

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(2022)100459】

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-/2022 年 6 月 21 日

前次跟踪: AA-/稳定/AA-/2021 年 6 月 22 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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 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	0.66	0.77	0.96	2.42
刚性债务	5.72	4.11	4.72	2.34
所有者权益	20.78	25.38	24.90	24.95
经营性现金净流入量	-2.55	-0.69	0.54	1.83
合并口径数据及指标:				
总资产	45.18	46.72	44.80	45.60
总负债	17.89	14.09	14.32	15.36
刚性债务	12.03	8.79	9.27	8.89
所有者权益	27.29	32.63	30.48	30.24
营业收入	20.48	19.15	18.92	4.24
净利润	1.70	2.02	-0.85	-0.27
经营性现金净流入量	4.42	4.04	2.17	1.11
EBITDA	4.21	4.35	1.23	—
资产负债率[%]	39.60	30.16	31.96	33.69
权益资本与刚性债务 比率[%]	226.84	371.06	328.88	340.18
流动比率[%]	183.11	181.92	167.26	150.70
现金比率[%]	21.87	28.09	30.10	38.18
利息保障倍数[倍]	3.45	5.98	-1.58	—
净资产收益率[%]	6.64	6.75	-2.71	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	34.58	35.73	18.76	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-1.14	5.77	-2.65	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.50	9.35	3.56	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.27	0.42	0.14	—

注: 根据溢多利经审计的 2019~2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

王科柯 wkk@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产业技术创新、政策利好、资产质量和财务状况等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在经营业绩下滑、下游需求、项目投资等方面继续面临压力。

主要优势:

- **产业技术领先优势。**溢多利已成为亚洲最大的生物酶制剂制造与服务企业和中国饲用酶制剂市场最主要的供应商,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。
- **替抗饲料添加剂政策利好。**跟踪期内,受商品饲料禁止添加促生长类抗生素政策全面实施影响,近年来溢多利替代抗生素的饲料添加剂产品销售规模持续增长。
- **资产质量大幅提升,财务杠杆低。**溢多利 2022 年 4 月完成剥离全部生物医药资产,回笼现金合计 22.10 亿元,资产质量大幅提升,财务杠杆低且进一步下降。

主要风险:

- **经营业绩将出现显著减少。**跟踪期内,因上游原材料涨价、加大销售推广和研发投入力度导致期间费用增加以及对鸿鹰生物一次性清理不良资产等原因,溢多利经营业绩出现大幅下滑;公司后续仍面临较大的原材料价格波动风险和期间费用成本控制压力。2022 年 4 月,公司剥离了生物医药资产,后续公司整体收入和利润预计将出现显著减少。
- **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。由于“H7N9 病毒”、“猪蓝耳病毒”等疫情时有发生,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，溢多利在各项业务的产能建设方面均有所投入，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均存在不确定性。

➤ 未来展望

通过对溢多利及其发行的本次债券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；认为本次债券还本付息安全性很高，并维持本次债券 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 2021 年财务报表、未经审计的 2022 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。2019 年 6 月 26 日，溢利转债进入转股期，截至本评级报告日已转股 6.11 亿元，剩余债券本金余额为 0.54 亿元。公司存续期内债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司已发行债券概况（截至本评级报告日）

债项名称	当前金额 (亿元)	期限 (年)	票面利率 (%)	转股期间	本息兑付情况
溢利转债	0.54	6	1.00	2019-06-26~2024-12-20	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；年产 1,200 吨甾体药物及中间体项目已于 2022 年 4 月剥离，不再新增投入；年产 15,000 吨食品级生物酶制剂项目已于 2020 年底达到预定可使用状态，但款项尚未付清，后续预计仍需支付 0.51 亿元；目前募投项目仅剩年产 20,000 吨生物酶制剂项目仍处于在建，后续仍需投入 1.77 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 2022 年 3 月末已投入金额	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	湖南格瑞	2.50	2.06	0.73	2022-12-31
年产 15,000 吨食品级生物酶制剂项目	湖南康捷	2.50	1.79	1.99	2020-12-31
年产 1,200 吨甾体药物及中间体项目	科益新	2.00	1.74	2.52	2021-10-31
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

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一

步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业因素

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。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，功能性饲料添加剂市场空间有望被打开。

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。酶制剂工业作为生物工程的重要组成部分，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。随着生物燃料、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，行业增速保持稳定高速发展。

由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“绿色化、个性化、高端化”的代表产业，酶制剂产业正面临良好的发展前景。

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。2018~2019 年，由于生猪市场的需求降低，动物保健行业的销售规模有一定程度下滑，经济效益也有较为明显的下降。2018 年我国兽药行业的销售收入降至 458.97 亿元，2019 年降至 440.95 亿元。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，随着“替抗”需求逐步增长，功能性饲料添加剂市场空间有望被打开。

根据中国饲料工业协会统计数据显示，随着生猪生产加快恢复，水产和反刍动物养殖持续发展，带动饲料工业产量较快增加，2021 年全国工业饲料总产量 29344.3 万吨，比上年增长 16.1%，当年全国饲料添加剂总产量 1477.5 万吨，比上年增长 6.2%，继续保持稳步增长；其中，酶制剂和微生物制剂等产品产量较快增加，分别增长 19%、17.4%。随着饲料禁抗政策的落地和养

殖产业链减抗措施的持续收紧，饲用替抗产品总体需求和市场空间将逐步打开，该公司以替抗饲料添加剂为主打的功能性饲料添加剂产品获得了良好的市场发展机遇。

在行业竞争方面，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。

主要风险：（1）原材料及能源价格波动风险；（2）饲用酶制剂和功能性饲料添加剂受下游养殖行业的周期性波动影响，需求会发生周期性波动。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司的生物酶制剂业务和功能性饲料添加剂产品受益于下游需求增长和国家出台的禁抗政策要求等，收入规模持续增长；但因上游化工原材料上涨等原因，毛利率有显著下降，持续面临较大的原材料成本控制压力。又因加大销售推广和研发力度，期间费用增加较多，加之对鸿鹰生物一次性清理不良资产计提较多减值，使得主业经营收益大幅下滑。2022年4月，公司剥离了竞争日益激烈、效益不断下滑的生物医药全部资产，使得公司整体收入和利润预计将出现显著下滑，但回笼了较多资金，集中发展公司传统的生物酶制剂等业务。

2021年及2022年一季度，该公司实现营业收入分别为18.92亿元和4.24亿元，分别同比减少0.23亿元和增加0.26亿元，总体保持相对稳定；同期毛利率分别为38.20%和26.43%，其中2022年一季度毛利率下滑较多，主要系上游化工原材料、电和蒸汽同比价格上涨所致。

2022年4月，该公司剥离了生物医药相关的全部资产，自2021年9月末起，经营的相关收益和现金流不再归公司，这将使公司经营规模、收入和利润出现大幅下滑。医药板块2019-2020年及2021年1-9月收入分别为12.82亿元、11.07亿元和6.28亿元，占比分别为62.61%、57.83%和48.72%；模拟净利润分别为1.20亿元、1.03亿元和0.33亿元，占比分别为70.27%、50.71%和34.03%，受新合新调整氢化可的松路线，销量减少，以及原料药行业整体低迷以及市场竞争不断加剧的影响，近年来医药板块收入和利润逐年下滑，截至被出售剥离时，收入占比已不到50%，利润占比已不到35%；但剥离后，仍将对公司整体经营业绩产生重大影响。

若不考虑已经剥离的医药板块¹，2019-2021年及2022年一季度该公司收入分别为8.41亿元、8.28亿元、9.68亿元和2.05亿元，毛利分别为3.49亿元、3.99亿元、4.08亿元和0.56亿元，毛利率分别为41.51%、48.22%、42.13%

¹ 即从图表4的数据中剔除医药板块相关收入和毛利等进行简单计算分析。

和 27.32%，2021 年公司的生物酶制剂业务和功能性饲料添加剂业务继续保持增长，毛利率有一定波动；2022 年一季度收入有所下滑主要系上年当期受疫情影响，客户大量备货，基数较高所致，又因上游化工原材料、电和蒸汽同比价格上涨，当期毛利率下滑较多。剥离医药板块后，公司营业收入和毛利主要来自生物酶制剂，2021 年占比分别为 66.68%和 62.13%，同年功能性饲料板块业务的收入和毛利占比分别为 23.43%和 35.16%。

图表 3. 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/南美洲/国内	纵向一体化	规模/技术/政策等
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

资料来源：溢多利

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 4. 公司核心业务经营情况（亿元）

营业收入	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度	2021 年第一季度
甾体激素原料药	12.07	10.87	9.24	2.18	1.62
生物酶制剂	5.10	5.56	6.46	1.49	1.55
功能性饲料添加剂	1.15	1.98	2.27	0.32	0.56
其他	2.17	0.74	0.96	0.25	0.24
合计	20.48	19.15	18.92	4.24	3.97
营业毛利	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度	2021 年第一季度
甾体激素原料药	3.76	3.39	3.15	0.56	0.51
生物酶制剂	2.59	2.58	2.53	0.40	0.79
功能性饲料添加剂	0.62	1.26	1.43	0.16	0.36
其他	0.28	0.15	0.11	0.00	0.02
合计	7.25	7.38	7.23	1.12	1.69
毛利率	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度	2021 年第一季度
甾体激素原料药	31.12%	31.21%	34.09%	25.60%	31.43%
生物酶制剂	50.89%	46.42%	39.26%	26.64%	50.90%
功能性饲料添加剂	53.98%	63.54%	63.24%	51.63%	64.51%
其他	12.87%	20.75%	12.09%	0.84%	10.58%
综合	35.39%	38.56%	38.20%	26.43%	42.48%

资料来源：溢多利

A. 生物酶制剂业务

该公司是国内首家生物酶制剂专业生产企业，自成立以来一直从事生物酶制剂的研发、生产、销售和服务。公司已成为亚洲最大的生物酶制剂制造与服务企业和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、纺织用酶和环保用酶等类别，应用领域较为广泛。公司该业务板块的经营主体为公司本部、子公司湖南鸿鹰生物科技有限公司（以下简称“鸿鹰生物”）及湖南新鸿鹰生物工程有限公司（以下简称“新鸿鹰生物”）等，2019-2021年和2022年一季度，公司生物酶制剂业务分别实现销售收入5.10亿元、5.56亿元、6.46亿元和1.49亿元，其中2021年因下游需求增长和受疫情影响，客户大量备货等影响，收入增幅较大，而2022年一季度因上年同期基数较大，同比有一定下降；同期，毛利率分别为50.89%、46.42%、39.26%和26.64%，近年来因上游化工原材料、电和蒸汽同比价格上涨，生物酶制剂毛利率不断下滑。

饲料用酶制剂是该公司的传统业务，2021年在生物酶制剂业务中的收入占比为71.36%。目前产品包括复合酶系列、单体酶系列，主要产品有溢多酶8/9/A/C/P/NS/L系列、麦酶宝系列、植酸酶迈特系列、植酸酶溢多磷系列、植酸酶威特磷系列以及木聚糖酶、脂肪酶、葡萄糖氧化酶、 β -甘露聚糖酶、蛋白酶、纤维素酶、淀粉酶、 α -半乳糖苷酶、果胶酶、糖化酶等。该业务具有较明显的销售周期波动性，每年的一季度为行业淡季，三、四季度为行业旺季。另外，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。

工业用酶制剂的客户群体主要是食品、纺织、造纸、饲料等生产企业；微生态的客户群体主要是养殖、种植、环境保护、食品及保健品等领域。通过引进国外先进设备、优良菌株以及新型酶制剂开发，中国取得了酶制剂工业的快速发展。目前，该公司主要开展的业务为能源用酶、食品用酶、造纸用酶和环保用酶等。进入21世纪以来，虽然生物酶制剂企业之间仍存在通过降低价格进行竞争的情形，但随着市场规模继续扩大，竞争手段多元化，大部分产品价格和利润率已相对稳定。从细分领域来看，能源和纺织用酶销量略有下滑；而食品用酶销量提升明显，公司以高转化率高纯度糖化酶为代表的食品用酶制剂产品领先于同行产品标准，为国内外市场广泛认可，公司市场份额不断增长。

在采购方面，该公司原材料采购由采购部门负责。采购部门根据生产部门提供的采购物资申购单，结合原材料市场行情、供应商情况与公司库存，组织协调采购工作。通过招标采购、询价对比采购等多种途径，确定公司原料采购价格。通过保持几家供应商之间的竞争，一方面促使供应商提高产品质量，另一方面保证了公司原材料价格和供应的稳定。公司酶制剂板块主要原材料为玉米淀粉、甲醇、葡萄糖浆、硅藻土和珍珠岩等。生物酶制剂业务的原材料成本占比约90%，电及蒸汽等能源成本占比约0.06%。总体来看，生物酶制剂业务跟踪期内主要采购原材料整体有显著上涨，存在较大的原材料成本控制压力。2019-2021年公司的酶制剂业务产品平均单位生产成本为0.69万元/吨、0.75万元/吨和0.97万元/吨，因上游原材料和能源等涨价原因，近年来酶制剂业务平均单位生产成本不断上升。同期，公司的酶制剂业务平

均销售单价分别为 1.40 万元/吨、1.40 万元/吨和 1.59 万元/吨，虽然销售价格也有所上升，但涨价幅度低于成本上升幅度，使得酶制剂业务毛利率不断下滑，公司的酶制剂业务持续面临较大的原材料成本控制压力。

图表 5. 公司生物酶制剂业务主要原材料采购价格变化情况

产品名称	2019 年度			2020 年度			2021 年度		
	单价 (元/公斤)	数量 (吨)	成交 金额 (万元)	单价 (元/公斤)	数量 (吨)	成交 金额 (万元)	单价 (元/公斤)	数量 (吨)	成交 金额 (万元)
玉米淀粉	2.20	13,749.24	3,021.01	2.44	14,549.98	3,549.35	3.50	8419.75	2948.40
甲醇	2.04	9,237.74	1,886.91	1.66	12,567.14	2,088.53	2.71	11327.94	3068.58
葡萄糖浆	2.34	3,507.26	819.98	2.26	1,590.68	359.48	2.65	12021.28	3182.63
硅藻土	2.41	1,248.84	300.97	2.30	1,174.42	269.55	2.33	1050.78	244.64
珍珠岩	1.42	1,897.72	269.45	1.37	1,089.53	149.44	1.34	1050.96	140.40

注：根据溢多利提供的资料整理、绘制

在生产方面，该公司采取以市场为导向的“以销定产”模式，具体根据市场需求和公司产品安全库存制定生产计划，以降低产成品库存，提高公司营运效率。客户根据生产需要向公司确认订单，公司在月末或年末未执行订单数量较少，生物酶制剂产品交货期一般为 7~15 天。

在销售方面，该公司生物酶制剂产品销售采用直销为主、经销为辅的销售模式。公司销售体系由农牧营销中心、海外营销中心和工业酶营销中心组成，专门负责国内及国际市场的开拓与产品销售。三大销售中心在销售方面的分工为：农牧营销中心大客户事业部负责国内饲料行业排名前 35 位的企业，直销事业部负责除国内饲料行业排名前 35 位之外的其他企业，海外营销中心负责国外的生物酶制剂应用企业，工业酶营销中心负责国内除饲料用酶以外的其他工业用酶制剂应用领域企业。

近年来，该公司在生物酶制剂菌种开发、应用效果方面持续大额投入。主要包括生物脱墨酶、生物打浆酶和生物助漂酶的研发及持续改进， α -淀粉酶生产菌的筛选及发酵工艺优化，蛋白酶菌种改造及酶学性能优化等。公司研发领域涵盖工业酶制剂、饲料、食品用酶和饲料添加剂等，有利于保持并提高公司产品竞争力。2019~2021 年，公司研发投入分别为 1.12 亿元、1.23 亿元和 1.30 亿元，占营业收入的比例分别为 5.45%、6.41%和 6.86%。

图表 6. 公司研发投入情况

主营业务	2019 年度	2020 年度	2021 年度
研发人员数量（人）	394	373	403
研发人员数量占比	19.75%	13.20%	14.57%
研发投入金额（万元）	11,164.08	12,282.95	12,977.96

主营业务	2019 年度	2020 年度	2021 年度
研发投入占营业收入比例	5.45%	6.41%	6.86%

注：根据溢多利提供的资料整理、绘制

B. 甾体激素原料药业务

该公司甾体激素原料药业务的经营主体为河南利华制药有限公司（以下简称“利华制药”）、湖南新合新生物医药有限公司（以下简称“新合新”）及其下属子公司等，主要从事该类医药中间体及原料药、制剂的研发、生产与销售业务，根据产品用途可分为皮质激素和性激素两大类。公司对新合新与利华制药经过资源整合，已形成上下较为完整的产业链。2019-2021 年及 2022 年一季度，公司甾体激素原料药业务分别实现营业收入 12.07 亿元、10.87 亿元、9.24 亿元和 2.18 亿元，毛利率分别为 31.12%、31.21%、34.09% 和 25.60%，主要是受生物医药板块子公司新合新调整氢化可的松路线，销量减少，以及原料药行业整体低迷及竞争加剧的影响，医药板块业务收入不断下滑，又因上游原材料和能源涨价等原因，2022 年一季度毛利率有明显下滑。公司已于 2022 年 4 月完全剥离甾体激素原料药业务相关的所有资产。

C. 功能性饲料添加剂业务

近年来，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产品）、抗氧化剂、诱食剂、调味剂、防霉剂和维生素等。为进一步完善战略布局，持续提高饲用抗生素替代产品市场竞争力，经与世唯科技少数股东（曾建国、曾建忠、曾建湘、曾建明等 4 名自然人）进行协商，该公司于 2021 年协议²收购其持有的 29% 股权。根据北京华亚正信资产评估有限公司出具的《资产评估报告》（华亚正信评报字（2021）A02-0009 号），经双方协商，目标公司整体作价 2.75 亿元，本次收购 29% 股权对应的交易总价为人民币 7,975 万元。世唯科技已于 2021 年 6 月 11 日完成股权变更手续并取得浏阳市市场监督管理局颁发的营业执照，公司持有世唯科技的股权比例将由 51% 变为 80%。

2019-2021 年及 2022 年一季度，该公司功能性饲料添加剂业务分别实现销售收入 1.15 亿元、1.98 亿元、2.27 亿元和 0.32 亿元，毛利率分别为 53.98%、63.54%、63.24% 和 51.63%，公司功能性饲料添加剂主要由饲用替抗产品组成，自商品饲料禁止添加促生长类抗生素（中药类除外）政策施行以来，公司饲用替抗产品收入显著增长；受益于功能性饲料添加剂量产以后规模效应显现，毛利率水平有显著提升。2022 年一季度因上游化工原材料和能源涨价等原因以及下游养殖行业亏损严重，减少了博落回散等产品，公司的功能性饲料添加剂业务收入和毛利率均有显著下滑。

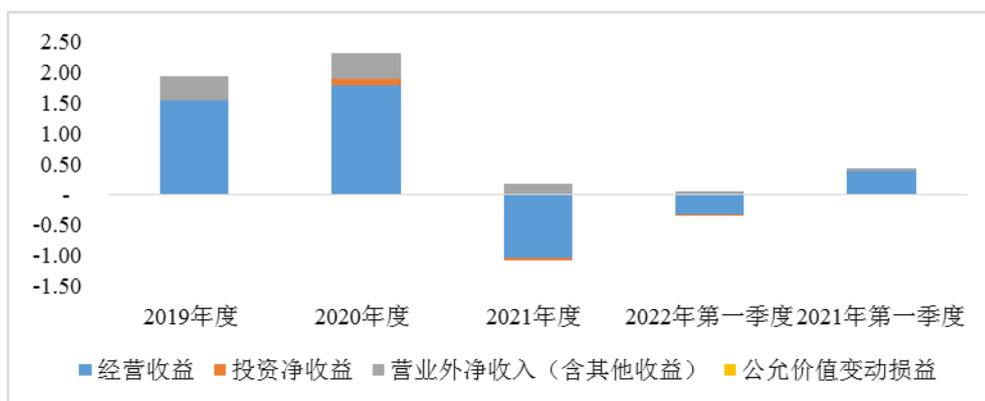
² 交易双方于 2021 年 4 月 27 日签署了《关于收购长沙世唯科技有限公司 29% 股权之股权转让协议》，详见上市公司公告 2021-60。

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，能有效提高饲养动物的生产性能，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。

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 7 月 1 日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。公司提前布局，对现有生物酶制剂产品葡萄糖氧化酶、复合酶，植物提取物产品博落回散，酸化剂产品三丁酸甘油酯进行了多批次的替抗效果试验，已形成了有效的替抗饲料添加剂解决方案。

（2）盈利性

图表 7. 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

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。2019~2021 年及 2022 年第一季度，公司实现的营业毛利分别为 7.25 亿元、7.38 亿元、7.23 亿元和 1.12 亿元，跟踪期内因医药板块业务收入下滑和上游原材料及能源涨价等原因，营业毛利同比有所减少。

图表 8. 公司经营收益结构分析

公司经营收益结构	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业毛利（亿元）	7.25	7.38	7.23	1.12	1.69

公司经营收益结构	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
期间费用 (亿元)	5.35	5.10	6.39	1.38	1.27
其中: 销售费用 (亿元)	1.67	1.44	1.98	0.35	0.31
管理费用 (含研发费用, 亿元)	3.03	3.08	3.97	0.93	0.88
财务费用 (亿元)	0.66	0.58	0.44	0.10	0.09
期间费用率 (%)	26.14	26.62	33.78	32.56	31.99
其中: 财务费用率 (%)	3.20	3.03	2.33	2.35	2.16
资产减值损失 (含信用减值损失) (亿元)	0.16	0.27	1.64	0.01	-0.02
经营收益 (亿元)	1.53	1.79	-1.05	-0.32	0.39
全年利息支出总额 (亿元)	0.76	0.47	0.34	-	-
其中: 资本化利息数额 (亿元)	0.04	0.00	0.00	-	-

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、加大市场推广力度和持续加大研发投入等, 跟踪期内公司期间费用有显著增加, 2019~2021 年及 2022 年第一季度公司期间费用分别为 5.35 亿元、5.10 亿元、6.39 亿元和 1.38 亿元, 期间费用主要集中于管理费用、研发费用和销售费用, 整体期间费用率分别为 26.14%、26.62%、33.78% 和 32.56%, 跟踪期内期间费用率有显著上升, 关注公司较高的期间费用率对盈利的不利影响。同期, 公司的资产减值损失 (含信用减值损失) 分别为 0.16 亿元、0.27 亿元、1.64 亿元和 0.01 亿元, 主要为存货跌价损失和应收账款坏账损失, 其中 2021 年金额较大, 主要系当年公司对子公司鸿鹰生物一次性清理积压的维生素 B12 产品和客户欠款, 对相关存货和出现问题客户欠款一次性全额计提存货跌价 0.48 亿元和应收账款坏账准备 0.35 亿元, 同时对鸿鹰生物相关的商誉全部计提商誉减值 0.76 亿元所致。

图表 9. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
投资净收益 (亿元)	-0.02	0.09	-0.02	0.00	-0.01
营业外净收入 (含其他收益和资产处置收益) (亿元)	0.40	0.43	0.18	0.05	0.03
公允价值变动损益 (亿元)	-	-	-	-	-

资料来源: 根据溢多利所提供数据整理

近年来, 非经营性损益对该公司利润亦提供较大贡献。2019~2021 年, 公司收到政府补助分别为 0.41 亿元、0.52 亿元和 0.24 亿元, 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。

因 2021 年计提较多资产减值, 加之期间费用有显著增加, 该公司 2021 年净利润亏损 0.85 亿元, 2022 年一季度因上游原材料和能源涨价和收入下滑等原因, 净利润继续亏损 0.27 亿元, 而 2020 年及 2021 年一季度净利润分别盈利 2.02 亿元和 0.35 亿元。需关注公司的资产质量和期间费用控制压力以及

原材料价格波动对公司盈利能力的影响。

2022年4月，该公司出售了医药板块全部资产，根据模拟的备考合并报表，2019-2020年及2021年1-9月净利润分别为1.70亿元、2.02亿元和0.95亿元，其中，医药板块模拟净利润分别为1.20亿元、1.03亿元和0.33亿元，剥离医药板块后，剩下的生物酶制剂、动物营养与健康板块模拟净利润分别为0.51亿元、1.00亿元和0.63亿元，其中2021年1-9月未考虑上述鸿鹰生物的资产减值（包括信用减值）。剥离医药板块后，公司整体业绩将有显著下滑。

(3) 运营规划/经营战略

不考虑已经剥离的医药板块，该公司目前主要在建项目为内蒙年产20,000吨生物酶制剂项目三期和格瑞生物年产20,000吨生物酶制剂项目、康捷生物年产15,000吨食品级生物酶制剂项目等。截至2021年末，公司在建项目、拟建项目的预计投资总额为9.40亿元，已投资金额为2.95亿元。公司后续仍有一定规模的资本性支出计划，且主要通过自有资金满足投资需求，将面临一定的融资压力，同时新建产能能否消化存在不确定性。

管理

跟踪期内，该公司控股权结构保持稳定，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，该公司控股权结构保持稳定，控股股东珠海市金大地投资有限公司（简称“金大地投资”）仍持有公司30.97%的股权，持股比例未发生变化；实际控制人为陈少美，持有金大地投资90%的股权。截至2021年12月4日最新相关公告，金大地投资已累计质押公司股份0.19亿股，占其持有公司股份的12.52%，占公司股份总数的3.88%。

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。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 10. 公司重大不良行为记录列表（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	2022/5/6	无	无	无	不涉及

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
各类债券还本付息	公开信息披露	2022/6/2	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	2022/6/2	无	无	无	不涉及
工商	国家企业信用信息公示系统	2022/6/2	无	无	无	不涉及
质量	公开信息	2022/6/2	无	无	无	不涉及
安全	公开信息	2022/6/2	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

跟踪期内，该公司剥离了生物医药全部资产，回笼较多现金，整体资产质量得到大幅提升，财务杠杆低且进一步下降，整体财务状况得到大幅改善。

1. 数据与调整

致同会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2019 年至 2021 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 2022 年第一季度财务报表未经审计。

近年来该公司生物医药板块业务的市场竞争不断加剧，保持竞争优势需要进行强大的资本投入，而公司尚处于蓝海的工业酶制剂领域投入也在逐年加大，因此，基于业务发展和战略布局等综合考虑，2022 年 4 月，公司将生物医药业务相关的全部资产（即所持新合新 74.8057% 的股权、科益新 100% 的股权和利华制药 100% 的股权）出售给了昂利康、朱国良、醇投实业、沅澧投资、嘉山投资、晟创制药、何丽招等交易对手，2021 年 9 月末所出售标的的评估总价值为 15.79 亿元，按持股比例计算的账面净资产总额为 8.28 亿元，本次交易最终确定的现金交易对价 13.02 亿元；另外，由标的公司偿还对公司的债务及利息，合计 9.08 亿元³。本次交易不涉及业绩承诺。截至本评级报告日，上述交易对价及标的公司偿还公司的债务及利息合计 22.10 亿元均已到账；其中，51,316 万元拟用于偿还银行贷款，剩余资金将用于发展生物酶制剂和动物营养与健康业务。上市标的公司自 2022 年 4 月末开始不再纳入公

³ 标的公司偿还的 9.08 亿元债务及利息中，有 3.86 亿元为 2021 年 10 月 1 日至交割前标的公司以自有资金偿还所欠公司的债务及利息；剩余 5.22 亿元由标的公司于交割时偿还。

司合并报表口径，其经营产生的收益和现金流自 2021 年 9 月末开始统归交易对手所有。

截至 2021 年 9 月末，交易前该公司的总资产、总负债和权益资本分别为 46.05 亿元、13.71 亿元和 32.34 亿元，资产负债率为 29.77%；根据公司公布的 2021 年 9 月末编制的剥离医药板块后的备考合并报表数据，交易后公司的总资产、总负债和权益资本分别为 38.46 亿元、8.18 亿元和 30.28 亿元，资产负债率为 21.27%，财务杠杆进一步降低，主要变化的资产项目为其他应收款由 0.55 亿元大幅增加至 21.40 亿元，主要为剥离标的公司应收股权收购款和应收对剥离标的公司的债权，并已于 2022 年 4 月全部到账；存货由 10.67 亿元大幅减少至 1.66 亿元，固定资产由 12.31 亿元大幅减少至 6.61 亿元，商誉由 4.77 亿元大幅减少至 1.12 亿元，无形资产由 3.82 亿元减少至 2.22 亿元；主要变化的负债项目为银行短期借款由 6.63 亿元减少至 3.74 亿元。总体来看，剥离医药板块业务后，公司财务状况得到大幅改善，财务杠杆进一步降低，资产质量得到大幅提升。

图表 11. 公司剥离生物医药资产前后财务状况对比（单位：亿元）

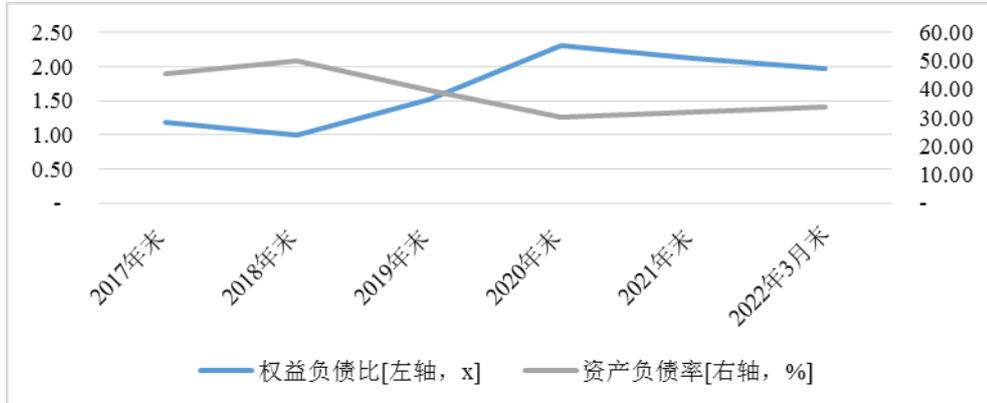
报表项目	2021 年 9 月末		2020 年末	
	交易前	交易后（备考）	交易前	交易后（备考）
流动资产	19.87	27.39	20.83	26.89
货币资金	1.61	1.01	3.03	1.48
应收账款	5.85	2.95	5.86	2.73
其他应收款	0.55	21.40	0.34	20.67
存货	10.67	1.66	10.50	1.57
非流动资产	26.18	11.07	25.89	11.20
固定资产	12.31	6.61	12.85	6.81
在建工程		0.41	3.17	0.22
无形资产	3.82	2.22	3.82	2.38
商誉	4.77	1.12	4.77	1.12
总资产	46.05	38.46	46.72	38.09
流动负债	10.44	5.69	11.45	5.19
短期借款	6.63	3.74	6.36	2.93
应付票据	0.90	0.03	1.11	
应付账款	1.94	0.73	2.54	0.80
非流动负债	3.27	2.49	2.64	1.85
长期借款	1.37	1.37	0.71	0.71
应付债券	0.49	0.49	0.48	0.48
递延收益	1.24	0.54	1.28	0.58
总负债	13.71	8.18	14.09	7.04
权益资本	32.34	30.28	32.63	31.05
营业收入	12.89	6.84	19.15	8.56
净利润	0.95	0.51	2.02	1.00
经营活动净现金流	1.17	未提供	4.04	未提供
资产负债率	29.77%	21.27%	30.16%	18.48%

资料来源：根据溢多利所提供数据绘制

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

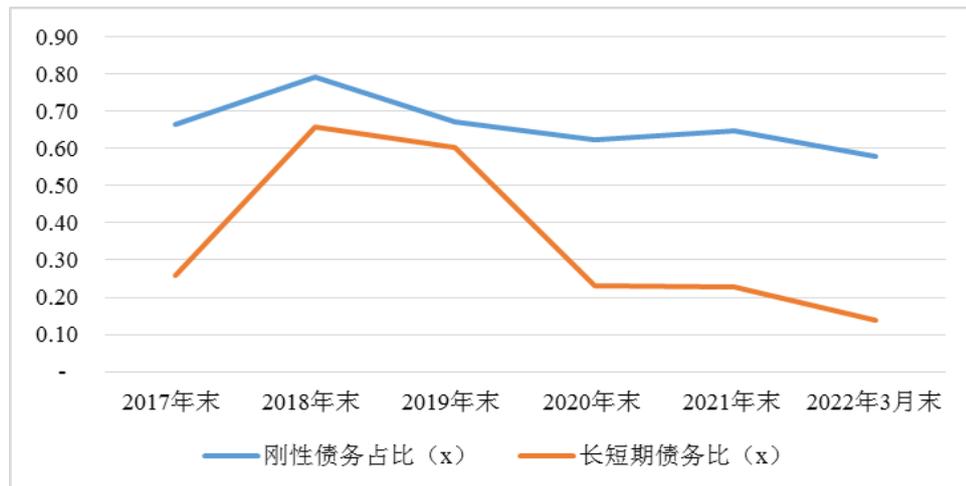


资料来源：根据溢多利所提供数据绘制

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司负债总额分别为 17.89 亿元、14.09 亿元、14.32 亿元和 15.36 亿元，因项目的建设投入等，跟踪期内公司债务规模有一定增加，但总体变化不大；同期末，资产负债率分别为 39.60%、30.16%、31.96% 和 33.69%，近年来公司整体财务杠杆保持在较低水平，2022 年 4 月公司剥离医药板块后，预计财务杠杆将有进一步下降，公司整体财务结构将更加稳健。

(2) 债务结构

图表 13. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	11.67	19.00	12.03	8.79	9.27	8.89
应付账款 (亿元)	1.96	1.41	2.89	2.54	2.48	2.42
预收账款 (含合同负债,	0.09	0.12	0.07	0.05	0.08	0.10

核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
亿元)						
其他应付款 (亿元)	1.54	1.00	0.57	0.58	0.43	2.23
刚性债务占比 (%)	66.49	79.37	67.23	62.40	64.72	57.85
应付账款占比 (%)	11.15	5.88	16.14	18.02	17.33	15.72
预收账款占比 (%)	0.52	0.51	0.37	0.33	0.56	0.65
其他应付款占比 (%)	8.76	4.17	3.19	4.13	3.01	14.50

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。近年来，刚性债务在负债总额中的比重较高，占负债总额的比例均在 60% 以上。2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，公司的刚性债务分别为 12.03 亿元、8.79 亿元、9.27 亿元和 8.89 亿元，跟踪期内公司刚性债务规模保持相对稳定；同期末，公司的应付账款分别为 2.89 亿元、2.54 亿元、2.48 亿元和 2.42 亿元，主要由工程及设备款和应付货款构成，跟踪期内变化不大；同期末，公司的其他应付款分别为 0.57 亿元、0.58 亿元、0.43 亿元和 2.23 亿元，主要为保证金、押金和其他往来款，其中 2022 年 3 月末有大幅增加，主要为交易对手收购公司医药板块业务资产支付的定金。总体看，公司剥离医药板块后，公司刚性债务、应付账款、其他应付款规模均将有大幅下降

(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	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务合计	9.72	11.33	7.01	7.60	8.00	8.39
其中：短期借款	8.96	9.96	5.01	6.36	6.57	7.28
应付票据	0.23	0.17	1.37	1.11	0.83	1.09
一年内到期非流动负债	0.53	1.18	0.63	0.14	0.60	0.02
其他短期刚性债务	0.00	0.02	-	-	-	-
中长期刚性债务合计	1.95	7.67	5.02	1.19	1.27	0.50
其中：长期借款	1.46	1.88	1.59	0.71	0.77	-
应付债券	-	5.39	3.27	0.48	0.50	0.50
其他中长期刚性债务	0.49	0.41	0.16	-	-	-

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，2022 年 3 月末公司短期借款 7.28 亿元（包括 1 年内到期的长期借款 0.54 亿元），其中保证借款和抵押借款分别为 5.57 亿元和 1.71 亿元，主要由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提供担保。公司应付债券为存续期内的“溢利转债”，2022年3月末债券余额为0.59亿元（其中0.09亿元计入其他权益工具）。

根据该公司提供的数据，除“溢利转债”外，截至2022年3月末公司有息债务融资成本相对集中在4-5%之间，融资成本为较合理水平。

图表 15. 公司 2022 年 3 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1年以内	1~2年（不含2年）	2~3年（不含3年）	3~5年（不含5年）	5年及以上
3%以内	—	—	—	0.59	—
3%~4%（不含4%）	0.40	—	—	—	—
4%~5%（不含5%）	5.93	—	—	—	—
5%及以上	0.95	—	—	—	—
合计	7.28	—	—	0.59	—

资料来源：溢多利

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 16. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
营业周期（天）	454.00	398.83	379.33	439.19	422.18	-
营业收入现金率（%）	90.99	96.37	85.76	94.11	90.18	102.82
业务现金收支净额（亿元）	1.96	3.66	6.70	5.87	4.66	1.74
其他因素现金收支净额（亿元）	-2.00	-1.62	-2.28	-1.83	-2.49	-0.63
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-0.04	2.04	4.42	4.04	2.17	1.11
EBITDA（亿元）	2.91	3.93	4.21	4.35	1.23	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.25	0.26	0.27	0.42	0.14	-
EBITDA/利息支出（倍）	5.46	4.42	5.50	9.35	3.56	-

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。

2019~2021年度，该公司营业周期分别为379.33天、439.19天和422.18天，近年来公司营运周期有所波动。2020年以来，受疫情影响，公司存货储备规模较大，且应收账款账期略有延长，整体营业周期有所增加。

2019~2021年及2022年第一季度，该公司经营活动产生的现金流量净额

分别为 4.42 亿元、4.04 亿元、2.17 亿元和 1.11 亿元，2021 年以来公司经营活
动净现金流有大幅减少，主要生物医药板块收入减少、税费返还减少以及
期间费用支出增加所致。

2019~2021 年度，该公司 EBITDA 分别为 4.16 亿元、4.35 亿元和 1.23 亿
元，因 2021 年公司期间费用上升并一次性计提了较大金额的资产减值损失
(包括信用减值损失)，净利润大幅减少并出现亏损，当年 EBITDA 大幅减
少，EBITDA 对刚性债务和利息的保障程度分别大幅下降至 0.14 倍和 3.56 倍，
但总体仍尚可，并且对鸿鹰生物的相关问题资产均已处置，2022 年公司的
EBITDA 对刚性债务和利息支出的覆盖程度有望得到恢复。

(2) 投资环节

图表 17. 公司投资环节现金流量状况 (单位: 亿元)

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-0.39	-0.14	-0.78	-0.26	-0.92	2.03
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	-3.49	-1.34	-3.88	-2.83	-1.63	-0.22
其他因素对投资环节现金流量影响 净额	0.53	0.00	0.00	-0.02	0.00	0.00
投资环节产生的现金流量净额	-3.35	-1.48	-4.66	-3.11	-2.55	1.81

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

2019~2021 年及 2022 年第一季度，该公司投资活动产生的现金流量净额
分别为-4.66 亿元、-3.11 亿元、-2.55 亿元和 1.81 亿元，因继续进行项目建设
投入及收购鸿鹰生物和世唯科技少数股东股权⁴，2021 年公司投资活动现金流
继续较多净流出，但有所减少；2022 年一季度因收到交易对手支付的股权收
购款定金 2.03 亿元而呈现净流入。2022 年 4 月，公司已收到剩下的股权收
购款，将用于偿还银行借款、日常经营及项目建设，资金目前相对较为充裕。

(3) 筹资环节

图表 18. 公司筹资环节现金流量状况 (单位: 亿元)

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
权益类净融资额	-0.38	-0.16	-0.59	0.47	-0.34	0.00
其中：利润分配现金流	-0.38	-0.16	-0.41	-0.40	-0.34	0.00
债务类净融资额	3.15	7.56	-6.37	-0.05	0.49	-0.72
其中：现金利息支出现金流	-0.32	-0.84	-0.46	-0.35	-0.36	-0.09

⁴公司本期收购子公司湖南鸿鹰生物科技有限公司和长沙世唯科技有限公司的少数股东股权，收
购后持股比例分别为 100%和 80%，收购对价分别为 1,951.36 万元和 7,975 万元。

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
其他与筹资活动有关的现金流净额	0.22	-1.10	0.11	-0.47	0.22	-0.32
筹资环节产生的现金流量净额	2.99	6.31	-6.84	-0.05	0.37	-1.05

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

该公司经营性支出和资本性支出主要通过新增金融机构借款及发行股票等方式满足。2019~2021年及2022年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-6.84亿元、-0.05亿元、0.37亿元和-1.05亿元。2021年公司新增了少量银行短期借款，但随着公司收到股权收购款定金，公司于2022年一季度偿还了部分银行长期借款。公司已于2022年4月收到剩余的股权收购款和标的公司所欠公司的所有款项，货币资金亦较为充裕，短期内筹资活动现金流将主要呈现净流出状态。

4. 资产质量

图表 19. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017年 末	2018年 末	2019年 末	2020年 末	2021年 末	2022年3月 末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	17.24	25.87	20.42	20.83	19.52	20.33
	44.84	53.88	45.19	44.58	43.57	44.59
其中：现金类资产（亿元）	2.29	9.61	2.44	3.22	3.51	5.15
应收账款（亿元）	5.40	4.75	5.66	5.86	4.87	4.22
存货（亿元）	7.79	10.04	10.74	10.50	9.92	9.87
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	21.21	22.14	24.76	25.89	25.28	25.27
	55.16	46.12	54.81	55.42	56.43	55.41
其中：固定资产（亿元）	11.11	11.21	13.44	12.85	13.96	13.88
在建工程（亿元）	0.69	1.87	2.09	3.17	1.98	2.11
无形资产（亿元）	3.31	3.61	3.66	3.82	4.20	4.13
商誉（亿元）	4.85	4.77	4.77	4.77	3.96	3.96

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

跟踪期内，因计提较多的商誉减值和资产减值以及经营亏损等原因，公司总资产规模略有下滑，2019-2021年末及2022年3月末分别为45.18亿元、46.72亿元、44.80亿元和45.60亿元。公司资产相对集中于非流动资产，2022年3月末占比为55.41%。

该公司流动资产主要集中于现金类资产、应收账款（含合同资产）和存货。截至2022年3月末，公司现金类资产为5.15亿元（其中受限0.38亿元），主要为货币资金和应收银行票据4.76亿元和0.40亿元；随着2022年4月公司收

到剩余股权收购款和标的公司所欠公司的所有款项，公司的现金类资产已大幅增加，目前现金类资产较为充裕。2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，公司的应收账款分别为 5.66 亿元、5.86 亿元、4.87 亿元和 4.22 亿元，因公司加强应收账款催收，同时对鸿鹰生物的部分客户欠款进行一次性集中清理，跟踪期内应收账款规模有所下降；截至 2021 年末，公司账龄在 1 年以内、1-2 年和 2 年以上的应收账款余额分别为 4.59 亿元、0.88 亿元和 0.33 亿元，分别已计提坏账准备 0.23 亿元、0.21 亿元和 0.19 亿元，公司的应收账款约一半集中于医药板块，随着医药板块的剥离，公司的应收账款也将大幅减少，并且已于 2021 年一次性集中清理了鸿鹰生物有问题的应收账款，2021 年末 1 年以上的应收账款主要集中于医药板块。同期末，公司的存货分别为 10.74 亿元、10.50 亿元、9.92 亿元和 9.87 亿元，近年来存货金额持续较大，主要受错峰生产措施影响而提前备货所致，跟踪期内因对积压的鸿鹰生物 B12 维生素产品集中一次性计提跌价准备，存货规模有一定下降；公司存货规模主要集中于医药板块，剥离医药板块后，公司的存货规模已不大。

该公司非流动主要集中于固定资产、在建工程和商誉等。2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，公司的固定资产分别为 13.44 亿元、12.85 亿元、13.96 亿元和 13.88 亿元，在建工程分别为 2.09 亿元、3.17 亿元、1.98 亿元和 2.11 亿元，主要厂房等房屋、建筑物和机器设备等，其中固定资产约一半属于医药板块，在建工程绝大部分均属于医药板块，剥离医药板块后，将只剩下约一半的固定资产。同期末，公司的商誉分别为 4.77 亿元、4.77 亿元、3.96 亿元和 3.96 亿元，因 2021 年公司对鸿鹰生物的剩余商誉全部计提减值，商誉规模有所下降；公司剩下的商誉主要集中于医药板块子公司，剥离医药板块后，公司剩下的商誉将只剩下子公司湖南龙腾生物科技有限公司和世唯科技的商誉，分别为 0.04 亿元和 0.37 亿元，合计 0.41 亿元，规模较小。

截至 2022 年 3 月末，该公司受限资产账面价值合计 1.50 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，此外受限的货币资金 0.26 亿元和银行应收票据 0.12 亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 20. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率 (%)	123.77	179.33	183.11	181.92	167.26	150.70
速动比率 (%)	60.93	106.96	82.52	88.00	80.59	75.47
现金比率 (%)	16.41	66.58	21.87	28.09	30.10	38.18

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

截至 2022 年 3 月末，该公司流动比率、速动比率和现金比率 150.70%、

75.47%和 38.18%，整体流动性良好，并且公司于 2022 年 4 月收到了很多的股权收购款和交易标的子公司的欠款，目前公司流动性充裕。

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

该公司本部主要从事饲用酶制剂的生产、研发及销售。截至 2021 年末，公司本部资产总额为 30.87 亿元，所有者权益 24.90 亿元；2021 年度，公司本部实现营业收入 6.11 亿元，净利润-0.19 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 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信合计人民币 17.52 亿元，其中已使用授信额度合计人民币为 8.21 亿元，利率区间为 3.50%~5.20%之间。

图表 21. 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	已使用授 信	利率区间	附加条件/ 增信措施
全部（亿元）	17.52	17.52	8.21	3.50%-5.20%	抵押、担保
其中：国家政策性金融机构（亿元）	0.57	0.57	-	-	抵押、担保
工农中建交五大商业银行（亿元）	5.96	5.96	3.95	4.00%-5.00%	抵押、担保
其中：大型国有金融机构占比（%）	37.27	37.27	48.11	—	—

资料来源：根据溢多利所提供数据整理（截至 2022 年 3 月末）

附带特定条款的债项跟踪分析

该公司拟采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。其中，转股期自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

转股价格的确定及其调整方面，本次发行的可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日该公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价。具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

在本次发行之后，当该公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不

包括因本次发行的可转债转股而增加的股本)或配股、派送现金股利等情况使公司股份发生变化时,将依次进行转股价格调整,并在中国证券监督管理委员会指定的上市公司信息披露媒体上刊登转股价格调整的公告,并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股期间(如需)。

此外,当该公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次发行的可转债持有人的债权利益或转股衍生权益时,公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次发行的可转债持有人权益的原则调整转股价格。

本次发行可转换公司债券预案中亦制定了转股价格向下修正条款、转股股数的确定方式以及转股时不足一股金额的处理方法、赎回条款、回售条款和转股后的股利分配等。

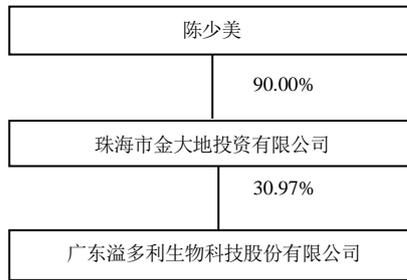
跟踪评级结论

跟踪期内,该公司的生物酶制剂业务和功能性饲料添加剂产品受益于下游需求增长和国家出台的禁抗要求等,收入规模持续增长;但因上游化工原材料上涨等原因,毛利率有显著下降,持续面临较大的原材料成本控制压力。又因加大销售推广和研发力度,期间费用增加较多,加之对鸿鹰生物一次性清理不良资产计提较多减值,使得主业经营收益大幅下滑。2022年4月,公司剥离了竞争日益激烈、效益不断下滑的生物医药全部资产,将使得公司整体收入和利润出现显著下滑,但回笼了较多资金,集中发展公司传统的生物酶制剂等业务。

跟踪期内,公司剥离了生物医药全部资产,回笼较多现金,整体资产质量得到大幅提升,财务杠杆低且进一步下降,整体财务状况得到大幅改善。

附录一：

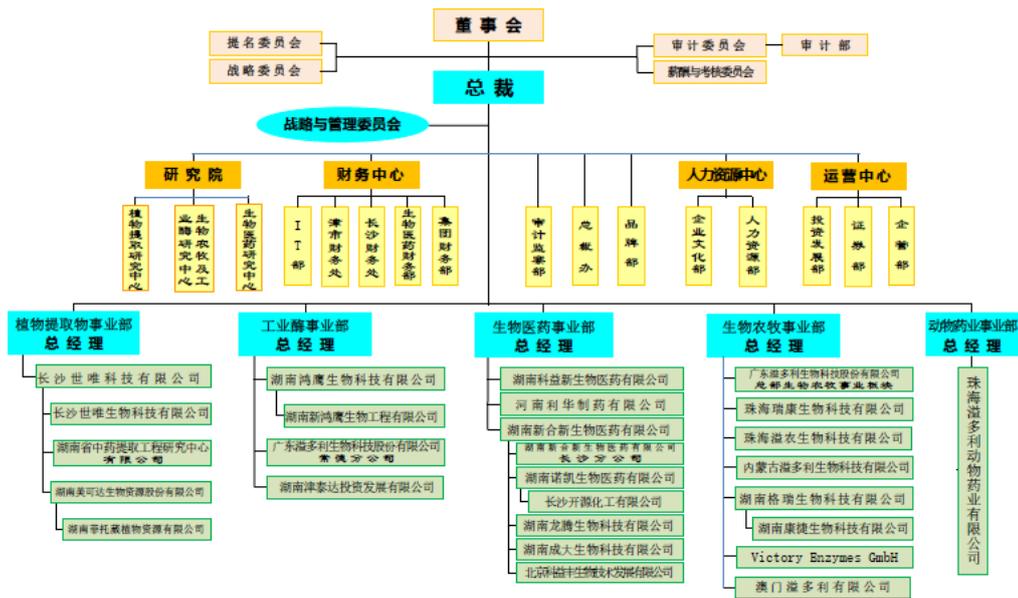
公司与实际控制人关系图



注：根据溢多利提供的资料绘制（截至 2022 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 2022 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	2021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	1.12	1.67	0.01	0.01	0.35	母公司口径
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	4.16	24.90	6.11	-0.19	0.54	母公司口径
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	0.93	1.10	-0.08	-0.05	
湖南鸿鹰生物科技有限公司	鸿鹰生物	一级子公司	100.00	酶制剂生产、销售	0.00	0.59	1.82	-0.40	1.59	
湖南新鸿鹰生物工程有限公司	新鸿鹰生物	二级子公司	100.00	酶制剂生产、销售	0.99	0.67	1.03	-0.21	1.03	
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	1.77	4.81	66.32	0.53	未提供	
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	0.40	1.63	34.22	0.13	未提供	
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	0.00	0.34	7.83	0.03	未提供	
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	未提供	
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	0.99	6.75	0.02	未提供	
长沙世唯科技有限公司	世唯科技	一级子公司	80.00	植物提取物销售	0.00	0.32	0.00	0.00	0.00	
长沙世唯生物科技有限公司	世唯生物	一级子公司	80.00	植物提取物销售	0.00	0.18	0.18	0.00	-0.01	
湖南美可达生物资源股份有限公司	美可达	一级子公司	56.00	植物提取物销售	0.00	2.11	1.42	0.54	0.33	

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2021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	
湖南菲托葳植物资源有限公司	菲托葳	一级子公司	56.00	植物提取物销售	0.00	0.35	0.35	0.00	0.02	
湖南省中药提取工程研究中心有限公司	工程中心	一级子公司	80.00	植物提取物销售	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00	
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	0.40	3.82	4.38	0.18	0.53	
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	0.70	0.09	-0.03	0.10	
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	0.25	0.00	0.00	
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	0.00	0.00	0.00	0.00	
湖南龙腾生物科技有限公司	龙腾生物	二级子公司	74.81	医药	0.00	0.10	8.72	-0.12	未提供	
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	0.48	0.01	0.00	0.06	
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	0.26	0.26	-0.22	0.45	
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	-0.26	0.42	-0.25	0.21	

注：根据溢多利 2021 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)	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额[亿元]	45.18	46.72	44.80	45.60
货币资金[亿元]	2.17	3.03	2.73	4.76
刚性债务[亿元]	12.03	8.79	9.27	8.89
所有者权益[亿元]	27.29	32.63	30.48	30.24
营业收入[亿元]	20.48	19.15	18.92	4.24
净利润[亿元]	1.70	2.02	-0.85	-0.27
EBITDA[亿元]	4.21	4.35	1.23	—
经营性现金净流入量[亿元]	4.42	4.04	2.17	1.11
投资性现金净流入量[亿元]	-4.66	-3.11	-2.55	1.81
资产负债率[%]	39.60	30.16	31.96	33.69
权益资本与刚性债务比率[%]	226.84	371.06	328.88	340.18
流动比率[%]	183.11	181.92	167.26	150.70
现金比率[%]	21.87	28.09	30.10	38.18
利息保障倍数[倍]	3.45	5.98	-1.58	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	379.33	439.19	422.18	—
毛利率[%]	35.39	38.56	38.20	26.43
营业利润率[%]	9.41	12.60	-4.39	-6.46
总资产报酬率[%]	5.67	6.06	-1.19	—
净资产收益率[%]	6.64	6.75	-2.71	—
净资产收益率*[%]	5.54	5.94	-4.12	—
营业收入现金率[%]	85.76	94.11	90.18	102.82
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	34.58	35.73	18.76	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.14	5.77	-2.65	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.50	9.35	3.56	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.27	0.42	0.14	—

注：表中数据依据溢多利经审计的2019~2021年度及未经审计的2022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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	7
		盈利能力	10
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	1
		现金流状况	1
		负债结构与资产质量	1
		流动性	3
	个体风险状况		4
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		4	
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			AA ⁻

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2018年4月26日	AA ⁻ /稳定	陈婷婷、王婷亚	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2021年6月22日	AA ⁻ /稳定	李一、王科柯	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月21日	AA ⁻ /稳定	王科柯、王婷亚	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	—
债项评级	历史首次评级	2018年4月26日	AA ⁻	陈婷婷、王婷亚	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2021年6月22日	AA ⁻	李一、王科柯	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月21日	AA ⁻	王科柯、王婷亚	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	—

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。