



2021年武汉回盛生物科技股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券 2022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.

技术领先，服务全球，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：



2021年武汉回盛生物科技股份有限公司创业板向不特定对象 发行可转换公司债券2022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
回盛转债	AA-	AA-

评级观点

- 中证鹏元维持武汉回盛生物科技股份有限公司（以下简称“回盛生物”或“公司”，股票代码：300871.SZ）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“回盛转债”的信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：公司核心产品具备一定的品牌优势，2021 年通过加强营销拓展集团客户，销售收入持续增长；同时中证鹏元也关注到，公司面临一定下游产品需求波动风险和上游行业原料价格上涨风险，存在应收账款回收风险及新增产能消化风险。

未来展望

- 公司主要产品具有一定品牌优势，未来随着在建产能的逐步释放，公司产品销售规模有望继续保持增长，综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 5 月 9 日

联系方式

项目负责人：张旻楠
zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	27.01	27.42	17.52	6.50
归母所有者权益	15.66	16.19	13.79	3.78
总债务	8.64	8.57	1.94	1.33
营业收入	2.06	9.96	7.77	4.27
EBITDA 利息保障倍数	--	49.46	37.70	34.95
净利润	0.02	1.33	1.50	0.69
经营活动现金流净额	-0.16	1.56	0.48	1.05
销售毛利率	20.17%	27.17%	37.03%	38.31%
EBITDA 利润率	--	16.82%	25.37%	22.46%
总资产回报率	--	6.84%	14.85%	14.39%
资产负债率	42.02%	40.95%	21.29%	41.81%
净债务/EBITDA	--	-1.35	-2.05	0.35
总债务/总资本	35.54%	34.61%	12.32%	26.07%
FFO/净债务	--	-51.95%	-37.26%	187.52%
速动比率	2.28	2.72	3.10	1.08
现金短期债务比	3.05	3.92	3.28	1.22

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司核心产品具备一定的竞争力，2021 年收入持续增长。**公司主要产品具备一定品牌优势，2021 年公司通过加强营销拓展集团客户、实施差异化信用策略等举措提升主要产品销量带动公司收入规模持续增长。
- **公司上市后资本实力得到增强，融资渠道更加多元。**公司于 2020 年 8 月首次公开发行股票，为创业板首批注册制上市企业，募集资金净额 8.51 亿元，增加了资本实力的同时也拓宽了公司的融资渠道。

关注

- **下游产品需求波动风险。**2021 年生猪养殖行业低迷，养殖企业普遍亏损，下游需求低迷，若未来情况无好转，公司仍存在需求波动风险。
- **原料药价格波动带来成本控制风险。**公司主要成本为原料药，2021 年公司整体原材料采购单价上升，毛利率下降明显，盈利能力下滑，未来仍面临一定原料药价格波动上涨带来的成本控制压力。
- **应收账款规模增长，一定程度占用公司营运资金且面临一定的回收风险。**公司销售规模提升对集团化养殖企业信用账期相对较长，应收账款规模持续增长，一定程度占用公司营运资金且面临一定的回收风险。
- **面临新增产能消化风险。**公司在建、拟建项目规模较大，新增产能规模较大，而下游客户受生猪周期影响较大，面临一定产能消化的风险。

同业比较（单位：亿元）

指标	中牧股份	普莱柯	瑞普生物	公司
总资产	74.37	21.68	56.91	27.42
营业收入	53.02	10.99	20.07	9.96
净利润	5.87	2.44	4.34	1.33
销售毛利率	29.06%	65.41%	51.80%	27.17%
资产负债率	21.01%	16.96%	24.02%	40.95%
总资产报酬率	9.36%	13.42%	10.55%	6.50%
研发支出	1.95	0.86	1.52	0.47
研发支出占营业收入比例	3.68%	7.79%	7.55%	4.71%

注：数据为 2021 年末/2021 年度。

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_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

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	行业风险	5	财务状况	杠杆状况	较小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	7

经营规模	3	EBITDA 利息保障倍数	7
产品、服务和技术	3	总债务/总资本	7
品牌形象和市场份额	4	FFO/净债务	7
经营效率	4	杠杆状况调整分	-2
业务多样性	3	盈利状况	强
		盈利趋势与波动性	表现不佳
		盈利水平	5
业务状况评估结果	强	财务状况评估结果	较小
指示性信用评分			aa
调整因素	重大特殊事项	调整幅度	-1
独立信用状况			aa-
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA-

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-	2021-6-4	张旻燊、韩飞	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)	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
回盛转债	7.00	7.00	2021-6-4	2027-12-17

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12月17日发行6年期7亿元可转换公司债，募集资金计划用于年产1,000吨泰乐菌素和年产600吨泰万菌素生产线扩建项目、湖北回盛制剂生产线自动化综合改扩建项目、宠物制剂综合生产线建设项目、粉剂/预混剂生产线扩建项目及补充流动资金。截至2022年3月31日，回盛转债募集资金专项账户余额为20,637.58万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司控股股东和实际控制人未发生变化，截至2021年底，公司股本为16,624.85万元。其中武汉统盛投资有限公司（以下简称“武汉统盛”）持股49.80%，为公司控股股东；张卫元、余姣娥夫妇分别持有武汉统盛72.08%、13.35%股份，为公司实际控制人。2021年12月9日武汉统盛将所持有公司的部分股份进行了质押，质押数量为750万股，占其所持股份比例为9.06%，占公司总股本比例为4.51%，质押用途用于生产经营，质押到期日为至办理解除质押登记手续之日止，质权人为西藏信托有限公司。2021年3月1日唐万勇先生因个人原因辞去技术服务总监，离任后不再担任公司任何职务。

公司于2022年2月25日新设立子公司湖北省动保技术开发有限公司（以下简称“动保公司”），动保公司注册资本1,000万元，主要业务为农业科学研究和实验发展；技术服务、技术开发及咨询等。截至2022年3月底，公司合并范围有4家子公司具体见附录四。

四、运营环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和和收紧的格局。我国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，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

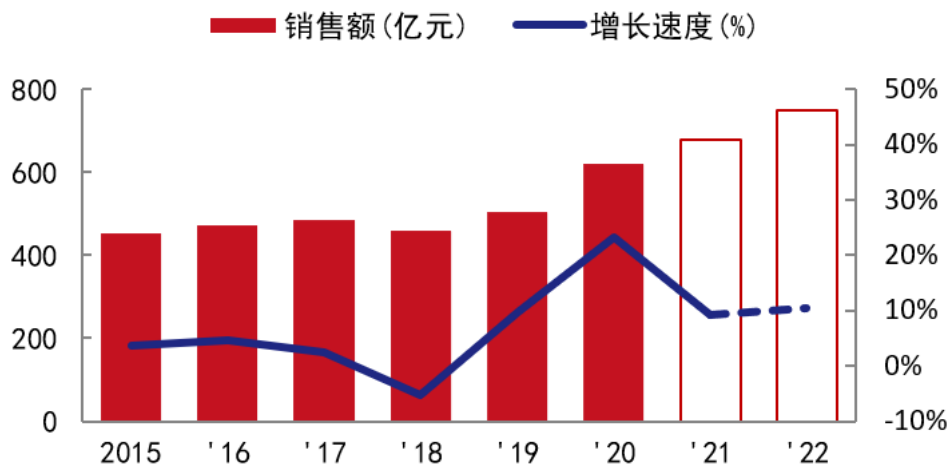
2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

兽药市场规模持续增长，但2021年受下游行业低迷影响，整体销售增速回落

2016-2020年，国内兽药产品销售规模由472.29亿元增长至620.95亿元，年均复合增长率为5.57%。兽药市场整体表现出持续增长趋势，由于2021年下游生猪养殖行业持续低迷，预计兽药行业销售增速回落。随着畜禽产业化进程的加速，国家对兽药管理制度的不断完善，行业对兽药产品的要求提高，企业也纷纷加大研发投入力度，这也使得我国的新兽药产品注册数量波动增长，由2015年的20个增长至2020年的32个。

图1 我国兽药行业销售情况

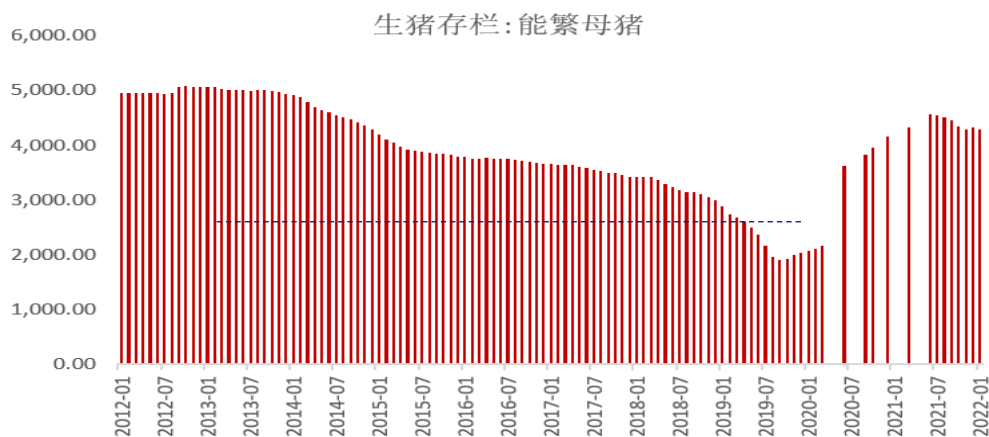


资料来源：公开资料，中证鹏元整理

下游国内能繁母猪存栏量高位运行，生猪价格持续下滑，养殖利润持续亏损，需求收紧

我国是全球的生猪生产和消费大国，生猪存栏量、出栏量以及猪肉产量均居世界第一。供给方面，非洲猪瘟将大部分产能较落后的养殖企业淘汰出局，生猪供应缺口被明显放大。自2018年10月发生非洲猪瘟事件以来，生猪养猪行业加速产能去化，能繁母猪存栏量持续下降。在2019年7月之后国内一些疫情较轻的地区如山西、陕西等加快复养进程、国家出台扶持养殖措施和高养殖利润驱使下，养殖行业补栏意愿强烈等因素的影响下，能繁母猪存栏量自2019年10月以来触底回升。根据农业农村部统计，能繁母猪存栏量在2021年6月达到高点，截至2022年2月底全国能繁母猪存栏为4,268万头。

图2 2021年我国能繁母猪持续高位运行（单位：万头）

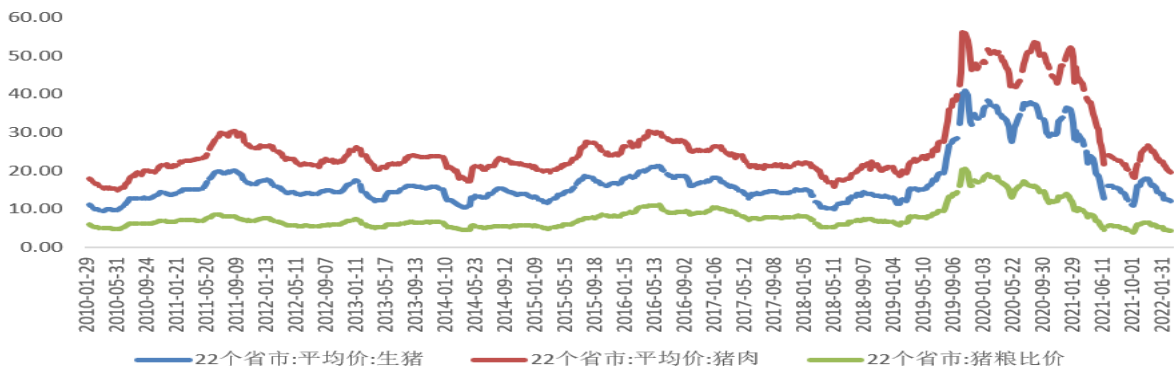


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

我国生猪价格受猪周期影响存在较大波动。自2021年年初生猪价格见顶后一路下跌，在2021年10月短暂反弹后，持续下滑，2022年3月18以来猪肉平均价格下降至每千克12.13元。猪粮价比跌至一级预警期间，养殖利润持续亏损。2022年3月1日国家发改委发布公告，将会同有关部门立即地洞中央冻猪肉储

备收储工作，并指导各地积极收储。虽然中央收储短期内对猪肉价格起到一定信心支撑作用，但面临粮食价格上涨，猪粮比持续走低，整体供应状况决定了近期的收储仍难有效带动的猪价大幅走高，生猪养殖户亏损严重，兽用疫苗、制剂产品作为生猪养殖行业的配套行业，畜用疫苗、制剂的需求产生较大的抑制，出于对疫情防控的谨慎性考虑及养殖成本的综合考虑，养殖企业对兽药的需求有一定收紧。

图3 生猪价格及猪粮比价走势图（单位：元/千克）



资料来源：Wind资讯，中证鹏元整理

我国兽药行业企业数量众多，集中度较低，随着三级防护标准、新版兽药GMP标准等监管政策的推出，行业集中度有望进一步提升

2021年针对兽药监管力度进一步加强。2020年4月21日，农业农村部发布《兽药生产质量管理规范（2020年修订）》（以下简称“新版《兽药GMP》”），自2020年6月1日起施行。新版《兽药GMP》提高了净化、特殊兽药品种生产设施和企业质量管理要求，进一步加强企业生物安全控制。对兽用生物制品生产、检验中涉及生物安全风险的厂房、设施设备以及废弃物、活毒废水和排放空气的处理等监管更加严格，进一步明确，有生物安全三级防护要求的兽用生物制品的生产设施需符合生物安全三级防护标准，检验设施需达到生物安全三级实验室标准。要求所有兽药生产企业应在2022年6月1日前达到新版《兽药GMP》的要求，未达到新版兽药GMP要求的兽药生产企业（生产车间），其兽药生产许可证和兽药GMP证书有效期最长不超过2022年5月31日；自2020年6月1日起，新建兽药生产企业以及兽药生产企业改、扩建或迁址重建生产车间，均应符合新版《兽药GMP》要求。

2021年9月15日，农业农村部办公厅发布《兽药生产许可管理和兽药GMP检查验收有关细化要求》，进一步规范新版《兽药GMP》实施和验收标准。根据《兽药产业发展报告（2020年）》，截止2020年底，我国共有兽药生产企业1633家，其中生物制品企业119家、化学药品企业1,514家，年销售额在2亿元以下的企业占比超过95%，优质产能不足，集中度较低。大型兽药企业依靠强大的研发实力、严格的质量标准、有效的成本控制、先进的制造产能、雄厚的资金实力等，在竞争加剧的行业整合过程中，终将发展成为具有国际竞争力的动保企业龙头。农业农村部2021年相继发布了《进一步优化兽药行政审批服务》、《农业农村部畜牧兽医局同意优化兽药变更注册技术资料要求》、《对“新兽药注册”等行政

许可涉及的97项证明事项实行告知承诺制》等一系列规章制度与文件，目的是简化新兽药审批流程、缩短审批时间、提高评审效率、保护原始创新与自主创新，进一步激发了兽药企业的创新活力，保护企业的创新成果，推动了兽药产业的创新发展。整体来看，自新版《兽药GMP》规范颁布以来，大型兽药企业率先行动，2021年相继取得新版《兽药GMP》证书，无法落实整改的中小型兽药企业未来将退出市场，新版《兽药GMP》实施加速兽药行业规范化，行业集中度有望进一步提升。

五、经营与竞争

公司主要从事兽用药品（包括化药制剂、原料药、中药制剂）、饲料及添加剂的研发、生产和销售。公司建立了以集团客户直销和经销商渠道销售相结合的营销网络，2021年公司加强营销拓展，增强客户粘性，采用差异化信用策略，提升了集团客户¹渗透率，2021年直销客户销售占比较2020年提升3.14%，整体营业收入持续增长。

毛利率方面，由于下游生猪产业出现了产能过剩情况，生猪价格大幅下滑，大部分生猪养殖企业亏损，需求受限叠加上游原料药价格大幅上涨，导致公司2021年面临需求收紧和原材料成本上升的双重压力，公司主要产品成本压力无法正常传导，兽用化药制剂及兽用中药制剂毛利率下降，拖累整体销售毛利率下滑。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
兽用化药制剂	84,557.53	25.92%	62,802.97	38.50%
兽用原料药	6,725.94	33.38%	6,258.91	29.30%
兽用中药制剂	2,491.95	40.69%	2,157.86	47.75%
其他	5,846.26	32.82%	6,526.12	26.73%
合计	99,621.68	27.17%	77,745.85	37.03%

注：销售原材料及外购商品收入、技术开发及转让收入、其他
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司销售收入持续增长，但生猪价格自2021年初见顶后持续下降，下游生猪养殖行业低迷，公司全年经营出现增收不增利状况，2022年一季度仍然未见好转，虽然国家相关部门多次开展中央冻猪肉储备，可在一定程度支撑生猪价格，若未来持续低迷，公司仍存在一定需求波动风险

公司产品以兽用化药制剂及核心原料药为主，同时还包括兽用中药制剂、饲料及添加剂等，已涵盖抗微生物、抗寄生虫等各类药品。产品以猪用药品为核心，同时也在家禽、水产、宠物、反刍等其他药

¹ 集团化客户指拥有多家猪场的大型养殖企业。

品领域进行了拓展。跟踪期内公司主要销售品种未发生变化。从用药对象来看，2021年公司各产品均有不同程度增长，猪用药品较上年增长30.40%，占公司收入比重的81.65%，家禽类用药收入较上年增长42.63%，占公司收入比重的9.62%。水产、宠物及反刍板块因为2021年新建了专业营销队伍，同时基数较低，2021年销售金额同比增长109.35%，但占公司收入比重低。原料药大部分用于自用，对外销售规模较小。2021年，随着新冠肺炎和非洲猪瘟疫情防疫成果的持续巩固，我国经济实现恢复性增长，养猪业恢复至历史正常年度水平，但由于阶段性的生猪产能过剩和需求减少，生猪价格自2021年年初触顶后高位回落，生猪养殖企业盈利水平降低，由于产业链传导因素，下游需求存在一定迟滞，2021年上半年，公司整体经营业绩表现较好，上半年实现营业总收入53,573.94万元，比上年同期增长86.78%；实现归属于母净利润10,132.82万元，比上年同期增长92.77%。随着生猪的价格的持续下滑，生猪养殖企业陷入亏损且逐步加大，需求收紧，公司营收出现下滑，且利润大幅下滑，2021年3、4季度营收增速分别为+0.29%、-10.95%，归母净利润分别同比下降58.54%和75.31%。由于2022年初以来的面对国内生猪产能充裕、需求偏弱，国内生猪价格持续低位运行的状态，公司经营表现不佳，2022年一季度收入和归母净利润较上年分别下降34.40%、96.81%。

为有效稳定生猪市场价格，国家发改委会同有关部门连续发布预警信息，多次开展中央冻猪肉储备收储工作，2022年以来累计挂牌四批次收储近16万吨储备，各地也积极开展收储工作，可在一定程度支撑猪肉价格，但若未来持续低迷，公司仍存在一定需求波动风险。

表2 公司主营业务收入养殖对象构成情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
猪	78,784.67	81.66%	60,409.41	81.66%
家禽	9,280.77	9.62%	6,506.89	8.79%
水产、宠物及反刍	1,682.50	1.74%	803.66	1.09%
原料药	6,725.94	6.97%	6,258.91	8.46%
合计	96,473.88	100.00%	73,978.87	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从公司具体销售品种来看，公司兽用化药制剂及核心原料药主要包括酒石酸泰万菌素、氟苯尼考、替米考星、阿莫西林、盐酸多西环素等产品。2021年核心产品之一酒石酸泰万菌素销售收入较上年下滑1.81%，主要系下游生猪养殖行业持续亏损，酒石酸泰万菌素所适用的病症具有周期缓慢的特点，下游需求减少，酒石酸泰万菌素量价有所下滑。氟苯尼考、替米考星、阿莫西林销售收入增加，主要系公司在加大集团客户的营销力度，针对信用优质的集团化客户采取延长信用期，产品销量增加所致，2021年氟苯尼考（不含注射剂）、替米考星、阿莫西林销量同比分别增加61.73%、71.42%和43.46%，销售均价同比下降4.06%、7.65%和0.37%。盐酸多西环素2021年量价齐升，主要系原材料成本的提升，产品价格提升。其他产品指除酒石酸泰万菌素、氟苯尼考、替米考星、阿莫西林、盐酸多西环素几大重点产品外的其他兽用药品，产品品类多，销售金额小。2021年其他产品销售收入大幅增长，主要是因为公司加

强销售拓展，客户认可度增加，除核心产品外新增其他药品采购增长所致。

2021年公司主要销售区域未发生较大变化，销售区域依然集中在华东、华中、华南地区。但2021年各大区域收入增速略有不同，华南区域增速明显，2021年收入较2020年增长90.87%，区域销售金额超过华中区域，成为公司第二大销售区域。从前五大销售客户来看，公司客户主要为集团化养殖企业和地区经销商，随着下游养殖业集中化程度的不断提升，从主要销售对象来看，均为大型集团化养殖企业，客户质量相对优质，公司会根据下游经销客户的经营等情况进行动态调整，主要客户包括与新希望、双胞胎、天邦股份、中粮肉食、正大集团、扬翔集团、圣农发展、力源集团、立华股份、海大集团等国内知名农牧企业建立稳定合作关系。2020-2021年前十大客户销售占比分别为42.73%、43.97%，客户集中度较高。

表3 公司业务收入分区域销售情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
华东	33,696.77	33.82%	31,700.06	40.77%
华中	19,261.26	19.33%	14,686.53	18.89%
华南	21,124.52	21.20%	11,067.74	14.24%
其他	25,539.13	25.65%	20,291.53	26.10%
合计	99,621.68	100.00%	77,745.85	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年年报

表4 公司前十大销售客户（单位：万元）

客户	2021年		客户	2020年	
	销售金额	销售比例		销售金额	销售比例
第一大客户	9,593.95	9.94%	第一大客户	6,285.72	8.50%
第二大客户	6,084.18	6.31%	第二大客户	6,259.87	8.46%
第三大客户	5,163.18	5.35%	第三大客户	5,302.93	7.17%
第四大客户	4,158.19	4.31%	第四大客户	3,436.13	4.64%
第五大客户	4,086.58	4.24%	第五大客户	2,761.63	3.73%
第六大客户	3,202.62	3.32%	第六大客户	1,855.13	2.51%
第七大客户	2,758.28	2.86%	第七大客户	1,683.57	2.28%
第八大客户	2,647.41	2.74%	第八大客户	1,562.06	2.11%
第九大客户	2,590.05	2.68%	第九大客户	1,310.13	1.77%
第十大客户	2,141.77	2.22%	第十大客户	1,152.46	1.56%
合计	42,426.21	43.97%	合计	31,609.63	42.73%

资料来源：公司提供

2021年公司承受一定的原材料价格上涨压力，原材料控制能力较弱，未来仍面临原料药价格波动带来的不确定性

采购方面，公司供应商甄选由质量部、生产部和采购部等部门共同完成。公司生产部根据销售部门

的销售计划和市场反馈，对重要原辅料进行大宗采购，对一般性物料根据销售计划和库存量进行实时采购。公司原料药以化学原料药为主，化学原料药主要由泰万菌素、氟苯尼考、盐酸多西环素、阿莫西林等原料药构成，结算方式变化不大，盐酸多西环素、阿莫西林、氟苯尼考类产品主要为款到发货，替米考星、泰乐菌素原料一般为7-30天结算账期。

受上游原料药行业淘汰落后产能、加强环保及安全生产力度等举措的实施，整体原材料采购单价上升幅度较大，主要原材料采购单价较上年平均增长15.70%，其中氟苯尼考（粉剂）采购单价同比增加35.25%，酒石酸泰乐菌素采购均价同比增长30.59%，公司承受一定原料药价格上涨压力，采购成本上升明显。2021年由于销量提升，公司原料药采购量增加，平均采购量较上年增加42.98%。公司主要供应商较为稳定，总体采购集中度相对较高，2020-2021年供应商前五大采购占比分别为42.55%和43.04%。2022年初以来原料药价格稳中有跌，公司原料药成本压力有一定缓解，但整体来看，公司对原料药控制能力较低，未来仍面临原料药价格波动带来的不确定性。

表5 公司主要原材料采购情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
化学原料药	63,121.22	86.51%	41,173.29	83.89%
中药原料药	1,193.95	1.64%	709.62	1.45%
饲料原料	677.27	0.93%	956.61	1.95%
辅料	5,924.22	8.12%	4,585.44	9.34%
包材	2,050.21	2.81%	1,655.77	3.37%
采购合计	72,966.86	100.00%	49,080.73	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司目前产能充足，但在建、拟建产线项目规模较大，面临新增产能消纳风险

公司拥有三个生产基地，分别为湖北回盛、武汉回盛和长沙施比龙，均已取得兽药GMP认证，公司建立了较为完善的产品质量控制体系。

公司产能按产品剂型分为化药和中药制剂的粉/散/预混剂、原料药、饲料及添加剂等。从产销率来看，公司实行以销定产与安全库存相结合的生产管理模式，整体维持在较高水平。原料药产销率水平低，主要系部分原料药公司内部消化所致。产能利用率方面，公司粉/散/预混剂的产量、销量规模持续增长，产能利用率持续大幅提升，2021年末公司IPO项目新沟智能化工厂已顺利投产，公司产能得到了有效缓解。公司湖北回盛年产160吨泰万菌素发酵生产基地已经投产，原料药产能整体维持在较高水平；化药制剂-注射剂、饲料及添加剂产能利用率较低，主要系相关产品销售不达预期。

表6 公司主要剂型产能、产量、销量情况（单位：吨；万升）

剂型	指标	2022年1-3月	2021年	2020年
化药/中药制剂-粉/散/预混剂	产能（吨）	3,375.00	3,300.00	3,300.00

	产量（吨）	1,411.63	7,278.10	4,940.41
	销量（吨）	1,441.99	6,740.19	4,714.49
	产销率（%）	102.15	92.61	95.43
	产能利用率（%）	41.83	220.55	149.71
化药制剂-注射剂	产能（万升）	20.75	83.00	83.00
	产量（万升）	3.22	18.37	13.86
	销量（万升）	3.60	16.44	10.88
	产销率（%）	111.80	89.49	78.50
	产能利用率（%）	15.52	22.13	16.70
	产能（吨）	60	240	240
原料药	产量（吨）	12.65	276.14	213.96
	销量（吨）	30.38	104.29	114.98
	产销率（%）	240.16	37.77	53.74
	产能利用率（%）	21.08	115.06	89.15
	产能（吨）	375.00	1,500.00	1,500.00
饲料及添加剂	产量（吨）	70.11	513.26	527.69
	销量（吨）	76.26	465.91	495.86
	产销率（%）	108.77	90.77	93.97
	产能利用率（%）	18.70	34.22	35.18

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司具有一定的研发实力，2021年公司在研发上重视度进一步加强，研发人员118人较2020年新增15人，研发投入金额0.47亿元，占公司营业收入比重的4.71%，研发投入同比增长65.20%，2021年公司获得泰地罗新（二类）、泰地罗新注射液（二类）、功苋止痢散（三类）新兽药证书，研发平台建设不断丰富，建成了宠物药品研究中心，公司为宠物制剂研发配备了研发团队。公司目前主要在建项目包括粉/散/预混剂自动化生产基地新建及扩建项目、年产1000吨泰乐菌素和600吨泰万菌素生产线项目、湖北回盛制剂生产线自动化综合改扩建项目、宠物制剂综合生产线建设项目及粉剂/预混剂生产线扩建项目，其中宠物制剂综合生产线建设项目系公司新布局生产线，涵盖宠物制剂多个品类，有利于实现公司宠物制剂的规模化量产，一定程度实现了产品多元化。2022年3月末公司主要在建工程项目总投资140,561.12万元，已累计投资79,728.35万元，项目建设资金来源主要为募集资金，新增产能规模较大，如未来市场、国家政策环境等因素发生重大不利变化，可能导致募投项目实施后新增产能无法及时或充分消化，从而对公司的经营业绩产生不利影响。

表7 截至2022年3月末公司主要在建项目投资情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	已投入资金	占项目总投资比例	资金来源
年产1000吨泰乐菌素项目	38,000.00	29,698.00	78.15%	IPO超募资金/自有
新沟基地-粉/散/预混剂自动化生产基金建设项目	32,000.00	23,400.37	73.13%	IPO募集资金/自有
新沟基地-研发及质检中心建设项目	7,000.00	5,900.19	84.29%	IPO募集资金/自有

年产 1,000 吨泰乐菌素和年产 600 吨泰万菌素生产线扩建项目	33,324.08	11,527.69	34.59%	可转债募集资金/ 自有
湖北回盛制剂生产线自动化综合改扩建项目	13,882.07	7,604.89	54.78%	可转债募集资金/ 自有
宠物制剂综合生产线建设项目	9,996.92	370.75	3.71%	可转债募集资金/ 自有
粉剂/预混剂生产线扩建项目	6,358.05	1,226.46	19.29%	可转债募集资金/ 自有
合计	140,561.12	79,728.35		

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

以下分析经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年三年连审审计报告、2020年、2021年审计报告及2022年未经审计一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并报表范围未发生变化，2022年一季度新增一家子公司，截至2022年3月末公司合并范围子公司共4家。

资产结构与质量

受2021年可转债的成功发行，公司货币资金大幅增长；公司应收账款规模的持续增长，对公司资金形成一定占用并面临一定回收风险，存货存在一定跌价损失风险

公司于2021年12月17日成功发行规模7亿元的回盛转债，货币资金大幅增长，截至2021年末公司货币资金10.68亿元，其中受限货币资金1.02亿元，为票据保证金，截至2021年3月末货币资金规模为6.82亿元。2021年公司交易性金融资产大幅下降，系理财产品到期赎回，2022年一季度公司新增交易性金融资产2.72亿元，主要为购买的理财产品。公司应收账款主要系集团化养殖客户及部分经销商形成，2021年应收账款持续增长，主要系销售规模及直销模式占比增长所致。2021年末前五大应收对象占比达55.93%，集中度较高。坏账准备计提方面，2020年末公司对应收郑州合之生商贸有限公司账款计提坏账准备871.80万元，2021年郑州合之生商贸有限公司用货物抵偿，公司已全额转回已计提的坏账准备，2021年末公司累积计提坏账准备1,264.21万元，2022年3月末应收账款增加至2.50亿元，主要是集团客户销售增长所致。综合来看，公司应收账款规模持续增长，占用一定的营运资金，若生猪价格持续低迷，下游客户经营和财务出现困难，公司可能面临应收账款回收风险。

2021年末公司存货较上年同期末增长82.68%，存货周转周期一般为3个月左右，2021年存货期末余额较2020年大幅增长主要有两方面原因，一方面是2019、2020年下游生猪养殖行业行情较好，公司产品销量较好，存货周转率较高，2021年公司应对销售收入增加库存备货加之行情低迷所致。2022年3月末存货规模有一定下降，由于上游原材料采购单价波动较大，下游生猪养殖行业持续低迷，生猪价格大幅

下降，出现产能过剩的情况，大部分生猪养殖企业严重亏损，一定程度影响公司产品销售，存货面临一定跌价风险。2020年末公司其他流动资产主要系定期存款，2021年一季度定期存款到期收回，其他流动资产规模大幅下降。

公司固定资产主要由房屋建筑物、机器设备构成，2021年固定资产大幅增长，主要系公司IPO募投项目新沟基地工程完工转入2.55亿元和新购置的房屋建筑物1.38亿元，2021年公司购置一座新办公楼，办公楼为坐落于武汉市武昌区中华路1号阳光喔教育科技综合楼，已取得不动产证书。在建工程大幅增长主要由IPO超募项目泰乐菌素项目、中药提取及制剂生产线项目和制剂生产自动化改扩建项目投入所致。无形资产主要由土地使用权构成。截至2021年末，公司受限资产合计2.17亿元，占资产总额的7.91%，整体受限比例较小。

整体来看，公司现金类资产占比较大，资产流动性尚可；应收账款对公司资金形成一定占用并面临一定回收风险；存货规模大幅增长，存在一定存货跌价风险。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.82	25.26%	10.68	38.96%	3.45	19.71%
交易性金融资产	2.72	10.07%	0.30	1.10%	2.41	13.73%
应收账款	2.50	9.25%	2.32	8.46%	2.02	11.51%
存货	2.02	7.48%	2.32	8.45%	1.27	7.26%
其他流动资产	0.03	0.12%	0.07	0.26%	2.03	11.61%
流动资产合计	14.32	53.00%	15.99	58.32%	11.77	67.18%
固定资产	5.42	20.06%	5.34	19.46%	1.45	8.27%
在建工程	5.76	21.33%	4.73	17.26%	2.67	15.26%
无形资产	1.09	4.04%	1.10	4.01%	0.96	5.47%
非流动资产合计	12.70	47.00%	11.43	41.68%	5.75	32.82%
资产总计	27.01	100.00%	27.42	100.00%	17.52	100.00%

资料来源：2020-2021年审计报告及2022年未经审计一季度财务报表，中证鹏元整理

表9 2021年末公司资产受限情况（单位：万元）

科目	期末账面价值	受限原因
货币资金	10,209.30	票据保证金
应收款项融资	685.83	银行授信
固定资产	5,320.11	银行授信、融资租赁设备
无形资产	5,443.52	银行授信
合计	21,658.76	-

资料来源：公司2021年审计报告，中证鹏元整理

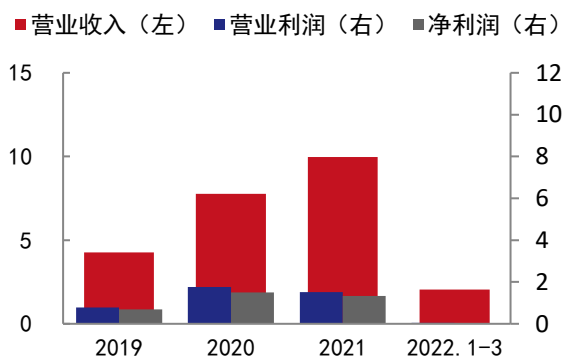
盈利能力

2021年公司销售收入增长，但增收不增利，毛利率下降较多，盈利能力下滑

2021年公司实现营业收入9.96亿元，上年同期增长28.14%，但受上游原料药价格成本大幅上升公司营业成本7.25亿元，同比增长48.18%，2021年公司营业利润和净利润较上年下降14.14%和11.52%，EBITDA利润率和总资产回报率等盈利能力指标下降，盈利能力下滑。

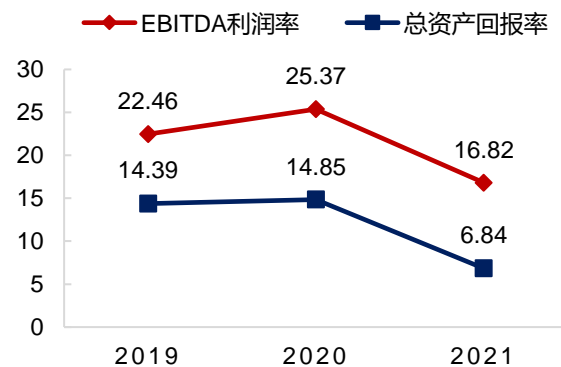
公司下游客户主要为生猪养殖企业，销售收入和营业利润主要来源于猪用药板块，当前我国生猪存栏量处于历史高位，生猪价格低位运行，短期对兽药产品的总体需求趋紧，对公司的经营产生较大影响，2022年1-3月公司营业总收入同比下降34.40%，营业利润及利润总额分别下降93.48%和96.20%，若未来生猪价格无法企稳回暖，公司仍面临毛利率继续下降的风险。

图4 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020、2021 年审计报告及 2022 年未经审计一季度财务报表，中证鹏元整理

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020、2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

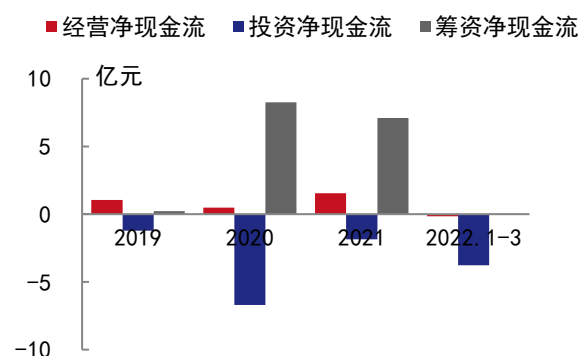
由于公司销售收入的增加及对上游占款增加，公司经营活动现金净流入规模较大，但EBITDA和FFO有一定下滑，整体现金流表现尚可

2021年公司销售策略未发生较大变化，公司采用直销+分销的模式，对不同客户采用差异化的策略，公司给予主要直销客户3-6个月信用账期，较上年未发生较大变化。2021年公司采购成本的上升，现金流出规模有一定增幅，由于公司对上游占款有所增加，应付账款及应付票据高于往年，导致经营现金净流入规模较大，EBITDA、FFO较上年有一定下滑。2021年1-3月公司经营现金净流出1,602.51万元。

2021年公司成功发行了7亿元回盛转债，筹资活动现金净流入规模较大。公司投资活动主要为建设酒石酸泰万菌素扩产、新沟基地建造工设备款程、年产1,000吨泰乐菌素和年产600吨泰万菌素生产线扩建项目所支付的工程、设备款，公司主要在建项目为IPO项目和可转债项目，资金准备较为充裕，同时由于2021年理财资金的到期赎回，使得2021年投资净流出规模大幅收窄。整体来看公司经营现金流表现

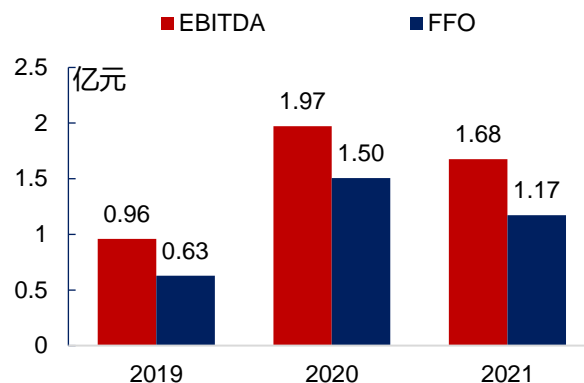
较好，投资项目资金较为充裕，后期融资需求较小。

图 6 公司现金流结构



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020、2021 年审计报告及 2022 年未经审计一季度财务报表，中证鹏元整理

图 7 公司 EBITDA 和 FFO 情况



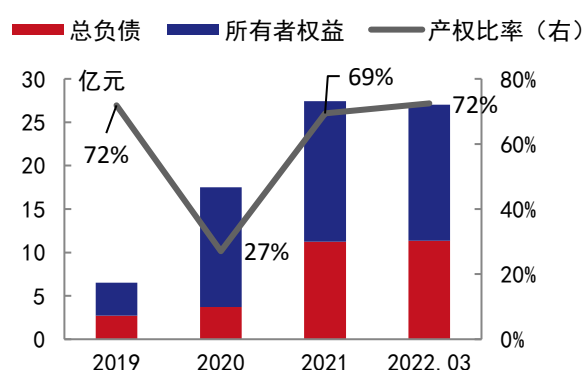
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020、2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司资本实力不断增强，负债水平有所上升，整体偿付压力不大

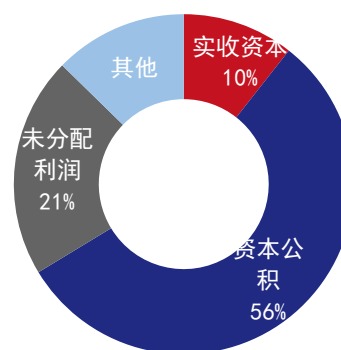
受益于公司日常盈余积累、发行可转债权益部分增加 1.51 亿元，所有者权益较 2020 年末增长 17.40%；但同时公司 2021 年 12 月成功发行本期可转债及短期借款、应付类科目金额增加，负债规模大幅增长，2021 年末产权比率增长至 69.36%，但净资产对负债的保障程度尚可。

图 8 公司资本结构



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020、2021 年审计报告及 2022 年未经审计一季度财务报表，中证鹏元整理

图 9 2022 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年未经审计一季度财务报表，中证鹏元整理

2021 年公司负债规模较上年大幅增加，主要系经营性债务的扩大和回盛转债的发行，应付票据均为银行承兑汇票，应付账款主要为应付的原材料采购款及工程设备采购款，2021 年公司应付票据及应付账

款随着经营规模的扩大相应增长，对上游占款增加。应付债券系公司发行的回盛转债。

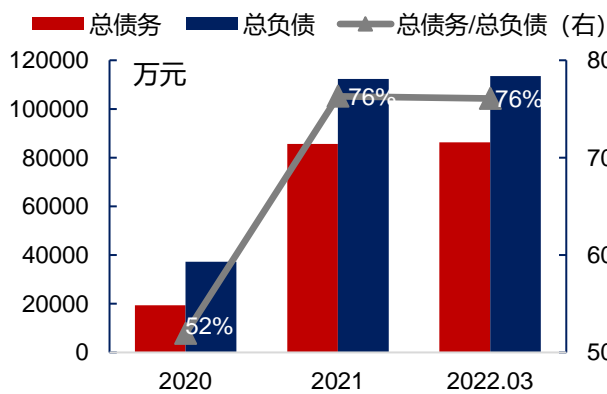
表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.40	12.33%	1.00	8.91%	0.63	16.89%
应付票据	1.73	15.23%	1.76	15.65%	1.15	30.73%
应付账款	1.04	9.16%	1.36	12.08%	0.80	21.39%
一年内到期的非流动负债	0.03	0.28%	0.06	0.57%	0.10	2.60%
流动负债合计	5.38	47.42%	5.03	44.82%	3.39	90.78%
长期借款	0.00	-	0.35	3.14%	0.00	-
应付债券	5.48	48.23%	5.39	48.04%	0.00	-
非流动负债合计	5.97	52.58%	6.20	55.18%	0.34	9.22%
负债合计	11.35	100.00%	11.23	100.00%	3.73	100.00%

资料来源：2020、2021年审计报告及2022年未经审计一季度财务报表，中证鹏元整理

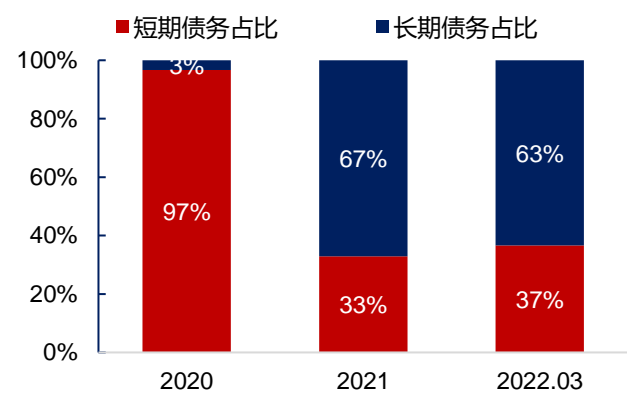
2021年公司总债务规模为8.57亿元，是公司总负债比重的76.31%。总债务规模和占比均较2020年末增加。从债务结构来看，由于应付债券规模较大，2021年末公司总债务主要以长期债务为主。

图 10 公司债务占负债比重



资料来源：公司2020、2021年审计报告及2022年未经审计一季度财务报表，中证鹏元整理

图 11 公司长短期债务结构



资料来源：公司2020、2021年审计报告及2022年未经审计一季度财务报表，中证鹏元整理

2021年公司发行本期可转债后，债务规模增加，资产负债率上升。公司盈利对负债及利息的保障倍数相对较高，同时2021年12月发行可转债获取的资金尚未投入在建项目中，货币资金规模较大，EBITDA利息保障倍数较高，速动比率及现金短期债务比表现较好，但随着在建项目的后续投入，短期偿债指标将会弱化。总体来看，货币资金较为充裕，整体债务风险可控，但公司财务杠杆水平提升，随着后期项目的持续投入，需关注公司盈利及短期的流动性压力变化情况。

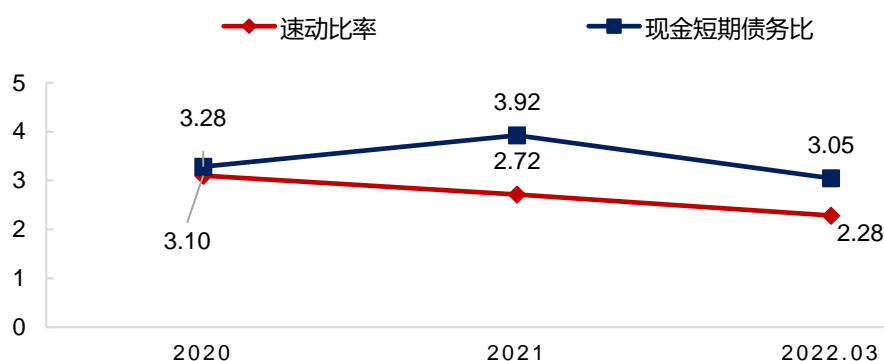
表11 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
------	---------	-------	-------

资产负债率	42.02%	40.95%	21.29%
净债务/EBITDA	--	-1.35	-2.05
EBITDA 利息保障倍数	--	49.46	37.70
总债务/总资本	35.54%	34.61%	12.32%
FFO/净债务	--	-51.95%	-37.26%

资料来源：公司 2020、2021 年审计报告及 2022 年未经审计一季度财务报表，中证鹏元整理

图 12 公司流动性比率情况



资料来源：2020、2021 年审计报告及 2022 年未经审计一季度财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年4月1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；公司股东武汉统盛投资有限公司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。

八、抗风险能力分析

公司主要产品具有一定品牌竞争力，2021年营业收入增长，产能瓶颈得到缓解。但我们也注意到由于下游生猪产业出现了产能过剩情况，生猪价格大幅下滑，大部分生猪养殖企业严重亏损，需求受限。同时公司上游原料药价格大幅上涨，使得公司面临需求紧缩和产品成本上升的双重挤压，2021年销售毛利率下降，公司经营增收不增利。公司2021年可转债发行成功后，财务杠杆上升，另外，受市场价格波动等因素影响，公司募投项目建成后产能是否如期释放并产生预期收益存在不确定性。整体来看，公司抗风险能力一般。

九、结论

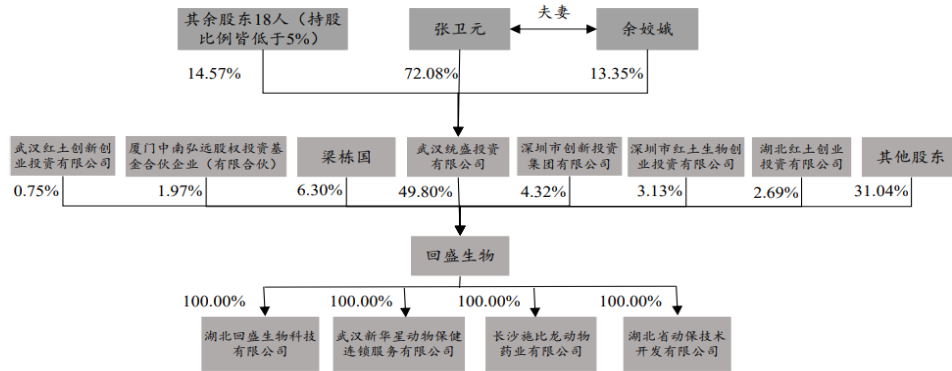
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“回盛转债”的信用等级为AA-。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	6.82	10.68	3.45	1.04
交易性金融资产	2.72	0.30	2.41	0.00
流动资产合计	14.32	15.99	11.77	2.93
固定资产	5.42	5.34	1.45	1.50
在建工程	5.76	4.73	2.67	0.83
非流动资产合计	12.70	11.43	5.75	3.58
资产总计	27.01	27.42	17.52	6.50
短期借款	1.40	1.00	0.63	0.29
应付票据	1.73	1.76	1.15	0.48
一年内到期的非流动负债	0.03	0.06	0.10	0.13
流动负债合计	5.38	5.03	3.39	2.04
长期借款	0.00	0.35	0.00	0.34
应付债券	5.48	5.39	0.00	0.00
非流动负债合计	5.97	6.20	0.34	0.68
负债合计	11.35	11.23	3.73	2.72
总债务	8.64	8.57	1.94	1.33
归属于母公司的所有者权益	15.66	16.19	13.79	3.78
营业收入	2.06	9.96	7.77	4.27
净利润	0.02	1.33	1.50	0.69
经营活动产生的现金流量净额	-0.16	1.56	0.48	1.05
投资活动产生的现金流量净额	-3.76	-1.85	-6.70	-1.23
筹资活动产生的现金流量净额	0.01	7.10	8.26	0.22
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	20.17%	27.17%	37.03%	38.31%
EBITDA 利润率	--	16.82%	25.37%	22.46%
总资产回报率	--	6.84%	14.85%	14.39%
产权比率	72.46%	69.36%	27.05%	71.85%
资产负债率	42.02%	40.95%	21.29%	41.81%
净债务/EBITDA	--	-1.35	-2.05	0.35
EBITDA 利息保障倍数	--	49.46	37.70	34.95
总债务/总资本	35.54%	34.61%	12.32%	26.07%
FFO/净债务	--	-51.95%	-37.26%	187.52%
速动比率	2.28	2.72	3.10	1.08
现金短期债务比	3.05	3.92	3.28	1.22

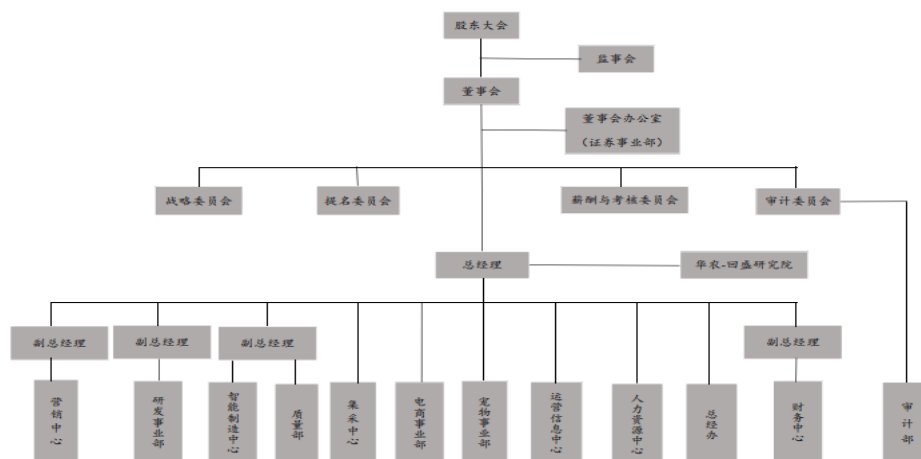
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020-2021 年审计报告及 2022 年未经审计一季报，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附录四 2022年3月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	注册 资本	持股 比例	主营业务
湖北回盛生物科技有限公司	30,000	100%	兽药、饲料及饲料添加剂、专用化学产品、肥料的生产制造；生物有机肥料、生物饲料及复核微生物肥料的研究；饲料添加剂及畜牧渔业饲料的销售
长沙施比龙动物药业有限公司	5,000	100%	兽药、饲料添加剂的生产和销售
武汉新华星动物保健连锁服务有限公司	1,200	100%	兽药、非强制免疫兽用生物制品、肥料、第一类医疗器械的销售；饲料及添加剂的批发兼零售
湖北省动保技术开发有限公司	1,000	100%	农业科学研究和实验发展；技术服务、技术开发等

资料来源：公司 2021 年年报、公开资料，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+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+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+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：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、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。