

# 四川科伦药业股份有限公司 2017 年面向合格投资者公 开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2021）

---

项目负责人：王梦莹 mywang01@ccxi.com.cn

项目组成员：程方誉 fycheng@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 06 月 25 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 1371 号

## 四川科伦药业股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；

维持“17 科伦 01”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十五日

**评级观点：**中诚信国际维持四川科伦药业股份有限公司（以下简称“科伦药业”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“17科伦01”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了大输液行业龙头地位稳固、2020年以来新药产品发展势头良好、研发实力较强，创、仿产品储备丰富和融资渠道较为畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到疫情等因素对2020年收入及利润形成较大冲击、应收账款及存货规模较大、对资金形成一定占用以及债务规模持续增长等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 概况数据

科伦药业（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	293.61	314.85	319.83	317.46
所有者权益合计（亿元）	129.64	139.06	140.03	140.87
总负债（亿元）	163.97	175.79	179.80	176.59
总债务（亿元）	111.27	117.85	126.30	128.88
营业总收入（亿元）	163.52	176.36	164.64	41.51
净利润（亿元）	12.67	10.22	7.91	1.55
EBIT（亿元）	19.47	18.41	15.10	--
EBITDA（亿元）	29.36	29.16	26.71	--
经营活动净现金流（亿元）	29.54	22.17	22.19	-0.93
营业毛利率(%)	59.56	60.18	54.25	54.87
总资产收益率(%)	6.79	6.05	4.76	--
资产负债率(%)	55.85	55.83	56.22	55.62
总资本化比率(%)	46.19	45.87	47.42	47.78
总债务/EBITDA(X)	3.79	4.04	4.73	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.66	4.99	4.78	--

注：中诚信国际根据2018~2020年审计报告以及2021年一季度未经审计的财务报表整理。

### 正面

■ **大输液行业龙头地位稳固。**2020年以来，公司不断优化大输液产品结构，加大对终端客户的开发力度，大输液产品产销量保持国内领先水平，生产基地遍布全国14个省份，较好地覆盖了东北、华东、华中、华南和西南地区等销售市场，市场占有率持续提升，国内大输液行业龙头地位稳固。

■ **2020年以来新药产品发展势头良好。**截至2021年4月24日，公司共有75个品种（包含大输液产品等）获批上市，近年来受益于积极开展新品种的销售覆盖工作，2020年主要新药实现收入23.64亿元，同比增长38.46%，新品销售情况较好。

■ **研发实力较强，创、仿产品储备丰富。**公司研发方向逐渐由基础仿制药转向高端仿制药和创新药物，研发领域更加聚焦肿

### 同行业比较

部分医药制造企业主要指标对比表（亿元、%）

公司名称	2020			2021.3		
	营业总收入	净利润	净利润率	资产总额	所有者权益	资产负债率
乐普医疗	80.39	18.77	23.35	201.74	113.21	43.88
科伦药业	164.64	7.91	4.81	317.46	140.87	55.62

注：“乐普医疗”为“乐普（北京）医疗器械股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
17科伦01	AA+	AA+	2020/06/22	8.00	7.20	2017/03/13~2022/03/13 (3+2)	票面利率选择权，回售条款

瘤、肝病、自身免疫、肾病、造影诊断等重大或特色疾病领域，2020年研发投入大幅增长，丰富的在研产品储备为其业绩增长奠定良好基础。

■ **融资渠道较为畅通。**公司为A股上市公司，股权及债权融资渠道畅通，2021年3月末公司未使用授信额度为34.48亿元，备用流动性充足。

### 关注

■ **疫情等因素对2020年收入及利润形成较大冲击。**受新冠疫情及民众生活卫生习惯的改变，公司大输液及非输液药品需求下降，2020年营业总收入和净利润分别同比下降，对利润水平形成较大冲击，中诚信国际将其对销售恢复以及对盈利能力的影响保持关注。

■ **应收账款及存货规模较大，对资金形成一定占用。**截至2021年3月末，公司应收账款及存货规模较大，资金形成一定占用，资金周转效率需持续关注。

■ **债务规模持续增长。**随着工程建设、新药研发等方面的资金需求增加，2020年以来公司总债务规模持续增长；同时，由于盈利能力有所下滑，相关偿债指标有所弱化，未来需持续改善。

### 评级展望

中诚信国际认为，四川科伦药业股份有限公司信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量、偿债能力显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**原材料价格超预期上行、产品价格超预期下行、超预期停产、建设项目和研发效益不及预期令净利润出现大幅亏损，财务杠杆大幅攀升，流动性恶化或其他导致信用水平显著下降的因素。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

本次跟踪债项募集资金在扣除发行费用后，全部用于偿还公司债务及补充流动资金，其使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致，且已全部使用。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压

力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

**中诚信国际认为，**2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

**医药行业运行态势整体良好，近年来各项医改政策及实施细则密集出台，有利于提升行业规范化程度，并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境**

随着经济增长和人口老龄化的加快，我国医药

行业持续发展，根据国家统计局的数据显示，2020 年医药工业整体经济平稳运行，全国医药工业规模以上企业实现营业收入 27,960.3 亿元，同比增长 7.0%；实现利润总额 4,122.9 亿元，同比增长 19.3%。医药工业的 10 个子行业中，除化学药品制剂、中药饮片加工和中成药外，其它 7 个子行业营业收入和实现利润均实现正增长。

**中诚信国际认为，**随着“4+7”扩面、新版医保目录、重点药品监控、新版药品管理法以及药品优先审批政策等一系列重磅政策法规的发布，通过医保、医药和医疗的联动，医药行业改革进一步推进与深化。近年来，新医保目录调整及药品集采落地和扩面等，使得药品费用显著降低；同时，一致性评价范围扩大等政策，有助于整体提升仿制药品质量，加速原研药替代。预计未来行业将向鼓励研发创新并向治疗性品种倾斜的方向发展。随着医药行业调控力度的不断加强，行业规范化程度或将进一步提高，为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。

**表 1：2019 年以来医改重要政策一览**

发布时间	部门	政策名称	政策概述	对行业影响
2019 年 1 月	国务院	《关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	进行带量采购，量价挂钩，以量换价，形成药品集中采购价格。通过招标、议价、谈判等不同形式确定集中采购品种。	药价明显降低，降低企业交易成本，引导医疗机构规范用药，探索完善药品集中采购机制和以市场为主导的药价形成机制。
2019 年 7 月	国家卫健委	《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》	制定省级和各医疗机构目录；加强目录外药品的处方管理。	辅助用药将受到极大限制，目录内药品将被严格管理。
2019 年 9 月	国家医保局	《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》	在全国范围内推广国家组织药品集中采购和使用试点集中带量采购模式。	使全国符合条件的医疗机构能够提供质优价廉的试点药品，进一步降低群众用药负担。
2019 年 10 月	国家卫健委等	《第一批鼓励仿制药品种目录》	纳入目录的品种有 33 个，包括多种抗癌药、帕金森药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等，属于国内专利到期和即将到期、尚没有提出注册申请，或临床供应短缺（竞争不充分）以及企业主动申报的药品。	有利于促进仿制药研发，提高药品供应保障能力。
2019 年 10 月	国家药监局	《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》	对参比制剂、处方工艺技术、原辅包质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求。	有助于提升注射剂仿制药的质量水平，促进产业升级和结构调整。
2019 年 11 月	国家发改委	《产业结构调整指导目录(2019 年本)》	在医药领域，鼓励类 8 项，包括儿童药、短缺药的开发和生产，重大疾病防治疫苗、抗体药物、基因治疗药物、细胞治疗药物、重组蛋白质药物、核酸药物，数字化医学影像设备、人工智能辅助医疗设备、高端放射治疗设备等；限制类 6 项，包括新建紫杉醇(配套红豆杉种植除外)、植物提取法黄连素(配套黄连种	推动制造业高质量发展，引导产业升级转型。

			植除外)生产装置等。淘汰类目13项,包括铅锡软管、单层聚烯烃软管(肛肠、腔道给药除外)等。	
2019年11月	国家医保局、人力资源社会保障部	《关于将2019年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》	2019年《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》共收录药品2,709个,与2017年版相比,调入药品218个,调出药品154个,净增64个。	医保目录药品结构明显优化,保障能力显著提升;药品费用显著降低;突出鼓励创新的导向。
2019年12月	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《全国药品集中采购文件》	第二批国家组织药品集中采购和使用工作正式启动,此次参与带量采购的共有33个药品品种,50个品规,将于2020年1月17日在上海开标。	今年9月起,中标药品从11个试点城市向全国扩容,25个中标药品在原来的降价基础上平均再降25%。
2020年3月	国务院	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	提出“1+4+2”的总体改革框架,“1”是力争到2030年,全面建成以基本医疗保险为主体,医疗救助为托底,补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的多层次医疗保障制度体系;“4”是健全待遇保障、筹资运行、医保支付、基金监管四个机制;“2”是完善医药服务供给和医疗保障服务两个支撑。	有助于进一步拓展、完善和深化医保制度改革。
2020年3月	国家药监局	2020新版《药品注册管理办法》和《药品生产监督管理办法》	全面落实药品上市许可持有人制度、优化审评审批工作流程、落实全生命周期管理要求和强化责任追究。	强化药品质量安全风险控制,规范和加强药品监管,保障药品安全、有效和质量可控奠定法治基础。
2020年7月	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《第三批国家组织药品集中采购》	第三批国家组织药品集中采购在上海开标,此次采购共有189家企业参加,产生拟中选企业125家,拟中选产品191个,采购规模达数百亿元。	此次拟中选产品平均降价53%,最高降幅95%,带量采购或将常态化。
2020年11月	国家组织高值医用耗材联合采购办公室	《首批国家高值医用耗材集中带量采购》	以冠脉支架为切入点进行首批国家高值医用耗材集中带量采购,11月5日在天津产生拟中选结果,本次集采产生10个拟中选产品,冠脉支架价格从均价1.3万元左右下降至700元左右;预计全国患者将于2021年1月份用上降价后的中选产品。	与2019年相比,相同企业的相同产品平均降价93%,国内产品平均降价92%,进口产品平均降价95%,并将逐步建立规范化、常态化的高值医用耗材集中带量采购制度。
2021年2月	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《第四批国家组织药品集中采购》	第四批国家组织药品集中采购在上海开标,此次采购共有152家企业参加,产生拟中选企业118家,共纳入45种药品,拟中选产品158个。	此次拟中选药品平均降价52%,最高降幅96%,国家集采范围将持续扩大,进一步保障临床用药需求。

资料来源:公开资料整理

**疫情期间,随着疫情防控和治疗工作的持续进行,相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求增加,国家和金融机构出台一系列政策和措施为医药企业提供良好的行业发展环境和融资环境,此次疫情对医药行业的信用水平和未来发展起到一定正面影响**

2020年初新型冠状病毒疫情的爆发直接带动医药和医疗用品相关产业的需求与生产。疫情具有短期冲击大的特点,对我国医药工业和医药流通行业2020年第一季度的销售规模数据影响较大,后期随着疫情控制对医药行业的影响减弱。随着疫情防控和治疗工作的持续进行,相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求量亦随之增加,医药和医疗用品相关行业已提前复工保证生产。针对国内医疗物资需求大且紧缺,我国不断加大医疗物资全球采

购;同时,叠加消费者恐慌性抢购推升零售及网上药店的相关防控物资的消费量,受上述因素影响,疫情相关产品的医药工业和医药流通市场规模大幅增长,不过疫情期间,交通运输受阻、医院普通门诊量和住院人数下降等因素,对医药工业和医药流通市场形成一定冲击。

自疫情爆发以来,国家和金融机构紧急出台了一系列政策和措施:为新型冠状病毒疫情防治工作、患者救治工作以及相关经费问题提供了良好的保障;针对加快医疗器械审批速度,国家药监局发布了《关于印发医疗器械应急审批程序的通知》,有利于医疗器械产品快速上市抗击疫情;各金融机构信贷政策亦向医药企业倾斜,积极支持医药企业开发和销售疫情防控所需品,对抗击疫情的相关医药企业开辟绿色通道、加大信贷支持、降低融资成

本以及提供保险保障等。

**2020年以来，公司继续保持了国内大输液龙头企业地位，但疫情等因素对输液产品的销售形成较大冲击，国内外业务规模同比下滑；在行业呈现寡头竞争及疫情常态化管理和民众卫生习惯改善带来的输液市场扩容受限的背景下，未来输液产品销量实现情况需持续关注**

科伦药业是我国大输液行业中品种最为齐全、包装形式最为完备的医药制造企业之一，目前已形成了从上游的原料合成、中游的生产研发至下游覆盖全国范围的销售及服务网络的业务链，截至2020年末拥有130个品种共300种规格的输液产品。

受新冠疫情影响，医疗机构非疫情科室未正常开展诊疗工作，院内诊疗和手术量同比缩减明显，同时随着民众生活习惯的改变，感冒发烧、呼吸类的普通常见病用药需求明显下降，公司大输液产品销售受到较大冲击，2020年销售各类输液产品37.56亿瓶/袋，实现收入91.82亿元，分别同比下降16.86%和12.22%。在此形势下，公司继续优化产品结构，提升可立袋等软塑产品销售占比，重点推进密闭式安全输液产品进入基层医疗机构，促进新批重点品种加快准入和市场覆盖，同时加大对终端客户的开发力度，市场占有率仍持续提升，保持了在输液领域的绝对领先地位。2021年以来，受益于疫情缓和以及医疗机构恢复正常诊疗工作，一季度公司销售各类输液产品9.49亿瓶/袋，实现收入22.75亿元，分别同比增长18.07%和25.84%。**中诚信国际认为**，在行业呈现寡头竞争及疫情常态化管理和民众卫生习惯改善带来的输液市场扩容受限的背景下，未来输液产品销量实现大幅增长的难度明显加大。

产业布局方面，截至2021年3月末，公司在四川、云南、辽宁、浙江、湖南等14个省份建立了

输液生产基地，较好地覆盖了东北、华东、华中、华南和西南地区等销售市场，基本形成了全国性产业布局，较好地满足了输液产品的市场需求特点，有效消除了销售运输半径的制约。国际市场方面，公司不断推动国际化战略实施，但受新冠疫情以及国际货运通关等因素影响，2020年公司实现海外销售收入8.96亿元，同比下降27.83%。为减少疫情等综合因素的冲击，2020年科伦KAZ药业有限责任公司加大新产品注册力度，在哈萨克斯坦、俄罗斯及其他中亚国家累计分别完成28个、11个和16个产品注册，为未来进一步市场开拓奠定基础。

**表2：近年来公司主营业务收入区域分布情况（亿元）**

地区	2018	2019	2020
西南	47.13	49.30	49.53
华东	30.86	33.02	31.69
华中	27.32	29.15	27.75
华北	30.49	28.98	23.83
东北	9.60	11.14	11.03
西北	8.54	8.96	8.55
出口	7.29	12.41	8.90
合计	161.23	172.96	161.28

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**受益于原料药中间体产品价格回升、新品种陆续上市以及市场投入加大等，2020年非大输液板块收入同比增长，但疫情及药品降价等因素对非输液药品业务发展形成一定冲击**

公司非输液板块主要从事抗生素中间体、原料药以及非输液药品等的研发、生产和销售。截至2020年末，公司非输液业务共有414个品种共656种规格的其他剂型医药产品、62个品种共64种规格的原料药；12个品种的抗生素中间体，6个品种共13种规格的医用器械。受益于原料药中间体价格上涨、制剂新品的陆续上市以及市场投入加大等，2020年公司非输液板块收入同比增长，在整体收入和利润结构上占有重要地位。

**表3：近年来公司非输液板块主要运营主体情况（亿元、%）**

业务	运营主体	2019		2020	
		收入	净利润	收入	净利润
原料药中间体业务	伊犁川宁生物技术股份有限公司（以下简称“伊犁川宁”）	30.66	0.65	36.49	2.27
非输液药品	湖南科伦制药有限公司	27.38	2.90	23.92	3.26

资料来源：公司提供

原料药中间体方面，公司中间体业务主要由子公司伊犁川宁运营，主要产品为硫氰酸红霉素、头孢和青霉素等。2020年以来，受益于产品价格回升及销量增加，伊犁川宁收入及净利润均同比大幅增长。

公司原料药业务主要由四川科伦药业股份有限公司邛崃分公司（以下简称“邛崃分公司”）、四川新迪医药化工有限公司和广西科伦制药有限公司（以下简称“广西科伦”）负责运营，其中广西科伦部分产品与伊犁川宁项目对接，同时还将承接科伦研究院的高端创新项目以及原料药、制剂的全产业链。2020年以来，公司持续优化产品工艺以降低成本减少亏损，提高设备利用率和生产饱和度，扩大销售渠道及开发吸收新品种，受益于全产业链协同效应，2020年邛崃分公司持续盈利，但目前该业务收入规模较小，对利润贡献有限。

非输液药品方面，公司持续通过加大市场推广投入、提升市场覆盖率、调整销售结构等方式推动业务发展，但受疫情以及民众卫生习惯的改变等影响，当年非输液药品板块实现收入 33.75 亿元，同比下降 8.24%，未来销售恢复情况及其对盈利水平的影响需持续关注。重点产品方面，受益于不断推进院线及基层终端市场销售，2020 年公司拥有塑料水针、康复新、青霉素粉针、血液置换液、腹膜透析液等多个收入过亿的产品。2020 年 1 月 1 日至 2021 年 4 月 24 日，公司共有 38 个品种（包含输液产品等）获批上市，公司积极开展新品种的销售覆盖工作，2020 年主要新药实现收入 23.64 亿元，同比增长 38.46%，新品销售情况较好。其中，百洛特和科瑞舒均为集采中标产品，2020 年销量分别实现增长 13.25% 和 19.09%，但受集采药品降价等影响，当年收入均有所下滑；得益于准入医院的专业化推广增强，同期以三室袋为主的肠外营养输液产品收入同比增长 137.71%；受益于中标第三轮集采以及加大院线、OTC 及第三终端、电商等渠道的销售力度，2020 年艾时达（盐酸达泊西汀片）实现销

售收入 0.53 亿元；随着新品销售的陆续放量，未来公司非输液药品的收入水平将进一步提升。

此外，中诚信国际关注到，国家相继出台以降价为主要导向的集中招标、药品零加价及差别定价等药品价格管理制度和药品流通环节价格管理的暂行办法以及环保政策，药品降价成为趋势。中诚信国际将对公司产品价格变动等对其盈利能力和行业政策对公司未来发展的影响保持持续关注。

### 研究实力较强，创、仿在研产品储备丰富，2020 年以来，公司继续加大研发投入，多项产品获批上市

目前，公司拥有国家级企业技术中心等五个国家级创新平台，同时，配置齐全和经验丰富的专业研发团队亦为技术创新和产品开发提供了较强的实力支撑。跟踪期内，公司继续聚焦肿瘤、肝病、自身免疫等重大疾病领域的研发工作，2020 年研发投入为 15.16 亿元，同比增长 12.24%，占营业总收入的 9.21%，研发投入较高。截至 2021 年 4 月 24 日，公司启动了面向国内外市场的 400 余项药物研究，其中包括 328 项具有集群、难度、特色和成本优势的仿制药和改良创新药、74 项具有 me-better 优势的创新小分子和生物技术药，在研产品储备丰富。

表 4：近年来公司研发投入情况（亿元，%）

项目	2018	2019	2020
研发投入	11.14	13.51	15.16
研发投入占营业总收入占比	6.81	7.66	9.21

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

仿制药方面，2020 年以来公司继续围绕抗肿瘤、抗感染、中枢神经类和肠外营养液等高端仿制药领域展开布局。2020 年 1 月 1 日~2021 年 4 月 24 日期间共有 38 项药物申报生产（包含仿制药 26 项、一致性评价 12 项）；38 项药物获批上市，且首次进入男科、自身免疫和糖尿病 3 个重大疾病领域，其中 18 项通过仿制药一致性评价；13 项产品进入国家集采目录。

创新药方面，2020 年以来公司在研品种继续集中于恶性肿瘤、麻醉镇痛和自身免疫等领域。截至

2021年4月24日，公司共12项创新项目获批临床，其中9个创新项目已有患者实质入组，涉及20项临床研究，研发进展较为顺利。

中诚信国际认为，持续较大的研发投入使公司形成了较强的研究实力，储备了丰富的在研产品，近年来新产品的不断上市为非输液制剂的发展奠定了良好的基础，但新药在市场开拓及盈利情况等方面需加以关注。

### 未来公司继续实施“三发驱动，创新增长”的发展战略，在建项目以创新成果转化平台建设为主，面临一定资本支出压力

公司将继续实施“三发驱动，创新增长”的发展战略，通过持续的产业升级和产品结构调整，保持在输液领域的绝对领先地位；通过对优质资源的创新性开发利用，构建从中间体、原料药到制剂的抗生素全产业链竞争优势；通过研发体系的建设和多元化的技术创新，积累稳定发展的驱动力量。

随着公司研发新产品的续贯获批，公司加大创新成果转化平台建设，目前主要在建项目以研发大楼和配套创新药物生产大楼为主，截至2021年3月末在建项目计划投资18.20亿元，已完成投资5.21亿元，未来面临一定资本支出压力。

表5：截至2021年3月末主要在建项目进展情况（亿元）

项目名称	计划投入	资金来源	预计建成投产时间	已投入	2021 剩余计划投入	2022 年计划投入
新都基地创新制剂生产大楼	4.30	自有资金及银行借款	2023/12	0.66	1.18	1.20
博泰免疫治疗工程大楼	3.48	自有资金及银行借款	2021/12	0.48	3.00	--
科纳斯生物学综合评价大楼	3.25	自有资金及银行借款	2022/12	0.49	0.95	1.81
川宁生物环保补强及公用系统填平补齐/改造升级项目	2.82	自有资金	2021/12	1.38	1.44	--
博泰抗体偶联药物（ADC）国际车间项目	2.56	自有资金及银行借款	2021/08	0.56	2.00	--
伊犁川宁喷雾干燥车间菌渣低温干燥项目	0.82	自有资金	2021/12	0.74	0.08	--
伊犁川宁熊去氧胆酸精制项目	0.66	自有资金	2021/12	0.63	0.03	--
湖南科伦小容量注射剂车间W线增加品规改造工程项目	0.31	自有资金	2021/12	0.27	0.04	--
<b>合计</b>	<b>18.20</b>	--	--	<b>5.21</b>	<b>8.72</b>	<b>3.01</b>

资料来源：公司提供

## 财务分析

以下分析基于经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018~2020年审计报告及未经审计的2021年一季度财务报表，财务数据均为财务报告本期数或期末数。中诚信国际在分析时将公司计入“其他流动负债”中的短期融资券、超短期融资券调至短期债务。

### 2020年疫情使得公司营业收入及毛利率同比下滑，投资收益降低及对外捐赠增加令当年净利润下滑，相关盈利指标有所弱化

2020年新冠疫情带来的医疗机构非疫情科室诊所关闭、居民卫生习惯提升等影响导致大输液产品需求量降低，当年大输液产品收入同比下降，非

大输液产品收入略有提升但因其占比较低，营业总收入同比下滑。毛利率方面，2020年公司根据新会计准则，将4.83亿元运输费用调至营业成本，加之其他营业成本上升，使得当年各业务板块毛利率均同比下降。

表6：公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2018	2019	2020	2021.1~3
大输液产品	98.80	104.60	91.82	22.75
非大输液产品	62.42	68.36	69.46	17.61
其他	2.30	3.40	3.36	1.15
<b>营业总收入</b>	<b>163.52</b>	<b>176.36</b>	<b>164.64</b>	<b>41.51</b>
项目	2018	2019	2020	2021.1~3
大输液产品	71.18	70.83	66.05	65.85
非大输液产品	42.68	46.06	40.37	43.06
<b>营业毛利率</b>	<b>59.56</b>	<b>60.18</b>	<b>54.25</b>	<b>54.87</b>

资料来源：公司提供

2020年疫情令市场开发及维护活动减少，当年

销售费用同比下降，使得期间费用合计以及期间费用率均同比下降。2021年第一季度，公司市场开发及维护活动陆续恢复，当期销售费用同比增加，同时研发费用的继续投入令管理费用同比上升，期间费用率有所回升，费用控制能力有待进一步改善。受收入规模下降影响，2020年经营性业务利润同比下滑；同时疫情期间联营企业盈利下降令投资收益减少，加之当年对外捐赠增至0.56亿元使得营业外亏损增加，2020年利润总额和净利润均同比下降。盈利指标方面，2020年EBIT和EBITDA均同比下降，相关盈利指标有所弱化。

**表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.3
销售费用	59.87	65.50	48.83	12.55
管理费用	17.16	22.37	25.39	7.39
财务费用	6.32	5.72	5.92	1.22
期间费用合计	83.34	93.60	80.14	21.16
期间费用率	50.97	53.07	48.67	50.97
经营性业务利润	13.34	12.38	10.44	1.49
资产减值损失	1.13	1.31	1.09	0.08
投资收益	1.47	1.74	0.95	0.39
营业外损益	-0.23	-0.21	-0.55	-0.05
利润总额	13.33	12.56	9.55	1.72
净利润	12.67	10.22	7.91	1.55
EBIT	19.47	18.41	15.10	--
EBITDA	29.36	29.16	26.71	--
EBITDA 利润率	17.96	16.54	16.22	--
总资产收益率	6.79	6.05	4.76	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司总资产结构较为均衡，但较大规模的应收账款和存货对资金形成一定占用；债务结构有所优化，财务杠杆仍保持较高水平

公司总资产结构较为均衡，截至2021年3月末以固定资产和长期股权投资为主的非流动资产占比为54.67%。2020年以来汇率变动令长期股权投资略有波动；固定资产规模保持稳定。流动资产方面，公司应收账款一直处于较高规模，2020年应收账款规模同比下降，主要系当年收入规模下降以及加大欠款催收力度所致，当年应收账款信用减值损失0.43亿元，一年以内应收账款占比为88.22%；

由于疫情令公立医院销售回款延长，当年应收账款周转率有所下降。2020年末应收票据同比大幅增长，主要系加大银行承兑汇票所致。受伊犁川能产能持续释放影响，农副产品收储增加令存货规模扩大，**中诚信国际认为**，公司应收账款和存货对资金形成一定占用，资金周转效率需持续关注。受益于收到子公司伊犁川宁部分股权转让款，2020年末公司货币资金保持增长，截至2021年3月末，受限货币资金为0.10亿元，受限规模较小。

公司的总负债主要由有息债务构成，随着工程建设、新药研发等方面的资金需求增加，2020年以来有息债务规模持续增长。债务结构方面，2020年以来通过偿还多期短期融资券、新增伊犁川宁项目贷款以及发行中期票据等方式调整债务结构，截至2021年3月末公司短期债务/总债务为64.39%，债务结构整体有所优化。

受益于利润积累，跟踪期内公司所有者权益保持稳定增长态势。其中，2020年末资本公积同比增加，主要系公司在不丧失控制权情况下处置对子公司投资，处置收到的对价与按处置持股比例计算应享有的被处置子公司自购买日起持续计算的可辨认净资产份额之间的差异4.41亿元调增了资本公积；受部分子公司分红冲减少数股东权益以及博泰生物亏损<sup>1</sup>影响，2020年末少数股东权益同比下降。2020年公司现金分红为4.50亿元，占合并报表中归集上市公司普通股股东的净利润比例为54.26%。资本结构方面，2020年公司项目贷、中期票据等长期债务增加令当年末资产负债率和总资本化率同比小幅上升，财务杠杆仍保持较高水平。

**表 8：近年来公司主要资产情况（亿元、%）**

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	18.26	22.53	27.72	26.25
应收账款	56.79	64.81	56.79	60.65
应收票据	10.08	10.14	17.52	12.06
存货	29.73	33.86	34.68	34.85
应收账款周转率（次）	3.10	2.90	2.71	2.83*
存货周转率（次）	2.42	2.21	2.20	2.16*
固定资产	112.60	113.40	111.46	109.33

为创新药物研发，目前盈利能力较弱。

<sup>1</sup> 2020年末博泰生物总资产为6.70亿元，净资产为-16.38亿元，当年实现营业收入为0.22亿元，净利润为-7.05亿元。因博泰生物主要职能

长期股权投资	23.06	27.62	27.51	27.89
总资产	293.61	314.85	319.83	317.46
总负债	163.97	175.79	179.80	176.59
短期债务	56.77	96.39	75.30	82.99
总债务	111.27	117.85	126.30	128.88
资本公积	35.50	35.49	38.89	38.93
未分配利润	71.22	76.19	77.54	79.30
少数股东权益	2.01	7.18	5.04	5.06
所有者权益合计	129.64	139.06	140.03	140.87
资产负债率	55.85	55.83	56.22	55.62
总资本化比率	46.19	45.87	47.42	47.78

注：中诚信国际将“应收款项融资”调至“应收票据”；营业外损益为“营业外收入”和“营业外支出”合计；资产减值损失合计包含“信用减值损失”和“资产减值损失”；“管理费用”包含“研发费用”；带\*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司经营获现能力整体处于较好水平，2020年以来获现及盈利能力减弱使得相关偿债指标有所下滑

2020 公司经营现金流净流入规模保持较好水平；2021 年第一季度，储备材料款增加令经营活动净现金流由正转负。受伊犁川宁收到部分股权转让款及联营企业追加投资、以及固定资产投资同比减少影响，2020 年投资活动现金净流出同比降低，但仍保持一定规模。公司分配股利同比增加令 2020 年筹资活动现金净流出同比增加；2021 年第一季度，筹资活动净现金流由负转正。偿债指标方面，2020 年公司盈利及获现水平的下降使得相关偿债指标有所下滑。公司货币等价物对短期债务的覆盖能力有限，受益于货币资金增加以及短期债务下降，2020 年货币等价物对短期债务的覆盖能力有所提升，未来仍需进一步改善。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	29.54	22.17	22.19	-0.93
投资活动净现金流	-9.59	-13.59	-9.05	-1.99
筹资活动净现金流	-13.82	-4.68	-7.22	1.39
EBITDA 利息保障倍数	4.66	4.99	4.78	--
经营活动净现金流/利息支出	4.69	3.79	3.97	--
总债务/EBITDA	3.79	4.04	4.73	--
经营活动净现金流/总债务	0.27	0.19	0.18	-0.03*
货币等价物/短期债务	0.50	0.34	0.64	0.48

注：带“\*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 较为充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对整体偿债能力提供支持

截至 2021 年 3 月末公司获得银行授信总额 115.15 亿元，其中未使用额度为 34.48 亿元；公司是 A 股上市公司，股权融资渠道畅通。

截至 2020 年末，公司受限资产合计为 24.25 亿元，占期末总资产的 7.64%。其中，受限货币资金为 0.10 亿元，主要是各项保证金；受限固定资产为 22.96 亿元；受限无形资产共计 1.01 亿元；因质押而受限的应收款项融资共计 0.18 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司无对外担保；同期末无重大未决诉讼。截至 2021 年 4 月 27 日，公司实际控制人刘革新先生直接持有公司 26.35% 的股份，其中 48.80% 被质押，占公司总股份的 12.86%。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2021 年 5 月 14 日，公司在公开市场无信用违约记录，借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

表 10：截至 2021 年 4 月末公司股权质押情况（万股、%）

股东名称	累计质押股数	累计质押股数占总股本比例	累计质押数量占持股比例
刘革新	18,502.90	12.86	48.80
雅安市国有资产经营有限责任公司	1,276.00	0.89	13.68

资料来源：公开数据整理

## 外部支持

### 自然人股东对公司的支持意愿很强，但对当地政府和金融机构等资源协调能力较为有限

公司实际控制人为自然人刘革新，除科伦药业外，还为四川科伦实业集团有限公司（以下简称“科伦实业”）的实际控制人。科伦实业主要从事医疗器械、医药流通等业务，2020 年末总资产为 59.48 亿元，所有者权益为 12.45 亿元，实现营业总收入 82.50 亿元，净利润 1.22 亿元。科伦药业系实际控制人控制的核心企业，其信用恶化对实际控制人信誉影响很大，实际控制人对其支持意愿极强。但由于公司实际控制人为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力有限，且其所持公司股份近半被质押，整体支持力度有限。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持四川科伦药业股份有限公司的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“17 科伦 01”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。



## 附二：四川科伦药业股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	182,582.96	225,342.54	277,195.11	262,537.12
应收账款净额	567,884.96	648,065.87	567,909.56	606,512.28
其他应收款	14,756.48	35,287.48	11,757.42	15,654.26
存货净额	297,343.31	338,622.81	346,812.62	348,472.00
长期投资	230,630.04	276,244.59	275,124.72	278,907.09
固定资产	1,125,990.07	1,133,963.14	1,114,633.20	1,093,348.79
在建工程	82,293.35	78,240.16	84,067.12	90,178.02
无形资产	92,071.23	94,187.42	98,780.35	96,133.89
总资产	2,936,088.30	3,148,537.37	3,198,334.60	3,174,627.01
其他应付款	269,491.41	302,616.46	257,954.16	224,271.40
短期债务	567,728.45	963,861.67	753,041.95	829,871.33
长期债务	544,946.39	214,655.66	509,977.44	458,978.08
总债务	1,112,674.84	1,178,517.33	1,263,019.40	1,288,849.41
净债务	930,091.88	953,174.79	985,824.29	1,026,312.29
总负债	1,639,676.37	1,757,933.03	1,798,017.72	1,765,883.42
费用化利息支出	61,384.36	58,482.58	55,485.69	--
资本化利息支出	1,624.00	-	387.01	--
所有者权益合计	1,296,411.93	1,390,604.34	1,400,316.88	1,408,743.59
营业总收入	1,635,179.02	1,763,626.70	1,646,420.13	415,133.10
经营性业务利润	133,414.60	123,838.24	104,356.71	14,937.50
投资收益	14,668.30	17,404.61	9,482.48	3,860.09
净利润	126,748.40	102,154.13	79,147.72	15,457.36
EBIT	194,724.80	184,111.97	150,988.77	--
EBITDA	293,623.20	291,619.34	267,061.75	--
经营活动产生现金净流量	295,350.70	221,673.76	221,938.15	-9,253.52
投资活动产生现金净流量	-95,899.96	-135,933.31	-90,528.23	-19,923.72
筹资活动产生现金净流量	-138,188.55	-46,798.98	-72,210.63	13,851.03
资本支出	132,918.16	133,103.53	123,088.43	32,044.95
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	59.56	60.18	54.25	54.87
期间费用率(%)	50.97	53.07	48.67	50.97
EBITDA 利润率(%)	17.96	16.54	16.22	--
总资产收益率(%)	6.79	6.05	4.76	--
净资产收益率(%)	10.16	7.60	5.67	4.40*
流动比率(X)	1.22	0.96	1.20	1.16
速动比率(X)	0.93	0.73	0.92	0.88
存货周转率(X)	2.42	2.21	2.20	2.16*
应收账款周转率(X)	3.10	2.90	2.71	2.83*
资产负债率(%)	55.85	55.83	56.22	55.62
总资本化比率(%)	46.19	45.87	47.42	47.78
短期债务/总债务(%)	51.02	81.79	59.62	64.39
经营活动净现金流/总债务(X)	0.27	0.19	0.18	-0.03*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.52	0.23	0.29	-0.04*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.69	3.79	3.97	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	17.25	11.07	7.53	--
总债务/EBITDA(X)	3.79	4.04	4.73	--
EBITDA/短期债务(X)	0.52	0.30	0.35	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.66	4.99	4.78	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.09	3.15	2.70	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入“其他流动负债”的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务，将租赁负债调入长期债务，将研发费用计入管理费用；3、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。