

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(2019)100323】

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-/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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 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	1.66	1.02	7.15	2.91
刚性债务	3.16	4.86	9.65	7.68
所有者权益	17.41	17.21	18.10	18.10
经营性现金净流入量	-0.40	-0.74	0.96	-1.04
合并口径数据及指标：				
总资产	32.10	38.45	48.01	43.82
总负债	11.55	17.55	23.94	19.94
刚性债务	7.55	11.67	18.99	15.87
所有者权益	20.55	20.90	24.07	23.88
营业收入	15.12	14.99	17.68	3.41
净利润	1.45	1.05	1.51	-0.19
经营性现金净流入量	-0.44	-0.04	2.04	-0.06
EBITDA	2.95	2.91	3.93	—
资产负债率[%]	35.99	45.64	49.87	45.51
权益资本与刚性债务比率[%]	272.05	179.13	126.75	150.46
流动比率[%]	167.19	123.77	179.33	198.08
现金比率[%]	30.22	16.41	66.58	39.70
利息保障倍数[倍]	4.90	3.32	2.93	—
净资产收益率[%]	8.37	5.06	6.70	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-5.59	-0.40	14.38	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-47.41	-23.33	2.69	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.27	5.46	4.42	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.44	0.30	0.26	—

注：根据溢多利经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

陈婷婷 ctt@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 2018 年以来溢多利在外部环境、技术创新和外部融资等方面所取得的积极变化，同时也反映了公司在主业经营、并购整合、存货跌价及商誉减值等方面继续面临压力。

主要优势：

- **医药制造业务外部环境良好。**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。
- **融资渠道较为畅通。**溢多利于 2018 年 12 月成功发行了本期可转债，募集资金 6.65 亿元，主要用于募投项目建设和并购世唯科技。

主要风险：

- **产业政策及行业竞争压力。**医药产品关系到使用者的生命安全，各国都实施严格的监管。政府对药品质量标准和药品生产环境标准等要求的变化，亦会对公司经营产生一定影响。溢多利主营业务之一的生物酶制剂市场需求较大，但同时行业竞争也日趋激烈。
- **业务整合及管控压力较大。**跟踪期内，溢多利完成了对世唯科技的并购，加之前期并购的多家企业，多元化发展对其经营管控及各业务间的整合协同提出了较大挑战。
- **存货跌价风险。**2018 年度，溢多利计提存货跌价损失 1130.15 万元。跟踪期内，公司存货规

模有所增长，其中原材料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，公司面临一定的存货跌价风险。

- 商誉减值风险。2018 年度，子公司鸿鹰生物业绩有所下滑，溢多利对其商誉测算后计提减值损失 4,506.27 万元。公司并购活动形成了较大规模的商誉资产，个别并购标的企业的经营业绩不甚理想，使得公司持续面临商誉减值风险。
- 经营业绩波动。2019 年第一季度，受设备检修停产、整改环保设施及错峰生产等因素影响，溢多利当期亏损 1,891.63 万元。截至 3 月末，所涉生产基地均恢复生产，后续生产运营情况有待观察。

➤ 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 2018 年度财务报表、未经审计的 2019 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. 截至本评级报告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 (%)	发行时间	本息兑付情况
溢利转债	6.65	6	0.40	2018-12-20 至 2024-12-20	尚未付息

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，对当期业绩基本无影响；募投项目尚处于建设期内，截至 2019 年 3 月末合计投入 1.17 亿元，距预定可使用状态时间仍较长。为实现自身战略发展规划，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	拟投入募集资金金融	截至 2019 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	湖南康捷	2.50	2.08	0.42	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	0.99	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	0.18	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

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的

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，公司主要致力于生物医药、生物酶制剂、植物提取物、功能性饲料添加剂等产品研发、生产、销售和服务，并向客户提供生物技术解决方案。

A. 医药制造业

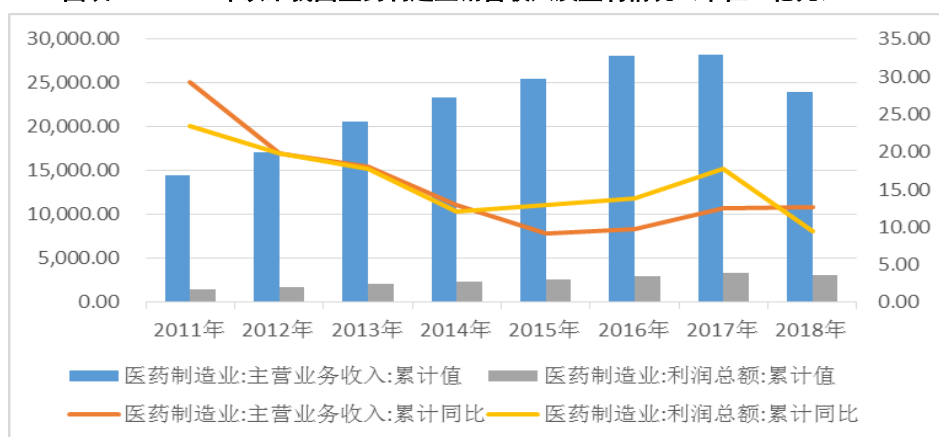
我国医药制造业具有良好的发展基础，人口老龄化、城镇化进程和消费升级将不断刺激行业发展，后续仍具备一定成长空间。甾体激素药物在化学药物体系中具有重要地位，市场需求和销售规模的持续增长，将促进甾体激素中间体和原料药产业的长期稳定增长。

医药制造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。据相关统计分析，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，医药行业的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，促进我国医药制造业不断发展。

近年来，我国医药制造业主营业务收入及利润总额持续增长，总体呈现平稳发展态势。根据国家统计局披露的相关数据整理，2011~2017 年，我国医药制造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%。2018 年，我国医药制造业¹实现主营业务收入 23,986.30 亿元，同比增长 12.60%，较上年同期增速上升了 0.1 个百分点；利润总额 3,094.20 亿元，同比增长 9.50%，较上年同期增速下降了 8.3 个百分点。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、药物临床试验数据核查流程化等多方面因素影响，2018 年我国医药制造业主营业务收入增速依旧维持低位，利润增速大幅下滑。未来，随着带量采购等政策的落地及全国推广，预计行业内企业仍将承受较大的经营压力。

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，和上年数据存在口径差异。

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

从行业发展趋势来看，人口老龄化、人均收入持续增长以及城镇化等因素保证了我国医药制造业刚性需求的稳步增长，加之医疗改革和国家政策的不断深化推进，医药制造业发展前景仍保持良好。根据国务院办公厅 2013 年 9 月下发的《国务院加快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。

图表 4. 2011 年以来我国医药制造业重要影响因素变化情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
我国人口数 (亿人)	13.47	13.54	13.61	13.68	13.75	13.83	13.90	13.95
60 岁以上人口占比 (%)	13.74	14.33	14.89	15.55	16.10	16.70	17.30	17.90
城镇基本医疗保险参保人数 (亿人)	4.73	5.36	5.71	5.97	6.66	7.44	11.77	—
城镇基本医疗保险支出 (千亿元)	4.43	5.54	6.81	8.13	9.31	10.77	14.42	—
城镇居民人均可支配收入 (万元)	2.18	2.46	2.70	2.88	3.12	3.36	3.64	3.93
国医疗卫生机构总诊疗人次 (亿人次)	62.71	68.88	73.14	76.02	76.93	79.30	81.80	83.10
卫生费用 (万亿元)	2.43	2.81	3.17	3.53	4.10	4.63	5.26	—

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。根据相关研究报告显示，自九十年代以来，国际市场甾体激素药物销售额每年以 10%~15% 的速度递增，据此测算，2014 年全球甾体激素药物销售额约为 800~1,200 亿美元。甾体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稳定增长。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原料药和中间体生产中心。

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. 生物酶制剂行业

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。饲料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。

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。

饲料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，我国饲料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，2016 年全国商品饲料总产量 20,918 万吨，同比增长 4.5%。其中配合饲料产量 18,395 万吨，同比增长 5.7%，总产量保持世界第一。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。

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，并通过收购世唯科技布局饲用抗生素替代市场。当期公司主营业务毛利率有所下滑，主要是部分原辅材料价格上涨导致直接材料成本增加，另因产品结构调整，新产品在调试阶段分摊的固定成本有所增加。此外，受设备检修停产、整改环保设施及错峰生产等因素影响，2019 年第一季度公司出现亏损。

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²，实现了业务领域的拓展和延伸。目前，公司致力于生物医药、生物酶制剂、植物提取物、功能性饲料添加剂等产品研发、生产、销售和服务，并向客户提供生物技术解决方案。公司主要产品包括：免疫和呼吸系统用药原料药、生殖保健系统用药原料药、生殖保健系统用药制剂等生物医药产品；饲料用酶、能源用酶、食品用酶、造纸用酶、纺织用酶等生物酶制剂产品；药用植物提取物、微生物制剂、维生素 B₁₂ 等其它功能性绿色饲料添加剂等。

图表 5. 公司主业基本情况

主营业务	行业归属	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
甾体激素类医药中间体及原料药、制剂的研发、生产与销售	医药制造	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
饲料用酶制剂的研发、生产和销售	生物酶制剂（农牧）	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
各类工业用酶制剂的研发、生产和销售，广泛应用于能源、食品、纺织、造纸等行业	生物酶制剂（工业）	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，该公司深耕生物医药、生物酶制剂板块细分市场，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，2018 年度公司经营业绩实现了平稳增长。但受设备检修停产、整改环保设施及错峰生产等因素影响，2019 年第一季度有所亏损。

2018 年度，该公司实现营业收入 17.68 亿元，同比增长 17.94%；净利润 1.51 亿元，同比增长 43.64%。收入和利润主要来自呼吸和免疫系统用药原料药、生殖保健系统用药原料药和饲料用酶制剂的销售。其中，呼吸和免疫系统用药原料药产品销售收入占公司营业收入的 42.67%，毛利润占公司毛利总额的 47.78%；生殖保健系统用药原料药产品销售收入占公司总营业收入的 19.88%，毛利润占公司毛利总额的 15.29%；饲料用酶制剂酶制剂产品销售收入占公司总营业收入的 18.55%，毛利润占公司毛利总额的 25.47%。

2019 年第一季度，该公司实现营业收入 3.41 亿元，同比增长 1.62%；亏损 0.19 亿元，同比减少 0.40 亿元，主要是子公司新合新 2019 年 1~2 月因主

² 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。

要设备检修致使生产停产，直至 3 月才恢复生产；子公司利华制药自 2018 年 9 月起停限产整改废水废气治理设施，并根据工业和信息化部、环境保护部关于京津冀及周边地区“2+26”城市部分工业行业秋冬季实行错峰生产的要求，直到 3 月上旬才全面恢复生产。公司该季度停工损失较大，停产限产使得上述两家子公司销售额和毛利润均有所下降。

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³期，子公司世唯科技⁴尚处于业绩承诺⁵期内。世唯科技 2018 年度实现扣除非经常性损益后的归属于母公司净利润 1,308.62 万元，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（亿元，%）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
营业收入合计	15.12	14.99	17.68	3.41
其中：核心业务营业收入（亿元）	14.84	14.44	16.13	3.39
在营业收入中所占比重（%）	98.13	96.33	91.22	99.30
其中：（1）医药制造业务（亿元）	9.17	8.86	11.06	1.79
在营业收入中所占比重（%）	60.66	59.09	62.55	52.86
（2）生物酶制剂业务（亿元）	5.67	5.58	5.07	1.60

³ 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。

⁴ 世唯科技主要产品为植物源饲料添加剂，包括博落回提取物、博落回散等产品，以及中兽药及各类植物提取物产品的研究、开发和生产工作。

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 该公司公告所示，子公司利华制药近日收到美国 FDA 的进口警示，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。

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
在营业收入中所占比重 (%)	37.46	37.25	28.67	47.14
毛利率 (%)	39.33	41.22	37.42	35.62
其中：医药制造业务 (%)	30.89	39.13	37.73	30.76
生物酶制剂业务 (%)	52.25	47.25	38.53	41.15

资料来源：溢多利

A. 医药制造业务

该公司医药制造业务的经营主体为子公司利华制药、新合新及其下属子公司等。公司主要从事甾体激素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免疫和呼吸系统用药和生殖保健系统用药两大类。跟踪期内，子公司新合新和利华制药发挥了较好的协同效应，生物医药业务取得较大增长。2018 年度，公司医药制造业务实现收入 11.06 亿元，同比增长 24.74%，占营业收入的比重为 62.55%；毛利率为 37.73%，较上年同期小幅下降 1.40 个百分点。

细分来看，该公司免疫和呼吸系统用药原料药包括泼尼松龙系列、氢化可的松系列、地塞米松系列、倍他米松系列，主要产品有泼尼松龙、醋酸泼尼松龙、泼尼松龙磷酸钠、泼尼松龙醋酸酯、氢化可的松、醋酸氢化可的松、醋酸可的松、氢化可的松琥珀酸钠、地塞米松、醋酸地塞米松、氟替卡松、倍他米松、醋酸倍他米松和培他米松磷酸钠等。2018 年度，公司免疫和呼吸系统用药原料药实现营业收入 7.54 亿元，同比增长 32.71%，主要是当期公司积极参加国内外的各种原料展会，加大与老客户的合作力度，并拓展新客户资源所致；毛利率为 41.91%，较上年同期上升 10.74 个百分点，主要是倍米系列产品销量大幅增长，且该产品毛利水平较高所致。

该公司生殖保健系统用药原料药生殖保健系统用药原料药包括孕激素系列、雌激素系列、雄激素系列，主要产品有左炔诺孕酮、孕二烯酮、去氧孕烯、米非司酮、雌酚酮、炔雌醇、醋酸坦勃龙、依西美坦；生殖保健系统用药制剂为孕激素系列，主要产品有左炔诺孕酮和米非司酮等。2018 年度，公司生殖保健系统用药原料药实现营业收入 3.52 亿元，同比增长 10.52%；毛利率 28.77%，较上年同期下降 24.58 个百分点，主要是销售结构变化和部分高毛利产品销价下降等双重因素影响。

B. 生物酶制剂业务

该公司是我国第一家饲用酶制剂生产企业，自 1991 年成立以来，一直从事饲用酶制剂的研发、生产和销售，通过横向收购鸿鹰生物，拓宽了酶制剂产品的应用领域。生物酶制剂是全球公认为唯一能同时有效解决生态危机、环境污染、资源缺乏、健康安全这四大人类发展难题的新型生物制品，广泛应用于医药、食品、饲料、能源、环保等诸多工业领域。

饲料用酶制剂是该公司的传统业务，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。2018 年度，公司饲料用酶制剂实现销售收入 3.28 亿元，同比减少 4.84%；毛利率为 51.38%，较上年同期下降 4.84 个百分点，主要受禽流感感和猪价下跌的影响，市场行情整体持续低迷，销售价格有所下降。

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，为国内外市场所广泛认可，公司市场份额不断增长。2018 年度，公司工业用酶制剂实现销售收入 1.79 亿元，同比减少 16.26%，主要是产品结构发生变化，当期纺织酶中的中性纤维素成本偏高因而减少生产，并加大了食品酶中蛋白酶的生产，生物能源用酶制剂受中美贸易摩擦影响，当期出口美国销量有所减少。

采购模式

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。2018 年度，公司前五名供应商合计采购金额 4.60 亿元，占年度采购总额的 35.89%。

该公司医药制造业务主要原材料为植物甾醇、乙基锂铵物、沃氏、金属锂和四氢呋喃等，生物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。跟踪期内，公司主要原材料价格均有不同程度上涨。其中，玉米淀粉平均单价同比增长 12%，糖浆平均单价同比增长 24%，主要是受环保政策影响，山东供应商大部分需要停产改造，直接影响了市场价格，再加上淀粉、糖浆原材料玉米供不应求也造成了两个主要原材料价格上涨；甲醇、硅藻土、珍珠岩这几个原辅材料小幅增长，亦主要受环保政策影响，大部分生产供应商煤改汽增加了成本，从而提高了公司的采购成本。

生产模式

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。公司按照 GMP 的要求组织生产，从原料采购、人员配置、设备

管理、生产过程管理、质量控制、包装运输等方面，执行国家相关规定。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，呼吸和免疫系统用药原料药、生殖保健系统用药原料药产品交货期一般为30~90天。2018年度，公司生殖保健系统用药原料药产量同比增长64.52%，主要是该产品销量同比增长82.69%，产量随之增长；呼吸和免疫系统用药原料药产量与上年同期基本持平，销量同比增长79.72%使得期末库存大幅减少；饲料用酶制剂产销量分别较上年同期小幅增长6.63%及2.17%。

销售模式

在销售方面，该公司两大主营业务有所不同。子公司新合新和利华制药的甾体激素药物国内销售均采用直销模式，国外销售采用直销为主、经销为辅的销售模式。销售体系由国内贸易部和国际贸易部组成，国内贸易部负责直接与国内甾体药物生产厂家建立业务联系，产品直接销售给各原料药及制剂生产厂家；外销由国际贸易部负责，外销分两种模式，一是通过外贸公司间接出口，二是自营出口，直接同国外采购方签订采购合同。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，2016及2017年其面向美国市场的原料药销售规模不大，预计其他市场受到的影响也相对有限。

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。

从销售区域来看，2018年度该公司实现出口销售收入5.96亿元，同比增长1.98%；中南地区实现销售收入6.39亿元，同比增长36.46%；华东地区实现销售收入2.84亿元，同比减少6.12%。其中，中南地区收入大幅增长，主要是公司绝大部分的分子公司和生产基地在湖南，随着其知名度不断扩大，中南地区的销量增长优先得到体现。

研发模式

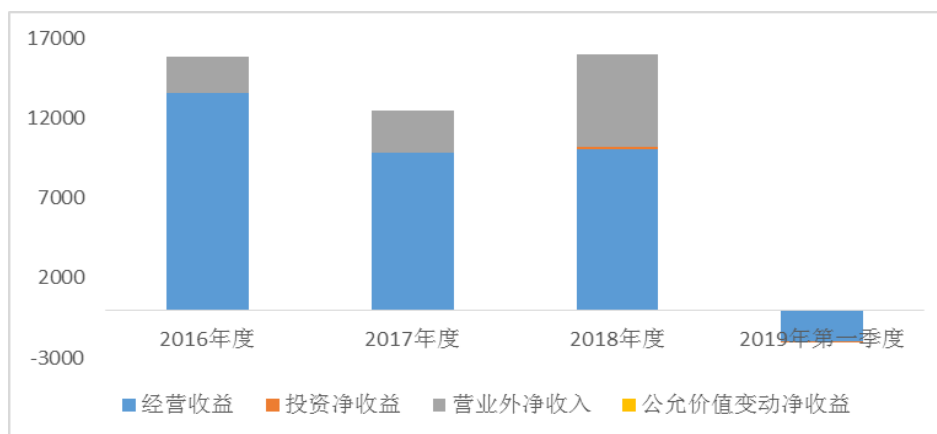
跟踪期内，该公司持续强化科研的战略地位，现有研发技术人员博士、硕士研究生以上学历过百人，核心技术研发人员从业经验超过19年。截至2018年末，公司研发人员323人，占公司总人数的12.37%；当期研发投入0.91亿元，占营业收入的5.13%。目前，其从事的科研项目主要围绕免疫和呼吸系统用药原料药、生殖保健系统用药原料药和制剂及生物酶制剂菌种开发、应用效果方面进行。

跟踪期内，该公司完成了对倍他米松中间体、醋酸氢化可的松中间体及泼尼松龙磷酸钠等产品的工艺路线改进；对中性纤维素酶、糖化酶及黑曲霉

等技术进行优化。公司现有 159 项发明专利，11 项核心技术，4 项专有技术；参与制定了 12 项国家标准和行业标准。

(2) 盈利能力

图表 7. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



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⁸对利润形成一定补充。从细分业务来看，公司医药制造业务得益于产业链向下游（从中间体到原料药到制剂）的不断延伸和完善，毛利水平保持在较好水平；生物酶制剂业务因部分主要原辅材料价格上涨导致直接材料成本增加，另因产品结构做调整，新产品在调试阶段分摊的固定成本有所增加。但受设备检修停产、整改环保设施及错峰生产等因素影响，2019 年第一季度有所亏损。

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速发展。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 8. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	15.12	14.99	17.68	3.41
毛利（亿元）	5.95	6.18	6.62	1.23

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2017年度公司获得的其他收益调整至营业外收入中。

期间费用率（%）	27.89	30.35	28.03	39.61
其中：财务费用率（%）	2.26	4.35	4.31	7.93
全年利息支出总额（亿元）	4,064.49	5,334.86	8,208.92	—
其中：资本化利息数额（亿元）	—	21.51	686.58	—

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。2018 年度，公司期间费用合计 4.96 亿元，期间费用率分别为 28.03%。由于并购事项使得合并范围扩大，公司员工数量由大幅增长，员工单位成本和薪酬费用总额逐年增加。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。随着经营规模扩大使得资金需求增加，银行借款增加、利息支出增加及汇率波动导致汇兑损失增加导致公司财务费用亦持续增长。

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	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
投资净收益（万元）	8.80	—	96.46	-0.01
营业外收入（万元） ⁹	2,381.68	2,836.40	7,278.74	350.78
其中：政府补助（万元）	1,129.02	1,690.72	5,241.65	330.93
业绩补偿（万元）	1,205.85	1,212.26	615.98	—
非流动资产处置收益（万元）	—	—	1,862.90	—

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的贡献较大，主要是政府补助、非流动资产处置损益和业绩补偿款等营业外收入。2018 年度，公司收到政府补助 5,241.65 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；非流动资产处置损益 1,810.52 万元，主要是当期对常德分公司、子公司津泰达资产进行处置所得；业绩补偿款 615.98 万元，主要是新合新 2017 年未完成业绩承诺，差额部分由交易对方补偿。

（3）运营规划/经营战略

在发展战略方面，该公司坚持以技术为核心，以市场为导向，经过多年的发展，形成了以现代生物工程为主体，以生物医药和生物制造为两翼，以生物医药、生物农牧、生物工业和药用植物为四维的“一体两翼四维”格局。

⁹ 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2017年度公司获得的其他收益调整至营业外收入中。

跟踪期内，公司在津市投资设立的康捷生物生产车间建设已经竣工，于 2019 年第一季度试生产，投产后将丰富公司生物酶制剂产品线、提升酶制剂生产能力，完成已有技术积累和产品储备的产业化。

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，而投资建设项目能否如期完工并实现预计收益存在不确定性。

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。

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，2018 年末关联方应付款余额 731.49 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 10. 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	2019/6/17	无	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2019/6/11	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	2019/6/11	无	无	无	不涉及
工商	国家企业信用信息公示系统	2019/6/11	无	无	无	不涉及
质量	公开信息	2019/6/11	无	无	无	不涉及
安全	公开信息	2019/6/11	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

近年来，该公司并购活动较频繁，并持续推进产能建设，债务规模不断增大，且刚性债务偏短期。跟踪期内，公司发行了溢利转债，并偿还了部分短期借款，债务期限结构得到优化。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。此外，子公司鸿鹰生物业绩有所下滑，2018 年对其商誉测算后计提减值损失 4,506.27 万元。个别并购标的企业的经营业绩不甚理想，使得公司持续面临商誉减值风险。

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 2016 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。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。

跟踪期内，该公司收购了世唯科技 51% 的股权，旨在丰富生物农牧领域产品线，提高在绿色饲料领域的竞争力。本次收购于 2018 年 12 月 27 日完成股权变更登记手续，因此对公司 2018 年业绩无明显影响。

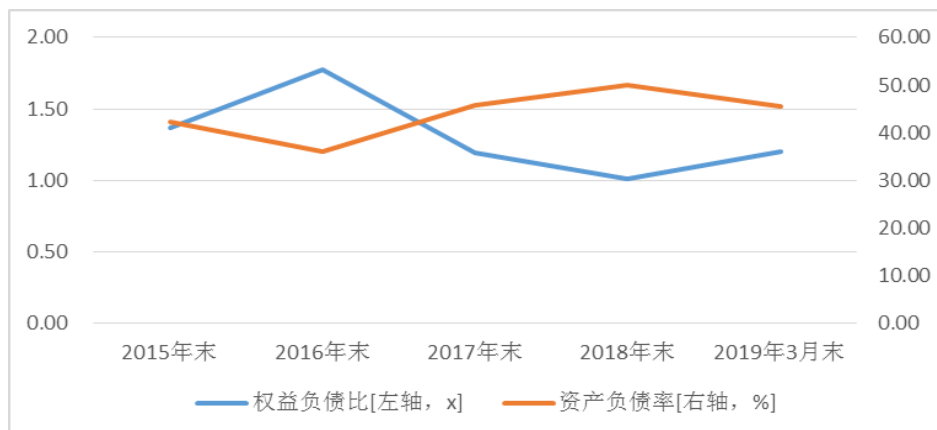
截至 2018 年末，该公司经审计的合并报表口径资产总额为 48.01 亿元，所有者权益 24.07 亿元（归属于母公司所有者权益为 21.42 亿元）；2018 年度，公司实现营业收入 17.68 亿元，净利润 1.51 亿元（归属于母公司所有者净利润为 1.14 亿元）。

截至 2019 年 3 月末，该公司经审计的合并报表口径资产总额为 43.82 亿元，所有者权益 23.88 亿元（归属于母公司所有者权益为 21.25 亿元）；2019 年第一季度，公司实现营业收入 3.41 亿元，净利润-0.19 亿元（归属于母公司所有者净利润为-0.18 亿元）。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 11. 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 2018 年末，该公司负债总额为 23.94 亿元，较上年末增长 36.43%；资产负债率为 49.87%，较上年末上升 4.23 个百分点。截至 2019 年 3 月末，公司负债总额为 19.94 亿元，较期初减少 16.71%，主要是当期偿还了部分银行借款，资产负债率降至 45.51%。

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不断增大。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进一步上升。

(2) 债务结构

图表 12. 公司债务结构及核心债务

核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
刚性债务（亿元）	5.85	7.55	11.67	18.99	15.87
应付账款（亿元）	2.14	1.58	1.96	1.41	1.53
预收账款（亿元）	0.03	0.05	0.09	0.12	0.15
其他应付款（亿元）	0.91	0.81	1.54	1.00	0.29
刚性债务占比（%）	56.39	65.38	66.49	79.30	79.57
应付账款占比（%）	20.67	13.66	11.15	5.88	7.69
预收账款占比（%）	0.26	0.41	0.52	0.51	0.76
其他应付款占比（%）	8.81	7.00	8.76	4.17	1.46

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逐年上升，2018 年末公司刚性债务合计 18.99 亿元，占当期债务总额的比重为 79.30%。同期末，公司应付账款余额 1.41 亿元，账龄 1 年以内占比逾 95%；其他应付款 1.00 亿元，主要是本部未付湖南雪丽造纸有限公司拍卖资产尾款及子公司新合新向小股东借款。跟踪期内，公司发行了溢利转债，并偿还了部分短期借款，债务结构得到优化。

(3) 刚性债务

图表 13. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 第一季度末
短期刚性债务合计	4.22	5.21	9.71	11.31	8.31
其中：短期借款	4.03	4.77	8.96	9.96	7.02
一年内到期非流动负债	0.18	0.44	0.53	1.18	1.19
应付短期债券	—	—	—	—	0.00
应付票据	0.01	0.00	0.23	0.17	0.10
其他短期刚性债务	—	—	—	0.00	0.00
中长期刚性债务合计	1.62	2.34	1.95	7.67	7.56
其中：长期借款	1.61	2.06	1.46	1.88	1.84
应付债券	—	—	—	5.39	5.44
其他中长期刚性债务	0.02	0.29	0.49	0.41	0.28

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

该公司债务规模随业务范围的扩大而持续增长，跟踪期内公司发行了可转换公司债券，刚性债务结构有所变化。公司刚性债务主要由银行借款和应付债券构成，2018 年末公司短期借款 9.96 亿元，主要是公司业务规模扩大，所需运营资金需求大幅上升所致；一年内到期的长期借款余额分别为 1.18 亿元；长期借款 1.88 亿元。根据溢多利提供的数据，公司 2018 年末的有息债务融资成本相对集中在 4%~6%之间，公司融资成本相对较高。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 14. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
营业周期（天）	350.60	286.35	400.14	399.24	—
营业收入现金率（%）	93.32	93.53	90.99	96.37	71.37
业务现金收支净额（亿元）	3.31	3.79	4.38	6.57	0.84
其他因素现金收支净额（亿元）	-2.77	-4.23	-4.42	-4.53	-0.90
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	0.54	-0.44	-0.04	2.04	-0.06
EBITDA（亿元）	1.41	2.95	2.91	3.93	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.41	0.44	0.30	0.26	—

主要数据及指标	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
EBITDA/利息支出（倍）	15.55	7.27	5.46	4.42	—

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。

2018 年度，该公司营业周期约为 399 天，营运周期与上年基本持平。其中，应收账款周转速度从上年的 3.23 次增至 3.48 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 1.27 次降至 1.24 次，主要是新合新生产周期较长，随着销量的增加，半成品、在产品库存量相应增加。

2018 年度，该公司经营活动产生的现金流量净额为 2.04 亿元，主要是公司加强了追收应收账款力度，销售回款大幅增加所致。此外，公司收到与资产相关的政府补助 2,626.25 万元，根据财政部于 2018 年 6 月 15 日发布《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》收到的政府补助，无论是与资产相关还是与收益相关，均作为经营活动产生的现金流量列报。

2018 年度，该公司 EBITDA 从上年的 2.91 亿元增至 3.93 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。但公司刚性债务增长较快，使得 EBITDA 对债务的保障程度有所下降。同期，公司 EBITDA 对利息支出的保障倍数从上年的 5.46 降至 4.42，保障程度亦有所下滑。

（2）投资环节

图表 15. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-1.45	-0.58	0.05	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	-0.97	-3.38	-3.49	-1.34	-1.56
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-1.25	-0.79	0.09	-0.14	-0.41
投资环节产生的现金流量净额	-3.67	-4.75	-3.35	-1.48	-1.97

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

跟踪期内，该公司转让了常德分公司和子公司湖南津泰达投资发展有限公司的整体资产，收回的现金净额为 1.77 亿元，实现资产处置收益 1,862.90 万元，使得当期投资环节产生的现金净流出量有所减少。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 16. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
权益类净融资额	0.25	4.51	-0.70	-1.00	-0.13
债务类净融资额	3.40	1.31	3.47	8.41	-2.70
筹资环节产生的现金流量净额	3.71	5.85	2.99	6.31	-3.03

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。2018 年度，公司筹资活动产生的现金流量净额为 6.31 亿元，主要是当期公开发行可转换公司债券所致；2019 年第一季度，公司偿还了部分银行借款，使得当期债务类筹资活动净流出 2.70 亿元。

4. 资产质量

图表 17. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	9.42	13.60	17.24	25.87	20.92
	38.41%	42.37%	44.84%	53.88%	47.74%
其中：货币资金（亿元）	1.62	2.29	2.14	9.38	4.19
应收账款（亿元）	2.73	3.88	5.40	4.75	5.39
存货（亿元）	4.31	6.08	7.79	10.04	9.58
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	15.10	18.50	21.21	22.14	22.90
	61.59%	57.63%	55.16%	46.12%	52.26%
其中：固定资产（亿元）	7.25	8.95	11.11	11.21	11.05
在建工程（亿元）	0.63	0.68	0.69	1.87	2.65
无形资产（亿元）	1.47	2.12	3.31	3.61	3.57
商誉（亿元）	5.08	4.95	4.85	4.77	4.77
期末全部受限资产账面金额（亿元）	1.90	2.76	3.19	2.72	
期末抵押融资余额（亿元）	1.18	1.60	0.55	1.30	
受限资产账面余额/总资产（%）	7.75%	8.59%	8.29%	6.20%	

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

随着该公司经营规模的扩大，其资产规模也保持快速增长态势。截至 2018 年末，公司资产总额增至 48.01 亿元，较上年末增加 24.86%。其中，流动资产占比增至 53.88%，主要是当期发行的溢利转债资金到账所致。

从流动资产构成情况看，主要由货币资金、应收账款和存货等构成。截至 2018 年末，该公司货币资金为 9.38 亿元，较上年末增长 338.67%，主要是当期收到公开发行可转换公司债券募集资金和公司加强追收应收账款所致；应收账款为 4.75 亿元，较上年末减少 11.91%；存货为 10.04 亿元，较上年末增长 28.88%，其中原材料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。

从非流动资产构成来看，主要集中于固定资产、在建工程和商誉等。截至 2018 年末，该公司固定资产为 11.21 亿元，较上年末增长 0.90%，主要是子公司世唯科技固定资产和在建工程转固所致；在建工程为 1.87 亿元，较上年末增长 171.00%，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、子公司康捷生物年产 15,000 吨食品级生物酶制剂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，较上年末减少 1.73%，主要是并购世唯科技形成商誉 3,667.37 万元，计提鸿鹰生物减值损失 4,506.27 万元，个别并购标的企业的经营业绩不甚理想，使得公司持续面临商誉减值风险。

截至 2018 年末，该公司受限资产账面价值合计 2.72 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 0.65 亿元为汇票保证金。

5. 流动性/短期因素

图表 18. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一季度末
流动比率 (%)	123.12	167.19	123.77	179.33	198.08
速动比率 (%)	62.20	88.42	60.93	106.96	102.46
现金比率 (%)	22.53	30.22	16.41	66.58	39.70

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

跟踪期内，该公司收到公开发行可转换公司债券募集资金 6.65 亿元，使得公司流动资产大幅增长，流动比率从 2017 年末的 123.77% 上升至 2018 年末的 179.33%；2019 年第一季度，公司偿还了部分短期借款使得流动负债规模有所减少，流动比率进一步升至 198.08%。整体而言，公司资产变现能力有所好转，对短期债务的偿债能力有所增强。

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料用酶制剂的生产、研发及销售。截至 2018 年末，母公司资产总额为 30.05 亿元，所有者权益 18.10 亿元；2018 年度，母公司实现营业收入 4.37 亿元，净利润-0.01 亿元。

外部支持因素

截至 2019 年 3 月末，该公司获得工农中建交五大商业银行提供的综合授信总额为 7.62 亿元，占公司合并口径授信总额的 55.62%。其中，公司已用贷款授信规模 8.84 亿元，尚有余额 4.86 亿元，利率区间为 4.5%~6.3%之间。

图表 19. 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）	13.70	13.70	8.84/4.86	4.5%~6.3%	抵押、担保
其中：国家政策性金融机构（亿元）	—	—	—	—	—
工农中建交五大商业银行（亿元）	7.62	7.62	4.28/3.34	4.5%~6%	抵押、担保
其中：大型国有金融机构占比（%）	55.62	55.62	48.42/68.72	—	—

资料来源：根据溢多利所提供数据整理（截至 2019 年 3 月末）

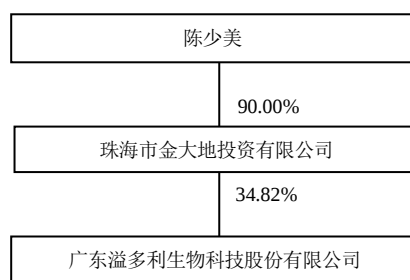
跟踪评级结论

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，并通过收购世唯科技布局饲用抗生素替代市场。当期公司主营业务毛利率有所下滑，主要是部分原辅材料价格上涨导致直接材料成本增加，另因产品结构做调整，新产品在调试阶段分摊的固定成本有所增加。此外，受设备检修停产、整改环保设施及错峰生产等因素影响，2019 年第一季度公司出现亏损。

跟踪期内，该公司发行了溢利转债，并偿还了部分短期借款，债务期限结构得到优化。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。此外，子公司鸿鹰生物业绩有所下滑，2018 年对其商誉测算后计提减值损失 4,506.27 万元。个别并购标的企业的经营业绩不甚理想，使得公司持续面临商誉减值风险。

附录一：

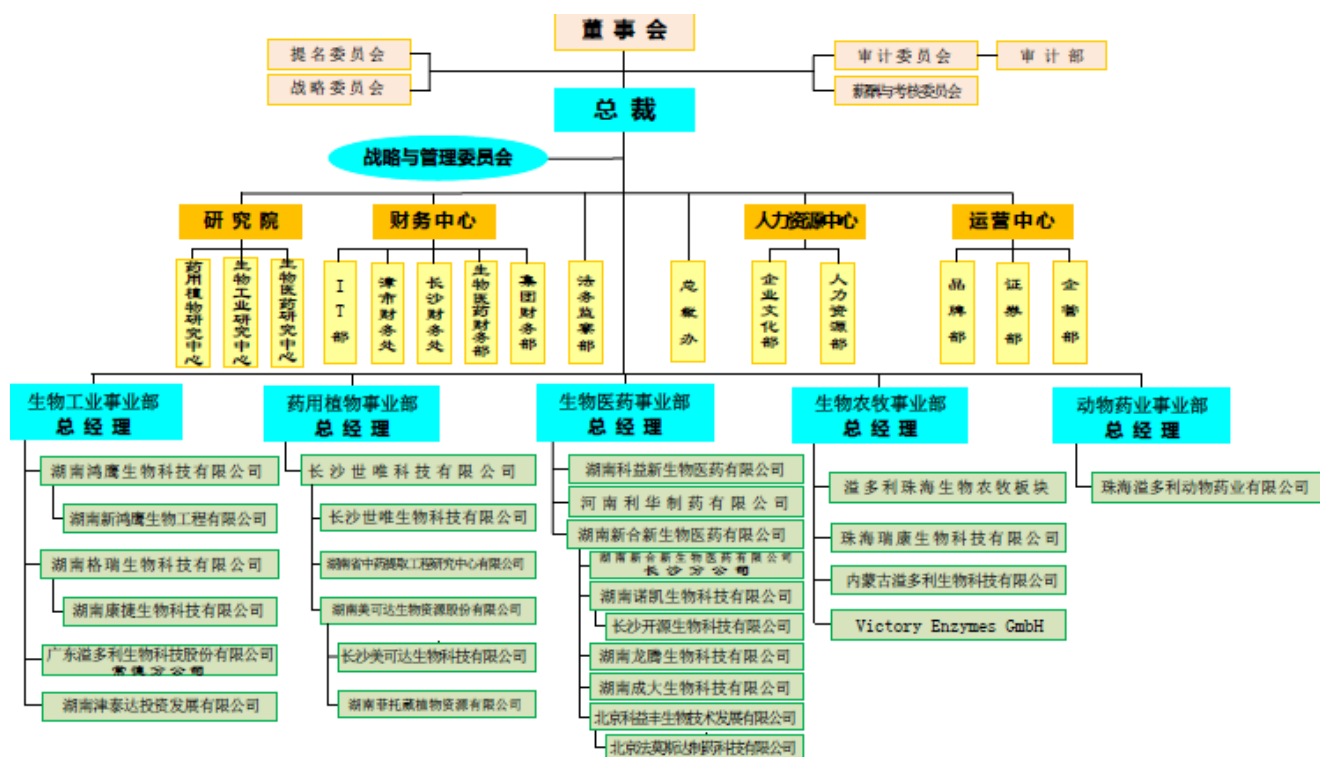
公司与实际控制人关系图



注：根据溢多利提供的资料绘制（截至 2018 年末）

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 2018 年末）

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	2018 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	公司之控股 股东	—	投资管理	19.24	25.65	17.69	1.47	1.94	
广东溢多利科技股份有限公司	溢多利	本级	—	饲料酶制剂生产、销售	9.65	18.10	4.37	-0.01	0.96	
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	—	0.78	1.01	0.07	0.03	
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	1.07	0.88	1.76	0.06	0.3	
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	—	0.83	2.30	0.13	0.01	
湖南新合新生物医药有限公司	新合新	一级子公司	70.00%	生物医药	3.96	3.84	7.92	0.61	1.64	
湖南成大生物技术有限公司	湖南成大	二级子公司	70.00%	医药	0.4	1.39	2.64	0.02	-0.8	
湖南诺凯生物医药有限公司	诺凯生物	二级子公司	70.00%	医药	0.05	0.34	1.04	0.10	0.02	
长沙开源化工有限公司	开源化工	三级子公司	70.00%	化工	—	0.01	0.00	0.00	0.00	
北京市科益丰生物技术发展有公司	科益丰生物	二级子公司	70.00%	医药	—	1.17	1.62	0.08	0.1	
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	61.09%	医药	—	-0.11	0.11	0	0.02	
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	1.72	3.29	4.48	0.42	0.69	
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	—	0.77	0.05	-0.03	0.02	
珠海溢多利动物药业有限公司	珠海溢多利	一级子公司	70.00%	酶制剂生产、销售	—	0.00	0.00	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	—	-0.01	0.00	0.01	-0.95	

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2018 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	
湖南龙腾生物科技有限公司	龙腾生物	二级子公司	49.00%	医药	—	0.25	0.6	0.04	0.19	
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	0.00	0.00	0.18	
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	—	0.49	0.00	-0.02	-0.26	
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	—	-0.01	0.00	-0.01	0.01	

注：根据溢多利 2018 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]	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
资产总额[亿元]	32.10	38.45	48.01	43.82
货币资金[亿元]	2.29	2.14	9.38	4.19
刚性债务[亿元]	7.55	11.67	18.99	15.87
所有者权益[亿元]	20.55	20.90	24.07	23.88
营业收入[亿元]	15.12	14.99	17.68	3.41
净利润[亿元]	1.45	1.05	1.51	-0.19
EBITDA[亿元]	2.95	2.91	3.93	—
经营性现金净流入量[亿元]	-0.44	-0.04	2.04	-0.06
投资性现金净流入量[亿元]	-4.75	-3.35	-1.48	-1.97
资产负债率[%]	35.99	45.64	49.87	45.51
权益资本与刚性债务比率[%]	272.05	179.13	126.75	150.46
流动比率[%]	167.19	123.77	179.33	198.08
现金比率[%]	30.22	16.41	66.58	39.70
利息保障倍数[倍]	4.90	3.32	2.93	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	286.35	400.14	399.24	—
毛利率[%]	39.33	41.22	37.42	36.12
营业利润率[%]	8.99	7.64	9.79	-4.89
总资产报酬率[%]	7.04	5.03	6.03	—
净资产收益率[%]	8.37	5.06	6.70	—
净资产收益率*[%]	7.11	4.19	5.56	—
营业收入现金率[%]	93.53	90.99	96.37	71.37
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-5.59	-0.40	14.38	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-47.41	-23.33	2.69	—
EBITDA/利息支出[倍]	7.27	5.46	4.42	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.44	0.30	0.26	—

注：表中数据依据溢多利经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 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。