



2020年江西同和药业股份有限公司 可转换公司债券2021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.

技术领先，服务全球，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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

2020年江西同和药业股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	A+	A+
评级日期	2021-5-31	2020-3-30

评级观点

中证鹏元对江西同和药业股份有限公司（以下简称“同和药业”或“公司”，股票代码为“300636.SZ”）及其2020年10月26日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为A+，发行主体信用等级维持为A+，评级展望维持为稳定。

该评级结果是考虑到：公司在部分高端医药原料市场具有一定竞争实力，2020年营收及利润规模持续增长，经营现金流有所改善，公司产品结构较为丰富；同时也关注到公司面临一定汇率波动风险和安全生产风险，公司存在一定原材料价格波动风险，公司在建项目存在一定的资金压力，新增项目的产能消化存在一定不确定，2020年存货规模大幅上升，占用公司营运资金且存在存货跌价损失风险，有息债务规模增长较快，面临一定偿债压力等风险因素。

债券概况

债券简称：同和转债

债券剩余规模：3.59亿元

债券到期日期：2026-10-26

偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息，附债券赎回和回售条款

未来展望

- 公司同下游客户合作较为稳定，预计公司业务持续性较好，营业收入和经营现金流有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

联系方式

项目负责人：张旻楠
zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员：秦风明
qinfm@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	2021.3	2020年	2019年	2018年
总资产	14.67	14.68	10.16	8.04
归母所有者权益	8.37	8.17	7.06	6.58
总债务	5.36	5.75	2.16	0.38
营业收入	1.37	4.35	4.13	2.67
净利润	0.20	0.70	0.48	0.25
经营活动现金流净额	0.22	0.80	-0.28	0.75
销售毛利率	28.59%	34.94%	29.74%	29.27%
EBITDA 利润率	--	32.57%	25.25%	19.80%
总资产回报率	--	7.01%	6.14%	3.45%
资产负债率	42.96%	44.37%	30.46%	18.10%
净债务/EBITDA	--	2.14	1.79	0.09
EBITDA 利息保障倍数	--	9.57	24.79	32,547.43
总债务/总资本	39.07%	41.32%	23.38%	5.45%
FFO/净债务	--	42.76%	52.29%	961.63%
速动比率	1.10	1.28	0.75	0.95
现金短期债务比	0.96	1.34	0.38	1.05

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计2021年一季度报，中证鹏元整理

优势

- **公司专注特色原料药制造，具备一定市场优势。**公司特色原料药应用范围涵盖神经系统用药（抗癫痫药）、消化系统用药（抗溃疡病药）、解热镇痛及非甾体抗炎药、循环系统用药（抗高血压药）、治疗精神障碍药（抗抑郁药）等多个领域，产品类别丰富，主要产品销往日本、欧盟、北美等规范市场。截至 2021 年 3 月底公司拥有成熟品种、已验证品种和正在研发品种共有 27 个，同时公司积极开拓国内市场，2020 年国内销售规模大幅提升，在国内注册方面，塞来昔布和替格瑞洛已获批，加巴喷丁、维格列汀、利伐沙班、阿哌沙班、米拉贝隆、非布司他 6 个产品完成登记备案。
- **公司经营稳定，营业收入持续增长。**2020 年公司营业收入和利润规模持续提升，盈利指标持续向好，经营现金流有所改善，2021 年一季度公司收入和利润较 2020 年同期进一步增长。

关注

- **公司面临一定的汇率波动及安全生产风险。**公司国外收入占比较大，汇率变动及贸易摩擦可能对公司利润产生不利影响；此外公司生产过程中涉及较多易爆化学反应，若发生安全事故，将对公司生产经营产生不利影响。
- **公司原材料价格波动风险较高。**原材料为公司成本的主要构成部分，近年上游化工企业环保压力持续上升，部分中小化工企业仍面临关停及减产风险，原材料的稳定供应仍面临挑战，同时原材料价格波动风险较高，影响盈利能力稳定性。
- **公司存在一定的资金压力，新增项目的产能消化存在一定不确定。**截至 2020 年底，公司主要在建项目（包含本债券募投项目）尚需投资 4.22 亿元，存在一定的资金压力；同时公司在建项目中新增的原料药产能规模较大，考虑到公司目前部分产品产能利用率仍不高，新增产能的消化存在一定不确定。
- **公司存货规模大幅上升，对经营营运资金形成较大占用。**2020 年存货规模较上年增长 39.68%，对公司营运资金形成较大占用，同时存在一定存货跌价损失风险。
- **公司有息债务规模增长较快，面临一定的偿债压力。**公司资产负债率上升，本期可转债成功发行后，总债务规模大幅增长，后期面临一定偿债压力。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
医药制造企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年10月26日发行6年期3.60亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于年产100吨7-甲氧基萘满酮、30吨利伐沙班等原料药及20亿片（粒）口服固体制剂项目一期工程项目。截至2021年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为7,470.77万元。

三、发行主体概况

跟踪期公司控股股东和实际控制人未发生变化，庞正伟先生与梁忠诚先生、丰隆实业有限公司为一致行动人，庞正伟先生和梁忠诚先生共同作为公司的实际控制人。截至2021年3月31日，庞正伟先生直接持有公司股份23,396,874股，占公司总股本的18.19%，通过温州驰骋企业管理中心（有限合伙）控制公司股份4,670,270股，占公司总股本的3.63%；梁忠诚先生直接持有公司股份592,920股，占公司总股本的0.46%，通过丰隆实业有限公司持有公司股份23,129,730股，占公司总股本的17.98%。截至2021年3月31日，庞正伟先生与梁忠诚先生、丰隆实业有限公司合计控制公司股份51,789,794股，占公司总股本的比例为40.27%。根据公司4月30日发布的《江西同和药业股份有限公司关于控股股东、实际控制人之一部分股份解除质押的公告》，庞正伟先生解除质押股份数量为2,050,000股，剩余质押股票数量为7,500,000股，已质押股份占其直接持有股份的比例为32.06%。

跟踪期内公司合并范围未发生变化，截至2020年12月末，纳入公司合并报表范围的子公司为江西同和药业进出口有限责任公司，注册资本为500.00万元，主营业务为医药中间体、精细化工（危险品除外）销售。

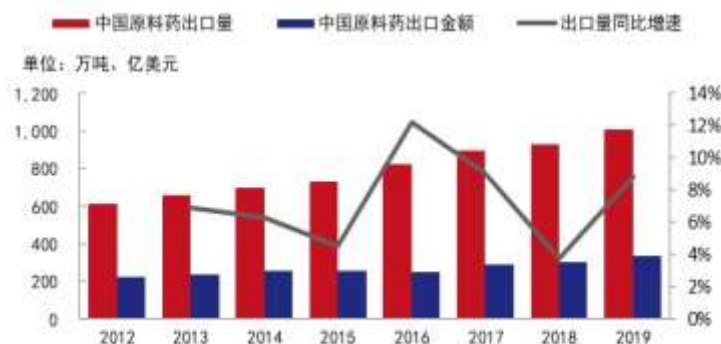
四、运营环境

近年来我国原料药出口持续增长，受新冠疫情影响，全球原料药供需紧张，预计2021年我国原料药出口继续保持较快增长

近年来我国原料药出口持续增长，预计2021年我国原料药出口继续保持较快增长。我国原料药出口量、出口金额2017-2019年年复合增长率分别为6.26%、7.56%。需关注，受宏观经济、全球贸易摩擦等因素影响，我国原料药出口量增速波动较大，预计未来仍存在一定的不确定性。2019年我国原料药共出口到189个国家和地区，其中印度、美国、日本为我国原料药前三大出口国，对美原料药出口下滑主要

系中美贸易摩擦所致。2020年受海外疫情影响，印度等主要原料药生产国生产供应下滑，全球原料药供需紧张加剧。而我国疫情持续好转，原料药产能恢复较快，新冠疫情常态化下，预计2021年我国原料药出口继续保持较快增长。

图1 受益于全球化学原料药市场规模增长、产能转移，我国原料药出口规模持续增长



资料来源：中国医药保健品进出口商会，中证鹏元整理

表1 印度、美国、日本为我国原料药前三大出口国（单位：万吨、亿美元，年度：2019）

国家	出口量	出口量同比	出口金额	出口金额同比	特征
印度	80.79	22.56%	56.53	25.53%	印度作为我国原料药出口第一大目的国，其原料药70%来自中国；以低附加值原料药和医药中间体为主，例如抗感染类、青霉素类、头孢菌素类、激素类等
美国	66.54	-10.99%	42.15	-1.23%	受中美贸易摩擦影响较大
日本	47.64	3.03%	20.59	8.24%	对日主要出口品种既包括维生素、氨基酸、抗生素等传统大宗原料药，又包括沙坦类、普利类、他汀类等特色原料药

资料来源：中国医药保健品进出口商会，中证鹏元整理

从需求端来看，全球原料药市场规模持续稳定增长，预计2021年继续增长、增速在5%左右。相较于下游医药行业，原料药行业成熟度更高、竞争更为激烈，其增长主要取决于医药市场自然增长，以及原料药外购比例。一方面，在全球人口规模扩张、老龄化趋势加剧以及居民健康意识不断提高的背景下，全球医药市场规模持续增长。另一方面，大量专利药品到期进一步提高了化学原料药的外购比例。随着全球医药市场规模增长、原料药外购比例增加，全球原料药行业市场规模持续增长，全球原料药行业市场规模2010-2018年复合增长率超过6%。中证鹏元预计，未来全球原料药市场规模将继续保持增长，但考虑到终端药品制造、销售受新冠疫情冲击，预计原料药行业增速将有所下降，2020-2022年年复合增长率在5%左右。

图2 全球原料药市场规模持续增长


注：公开资料暂未查询到 2019 年全球原料药市场规模数据

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

从供给端来看，受环保、成本等因素影响，欧美原料药产能逐步向中国、印度转移，受新冠疫情影响，2020年以来印度等国原料药产能下降。原料药通常可以分为大宗原料药、特色原料药和专利原料药三大类，具体如表1所示。受环保、成本等因素影响，欧洲和美国的原料药产能逐步降低，欧美原料药产能逐步向中国、印度转移。西欧、中国、印度目前为主要化学原料药出口基地；在世界原料药竞争格局中，美国拥有药品专利优势，西欧拥有工艺优势，而以印度和中国为代表的发展中国家则拥有相对成本优势。我国原料药产能约占全球28%，生产的原料药约65%用于出口，出口以大宗原料药为主。2020年新冠疫情爆发以来，印度等国受疫情影响较大，原料药产能下滑。截至目前，印度累计确诊病例已近3000万例，防疫情形仍较严峻，预计2021年印度等国原料药产能继续下降。

表2 原料药可分为大宗原料药、特色原料药和专利原料药三大类

类别	主要生产地区	专利期	代表品种	业务模式	竞争要素	特点
大宗原料药	中国	无专利问题	抗生素类、维生素类、解热镇痛类、激素类	自产自销	生产成本	市场需求量大、集中度较高，但进入门槛不高，价格随供需关系周期性变动
特色原料药	中国、印度、西欧	将过或刚过专利期	沙坦类、普利类、肝素类、他汀类	自产自销	生产成本&产品品质	种类多、附加值相对较高；价格在周期内持续下降，单一产品利润不具备长期可持续性，利润大于大宗原料药
专利原料药	美国	在专利期内	无特定品种	自产/合同外包	研发能力&项目管理能力	周期内保持较好利润，利润大于特色原料药

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

环保政策趋紧，原料药行业集中度有望提升；原料药关联审批政策进一步提高了原料药行业壁垒；化药带量采购政策进一步凸显了原料药行业在产业链中的重要性，为原料药企业向化学制剂转型提供了一定机遇

环保政策趋紧，原料药行业集中度有望提升。原料药属于重污染行业，2016年以来，国家环保政策持续收紧，环保督察常态化，2018年1月起《环境保护税法》正式实施，排污许可证制度全面推开。受江苏盐城响水化工厂爆炸影响，江苏省、浙江省、河北省均对当地新建医药、化工项目作出严格限制，

大量原料药及中间体企业停产整顿或被直接关停。随着环保政策的推进，技术落后、环保不达标的中小原料药企业逐步退出市场，原料药行业竞争格局有所优化，行业集中度有望得到提升。

表3 原料药及化工企业相关环保政策

时间	政策文件	政策内容
2016年11月	《医药工业发展规划指南》	2020年规模以上企业单位工业增加值能耗下降18%、二氧化碳排放量下降23%、挥发性有机物排放量下降10%以上；化学原料药绿色生产水平明显提高
2017年10月	《重点流域水污染防治规划（2016-2020）》	沿江地区严格限制新建高污染化工项目，沿海地区严格控制新建医药、农药和染料中间体项目
2018年1月	《排污许可管理办法（试行）》	明确和细化了排污单位应持证排污和环保部门应依证监管的法律要求，对排污单位承诺制、信息公开、自行监测、台账记录和执行报告等要求做出了具体规定
2018年9月	《浙江省打赢蓝天保卫战三年行动计划》	列入关停名单的全部关停到位，列入搬迁名单的危险化学品企业全部完成搬迁改造，新建项目入园率100%，新建项目自动化控制系统装备率100%，园区外化工企业不得新建、扩建化工生产项目，严格执行“三同时”有关规定
2019年4月	《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》	压减规模以上化工生产企业的数量，对评估安全和环保风险，不达标企业需在2020年底前全部关闭退出，鼓励达标企业进入化工园区发展，新建化工项目原则上投资额不低于10亿元”
2019年6月	《重点行业挥发性有机物综合治理方案》	加强制药、农药、涂料、油墨、胶粘剂、橡胶和塑料制品等行业VOCs治理力度，制药、农药行业推广使用非卤代烃和非芳香烃类溶剂，制药行业推广生物酶法合成技术
2020年1月	《推动原料药产业绿色发展的指导意见》	到2025年，原料药基本实现园区化生产，打造一批原料药集中生产基地；技术水平有效提升，突破20项以上绿色关键共性技术，基本实现行业绿色生产技术替代。并提出五个调整方向：一是调整原料药产业结构；二是优化原料药产业布局；三是加快技术创新与应用；四是推行绿色生产标准；五是推动建设集中生产基地。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

原料药关联审批政策进一步提高了原料药行业壁垒。2017年11月，原国家食品药品监督管理总局发布《关于调整原料药、药用辅料和药包材审评审批事项的公告》，实行制剂与原料药、药用辅料、包装材料关联审批，待关联药品制剂提出注册申请后一并审评。2019年7月，国家药品监督管理局发布《进一步完善药品关联审评审批和监管工作有关事宜的公告》正式落地。关联审批模式下，下游制剂企业捆绑原料药同步审批，原料药的质量直接影响评审结果，且审批通过后如需更换原料药供应商需要再次审核，因此下游制剂企业将更倾向于选择质量过硬、供应能力稳定的原料药企业，对于原料药的质量及供应能力提出更高要求，行业壁垒将进一步提升。

化药带量采购政策进一步凸显了原料药行业在产业链中的重要性，为原料药企业向化学制剂转型提供了一定机遇。首批“4+7”试点城市集中带量采购入选品种在2018年12月公布，2019年以来药品集中采购试点范围进一步扩大。带量采购模式下仿制药企业质量及成本控制能力成为影响下游仿制药企业盈利能力的关键因素之一，对于未布局原料药的制剂企业，将更倾向于选择优质且供应能力稳定的原料药企业，原料药在产业链中重要性将进一步凸显。此外，带量采购政策亦为原料药企业向化学制剂转型提供了一定机遇。原料药生产企业与制剂为主生产企业相比，医院销售渠道较为缺乏，但具有一定生产成本优势。带量采购政策实行后，原料药生产企业的制剂产品通过一致性评价，即可通过带量采购快速扩大市场份额，无需销售推广。

五、经营与竞争

2020年公司实现营业收入43,542.01万元，较上年同期增长5.41%，主要原因包括两个方面，一方面系公司2020年部分新产品如替格瑞洛、维格列汀、利伐沙班、阿戈美拉汀及中间体等品种全球市场专利陆续或即将到期，陆续开始前期销售；另一方面，塞来昔布原料药在国内的注册获得批准，公司扩大了该产品的国内销售。

毛利率方面，毛利率较高的新产品的销售比重上升，带动公司整体毛利率较上年增长5.20个百分点。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
医药原料药	11,513.12	25.72%	34,469.08	31.46%	33,874.48	28.22%
医药中间体	2,221.54	43.45%	8,927.69	49.30%	7,375.86	34.83%
其他产品	-	-	145.24	-21.29%	55.47	282.84%
合计	13,734.65	28.59%	43,542.01	34.94%	41,305.81	29.74%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

2020 年公司不同用途类药品销量及销售额涨跌互现，出口占比有所下降，但销售仍然以出口为主，需关注汇率波动风险

跟踪期公司主要产品变化不大，公司生产的特色原料药应用范围涵盖神经系统用药（抗癫痫药）、消化系统用药（抗溃疡病药）、解热镇痛及非甾体抗炎药、循环系统用药（抗高血压药）、治疗精神障碍药（抗抑郁药）等多个领域，产品线较为丰富。公司产品主要用于出口，多年来出口收入占主营业务收入的80%以上。

2020年公司用于销售额较上年有一定增长，但不同用途原料药的销售规模涨跌互现。神经系统用药实际销售收入7,904.07万元，较上年同期下滑33.69%，主要是因为产品加巴喷丁在2020年处于新工艺的变更报批阶段，生产量下降，公司降低了毛利贡献较低的印度市场销售导致；循环系统用药（抗高血压药）实现销售收入5,590.95万元，较上年同期下滑8.29%，主要是因为有两笔订单因客户要求推迟发运收入确认在2021年度。解热镇痛及非甾体抗炎镇痛药销售增长主要是因为公司塞来昔布原料药在2020年7月通过CDE审批，采用公司原料药的两家国内制剂厂家在集采中标，国内销售大幅增加所致。

循环系统用药（抗凝血类药）实现销售收入为3,019.15万元，较上年同期增长123.40%，主要是因为近年来国内医药体制不断改革，更有利于公司拓展国内业务，近年来公司高度重视国内市场开发，每年不断提交产品CDE注册申报，与国内下游成品药厂配套，国内销售占比逐年快速提高。2020年公司有4个循环系统用药（抗凝血类药）国内均实现销售增长。治疗精神障碍药（抗抑郁药）实现销售收入为3,349.95万元，较上年同期增长331.60%，主要是因为公司客户开发创新晶型专利产品获批后提早上市，实现商业化销售，向公司采购中间体大幅增加所致。目前公司积极开拓国内市场，在国内注册方面，塞

来昔布和替格瑞洛已获批，加巴喷丁、维格列汀、利伐沙班、阿哌沙班、米拉贝隆、非布司他6个产品完成登记备案。

表5 公司主营业务收入（按产品用途）构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
消化系统用药（抗溃疡病药）	12,004.60	44.94%	13,276.87	47.58%
神经系统用药（抗癫痫药）	7,904.07	9.64%	11,919.72	5.39%
循环系统用药（抗高血压药）	5,590.95	26.08%	6,096.07	23.45%
解热镇痛及非甾体抗炎镇痛药	5,876.60	33.57%	4,316.72	34.74%
循环系统用药（抗凝血类药）	3,019.15	49.34%	1,351.47	58.01%
治疗精神障碍药（抗抑郁药）	3,349.95	65.83%	776.17	42.64%
其他类	5,651.44	32.97%	3,513.31	35.32%
合计	43,396.77	34.90%	41,250.34	29.69%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从产销情况来看，2020年公司主要品种产销率均有所下降，其中：消化系统用药（抗溃疡病药）、神经系统用药（抗癫痫药）产销率尚可，循环系统用药（抗高血压药）销量与上年基本持平，但因阶段性生产使得产量增幅较大，降低了产销率；解热镇痛及非甾体抗炎镇痛药产销率上升主要是塞来昔布国内销售增加提高了产销率；其他为在多功能或多用途车间的品种，生产与销售没有期间匹配关系。

表6 公司主要产品销量及产销率情况（单位：千克）

产品名称	项目	2020年	2019年
消化系统用药（抗溃疡病药）	产量	183,555.39	192,268.88
	销量	157,660.40	174,680.41
	产销率	85.89%	90.85%
神经系统用药（抗癫痫药）	产量	344,584.59	499,002.19
	销量	283,857.60	433,004.60
	产销率	82.38%	86.77%
循环系统用药（抗高血压药）	产量	47,417.73	28,674.22
	销量	31,379.88	34,525.30
	产销率	66.18%	120.41%
解热镇痛及非甾体抗炎镇痛药	产量	143,352.75	120,681.95
	销量	128,670.11	95,306.01
	产销率	89.76%	78.97%
循环系统用药（抗凝血类药）	产量	1,310.94	7,266.63
	销量	3,517.34	1,064.02
	产销率	268.31%	14.64%

治疗精神障碍药（抗抑郁药）	产量	28,273.48	1,068.55
	销量	14,259.10	4,035.70
	产销率	50.43%	377.68%

资料来源：公司提供

从销售区域来看，公司销售主要以出口为主，但是随着近年国内制剂文号持有人制度、药品一致性评价和集采制度的出台，以及对原料药 GMP 管理规范要求的不断升级，国内制剂企业同像同和药业等符合国际高端市场 GMP 管理标准的原料药制造企业的合作意愿大为提高。2020 年 7 月公司的塞来昔布原料药已通过 CDE 审批，同时采用公司原料药的两家制剂厂家石药集团欧意药业有限公司与青岛百洋制药有限公司的“塞来昔布胶囊”获批被纳入第 3 批国家集采，2020 年石药集团欧意药业有限公司与青岛百洋制药有限公司销量大幅增加，使得对公司塞来昔布原料药采购量大幅增加，2020 年公司国内销售额增长 46.78%，占比较 2019 年提升 7.16 个百分点，同时公司替格瑞洛在 2021 年三月份获批及 2021 还有其他多个产品在提交审批，预计陆续获批后，国内销售金额将会继续大幅增加，但也需关注其评审不过的风险。在国外销售方面，在印度的销量下滑 65.21%，主要系公司在印度的主要客户 2020 年在印度销售的加巴喷丁制剂大幅下滑后减少采购所致，日本销售下滑主要系受疫情影响，相关制剂产品的需求下降，导致对原料药采购量下滑。韩国销售增长较多，主要是因为解热镇痛及非甾体抗炎镇痛药塞来昔布专利到期，商业化销量大幅增加，及随着公司多年对韩国市场的拓展，公司老产品在韩国的市场份额也有所提高。欧洲销售增长主要是因为公司客户开发的治疗精神障碍药（抗抑郁药）创新晶型专利产品获批后提早上市，实现商业化销售，向公司采购中间体大幅增加所致。

表7 2019-2020 年销售区域（单位：万元）

国家	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
日本	6,230.03	14.31%	7,817.63	18.93%
国内	11,063.71	25.41%	7,537.53	18.25%
韩国	9,222.82	21.18%	7,238.03	17.52%
印度	2,418.08	5.55%	6,950.83	16.83%
欧洲	5,979.88	13.73%	4,410.55	10.68%
北美	2,087.95	4.80%	1,573.27	3.81%
境外其他	6,539.54	15.02%	5,777.99	13.98%
合计	43,542.01	100.00%	41,305.83	100.00%

注：上表销售区域金额按客户所在国统计，部分通过国内出口商出口的产品核算在国内，因此与年报披露口径存在一定差异。

资料来源：公司提供

跟踪期内公司主要产品的销售模式未发生较大的变化，在原料药出口方面主要以选择进口国代理商出口的方式对外销售。在自营出口和国内贸易商出口方面占比较小，公司根据市场情况对该两种方式灵活选择，2020 年公司通过国内贸易商出口大幅上升的主要原因主要系在开拓非法规市场（包括伊朗、埃及、中东、南美洲等国家）比较成功，销售增长较快。

结算方面，通过国内贸易商出口模式的结算货币为人民币，结算方式为款到发货。自营出口和通过进口国代理商出口模式的结算货币均为美元，主要通过电汇、信用证等方式结算款项，其中自营出口账期在180天内，通过进口国代理商出口即期结算，结算方式较上年未发生较大变化。

公司产品销售目前仍以国外市场为主，主要客户为国外大型药品代理商，整体客户稳定性尚可，但集中度较高，且考虑到公司国外销售规模占比较大，仍需关注汇率波动带来的汇兑损失风险。

2020年之前公司产品主要集中在日本、韩国、美国等地区，且销售主要通过出口代理商模式进行，因此公司前五大客户集中度较高，2020年由于国外疫情及在国内销量上升等因素影响集中度有所下滑。

表8 2019-2020年公司业务前五大客户情况（单位：万元）

期间	客户名称	销售金额	比例
2019年	第一大客户	10,999.33	26.63%
	第二大客户	6,604.88	15.99%
	第三大客户	1,505.47	3.64%
	第四大客户	1,445.14	3.50%
	第五大客户	971.51	2.35%
	合计	21,526.32	52.11%
2020年	第一大客户	8,253.30	18.95%
	第二大客户	2,063.16	4.74%
	第三大客户	1,583.04	3.64%
	第四大客户	1,543.82	3.55%
	第五大客户	1,484.51	3.41%
	合计	14,927.82	34.28%

资料来源：公司提供

2020年公司主要产品产能未发生较大变化，但部分产品产能利用率相对较低；未来在建项目达产后，产能将会有一个大提升；公司目前在建项目投入存在一定的资金压力，且未来产能的消化情况存在一定不确定

2020年公司生产模式未发生变化，对于终端产品，一般情况下公司结合订单情况和设备运行情况组织安排生产。对于小批量的客户采购，出于生产经济性的考虑，公司结合该产品的市场前景、药政法规的要求、市场开拓的重要性，确定排产数量。目前公司主要产品加巴喷丁及瑞巴派特主要在专用车间生产，其他产品均在多用途或多功能车间生产。

环保设施方面，公司注重持续在环保设施上进行投入，不断优化生产工艺，引进新的三废处理技术，提升三废处理技术的水平，建立了车间预处理和末端治理相结合的环保处理系统，确保三废达标排放，2020年公司环保设备投入及运维方面投入5,738.67万元，能够满足公司生产运营需要，同时我们也注意到国家环保标准将持续提升，未来公司仍面临一定的环保升级压力。2020年公司主要产能未发生较大变化，消化系统用药产能利用率高。神经系统用药（抗癫痫药）产能利润率下滑的主要原因为公司对主要产品加巴喷丁切换新工艺，生产处于法规申报阶段所致，导致加巴喷丁产量下滑。解热镇痛及非甾体抗

炎镇痛药产能利用率上升，主要系相关产品塞来昔布2020年销量增加、排产相应增加，产量大幅提升所致。

表9 2019-2020年主要产品的产量、产能等情况（单位：千克）

产品名称	项目	2020年	2019年
消化系统用药（抗溃疡病药）	产能	150,000.00	150,000.00
	产量	183,493.84	192,262.19
	产能利用率	122.33%	128.17%
神经系统用药（抗癫痫药）	产能	1,000,000.00	1,000,000.00
	产量	350,512.59	501,382.69
	产能利用率	35.05%	50.14%
解热镇痛及非甾体抗炎镇痛药	产能	300,000.00	300,000.00
	产量	143,352.75	120,640.96
	产能利用率	47.78%	40.21%

资料来源：公司提供

公司主要在建项目包括本期债券募投项目和一厂区溶剂罐区、公用工程及部分车间技术改造项目，投资规模较大，至2021年3月31日，本期债券募投项目年产100吨7-甲氧基萘满酮、30吨利伐沙班等原料药及20亿片（粒）口服固体制剂项目一期工程土建工作基本完成，已开始土建扫尾及设备安装，2021年底试生产，由于是多功能车间，试生产时间较长，需要一年，2022年正式生产。截至2020年底，公司主要在建项目（包含本债券募投项目）总投资69,251.84万元，尚需投资42,180.60万元，考虑到部分资金可使用募集资金，仍存在一定的资金压力；同时公司在建项目中新增的原料药产能规模较大，考虑到公司目前部分产品产能利用率仍不高，新增产能的消化存在一定不确定。

表10 截至2020年底公司主要投资项目情况（单位：万元）

项目	项目内容	总投资	累计已投资
*年产100吨7-甲氧基萘满酮、30吨利伐沙班等原料药及20亿片（粒）口服固体制剂项目一期工程	年产7-甲氧基萘满酮30吨、米拉贝隆5吨、维格列汀50吨、替格瑞洛10吨及部分公用工程	59,751.84	21,245.96
一厂区溶剂罐区、公用工程及部分车间技术改造项目	新建公用工程楼3、新建溶剂灌区2及改造原合成六车间	9,500.00	5,825.28
合计	-	69,251.84	27,071.24

注：*为本期募投项目，拟使用募集资金3.6亿元

资料来源：公司提供

公司前五大供应商占比下滑，同时原材料价格波动较大，面临较大的成本控制压力

采购方面，公司设立采购部专门负责采购公司所需各类物资，包括原辅料、包装材料，生产设备、配件及辅助材料、分析仪器、实验室耗材和试剂等。采购部根据生产部门的生产计划和生产任务，结合公司的质量指标，制定采购计划。关于供应商的选择，公司采购部根据质量标准通过评选确定原辅料供应商并建立合格供应商目录，正常生产所需原辅料须向合格供应商目录内的厂商采购。公司采用竞争性比价的模式采购原料，确保原材料的采购价格处于合理水平。采购员通常获取三家合格供应商的报价

（特殊情况可以少于三家），通过比价及综合评判后确定供应商。目前公司对主要原材料的采购策略为：公司主要结合市场需求通过对各品种国内市场研判分析，当价格处在高位时按需采购，当价格处在低位时与供应商签定长期供应合同以锁定原材料采购价格等手段尽量降低原材料价格波动风险。

从公司主要采购项目来看，由于加巴喷丁产线优化，加巴喷丁产品切换新工艺，生产处于法规申报阶段，产量大幅下滑导致对应原料采购下降。从采购均价来看，由于2018年上游化工企业受环保压力停业整顿，加巴喷丁中间体多个生产厂家在2018年度因环保问题停产，原材料短缺导致价格一度大幅上升，经过1-2年的整改中间体生产厂家逐步恢复正常生产，市场价格逐步回归。同时由于加巴喷丁的生产下滑，导致对蒸汽的需求下降。

表11 2019-2020 年公司主要采购项目成本及其变动情况（单位：千克、元/千克、万元，度、元/度）

项目	2020 年			2019 年		
	采购量	均价	金额	采购量	均价	金额
加巴喷丁中间体 1	470,000.00	66.60	3,130.09	590,500.00	80.06	4,727.82
电	48,384,635.50	0.56	2,725.10	48,178,222.50	0.61	2,919.21
环合物 1	140,205.00	110.05	1,542.97	136,080.00	109.92	1,495.79
氨基乙酯	158,800.00	104.70	1,662.69	148,380.00	99.04	1,469.53
蒸汽	80,041,080.00	0.20	1,591.09	90,514,700.00	0.20	1,801.63
联苯氰(4-溴甲基-2-氰基联苯)	46,000.00	181.20	833.54	38,000.00	245.55	933.10
加巴喷丁中间体 2	31,000.00	49.13	152.29	150,500.00	59.20	890.95
乙酸乙酯	1,238,296.00	5.91	731.77	1,381,220.00	5.55	765.90

资料来源：公司提供

从前五大供应商来看，2020年公司前五大供应商占比为32.22%，较上年下滑9.46个百分点，2018年以来化工行业环保压力持续上升，部分中小化工企业仍面临关停及减产风险，随着公司产能规模的提升，原材料需求量将进一步上升，公司面临一定原材料价格波动风险。

公司研发投入规模持续上升，为公司未来发展提供一定支撑

公司注重产品研发，目前公司建立了完整的研发体系，包括设备完善、功能齐全的实验室和中试车间和完成小试、优化及放大生产的开发能力；公司设立了“江西省特色原料药工程中心”、“江西省博士后科研创新实践基地”、“博士后科研工作站”、“江西省企业技术中心”等研发中心，2020年末公司研发、技术人员合计304人，占员工总人数的31.5%；研发工作涵盖市场专利的追踪分析、先进技术的前瞻性研究、从事新工艺研发、放大生产、工艺优化、产品质量检测及杂质分析、DMF文件编写、国内外注册认证等多个方面。2020年公司研发投入金额3,530.07万元，占营业收入的比重为8.11%。截至2020年底，公司拥有授权国内发明专利共17项，欧洲发明专利1项。从项目储备来看，公司在研项目较多，且主要在研项目进入中试、小试阶段，为公司后续持续发展提供一定支撑。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告及2021年一季度未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内公司合并范围未发生变化。

资产结构与质量

2020年公司资产规模增长较快，但固定资产、在建工程占比较高，资产流动性一般

2020年末公司资产较上年末增长44.50%，资产结构仍以非流动资产为主。2020年末，非流动资产占总资产比重的54.68%，但流动资产占比有所提升，主要系货币资金和存货的大幅增长所致。2020年10月公司成功发行3.60亿元可转债，货币资金期末余额大幅增加，货币资金不存在使用受限情况。公司应收账款均为应收下游客户的销售款，2020年客户回款明显改善，应收账款大幅下滑，公司应收账款均集中在一年以内。存货主要为原材料、产成品、半成品和在产品，2020年存货规模较上年同期增长39.68%，主要系在多用途、多功能车间生产的新产品比例增加，需要较多的原材料及产成品的库存备货，另外公司主要品种加巴喷丁在2020年处于新工艺的变更报批阶段，使的库存增加，2021年1季度公司销售显著增长，加巴喷丁市场销售逐步恢复，2021年1季度末库存产成品明显下降，但新产品投入生产增加了部分原材料储备及车间在产品，2021年1季度末公司存货基本与年初持平。整体来看，公司存货规模增长较快且规模较大，一定程度占用公司营运资金且存在一定的存货跌价损失风险。

公司固定资产有所减少，主要系计提折旧所致，2020年公司固定资产计提折旧规模5,148.19万元。2020年末尚未办妥权证的固定资产969.58万元，规模较小，产证办理在有序推进中。2020年公司在建工程较上年同期增长169.01%，主要系公司二厂区一期项目的持续投入所致。截至2020年底，公司受限资产账面价值1,421.52万元，系无形资产中的土地所有权抵押融资。

总体来看，公司存货规模较大，一定程度占用公司营运资金且存在一定存货跌价损失风险，固定资产和在建工程占比较高，整体流动性偏弱。

表12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	13,898.50	9.48%	28,040.35	19.11%	3,826.64	3.77%
应收账款	5,995.61	4.09%	1,956.45	1.33%	6,926.73	6.82%
存货	33,941.15	23.14%	33,541.39	22.85%	24,012.69	23.64%
流动资产合计	57,126.52	38.95%	66,519.60	45.32%	38,101.43	37.51%
固定资产	43,561.33	29.70%	44,768.82	30.50%	48,509.86	47.76%
在建工程	38,174.65	26.03%	30,699.21	20.92%	11,412.09	11.24%
非流动资产合计	89,549.00	61.05%	80,247.29	54.68%	63,469.70	62.49%

资产总计	146,675.51	100.00%	146,766.89	100.00%	101,571.14	100.00%
------	------------	---------	------------	---------	------------	---------

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入和利润规模小幅上升，盈利指标持续提升，但需关注汇率波动对公司利润的影响

2020年公司营业收入较上年同期增长5.41%，主要为新品种的上市及塞来昔布原料药在国内的注册获得批准，并扩大了该产品的国内销售规模。2020年部分新产品如替格瑞洛、维格列汀、利伐沙班、阿戈美拉汀及中间体等品种全球市场专利陆续或即将到期，陆续开始前期销售，毛利率较上年增长5.20个百分点，2020年公司净利润较上年增长45.01%。从盈利指标来看，公司2020年EBITDA利润率及总资产回报率等持续提升，盈利能力提升。2021年一季度公司收入同比增长42.06%，但净利润增长27.53%，净利润增幅低于收入增速，系主要受汇率因素产品新旧更替结构调整的影响，后期需关注汇率波动对公司利润的影响。

图 3 公司收入及利润情况（单位：万元）

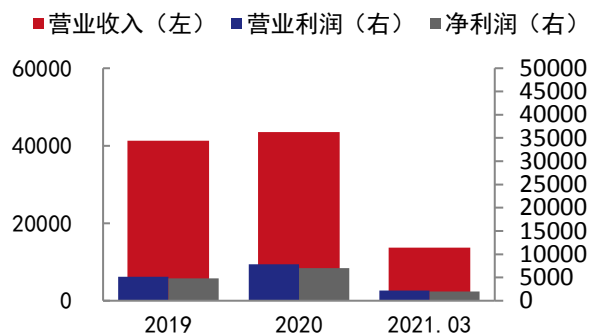
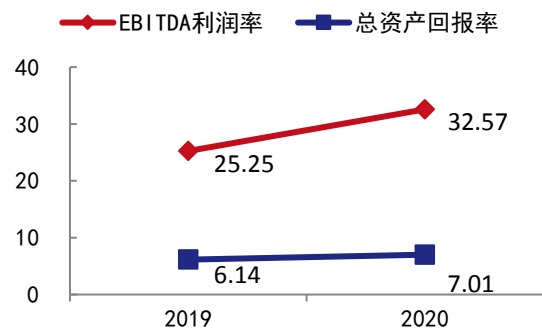


图 4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

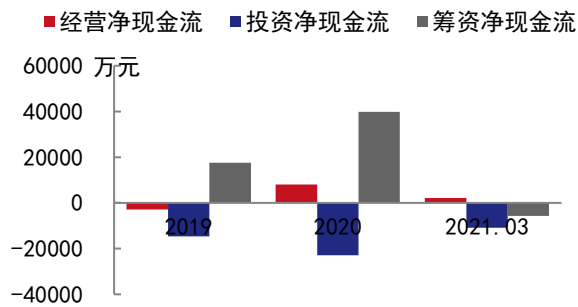
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表

现金流

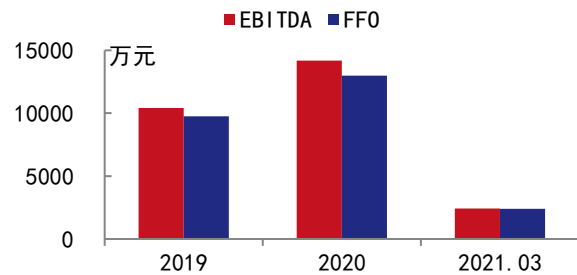
公司经营活动现金流有所改善，投资活动现金净流出规模增加，在建项目尚需一定投入，存在较大资金压力

公司 2020 年经营活动净现金流由负转正，经营现金流有所改善。2020 年公司投资活动净流出规模持续扩大，系为一厂区技改项目及二厂区项目的按计划投入所致，筹资活动现金净流入规模大幅增长，系 2020 年 10 月成功发行可转债募集的资金。

2020 年公司 EBITDA 和 FFO 表现较好，自由现金流持续增长，整体来看，公司现金流表现较好，能够满足公司日常经营营运的资金需求，但公司在建项目规模较大，截至 2020 年末，在建项目尚需投资 42,180.60 万元，考虑到部分资金可使用募集资金，仍存在一定的资金压力。

图 5 公司现金流结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

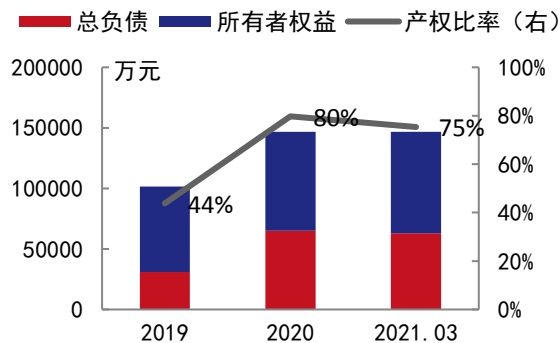
图 6 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

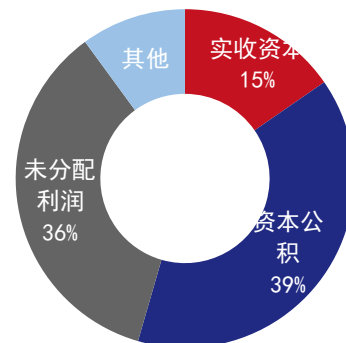
资本结构与偿债能力

公司债务增长较快，面临一定的债务偿还压力

2020 年公司发行可转债后，债务规模上升，产权比率上升，净资产对负债的保障程度有所下滑。

图 7 公司资本结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 8 2021 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2020 年公司负债总额较 2019 年增长 110.46%，主要系短期借款和应付债券的增长。从负债结构来看，2019 年公司负债主要以短期流动负债为主，2020 年 10 月公司成功发行 3.60 亿元的可转债后，非流动负债占比上升，截至 2020 年末，非流动负债占负债总额比重的 60.36%。

表 13 公司主要负债构成情况 (单位: 万元)

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	13,554.24	21.51%	20,937.09	32.15%	8,930.63	28.86%
应付账款	4,814.72	7.64%	3,088.99	4.74%	5,471.20	17.68%

流动负债合计	20,995.02	33.32%	25,810.92	39.64%	18,806.60	60.78%
长期借款	8,900.00	14.12%	6,900.00	10.60%	11,430.00	36.94%
应付债券	30,187.31	47.91%	29,659.94	45.55%	0.00	0.00%
非流动负债合计	42,016.65	66.68%	39,305.89	60.36%	12,133.70	39.22%
负债合计	63,011.67	100.00%	65,116.82	100.00%	30,940.30	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2020 年公司增加短期借款和成功发行可转债后，总债务规模大幅增长，总债务占总负债的比重大幅上升，长期债务占总债务的比重上升，考虑到公司总债务规模的增长，后期面临一定的偿债压力。

图 9 公司债务占负债比重

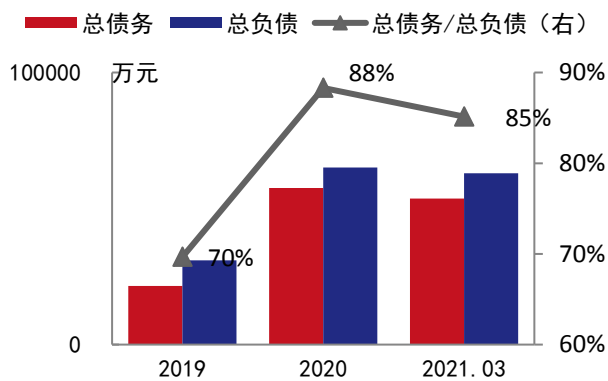
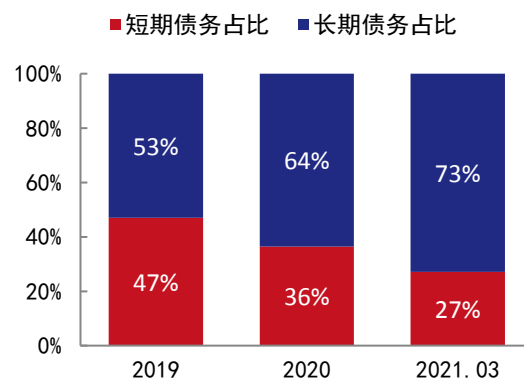


图 10 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

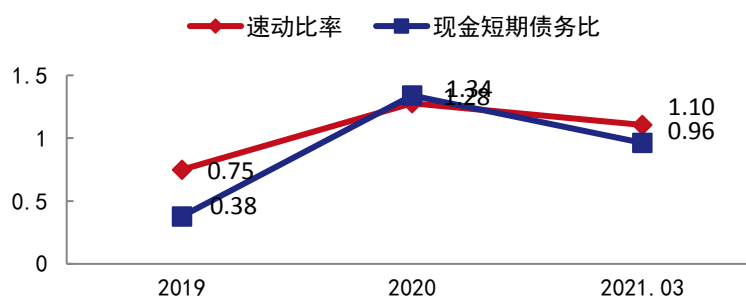
从偿债指标来看，公司资产负债率较上年有所提升，由于公司负债规模较大，公司盈利对债务利息偿付的保障程度降低；EBITDA 利息保障倍数下滑，总债务规模的持续增长使得总资本对总债务的保障能力降低。

表 14 公司杠杆状况指标

项目	2021 年 3 月	2020 年	2019 年
资产负债率	42.96%	44.37%	30.46%
净债务/EBITDA	--	2.14	1.79
EBITDA 利息保障倍数	--	9.57	24.79
总债务/总资本	39.07%	41.32%	23.38%
FFO/净债务	--	42.76%	52.29%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司 2020 年存货及货币资金增长较快，速动比率和现金短期债务比有所上升，速动资产及现金对短期债务的保障程度较好。

图 11 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2021年4月30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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、结论

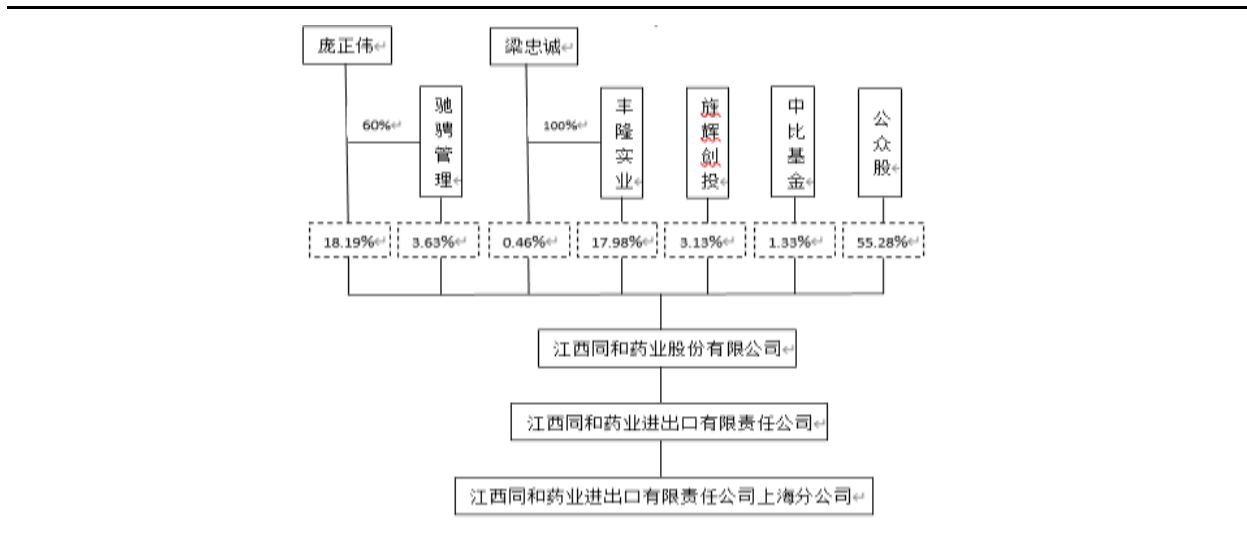
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为A+，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为A+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	13,898.50	28,040.35	3,826.64	3,986.73
存货	33,941.15	33,541.39	24,012.69	15,655.48
流动资产合计	57,126.52	66,519.60	38,101.43	29,232.34
固定资产	43,561.33	44,768.82	48,509.86	30,214.44
在建工程	38,174.65	30,699.21	11,412.09	17,537.51
非流动资产合计	89,549.00	80,247.29	63,469.70	51,129.49
资产总计	146,675.51	146,766.89	101,571.14	80,361.83
短期借款	13,554.24	20,937.09	8,930.63	0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	450.00	2,000.00
流动负债合计	20,995.02	25,810.92	18,806.60	14,287.93
长期借款	8,900.00	6,900.00	11,430.00	0.00
应付债券	30,187.31	29,659.94	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	42,016.65	39,305.89	12,133.70	257.90
负债合计	63,011.67	65,116.82	30,940.30	14,545.84
总债务	53,638.94	57,497.02	21,554.61	3,791.00
归属于母公司的所有者权益	83,663.84	81,650.07	70,630.84	65,816.00
营业收入	13,734.65	43,542.01	41,305.81	26,712.40
净利润	2,013.77	7,005.11	4,830.93	2,453.08
经营活动产生的现金流量净额	2,162.45	8,006.62	-2,827.20	7,493.25
投资活动产生的现金流量净额	-10,919.06	-22,932.53	-14,646.40	-5,170.71
筹资活动产生的现金流量净额	-5,710.96	39,774.78	17,627.13	-1,348.27
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	28.59%	34.94%	29.74%	29.27%
EBITDA 利润率	--	32.57%	25.25%	19.80%
总资产回报率	--	7.01%	6.14%	3.45%
产权比率	75.32%	79.75%	43.81%	22.10%
资产负债率	42.96%	44.37%	30.46%	18.10%
净债务/EBITDA	--	2.14	1.79	0.09
EBITDA 利息保障倍数	--	9.57	24.79	32,547.43
总债务/总资本	39.07%	41.32%	23.38%	5.45%
FFO/净债务	--	42.76%	52.29%	961.63%
速动比率	1.10	1.28	0.75	0.95
现金短期债务比	0.96	1.34	0.38	1.05

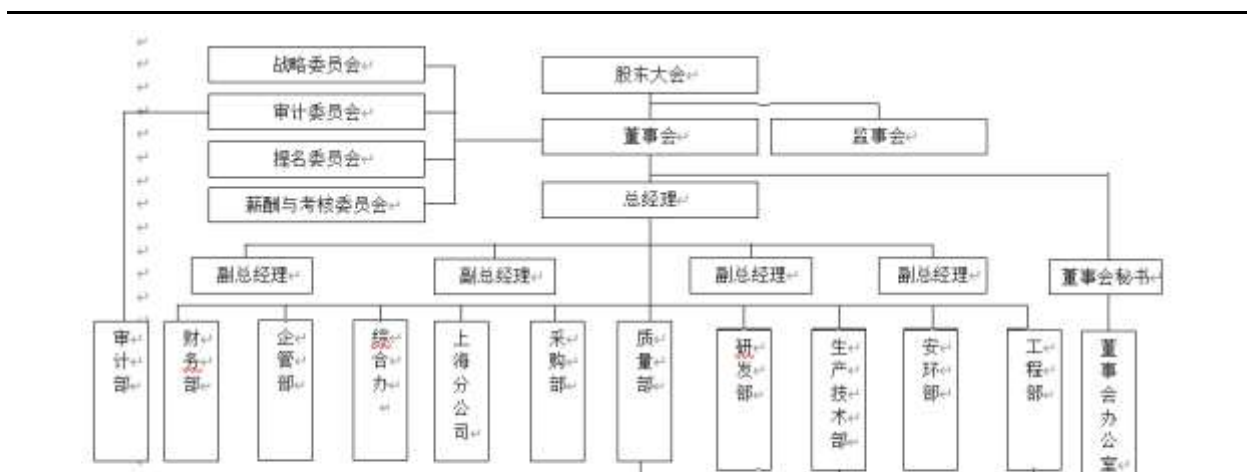
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附录四 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+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+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+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：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。

附录五 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。