



上海雪榕生物科技股份有限公司

2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0608 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 20 日

本次跟踪发行人及评级结果	上海雪榕生物科技股份有限公司	AA ⁻ /稳定
--------------	----------------	---------------------

本次跟踪债项及评级结果	“雪榕转债”	AA ⁻
-------------	--------	-----------------

评级观点	<p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于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”）作为食用菌领域龙头企业，产能规模持续扩大、具备较强的规模优势和竞争实力、经营获现及盈利能力有所改善以及债务结构较优且债务偿付能力有所增强等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司业务类型较为单一、风险抵御能力偏弱、资源控制能力较弱、未来资本支出压力较大以及财务杠杆水平较高等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。</p>
------	---

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。
------	---

调级因素	<p>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。</p> <p>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。</p>
------	--

正面	
<ul style="list-style-type: none"> ■ 食用菌领域龙头企业，产能规模持续扩大，具备较强规模优势和竞争实力 ■ 经营获现及盈利能力有所改善 ■ 债务结构较优，债务偿付能力有所增强 	
关注	
<ul style="list-style-type: none"> ■ 业务类型较为单一，风险抵御能力偏弱 ■ 资源控制能力较弱，上下游价格波动较大 ■ 未来资本支出压力较大 ■ 财务杠杆水平较高 	

项目负责人：程方誉 fycheng@ccxi.com.cn
项目组成员：杨龙翔 lxyang@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

财务概况

雪榕生物（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
资产总计（亿元）	45.93	43.37	40.72	42.50
所有者权益合计（亿元）	20.25	16.52	16.26	18.70
负债合计（亿元）	25.69	26.86	24.46	23.81
总债务（亿元）	20.09	20.56	18.76	17.87
营业总收入（亿元）	22.02	20.73	23.20	8.42
净利润（亿元）	2.25	-3.51	-3.94	2.33
EBIT（亿元）	3.06	-2.60	0.35	--
EBITDA（亿元）	6.37	0.64	3.86	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	5.55	2.44	3.67	2.95
营业毛利率（%）	21.84	5.11	10.70	38.01
总资产收益率（%）	--	-5.82	0.84	--
EBIT 利润率（%）	13.89	-12.54	1.52	--
资产负债率（%）	55.93	61.92	60.07	56.01
总资本化比率（%）	49.81	55.45	53.57	48.87
总债务/EBITDA（X）	3.16	32.00	4.86	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	7.77	0.70	4.05	--
FFO/总债务（X）	0.29	0.10	0.20	--

注：1、中诚信国际根据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 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司长期应付款中的带息债务。

同行业比较（2022 年数据）

公司名称	主要产品、业务	主要产品最新产能	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)	资产负债率 (%)
甘肃农垦	种植业 畜牧养殖业	耕地面积：108.62 万亩 乳牛存栏量：21,625 头 肉牛存栏量：10,091 头 生猪产能：1.47 万头	236.74	86.18	80.40	0.91	7.15	63.60
雪榕生物	食用菌	金针菇：38.52 万吨/年 真姬菇：8.84 万吨/年 杏鲍菇：4.32 万吨/年 香菇：0.36 万吨/年	40.72	16.26	23.20	-3.94	3.67	60.07

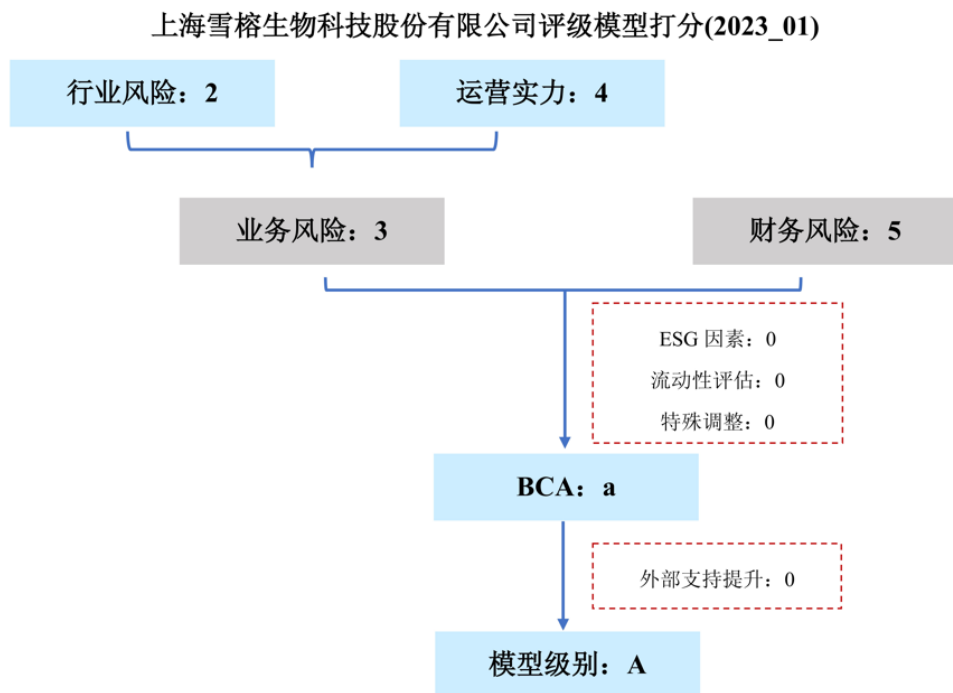
中诚信国际认为，雪榕生物食用菌产能位列全国第一，在细分领域具备较强的规模优势和竞争实力；与此相比，甘肃农垦业务更为多元，有助于其抵御单一业务波动风险。财务方面，雪榕生物收入及资产规模较小，但经营获现能力更强，同时雪榕生物为 A 股上市公司，较为畅通的股权融资渠道使得其财务杠杆水平低于可比企业。

注：“甘肃农垦”系“甘肃省农垦集团有限责任公司”简称。

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
雪榕转债	AA-	AA-	2022/06/15	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

评级模型



方法论

中诚信国际农林牧渔行业评级方法与模型 C010000_2022_02

■ 业务风险:

雪榕生物属于农林牧渔行业，因该行业受自然条件约束，存在周期性和季节性，并易受自然灾害及疫病等因素影响，加之部分产品价格波动性强，中国农林牧渔行业风险评估为较高；雪榕生物作为我国食用菌领域产能规模最大的企业，生产区域布局较为合理，具备较强的规模优势和竞争实力，但上下游产品价格波动易对公司经营和盈利造成影响，同时，较为单一的业务类型令其整体风险抵御能力偏弱，业务风险评估为较高。

■ 财务风险:

雪榕生物收入规模及盈利能力波动较大，负债规模持续下降，且债务结构较为合理，经营获现能力上升带动其偿债能力有所增强，但财务杠杆仍处于较高水平，财务风险评估为较低。

■ 模型级别:

模型级别仅作为信用评级委员会评定最终信用等级的重要参考，模型级别与最终级别之间可能存在差异。

■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对雪榕生物个体基础信用等级无影响，雪榕生物具有 a 的个体基础信用等级，反映了其较高的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持:

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，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，对公司支持能力有限。

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”募集资金 5.85 亿元，计划用于“泰国食用菌工厂化生产车间建设项目”、“山东德州日产 101.6 吨金针菇工厂化生产车间项目（第三期）”¹及补充流动资金。2020 年 10 月 13 日，公司发布《关于变更部分募集资金投资项目的公告》，称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“山东雪榕生物科技股份有限公司工厂化杏鲍菇项目”。“雪榕转债”募集资金使用用途变更后，相关资金均按照最新要求使用。

表 1：截至 2023 年 3 月末雪榕转债募集资金使用情况（亿元）

债项名称	使用用途	募集金额	已使用金额
雪榕转债	山东雪榕生物科技股份有限公司工厂化杏鲍菇项目 ² 、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	5.85	5.79

注：“雪榕转债”转股期为 2021 年 1 月 4 日至 2026 年 6 月 23 日，截至 2023 年 3 月末，已累计转股 9,964 张，占比 0.17%。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、

¹ 上述项目分别于 2021 年 11 月和 2021 年 7 月结束试生产并正式投产。

² 该项目于 2021 年 11 月结束试生产并正式投产；2022 年 6 月 30 日，公司发布《关于终止部分可转债募集资金投资项目》的公告，称该项目自 2021 年 8 月开始试生产以来，杏鲍菇品质一直处于波动中，单位产量与良品率均低于预期，并导致单位成本较高及毛利率下降；2022 年 1~5 月，该项目持续亏损，公司预计上述不利影响短时间内难以消除并难以实现扭亏为盈，为了避免项目亏损进一步扩大，经公司审慎研究并结合内外部实际状况，决定终止该项目。

建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreCreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，我国食用菌产量保持增长态势，除金针菇外，其他菌种的工厂化生产率仍处于很低水平；近年来拥有技术、规模及品牌优势的大型企业市场占有率持续提升，行业集中度不断提高。

食用菌

我国食用菌消费主要集中在家庭和餐饮等消费终端，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；同时，我国食用菌年产量占世界总产量的 75% 以上，其总产值在我国种植业中的排名仅次于粮、油、菜、果，居第五位，根据中国食用菌协会统计数据，2021 年我国食用菌总产量同比提升 1.79% 至 4,133.94 万吨；全年总产值同比增长 0.29% 至 3,475.63 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 300 万吨的共有 5 个省份，分别是河南省、福建省、河北省、黑龙江省、山东省，上述省份产量合计占全国总产量的 48.62%。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，工厂化生产率仍处于很低水平。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，2021 年全国前 10 家金针菇工厂化企业占据约 83% 的全行业生产产能，行业集中度逐步提升。

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，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，具有规模优势的行业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。

中诚信国际认为，作为我国食用菌领域产能规模最大的企业，跟踪期内雪榕生物产能规模进一步扩大，在食用菌领域具备较强规模优势和竞争实力，但业务单一导致其风险抵御能力偏弱，同时受制于较弱的资源控制能力，上下游价格波动易对其经营及盈利能力造成影响；未来需投入规模较大，或面临一定资本支出压力。

跟踪期内，公司保持了国内产能规模最大的食用菌工厂化生产企业地位，金针菇和真姬菇产能规模位居全国首位，产能不断扩大令其在细分领域具备较强规模优势和竞争实力，生产区域布局符合终端市场需求，但受制于较为单一的业务类型，风险抵御能力偏弱。

雪榕生物作为我国产能规模最大的食用菌工厂化生产企业，目前在国内布局了吉林长春、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，并在海外建有泰国生产基地，生产区域布局较为合理，基本满足全国性市场需求。跟踪期内，公司产能规模进一步扩大，随着子公司山东雪榕生物科技有限公司（以下简称“山东雪榕”）日产 50 吨真姬菇项目（一期）建成投产，叠加山东德州日产 101.60 吨金针菇工厂化生产车间项目（第三期）产量的不断增加，截至 2023 年 3 月末拥有主要食用菌产能合计 52.04 万吨/年，其中金针菇和真姬菇产能规模位居全国第一，具备较强规模优势和竞争实力。由于公司专注于食用菌种植业务，较为单一的业务类型令其整体风险抵御能力偏弱。

表 2：公司主要食用菌产品产能情况（万吨/年、万吨、%、元/公斤）

产品	2020	2021	2022	2023.1-3	
金针菇	产能	34.92	35.76	38.52	38.52
	产量	30.09	31.10	31.50	7.84
	产能利用率	86.17	86.97	81.79	81.42
	销售量	29.95	31.19	31.53	7.61
	产销率	99.53	100.30	100.09	97.07
	销售均价	5.43	4.60	5.17	8.10
真姬菇	产能	5.85	5.94	6.99	8.84
	产量	5.87	6.07	6.68	1.76
	产能利用率	100.34	102.12	95.51	79.64
	销售量	5.82	6.09	6.68	1.78
	产销率	99.15	100.33	100.01	101.14
	销售均价	6.42	6.09	5.94	8.05
杏鲍菇	产能	3.15	4.14	5.13	4.32
	产量	2.86	3.74	4.75	1.07
	产能利用率	90.79	90.34	92.65	99.07
	销售量	2.84	3.71	4.74	1.05
	产销率	99.30	99.16	99.72	98.13
	销售均价	5.16	4.63	4.32	5.19
香菇	产能	0.72	0.72	0.36	0.36
	产量	0.27	0.41	0.33	0.02
	产能利用率	37.50	56.68	92.87	22.22
	销售量	0.27	0.28	0.34	0.03
	产销率	100.00	99.95	100.63	150.00
	销售均价	7.40	7.12	7.68	14.70

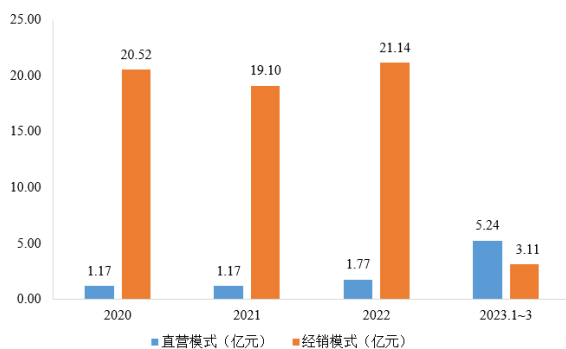
注：2023 年一季度产能利用率已经年化处理。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

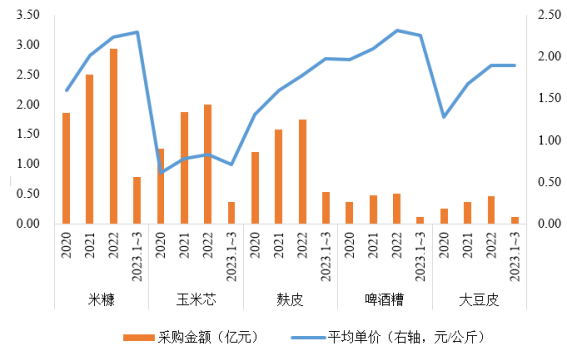
跟踪期内，公司食用菌产品产销量同比增长，产销率维持较高水平，价格走势受市场供需关系影响有所分化；上下游客户均较为分散，资源控制力较弱，未来上下游产品价格波动对其经营及盈利空间的影响仍有待观察。

受益于产能规模提升，2022 年公司金针菇、真姬菇及杏鲍菇产量保持增长；香菇受生产工艺尚不成熟影响，维持小批量生产。同期，除金针菇受下游需求变化及外部客观因素造成部分基地

质量稳定性出现波动导致产能利用率有所下降以外，其他食用菌产能利用率均维持较高水平³。受益于较强的市场开拓能力及销售渠道的不断下沉，各产品产销率保持较高水平。销售客户方面，公司下游客户较为分散，2022 年前五大客户占比为 18.83%；当年经销收入占比为 92.28%，但 2022 年四季度以来公司加大销售渠道下沉力度，2023 年一季度以商超系统、连锁餐饮系统、生鲜到家平台等渠道的直销收入占比大幅提升。除易受供求关系和季节性⁴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给食用菌产品价格带来联动影响，2022 年四季度以来香菇及金针菇下游市场需求的回暖，带动跟踪期内此类产品销售价格明显上涨；真姬菇和杏鲍菇销售价格则受下游需求变化及成本上涨影响而有所波动。采购方面，跟踪期内公司仍采取统一采购模式，采购原料以米糠、玉米芯、麸皮、棉籽壳和啤酒糟等农业下脚料⁵为主，2022 年前五名供应商采购占比为 12.56%，采购来源较为分散。2022 年以来，米糠、麸皮及大豆皮受养殖业景气度上升，主要饲料厂商采购需求旺盛等影响，价格不断上升；玉米芯及啤酒糟采购价格则分别受糠醛价格和啤酒终端需求变化影响而有所波动。整体来看，公司主要食用菌产品销售量价齐升，上下游客户均较为分散，在上游原料价格上涨的情况下，对下游客户议价能力较为有限且农产品调价存在一定限制，资源控制力较弱，未来上下游产品价格波动对其经营及盈利空间的影响仍有待观察。

图 1：近年来公司主要产品分渠道销售情况


资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 2：公司主要原材料采购情况


资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司不断扩大食用菌产能布局，在建及拟建项目尚需投资规模较大，未来或面临一定资本支出压力。

近年来，公司不断扩大食用菌产能布局，2023 年 3 月 28 日及 4 月 19 日分别发布公告，称其计划在广西贵港和江苏淮安设立子公司，建设年产 19.5 万吨雪榕食用菌现代农业产业园项目和雪榕现代食品产业项目（日产 200 吨金针菇项目、豆制品或菇丸子项目）。未来，上述项目若顺利建成投产，公司产能将进一步提升，并进一步优化全国产能布局，巩固行业地位。截至 2023 年 3 月末，公司主要在建及拟建项目计划总投资 26.34 亿元，未来两年拟计划投入 17.30 亿元，投入规模较大，公司或面临一定资本支出压力。同时，我国食用菌产品产能不断扩大，市场竞争日益加剧，未来或存在供需失衡及产能过剩风险，需对公司后续新增产能的市场消纳情况保持

³ 真姬菇产能利用率小幅下降系新增产能尚未完全释放所致。

⁴ 金针菇等菇类在深秋、冬季以及春节前后消费场景较多，消费量较大，因此每年第一季度、第四季度，产品价格及利润相对较高，而第二季度、第三季度由于新鲜蔬菜品类丰富、供应充足，火锅、麻辣烫等消费场景应用少，产品价格相对较低。

⁵ 2022 年原材料成本占食用菌生产成本的 37.10%。

关注。

表 3: 截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目情况 (万元、吨)

在建项目名称	日产能	计划总投资	2023 年 3 月末已完成 建设投资	2023 年 4-12 月 计划建设投资	2024 年计 划投资	预计完工时 间
甘肃雪榕食用菌精准扶贫产业 园项目二期建设工程	65	23,420.09	9,495.33	3,000.00	-	2023.5
合计	--	23,420.09	9,495.33	3,000.00	-	--
拟建项目名称	日产能	计划总投资	2023 年 3 月末已完成 建设投资	2023 年 4-12 月 计划建设投资	2024 年计 划投资	预计完工时 间
日产 200 吨金针菇项目、豆制 品或菇丸子项目 (一期项目)	200	120,000.00	-	20,000.00	30,000.00	2024
年产 19.5 万吨雪榕食用菌现代 农业产业园项目	540	120,000.00	-	50,000.00	70,000.00	2024.12
合计	--	240,000.00	-	70,000.00	100,000.00	--

注: 部分项目实际投资情况与计划投资情况存在一定差异。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为, 雪榕生物主要产品量价齐升令其营收规模有所回升, 盈利能力有所恢复, 但计提部分固定资产减值损失等因素令其资产规模有所波动; 负债规模持续下降, 债务期限结构较优, 但财务杠杆仍处于较高水平; 经营获现能力回升令其偿债能力有所改善, 货币等价物可对短期债务形成有效覆盖。

2022 年, 主要产品销售量价齐升令公司营收规模同比增长, 一定规模的资产减值损失仍对利润形成较大侵蚀, 当年仍有较大规模亏损; 2023 年一季度盈利能力有所恢复, 经营实现扭亏为盈, 未来仍需对其盈利稳定性保持关注。

跟踪期内, 金针菇等主要产品销售量价齐升带动公司营业收入及毛利率均同比增长; 杏鲍菇受需求端不景气、原材料价格上涨下单位成本偏高以及生产波动下单产、品级率低等影响, 导致杏鲍菇产品 2022 年仍呈亏损状态, 但 2023 年一季度, 随着品级率及销售价格的提升, 杏鲍菇已实现扭亏。2022 年收入规模增加以及费控能力提升等带动公司经营业务利润扭亏为盈, 但计提较大规模的资产减值损失⁶仍对利润形成较大侵蚀, 当年仍有 3.94 亿元净亏损。2023 年一季度, 受益于产品销售价格大幅上涨, 公司当期实现扭亏, 整体盈利水平有所恢复。从经营稳定性来看, 受 2021 年以来营业利润较之前年度出现较大幅度下降影响, 近五年来公司营业利润率⁷水平波动较大, 经营稳定性指标有所弱化, 未来公司盈利稳定性需持续关注。

表 4: 近年来公司主要板块收入和毛利率构成 (亿元、%)

项目	2020		2021		2022		2023.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
金针菇	16.26	28.58	14.43	7.89	16.31	12.37	6.16	40.04
真姬菇	3.73	-0.08	3.71	6.42	3.97	8.48	1.43	34.76
杏鲍菇	1.46	6.87	1.74	-21.60	2.05	-9.04	0.55	12.66
香菇	0.20	-56.80	0.20	-28.36	0.26	23.55	0.04	52.72
其他	0.37	--	0.65	--	0.62	--	0.24	--
营业总收入/营业毛利率	22.02	21.84	20.73	5.11	23.20	10.70	8.42	38.01

注: 各分项加总数与合计数不一致, 系四舍五入所致; 其他收入主要为销售培养基、材料及租赁等。

⁶ 主要系对固定资产、存货、无形资产等计提的减值损失。

⁷ 2018~2022 年营业利润率分别为 7.46%、10.46%、10.61%、-16.71%和-16.17%, 营业利润率计算公式为营业利润/营业总收入*100%。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.1~3
期间费用合计	2.52	2.46	2.24	0.84
期间费用率	11.43	11.86	9.66	9.99
经营性业务利润	2.42	-1.44	0.20	2.33
资产减值损失	0.12	1.96	4.00	-
利润总额	2.22	-3.56	-3.81	2.34
净利润	2.25	-3.51	-3.94	2.33
EBIT	3.06	-2.60	0.35	--
EBITDA	6.37	0.64	3.86	--
总资产收益率	--	-5.82	0.84	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，计提一定规模的固定资产减值损失令公司资产规模有所波动；负债规模持续下降，债务期限结构较优；所有者权益规模波动增长，财务杠杆有所下降，但仍处于较高水平。

2022 年以来，公司资产规模有所波动，但以固定资产等非流动资产为主的资产结构保持稳定，其中，计提一定规模的折旧和减值损失导致 2022 年末固定资产有所下降。流动资产方面，跟踪期内，购买部分结构性存款令交易性金融资产规模阶段性增加；原材料价格持续上涨及产量提升使得在产品规模增加等令存货规模持续扩大；理财产品到期赎回及经营性现金流入增加等令 2023 年 3 月末货币资金大幅增长，其中有 0.05 亿元使用受限，受限比例较低。公司负债以总债务为主，且长期债务占比较大，债务结构良好；随着对到期债务的偿付，2022 年以来公司总债务规模有所下降。权益方面，2022 年成功向特定对象发行 A 股股票等事项令公司股本及资本公积⁸有所增长，但经营亏损仍导致其所有者权益同比小幅下降；2023 年 3 月末，受益于盈利能力有所恢复所产生的利润积累，公司所有者权益有所回升，财务杠杆有所降低，但仍处于较高水平。

表 6：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

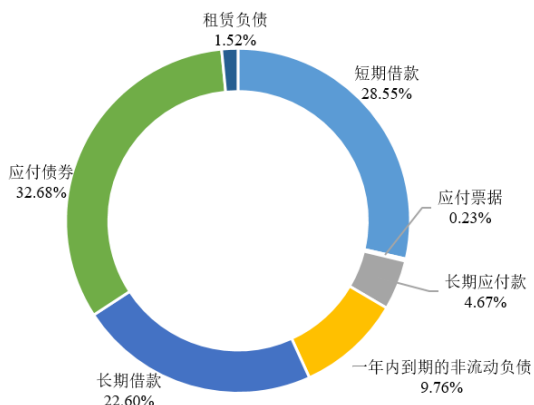
	2020	2021	2022	2023.1~3
货币资金	7.60	3.41	3.64	7.01
交易性金融资产	-	-	2.70	-
存货	3.83	3.84	4.43	5.07
固定资产	26.78	27.70	24.99	24.83
无形资产	2.57	3.28	2.22	2.21
总资产	45.93	43.37	40.72	42.50
总负债	25.69	26.86	24.46	23.81
短期债务	8.88	10.27	7.71	6.89
总债务	20.09	20.56	18.76	17.87
股本	4.42	4.42	5.03	5.03

⁸ 1、公司于 2022 年 3 月 4 日向特定对象发行 A 股股票，募集资金总额 3.98 亿元（主要用于“安徽雪榕食用菌产业园项目-安徽雪榕杏鲍菇工厂化项目”和偿还银行贷款及补充流动资金；2023 年 4 月 26 日，公司发布《关于变更向特定对象发行股票募集资金投资项目的公告》称，其计划将用于“安徽雪榕食用菌产业园项目-安徽雪榕杏鲍菇工厂化项目”建设的全部募集资金 2.68 亿元及其对应利息及资金管理收益用于“年产 12 万吨食用菌现代农业产业园项目”建设），扣除发行有关费用（不含税）0.11 亿元后，实际募集资金净额为 3.87 亿元，其中增加股本 0.66 亿元，增加资本公积 3.22 亿元；2、公司于 2022 年 4 月 26 日召开第四届董事会第三十三次会议和第四届监事会第十六次会议，鉴于“2020 年限制性股票激励计划”中 17 名激励对象已离职不再具备激励资格、150 名激励对象因“2020 年限制性股票激励计划”首次授予部分、暂缓授予部分第二个解锁期公司层面业绩不达标而不符合解除限售条件，同意对“2020 年限制性股票激励计划”中 167 名激励对象所持已获授但尚未解锁的 455.6 万股限制性股票予以回购注销。上述已授予尚未解锁的限制性股票的回购注销手续已于 2022 年完成，减少股本 0.05 亿元，减少资本公积人民币 0.14 亿元，减少库存股人民币 0.18 亿元。

资本公积	4.84	4.72	7.54	7.64
未分配利润	9.94	6.30	3.42	5.65
所有者权益合计	20.25	16.52	16.26	18.70
资产负债率	55.93	61.92	60.07	56.01
总资本化比率	49.81	55.45	53.57	48.87

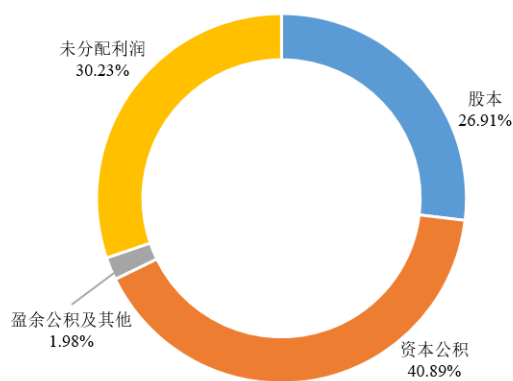
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年以来，公司经营活动净现金流维持在较好水平，盈利及经营获现能力提升令相关偿债指标有所回升，货币等价物可对短期债务形成有效覆盖。

跟踪期内，公司收现比维持较好水平，产品销售价格上涨等带动其 2022 年经营活动现金净流入规模同比增加，获现能力有所提升；项目建设的持续推进叠加购买部分理财产品使得投资活动现金维持一定规模的净流出态势。此外，定增令 2022 年筹资活动现金流转正。2023 年一季度，前期购买的结构性存款到期令投资活动现金流转正；受对到期债务陆续偿付等影响，公司筹资活动现金流转负。偿债指标方面，经营获现能力的提升加之有息债务规模下降带动公司 2022 年相关偿债指标有所增强，货币等价物对短期债务的覆盖能力提升，且于 2023 年 3 月末实现有效覆盖。

表 7：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动净现金流	5.55	2.44	3.67	2.95
投资活动净现金流	-5.24	-5.95	-4.23	1.48
筹资活动净现金流	4.62	-0.68	0.67	-1.01
收现比	1.00	1.00	1.00	0.98
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	6.78	2.67	3.85	14.25
EBITDA 利息保障倍数	7.77	0.70	4.05	--
FFO/总债务	0.29	0.10	0.20	0.64*
总债务/EBITDA	3.16	32.00	4.86	--
货币等价物/短期债务	0.86	0.33	0.81	1.01

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计为 9.20 亿元，占当期末总资产的 21.64%；其中，货币资金 0.05 亿元，固定资产 7.37 亿元，无形资产 1.63 亿元，长期应收款 0.15 亿元。同期末，公司无对外担保或影响其正常经营的重大未决诉讼。

过往债务履约情况：根据公开资料及公司提供的《企业征信报告》及相关资料，2020~2023 年 5 月末，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及利息的情况。

假设与预测⁹

假设

——2023 年，甘肃雪榕食用菌精准扶贫产业园项目二期建设工程投产，叠加下游市场需求增加令食用菌销售价格同比增长，当年公司收入同比增长，盈利能力提升。

——2023 年，雪榕生物在建及拟建项目尚需投资规模较大，总债务规模有所上升。

——2023 年，雪榕生物无重大权益性支出和其他融资工具发行计划，当年无分红计划。

——2023 年，雪榕生物收付现比保持稳定，经营获现保持较好水平。

预测

表 8：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
总资本化比率（%）	55.45	53.57	43.59~53.32
总债务/EBITDA（X）	32.00	4.86	1.97~2.43

资料来源：中诚信国际整理

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，雪榕生物资本支出压力较大，但其未使用授信额度相对充足，且作为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，其现有流动性来源可基本对未来一年资金需求形成覆盖。

公司未来资金流出主要用于债务还本付息和拟建项目建设，根据公司资金投入规划，未来一年其资金投入主要集中在广西贵港基地和江苏淮安基地项目建设，上述项目未来一年计划投资规模逾 7 亿元。受益于获现情况较好，且非受限货币资金不断增长，叠加可动用授信，截至 2023 年 3 月末公司共获得银行授信额度 26.53 亿元，其中尚未使用额度为 16.52 亿元，备用流动性相对充足。此外，作为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅。综合来看，若 2023 年公司保持良好的盈利能力及获现水平，且外部融资渠道保持通畅，未来一年公司流动性来源可基本对其未来一年资金需求形成覆盖。

表 9：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况

	一年以内	一年以上
银行融资	5.10	4.04
债券融资	-	5.84
其他（包含应付票据、一年内到期非流动负债、）	1.78	1.11

注：各分项加总数与正文中长期债务合计数不一致，系四舍五入所致。

⁹ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析¹⁰

中诚信国际认为，公司注重环境管理和食品安全，但跟踪期内人事变动较为频繁，公司治理表现有待持续关注。

环境方面，作为种植业企业，公司日常生产过程中会有废气排放。近年来，公司不断完善环境保护及防治污染相关的制度，并严格按照相关法律法规要求建设防治污染相关的设施，持续加强环保设施运维管理，定期开展环保设施运行状态检查，近三年来，未收到相关环保处罚。此外，食用菌属于食用性农产品，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，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，并会对公司整体收入及运营造成较大影响；近三年，公司未发生一般事故以上的安全生产事故和食品安全问题。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。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系十分健全；人事变动方面，2022 年以来公司人事变动频繁，且涉及多位董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。治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。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》的规定设立了股东大会、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。战略规划方面，作为我国食用菌领域龙头企业，公司将进一步发挥规模化优势，积极巩固和开拓全国及东南亚市场；同时，持续提升菌种的培育、种植技术，持续优化工厂化种植的技术水平，加大食用菌新产品的开发力度，巩固公司在行业内的优势和竞争力。

表 10：高管人员变动情况

变动日期	姓名	职务	辞职原因	相关职务最新任命情况
2022.4.12	郭伟	董事	因个人原因辞职	聘任，时任董事长杨勇萍为公司总经理聘任，时任总经理陈新为公司副总经理，并辞去公司总经理职务
2022.4.26	陈雄	董事、财务总监	因个人原因辞职	提名陆勇和徐郡为会非独立董事候选人
2022.4.26	韦焯	独立董事	任职时间将满 6 年	提名李学尧为独立董事候选人
2022.11.11	陈新	董事、副总经理	因个人原因辞职	--
2022.11.28	--	--	--	提名郭伟为公司非独立董事候选人
2023.2.13	徐郡	董事	因个人原因辞职	提名李杰为公司非独立董事候选人

资料来源：中诚信国际整理

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，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。

¹⁰ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

同行业比较

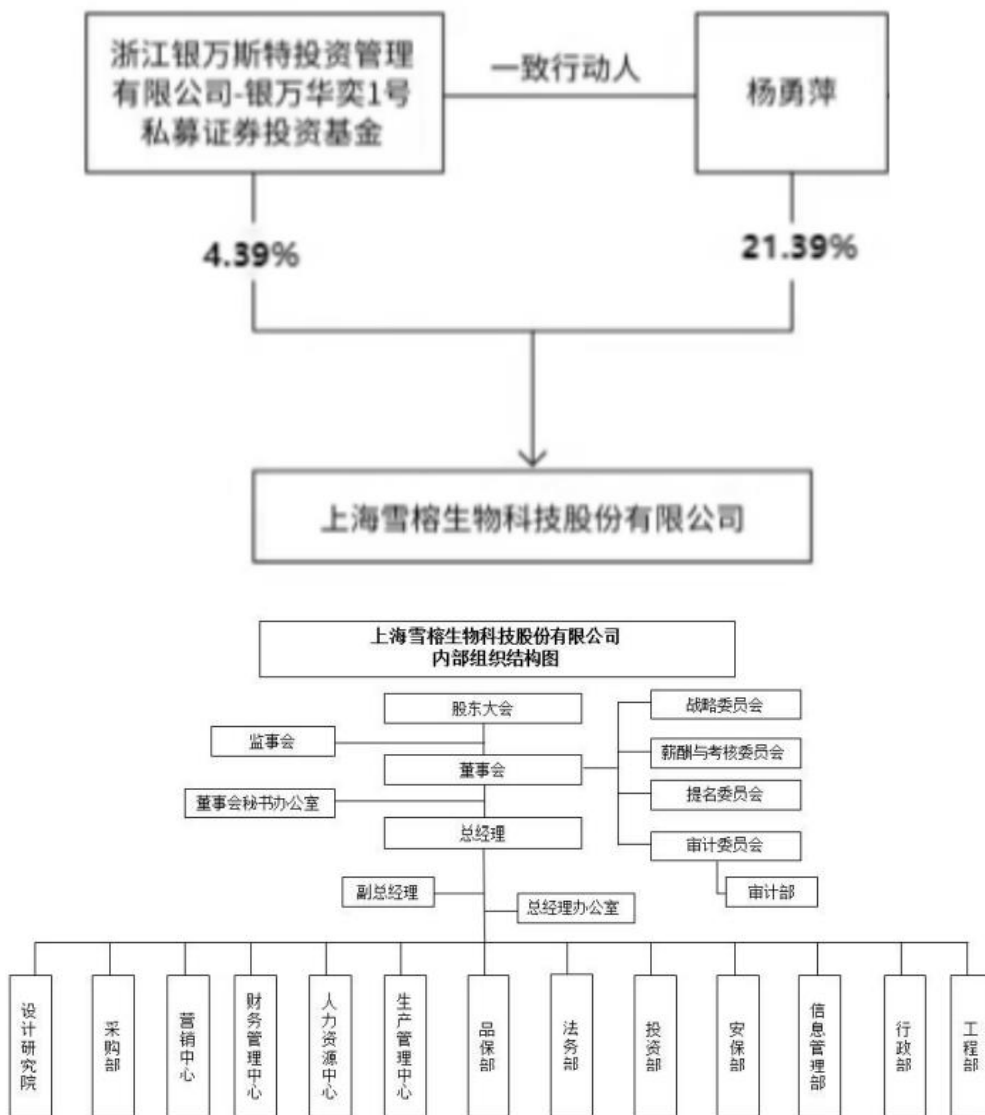
中诚信国际选取了甘肃农垦作为雪榕生物的可比公司，甘肃农垦主营种植业、畜牧养殖业、工业等，而雪榕生物主营食用菌种植业，均有种植业务，两家企业具备一定可比性。

中诚信国际认为，雪榕生物食用菌产能位列全国第一，专注于食用菌种植使其在细分领域具备较强规模优势和竞争实力；与此相比，甘肃农垦拥有种植业、畜牧养殖业、工业等多元化的业务结构，有助于其抵御单一业务波动风险。财务方面，雪榕生物收入及资产规模较小，但经营获现能力更强，同时雪榕生物为 A 股上市公司，较为畅通的股权融资渠道使得其财务杠杆水平低于可比企业。

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”的信用等级为 **AA⁻**。

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 2023 年 3 月末）



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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
货币资金	75,989.19	34,076.88	36,382.31	70,086.59
应收账款	2,379.19	2,885.65	2,902.06	4,240.52
其他应收款	2,751.28	1,888.58	5,012.69	1,980.99
存货	38,264.60	38,408.46	44,327.51	50,726.32
长期投资	1,349.24	3,261.07	2,145.67	2,140.60
固定资产	267,846.41	277,039.39	249,928.87	248,303.34
在建工程	12,205.83	15,174.09	6,828.42	13,445.29
无形资产	25,657.74	32,838.26	22,171.89	22,112.02
资产总计	459,349.60	433,744.27	407,203.21	425,035.43
其他应付款	24,861.85	29,886.11	24,039.61	26,615.05
短期债务	88,812.20	102,678.48	77,108.98	68,853.42
长期债务	112,131.33	102,906.45	110,460.58	109,831.75
总债务	200,943.53	205,584.93	187,569.56	178,685.17
净债务	124,954.33	171,708.04	152,087.43	109,098.57
负债合计	256,898.09	268,558.21	244,619.87	238,074.24
所有者权益合计	202,451.51	165,186.06	162,583.34	186,961.18
利息支出	8,196.51	9,127.14	9,532.41	2,072.34
营业总收入	220,218.59	207,312.90	232,043.20	84,241.13
经营性业务利润	24,215.97	-14,397.61	1,979.78	23,320.99
投资收益	401.11	100.77	887.23	111.13
净利润	22,505.19	-35,115.39	-39,411.55	23,331.26
EBIT	30,598.16	-25,997.56	3,528.21	--
EBITDA	63,682.43	6,425.51	38,559.15	--
经营活动产生的现金流量净额	55,546.58	24,406.22	36,713.33	29,528.77
投资活动产生的现金流量净额	-52,357.94	-59,469.86	-42,320.59	14,827.71
筹资活动产生的现金流量净额	46,190.41	-6,849.76	6,709.94	-10,077.19
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
营业毛利率（%）	21.84	5.11	10.70	38.01
期间费用率（%）	11.43	11.86	9.66	9.99
EBIT 利润率（%）	13.89	-12.54	1.52	--
总资产收益率（%）	--	-5.82	0.84	--
流动比率（X）	0.89	0.54	0.92	1.05
速动比率（X）	0.61	0.31	0.58	0.64
存货周转率（X）	4.50	5.13	5.01	4.39*
应收账款周转率（X）	92.56	78.75	80.18	94.35*
资产负债率（%）	55.93	61.92	60.07	56.01
总资本化比率（%）	49.81	55.45	53.57	48.87
短期债务/总债务（%）	44.20	49.94	41.11	38.53
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	0.24	0.09	0.16	0.64*
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.55	0.19	0.40	1.66*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	6.78	2.67	3.85	14.25
总债务/EBITDA（X）	3.16	32.00	4.86	--
EBITDA/短期债务（X）	0.72	0.06	0.50	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	7.77	0.70	4.05	--
EBIT 利息保障倍数（X）	3.73	-2.85	0.37	--
FFO/总债务（X）	0.29	0.10	0.20	0.64*

注：1、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明；
 2、中诚信国际债务统计口径包含公司长期应付款中的带息债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
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+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
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
应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
存货周转率	营业成本/存货平均净额
现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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)
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
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-非经常性损益调整项
EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
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
EBIT 利润率	EBIT/营业收入
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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)
EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：1、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；2、个体信用评估：通过分析受评主体的经营风险和财务风险，在不考虑外部特殊支持情况下，对其自身信用实力的评估。特殊支持指政府或股东为了避免受评主体违约，对受评主体所提供的日常业务之外的任何援助。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn