



# 2022年广州洁特生物过滤股份有限公司向 不特定对象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：

# 2022年广州洁特生物过滤股份有限公司向不特定对象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	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
洁特转债	A+	A+

## 评级观点

该评级结果是考虑到：广州洁特生物过滤股份有限公司（以下简称“洁特生物”或“公司”，股票代码：688026.SH）在生物实验室耗材相关领域具有一定研发实力，下游客户优质且较为稳定，公司业绩释放仍有一定的基础，2022年公司经营活动现金流仍表现良好，杠杆水平仍较低；同时中证鹏元也关注到，公司对大客户较为依赖，2022年境外市场需求回落导致公司业绩大幅下滑，原材料采购议价能力一般，需关注液体处理类产品产能消化等风险因素。

## 评级日期

2023年6月27日

## 联系方式

**项目负责人：**王皓立  
wnaghl@cspengyuan.com

**项目组成员：**谢海琳  
xiehl@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	2023.3	2022	2021	2020
总资产	15.83	16.05	11.80	9.70
归母所有者权益	11.31	11.39	9.72	7.97
总债务	3.27	3.21	0.28	0.00
营业收入	0.74	6.10	8.56	5.04
净利润	-0.09	0.88	1.71	1.19
经营活动现金流净额	0.33	1.66	2.21	1.88
净债务/EBITDA	--	-1.59	-0.69	-1.58
EBITDA 利息保障倍数	--	12.94	288.72	66,283.24
总债务/总资本	22.40%	21.95%	2.84%	0.00%
FFO/净债务	--	-47.95%	-127.21%	-56.00%
EBITDA 利润率	--	27.26%	36.80%	40.31%
总资产回报率	--	7.96%	18.30%	21.62%
速动比率	6.65	5.99	3.10	3.70
现金短期债务比	84.69	92.00	30.95	--
销售毛利率	20.89%	31.84%	41.91%	46.32%
资产负债率	28.51%	28.98%	17.67%	17.82%

注：公司2020-2022年净债务水平为负值；

资料来源：公司2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **公司在生物实验室耗材供应链中占据一席之地，与优质客户合作稳定，为公司稳定经营奠定基础。**公司为国际知名生物实验室用品综合服务商（VWR 和 Thermo Fisher 等）在生物培养类、液体处理类实验耗材的国内代加工生产商，其相关产品的研发设计及技术应用领域已达到国内领先水平，2022 年 VWR、Thermo Fisher、CellTreat Scientific、Genesee Scientific 等实验室耗材全球巨头仍继续稳居公司前五大客户名单。
- **公司自身造血能力尚可，杠杆水平处于低位。**公司与国内外知名企业建立了良好的合作关系，优质客户回款有保障，并且一定规模的折旧摊销等非付现费用使得公司经营活动现金流量净额大于净利润，2022 年经营活动现金流净额是净利润的 1.90 倍，2023 年 3 月末资产负债率低于 30%。

## 关注

- **公司产品以外销为主，对大客户较为依赖。**受境外需求大幅回落的影响，2022 年公司营业收入大幅下降 28.73%，公司对前五大客户销售额占年度销售总额的比例为 36.57%，海外市场变动可能持续对公司正常经营产生不利影响。
- **原材料高度依赖进口，采购议价能力一般。**公司产品所需的 PP、GPPS 等原材料大部分为进口，部分高分子原材料严重依赖进口，虽然 2022 年主要塑料材料价格中枢下行，但考虑到国际贸易政策变动、国际运输等风险因素，仍需关注供应商的原材料供应及涨价给公司生产及成本控制带来的压力。
- **需关注液体处理类产品产能消化风险。**2021 年为应对特定宏观经济因素推动的吸头等与液体处理相关的耗材订单需求快速上升，公司通过租赁场地、租入设备大幅扩张液体处理类产能，随着特定宏观经济因素相关的产品需求回落，2023 年一季度液体处理类产品产能利用率已下降至 60% 以下，部分产能闲置，而随着 IPO 募投项目投产，公司产能将持续增加。
- **公司业绩存在下滑风险。**受特定宏观经济因素影响，公司 2022 年耗材类产品境内销售收入大幅增长 37.94%，考虑到政策因素影响下，境内市场对液体处理类耗材需求已回落，需持续关注外部需求变动情况对公司经营业绩的影响。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司具备一定研发实力和客户认可度，产品下游需求空间大。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	洁特生物	拱东医疗	硕华生命
总资产	16.05	18.67	2.55
营业收入	6.10	14.69	1.53
净利润	0.88	3.26	0.32
销售毛利率	31.84	39.50	42.25
资产负债率	28.98	14.74	14.94

注：（1）以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_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	9/9
	行业&运营风险状况	3/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	3/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		3/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				-1
个体信用状况					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

### 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
A+/稳定	A+/洁特转债	2022-7-27	何佳欢、谢海琳	<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>
A+/稳定	A+/洁特转债	2021-10-20	王皓立、何佳欢	<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>

### 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
洁特转债	4.40	4.40	2022-7-27	2028-6-28

## 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2022年6月发行6年期4.40亿元洁特转债，募集资金原计划用于生物实验室耗材产线升级智能制造项目、生物实验室耗材新产品研发项目以及补充流动资金。截至2022年12月31日，洁特转债募集资金专项账户余额为4.02亿元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司的名称、股权结构及实际控制人无变化。股本和注册资本变动方面，2022年5月，公司以资本公积金向全体股东每10股转增4股，转增后公司注册资本由1.00亿元增加至1.40亿元；2022年7月，公司限制性股票激励对象以货币缴纳出资759.51万元，新增股本36.32万元，转入资本公积723.20万元。经过上述资本公积转增股本、限制性股票激励对象认缴限制性股票等变动事项，截至2023年3月31日，公司注册资本和实收资本均为1.40亿元，控股股东为袁建华，实际控制人为袁建华、Yuan Ye James父子，合计持有公司46.0329%股份的表决权，且股权均未被质押。

**表1 截至2023年3月31日公司前十大股东持股明细（单位：股）**

股东名称	期末持股数量	比例(%)
袁建华	43,484,584	30.98
JET(H.K.) BIOSCIENCE CO.,LIMITED	17,547,293	12.50
广州海汇财富创业投资企业(有限合伙)	8,184,919	5.83
共青城卓越润都创业投资合伙企业(有限合伙)	6,999,800	4.99
广州市麦金顿投资管理合伙企业(有限合伙)	3,578,693	2.55
嘉实领先优势混合型证券投资基金	2,315,474	1.65
阿巴马元享红利 80 号私募证券投资基金	1,986,258	1.42
香港中央结算有限公司	1,595,674	1.14
广州萝岗区汇资投资管理合伙企业(有限合伙)	1,437,002	1.02
共青城高禾中民投资管理合伙企业(有限合伙)	1,300,000	0.93
<b>合计</b>	<b>88,429,697</b>	<b>63.01</b>

资料来源：公司 2023 年一季度报告、公开资料，中证鹏元整理

2022年公司新增3家子公司，均为新设，注销1家子公司，具体见下表所示。

**表2 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

### 1、2022年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
广州洁特检测技术服务有限公司	100.00%	1,000	商业	新设
洁特生命科学（上海）有限公司	100.00%	2,000	制造业	新设
广州洁特包装材料有限公司	75.00%	500	制造业	新设

## 2、2022年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	主营业务	不再纳入的原因
广州洁特孵化器管理有限公司	100.00%	商务服务业	注销

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 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

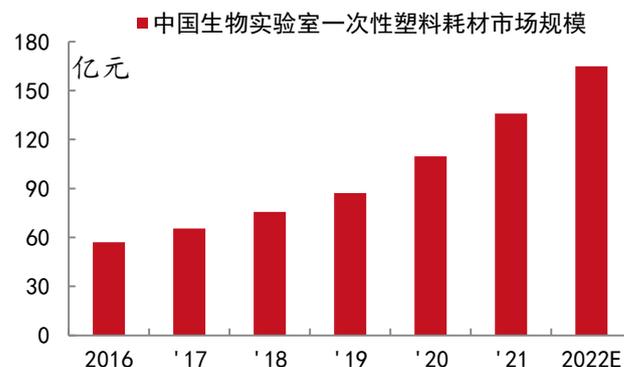
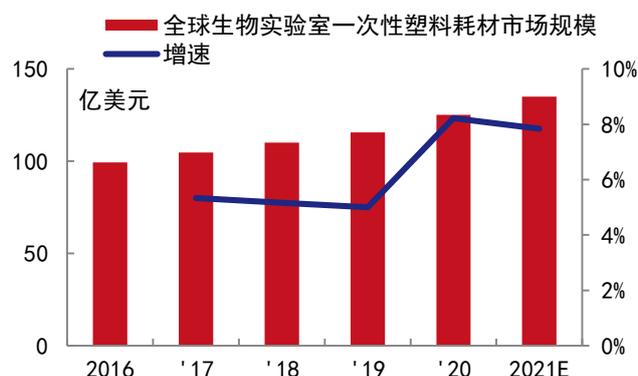
**生物实验室耗材产业服务于生命科学行业，具有广阔的市场空间**

生命科学是一门专门研究生命现象和活动规律的自然科学，它与人类的生存发展密切相关。伴随我国综合国力的提升及科技创新体系建设的完善，我国在生命科学领域的投资也大幅度增加。据中商产业研究院数据显示，我国生命科学领域研究资金投入在全球生命科学领域研究资金投入占比逐年增长，从2016年的6.0%增长到2020年的9.0%，2020年中国生命科学领域研究资金投入达到978亿元，预计2022年相关投入将达到1,224亿元。

生物实验室耗材行业服务于生命科学行业，其产品广泛服务于生物医药领域企业的生物研究阶段。一个国家生物实验室耗材的研究开发和市场规模直接关系到本国生命科学相关领域研发活动的顺利开展和人民生活健康水平的提高。公开数据显示，2016-2020年，全球生物实验室一次性塑料耗材市场规模以5.9%的年复合增速保持稳定增长，从99.4亿美元增长至2020年的125.1亿美元，预计2021年达到134.9亿美元，同比增长7.83%。

**图1 全球一次性生物实验耗材市场规模**

**图2 中国一次性生物实验耗材市场规模**



资料来源：弗若斯特沙利文《中国生物实验室耗材行业市场研究报告》

随着中国、印度和新加坡为代表的亚太地区国家对生物技术产业投资的不断增加，生物实验室耗材市场增长迅速，潜力巨大。公开数据显示，中国生物实验室一次性塑料耗材市场2016年的57亿元增至2021年的135.8亿元，期间年均复合增速为18.96%，下游客户包括高校及科研院所、检测机构、政府和企业等。随着中国医药行业的整体快速发展以及临床试验数量和投入的增多，未来市场对一次性塑料生物实验耗材的需求将不断扩大，预计到2025年其市场规模将达到274.6亿元。

### 国内企业生产研发水平提升，生物实验室耗材行业被外资垄断的格局正被逐步打破，国产化趋势明显

从行业竞争格局来看，全球生物实验室耗材的供应商主要集中在美国、德国等欧美发达国家，主要供给中高端产品，而国内市场供给集中于中低端产品。外资企业发展较早，占据了大部分行业相关的关键人才、核心技术以及品牌销售渠道，在全球生物实验室耗材的研发、生产和销售领域处于垄断地位。根据华创证券研究报告显示，2020年我国科研试剂、耗材市场总规模超2,000亿元，以Corning、Thermo Fisher、VWR、GE Healthcare等为代表的外资跨国公司占据了国内95%的市场份额，处于行业

绝对领先，国内企业由于生产规模、品牌影响力等方面的原因，国内市场占比很小。据沙利文公司统计数据显示，中国生物实验室一次性塑料耗材市场仍然由进口品牌主导，2018年进口品牌市场份额占据整体市场的94.5%，2016年至2018年间均保持95%左右的市场份额。近年来国产品牌市场份额有一定程度的提升，但截至2021年末，我国生物实验室一次性塑料耗材进口率仍超过了90%，国产化率不足9%。

**表3 实验室耗材行业主要企业类型**

序号	商业态势	特征	代表性企业
1	集团化运作的巨头企业的下属业务部	世界五百强企业，业务涉及众多领域，生命科学实验耗材属于集团旗下生命科学之业务板块。通过收购兼并等资本运作方式打造了一系列知名品牌，整体竞争优势明显，通常可以提供包括设备、仪器、试剂、耗材和实验室整体解决方案的一整套生物技术研究开发的工具与服务，同时从事生物技术的研发	Corning、Thermo Fisher、VWR、GE Healthcare、Merck KGaA
2	专注于生命科学耗材及用品的综合服务商	深耕生命科学实验耗材及用品领域，专业从事生命科学实验耗材及相关用品的研发、生产和销售，起步较早，并逐渐形成国际品牌效应	德国：Sarstedt、Greiner Bio-One GmbH、Eppendorf、Brand； 瑞士：TPP； 美国：Labcon； 意大利：LP ITALIANA SPA
3	其他尚未形成国际品牌的供应商	伴随着新兴经济体国家的经济发展，一些企业经过实践积累，逐步掌握了关键技术及生产工艺，研发生产能力已接近或达到国际水平，凭借成本优势，未来逐步加入国际市场竞争	硕华生命、耐思生物、洁特生物、拱东医疗等

资料来源：公开资料

生物产业是我国大力支持和鼓励发展的战略性新兴产业，政策推动行业持续、快速发展。近年来，国内企业通过不断提升研发投入，加大在自主设计、工艺创新和生产管理等方面的投入，部分国产产品相关指标参数已达到国际先进水平，拥有持续创新能力和广泛销售渠道的企业将以质优价廉的竞争优势逐步实现进口替代，我国生物实验室耗材行业长期被外资跨国企业绝对垄断的竞争格局正逐步被打破，生物实验室耗材国产化是大势所趋。受中美贸易摩擦所带来的宏观政治环境和国际贸易政策波动以及进口替代趋势因素叠加的影响，国内科研企业或单位为有效保障自身生物实验室耗材的稳定供应，正逐步加大对国产产品的使用。国内市场生物实验室耗材的主要生产商有拱东医疗（605369.SH）、耐思生物、硕华生命（A22031.SZ）、巴洛克、洁特生物等，专门生产细胞培养类及液体处理类耗材的代表性企业为洁特生物。

### 2022年以来主要塑料材料价格中枢下行，实验耗材生产企业的成本控制压力有所缓解

实验耗材产品生产的主要原材料是塑料粒，主要包括PP、ABS、PS等塑料材料。原油是合成树脂类产品的源头，决定了下游化工产品的成本，但因合成树脂类原料处于化工产业链的末端，其价格亦受下游供需影响。2022年以来受市场需求减少影响，主要塑料价格中枢回落，缓解了行业内生产企业的成本控制压力。总体来看，塑料材料作为重要的化工产品，供应较为充足，但受价格频繁波动的影响，耗材生产企业面临一定的成本控制压力。

**图3 2022年以来主要塑料材料价格有所回落**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司是生物培养类、液体处理类生物实验室耗材代加工生产商，服务于国外实验室耗材知名品牌，客户群体稳定优质，在生物实验室耗材供应链上占据一席之地，但对境外大客户存在较大依赖，2022年外部需求大幅减少，导致当期盈利能力明显下滑，同时面临产能释放的压力，未来需持续关注下游需求修复对公司业绩的影响

公司主要从事细胞培养类及与之相关的液体处理类生物实验室一次性塑料耗材研发、生产和销售，其中液体处理和生物培养类耗材产品为公司主要产品，2022年收入占比94.18%。其他类产品主要包括在生物实验室所使用的酶标板、深孔板、PCR管等产品以及包括仪器设备类产品，2022年收入规模仍不大。

因境外市场需求大幅回落，2022年公司液体处理类一吸头产品收入减少2.14亿元，使得同期营业收入同比下降28.73%，2023年一季度同比下降60.98%；单价较低的吸头产品产量下降、产销量下降推高单位制造成本使得2022年及2023年一季度销售毛利率持续大幅下降。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利	金额	占比	毛利
液体处理类	4,403.02	59.27%	19.02%	41,266.55	67.67%	30.25%	66,432.84	77.64%	41.38%
生物培养类	2,521.56	33.95%	34.61%	16,167.65	26.51%	44.54%	15,324.93	17.91%	50.32%
防护用品类	4.59	0.06%	-219.44%	336.06	0.55%	45.49%	280.68	0.33%	61.46%
仪器设备及其他类	374.42	5.04%	-0.48%	2,591.75	4.25%	-18.06%	2,679.59	3.13%	1.87%
<b>主营业务收入</b>	<b>124.59</b>	<b>1.68%</b>	<b>23.41%</b>	<b>60,362.01</b>	<b>98.98%</b>	<b>32.09%</b>	<b>84,718.04</b>	<b>99.01%</b>	<b>41.81%</b>
<b>营业收入合计</b>	<b>7,428.18</b>	<b>100.00%</b>	<b>20.89%</b>	<b>60,982.45</b>	<b>100.00%</b>	<b>31.84%</b>	<b>85,565.82</b>	<b>100.00%</b>	<b>41.91%</b>

资料来源：公司提供

### 公司具备一定技术实力，高分子材料改性技术及高分子材料加工技术均达到国内领先水平

公司重视对产品研发的投入和自身研发综合实力的提高，2022年公司研发投入在营业收入中的占比继续提升至6.12%，但公司2022年研发费用为0.37亿元，同比下降14.83%，主要是未达到股权激励的业绩考核目标而导致2022年确认的员工股权激励的股份支付减少。公司在生物实验室耗材制品的研发设计及技术应用领域已经达到国内领先水平，主要产品的技术先进性获得国际知名生物实验室用品综合服务商的认可。公司以ODM模式与包括VWR、Thermo Fisher、GE Healthcare等在内的国际知名生物实验室用品综合服务商开展深入合作，公司根据客户的需求承担产品设计、研发等核心生产环节，产品交付后，国际知名实验室用品综合服务商将其作为自主品牌产品对外销售。公司核心技术主要集中在高分子材料改性技术与高分子材料加工技术两个方面。在高分子材料改性技术方面，公司的超亲水细胞培养表面制备关键技术、温度敏感性细胞培养表面制备关键技术、超疏水表面制备关键技术等核心技术在国内同行中处于领先水平。在高分子材料加工技术方面，公司掌握了热流道技术、管壁厚度自动控制技术、气密性测漏技术等，使得公司产品可达到国际先进水平。受益于此，公司进入了国际知名生物实验室用品综合服务商的全球供应链体系、2021年获评国家级专精特新“小巨人”企业、2023年获得广东省第一批制造业单项冠军企业（产品）。

**公司是国外实验室耗材知名品牌在生物培养类、液体处理类生物实验室耗材的国内代加工生产商，主要收入来自外销，对客户较为依赖，受外需大幅减少影响，2022年收入及毛利率均明显下滑**

公司主要为国外实验室耗材知名品牌在生物培养类（主要为细胞培养板、瓶、皿等提供细胞生长繁殖的空间及培养表面）、液体处理类（主要为移液管、离心管、过滤器、冻存管和吸头等）生物实验室一次性塑料耗材的国内代加工生产商。

近年公司半数以上营业收入来自外销，2022年因特定宏观经济因素导致吸头等产品的外需大幅减少，外销收入占比由2021年的78.69%下降至2022年的58.89%。在海外市场，公司通过以ODM销售为主、经销为辅的销售模式将产品出口至美国、德国、英国、澳大利亚、印度、巴西和阿根廷等40余个国家和地区，其中以欧美地区为主。ODM模式下，公司通过签订ODM生产合作协议，进入VWR、CellTreat Scientific、Genesee Scientific、Thermo Fisher等知名生物实验室用品综合服务商供应链。在国内市场，境内销售模式主要为经销和直销，主要销售自有品牌（JET BIOFIL）产品。

公司大客户资质较优、稳定性较好，但集中度仍较高。2022年，VWR、Thermo Fisher、CellTreat Scientific、Genesee Scientific继续稳居公司前五大客户名单，因外需转弱导致前五大客户集中度被动下降4.64个百分点至36.57%。稳定的优质客户可为公司业绩提供一定保障，但若大客户市场需求转弱或未能获取大客户订单，则会导致公司经营承压。

因境外市场需求大幅减少，公司2022年液体处理类-吸头产品销量大幅下降，由于低单价的吸头销

量占比大幅下降，液体处理类销售均价小幅回升。

**表5 近年来公司主要产品销售情况（单位：万支、万个、元/个、元/支）**

项目	指标	2023年 1-3月	2022年	2021年
液体处理类	销量	14,743.88	165,355.32	314,364.16
	销售均价	0.30	0.25	0.21
	产销率	115.50%	99.86%	97.32%
生物培养类	销量	1,559.58	9,859.16	10,330.95
	销售均价	1.62	1.64	1.48
	产销率	117.25%	99.14%	94.80%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 2022年公司产能利用率大幅下滑，在建及拟建项目面临一定的产能消化压力

目前公司生产基地位于广州，主要产品为生物实验室耗材。在库存管理方面，公司内销采取基于“安全库存”的方式组织生产，外销采取“以销定产”的方式组织生产，外销由于不同品牌商对产品的外观、标签、内外包装要求存在差异，公司一般不进行产成品备货。

由于液体处理类、生物培养类产品生产工艺大致相同，其产能可根据订单量弹性调整。2021年受特定宏观经济因素的影响，对吸头等与液体处理相关的耗材订单需求大幅增加，公司通过在临时租赁场地及设备的方式扩大生产能力，缓解产能瓶颈压力，但随着相关需求回落，2022年公司降低了场地及设备的租赁规模，产能利用率大幅下降。

**表6 公司主要产品产能利用率及产销率（单位：万支、万个）**

项目	指标	2023年 1-3月	2022年	2021年
液体处理类	产能	31,753.95	271,460.07	275,767.71
	产量	12,765.31	165,591.25	323,006.21
	产能利用率	40.20%	61.00%	117.13%
生物培养类	产能	2,214.76	12,416.67	7,836.93
	产量	1,330.12	9,944.53	10,897.27
	产能利用率	60.06%	80.09%	139.05%

注：公司产品种类众多，单位不同种类产品耗费的工时不同，因此产能无法单纯用绝对值衡量。

资料来源：公司提供

截至2023年3月末，公司主要在建项目及拟建项目合计3个，其中IPO和洁特转债募投项目资金已基本通过再融资解决，仅有生物实验室耗材产品扩产及科技孵化器建设项目（厂房A1栋）存在3,796.55万元的资金需求，考虑到公司自身造血能力尚可，项目资金压力整体可控。前述项目建成投产后，有助于公司业务规模扩张，但考虑到2023年一季度已有部分产能闲置，需关注在建及拟建项目的产能消化风险。

**表7 截至2022年末公司主要在建及拟建项目（单位：万元）**

指标	预计总投资	已投资	资金来源
生物实验室耗材产品扩产及技术升级改造项目	29,840.76	29,840.76	IPO 募集资金

生物实验室耗材产品扩产及科技孵化器建设项目 (厂房 A1 栋)	15,000.00	11,203.45	自有资金
生物实验室耗材产线升级智能制造项目	35,000.00	2,609.38	洁转债募集资金
<b>合计</b>	<b>79,840.76</b>	<b>43,653.59</b>	-

资料来源：公司提供

### 公司主要原材料高度依赖进口，采购议价能力弱

公司生产所需的主要原材料为聚苯乙烯（GPPS）、聚丙烯（PP）、聚乙烯（PE）、滤膜等，主要辅助材料包括纸箱、复合膜袋和包装纸等包材，原材料采购结构较为稳定，2022年直接材料在耗材类营业成本的比重下降15.49个百分点至44.78%，主要原因是2022年吸头等耗材类产品产销率大幅下降使得折旧等制造费用占比上升。

受市场需求减少影响，GPPS料、PP料单位采购成本总体保持平稳，但考虑到GPPS料、PP料等属于石油的衍生品，其价格走势与上游石油价格波动密切相关，如果上游石油价格上涨导致主要原材料价格上升，而公司下游客户议价能力相对较强，使得公司无法及时将成本压力向下游客户转移，从而会对公司盈利能力造成不利影响。综合来看，仍需持续关注公司的成本控制压力。

**表8 公司主要原材料单价（单位：元/千克、元/个、元/平米）**

项目	2023年1-3月	2022年	2021年	2020年
GPPS料	9.65	10.71	10.64	7.41
PP料	13.17	13.09	13.89	12.60
纸箱	3.02	3.36	3.60	4.08

资料来源：公司提供

PP、GPPS等原材料虽属于基础化工类，但品质差异大，公司所需相关原材料大部分通过DRAGON ASSET LTD.（龙海公司）等海外供应商、贸易商进口，尤其是耐伽玛聚丙烯专用料、滤膜等高分子原材料严重依赖进口。2022年前五大供应商集中度下降3.60个百分点至45.27%。为保障原材料供应稳定，公司与主要原材料供应商签订了长期战略合作框架协议，但考虑到国际贸易政策变动、国际运输等风险因素，仍需关注供应商的原材料供应及涨价给公司生产及成本控制带来的压力。

### 存货周转效率下降，2022年净营业周期明显上升，公司营运资金压力有一定程度的增加

下游客户优质、议价能力强，故而公司与下游客户结算方式多为先货后款，一般给予其2-3个月的信用期，由于2021年受特定宏观经济因素的影响，吸头类产品市场需求较大，公司短期内采取过预收账款方式进行结算。公司主要原材料高度依赖进口，对主要原材料供应商议价能力弱，受外部需求减少的影响，子公司广州拜费尔空气净化材料有限公司口罩等防护类产品生产量减少导致原材料消耗减少，2022年存货周转天数大幅上升。公司与不同的供应商结算账期不同，主要原材料供应商一般为月结或1个月账期，化工原料一般为款到发货或月结，辅料账期基本在60天以上。但2022年主要原材料价格中枢下行，结算周期有所延长，当期应付款项周转天数同比增加。

综合上述因素，公司净营业周期在可比上市公司中处于中等水平，存货周转效率一般，整体来看，

公司2022年现金循环周期有所延长，营运资金压力有一定程度的增加。

**表9 公司及同业营运效率相关指标（单位：天）**

项目	2022年			2021年		
	洁特生物	拱东医疗	硕华生命	洁特生物	拱东医疗	硕华生命
应收款项周转天数	73	53	76	47	53	58
存货周转天数	107	48	129	77	49	102
应付款项周转天数	57	59	53	46	58	46
净营业周期	123	42	153	78	44	115

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

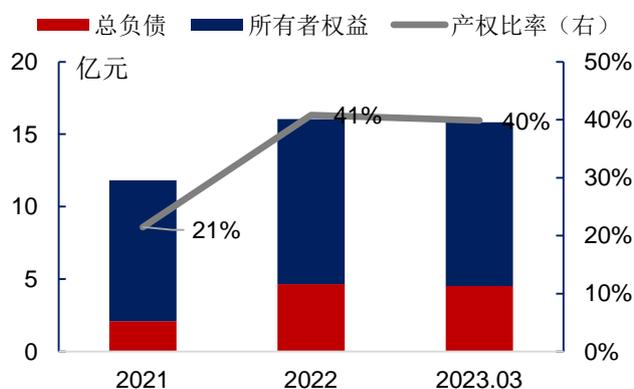
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年新增的3家子公司、减少的1家对公司财务报表可比性基本无影响。

### 资本实力与资产质量

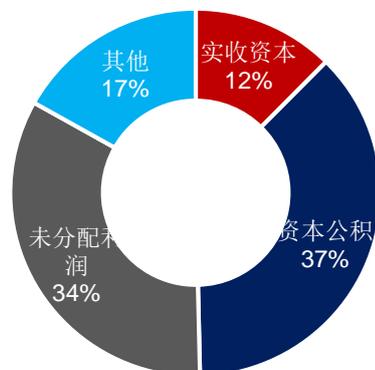
随着本期债券募集资金到位，2022年以来公司现金类资产规模明显增加，资产规模继续增长；公司资产以现金类资产、厂房设备、销售形成的应收款项为主，整体资产质量尚可

公司净资产主要由原始股东投入、IPO募集资金和自身经营积累构成，2022年末净资产有所增加主要系本期债券权益成分拆分至其他权益工具所致。受本期债券募集资金到位影响，2022年末总负债和总资产继续增加。综合影响下，公司产权比率有所上升，但所有者权益对总负债的覆盖程度仍很高。

**图4 公司资本结构**



**图5 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 3 月财务报表，中证鹏元整理

公司深耕生物实验室一次性塑料耗材行业，下游客户主要为全球实验室耗材巨头，销售回款有保障，公司自身造血能力尚可，并且随着 2022 年可转债募集资金的到位，使得现金类资产在公司总资产中占比最高，生产性资产（固定资产和在建工程）其次，经营性资产（应收账款、存货）为辅，2023 年 3 月末上述资产合计占总资产的比重为 87.18%。

2022 年因可转债募集资金到位及自身经营积累，公司沉淀了一定的现金类资产，带动流动资产规模继续增加。公司应收账款主要为耗材类客户的销售回款，2022 年末账面价值明显下降，主要系公司业务规模减少所致；应收账款集中度与客户集中度基本匹配，2022 年前五大应收账款余额占比合计 40.58%。公司存货主要为原材料、在产品和库存商品，2022 年末账面价值基本保持稳定，受外部需求减少导致防护类产品原材料消耗减少的影响，2022 年存货周转效率明显下降。2022 年公司可转债募投项目仍在推进中，固定资产和在建工程合计的账面价值持续上升。

2022 年末公司受限资产均为货币资金，主要为定期存款及利息，受限资产占同期总资产的 17.99%。

**表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

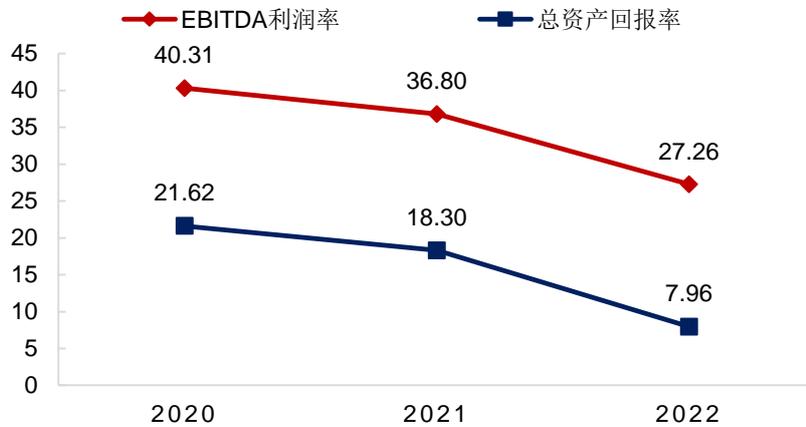
项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.80	36.64%	5.99	37.31%	2.63	22.32%
应收账款	0.86	5.43%	1.05	6.54%	1.41	11.95%
存货	1.26	7.96%	1.25	7.77%	1.23	10.43%
<b>流动资产合计</b>	<b>8.09</b>	<b>51.11%</b>	<b>8.49</b>	<b>52.86%</b>	<b>5.70</b>	<b>48.28%</b>
固定资产	5.51	34.80%	4.38	27.29%	2.93	24.83%
在建工程	0.37	2.35%	1.29	8.04%	2.26	19.14%
<b>非流动资产合计</b>	<b>7.74</b>	<b>48.89%</b>	<b>7.57</b>	<b>47.14%</b>	<b>6.10</b>	<b>51.72%</b>
<b>资产总计</b>	<b>15.83</b>	<b>100.00%</b>	<b>16.05</b>	<b>100.00%</b>	<b>11.80</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 3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 2022 年受外部需求大幅减少等因素影响，利润水平大幅下滑，未来盈利能力存在继续下滑风险

公司营业收入主要来自细胞培养类及与之相关的液体处理类生物实验室一次性塑料耗材业务，2022 年由于外部需求大幅减少导致营收规模、毛利率水平明显下降，净利润大幅下降 48.76% 至 0.88 亿元，使得 EBITDA 利润率和总资产回报率均明显下降，未来需持续关注市场需求恢复情况对公司盈利能力的影响。

**图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）**


资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

受利润规模大幅下降影响，公司2022年经营活动现金流和FFO规模下降，但公司自身造血能力仍较好，剔除本期债券募集资金，总债务规模较小，实质性偿债压力不大

公司总债务由一年内到期的非流动负债、应付债券和租赁负债等构成，其中本期债券占据主导地位。因本期债券募集资金到位，2022年末公司总债务大幅增长。公司当前最主要的融资渠道是资本市场再融资，2022年末无银行信贷融资。

公司经营性负债主要为应付账款和合同负债，2022年应付账款周转天数上升至57天，对供应商占款能力有所上升。合同负债主要为公司在销售产品的过程中向客户预收的货款，其金额随着合同的签署情况、周期、销售情况而变动，受下游需求明显减弱影响，2022年末以来账面价值持续下降。

**表11 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	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付账款	0.39	8.60%	0.64	13.68%	0.67	32.29%
<b>流动负债合计</b>	<b>1.03</b>	<b>22.77%</b>	<b>1.21</b>	<b>25.98%</b>	<b>1.44</b>	<b>69.18%</b>
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.20	9.51%
应付债券	3.20	70.86%	3.14	67.51%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	<b>3.48</b>	<b>77.23%</b>	<b>3.44</b>	<b>74.02%</b>	<b>0.64</b>	<b>30.82%</b>
<b>负债合计</b>	<b>4.51</b>	<b>100.00%</b>	<b>4.65</b>	<b>100.00%</b>	<b>2.09</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	3.27	72.38%	3.21	68.90%	0.28	13.59%
其中：短期债务	0.07	1.52%	0.07	1.40%	0.09	4.08%
长期债务	3.20	70.86%	3.14	67.51%	0.20	9.51%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 3 月财务报表，中证鹏元整理

受利润规模下降影响，2022年公司经营活动现金流和FFO规模同步下降，但得益于较好的销售回款，经营活动现金流仍表现良好，2022年经营活动现金流净额是同期净利润的1.90倍，FFO仍为大幅净流入，主营业务现金生成能力将强。2022年发行的本期债券推高了公司杠杆水平，2022年末资产负债率和总债务/总资本均有所上升，但仍处于较低水平。由于2022年盈利能力下降，EBITDA利息保障倍数显著下降，但对利息保障程度仍较高。近年公司产能持续扩张，仍具有较大的资本开支需求，因此自由现金流能更好地反映公司的现金流状况。

**表12 公司现金流及杠杆状况指标**

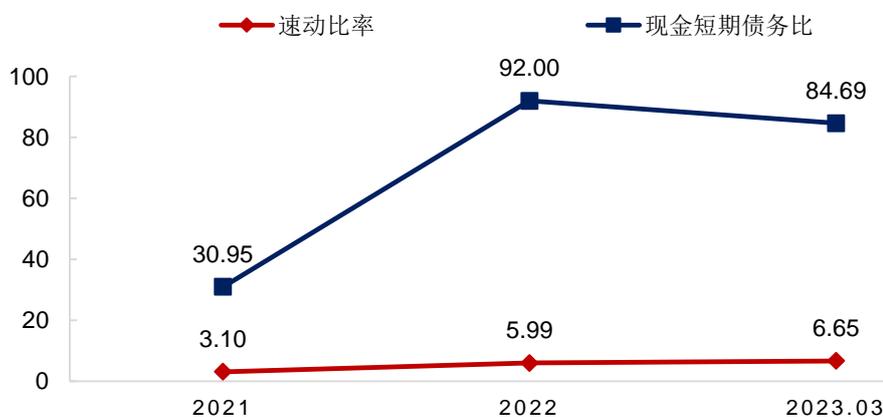
指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流	0.33	1.66	2.21
FFO(亿元)	-0.09	1.27	2.78
资产负债率	28.51%	28.98%	17.67%
净债务/EBITDA	--	-1.59	-0.69
EBITDA 利息保障倍数	--	12.94	288.72
总债务/总资本	22.40%	21.95%	2.84%
FFO/净债务	--	-47.95%	-127.21%
经营活动现金流/净债务	-13.07%	-62.91%	-101.36%
自由现金流/净债务	5.05%	2.65%	26.34%

注：2021-2022年公司净债务水平为负；

资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，2022年公司速动比率仍在1.0以上，表现较好；2022年本期债券募集资金到位，现金类资产大幅增加，现金短期债务比显著提升。公司直接融资和间接融资渠道较为通畅，具备一定的再融资能力。公司作为上市公司，可通过资本市场增发股票等外部融资渠道筹集资金。截至2022年末，公司合计获得银行授信额度4.00亿元，均未使用。

**图7 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 3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

#### 环境因素

公司是否存在空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放，是否有受到相应处罚。

公司生产过程中会产生废水、废气、固废，但不属于《重点排污单位名录管理规定（试行）》规定的重污染企业。根据公司出具的说明，过去一年公司不存在空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放，未受到相应处罚。

#### 社会因素

根据公司出具的说明，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

公司按照《公司法》、《证券法》等法律法规的要求建立了治理结构。公司部门架构设置、内部管理制度建设及人员配置能够满足公司日常业务开展与经营管理的需要；战略规划较符合公司竞争优势，契合行业发展特点，且能得到较好地执行。截至 2023 年 3 月末，公司组织架构图如附录三所示。

公司创立者、实控人之一袁建华在生物医学领域具有一定的技术研发经验。袁建华先生 1952 年出生，为中国医科大学医学硕士研究生、南京医学院医学硕士、主管医师（中级职称），曾在江西省寄生虫病研究所诊断研究室担任主任，在美国哈佛大学公共卫生学院做访问学者，2001 年 4 月创办广州洁特生物过滤制品有限公司并担任董事长、总经理、首席科学家，2014 年 11 月至今在洁特生物担任董事长、首席科学家。

公司实际控制人袁建华父子具有直接影响公司重大经营决策的能力。虽然公司已建立完善的公司治理有关规章制度，但如果实际控制人利用其控股地位和对公司的影响力，通过行使表决权或其他方式对公司的经营管理实施不当控制，可能损害公司及其他股东的利益。

### （二）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 6 月 12 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。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至报告查询日（2023年6月10日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 十、结论

公司主要从事细胞培养类及与之相关的液体处理类生物实验室一次性塑料耗材研发、生产和销售，凭借在业内多年的经营积累，公司与VWR、Thermo Fisher、CellTreat Scientific、Genesee Scientific等实验室耗材全球巨头建立了长期稳固的合作关系，公司销售回款有保障，主营业务现金生成能力较好，但受境外市场需求大幅回落的影响，2022年公司营业收入同比大幅下降。公司采购议价能力一般，受原材料成本上涨与产品结构调整影响，公司销售毛利率有所下降，且在销售方面对客户较为依赖。随着吸头类产品的外部需求大幅减少，需关注液体处理类产品产能消化风险。随着本期债券的发行，2022年末公司财务杠杆水平大幅提升，但考虑到公司债务水平仍保持较低水平，并且经营现金流表现良好，公司偿债压力仍较小。总体来看，公司具有一定的抗风险能力。

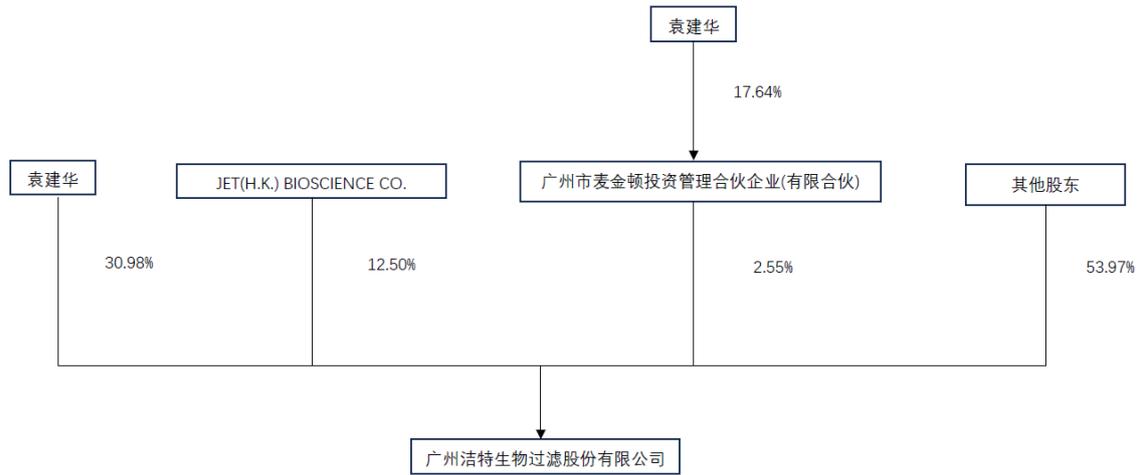
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持“洁特转债”的信用等级为A+。

## 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	5.80	5.99	2.63	3.30
流动资产合计	8.09	8.49	5.70	5.93
固定资产	5.51	4.38	2.93	2.26
非流动资产合计	7.74	7.57	6.10	3.76
资产总计	15.83	16.05	11.80	9.70
流动负债合计	1.03	1.21	1.44	1.36
应付债券	3.20	3.14	0.00	0.00
非流动负债合计	3.48	3.44	0.64	0.37
负债合计	4.51	4.65	2.09	1.73
总债务	3.27	3.21	0.28	0.00
所有者权益	11.31	11.40	9.72	7.97
营业收入	0.74	6.10	8.56	5.04
营业利润	-0.08	0.96	2.11	1.48
净利润	-0.09	0.88	1.71	1.19
经营活动产生的现金流量净额	0.33	1.66	2.21	1.88
投资活动产生的现金流量净额	-0.45	-4.86	-2.82	-2.24
筹资活动产生的现金流量净额	-0.02	3.54	-0.01	3.29
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	-0.03	1.66	3.15	2.03
FFO(亿元)	-0.09	1.27	2.78	1.80
净债务(亿元)	-2.51	-2.64	-2.18	-3.21
销售毛利率	20.89%	31.84%	41.91%	46.32%
EBITDA 利润率	--	27.26%	36.80%	40.31%
总资产回报率	--	7.96%	18.30%	21.62%
资产负债率	28.51%	28.98%	17.67%	17.82%
净债务/EBITDA	--	-1.59	-0.69	-1.58
EBITDA 利息保障倍数	--	12.94	288.72	66,283.24
总债务/总资本	22.40%	21.95%	2.84%	0.00%
FFO/净债务	--	-47.95%	-127.21%	-56.00%
速动比率	6.65	5.99	3.10	3.70
现金短期债务比	84.69	92.00	30.95	--

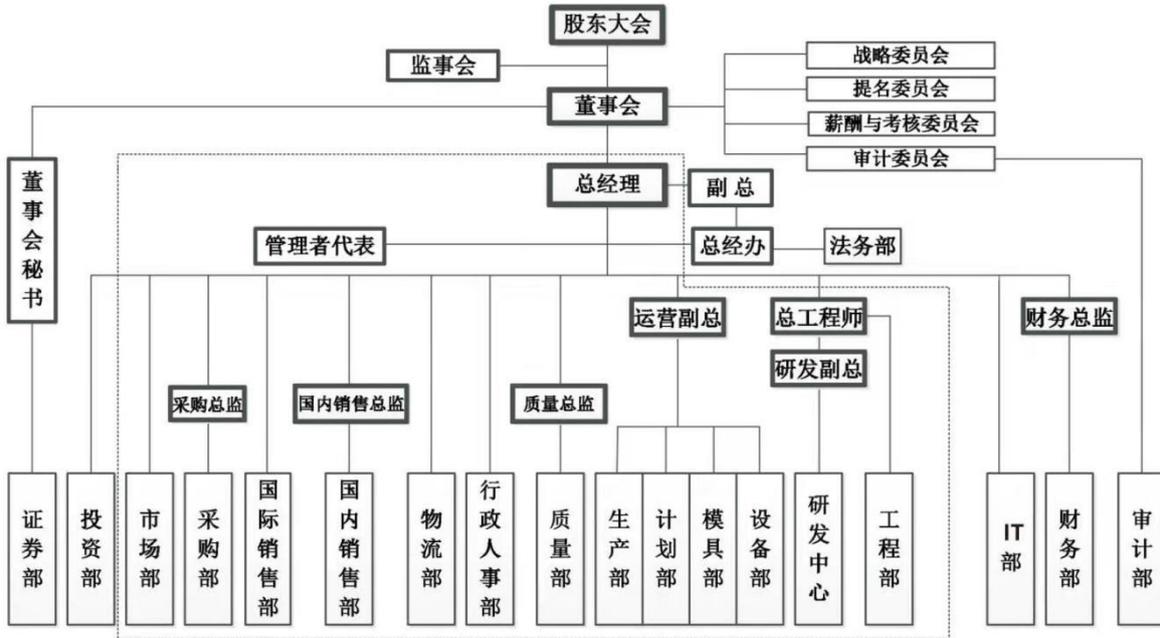
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公司提供

#### 附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	业务性质	取得方式
广州拜费尔空气净化材料有限公司	100%	制造业	非同一控制下企业合并
广州洁特创业投资管理有限公司	100%	投资	设立
洁特生命科学(广州)有限公司	100%	制造业	设立
洁特生命科学(上海)有限公司	100%	制造业	设立
广州洁特检测技术服务有限公司	100%	商业	设立
广州洁特包装材料有限公司	75%	制造业	设立

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
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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
<b>aaa</b>	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。
<b>aa</b>	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。
<b>a</b>	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。
<b>bbb</b>	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。
<b>bb</b>	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>b</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。
<b>ccc</b>	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。
<b>cc</b>	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。
<b>c</b>	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
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。