剂	—	0.30	1.15	0.20
在营业收入中所占比重（%）	—	1.71	5.59	5.00
（4）其他	—	1.25	2.17	0.19
在营业收入中所占比重（%）	—	7.07	10.59	4.83
毛利率（%）	41.22	37.42	35.39	36.04
其中：甾体激素原料药（%）	39.13	37.73	31.12	27.59
生物酶制剂（%）	47.25	38.53	50.89	53.5
功能性饲料添加剂（%）	—	40.24	53.98	54.02
其他（%）	—	29.47	12.87	17.59

资料来源：溢多利

跟踪期内，该公司甾体激素原料药业务的经营主体仍为子公司利华制药、新合新及其下属子公司等。公司仍主要从事甾体激素类医药中间体及原料药、

⁵ 根据该公司与曾建国、曾建忠、曾建湘、曾建明签订的《股权转让协议》、《股权转让补充协议》，交易双方对盈利预测及补偿的安排如下：本次交易业绩承诺的承诺期为2018年度、2019年度和2020年度。曾建国、曾建忠、曾建明和曾建湘向公司承诺：世唯科技2018~2020年度实现的净利润分别为不低于1,100万元、1,400万元以及1,700万元。

⁶ 根据公告所示，该警示是美国FDA针对2017年12月11~14日利华制药原料药检查结果发现数据完整性方面的缺陷而出具的进口警示。根据此警示，利华制药被列入进口禁令66-40，利华制药生产的原料药暂时将会被禁止进入美国市场，直至利华制药再次申请美国FDA检查并符合GMP要求。利华制药2016年美国市场销售收入283万元，占其2016年总营业收入0.8%；2017年美国市场销售收入539万元，占其2017年总营业收入的1.3%。

⁷ 2018年鸿鹰生物实现营业收入4.06亿元，净利润1,903.49万元，当期业绩出现下滑，该公司对其商誉测算后计提了减值准备4,506.27万元。

制剂的研发、生产与销售业务，根据产品用途可分为免疫和呼吸系统用药和生殖保健系统用药两大类。子公司新合新和利华制药继续发挥了较好的协同效应，2019年度，公司甾体激素原料药业务实现销售收入12.07亿元，同比增长9.13%；毛利率为31.12%，较上年同期下降6.61个百分点，主要系受糖皮质激素原料药市场周期性价格下降影响所致。

2020年1月以来，新型冠状病毒肺炎疫情在全球各国迅速蔓延。公司生产的醋酸泼尼松、泼尼松龙、氢化可的松、倍他米松等呼吸和免疫系统用药原料药可用于生产治疗新型冠状病毒肺炎的糖皮质激素。自疫情发生后，国家卫生健康委员会与国家中医药管理局联合发布了多版《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》，其中均提到，针对重型、危重型病例的治疗，可酌情短期使用糖皮质激素。疫情期间糖皮质激素原料药需求量增加将为公司带来业绩增量。

生物酶制剂业务方面，该公司是国内第一家生物酶制剂专业生产企业，是中国生物酶制剂行业首家上市企业、亚洲最大的生物酶制剂制造与服务企业。公司已成为中国饲用酶制剂市场最主要的供应商，并且已从饲料用酶，拓展到能源用酶、食品用酶、造纸用酶、纺织用酶、环保用酶等类别。2019年度，公司生物酶制剂业务实现销售收入5.10亿元，同比增长0.55%；毛利率为50.89%，较上年同期上升12.37个百分点，得益于生产工艺改进及原材料降价，当期公司生物能源用酶制剂和纺织用酶制剂毛利率大幅上升。

跟踪期内，该公司功能性饲料添加剂业务销售规模增长较快，已成为公司主营业务收入的重要来源之一。其经营主体为世唯科技及其下属子公司，主要产品为替抗饲料添加剂（含博落回散、酸化剂、葡萄糖氧化酶及其复合物）、抗氧化剂、诱食剂、调味剂、防霉剂和维生素等。2019年度，公司功能性饲料添加剂业务实现销售收入1.15亿元，同比增长278.31%；毛利率为53.98%，较上年同期上升13.74个百分点，主要是销售价格调整所致。

该公司博落回提取物（兽药原料药）和博落回散（兽药制剂）、博普总碱（兽药原料药）和博普总碱散（兽药制剂）均取得国家新兽药证书。博落回散作为天然植物提取物制剂，具有整肠、抗炎、促生长等功效，能有效提高饲喂动物的生产性能，而且该产品毒性低、无耐药性、无休药期，可有效替代抗生素在饲料中添加使用，是我国首个二类中兽药制剂，并被批准为第一个中兽药类饲料添加剂。博普总碱及其制剂博普总碱散作为中兽药在畜禽饲料中添加使用同样具有较高的开发价值，在替代抗生素抗炎方面具有较好的功效，且安全可靠。把博普总碱开发成消炎、抗应激、促生长的兽用天然药物，可减少抗生素和化学药物在食品动物中的使用，符合我国绿色养殖的发展方向。随着国家农业农村部2019年194号公告关于禁用抗生素、施行“无抗”饲养的推行，公司功能性饲料添加剂产品具有广阔的市场前景。

已签订的重大销售合同履行情况方面，客户根据生产需要向该公司确认订单，公司在月末或年末未执行订单数量较少，生物酶制剂交货期一般为7~15天，甾体激素原料药产品交货期一般为30~90天，跟踪期内订单情况如

下：获得订单的订货数量 39,761.72 吨，金额 201,431.92 万元，其中 2019 年未完成生物酶制剂产品订单的订货数量 276.80 吨，金额 603.85 万元，在 2020 年第一季度已发货 173.52 吨，金额 482.10 万元，尚未发货 103.28 吨，金额 121.75 万元，待客户通知交货时间；2019 年未完成甾体激素原料药产品 5.42 吨，金额 1,119.05 万元，在 2020 年一季度已发货 1.00 吨，金额 240 万元，尚未发货 4.42 吨，金额 879.05 万元，待客户通知交货时间。

非公开发行事项

该公司于 2020 年 6 月 9 日召开了第六届董事会第四十次会议，会议审议通过了关于公司非公开发行 A 股股票（以下简称“本次发行”）的相关议案。本次发行尚需公司股东大会审议批准及中国证监会的核准后方可实施。

本次非公开发行股票的发行对象为珠海市金大地投资有限公司（以下简称“金大地投资”）、泸州明信投资合伙企业（有限合伙）、温氏（深圳）股权投资管理有限公司和浏阳菁阳私募股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“菁阳投资”）共 4 名特定发行对象。其中金大地投资为该公司控股股东；菁阳投资的普通合伙人为菁英时代股权投资管理有限公司，其控股股东深圳菁英时代基金管理股份有限公司在过去 12 个月内曾为持有公司 5% 以上股份的股东。除金大地投资和菁阳投资以外，其他发行对象与公司不存在关联关系。

本次非公开发行股票数量不超过 6,054.49 万股（含），发行数量上限未超过本次发行前该公司总股本的 30%。本次发行的募集资金总额为不超过 6.00 亿元（含），扣除发行费用后将全部用于补充流动资金及偿还银行贷款。其中，拟将 1.95 亿元用于偿还银行贷款，剩余部分用于补充流动资金。发行目的方面，公司认为本次发行有利于增强资本实力，强化战略实施；缓解营运资金需求和偿债压力，优化资本结构，促进持续、稳定、健康发展；引入战略投资者，亦助力公司快速发展。依据公司与各发行对象签署的附条件生效的相关协议，各发行对象拟认购股份数量及认购金额上限如下：

图表 7. 本次发行对象拟认购股份数量及认购金额上限

序号	发行对象	认购股份数量（万股）	认购金额（万元）
1	金大地投资	1,009.08	10,000.00
2	明信投资	2,219.98	22,000.00
3	温氏投资	2,219.98	22,000.00
4	菁阳投资	605.45	6,000.00
合计		6,054.49	60,000.00

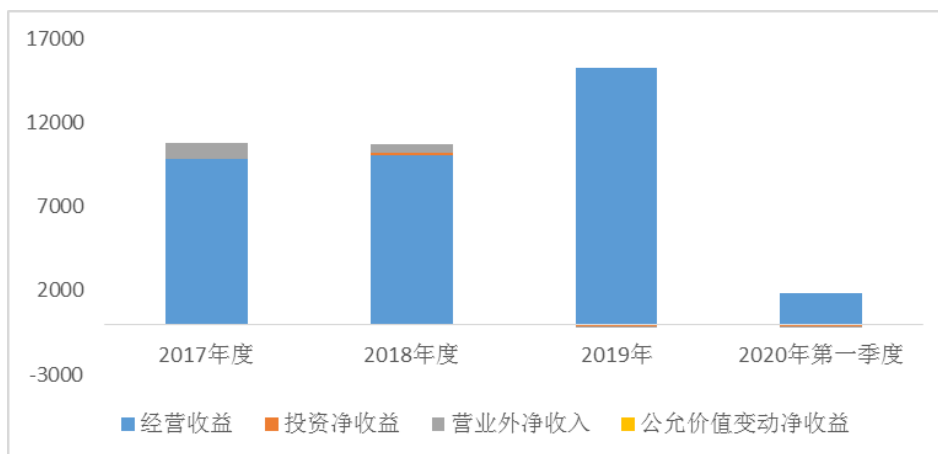
数据来源：溢多利 2020 年非公开发行 A 股股票预案，发行对象基本情况详见该预案

根据该公司 2020 年 6 月 10 日公告的《广东溢多利生物科技股份有限公司 2020 年非公开发行 A 股股票预案》，公司总股本为 45,599.23 万股，金大地投资持有公司 31.06% 的股份，为公司控股股东，陈少美先生通过控制金大地投资控制公司，为公司实际控制人。按照本次非公开发行股份数量上限 6,054.49 万股测算，本次非公开发行股票完成后，金大地投资持有公司 29.37%

的股份，仍为公司控股股东，陈少美先生仍为公司实际控制人。本次非公开发行股票完成后，不会导致公司控股股东和实际控制人发生变化。本评级机构将关注本次发行对公司后续业务开展、财务状况及偿债能力的影响。

(2) 盈利能力

图表 8. 公司盈利来源结构（单位：万元）



资料来源：根据溢多利所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

跟踪期内，该公司盈利仍主要来源于主营业务，政府补助对利润形成一定补充。从外部环境来看，甾体激素药物市场需求和销售规模的持续增长，将促进甾体激素中间体和原料药产业的长期增长。同时，近年来生物酶制剂应用领域的不断扩大，应用技术水平的持续提高，均有利于行业保持较快发展。如果该公司能保持领先的技术优势，有望维持经营的总体稳定。

图表 9. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	14.99	17.68	20.48	4.03
毛利（亿元）	6.18	6.62	7.25	1.45
期间费用率（%）	30.35	28.03	26.14	29.11
其中：财务费用率（%）	4.35	4.31	3.20	2.77
全年利息支出总额（亿元）	0.50	0.89	0.72	—
其中：资本化利息数额（亿元）	0.00	0.07	0.04	—

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

从费用支出情况来看，近年来随着经营规模的扩大，该公司期间费用亦持续增长，但整体费用率控制情况较好。2019 年度，公司期间费用合计 5.35 亿元，期间费用率为 26.14%，较上年同期下降 1.89 个百分点。近年来，由于并购事项使得合并范围扩大，公司员工数量有所增长，员工单位成本和薪酬费用总额呈逐年上升趋势。同时，由于公司业务拓展力度加大及持续较大的研发投入等原因，销售费用和管理费用支出规模相对较大。公司发行的本期

可转换公司债券融资成本较低，且使用部分闲置资金偿还了短期借款，使得当期财务费用有所减少，财务费用率从去年的 4.31% 降至 3.20%。

图表 10. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
投资净收益（万元）	—	96.46	-156.93	-122.6
营业外收入 ⁸ （万元）	2,836.40	7,278.74	4,280.12	761.79
其中：政府补助（万元）	1,690.72	5,241.65	4,087.43	746.71
业绩补偿（万元）	1,212.26	615.98	—	—
非流动资产处置收益（万元）	—	1,862.90	12.96	—

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

跟踪期内，非经营性损益对该公司利润亦提供较大贡献。2019 年度，公司收到政府补助 4,087.43 万元，主要是产业发展基金、技术改造补助、出口企业发展补助资金和科技进步奖等构成。

(3) 运营规划/经营战略

在发展战略方面，该公司坚持以生物工程为主体，以客户价值为导向，立足生物医药和生物农牧，致力成为全球生物酶制剂标杆企业，全球甾体激素原料药核心企业和中国功能性饲料添加剂领军企业，同时携手行业客户不断创新现代生物技术解决方案，积极提升人类美好生活品质。

跟踪期内，该公司制定了重点发展规划：1) 巩固生物酶制剂国内龙头地位，打造成为全球生物酶制剂标杆企业；2) 夯实生物医药板块，打造全球甾体激素原料药核心企业；3) 把握新增替抗饲料添加剂市场机遇，打造成为中国功能性饲料添加剂领军企业。

目前，该公司主要在建工程为募投项目康捷生物年产 15,000 吨食品级生物酶制剂项目、科益新年产 1,200 吨甾体药物及中间体项目和格瑞生物年产 20,000 吨生物酶制剂项目；拟用自有资金投资建设内蒙年产 2 万吨酶制剂项目三期和鸿鹰生物 VB₁₂ 生产线建设等。公司仍有较大规模的资本性支出计划，且部分通过自有资金满足投资需求，将面临一定的融资压力，而投资建设的项目能否如期完工并实现预计收益存在不确定性。

⁸ 2017年4月28日，财政部以财会[2017]13号发布了《企业会计准则第42号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，自2017年5月28日起实施。2017年5月10日，财政部以财会[2017]15号发布了《企业会计准则第16号——政府补助（2017年修订）》，自2017年6月12日起实施。本公司按照财政部的要求时间开始执行前述两项会计准则。执行《企业会计准则第16号——政府补助（2017年修订）》之前，公司将取得的政府补助计入营业外收入。执行《企业会计准则第16号——政府补助（2017年修订）》之后，对2017年1月1日之后发生的与日常活动相关的政府补助，计入其他收益；与日常活动无关的政府补助，计入营业外收入。为保持数据的可比性，在影响公司盈利的其他关键因素分析中，将公司获得的其他收益调整至营业外收入中。

管理

跟踪期内，该公司重点推进了分子公司与集团层面协同整合及自身完善，当期发生的关联交易事项对公司业务运营影响较为有限。

跟踪期内，该公司继续按照相关法律法规的要求，对其内部控制体系进行改进和优化，重点推进了分子公司与集团层面协同整合及自身完善。

截至2020年3月11日最新相关公告，金大地投资共持有该公司股份1.42亿股，占公司总股本的31.11%；金大地投资已累计质押其持有的公司股份0.60亿股，占其持有公司股份的42.37%，占公司股份总数的13.18%。

跟踪期内，该公司未发生与日常经营相关的关联交易。但为了降低融资成本，公司存在多笔关联担保情况，包括控股股东金大地投资、实际控制人陈少美先生及个别小股东为公司借款提供担保，以及公司为子公司融资提供担保等。此外，公司存在一定规模的关联方资金拆入，2019年末关联方应付款余额800.00万元。整体而言，关联交易事项对公司业务运营影响较为有限。

截至查询日，该公司的控股股东、母公司及其核心子公司、存在担保等重大风险敞口的非核心子公司均不存在欠贷欠息等不良行为记录，亦不涉及诉讼事件，同时各类债券还本付息情况正常。

图表 11. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2020/5/18	无	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2020/5/18	不涉及	不涉及	不涉及	不涉及
重大诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台/公司情况说明	2020/5/18	无	无	无	不涉及
工商	国家企业信用信息公示系统	2020/5/18	无	无	无	不涉及
质量	公开信息	2020/5/18	无	无	无	不涉及
安全	公开信息	2020/5/18	无	无	无	不涉及

资料来源：根据溢多利所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

随着该公司各项业务持续发展、业务规模不断扩大，公司面临营运资金的压力。跟踪期内，随着本期可转换公司债券部分转股，使得公司负债水平有所下降，目前处于较低水平。未来，公司仍将继续对生产基地和产能项目进行投

入，投资规模相对较大，投资回收期较长，项目能否如期完工并实现预计收益存在不确定性。

1. 数据与调整

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年至 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；致同会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司按照财务部颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定编制财务报表。公司 2020 年第一季度财务报表未经审计。公司主要子公司及其概况详见附录三，跟踪期内公司合并范围未发生变化。

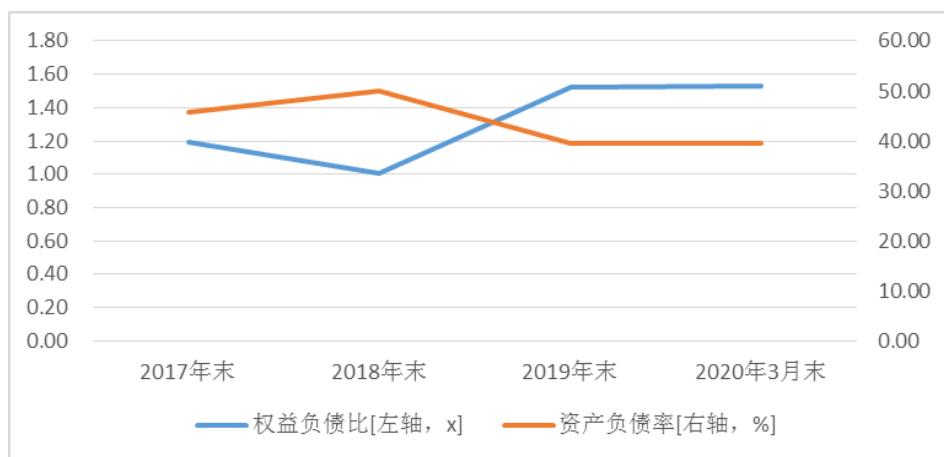
截至 2019 年末，该公司经审计的合并报表口径资产总额为 45.18 亿元，所有者权益 27.29 亿元（归属于母公司所有者权益为 24.65 亿元）；2019 年度，公司实现营业收入 20.48 亿元，净利润 1.70 亿元（归属于母公司所有者净利润为 1.28 亿元）。

截至 2020 年 3 月末，该公司经审计的合并报表口径资产总额为 47.46 亿元，所有者权益 28.68 亿元（归属于母公司所有者权益为 26.00 亿元）；2020 年第一季度，公司实现营业收入 4.03 亿元，净利润 0.17 亿元（归属于母公司所有者净利润为 0.19 亿元）。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 12. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据溢多利所提供数据绘制

截至 2019 年末，该公司负债总额为 17.89 亿元，较上年末减少 25.27%；资产负债率为 39.60%，较上年末下降 10.27 个百分点。截至 2020 年 3 月末，公司负债总额为 18.78 亿元，较期初增加 4.97%，资产负债率为 39.58%。跟

踪期内，公司偿还了部分短期借款，同时由于可转换公司债券部分转股，使得公司负债总额有所减少，财务杠杆维持在较低水平。

近年来，借助资本市场平台优势，该公司相继并购了多家企业。随着并购标的纳入合并范围，公司经营规模持续扩大，流动资金需求也相应增长；同时为了扩大产能，优化生产工艺，改善生产环境，提高生产自动化程度，公司持续对生产设备等非流动资产进行投入，从而推动了债务规模的增大。根据未来运营规划，后续仍有一定规模的资本支出需求，公司拟将通过银行借款、发行债券的形式获取资金，未来财务杠杆水平或将有所上升。

(2) 债务结构

图表 13. 公司债务结构及核心债务

核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	7.55	11.67	18.99	12.03	13.36
应付账款 (亿元)	1.58	1.96	1.41	2.89	2.69
预收账款 (亿元)	0.05	0.09	0.12	0.07	0.09
其他应付款 (亿元)	0.81	1.54	1.00	0.60	0.62
刚性债务占比 (%)	65.38	66.49	79.30	67.23	71.10
应付账款占比 (%)	13.66	11.15	5.88	16.14	14.31
预收账款占比 (%)	0.41	0.52	0.51	0.37	0.47
其他应付款占比 (%)	7.00	8.76	4.17	3.38	3.31

资料来源：根据溢多利所提供数据绘制

从债务构成来看，该公司债务主要由刚性债务、应付账款和其他应付款等构成。刚性债务在债务总额中的比重较高，2019 年末公司刚性债务合计 12.03 亿元，占当期债务总额的比重为 67.23%。同期末，公司应付账款余额 2.89 亿元，较上年末增加 105.02%，主要是工程及设备款和应付货款增长所致；其他应付款 0.60 亿元，较上年末减少 42.68%，主要是当期支付了收购子公司世唯科技股权款所致。

(3) 刚性债务

图表 14. 公司刚性债务构成 (单位：亿元)

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	5.21	9.71	11.31	7.01	9.59
其中：短期借款	4.77	8.96	9.96	5.01	7.68
一年内到期非流动负债	0.44	0.53	1.18	0.63	0.61
应付短期债券	—	—	—	—	0.00
应付票据	0.00	0.23	0.17	1.37	1.30
其他短期刚性债务	—	—	0.00	0.00	0.00
中长期刚性债务合计	2.34	1.95	7.67	5.02	3.77

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
其中：长期借款	2.06	1.46	1.88	1.59	1.59
应付债券	—	—	5.39	3.27	2.14
其他中长期刚性债务	0.29	0.49	0.41	0.16	0.03

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

该公司刚性债务主要由银行借款和应付债券构成，2019 年末公司短期借款 5.01 亿元，较上年末大幅减少，主要是当期公司偿还了部分借款所致；一年内到期的长期借款余额为 0.63 亿元；长期借款 1.59 亿元。根据溢多利提供的数据，除本期可转换公司债券外，公司 2019 年末的有息债务融资成本相对集中在 4%~6%之间。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 15. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
营业周期（天）	286.35	400.14	398.83	379.33	—
营业收入现金率（%）	93.53	90.99	96.37	85.76	79.37
业务现金收支净额（亿元）	3.79	4.38	6.57	9.52	1.64
其他因素现金收支净额（亿元）	-4.23	4.42	4.53	5.10	1.35
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-0.44	-0.04	2.04	4.42	0.29
EBITDA（亿元）	2.95	2.91	3.93	4.16	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.44	0.30	0.26	0.27	—
EBITDA/利息支出（倍）	7.27	5.46	4.42	5.77	—

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2019 年度，该公司营业周期约为 379 天，营运周期与较上年有所缩短。其中，应收账款周转速度从上年的 3.48 次增至 3.93 次，主要是子公司新合新及利华制药加大货款催收力度，当期末货款回收增加；存货周转速度从上年的 1.24 次增至 1.27 次，与上年同期基本持平。

2019 年度，该公司经营活动产生的现金流量净额为 4.42 亿元，主要是公司加强了应收账款追收力度，销售回款大幅增加所致。此外，子公司新合新、利华制药信用期应付账款增加和采用银行承兑汇票支付采购款，及子公司新合新抵扣进项税金增加，缴纳增值税税金减少所致。

2019 年度，该公司 EBITDA 从上年的 3.93 亿元增至 4.16 亿元，主要是子公司新合新业绩良好使得合并口径利润总额有所增加。公司偿还了部分短期借款，当期利息支出从上年的 0.89 亿元降至 0.72 亿元，因而 EBITDA 对

利息支出的保障倍数从去年的 4.42 升至 5.77，保障程度有所上升。

(2) 投资环节

图表 16. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.58	0.05	0.00	0.00	0.00
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-3.38	-3.49	-1.34	-3.88	-0.44
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.79	0.09	-0.14	-0.78	0.00
投资环节产生的现金流量净额	-4.75	-3.35	-1.48	-4.66	-0.44

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

2019 年度，该公司投资活动产生的现金流量净额为-4.66 亿元，同比减少 214.62%，主要是上年同期常德分公司和子公司津泰达转让全部资产收回资金影响，此外本期公司支付收购子公司世唯科技股权、子公司新合新小股东的部分股权款和增加子公司项目投资使得投资活动现金流出规模较大。未来，公司仍将继续对生产基地和产能项目进行投入，投资规模相对较大，投资回收期较长，项目能否如期完工并实现预计收益存在不确定性。

(3) 筹资环节

图表 17. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
权益类净融资额	4.51	-0.70	-1.00	-0.88	-0.13
债务类净融资额	1.34	3.69	7.31	-5.97	1.68
筹资环节产生的现金流量净额	5.85	2.99	6.31	-6.84	1.55

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

跟踪期内，该公司经营性支出和资本性支出仍主要通过金融机构借款及债务融资工具等方式满足。2019 年度，公司筹资环节产生的现金流量净额为-6.84 亿元，呈现大额净流出，主要是当期公司偿还了较多银行借款，同时上年因公开发行可转换公司债券使得融资流入规模较大。

4. 资产质量

图表 18. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	13.60	17.24	25.87	20.42	22.85
	42.37%	44.84%	53.88%	45.19%	48.15%
其中：货币资金（亿元）	2.29	2.14	9.38	2.17	4.32
应收账款（亿元）	3.88	5.40	4.75	5.66	6.51

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
存货 (亿元)	6.08	7.79	10.04	10.74	10.23
非流动资产 (亿元, 在总资产中占比%)	18.50	21.21	22.14	24.76	24.61
	57.63%	55.16%	46.12%	54.81%	51.85%
其中: 固定资产 (亿元)	8.95	11.11	11.39	13.44	13.35
在建工程 (亿元)	0.68	0.69	1.93	2.13	2.17
无形资产 (亿元)	2.12	3.31	3.61	3.66	3.67
商誉 (亿元)	4.95	4.85	4.77	4.77	4.77
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	2.76	3.19	2.72	3.14	3.07
期末抵押融资余额 (亿元)	1.60	0.55	1.30	2.31	2.68
受限资产账面余额/总资产 (%)	8.59%	8.29%	5.67%	6.95%	6.47%

资料来源: 根据溢多利所提供数据整理

截至 2019 年末, 该公司资产总额为 45.18 亿元, 较上年末减少 5.90%。其中, 非流动资产占比增至 54.81%, 主要是项目建设持续投入所致。

该公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货等构成。截至 2019 年末, 公司货币资金为 2.17 亿元, 较上年末减少 76.88%, 主要是偿还银行贷款, 支付收购子公司世唯科技股权款和子公司新合新小股东的部分股权款, 以及增加项目建设投资所致, 其中受限资金 0.52 亿元, 主要是开具银行承兑汇票证保证金; 应收账款为 5.66 亿元, 较上年末增加 19.12%, 主要随经营规模扩大而有所增长, 其中账龄 1 年以内 (含 1 年) 的应收账款占比 94.57%, 欠款余额前五大合计 1.36 亿元, 占比 22.15%, 当期公司发生应收账款坏账损失 852.72 万元, 主要是数家下游厂家破产清算, 相关账款预计无法收回所致; 存货为 10.74 亿元, 较上年末增长 6.94%, 其中库存商品及自制半成品余额增幅较大, 主要受错峰生产措施影响而提前备货所致, 当期公司对库存商品新增计提跌价准备 414.54 万元。整体而言, 公司应收账款和存货在流动资产中占比较高, 可变现资产规模较小。

该公司非流动主要集中于固定资产、在建工程和商誉等。截至 2019 年末, 公司固定资产为 13.44 亿元, 较上年末增长 17.98%, 主要是康捷生物年产 15,000 吨食品级生物酶制剂项目等在建工程转固所致; 在建工程为 2.13 亿元, 较上年末增长 10.45%, 主要是子公司新合新甾体激素 GMP 项目、子公司湖南科益新年产 1,200 吨甾体药物及中间体项目及子公司格瑞生物年产 20,000 吨生物酶制剂项目建设投资增加所致; 商誉资产为 4.77 亿元, 主要是近年相继收购鸿鹰生物、新合新和世唯科技股权所形成, 公司已对与商誉相关的各资产组进行了减值测试, 按与商誉有关的资产组合来预计未来现金流量现值, 根据减值测试的结果, 当期末商誉未发生减值。

截至 2019 年末, 该公司受限资产账面价值合计 3.14 亿元, 主要是子公司新合新、利华制药及鸿鹰生物使用部分房屋及建筑物、土地使用权和生产设备向银行取得担保借款等, 此外公司货币资金中 0.52 亿元为汇票保证金。

5. 流动性/短期因素

图表 19. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年第一 季度末
流动比率 (%)	167.19	123.77	179.33	183.11	171.26
速动比率 (%)	88.42	60.93	106.96	82.52	89.45
现金比率 (%)	30.22	16.41	66.58	21.87	33.06

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

跟踪期内，该公司货币资金大幅减少，主要是偿还银行贷款，支付收购子公司世唯科技股权款和子公司新合新小股东的部分股权款，以及增加项目建设投资所致。截至 2019 年末，公司速动比率从上年末的 106.96% 降至 82.52%；现金比率从上年末的 66.58% 降至 21.87%。

6. 表外事项

截至本评级报告出具日，该公司不存在重大或有事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司母公司主要从事饲用酶制剂的生产、研发及销售。截至 2019 年末，母公司资产总额为 27.97 亿元，所有者权益 20.78 亿元；2019 年度，母公司实现营业收入 4.93 亿元，净利润 0.63 亿元。

外部支持因素

该公司与多家银行保持了良好的合作关系，具有较强的融资能力。截至 2020 年 3 月末，公司共获得银行授信合计人民币 16.56 亿元，其中尚未使用授信额度合计人民币为 6.04 亿元，利率区间为 4.0%~5.8% 之间。公司获得国家政策性金融机构提供的综合授信总额 2.00 亿元，工农中建交五大商业银行提供的综合授信总额 5.45 亿元，合计占公司合并口径授信总额的 44.99%。

图表 20. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模/ 余额	利率区间	附加条件/ 增信措施
全部（亿元）	16.56	16.56	10.52/6.04	4.0%~5.8%	抵押、担保
其中：国家政策性金融机构（亿元）	2.00	2.00	2.00/0.00	4.0%~5.8%	抵押、担保
工农中建交五大商业银行（亿元）	5.45	5.45	3.57/1.88	4.0%~5.8%	抵押、担保
其中：大型国有金融机构占比（%）	44.99	44.99	52.95/31.13	—	—

资料来源：根据溢多利所提供数据整理（截至 2020 年 3 月末）

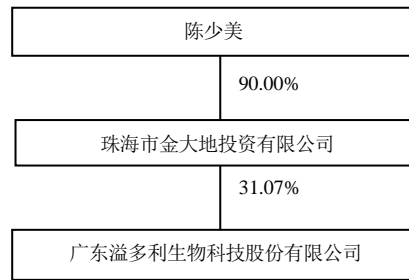
跟踪评级结论

跟踪期内，该公司的甾体激素类原料药及生物酶制剂业务在细分市场仍保持了较强的竞争优势，营收规模实现了平稳增长。公司通过收购世唯科技进入功能性饲料添加剂领域，国家出台的禁抗要求利好相关的销售，该业务板块实现了较快增长。2020年以来，新冠疫情增加了糖皮质激素相关产品需求，公司甾体激素原料药业务受下游需求增加影响销量有所增加。

随着该公司各项业务持续发展、业务规模不断扩大，公司面临营运资金的压力。跟踪期内，随着本期可转换公司债券部分转股，使得公司负债水平有所下降，目前处于较合理水平。未来，公司仍将继续对生产基地和产能项目进行投入，投资规模相对较大，投资回收期较长，项目能否如期完工并实现预计收益存在不确定性。

附录一：

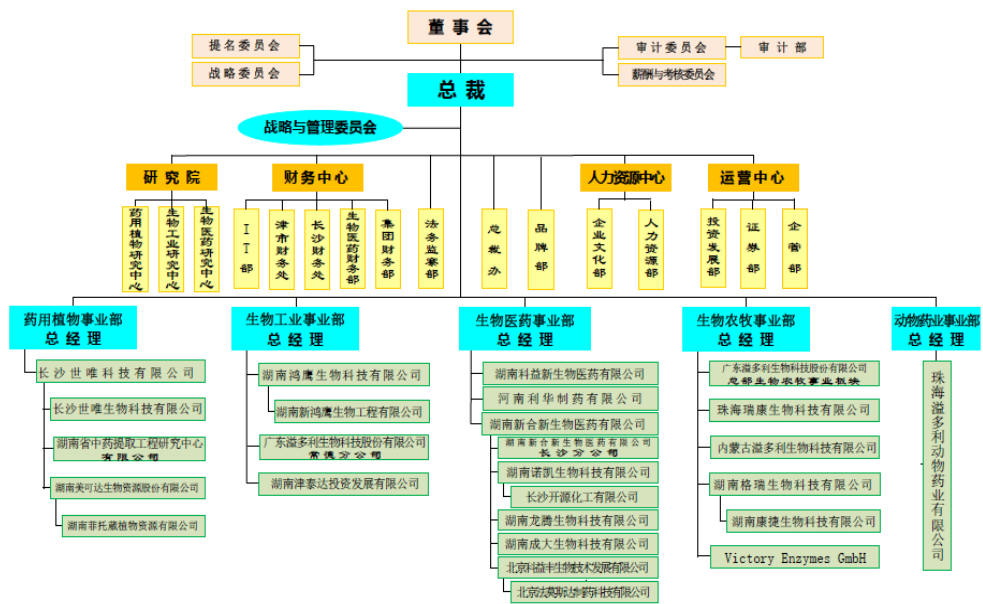
公司与实际控制人关系图



注：根据溢多利提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据溢多利提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2019年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
珠海市金大地投资有限公司	金大地投资	控股股东	—	投资管理	12.29	28.79	20.49	1.55	4.24	
广东溢多利生物科技股份有限公司	溢多利	本级	—	饲料酶制剂生产、销售	5.72	20.78	4.93	0.62	-2.55	
内蒙古溢多利生物科技有限公司	内蒙古溢多利	一级子公司	100.00	工业生产	0.00	0.94	1.08	0.17	0.16	
湖南鸿鹰生物科技有限公司	鸿鹰生物	一级子公司	90.24	酶制剂生产、销售	1.03	1.76	2.67	0.13	0.37	
湖南新鸿鹰生物工程有限公司	新鸿鹰生物	二级子公司	90.24	酶制剂生产、销售	0.00	0.89	2.58	0.06	0.13	
湖南新合新生物医药有限公司	新合新	一级子公司	74.81	生物医药	4.45	5.64	10.64	1.06	2.16	
湖南成大生物技术有限公司	湖南成大	二级子公司	74.81	医药	0.10	1.40	2.95	0.01	0.50	
湖南诺凯生物医药有限公司	诺凯生物	二级子公司	74.81	医药	0.20	0.38	1.27	0.04	0.05	
长沙开源化工有限公司	开源化工	三级子公司	74.81	化工	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	
北京市科益丰生物技术发展有限公司	科益丰生物	二级子公司	74.81	医药	0.00	1.34	1.03	0.17	-0.10	
北京法莫斯达制药科技有限公司	法莫斯达制药	三级子公司	65.28	医药	0.00	-0.10	0.07	-0.01	0.01	
长沙世唯科技有限公司	世唯科技	一级子公司	51.00	植物提取物销售	0.00	1.49	1.00	0.21	-0.08	
河南利华制药有限公司	利华制药	一级子公司	100.00	生物医药	0.54	3.45	4.14	0.25	0.32	
珠海瑞康生物科技有限公司	瑞康生物	一级子公司	100.00	酶制剂生产、销售	0.00	0.74	0.03	-0.03	0.01	
珠海溢多利动物药业有限公司	珠海溢多利	一级子公司	100.00	酶制剂生产、销售	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2019年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量	
湖南津泰达投资发展有限公司	津泰达投资	一级子公司	100.00	房地产开发、纸制品的生产与销售	0.00	-0.02	0.00	-0.01	0.00	
湖南龙腾生物科技有限公司	龙腾生物	二级子公司	52.36	医药	0.00	0.34	1.40	0.09	0.12	
湖南格瑞生物科技有限公司	格瑞生物	一级子公司	100.00	酶制剂生产、销售	0.00	-0.01	0.01	-0.01	0.15	
湖南科益新生物医药有限公司	科益新生物	一级子公司	100.00	生物医药产品的技术开发、技术转让等	0.00	0.49	0.00	0.00	1.35	
湖南康捷生物科技有限公司	康捷生物	二级子公司	100.00	酶制剂生产、销售	0.00	0.2	0.12	-0.08	1.58	

注：根据溢多利 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
资产总额[亿元]	38.45	48.01	45.18	47.46
货币资金[亿元]	2.14	9.38	2.17	4.32
刚性债务[亿元]	11.67	18.99	12.03	13.36
所有者权益[亿元]	20.90	24.07	27.29	28.68
营业收入[亿元]	14.99	17.68	20.48	4.03
净利润[亿元]	1.05	1.51	1.70	0.17
EBITDA[亿元]	2.91	3.93	4.16	—
经营性现金净流入量[亿元]	-0.04	2.04	4.42	0.29
投资性现金净流入量[亿元]	-3.35	-1.48	-4.66	-0.44
资产负债率[%]	45.64	49.87	39.60	39.58
权益资本与刚性债务比率[%]	179.13	126.75	226.84	214.73
流动比率[%]	123.77	179.33	183.11	171.26
现金比率[%]	16.41	66.58	21.87	33.06
利息保障倍数[倍]	3.32	2.93	3.60	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	400.14	398.83	379.33	—
毛利率[%]	41.22	37.42	35.39	36.04
营业利润率[%]	7.64	9.79	9.41	6.21
总资产报酬率[%]	5.03	6.03	5.57	—
净资产收益率[%]	5.06	6.70	6.64	—
净资产收益率*[%]	4.19	5.56	5.54	—
营业收入现金率[%]	90.99	96.37	85.76	79.37
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.40	14.38	34.58	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-23.33	2.69	-1.14	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.46	4.42	5.77	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.30	0.26	0.27	—

注：表中数据依据溢多利经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2)+365/(报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2)
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。