

上海雪榕生物科技股份有限公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：刘钊博 zhbliu@ccxi.com.cn

项目组成员：刘逸伦 ylliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 15 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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，不存在因发行人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）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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 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 [2022]跟踪 0600 号

上海雪榕生物科技股份有限公司：

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⁻**，评级展望为稳定；

维持“雪榕转债”的信用等级为 **AA⁻**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月十五日

评级观点：中诚信国际维持上海雪榕生物科技股份有限公司（以下简称“雪榕生物”或“公司”）的主体信用等级为 **AA-**，评级展望为稳定；维持“雪榕转债”的债项信用等级为 **AA-**。中诚信国际肯定了产能规模优势进一步提升、区域布局较为合理及向特定对象发行股票募集资金对现金形成一定补充等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到未来资本支出压力较大、项目投产效益有待观察、盈利与经营获现能力弱化、盈利稳定性有待观察以及食品安全风险等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

概况数据

雪榕生物（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	38.42	45.65	43.40	47.47
所有者权益合计（亿元）	17.40	20.23	16.55	21.04
总负债（亿元）	21.02	25.42	26.86	26.43
总债务（亿元）	15.35	19.81	20.56	21.39
营业总收入（亿元）	19.65	22.02	20.63	5.76
净利润（亿元）	2.09	2.25	-3.48	0.61
EBIT（亿元）	2.87	2.93	-2.76	--
EBITDA（亿元）	5.80	6.24	0.48	--
经营活动净现金流（亿元）	5.87	5.55	2.47	0.36
营业毛利率(%)	21.93	21.84	5.26	20.57
总资产收益率(%)	7.41	6.98	-6.20	--
资产负债率(%)	54.71	55.68	61.88	55.67
总资本化比率(%)	46.86	49.47	55.41	50.41
总债务/EBITDA(X)	2.64	3.17	42.50	--
EBITDA 利息倍数(X)	6.96	7.62	0.53	--

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报整理。

正面

■ **产能规模优势进一步提升，区域布局较为合理。**公司为国内最大食用菌生产企业，2021 年以来随着山东基地金针菇及杏鲍菇项目建成投产，截至 2022 年 3 月末，公司主要产品金针菇、真姬菇、杏鲍菇和香菇产能合计增至 50.12 万吨/年，产能位居全国首位，规模优势明显。且公司于国内布局吉林、山东、广东、四川、贵州、甘肃六大生产基地，并在海外建成泰国生产基地，区域布局较为合理。

■ **向特定对象发行股票募集资金对现金形成一定补充。**2022 年 3 月，公司向特定对象发行股票募集资金净额 3.87 亿元以用于

同行业比较

2021 年（末）部分农林牧渔企业主要指标对比表

公司名称	总资产（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
海大集团	356.49	55.30	859.99	18.11	31.38
雪榕生物	43.40	61.88	20.63	-3.48	2.47

注：“海大集团”为“广东海大集团股份有限公司”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
雪榕转债	AA-	AA-	2021/6/7	5.85	5.84	2020/06/24~2026/06/24	有条件回售条款、到期赎回条款、转股价格向下修正条款

项目建设、偿还银行贷款及补充流动资金，募集资金到账对公司资金形成一定补充。

关注

■ **未来资本支出压力较大，项目投产效益有待观察。**根据公司公告，公司未来计划在湖北汉川与安徽和县投资新建生产基地，项目建设总投资合计 17.12 亿元，向特定对象发行股票募集资金额与总投资额相差较大，使其面临较大资本支出压力，且当前食用菌行业产能迅速扩张、市场竞争激烈，需对公司上述项目资金匹配、建设进度、产能消化及投产收益情况保持关注。

■ **盈利与经营获现能力弱化，盈利稳定性有待观察。**2021 年公司主要原材料采购价格上涨明显，叠加食用菌行业竞争激烈、下游需求疲软等因素导致主要产品价格持续下行，全年利润总额与经营活动净现金流下滑明显，未来盈利稳定性有待观察。

■ **食品安全风险。**公司产品属于食用性农产品，对新鲜度、绿色、安全有要求，需对运输和销售流通环节存在的相对较大的食品安全风险保持关注。

评级展望

中诚信国际认为，上海雪榕生物科技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。

■ **可能触发评级下调因素。**食用菌价格超预期下行、经营性盈利能力持续下滑、现金流状况严重恶化导致流动性压力；发生重大食品安全事故等。

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

“雪榕转债”于2020年6月24日发行，发行规模为5.85亿元，期限为6年期，转股期限为2021年1月4日~2026年6月23日，募集资金用于投资山东雪榕生物科技有限公司工厂化杏鲍菇项目¹、山东德州日产101.60吨金针菇工厂化生产车间项目（第三期）以及补充流动资金。截至2022年3月末，已使用资金5.75亿元（含理财收入）。

表 1：本次跟踪债项募集资金使用情况（亿元）

债项名称	使用用途	发行金额	已使用金额
雪榕转债	项目建设、补充流动资金	5.85	5.75

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022年一季度GDP同比增长4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数3月同比增速再度转负。从需求端来看，

政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下PPI同比延续回落。

宏观风险：2022年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔12年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022年政府工作报告提出的5.5%增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加

¹ 由于原拟投入的泰国食用菌工厂化生产车间建设项目前期已通过当地低息银行贷款完成了大量投入，公司决定将该募投项目变更为“山东雪榕生物科技有限公司工厂化杏鲍菇项目”；“山东雪榕科技有限公司工厂化杏鲍菇项目”于2021年11月结束试生产并正式投产，“山东德州

日产101.6吨金针菇工厂化生产车间项目（第三期）”于2021年7月结束试生产并正式投产。

凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

我国食用菌产量保持增长态势，但工厂化生产率处于很低水平，未来工厂化种植模式具有较大发展空间，具有规模优势的龙头企业能够在市场竞争加速淘汰落后产能的过程中受益

我国食用菌消费主要集中在家庭和餐饮等消费终端。家庭消费的稳定增长已成为拉动食用菌产业持续发展的重要动力，随着中国城乡居民收入及消费水平的不断提高，食用菌需求量将进一步提升。2019~2020年我国居民人均蔬菜及食用菌消费量为98.61千克和98.81千克。同时，我国为近年来世界食用菌产量增长最快的国家，2020年总产量同比提升3.2%至4,061万吨，首次突破4,000万吨；

全年总产值同比增长10%至3,466亿元；目前我国食用菌生产区域差异性仍比较明显，其中食用菌年产量达到200万吨的共有8个省份，分别是河南省、福建省、山东省、黑龙江省、河北省、吉林省、江苏省、四川省，上述省份产量合计占全国总产量的67.71%。虽然近年来我国食用菌产量快速增长，但受工厂化种植方式栽培食用菌起步较晚影响，我国食用菌产业仍以农户栽培为主，工厂化产量同日本、韩国及欧美等发达国家相比仍处于很低水平，2020年工厂化产量占全国总产量的比重仅为9.7%。具体来看，传统农户的生产规模较小，且产品供应季节性较强，尤其是高温季节生产难度较高，产品产量和质量参差不齐，市场竞争力较低。工厂化种植属于高技术含量、高效率运作、集约型的生产方式，能够提高资源有效利用率，其产出的食用菌按照质量、标准规定严格的筛选分级，形成统一规格，具有明显的成本及产量优势。

随着食用菌消费需求的增加，对食用菌的产品质量也提出更高的要求，传统栽培方式难于满足市场对食用菌产量和品质的需求，加之受高利润率的驱动以及国家与地方惠农政策的影响，近年来大量资金进入食用菌工厂化栽培领域，造成各厂家加速扩张产能，规模效益导致行业龙头企业与中小型食用菌生产企业在技术、成本、市场拓展能力等方面的差距不断扩大，拥有技术优势、规模优势、品牌优势的大型工厂逐步提升市场占有率，实现产业整合，行业集中度在不断提高，具有规模优势的龙头企业能够在市场竞争加速淘汰落后产能的过程中受益。由于食用菌工厂化生产能够通过标准规范食用菌生产、产品质量和稳定性，通过科技创新和人才培养提高食用菌产业技术的整体水平，优化食用菌品种结构并增强品牌效应，相比传统农户栽培具有较大竞争优势，未来食用菌工厂化拥有较大发展空间。

食用菌品种方面，目前我国已发现的食用菌超过900种，已人工栽培的种类有70~80种，形成商品约50种。根据中国食用菌协会统计，实现规模化

生产的四大菌种有金针菇、杏鲍菇、双孢蘑菇及真姬菇（包括蟹味菇、白玉菇和海鲜菇），而我国产量最大的香菇、平菇、黑木耳等尚未获得成熟的工厂化生产技术。以金针菇为例，受益于较大的市场需求且相对简单的人工栽培技术，金针菇成为了最早进行工厂化种植的食用菌，也是工厂化生产技术最成熟的种类，根据中国食用菌协会工厂化专业委员会数据，目前全国前 15 家金针菇工厂化企业占据约 78% 的全行业生产产能，仍有一定提升空间。

公司产权结构稳定，法人治理结构与内部控制管理体系较为健全，但 2021 年以来人事变动较为频繁，需关注其对公司战略规划、重大事项决策及经营稳定性的影响

随着 2021 年 1 月公司发行的“雪榕转债”进入转股期²以及 2022 年 3 月公司向特定对象发行股票³（以下简称“定向增发”），截至 2022 年 3 月末，公司总股本由 2021 年初的 4.42 亿元增至 5.08 亿元。受上述因素影响，截至 2022 年 3 月末，公司控股股东杨勇萍及其一致行动人浙江银万斯特投资管理有限公司-银万华奕 1 号私募证券投资基金（以下简称“银万华奕 1 号”）持股比例被动稀释至 25.35%；同期末，公司主要股东无股权质押，实际控制人仍为自然人杨勇萍、张帆（二人系配偶关系）。

公司根据《中华人民共和国公司法》等相关法律法规和《公司章程》的规定设立了股东会、董事会、监事会及经营管理层，并结合公司实际情况，不断完善法人治理结构，建立健全公司内部管理和控制制度，法人治理结构与内部控制体系较为健全。资金归集方面，公司不对下属企业的资金进行日常归集。

人事变动方面，2021 年 3 月 17 日，时任公司董事陆勇因工作调整，拟担任公司副总经理，申请

辞去公司第四届监事会主席、监事职务；同日，经公司监事会、股东大会选举金海英为公司监事。2021 年 7 月 20 日，时任公司董事、总经理、董事会战略委员会委员、董事会提名委员会委员诸焕诚因个人原因辞职，辞职后不在公司担任任何职务；同日，公司召开董事会，聘任陈雄为公司总经理，陈雄因此辞去公司副总经理职务。2021 年 8 月 13 日，经公司临时股东大会审议通过，选举陈新为公司董事。2021 年 11 月 17 日，为专注于辅助董事长开展投融资及探索公司未来发展新业务，陈雄辞去公司总经理职务，辞职后继续担任公司董事、财务总监、审计委员会委员等职务；同日，公司召开董事会聘任陈新为公司总经理，陈新因此辞去公司副总经理职务。2022 年 4 月 12 日，时任公司董事郭伟因个人原因辞职，辞职后继续担任公司副总经理等职务；同日，公司召开董事会聘任时任公司董事长杨勇萍为公司总经理，陈新为公司副总经理，因此陈新辞去公司总经理职务。2021 年 4 月 26 日，时任公司董事、财务总监及董事会审计委员会委员陈雄因个人原因辞职，辞职后不在公司担任任何职务。**中诚信国际**认为，2021 年以来公司人事变动频繁，且涉及多位董事、监事及高级管理人员职位调整，需关注其对公司战略规划、重大事项决策以及经营稳定性的影响。

2021 年以来产能规模优势持续提升，生产区域布局较为合理，但公司后续仍有较大产能扩建计划，项目资金匹配、建设进度、产能消化及投产收益情况有待观察

2021 年以来，随着公司“山东德州日产 101.6 吨金针菇工厂化生产车间项目（第三期）”和“山东雪榕生物科技有限公司工厂化杏鲍菇项目”顺利建成投产，截至 2022 年 3 月末，公司主要产品金针菇、真姬菇、杏鲍菇和香菇产能合计增至 50.12 万吨/年，食用菌产能位居全国首位，其中金针菇产

² 截至 2022 年 3 月末，公司最新有效转股价格为 11.03 元/股，剩余可转债为 5,840,069 张，剩余票面总金额为 5.8401 亿元，未转股比例 99.83%。

³ 2022 年 3 月 4 日，公司向 11 名特定对象发行人民币普通股（A 股）65,676,567 股，募集资金净额 3.87 亿元（其中增加股本 0.66 亿元，增加

资本公积 3.22 亿元），募集资金用途为安徽雪榕食用菌产业园项目（拟投入募集资金 2.68 亿元）、偿还银行贷款及补充流动资金（拟投入募集资金金额 1.19 亿元）。

能位居全国首位，真姬菇产能全国排名第二。公司已完成吉林长春、山东德州、广东惠州、四川都江堰、贵州毕节和甘肃临洮六大生产基地战略布局⁴，并在海外建成泰国生产基地⁵，生产区域布局较为合理。随着山东基地产能的逐步释放，2021年以来公司主要产品产量均同比有所上升，且产能利用率仍保持较高水平，但香菇由于生产工艺尚不成熟，每年实行小批量生产，产能释放率偏低。

表 2：公司主要产品产能及产量情况（万吨/年、万吨、%）

		2019	2020	2021	2022.1~3
金针菇	产能	34.56	34.92	35.76	37.80
	产量	29.81	30.09	31.10	7.57
	产能利用率	86.26	86.17	86.97	80.10
真姬菇	产能	4.14	5.85	5.94	5.76
	产量	3.84	5.87	6.07	1.56
	产能利用率	92.75	100.34	102.12	108.57
杏鲍菇	产能	2.16	3.15	4.14	5.84
	产量	1.79	2.86	3.74	1.20
	产能利用率	82.87	90.79	90.34	82.19
香菇	产能	0.72	0.72	0.72	0.72

	产量	0.28	0.27	0.41	0.05
	产能利用率	38.89	37.50	56.68	27.23

注：2022年一季度产能数据已经年化，上述产能含公司泰国基地产能。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

根据公司公告，公司计划通过湖北汉川华中生产基地及安徽和县华东生产基地建设进一步实现产能扩张和产能转移，上述项目计划投资总额 17.12 亿元⁶，目前均已取得土地证，若顺利建成投产，将有利于公司扩大生产规模，进一步优化全国产能布局，巩固行业地位，但中诚信国际也关注到，公司通过定向增发募集资金净额 3.87 亿元，与湖北及安徽项目总投资额相差较大，未来面临较大资本支出压力。此外，考虑到项目建设期限较长且投资金额较大，加之当前食用菌行业产能迅速扩张、市场竞争激烈，短期内可能存在供需失衡及产能过剩风险，需对公司上述项目资金匹配、建设进度、产能消化及投产收益情况保持关注。

表 3：截至 2022 年 3 月末公司主要在建项目情况（吨、万元）

项目名称	日产能	预计总投资	计划达产年份	建设进度(%)	2022 年 4~12 月 预计投资	2023 年 预计投资	资金来源
山东雪榕生物科技有限公司工厂化杏鲍菇项目	110	31,966.31	2022 年	70	3,928.71	967.54	自筹、借款和可转债募集资金
甘肃雪榕食用菌精准扶贫产业园项目二期建设工程	70	19,859.46	2023 年	50	--	--	自筹、借款

注：“山东雪榕生物科技有限公司工厂化杏鲍菇项目”已部分建成投产，公司将视市场情况安排后续项目建设进度。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年公司主要原材料采购价格上涨明显，叠加食用菌行业竞争激烈、下游需求疲软等因素导致产品价格持续下行

公司所需生产性原材料大多为米糠、玉米芯、麸皮、棉籽壳和啤酒糟等农业下脚料，2021 年原材料成本占食用菌生产成本的 36.08%。公司实行集团统一采购模式，其供应商分布广、数量多的特性使得公司不存在对单一供应商的依赖性，2021 年公司

前五名供应商采购额占年度采购总额的比例为 14.70%，采购来源较为分散。2021 年以来，由于基础农产品供应持续偏紧，主要饲料厂商采购需求仍然旺盛，推动玉米、豆粕等主要农产品价格波动上涨，加之玉米芯下游糠醛、木糖醇等产业景气度较高，收购价格抬升，上述因素推动公司主要原材料采购价格持续攀升，使其面临严峻的成本压力。

⁴ 为支持上海市奉贤区生物科技园区整体转型升级，同时考虑上海地区运营成本较高，公司已关停上海工厂，并通过筹建安徽和县生产基地实现华东地区产能转移。基于上述考虑，公司与上海聚惠生物医药产业开发有限公司（以下简称“聚惠生物”）签署股权转让协议书，转让其持有的上海高榕生物科技有限公司（以下简称“高榕生物”）100% 股权，转让价款为 7,800 万元。截至 2021 年末，高榕生物已完成停工停产及员工遣散等相关工作，并与聚惠生物完成资产交接，预计转让价款将于

2022 年上半年全部到位。

⁵ 泰国基地于 2020 年投产，设计金针菇日产能 100 吨。

⁶ 根据公司披露的《上海雪榕生物科技股份有限公司 2020 年度创业板向特定对象发行股票募集说明书(注册稿)》，安徽雪榕食用菌产业园项目投资总额 8.30 亿元，湖北雪榕食用菌产业园项目投资总额 8.82 亿元，上述项目建设完成预计增加金针菇日产能 240 吨和杏鲍菇日产能 220.11 吨。

表 4: 公司主要原材料采购情况 (元/公斤、万元)

年度	原材料	平均单价	采购金额
2019	米糠	2.04	13,500.17
	玉米芯	0.93	11,271.73
	麸皮	1.64	6,731.17
	啤酒糟	2.83	3,363.59
	大豆皮	1.77	1,958.02
2020	米糠	2.24	13,264.43
	玉米芯	0.86	9,034.60
	麸皮	1.83	8,589.06
	啤酒糟	2.75	2,632.27
	大豆皮	1.79	1,856.72
2021	米糠	2.82	17,830.75
	玉米芯	1.09	13,364.26
	麸皮	2.24	11,240.77
	啤酒糟	2.94	3,409.05
	大豆皮	2.35	2,636.88
2022.1~3	米糠	3.02	4,428.51
	玉米芯	1.20	3,323.44
	麸皮	2.37	3,042.13
	啤酒糟	3.17	616.42
	大豆皮	2.37	561.98

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

跟踪期内, 公司仍主要通过经销商进行产品销售, 同时兼顾商超系统、连锁餐饮系统、生鲜到家平台等直销渠道, 2021 年收入占公司销售收入比重达 94.34%。依托广泛的产能布局, 公司相应规划六个销售大区, 建立了全国性销售网络, 并通过协助经销商进行市场营销、开发客户及收集市场信息的销售模式保持客户粘度。

表 5: 近年来公司主要产品分渠道销售情况 (万元)

渠道收入	2019	2020	2021	2022.1~3
直营模式	8,488.46	11,680.75	11,722.59	4,093.92
经销模式	186,105.12	205,154.46	190,974.84	52,040.48
合计	194,593.58	216,835.21	202,697.43	56,134.40

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

公司主要食用菌产品价格除受供求关系影响以外, 气候、自然灾害、宏观及区域经济等多方面因素也会带来联动影响。2021 年以来, 随着国内主要食用菌厂商持续进行产能扩张, 行业竞争趋于激烈, 叠加新冠疫情反复对下游餐饮行业的不利影响, 食用菌下游需求较为疲软且短期内存在供需失衡。此外, 由于泰国当地食用菌主要消费人群为旅游人口, 在新冠疫情疫情影响下, 旅游人口大幅下降亦对公司泰国项目的产品销售产生较大不利影响。上

述因素导致公司 2021 年主要产品销售均价均同比下降。2022 年一季度, 随着食用菌行业的整体回暖, 公司主要产品销售价格亦有所恢复。受益于山东基地项目产能的逐步释放及较强的市场开发能力, 2021 年以来公司主要产品销量上升, 产销率亦保持很高水平。

表 6: 公司主要产品销量及售价情况 (万吨、元/公斤、%)

		2019	2020	2021	2022.1~3
金针菇	销售量	29.78	29.95	31.19	7.67
	产销率	99.90	99.53	100.30	101.38
	销售均价	5.17	5.43	4.60	5.19
真姬菇	销售量	3.79	5.82	6.09	1.58
	产销率	98.70	99.15	100.33	101.67
	销售均价	7.69	6.42	6.09	6.73
杏鲍菇	销售量	1.79	2.84	3.71	1.20
	产销率	100.00	99.30	99.16	100.61
	销售均价	5.10	5.16	4.63	4.06
香菇	销售量	0.28	0.27	0.28	0.04
	产销率	100.00	100.00	99.95	95.17
	销售均价	8.52	7.40	7.12	8.08

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

此外, 公司产品属于食用性农产品, 对新鲜度、健康、安全有高要求, 在运输和销售流通环节存在相对较大的食品安全风险。2021 年以来公司未发生重大食品安全事故, 但若出现食品安全负面事件, 将会降低其产品在市场上的影响力及认可度, 且由于食用菌销售额占公司总销售额 95% 以上, 将进而影响其整体收入及运营, 中诚信国际将对公司面临可能发生的食品安全风险保持关注。

财务分析

以下分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表, 各期数据均为财务报表期末数。中诚信国际在分析时将公司计入长期应付款的有息债务调至长期债务。

2021 年原材料成本上涨及产品销售价格下行压缩毛利空间, 资产减值损失对利润形成侵蚀, 公司利润总额发生亏损, 盈利能力弱化; 2022 年一季度随着食用菌行业逐步回暖, 公司盈利水平有所回升,

未来其盈利稳定性有待持续关注

2021年，公司生产所需米糠、玉米芯等主要农业原材料价格持续上升，叠加食用菌行业竞争激烈、下游需求疲软及泰国疫情对当地销售的不利影响等，公司营业总收入同比下滑6.33%，主要产品毛利空间严重压缩，部分产品出现收入与成本倒挂，毛利率显著下滑。2022年一季度，公司营业总收入同比保持相对稳定。随着食用菌行业逐步回暖，部分产品价格上升及原材料减值结转等带动营业毛利率明显恢复。

表7：近年来公司主要产品收入及毛利率情况（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
金针菇	15.39	16.26	14.35	3.98
真姬菇	2.92	3.73	3.71	1.06
杏鲍菇	0.91	1.46	1.72	0.49
香菇	0.24	0.20	0.20	0.03
其他	0.19	0.37	0.65	0.20
营业总收入	19.65	22.02	20.63	5.76
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
金针菇	27.10	28.58	8.08	18.24
真姬菇	0.64	-0.08	6.42	29.84
杏鲍菇	4.93	6.87	-21.61	-5.15
香菇	-39.07	-56.80	-28.36	58.58
营业毛利率	21.93	21.84	5.26	20.57

注：合计数因四舍五入存在尾数差异；其他收入主要为销售培养基、材料及租赁等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021年公司期间费用有所下降，仍以管理费用为主。其中，跨区域调货导致转仓成本增加使得销售费用小幅上升；由于全年业绩奖金减少及第二期股权激励业绩条件未达标冲回费用使得管理费用同比下降；利息支出增加及汇兑损失等使得财务费用小幅增加。同期公司期间费用率基本保持稳定，费用控制能力尚可。

2021年公司营业毛利率大幅下滑导致经营性业务利润亏损1.41亿元，加之当年对存在减值迹象的存货、固定资产、在建工程、无形资产、使用权资产等进行减值测试，合计计提资产减值损失1.94亿元⁷对利润形成较大侵蚀。综合以上因素，2021年公司净亏损3.48亿元，EBITDA利润率、总资产收

⁷ 包含存货跌价损失及合同履行成本减值损失0.57亿元、固定资产减值损失0.95亿元、在建工程减值损失0.24亿元及无形资产减值损失-

益率亦出现较大程度下滑，盈利能力显著弱化。2022年一季度，产品价格回升令公司经营性业务利润实现扭亏，但当期净利润仍同比下滑36.99%。

中诚信国际认为，2021年在多重因素影响下，公司面临上游原材料采购成本上升与下游产品销售价格下降的双重压力，加之资产减值损失导致亏损；2022年一季度随着食用菌行业逐步回暖，公司盈利水平有所恢复。但未来在基础农产品价格上涨、食用菌行业产能扩张、新冠疫情对餐饮业影响持续等背景下，仍需关注上下游价格变化及食用菌行业景气度对公司盈利稳定性的影响。

表8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	0.22	0.20	0.23	0.05
管理费用	1.16	1.68	1.46	0.34
财务费用	0.74	0.64	0.77	0.23
期间费用合计	2.13	2.52	2.46	0.62
期间费用率	10.82	11.43	11.92	10.72
经营性业务利润	2.11	2.42	-1.41	0.58
资产减值损失	0.06	0.12	1.94	0.01
营业外损益	0.03	-0.12	-0.09	-0.002
利润总额	2.08	2.22	-3.53	0.57
净利润	2.09	2.25	-3.48	0.61
EBITDA 利润率	29.54	28.35	2.35	--
总资产收益率	7.41	6.98	-6.20	--

注：将“研发费用”计入“管理费用”；将“信用减值损失”计入“资产减值损失”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内公司总资产规模有所波动，债务融资力度持续增加；2022年一季度公司完成定向增发，财务杠杆比率有所压降

2021年以来，公司总资产规模随项目建设资金投入、资产减值与折旧摊销计提、定向增发募集资金等呈现波动态势，结构上仍以非流动资产为主，截至2022年3月末非流动资产占总资产比重为72.29%。具体来看，固定资产主要为公司各生产基地的厂房与设备，随山东基地新建项目顺利投产并部分转固、计提减值与折旧而有所波动。无形资产主要为土地使用权，2021年公司取得湖北汉川华中生产基地及安徽和县华东生产基地土地证，年末无0.27亿元等。

形资产有所增加。流动资产方面，2021 年公司持续进行项目建设投入令年末货币资金有所下降；2022 年一季度公司完成定向增发，3 月末货币资金有所回升，其中 0.12 亿元作为票据和信用证保证金受限，受限比例较低。存货主要为原材料和在产品，2021 年以来保持相对稳定。

2021 年以来公司总负债有所波动，主要由有息债务、应付原材料采购款为主的应付账款和工程设备款为主的其他应付款构成。具体来看，为满足项目建设及新基地投运后的营运资金需求，2021 年以来公司债务融资规模持续扩张。债务期限结构方面，截至 2022 年 3 月末短期债务占总债务比重为 43.70%，债务结构相对合理，与公司以非流动资产为主的资产结构较为匹配。应付账款、其他应付款随原材料采购与工程设备款项结算有所波动。

2021 年公司经营亏损导致年末所有者权益同比下降；2022 年一季度公司完成定向增发，加之当期行业景气度回暖产生一定利润积累，3 月末所有者权益有所回升，资产负债率及总资本化比率分别为 55.67% 和 50.41%，财务杠杆比率有所压降。分红方面，2020 年度公司对股东实行现金分红 0.52 亿元，鉴于 2021 年度发生亏损，公司计划 2021 年度不派发现金红利。

表 9：近年来公司主要资产、负债和资本结构情况
(亿元、%)

	2019	2020	2021	2022.3
固定资产	24.70	26.78	27.73	26.73
无形资产	2.63	2.57	3.28	3.26
货币资金	2.88	7.60	3.41	7.17
存货	3.31	3.83	3.84	4.36
总资产	38.42	45.65	43.40	47.47
应付账款	1.94	1.61	2.14	1.65
其他应付款	2.45	2.50	2.99	2.38
总负债	21.02	25.42	26.86	26.43
短期债务	7.72	8.84	10.27	9.35
总债务	15.35	19.81	20.56	21.39
股本	4.29	4.42	4.42	5.08
资本公积	4.15	4.84	4.72	7.96
未分配利润	8.26	9.92	6.32	6.90
所有者权益合计	17.40	20.23	16.55	21.04
资产负债率	54.71	55.68	61.88	55.67
总资本化比率	46.86	49.47	55.41	50.41

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年公司经营活动净现金流同比下滑，项目建设投入使得投资活动现金保持净流出，盈利与获现能力弱化导致相关偿债指标出现不同程度恶化；2022 年一季度定向增发募集资金对现金流形成一定补充

跟踪期内，公司仍保持较好的收现比，但产品价格下降、采购付款增加等导致 2021 年经营活动净现金流同比下滑，经营获现能力有所弱化。受项目建设持续投入、机器设备购置等影响，投资活动现金净流出规模进一步扩大。2021 年公司债务融资净增加规模较小，加之偿还利息及分配上年现金股利等导致筹资活动现金流转为净流出状态。2022 年一季度，公司仍保持一定投资规模，但当期定向增发资金到账对总体现现金流形成一定补充，筹资活动现金流净流入 4.35 亿元。

2021 年公司盈利与经营获现能力均出现较大程度弱化，加之债务融资规模上升，EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息覆盖能力均有所下降，相关偿债指标不同程度恶化。2022 年受益于定向增发资金到账，3 月末公司账面货币等价物对短期债务覆盖倍数增至 0.77 倍，能够对短期债务偿还提供一定保障。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元、X)

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	5.87	5.55	2.47	0.36
投资活动净现金流	-2.39	-5.24	-5.97	-1.03
筹资活动净现金流	-4.31	4.62	-0.68	4.35
EBITDA 利息保障倍数	6.96	7.62	0.53	--
总债务/EBITDA	2.64	3.17	42.50	--
经营活动净现金流/利息支出	7.03	6.78	2.70	--
经营活动净现金流/总债务	0.38	0.28	0.12	0.07*
货币等价物/短期债务	0.37	0.86	0.33	0.77

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

股权融资渠道畅通，具备一定的备用流动性，能够对整体偿债能力提供支持，受限资产比例较高，无对外担保及重大未决诉讼仲裁

截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行综合授信额度 29.65 亿元，其中未使用额度为 16.55 亿元，具有一定的备用流动性；同时，公司系深圳证券交

易所创业板上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，具有一定财务弹性。

截至 2022 年 3 月末，公司受限资产合计为 8.12 亿元，占同期末总资产的比重为 17.11%，受限比例较高，包括固定资产 6.03 亿元、无形资产 1.52 亿元、货币资金 0.12 亿元和长期股权投资 0.45 亿元。

或有事项方面，截至 2022 年 3 月末，公司无对外担保及重大未决诉讼。

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 2022 年 5 月 6 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本评级报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司控股股东为自然人，对公司支持意愿很强；协调当地政府和金融机构等资源的能力相对有限

公司控股股东为自然人杨勇萍，实际控制人为自然人杨勇萍、张帆。由于公司为控股股东及实际控制人的主要资产，其对公司支持意愿很强，利用自有资金为公司提供无息借款等流动性保障⁸。但杨勇萍、张帆作为自然人，协调当地政府和金融机构等资源的能力较弱，对公司支持能力相对有限。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持上海雪榕生物科技股份有限公司的主体信用等级为 **AA⁻**，评级展望为稳定；维持“雪榕转债”的债项信用等级为 **AA⁻**

⁸ 2021 年 2 月，公司董事会审议通过《关于控股股东向公司提供无息借款的议案》，杨勇萍计划向公司及其控股子公司提供总金额不超过 1.50 亿元的无息借款用于补充流动资金，公司可根据流动资金需要分

批借款，并可在规定的期限及额度内使用以上借款；截至 2022 年 3 月末，上述议案已到期尚未接续。

附一：上海雪榕生物科技股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）

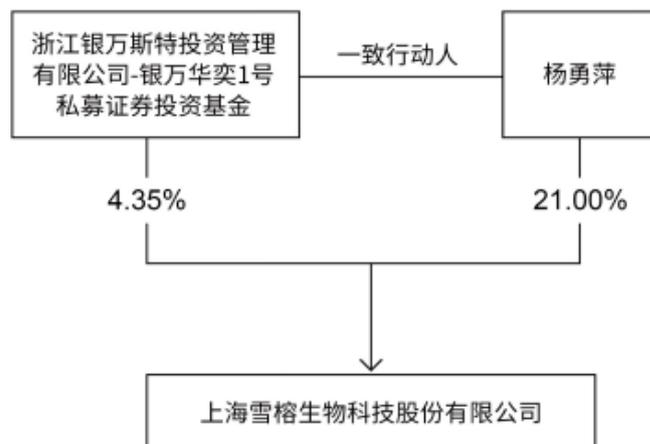
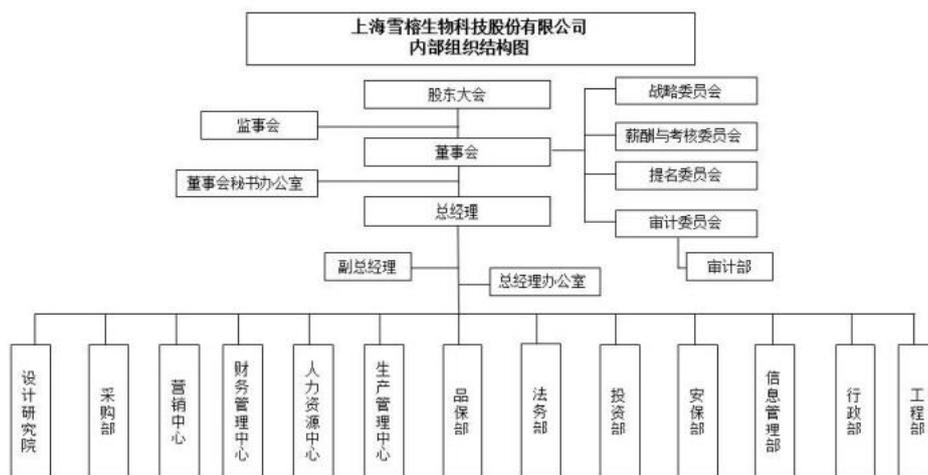


表 11：截至 2022 年 3 月末公司主要子公司

全称	持股比例(%)
长春高榕生物科技有限公司	100
山东雪榕生物科技有限公司	100
广东雪榕生物科技有限公司	100
大方雪榕生物科技有限公司	64
威宁雪榕生物科技有限公司	100
雪榕生物科技（泰国）有限公司	60
成都雪国高榕生物科技有限公司	100
山东雪榕之花食用菌有限公司	100



资料来源：公司提供

附二：上海雪榕生物科技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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	28,799.77	75,989.19	34,076.88	71,713.36
应收账款净额	1,749.73	2,379.19	2,885.65	3,624.35
其他应收款	2,843.92	2,751.28	1,888.58	2,059.79
存货净额	33,127.27	38,264.60	38,408.46	43,557.89
长期投资	-	1,349.24	3,261.07	3,248.28
固定资产	246,971.55	267,846.41	277,308.01	267,304.01
在建工程	22,191.13	12,205.83	15,174.09	14,005.45
无形资产	26,307.62	25,657.74	32,838.26	32,641.56
总资产	384,185.02	456,461.25	434,012.89	474,715.24
其他应付款	24,453.65	25,031.88	29,886.11	23,761.66
短期债务	77,229.29	88,406.52	102,678.48	93,487.85
长期债务	76,224.03	109,648.66	102,906.45	120,436.69
总债务	153,453.32	198,055.18	205,584.93	213,924.53
净债务	124,653.55	122,065.99	171,508.04	142,211.18
总负债	210,199.43	254,179.77	268,558.21	264,270.10
费用化利息支出	7,868.40	7,165.81	7,710.87	--
资本化利息支出	476.65	1,030.71	1,416.27	--
所有者权益合计	173,985.59	202,281.48	165,454.69	210,445.14
营业总收入	196,457.47	220,218.59	206,282.88	57,591.60
经营性业务利润	21,080.02	24,215.97	-14,128.99	5,786.14
投资收益	52.12	401.11	100.77	-12.79
净利润	20,901.93	22,505.19	-34,846.76	6,052.70
EBIT	28,675.01	29,347.26	-27,585.36	--
EBITDA	58,041.17	62,431.53	4,837.70	--
经营活动产生现金净流量	58,692.84	55,546.58	24,674.85	3,620.73
投资活动产生现金净流量	-23,900.69	-52,357.94	-59,738.49	-10,266.01
筹资活动产生现金净流量	-43,145.78	46,190.41	-6,849.76	43,511.99
资本支出	31,237.60	48,278.62	63,987.42	10,457.24
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	21.93	21.84	5.26	20.57
期间费用率(%)	10.82	11.43	11.92	10.72
EBITDA 利润率(%)	29.54	28.35	2.35	--
总资产收益率(%)	7.41	6.98	-6.20	--
净资产收益率(%)	12.63	11.96	-18.95	12.88*
流动比率(X)	0.54	0.89	0.54	0.95
速动比率(X)	0.29	0.61	0.31	0.63
存货周转率(X)	4.94	4.82	5.10	4.46*
应收账款周转率(X)	119.04	106.67	78.36	70.77*
资产负债率(%)	54.71	55.68	61.88	55.67
总资本化比率(%)	46.86	49.47	55.41	50.41
短期债务/总债务(%)	50.33	44.64	49.94	43.70
经营活动净现金流/总债务(X)	0.38	0.28	0.12	0.07*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.76	0.63	0.24	0.15*
经营活动净现金流/利息支出(X)	7.03	6.78	2.70	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	29.49	22.20	7.01	--
总债务/EBITDA(X)	2.64	3.17	42.50	--
EBITDA/短期债务(X)	0.75	0.71	0.05	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.96	7.62	0.53	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.44	3.58	-3.02	--

注：1、2022 年一季报未经审计；2、带*指标已经年化处理；3、中诚信国际分析时，将“研发费用”计入“管理费用”，将“信用减值损失”计入“资产减值损失”，将“长期应付款”中的有息债务调整至“长期债务”。

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/交易性金融资产+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。