

上海莱士血液制品股份有限公司

2013 年公司债券 2015 年跟踪  
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第【17】号

债券剩余规模: 3.6 亿元

债券到期日期: 2018 年 3 月 26 日

债券偿还方式: 每年付息, 附 3 年末投资者回售选择权

分析师

姓名:  
臧晓娜 刘书芸

电话:  
021-51035670

邮箱:  
zangxn@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

## 上海莱士血液制品股份有限公司 2013 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	正面	稳定
评级日期	2015 年 4 月 13 日	2014 年 4 月 24 日

### 评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对上海莱士血液制品股份有限公司(以下简称“上海莱士”或“公司”)2013年3月发行的3.6亿元公司债券(以下简称“本期债券”)的2015年度跟踪评级结果为:本期公司债券信用等级维持为AA,发行主体长期信用等级维持为AA,评级展望调整为正面。该评级结果是考虑到公司并购重组后,行业竞争能力明显提升、收入利润规模增长较快、资本结构明显优化、有息债务规模较小等因素,同时我们也关注到了血液制品高风险特征、原材料供应紧张、新增产能利用率不高、并购重组整合存在难度等风险因素。

### 正面:

- 并购重组提升公司竞争力。2014年1月、12月,公司先后收购郑州莱士100%股权、同路生物89.77%股权,血液制品增至11个,单采血浆站增至28个,行业竞争能力明显提升;
- 收入盈利能力明显提升。2014年公司营业收入、净利润分别同比增长165.88%、258.21%;预计2015年郑州莱士、同路生物全年业绩并表后,公司收入利润规模将再次提升;
- 资本结构优化。2014年期末公司所有者权益合计增至862,429.76万元,同比增长682.76%;公司负债与所有者权益比率由2013年末的42.96%降至8.76%,公司资本结构明显优化;
- 有息债务规模较小。公司有息债务主要为3.6亿元本期债券,票面利率5.6%;2014

年末公司资产负债率降至 8.05%，公司有息债务规模较小。

### 关注：

- **产品质量风险。**血液制品属于高风险产品，若公司产品发生病毒感染事故，公司经营将陷入较大困境；
- **原材料供应风险。**公司单采血浆站集中度较高，面临一定血浆供应风险，且血浆采集成本呈上升趋势，存在一定成本压力；
- **产能消化风险。**公司奉贤新厂区投产，同时协同郑州莱士、同路生物公司产能扩张明显，但血浆采集规模仍存在一定瓶颈，公司存在一定产能消化风险；
- **收购标的经营效益不能满足预期。**公司发行股份购买资产溢价率较高，收购标的资产的经营效益可能不及预期，同时面临整合难度提升等问题。

### 主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	937,945.90	157,514.68	120,826.08
所有者权益合计（万元）	862,429.76	110,177.75	101,947.35
有息债务（万元）	35,802.10	35,653.27	-
资产负债率	8.05%	30.05%	15.62%
流动比率	9.77	9.94	4.03
速动比率	7.22	6.72	2.88
营业收入（万元）	131,973.52	49,635.96	66,267.69
营业利润（万元）	59,941.04	16,739.40	26,043.11
利润总额（万元）	60,198.17	16,897.46	26,456.57
综合毛利率	62.56%	64.69%	60.47%
总资产回报率	11.42%	13.30%	43.79%
EBITDA（万元）	68,581.86	20,251.29	27,951.49
EBITDA 利息保障倍数	29.03	12.51	-
经营活动现金流净额（万元）	46,596.12	-9,010.81	26,346.47

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会《关于核准上海莱士血液制品股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可[2013]77号），公司于2013年3月26日公开发行公司债券，募集资金总额3.6亿元。扣除发行费用后，实际募集资金净额35,544.80万元。

本期债券的起息日为2013年3月26日，按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。2014年至2018年每年的3月26日为上一计息年度的付息日。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的付息日为2013年至2016年每年的3月26日，本期债券的兑付日为2016年3月26日。若投资者不行使回售选择权，则本期债券的本金兑付日为2018年3月26日。2014年3月26日、2015年3月26日，公司已经支付第一、二期利息。

表1 截至2015年3月31日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本期兑付日期	期初本金余额	本金回售金额	利息支付	期末本金余额
2014年3月26日	36,000	-	2,016	36,000
2015年3月26日	36,000	-	2,016	36,000

资料来源：公司提供

本期债券募集资金计划用于补充公司流动资金。截至2014年12月31日，公司募集资金已全部用于补充流动资金。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司发生了重大资产重组，但实际控制人、主营业务未发生变化。

2014年1月，公司公告向特定对象科瑞天诚投资控股有限公司（以下简称“科瑞天诚”）、新疆华建恒业股权投资有限公司（以下简称“新疆华建”）、傅建平和肖湘阳非公开发行93,652,444股股份，用于购买其所持的郑州邦和生物药业有限公司（后更名为郑州莱士血液制品有限公司，以下简称“郑州莱士”）100%股权；同时，向莱士中国有限公司（以下简称“莱士中国”）非公开发行26,000,000股股份，募集配套资金49,712.00万元。

2014年9月，公司以2014年6月30日总股份609,252,444股为基数，以资本公积向全体股东每10股转增10股；12月公司向103位激励对象首次授予限制性股票共计3,126,600股。

2014年12月19日，中国证监会核准公司向宁波科瑞金鼎投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“科瑞金鼎”）、深圳莱士凯吉投资咨询有限公司（以下简称“深圳莱士”）、谢燕玲非公开发行股份143,610,322股，用于购买其所持的同路生物制药有限公司（以下简称“同路生物”）89.77%股权；同时拟向不超过10名特定对象非公开发行新股募集配套资金总额不

超过6.6亿元，股份发行数量不超过22,140,221股。

截至2014年12月31日，公司已收到科瑞金鼎、深圳莱士、谢燕玲等缴纳的新增注册资本（实收资本）合计人民币143,610,322元，公司注册资本总额（股本总额）变更为1,365,241,810元。截至目前，非公开发行新股募集配套资金事宜尚未实行。

截至2015年2月28日，科瑞天诚共持有公司股份436,177,568股，占公司总股本的31.95%；莱士中国持有公司419,200,000股，占公司总股本的30.71%。科瑞天城与莱士中国仍为公司的控股股东，公司实际控制人仍为郑跃文和黄凯。截至2014年12月31日，纳入公司合并范围的子公司共31家，其中2014年新增20家（2家一级子公司）。

**表 2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

**1、跟踪期内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	主营业务	合并方式	级次
郑州莱士	100%	6,500	血液制品的生产与销售	收购	一级
同路生物	89.77%	14,535	血液制品的生产与销售	收购	一级

资料来源：公司年报

截至2014年12月31日，公司总资产为937,945.90万元，所有者权益为862,429.76万元，资产负债率为8.05%。2014年度，公司实现营业收入131,973.52万元，利润总额60,198.17万元，经营活动现金净流入46,596.12万元。

### 三、运营环境

**我国血液制品市场需求空间较大，未来政府最高限价取消后，血液制品企业盈利空间加大**

血液制品除重组八因子外，主要产品人血白蛋白、静注人免疫球蛋白目前尚没有更好的人工替代品，短期无法对血液制品形成替代。血液制品原材料的人源性，决定其天生是稀缺的商品。

2008年我国采浆量3,131吨，2013年4,979吨，5年CAGR为9.72%；从投浆情况看，2013年投浆量4,283吨，2007-2013六年CAGR仅为8.21%。2011年据有关机构测算国内血制品对应血浆需求在8,000吨，近年随着生活水平提高及人口老龄化进程加速，预计需求在12,000吨左右，而当前采浆量仅在5,000吨左右，缺口较大。中国千人均血浆远低于海外其他发达国家，2010年美国千人均血浆产出约在66L/千人，德国32L/千人，法国16L/千人，即使以2013年采浆吨数计算中国也仅为3.12L/千人。参照发达国家千人均采浆量（约20L/千人），我国潜在血浆需求约在2.7万吨左右，但受制于浆站资源与血浆采集量，我国血液制品存在

巨大的市场缺口，长期需求空间巨大。

基于我国血制品供需失衡严重，前卫生部部长陈竺提出“十二五倍增”计划，推动血液制品供应量比“十一五”末增加一倍，以解决血制品行业供不应求现象。自倍增计划推出后，部分地方政府已开始响应，对浆站审批政策逐步放开，如河南、重庆、江西等地陆续有新建浆站获批。中国产业信息网发布的《2014-2019年中国血液制品市场全景评估及行业前景预测报告》指出：目前我国单采血浆站总数预计仅约160个，分属于30家左右血液制品企业。其中公司通过收购郑州莱士、同路生物后，浆站数量迅速上升至28个，排名第一，产品线也最齐全。

**表3 我国主要血制品企业情况**

公司名称	产品品种	浆站数量（筹建中）	预计年采浆量（吨）
上海莱士	11	28（4）	800
华兰生物	11	16（1）	670
天坛生物	5	16	550
成都蜀阳	6	13	450
博雅生物	6	8（3）	170

资料来源：中国产业信息网《2014年中国血液制品产业运营回顾及2015年行业发展前景展望》

现行最高零售价管制制度施行多年。2014年11月25日，国家发改委下发《推进药品价格改革方案（征求意见稿）》，拟取消原政府制定的最高零售限价或出厂价格，提出各类药品价格形成机制，其中涉及血液制品的规定：医保目录内的药品，由医保部门会同有关部门制定医保支付标准，引导价格合理形成；目录外血液制品、国家统一采购的预防免疫药品和避孕药具，通过招标采购或谈判形成市场交易价格。国务院总理李克强在2015年3月5日的政府工作报告中指出，要不失时机加快价格改革，取消绝大部分药品政府定价。在上游浆源短缺的前提下，下游引入市场机制后，未来价格有一定的上升空间。

未来血液制品价格放开后，不仅现有产品价格有所提升，未来新出产品的利润加成比例也将所提升。考虑到各企业新产品的研发能力，短期内研发能力较强的企业将优先受益；同时，综合能力较强的企业将长期受益。

## 四、经营与竞争

2014年度，公司实现主营业务收入131,708.31万元，同比增长165.35%，主要是当年完成对郑州莱士及同路生物的并购重组并将其纳入合并范围。2014年公司各主要产品销售收入均实现大幅度增长，其中人血白蛋白、静注人免疫球蛋白、凝血因子类及其他销售收入分别同比增长221.10%、136.05%和122.26%；当年人血白蛋白产品毛利率由2013年的40.88%

下降为37.14%，同时当年新增中药产品及食品业务的毛利率低于血液制品毛利率，综合作用下导致公司主营业务毛利率整体小幅下降2.21个百分点。

**表 4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2014 年		2013 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
人血白蛋白	50,464.99	37.14%	15,716.32	40.88%
静注人免疫球蛋白	39,263.73	76.29%	16,633.51	64.87%
中药产品及食品	3,559.00	43.27%	-	-
凝血因子类及其他	38,420.60	83.44%	17,286.12	86.15%
<b>合计</b>	<b>131,708.31</b>	<b>62.48%</b>	<b>49,635.96</b>	<b>64.69%</b>

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

**公司通过发行股份收购郑州莱士、同路生物实现外延式扩张，产能及收入规模明显提升，但也面临收购标的经营效益不及预期、管理整合难度提升等风险**

2014年1月，公司向特定对象科瑞天诚、新疆华建、傅建平、肖湘阳发行股份93,652,444股，用于购买其所持有的郑州莱士100%股权。根据中通诚资产评估有限公司出具的《资产评估报告》（中通评报字（2013）105号，评估基准日2013年4月30日），郑州莱士截至评估基准日的账面价值为26,424.92万元，收益法评估值180,695.60万元，增值154,270.68万元，增值率583.81%。发行股份购买资产的发行价格为定价基准日前20个交易日股票交易均价，即19.22元/股。收购完成后，郑州莱士成为公司的全资子公司。

郑州莱士目前可生产人血白蛋白、静注人免疫球蛋白、人免疫球蛋白和乙肝免疫球蛋白共4个品种9个规格产品，下属醴陵邦和、上林邦和两家全资单采血浆站，同时郑州莱士还从事中药产品的种植与销售，该部分业务收入占比较小。2014年全年郑州莱士血浆采集量110吨左右，实现营业收入36,110.91万元，净利润15,732.69万元；自2014年1月28日购买日至2014年末，郑州莱士实现营业收入35,923.28万元，实现毛利24,072.31万元。

2014年12月，公司向特定对象科瑞金鼎、深圳莱士、谢燕玲发行股份143,610,322股，用于购买其所持的同路生物89.77%股权。根据中通诚资产评估有限公司出具的《资产评估报告》（中通评报字[2014]329号，评估基准日2014年6月30日），同路生物至评估基准日的账面价值68,636.96万元，评估值530,138.81万元，评估增值461,501.85万元，增值率为672.38%，则同路生物89.77%股权收益法评估值为475,905.61万元。发行股份购买资产的发行价格为定价基准日前20个交易日股票交易均价，即33.13元/股。收购完成后，同路生物成为公司的子公司。

同路生物目前可生产人血白蛋白、冻干静注人免疫球蛋白、静注人免疫球蛋白、乙型

肝炎人免疫球蛋白、人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白、人凝血因子VIII共7个品种32个规格产品，下属14家单采血浆站（含3家筹建），2014年全年同路生物血浆采集量280吨左右，根据同路生物2014年审计报告（大华审字【2015】01369号），2014年同路生物共实现营业收入66,480.14万元，净利润28,593.21万元。自2014年12月22日购买日至2014年末，同路生物实现营业收入2,682.31万元，毛利1,703.68万元。

**表5 公司营业收入按经营主体分类（单位：万元）**

单位名称	2014年		2013年	
	营业收入	毛利	营业收入	毛利
公司自身	93,367.94	56,781.76	49,635.96	32,107.31
郑州莱士	35,923.28	24,072.31	-	-
同路生物	2,682.31	1,703.68	-	-
<b>合计</b>	<b>131,973.52</b>	<b>82,557.76</b>	<b>49,635.96</b>	<b>32,107.31</b>

资料来源：公司提供

公司收购郑州莱士和同路生物后，公司的血液制品由原先的7个增加到11个，除原有的人血白蛋白、静注人免疫球蛋白、凝血因子类产品外，又增加了免疫球蛋白类产品。公司下属单采血浆站由12家扩增至28家，采浆区域扩大至8个省（自治区），浆站数量及采浆能力都得以成倍增长，使得公司产品结构更丰富，更有效的提高血浆综合利用率。但鹏元也关注到，两次收购交易的溢价率较高，标的资产能否产生较高的投资回报存在一定的不确定性。同时，郑州莱士、同路生物与公司本部在生产工艺、组织管理、生产销售等方面均存在一定差异，未来能否顺利实现整合，实现规模效益也存在一定的不确定性。

#### **奉贤新厂区正式投产，同时并购重组完成后，公司产销量明显提升，产品结构有所调整，产品价格波动带动毛利率水平变化**

2013年11月，公司上市募投项目——奉贤新厂区顺利通过了新版GMP认证，获得了国家食品药品监督管理总局颁发的《药品GMP证书》，公司生产基地正式搬迁至奉贤新厂区，同时2014年并购重组完成后，设计年血浆处理能力大幅提升。血浆采集情况主要受下游供浆员供应影响，2014年公司产能扩张幅度较大，当年公司采浆量合计为772.01吨，公司产能利用率不足，未来存在较大的产能消化风险。

受台风“菲特”影响，2013年4季度公司闵行厂区因不能满足生产条件而停产，导致2013年第四季度产销量下滑，2013年末库存量同比增长265.92%。奉贤新厂区顺利投产后，公司2013年末库存产品获得批签发放行，推动2014年度公司本部在年度采浆量小幅下滑的情况下血液制品生产量和销售量同比分别增长了10.57%和66.49%，当年公司本部实现营业收入93,367.94，同比增长88.11%。

**表 6 公司血液制品产销量变化情况**

项目	2014年	2013年	同比增减
采浆量（吨）	772.01	409.21	88.66%
销售量（瓶）	3,241,303	1,314,019	146.67%
生产量（瓶）	2,636,378	1,747,092	50.90%

注：2014 年数据均为年度合并数据。

资料来源：公司提供

公司产品销售价格由政府制定的最高零售价范围内由公司与客户协商确定。由于目前国内血液制品仍处于需求旺盛的状态，公司产品的实际销售价格与最高零售价十分接近。跟踪期内，受市场竞争影响公司产品的最高零售价略有波动，人血白蛋白、人凝血因子VIII销售价格略有下调，静注人免疫球蛋白的销售价格略有上浮，产品价格的波动也导致了产品毛利率相应的波动。并购重组完成后，公司产品结构发生变化，两大传统产品：人血白蛋白及静注人免疫球蛋白的销售额占主营业务收入的比重由2013年的65.17%上升至68.13%，凝血因子类产品的销售额占比由2013年的34.83%降至29.17%。

**公司浆站地理位置相对集中，可能面临一定的原材料供应风险；血浆采集成本不断提升，并购重组带动公司血液制品直接材料成本占比下降**

公司原料血浆通过子公司采集。公司并购完成后，截至2014年末，下属单采血浆站数量从12家扩增至28家，年采浆量由400余吨增至800吨左右，采浆范围除原来的广西、湖南、海南、陕西、安徽5省（自治区）外，新增了广东、内蒙、浙江3省（自治区），且目前仅公司在海南、内蒙两省（自治区）开设了单采血浆站。2014年公司采浆量前三大单采血浆站分别为醴陵市邦和单采血浆有限公司、石门莱士单采血浆站有限公司、武鸣莱士单采血浆有限公司，2014年采浆量合计占2014年公司年度采浆量的23%，其他单采血浆站规模较小，年度采浆量不超过50吨；从区域情况来看，公司原料血浆主要来自广西、湖南、河南等地区，一旦这些单采浆站采浆许可证定期审批无法通过，公司将面临较大的原材料供应风险。

**表 7 2014 年公司新增单采血浆站情况**

序号	名称	成立时间	所在区域	采集区域
1	醴陵市邦和单采血浆有限公司	2006.9.1	醴陵市	醴陵县、株洲县、攸县、茶陵县
2	上林邦和单采血浆有限公司	2008.6.21	上林县	上林县、宾阳县
3	南陵县同路单采血浆站有限公司	2009.6.9	南陵县	注 1
4	宣城十字铺同路单采血浆站有限公司	2009.6.22	郎溪县十字镇	郎溪县、广德县、宣州区洪林镇、双桥镇、水东镇、向阳镇、孙埠镇、狸桥镇、沈村镇、水阳镇、五星乡、

				养贤乡、朱桥乡
5	乐昌市同路单采血浆有限公司	2007.10.10	乐昌市	韶关市各县区
6	宿松县同路单采血浆站有限公司	2007.2.12	宿松县	宿松县
7	旌德县同路单采血浆站有限公司	2009.4.24	旌德县	旌德县、泾县、绩溪县
8	舒城县同路单采血浆站有限公司	2008.4.27	舒城县	舒城县、六安市金安区和裕安区
9	庐江县同路单采血浆站有限公司	2008.1.11	庐江县	庐江县
10	商都县同路单采血浆有限公司	2008.10.20	商都县	注 1
11	扎赉特旗同路单采血浆站有限公司	2008.8.29	扎赉特旗	注 1
12	五河县同路单采血浆站有限公司	2007.5.16	五河县	五河县、泗县
13	怀集县同路单采血浆有限公司	2014.4.17	怀集县	肇庆市广宁、怀集、封开
14	翁牛特旗同路单采血浆有限公司	2012.5.29	翁牛特旗	翁牛特旗所辖区域
15	巴林左旗同路单采血浆站有限公司	2014.5.21	巴林左旗	注 1
16	龙游县同路单采血浆站有限公司	2014.9.5	龙游工业园区	注 1

注 1：南陵县同路单采血浆站有限公司、商都县同路单采血浆有限公司、扎赉特旗同路单采血浆站有限公司、巴林左旗同路单采血浆站有限公司、龙游县同路单采血浆站有限公司 5 个单采血浆站暂未正式对外开采血浆。

资料来源：公司提供

除了单采血浆站的数量外，受外出务工收入提高及物价水平上升等因素影响，单采血浆站面临供浆员流失压力，近年来供浆员的补助和奖励逐步提高，增加了公司的成本压力。公司营业成本中占比最大的是原料血浆的采集成本，由于郑州莱士血浆采集单位成本低于公司本部，公司收购郑州莱士后直接材料成本占比70.60%，相比2013年的80.18%下降9.58个百分点。

**表 8 公司血浆采集情况**

项目	2014年	2013年	2012年
血浆采集量（吨）	772.01	409.21	361.97
血液制品直接材料成本占比	70.60%	80.18%	79.00%

资料来源：公司提供

**公司重视产品研发和质量控制，跟踪期内未发生产品安全事故**

公司较为注重产品研发，2014年，公司研发支出4,657.97万元，较上年度增加107.81%，主要是因为非同一控制下的企业合并取得的子公司而增加研发支出；从研发支出占营业收入比例来看，由于2014年公司营业收入增长幅度较大，从而研发支出占营业收入比重由2013年的4.52%下降至2014年3.53%。

血液制品的主要原材料为血浆，具有一定的特殊性，使得血液制品可能因产品质量、安全问题导致交叉感染、血源性疾病传播等重大医疗事故。公司从单采血浆站初检的血浆至最终的成品，整个过程经过了多次病毒检测，高于国家要求的病毒检测标准。公司还建立了完善的原料、中间品、半成品和成品的质量控制和质量保证体系，以保证产品的安全性。跟踪期内，公司未发生有确定的产品污染、产品病毒传播的情况。血液制品行业由于原料来源特殊，可能存在违规操作而导致的产品污染风险，若公司产品发生质量事故，公司经营将面临风险。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013-2014年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

2014年公司收购郑州莱士100%及同路生物89.77%股权，自购买日纳入公司合并报表编制范围。公司自2014年7月1日起执行财政部于2014年修订或新制定发布的《企业会计准则》，故2014年部分科目期初数相比2013年审计报告年末数有所调整，报告中以2014年期初数为准。

### 资产结构与质量

#### 并购重组完成后公司资产规模大幅增长，但非流动资产占比较大

在并购重组带动下2014年末公司总资产同比大幅增长495.47%，其中流动资产和非流动资产分别同比增长197.51%和889.05%。资产结构方面，流动资产占比降至28.44%，非流动资产占比为71.56%。

流动资产方面，2014年末公司货币资金同比增长340.14%，主要是当年公司向莱士中国定向发行股份2,600万股，扣除发行费用募集资金47,668.92万元；向激励对象首次授予限制性股票312.66万股，募集资金5,159万元；以非同一控制下企业合并取得子公司增加货币资

金17,060.32万元等，公司货币资金中不存在使用受限情况。由于2014年公司下游经销商票据结算规模加大，应收票据增长较快。并购重组完成后公司期末存货大幅增长139.46%。公司购买的兴业信托·恒阳1期证券投资集合资金信托计划于2014年10月9日终止后，公司一年内到期的非流动资产相应减少，公司确认相关投资收益2,471.32万元。

非流动资产方面，并购重组完成后2014年末公司固定资产、无形资产和商誉账面价值分别增长83.41%、243.52%和532730.55%。公司收购郑州莱士和同路生物分别形成商誉148,252.76万元和393,657.65万元，公司商誉规模较大，未来一旦发生商誉减值，对公司利润影响较大。

**表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	145,046.52	15.46%	32,954.44	20.92%
应收票据	37,049.68	3.95%	41.50	0.03%
应收账款	11,371.36	1.21%	13,312.83	8.45%
存货	69,517.96	7.41%	29,030.89	18.43%
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00%	9,995.80	6.35%
<b>流动资产合计</b>	<b>266,713.16</b>	<b>28.44%</b>	<b>89,647.94</b>	<b>56.91%</b>
固定资产	102,687.48	10.95%	55,987.09	35.54%
无形资产	16,294.70	1.74%	4,743.47	3.01%
商誉	542,012.13	57.79%	101.72	0.06%
<b>非流动资产合计</b>	<b>671,232.73</b>	<b>71.56%</b>	<b>67,866.74</b>	<b>43.09%</b>
<b>资产总计</b>	<b>937,945.90</b>	<b>100.00%</b>	<b>157,514.68</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

### 资产运营效率

#### 并购重组完成后公司资产暂未充分创造效益，未来运营效率有望得到提升

公司并购重组完成后，2014年营业收入规模增长较快，且增速超过存货、应付账款增速，从而存货周转天数、应付账款周转天数较2013年有所缩短。由于2014年公司下游经销商票据结算规模加大，期末应收票据规模大幅增长，使得当年应收账款周转天数延长。综合作用下2014年公司净营业周期为397.98天，营运效率加快，但整体运营效率仍处于偏低水平。由于郑州莱士、同路生物均自购买日并入合并报表范围，期末公司资产总额增速快于当年营业收入增速，导致总资产周转天数明显延长。

整体来看，并购重组完成后公司资产暂未充分发挥效益，未来运营效率仍有提升空间。

**表 10 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2014 年	2013 年
应收账款周转天数	84.26	78.60
存货周转天数	358.97	487.51
应付账款周转天数	45.25	106.79
净营业周期	397.98	459.32
流动资产周转天数	486.04	560.88
固定资产周转天数	216.42	248.14
总资产周转天数	1,494.11	1,009.38

注：应收账款周转天数=180\*(期初应收账款余额+期初应收票据余额+期末应收账款余额+期末应收票据余额)/营业收入；

应付账款周转天数=180\*(期初应付账款余额+期初应付票据余额+期末应付账款余额+期末应付票据余额)/营业收入；

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 盈利能力

### 跟踪期内，随着并购重组完成，公司盈利规模大幅增加

2014年度，公司实现主营业务收入131,708.31万元，同比增长165.35%，主要是当年完成对郑州莱士及同路生物的收购所致。2014年公司各主要产品销售收入均实现大幅度增长，其中人血白蛋白、静注人免疫球蛋白、凝血因子类及其他销售收入分别同比增长221.10%、136.05%和122.26%。在主营产品销售价格波动的情况下相关产品毛利率出现波动，同时当年新增中药产品及食品业务的毛利率低于血液制品毛利率，综合作用下导致公司主营业务毛利率整体小幅下降2.21个百分点。

2014年10月，公司终止兴业信托计划取得投资收益2,471.32万元，同年12月公司购买的中信银行“信赢14171期理财产品”到期收回本金并取得投资收益673.15万元。由于并购重组，2014年公司销售费用同比增长37.06%；同时公司奉贤新厂折旧摊销额增加、股权激励费用支出、并购重组中介机构费用支出等使得公司管理费用同比增长94.99%。但由于公司营业收入增长规模较大，在期间费用增长的情况下期间费用率仍降至19.02%。综合作用下公司营业利润率由2013年的33.72%增至2014年的45.42%。

公司收购郑州莱士和同路生物后，资产规模大幅增长，从而导致公司总资产回报率和净资产收益率略有下滑，但仍处于较高水平。

**表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2014 年	2013 年
营业收入	131,973.52	49,635.96
营业利润	59,941.04	16,739.40

利润总额	60,198.17	16,897.46
净利润	51,051.48	14,251.97
综合毛利率	62.56%	64.69%
期间费用率	19.02%	28.43%
营业利润率	45.42%	33.72%
总资产回报率	11.42%	13.30%
净资产收益率	10.50%	13.44%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 现金流

公司经营活动现金资金回笼情况良好，股权收购和股权融资规模均较大，公司整体现金流表现较好

2014年公司经营活动产生的现金流量净额较上年增长617.11%，除因为合并范围变化，新增了郑州莱士及同路生物的经营活动现金流入外，公司本部2014年营业收入较上年度大幅增长，且货款回笼情况良好，经营性现金净流入因而较上年同期大幅增长。

2014年投资活动现金流入主要包括因终止而收回信托计划投资及收益共计2.13亿元、收回购买保本型银行理财产品投资及收益6.07亿元、因将郑州莱士、同路生物纳入合并范围而增加货币资金1.38亿元。2014年投资活动现金流出主要是以闲置自有资金投资购买保本型银行理财产品6.00亿元。当年投资活动产生的现金流量净额较上年增长206.31%。

2014年公司筹资活动产生的现金流量净额与上年基本持平。2014年筹资活动现金流入增加主要是因为向莱士中国发行2,600万股股票而募集资金净额4.77亿元，收到股权激励对象认缴的限制性股票认购款0.52亿元。2013年筹资活动现金流入主要是发行公司债券收到的现金3.56亿元。2014年筹资活动现金流出增加主要是因为支付的现金股利增加，另外公司还支付了到期的公司债券利息0.20亿元，郑州莱士偿还了银行借款0.72亿元。

表 12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2014年	2013年
净利润	51,051.48	14,251.97
营运资本变化	-14,034.28	-24,030.77
其中：存货减少（减：增加）	462.61	-10,587.03
经营性应收项目的减少（减：增加）	-22,199.24	-6,031.84
经营性应付项目的增加（减：减少）	7,702.35	-7,411.90
经营活动产生的现金流量净额	46,596.12	-9,010.81
投资活动产生的现金流量净额	28,987.77	-27,267.94
筹资活动产生的现金流量净额	36,516.67	33,159.93

现金及现金等价物净增加额	112,092.09	-3,232.82
--------------	------------	-----------

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司资本结构优化，有息债务规模较小，偿债能力较好

2014年公司发行股份购买郑州莱士100%、同路生物88.77%股权，同时以资本公积转增股本，施行股权激励计划等，期末实收资本增至136,524.18万元；资本公积增至626,918.10万元。2014年末所有者权益合计增至862,429.76万元，同比增长682.76%；公司负债与所有者权益比率由2013年末的42.96%降至8.76%，公司资本结构明显优化。

**表 13 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2014年	2013年
负债总额	75,516.14	47,336.93
所有者权益	862,429.76	110,177.75
负债与所有者权益比率	8.76%	42.96%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

负债方面，2014年末公司负债总额同比增长了59.53%，其中流动负债占比36.17%。公司并购重组完成后应付账款有所增长；随着期末销售订单增加，预收货款规模加大。其他应付款增加主要是当年取得的台风水灾保险理赔款余额3,128.57万元，将用于台风受损固定资产的修复。长期应付款主要为股权激励对象认缴的限制性股票认购款，该部分股票自授予日满12月后的首个交易日起分三期在三个年度内行权后转入公司股本。递延收益主要为公司取得的各项政府补助，该部分资金未来将逐步转为营业外收入。整体来看，公司有息债务主要为公司债券，本金3.6亿元，票面利率5.6%，年度应付利息2,016万元，公司债务规模相对可控。

**表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	7,086.98	9.38%	5,334.26	11.27%
预收款项	3,194.41	4.23%	56.75	0.12%
其他应付款	4,769.13	6.32%	450.01	0.95%
流动负债合计	27,312.13	36.17%	9,015.02	19.04%
应付债券	35,802.10	47.41%	35,653.27	75.32%
长期应付款	5,158.89	6.83%	-	0.00%
递延收益-非流动负债	5,884.91	7.79%	2,668.64	5.64%
非流动负债合计	48,204.01	63.83%	38,321.91	80.96%

负债合计	75,516.14	100.00%	47,336.93	100.00%
其中：有息债务	35,802.10	47.41%	35,653.27	75.32%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

偿债指标方面，公司并购重组完成后，2014年末公司资产负债率下降至8.05%，债务规模下降；流动比率和速动比例变动不大。2014年公司盈利增强，EBITDA利息保障倍数上升较多，有息债务/EBITDA明显改善，整体来看，公司偿债指标改善，偿债能力有所增强。

**表 15 公司偿债能力指标**

指标名称	2014年	2013年
资产负债率	8.05%	30.05%
流动比率	9.77	9.94
速动比率	7.22	6.72
EBITDA（万元）	68,581.86	20,251.29
EBITDA 利息保障倍数	29.03	12.51
有息债务/EBITDA	0.52	1.76

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 六、评级结论

跟踪期内，公司奉贤新厂区正式投产运营，同时公司先后收购郑州莱士100%股权、同路生物89.77%股权，血液制品增至11个，单采血浆站增至28个，行业竞争能力明显提升，公司收入利润大幅增长，期末公司资本结构明显优化，资产负债率水平明显降低，有息债务规模较小。

但鹏元也关注到：血液制品属于高风险产品，若公司产品发生病毒感染事故，经营将陷入较大困境；公司浆站地理集中度较高，面临一定的原材料供应风险；公司产能扩张明显，但血浆采集规模仍存在一定的瓶颈，产能利用率可能出现下滑；公司发行股份购买资产的溢价率较高，收购标的资产的经营效益可能不及预期，同时也面临管理整合难度提升等问题。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级AA和本期债券信用等级AA，评级展望调整为正面。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
货币资金	145,046.52	32,954.44	36,210.13
应收票据	37,049.68	41.50	938.00
应收账款	11,371.36	13,312.83	7,380.78
预付款项	1,363.13	1,035.15	976.78
其他应收款	446.62	116.46	1,067.30
存货	69,517.96	29,030.89	18,443.86
划分为持有待售的资产	1,717.90		
一年内到期的非流动资产		9,995.80	
其他流动资产	200.00	3,160.88	
<b>流动资产合计</b>	<b>266,713.16</b>	<b>89,647.94</b>	<b>65,016.85</b>
可供出售金融资产	26.81	26.81	
长期股权投资			26.81
固定资产	102,687.48	55,987.09	12,438.71
在建工程	2,865.33	1,112.44	37,950.01
无形资产	16,294.70	4,743.47	4,704.74
商誉	542,012.13	101.72	101.72
长期待摊费用	566.84		5.61
递延所得税资产	1,685.66	1,183.75	456.65
其他非流动资产	5,093.78	4,711.46	124.98
<b>非流动资产合计</b>	<b>671,232.73</b>	<b>67,866.74</b>	<b>55,809.23</b>
<b>资产总计</b>	<b>937,945.90</b>	<b>157,514.68</b>	<b>120,826.08</b>
应付账款	7,086.98	5,334.26	5,065.17
预收款项	3,194.41	56.75	4,421.18
应付职工薪酬	2,578.92	355.89	2,023.54
应交税费	8,170.69	1,306.11	4,448.74
应付利息	1,512.00	1,512.00	
其他应付款	4,769.13	450.01	185.09
<b>流动负债合计</b>	<b>27,312.13</b>	<b>9,015.02</b>	<b>16,143.73</b>
应付债券	35,802.10	35,653.27	
长期应付款	5,158.89		

递延所得税负债	1,358.12		
递延收益-非流动负债	5,884.91	2,668.64	
其他非流动负债			2,735.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>48,204.01</b>	<b>38,321.91</b>	<b>2,735.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>75,516.14</b>	<b>47,336.93</b>	<b>18,878.73</b>
实收资本(或股本)	136,524.18	48,960.00	48,960.00
资本公积金	626,918.10	10,748.29	10,748.29
减：库存股	312.66		
其他综合收益		-3,573.57	
盈余公积金	14,836.56	11,372.35	9,843.50
未分配利润	83,005.16	41,216.40	30,813.79
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>860,971.34</b>	<b>108,723.48</b>	<b>100,365.58</b>
少数股东权益	1,458.42	1,454.27	1,581.76
<b>所有者权益合计</b>	<b>862,429.76</b>	<b>110,177.75</b>	<b>101,947.35</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>937,945.90</b>	<b>157,514.68</b>	<b>120,826.08</b>

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
<b>营业总收入</b>	<b>131,973.52</b>	<b>49,635.96</b>	<b>66,267.69</b>
营业收入	131,973.52	49,635.96	66,267.69
<b>营业总成本</b>	<b>75,178.85</b>	<b>32,896.55</b>	<b>40,224.58</b>
营业成本	49,415.77	17,528.65	26,196.94
营业税金及附加	741.79	740.26	1,039.51
销售费用	2,203.57	1,607.75	1,816.07
管理费用	21,535.01	11,043.91	11,378.71
财务费用	1,361.09	1,457.72	-455.52
资产减值损失	-78.37	518.26	248.87
其他经营收益	3,146.37		
投资净收益	3,146.37		
<b>营业利润</b>	<b>59,941.04</b>	<b>16,739.40</b>	<b>26,043.11</b>
加：营业外收入	609.93	412.23	442.46
减：营业外支出	352.80	254.18	29.00
其中：非流动资产处置净损失	89.19	5.38	6.64
<b>利润总额</b>	<b>60,198.17</b>	<b>16,897.46</b>	<b>26,456.57</b>
减：所得税	9,146.69	2,645.49	4,067.50
<b>净利润</b>	<b>51,051.48</b>	<b>14,251.97</b>	<b>22,389.07</b>
减：少数股东损益	-34.02	-127.49	-112.32
归属于母公司所有者的净利润	51,085.49	14,379.46	22,501.38

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

**附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）**

项目	2014年	2013年	2012年
经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	117,987.51	47,411.82	80,324.13
收到的税费返还	86.79	326.21	281.40
收到其他与经营活动有关的现金	4,365.02	2,530.13	705.72
经营活动现金流入小计	122,439.33	50,268.16	81,311.26
购买商品、接受劳务支付的现金	40,435.22	26,024.74	23,331.33
支付给职工以及为职工支付的现金	15,985.80	12,072.24	10,185.24
支付的各项税费	13,443.57	13,601.36	13,375.55
支付其他与经营活动有关的现金	5,978.62	7,580.63	8,072.67
经营活动现金流出小计	75,843.21	59,278.97	54,964.79
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>46,596.12</b>	<b>-9,010.81</b>	<b>26,346.47</b>
投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	78,710.00		
取得投资收益收到的现金	3,286.06		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	6.44	0.05	0.50
收到其他与投资活动有关的现金	18,191.17		1,466.02
投资活动现金流入小计	100,193.66	0.05	1,466.52
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	6,505.90	12,967.98	14,969.95
投资支付的现金	64,700.00	14,200.00	
支付其他与投资活动有关的现金		100.00	
投资活动现金流出小计	71,205.90	27,267.98	14,969.95
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>28,987.77</b>	<b>-27,267.94</b>	<b>-13,503.43</b>
筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	52,882.41		431.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金			431.00
收到其他与筹资活动有关的现金	771.50	20.13	285.01
发行债券收到的现金		35,600.00	
筹资活动现金流入小计	53,653.91	35,620.13	716.01
偿还债务支付的现金	7,211.00		
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,051.64	2,448.00	13,600.00

支付其他与筹资活动有关的现金	1,874.60	12.20	43.40
筹资活动现金流出小计	17,137.24	2,460.20	13,643.40
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>36,516.67</b>	<b>33,159.93</b>	<b>-12,927.39</b>
汇率变动对现金的影响	-8.46	-114.00	4.60
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>112,092.09</b>	<b>-3,232.82</b>	<b>-79.76</b>

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

### 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	51,051.48	14,251.97	22,389.07
加：资产减值准备	-78.37	518.26	248.87
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5,403.90	1,624.47	1,385.75
无形资产摊销	560.23	105.00	103.56
长期待摊费用摊销	56.74	5.61	5.61
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	89.12		
固定资产报废损失		5.38	6.64
财务费用	2,081.25	1,766.63	-285.01
投资损失	-3,146.37		
递延所得税资产减少	-403.65	-96.47	-164.61
递延所得税负债增加	-81.21		
存货的减少	462.61	-10,587.03	-2,371.62
经营性应收项目的减少	-22,199.24	-6,031.84	-1,894.67
经营性应付项目的增加	7,702.35	-7,411.90	6,922.87
其他	5,097.29	-3,160.88	
<b>间接法-经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>46,596.12</b>	<b>-9,010.81</b>	<b>26,346.47</b>
现金的期末余额	145,046.52	32,954.44	36,187.25
减：现金的期初余额	32,954.44	36,187.25	36,267.01
<b>间接法-现金及现金等价物净增加额</b>	<b>112,092.09</b>	<b>-3,232.82</b>	<b>-79.76</b>

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年	2012年
有息债务(万元)	35,802.10	35,653.27	-
应收账款周转天数(天)	84.26	78.60	43.18
存货周转天数(天)	358.97	487.51	237.16
应付账款周转天数(天)	45.25	106.79	49.82
净营业周期(天)	397.98	459.32	230.52
流动资产周转天数(天)	486.04	560.88	343.38
固定资产周转天数(天)	216.42	248.14	65.04
总资产周转天数(天)	1,494.11	1,009.38	602.41
综合毛利率	62.56%	64.69%	60.47%
期间费用率	19.02%	28.43%	19.22%
营业利润率	45.42%	33.72%	39.30%
总资产回报率	11.42%	13.30%	23.86%
净资产收益率	10.50%	13.44%	23.00%
负债与所有者权益比率	8.76%	42.96%	18.52%
资产负债率	8.05%	30.05%	15.62%
流动比率	9.77	9.94	4.03
速动比率	7.22	6.72	2.88
EBITDA(万元)	68,581.86	20,251.29	27,951.49
EBITDA利息保障倍数	29.03	12.51	-
有息债务/EBITDA	0.52	1.78	-

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 附录五 截至 2014 年 12 月 31 日纳入合并范围的一级子公司

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
琼中莱士单采血浆有限公司	1,650	80%	机采供应血浆
白沙莱士单采血浆有限公司	2,030	80%	机采供应血浆
保亭莱士单采血浆有限公司	2,150	80%	机采供应血浆
石门莱士单采血浆有限公司	200	80%	机采供应血浆
巴马莱士单采血浆有限公司	1,350	80%	机采供应血浆
武鸣莱士单采血浆有限公司	100	80%	机采供应血浆
大化莱士单采血浆有限公司	300	80%	机采供应血浆
全州莱士单采血浆有限公司	1,200	100%	机采供应血浆
马山莱士单采血浆有限公司	378.87	80%	机采供应血浆
兴平市莱士单采血浆有限公司	100	80%	机采供应血浆
大新莱士单采血浆有限公司	198	80%	机采供应血浆
郑州莱士血液制品有限公司	6,500	100%	血液制品的生产、销售
同路生物制药有限公司	14,535	89.77%	血液制品的生产、销售

资料来源：公司审计报告

## 附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×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%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	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）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

## 附录七 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、债务人主体长期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。