



2021年海南普利制药股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2022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.

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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2021年海南普利制药股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
普利转债	AA-	AA-

评级观点

- 中证鹏元维持海南普利制药股份有限公司（以下简称“普利制药”或“公司”，股票代码 300630.SZ）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“普利转债”的信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：公司药品种类较为丰富，主要药品入选国家医保目录，产品管线进一步丰富；2021 年公司营业收入持续增长；同时中证鹏元也关注到，公司药品价格仍面临较大的下降压力；公司在注册项目较多，需关注药品研发风险；应收账款规模较大且增长较快，存在一定的坏账风险；期间费用对利润形成一定侵蚀；公司总债务规模增长较快，债务偿付压力上升等风险因素。

未来展望

- 公司主要药品入选国家医保目录，营业收入增长较快，业务持续性相对有保障，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。

评级日期

2022年6月17日

联系方式

项目负责人：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：何馨逸
hexy@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	2022.3	2021	2020	2019
总资产	49.39	46.62	30.56	17.20
归母所有者权益	27.10	25.42	20.39	11.46
总债务	18.11	14.87	4.76	3.18
营业收入	3.68	15.09	11.89	9.50
EBITDA 利息保障倍数	--	10.05	36.32	90.89
净利润	1.62	4.17	4.07	3.01
经营活动现金流净额	0.22	1.57	3.32	2.15
销售毛利率	79.50%	71.58%	74.76%	81.61%
EBITDA 利润率	--	40.22%	45.50%	40.93%
总资产回报率	--	13.56%	19.33%	23.87%
资产负债率	45.14%	45.48%	33.27%	33.39%
净债务/EBITDA	--	1.53	0.09	0.29
总债务/总资本	40.06%	36.91%	18.94%	21.74%
FFO/净债务	--	46.45%	958.88%	274.24%
速动比率	1.58	1.70	1.69	1.41
现金短期债务比	--	1.05	1.65	0.86

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告、未经审计 2022 年一季度报表，中证鹏元整理

优势

- **公司药品种类较为丰富，主要药品进入国家医保目录，产品管线进一步丰富。**公司产品能够覆盖众多治疗领域，药品种类丰富，主要药品地氯雷他定系列药品、注射用阿奇霉素、双氯芬酸钠肠溶缓释胶囊等进入 2019 年国家医保目录；2021 年公司新增多个境内化药、原料药及境外制剂生产批件。
- **公司业绩表现较好，营业收入持续增长。**2021 年公司营收规模和利润规模持续增长。截至 2022 年 5 月末，公司已有 11 个品种通过一致性评价，5 个品种入选国家集采，持续的新产品获批将为其业绩持续增长奠定一定基础。

关注

- **药品价格面临较大的下降压力。**2021 年公司国家集采中选产品销售均价有所下降，未来随着带量采购逐步常态化，公司药品价格面临较大下降压力，对公司经营业绩产生一定不利影响。
- **在注册项目较多，需关注药品研发风险。**2021 年公司新增在研项目较多，截至 2022 年 4 月底公司已注册申报并在审评中项目达 63 个，仍需关注在研品种未能取得产品批件上市、未能通过一致性评价或者市场开拓不成功等风险因素。
- **应收账款规模较大且增长较快，存在一定回收风险。**近年公司应收账款增速均高于营收增速，应收账款周转率持续下降，对公司营运资金占用有所加大，存在一定的坏账风险。
- **期间费用对利润形成一定侵蚀。**随着公司业务规模扩大，推广活动增加，2021 年公司销售费用和管理费用规模增长较快，期间费用率升至 39.03%，一定程度影响公司利润。
- **总债务规模增长较快，债务偿付压力上升。**公司总债务规模增长较快，财务杠杆水平上升，且短期债务占比较高，主营业务现金生成能力减弱，FFO/净债务同比下滑。

同业比较（单位：亿元）

指标	恒瑞医药	信立泰	灵康药业	仟源医药	昂利康	普利制药
总资产	392.66	92.44	25.14	15.27	20.84	46.62
营业收入	259.06	30.58	7.40	9.30	13.80	15.09
净利润	44.84	5.28	0.66	-0.75	1.41	4.17
销售毛利率	85.56%	74.06%	79.38%	69.67%	64.66%	71.58%
资产负债率	9.41%	12.96%	41.98%	51.23%	29.21%	45.48%
销售费用率	36.22%	33.87%	57.26%	51.49%	44.18%	15.45%
研发支出/营业收入	23.95%	22.61%	3.08%	7.36%	3.81%	17.88%

注：以上各指标均为 2021 年数据。

资料来源：公开资料

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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	5	财务状况	杠杆状况	很小
	经营状况	弱		净债务/EBITDA	6
	经营规模	3		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	3		总债务/总资本	6
	品牌形象和市场份额	3		FFO/净债务	7
	经营效率	4		杠杆状况调整分	-1
	业务多样性	2		盈利状况	非常强
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		中等	财务状况评估结果		最小
指示性信用评分					aa
调整因素		重大特殊事项	调整幅度		-1
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2021-6-21	秦风明、何馨逸	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)	阅读全文
AA-/稳定	AA-	2020-8-19	秦风明、刘书芸	化学制药企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
普利转债	8.50	8.50	2021-6-21	2027-2-9

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年2月9日发行6年期8.5亿元可转债，募集资金计划用于普利国际高端生产线扩建项目。根据公司2022年4月26日披露的《2021年年度募集资金存放与使用情况的专项报告》，截至2021年12月31日，普利转债募集资金专项账户余额为2.19亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人未发生改变。截至2022年3月末，公司股本仍为4.37亿股，控股股东和实际控制人仍为范敏华、朱小平夫妇，合计持有公司股份比例为40.99%，无股权质押情况。2021年10月26日，公司公告《关于董事，高管买卖公司可转债构成短线交易的致歉公告》，公司董事高管周茂先生、高管蒲建先生于2021年8月13日卖出本期可转债，该交易构成短线交易行为，并收到监管函，周茂先生本次短线交易行为获益408,717.39元，蒲建先生本次短线交易行为获益58,244.34元，均已将获利金额全数上缴公司。2021年12月4日，公司公告《第三届监事会第三十四次会议决议公告》，监事会同意丁雨先生、王基平先生为公司第四届监事会非职工代表监事候选人，与职工监事谢慧芳女士共同组成第四届监事会。2021年12月20日，公司公告《关于完成董事会换届选举暨部分董事离任的公告》，因任期届满，公司第三届董事会独立董事张海燕女士不再担任公司独立董事及专门委员会委员职务，也不在公司担任其他职务。2022年3月18日，根据公司公告《海南普利制药股份有限公司关于公司副总经理离职的公告》，蒲建先生因个人原因，申请辞去公司副总经理职务，辞职后，蒲建先生不再担任公司任何职务。2022年4月1日，根据公司公告《关于2022年第一季度可转换公司债券转股情况的公告》，2022年第一季度，“普利转债”因转股减少77张，共计转换成“普利制药”股票164股；截至2022年3月31日，“普利转债”尚有8,499,313张，剩余可转债金额为849,931,300元。

跟踪期公司主营业务无变化，仍主要从事化学制剂的研发、生产与销售，主要药品包括地氯雷他定分散片、地氯雷他定干混悬剂、注射用阿奇霉素、双氯芬酸钠肠溶缓释胶囊等，涵盖抗过敏类药物、心血管类药物、非甾体镇痛抗炎类药物、抗生素类药物、消化类药物等多个领域。2021年度，公司合并范围新增1家子公司，注销2家子公司，截至2021年末，纳入公司合并范围的子公司共5家，具体情况如附录四所示。

表1 2021年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2021年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
-------	------	------	------	------

北京普利生物医药有限公司	100.00%	1,000.00	药品生产；货物进出口；技术进出口	新设
--------------	---------	----------	------------------	----

2、2021年不再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	不再纳入的原因
海南普利工程项目管理有限公司	100.00%	6,020.00	建设工程项目管理；建筑工程技术咨询；建筑工程设计	注销
海南兆利医药科技有限公司	100.00%	200.00	医药技术开发、咨询、服务，技术成果转让	注销

资料来源：公司 2021 年年度报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国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，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

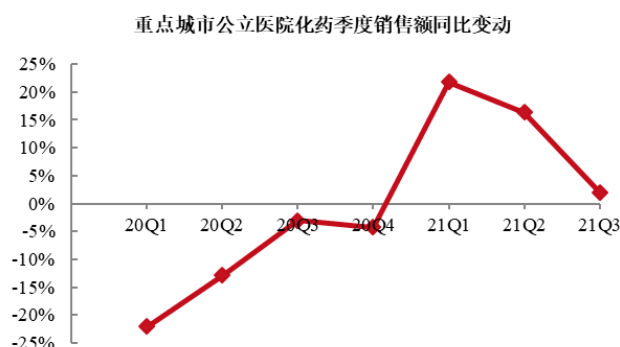
2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业环境

随着医保控费政策继续推进，预计2022年我国化药制剂行业业绩增速将维持在较低水平，行业业绩分化将进一步加大

医药行业是严监管行业，受政策的影响相对较大。2020年为国家集采、医保谈判品种及国家重点监控品种等政策的执行期，同时受新冠疫情影响，化药企业生产、销售工作延迟开展、医院终端就诊人数下降，2020年我国化药制剂行业业绩同比大幅下滑。2021年疫情防控进入常态化，化药销售回暖；根据米内网数据显示，2021年前三季度重点城市公立医院化学药销售额已超过1,300亿元，同比增长超过10%；分季度来看，2021年第一季度、第二季度、第三季度同比增速逐步下滑。目前我国新冠疫情虽然有反复，但整体较为可控，预计未来新冠疫情对化药制剂行业影响将进一步降低，考虑带量采购、控制辅助用药等医保控费政策将进一步推进，2022年化药制剂行业业绩增速将维持在较低水平。

图1 分季度来看，随着疫情影响逐步减弱，化药销售回暖、但增速逐步下滑



资料来源：米内网，中证鹏元整理

受药价谈判、带量采购、国家首批重点监控目录等政策影响，2021年1-6月创新药医保继续放量、集采品种和辅助用药市场规模继续下滑。医保谈判品种大多为近年新上市、临床价值较高，价格相对较

高的创新药或独家品种，医保谈判后以价换量，市场发展空间较大。对于集采品种，尽管销售量有所上升，但由于中标价大幅下降，其销售额仍出现一定程度下滑。国家重点监控目录药品多数为临床价值较低的辅助用药，预计未来市场规模将继续下滑。

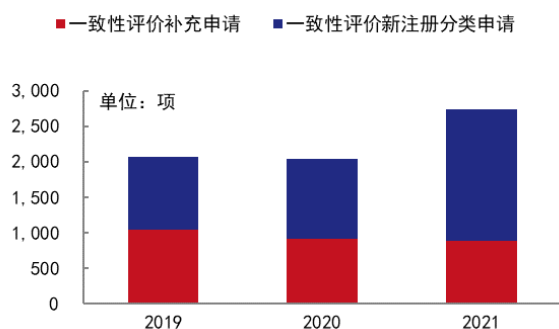
表2 创新药医保放量、集采品种销售规模下滑、辅助用药规模萎缩

品种类型	2020年1-6月 销售金额占比	2021年1-6月 销售金额占比	2021年1-6月 销售额同比增长
国家谈判品种	7.89%	9.29%	29.31%
集采执行品种	10.72%	6.64%	-32.01%
国家重点监控品种	1.53%	0.85%	-38.94%

注：1、销售金额为中国公立医疗机构药品的销售额；2、集采品种、国家重点监控品种、国家谈判品种均以2021年上半年正在执行的品种为基数进行计算；集采品种包括第一批至第三批品种
资料来源：米内网，中证鹏元整理

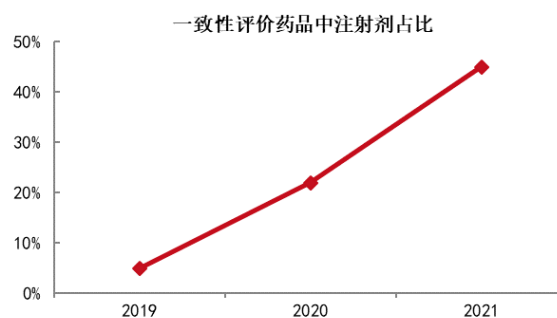
仿制药一次性评价快速推进、仿制药企业研发重心转移，预计未来行业集中度将加速提升。2021年度CDE承办的受理号总量同比大幅增长，涨幅超过30%；其中，一致性补充申请量自2019年后逐年下降，而新3/4/5.2类申请逐年上升，反映出仿制药企业更倾向选择开展仿制药新项目研发，而不是旧标准仿制药的过评。2021年共有573家企业1,965个品规的仿制药通过一致性评价或视同通过一致性评价，同比大幅增长，累计过评品种数从年初的426个增加至年末的652个。2020年年中是国家正式启动注射剂一致性评价工作的时间，故2021年度获批的过评仿制药批文中，注射剂型批文数占比达到44%，达2020年的一倍。未来随着仿制药一次性评价的推进，预计行业集中度将加速提升，经营规模小且没有优势品种的企业将面临较大生存压力。

图2 仿制药企业研发重心转移



资料来源：药监局药品审评中心，中证鹏元整理

图3 一致性评价过评药品中注射剂占比持续提高



资料来源：药监局药品审评中心，中证鹏元整理

国家集采力度逐步加大。2018年12月国家组织“4+7”11个城市试点开展药品集中带量采购以来，我国已落地执行5批药品集中带量采购，范围由25省扩展至全国，品种由25种增至62种，集采品种累计将达到218种，涉及市场容量达2,200亿，占公立医疗机构全部化学药品采购金额的比例超过30%；大量药品通过集采降低了价格，平均降幅均超过了50%，累计节约药费已超过1,500亿元。其中，国家第五批集采采购药品数量、金额以及外资中选企业数量均为历次之最。2022年1月国务院常务会议决定常态化

制度化开展药品和高值医用耗材集中带量采购，以慢性病、常见病为重点，继续推进国家层面药品集采，各地对国家集采外药品开展省级或跨省联盟采购。未来随着集采经验的积累、一致性评价过评品种数量的增加，预计带量采购常态化将继续加速，化药制剂行业业绩继续承压。

表3 全国带量采购快速推进，集采常态化加速，预计未来化药制剂行业利润将继续承压

项目	全国第七批集采	全国第五批集采	全国第四批集采	全国第三批集采	全国第二批集采
启动时间	2022年2月	2021年5月	2021年1月	2020年8月	2020年1月
全面落地执行时间	-	2021年10月	2021年5月	2020年11月	2020年4月
采购品种	58个品种	62个品种	45个品种	55个品种	32个品种
拟中选企业（家）	-	148	118	125	77
平均降幅	-	56%	50.00%	53.00%	53.00%

注：全国第六批集采为胰岛素专项集采，不涉及化药，故未在表中陈列

资料来源：上海阳光医药采购网、公开资料，中证鹏元整理

我国医保目录动态调整机制基本形成，临床价值较高的创新药面临较好的发展机遇。2021年12月国家医保局正式发布当年医保谈判结果，共对117个药品进行了谈判，谈判成功94个，总体成功率80.34%。其中，目录外85个独家药品谈成67个，成功率78.82%，平均降价61.71%。67种目录外独家药品谈判成功，其中66个是在上年上市的药品，新药纳入率达99%。此外，2021年5月《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》对外公布，拟将定点零售药店纳入谈判药品供应保障范围。2016年至今，国家已经组织了6次药价谈判，我国医保目录动态调整机制基本形成，预计未来药价谈判品种数及范围将进一步扩大，越来越多的创新药将纳入目录之内，给创新药提供了较好的发展机遇。

表4 我国医保目录动态调整机制基本形成，预计未来药价谈判品种数将进一步扩大

项目	第六次	第五次	第四次	第三次	第二次	第一次
国家药价谈判时间	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年
国家谈判品种数	117	162	150	17	36	3
国家谈判成功品种数	94	119	97	17	36	3
平均降幅	目录外：61.71%	50.64%	新增：60.7% 续约：26.4%	56.7%	44%	-

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司主要从事化学制剂的研发、生产与销售，2021年公司实现营业收入15.09亿元，同比增长26.94%。分产品来看，受市场影响以及公司内部品种结构调整，2021年公司心血管类药物销售额出现下滑；受益于地氯雷他定系列品种销量增长，2021年公司抗过敏类药物收入同比增长33.78%；公司抗生素类药物营收同比增长93.12%，主要系2021年公司新产品获批上市及左氧氟沙星片集采中选增量增长。公司其他药物主要系原料药的销售，2021年销售规模有所提升。毛利率方面，受品种结构调整及国家集采影响，公司各类产品毛利率有所波动，2021年公司整体销售毛利率略有下滑，但销售毛利水平仍较高。

2022年1-3月，公司实现营业收入3.68亿元，同比增长34.58%。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
心血管类药物	26,611.03	87.40%	33,858.54	90.13%
抗过敏药物	29,380.72	85.54%	21,962.23	84.96%
抗生素类药物	44,675.63	73.42%	23,133.05	60.42%
消化类药物	15,538.32	70.21%	11,960.94	76.78%
非甾体抗炎类药物	11,861.99	84.12%	11,506.02	86.03%
皮肤病类药物	7,859.83	39.50%	4,662.82	49.27%
其他药物	14,667.36	18.65%	11,776.74	-
其他	288.05	27.29%	-	-
合计	150,882.94	71.58%	118,860.34	74.76%

资料来源：公司提供、公司2020年年度报告，中证鹏元整理

公司药品种类丰富，2021年公司新增多个境内化药、原料药及境外制剂生产批件，产品管线进一步丰富；2021年公司主要药品产销率仍维持在较高水平，国家集采中选药品销量均有所放大，但未来随着带量采购常态化，公司药品销售价格承压

公司销售药品主要为处方药，涵盖心血管类药物、抗过敏类药物、非甾体镇痛抗炎类药物、抗生素类药物、消化类药物等领域，2021年公司新增产品批文号21个，其中境内化学药批文新增3个，境外制剂生产批件新增17个，新增原料药生产批件1个，截至2021年底，公司已取得产品批准文号146个，包括境内化学药批文57个，欧美等境外制剂生产批件有64个，17个原料药生产批准文号，3个药用辅料生产批准文号。截至2021年末，公司主要药品中有23个品种（甲类品种9个，乙类品种14个）被纳入2019年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录。

从主要药品产销量来看，公司不同品种药品的产销量波动较大，其中国家集采中选药品销量均有所放大。公司抗过敏类药物主要为地氯雷他定系列药品，其中地氯雷他定分散片和地氯雷他定干混悬剂为公司独家剂型，地氯雷他定片在2020年第三批带量采购中标，执行期2年（2020年10月-2022年10月）。抗生素类药物主要为注射用阿奇霉素、克拉霉素缓释片和左氧氟沙星片等，其中左氧氟沙星片在第四批国家集采中选（执行开始时间为2021年5月），集采前该产品并未在国内上市，集采将为公司营收带来纯增量，但2021年销量相对较小。注射用阿奇霉素在第五批国家集采中选（执行开始时间为2021年10月），执行期为3年。克拉霉素缓释片、双氯芬酸钠肠溶缓释胶囊和马来酸曲美布汀片2021年受疫情影响，销量有所减少。心血管类药物主要为注射用比伐卢定、左乙拉西坦注射用浓溶液和盐酸多巴酚丁胺注射液等。

产销率方面，由于生产按市场销售计划及期末库存备货生产，2021年公司主要药品产销率仍维持在较高水平。主要药品单价方面，2021年受国家集采影响，集采中选药品销售单价下降均超70%以上。公

司目前有11个品种通过一致性评价，其中5个品种中标国家集采，未来随着一致性评价过评品种数量的增加，带量采购常态化，公司药品销售价格或将进一步承压。

表6 公司药品在国家集采中中标情况（单位：元/盒、万支/片）

药品名称	集采批次	规格	中标价格	价格降幅	中标数量
注射用阿奇霉素	第五批	500mg*10支/盒	188.58	-73.0%	60.82
注射用比伐芦定	第四批	250mg*1支/盒	548.88	-78.0%	1.14
左氧氟沙星片	第四批	250mg*30片/盒	13.88	-88.5%	1,977.78
左乙拉西坦注射液	第三批	500mg: 5ml*10支/盒	658.88	-80.6%	2.23
地氯雷他定片	第三批	5mg*24片/盒	11.33	-68.0%	2,614.31

资料来源：公司2021年年度报告、上海阳光医药采购网、公开资料，中证鹏元整理

从药品销售区域来看，公司销售仍以华东和华中为主，其中华东区域仍是公司最主要的销售区域，2021年销售占比达41.05%；随着公司产品在在华北、东北和西北区域终端医院推广的深入以及部分产品集采中选，2021年公司在华北、东北和西北区域的销售收入同比出现增长。2021年公司国外销售收入持续增长，主要系公司在美国和欧洲新药品注册批准并上市销售所致。公司已有针剂、固体剂型等14个品种在欧美多国获批上市，产品已成功销往美国、德国、法国、荷兰、英国、加拿大和澳大利亚等国家，海外销售保持高增长态势。

表7 公司药品销售区域分布情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
华东	61,941.15	41.05%	57,296.73	48.21%
华南	11,804.57	7.82%	13,135.74	11.05%
华中	16,687.77	11.06%	15,748.06	13.25%
西南	12,785.64	8.47%	7,551.22	6.35%
华北	11,826.80	7.84%	4,049.92	3.41%
东北	6,257.51	4.15%	2,366.63	1.99%
西北	6,444.29	4.27%	2,290.54	1.93%
国外	23,135.23	15.33%	16,421.50	13.82%
合计	150,594.89	100.00%	118,860.34	100.00%

资料来源：公司2021年年度报告，中证鹏元整理

公司客户集中度一般，2021年前五大客户销售占比29.95%，同比略有上升。结算方式方面，公司一般采取款到发货的结算方式，2021年给予客户账期未发生较大变化，对于部分业务规模较大、商业信誉良好的医药商业公司给予6个月至1年账期；对于海外客户，公司一般给予3个月的账期。

表8 公司2020-2021年销售前五大客户情况（单位：万元）

期间	客户名称	采购金额	占比
2021年	客户一	17,227.76	11.42%

	客户二	9,686.13	6.42%
	客户三	6,837.31	4.53%
	客户四	5,893.05	3.91%
	客户五	5,540.57	3.67%
	合计	45,184.83	29.95%
2020年	客户一	10,203.37	8.58%
	客户二	9,466.73	7.96%
	客户三	8,384.41	7.05%
	客户四	4,470.77	3.76%
	客户五	2,818.93	2.37%
	合计	35,344.22	29.72%

资料来源：公司提供

随着生产人员和产线的配备到位，2022年公司产能有望持续放大

公司主要采用“以销定产”的生产模式，以市场需求为导向，根据订货合同和预计销售情况，结合库存情况编制生产计划。公司在海口、杭州、安庆建有高端药物制剂及原料药制造基地，主要的生产基地在海南，安庆未来主要用于原料药生产。随着安徽安庆普利高端原料药基地的试运行及海南后续新车间的提前人员规划，公司2021年生产人员增至389人，较上年增长66.24%。此外，公司原料药、冻干粉针剂生产线已通过美国FDA、欧盟EMA及WHO相关生产质量规范（cGMP、GMP）审计，小容量注射液生产线和口服固体制剂生产线已通过美国FDA、欧盟EMA的cGMP、GMP审计。随着生产人员和产线的配备到位，公司产能有望持续放大。

截至2022年3月末，公司主要在建生产线项目包括欧美标准注射剂生产线扩建项目，普利国际高端原料药及创新制剂制造基地项目和普利国际高端生产线扩建项目。普利国际高端原料药及创新制剂制造基地项目目前正在建设中，其中安庆普利国际高端原料药生产基地部分产线目前正处于试生产状态。普利转债募投项目普利国际高端生产线扩建项目（海南针剂9-10条线的针剂车间），目前主体结构已完成封顶，预计2022年底至2023年初开始逐个车间试生产。在建生产线项目完工后预计能进一步提升公司现存产能。截至2022年3月末公司在建项目总投资合计24.95亿元，已投资18.64亿元，尚需投资7.77亿元，主要系普利转债募投项目的投资需求。

表9 截至 2022 年 3 月末公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资
普利国际高端生产线扩建项目	100,076.02	25,414.87
普利国际高端原料药及创新制剂制造基地项目	87,407.28	100,422.55
欧美标准注射剂生产线扩建项目	37,000.00	38,582.25
合成小试、滴眼剂车间、软膏车间项目	13,030.00	10,450.48
冻干水针、预充针项目	12,000.00	11,530.22
合计	249,513.30	186,400.38

注：1）普利国际高端原料药及创新制剂制造基地项目、欧美标准注射剂生产线扩建项目等项目虽已投资额超过总投资额，

但项目还没达到生产商业批标准，如果要生产线技术改造，还需继续投入资金；2）公司在建项目总投资及已投资额根据项目实际进展情况进行调整

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要药品为化学制剂药品，其营业成本主要由原材料、直接人工和制造费用构成，其中占比最大的是原材料，成本占比比较稳定。公司生产所需的原材料主要包括原料、辅料和包装材料等，其中原料主要包括克拉霉素原料药、马来酸曲美布汀原料药、阿奇霉素原料药、氯雷他定原料等。辅料及其他材料主要包括对照品、色谱耗材、杂质、试剂等辅助材。从主要原材料采购来看，由于公司实行“以销定产”和“以产定购”原则，公司主要药品原料采购量与销量变动相当。

表10 公司营业成本构成情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
原材料	32,243.78	75.55%	21,527.32	72.30%
直接人工	2,552.55	5.98%	1,920.49	6.45%
制造费用	7,570.59	17.74%	6,098.88	20.48%
其他	309.03	0.72%	228.31	0.77%
合计	42675.95	100.00%	29,775.00	100.00%

资料来源：公司 2021 年年度报告，中证鹏元整理

从公司前五大供应商来看，公司前五大供应商变动较大，2021年第一大供应商采购占比进一步降至15.76%，公司对单一供应商依赖度有所下降；从供应商集中度来看，公司2021年前五大供应商占采购总额比例为34.88%，采购集中度有所下降。

表11 公司前五大供应商情况（单位：万元）

期间	供应商名称	采购金额	占比
2021年	供应商一	8,980.39	15.76%
	供应商二	3,043.75	5.34%
	供应商三	2,656.19	4.66%
	供应商四	2,602.48	4.57%
	供应商五	2,589.58	4.55%
	合计	19,872.40	34.88%
2020年	供应商一	8,365.61	18.86%
	供应商二	5,785.46	13.04%
	供应商三	5,380.39	12.13%
	供应商四	1,803.95	4.07%
	供应商五	1,781.38	4.02%
	合计	23,116.78	52.12%

资料来源：公司提供

公司在注册项目较多，需关注药品研发风险

2021年公司研发投入同比略有下降，但研发人员数量增幅较大，2021年研发人员同比新增41.30%，

已超过公司总人数的三分之一，主要系为后续仿制药、创新药的研发配备专业的技术团队以及公司2021年研发投入资本化金额较小所致。截至2022年4月末，公司在研品种共130余个，在研品种较上年新增60余个，其中已注册申报并在审评中项目63个，18个药品（一致性评价项目4个）在国内的注册受理评审中，公司在注册项目较多。一致性评价方面，截至2022年5月末，公司通过一致性评价品种有11个，分别为注射用阿奇霉素、注射用更昔洛韦、左乙拉西坦注射液、注射用比伐芦定、地氯雷他定片、左氧氟沙星片、地氯雷他定分散片、地氯雷他定干混悬剂、盐酸二甲双胍缓释片、依替巴肽注射液和硝普钠注射液，其中5个为首家过评，此外有5个品种在国家集采中中选。整体来看，公司在注册项目仍较多，为中长期持续发展提供支持，但需关注如果在研品种未能取得药品批件上市、未能通过一致性评价或者市场开拓不成功，则公司的前期研发投入无法收回，对公司的药品布局规划和未来发展产生不利影响。

表12 2020-2021年公司研发投入情况（单位：人，万元）

项目名称	2021年	2020年
研发人员数量	455	322
研发人员数量占比	37.26%	37.97%
研发投入金额	26,979.71	28,315.19
研发投入占营业收入比例	17.88%	23.82%

资料来源：公司2021年年度报告，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公告的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告及2022年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年公司纳入合并报表范围子公司变化情况见表1。

资产结构与质量

公司应收账款增长较快，对资金占用较大，存在一定的坏账风险；固定资产、在建工程占总资产比重较高，整体资产流动性较弱

2021年公司总资产规模持续增长，资产结构较为稳定，仍以非流动资产为主。

公司货币资金占比较为稳定，主要以银行存款为主，受限货币资金规模较小，主要系信用保证金。应收账款主要系应收大型国有及区域医药流通企业的货款，近年公司应收账款增速高于营收增速，应收账款周转率持续下降，账龄有所延长，对公司营运资金占用较大，存在一定的坏账风险；2021年末前五大应收对象合计欠款占比为20.58%，集中度有所下降。随着公司业务规模的扩张以及公司药品在国家集采中标，公司采购的原材料及库存商品均有所提升，截至2021年末，公司尚未计提存货跌价准备，随着带量采购等国家医改政策的推进，公司通过一致性评价的药品如果在国家集采流标，可能出现滞销情况，

公司存货仍存在一定跌价风险。

固定资产主要为房屋及建筑物和机器设备，2021年增长较快，主要系当年度在建工程转入所致。公司在建工程主要系在原料药、制剂的生产线及厂房，近年公司逐步扩产能，公司在建工程规模大且增长较快，随着公司在建项目的持续推进，公司产能规模有望继续提升。

整体来看，随着公司经营规模的不断扩大，整体资产规模持续增长，其中应收账款增长较快，对资金占用较大，存在一定的坏账风险；固定资产、在建工程占总资产比重较高，整体资产流动性较弱。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

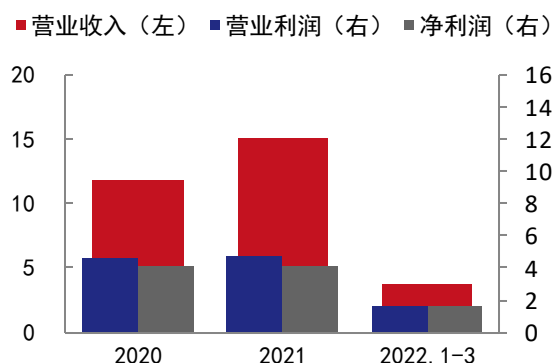
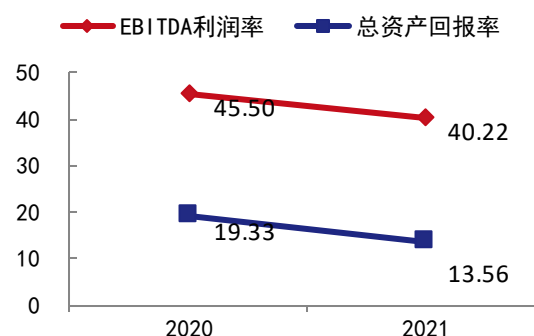
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.71	9.53%	4.42	9.49%	3.57	11.67%
应收账款	8.70	17.62%	8.76	18.78%	5.98	19.58%
存货	3.18	6.44%	2.62	5.62%	0.94	3.08%
流动资产合计	19.61	39.70%	20.25	43.43%	12.33	40.34%
固定资产	7.36	14.90%	7.20	15.44%	5.37	17.56%
在建工程	18.94	38.35%	14.82	31.79%	10.23	33.46%
非流动资产合计	29.78	60.30%	26.37	56.57%	18.23	59.66%
资产总计	49.39	100.00%	46.62	100.00%	30.56	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告、未经审计2022年一季度财务报告，中证鹏元整理

盈利能力

2021年公司营收规模持续增长，销售毛利率有所下滑，同时销售费用及研发支出规模较大，期间费用率上升，对利润形成一定侵蚀

公司营业收入主要来源于心脑血管类、抗过敏及抗生素类药物，2021年公司营业收入同比增长26.94%，其中抗过敏类药物和抗生素类药物受部分药品集采中选及新产品上市影响，销售收入均有所提升，而心脑血管类药物受药品品种结构调整，2021年销售收入同比下滑21.41%。2021年公司整体销售毛利率略有下滑，但整体销售毛利率仍较高。2021年，随着公司业务规模扩大，研发支出和推广活动的增加，期间费用率升至39.03%，对利润形成一定侵蚀，EBITDA利润率和总资产回报率均有所回落。

图 4 公司收入及利润情况（单位：亿元）

图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）


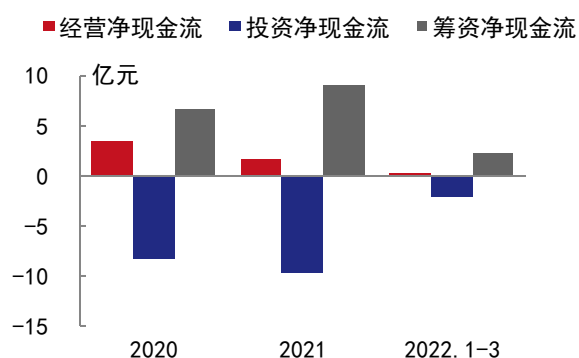
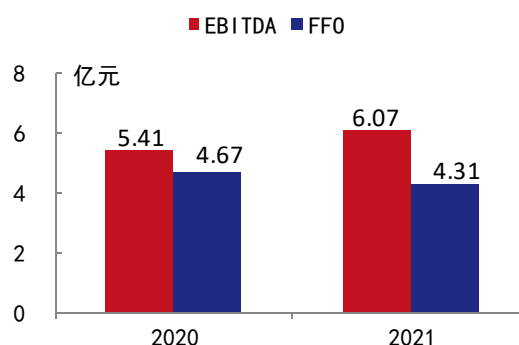
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告、未经审计 2022 年一季度财务报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2021 年公司经营性净现金流有一定下滑，在建项目及一致性评价尚需投入一定资金，面临一定资金压力

2021 年，收益公司业务规模的持续扩张，公司 EBITDA 保持一定增长，但主营业务回款有一定下滑，FFO、经营活动现金净额均出现下滑。公司投资活动主要系结构性存款购买、收回，以及对在建项目建设投入，2021 年公司在建项目规模仍较大，投资活动仍呈净流出。2021 年 2 月公司发行普利转债，募集资金 8.50 亿元，筹资活动现金流同比大幅净流入。截至 2022 年 3 月末，公司在建项目及一致性评价尚需投入一定资金，面临一定资金压力。

图 6 公司现金流结构

图 7 公司 EBITDA 和 FFO 情况


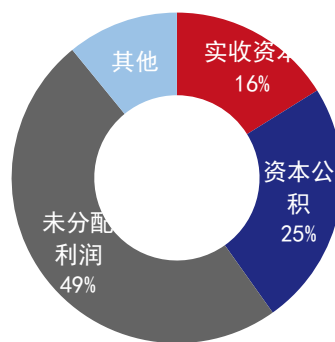
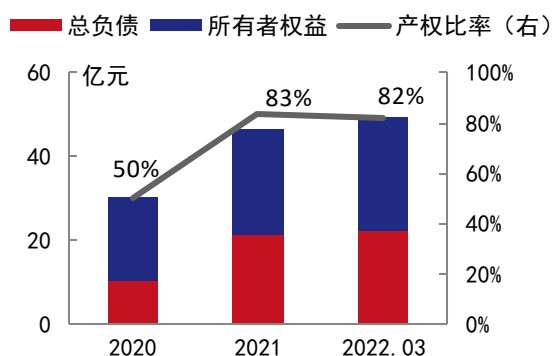
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告、未经审计 2022 年一季度财务报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司债务规模增长较快，财务杠杆水平上升，债务偿付压力加大

公司所有者权益主要为利润留存及股本溢价带来的资本公积，资本结构较为稳定。受益于公司业务规模扩张，2021年公司未分配利润增长较快，同时受新增发行普利转债影响，公司债务规模快速提升，2021年公司产权比率升至83.40%，净资产对负债总额的保障程度有所减弱。

图 8 公司资本结构
图 9 2022 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告、未经审计 2022 年一季度财务报告，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计 2022 年一季度财务报告，中证鹏元整理

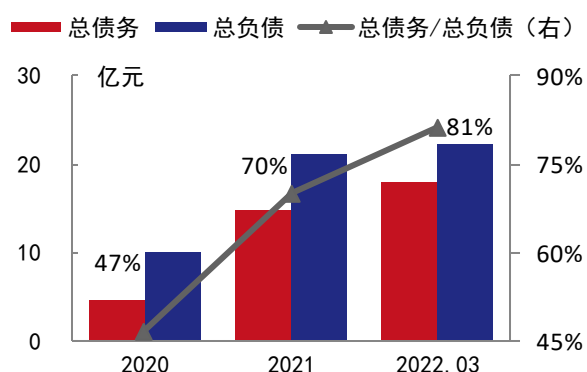
从负债结构来看，公司非流动负债占比逐年提升，2022年3月末公司非流动负债占负债总额的比重为53.38%。公司短期借款主要为信用借款和保证借款，随着公司在建项目的持续投入，短期借款规模持续上升。应付票据为公司与上游结算采用票据方式产生，全部为银行承兑汇票。应付账款主要为应付货款、工程及设备款。长期借款主要为抵押及保证、抵押和信用借款。应付债券为普利转债。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

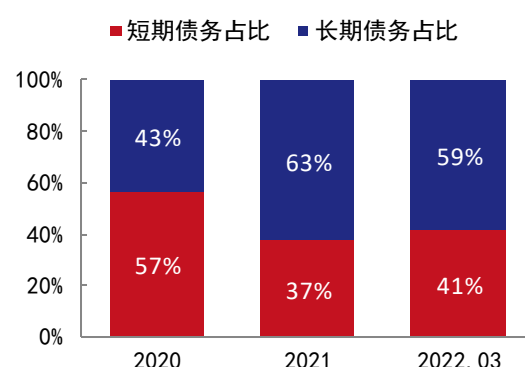
项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.66	20.90%	3.47	16.37%	1.70	16.70%
应付票据	2.84	12.73%	2.05	9.65%	0.96	9.40%
应付账款	1.64	7.35%	2.28	10.75%	1.84	18.09%
流动负债合计	10.39	46.62%	10.40	49.03%	6.75	66.34%
长期借款	2.99	13.39%	1.83	8.65%	1.95	19.16%
应付债券	7.55	33.87%	7.42	35.01%	0.00	0.00%
非流动负债合计	11.90	53.38%	10.81	50.97%	3.42	33.66%
负债合计	22.30	100.00%	21.20	100.00%	10.17	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告、未经审计 2022 年一季度财务报告，中证鹏元整理

公司总债务主要系短期借款、长期借款和应付债券。2021年，受新发行普利转债影响，公司总债务规模大幅上升，截至2022年3月底，公司总债务规模增至18.11亿元；公司短期债务占比有所下降，但仍处较高水平，面临一定短期偿债压力。

图 10 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告、未经审计 2022 年一季度财务报告，中证鹏元整理

图 11 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告、未经审计 2022 年一季度财务报告，中证鹏元整理

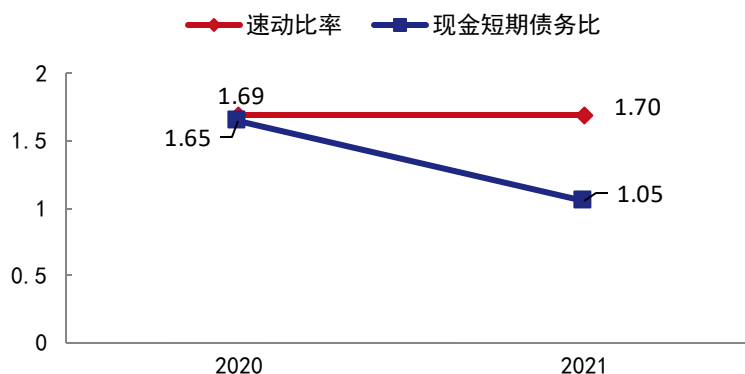
受业务规模扩张及新增发行普利转债影响，公司财务杠杆水平上升，同时公司2021年主营业务现金生成能力较弱，FFO/净债务同比大幅下滑，公司债务偿付压力上升。

表15 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	45.14%	45.48%	33.27%
净债务/EBITDA	--	1.53	0.09
EBITDA 利息保障倍数	--	10.05	36.32
总债务/总资本	40.06%	36.91%	18.94%
FFO/净债务	--	46.45%	958.88%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告、未经审计 2022 年一季度财务报告，中证鹏元整理

2021年，公司现金短期债务比持续下滑，短期偿债压力上升。公司作为上市公司，融资渠道较为畅通，公司可抵押资产主要为固定资产和在建工程等，控股股东持有的尚未质押的公司股份亦可为公司融资提供一定支持，整体来看，公司融资弹性尚可。

图 12 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，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2019年1月1日至报告查询日（2022年5月9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。

八、抗风险能力分析

公司产品能够覆盖众多治疗领域，药品种类丰富，截至2021年末公司主要药品中有23个品种进入2019年国家医保目录，2021年公司新增多个境内化药、原料药及境外制剂生产批件，营收规模和利润规模增长较快，已有5个品种入选国家集采，后续新产品的获批将为其业绩持续增长奠定一定基础。

但我们也注意到，随着带量采购逐步常态化，公司药品价格仍面临较大下降压力。公司在注册项目较多，仍需关注在研品种未能取得产品批件上市、未能通过一致性评价或者市场开拓不成功等风险因素。公司财务杠杆水平上升，主营业务现金生成能力减弱，债务偿付压力上升。整体来看，2021年公司抗风险能力尚可。

九、结论

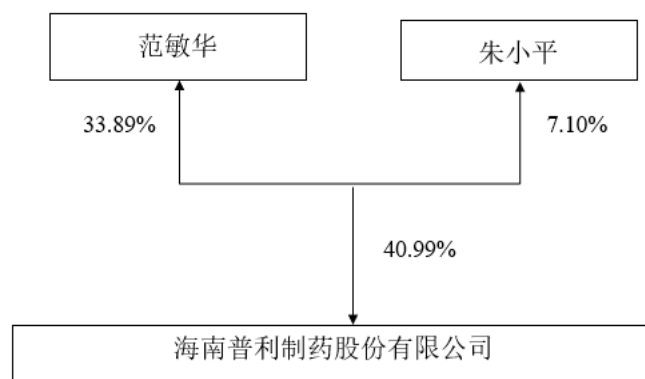
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持普利转债信用等级为AA-。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	4.71	4.42	3.57	1.99
应收账款	8.70	8.76	5.98	3.31
流动资产合计	19.61	20.25	12.33	6.78
固定资产	7.36	7.20	5.37	3.77
在建工程	18.94	14.82	10.23	5.20
非流动资产合计	29.78	26.37	18.23	10.42
资产总计	49.39	46.62	30.56	17.20
短期借款	4.66	3.47	1.70	2.51
应付票据	2.84	2.05	0.96	0.00
一年内到期的非流动负债	0.01	0.03	0.04	0.03
流动负债合计	10.39	10.40	6.75	4.33
长期借款	2.99	1.83	1.95	0.49
应付债券	7.55	7.42	0.00	0.00
长期应付款	0.08	0.00	0.12	0.15
非流动负债合计	11.90	10.81	3.42	1.42
负债合计	22.30	21.20	10.17	5.74
总债务	18.11	14.87	4.76	3.18
归属于母公司的所有者权益	27.10	25.42	20.39	11.46
营业收入	3.68	15.09	11.89	9.50
净利润	1.62	4.17	4.07	3.01
经营活动产生的现金流量净额	0.22	1.57	3.32	2.15
投资活动产生的现金流量净额	-2.15	-9.73	-8.34	-4.02
筹资活动产生的现金流量净额	2.25	9.00	6.66	2.34
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	79.50%	71.58%	74.76%	81.61%
EBITDA 利润率	--	40.22%	45.50%	40.93%
总资产回报率	--	13.56%	19.33%	23.87%
产权比率	82.28%	83.43%	49.87%	50.12%
资产负债率	45.14%	45.48%	33.27%	33.39%
净债务/EBITDA	--	1.53	0.09	0.29
EBITDA 利息保障倍数	--	10.05	36.32	90.89
总债务/总资本	40.06%	36.91%	18.94%	21.74%
FFO/净债务	--	46.45%	958.88%	274.24%
速动比率	1.58	1.70	1.69	1.41
现金短期债务比	--	1.05	1.65	0.86

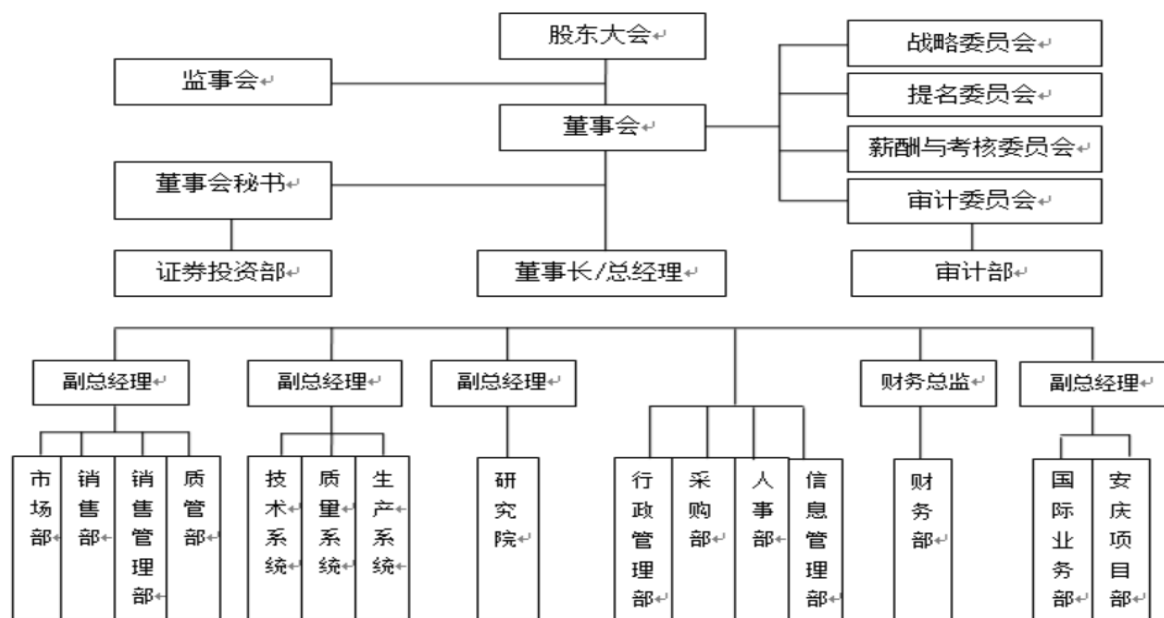
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告、未经审计 2022 年一季度财务报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2021年底纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
浙江普利药业有限公司	12,100.00	100.00%	制药业
杭州赛利药物研究所有限公司	200.00	100.00%	服务业
安徽普利药业有限公司	15,000.00	100.00%	制药业
北京普利生物医药有限公司	1,000.00	100.00%	服务业
浙江瑞利药业有限公司	2,000.00	100.00%	服务业

资料来源：公司 2021 年年度报告，中证鹏元整理

附录五 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	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。

附录六 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。