



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪124号

梅花生物科技集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“梅花生物科技集团股份有限公司2015年公司债券（第一期）”和“梅花生物科技集团股份有限公司2015年公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持上述债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年五月二十二日

梅花生物科技集团股份有限公司 2015年公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2018）

债券名称	梅花生物科技集团股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）		
债券简称	15 梅花 01		
债券代码	122422.SH		
发行规模	15 亿元		
存续期限	2015/07/31~2020/07/31（附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权）		
上次评级时间	2017/04/27		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

债券名称	梅花生物科技集团股份有限公司 2015 年公司债券（第二期）		
债券简称	15 梅花 02		
债券代码	136012.SH		
发行规模	15 亿元		
存续期限	2015/10/30~2019/10/30		
上次评级时间	2017/04/27		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

概况数据

梅花生物	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	85.60	92.97	93.60	96.14
总资产（亿元）	181.69	169.83	171.02	177.40
总债务（亿元）	75.06	60.42	61.54	63.27
营业总收入（亿元）	118.53	110.93	111.32	32.07
营业毛利率（%）	20.33	25.35	25.81	23.95
EBITDA（亿元）	22.39	26.61	28.50	-
所有者权益收益率（%）	5.21	11.48	12.78	10.54*
资产负债率（%）	52.89	45.26	45.27	45.81
总债务/EBITDA（X）	3.35	2.27	2.16	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.06	9.74	11.24	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、标“*”数据经过年化处理。

基本观点

2017 年梅花生物科技集团股份有限公司（以下简称“梅花生物”或“公司”）收入规模与上年基本持平，当年核心原料玉米价格走低，加之政府补贴的补充，以及精细化运营管理、降本增效措施效果的显现，公司当年毛利率表现良好，整体盈利能力较强，运营情况较为稳健。但同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司吉林白城项目资本支出需求增加、玉米价格看涨以及环保政策趋严等因素或将对公司信用水平产生一定影响。

综上，中诚信证评维持梅花生物主体信用等级为 AA⁺，评级展望稳定；维持“梅花生物科技集团股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）”、“梅花生物科技集团股份有限公司 2015 年公司债券（第二期）”信用等级为 AA⁺。

正面

- 行业地位突出，客户合作关系稳定。公司在国内生物发酵领域内地位领先，在产能规模及生产工艺等方面具备较强的竞争力。同时，公司与主要客户太太乐、联合利华、海天、普乐维美等国内外知名企业建立了良好的合作关系，客户合作关系稳定。
- 运营情况稳健，收入规模持续增长。2017 年，公司氨基酸及黄原胶产品量价齐升，推动了当年收入规模的小幅增长。2018 年 1~3 月，公司上年投产的苏氨酸新产能逐步释放，氨基酸产品销量同比增长，当期实现营业收入 32.07 亿元，同比增长 17.07%，整体运营情况稳健。
- 保持较强的盈利能力。公司经营性业务利润系利润总额的重要组成，加之包括玉米深加工补贴在内的政府补助能够对其利润形成一定补充，2017 年实现净利润 11.96 亿元，同比增长 12.08%，当年所有者权益收益率为 12.78%，整体盈利能力较强。



分析师

徐晓东 xdxu@ccxr.com.cn

郭世瑶 shyguo@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年5月22日

关注

- 关注资本支出。公司计划在吉林省白城市设立全新的子公司，项目分三期建设，其中一期用于新建 40 万吨动物营养氨基酸及其配套项目，计划总投入约 25-35 亿元，截至 2017 年末公司货币资金余额 22.77 亿元，资金较为充裕。中诚信证评仍对公司未来面临的资本支出需求及后续债务水平状况予以关注。
- 主要原燃料价格波动带来的成本控制影响。2017 年下半年以来，玉米价格强势上涨，种植面积下降及需求的恢复或将进一步支撑玉米价格的反弹，加之动力煤价格的走高，2018 年一季度，公司营业毛利率回落至 23.95%。中诚信证评关注主要原燃料价格的波动对公司最终盈利造成的影响。
- 环保政策影响。在国家环保标准不断趋严的宏观环境下，中诚信证评对公司所处的味精行业未来面临的环保合规及环保投入予以关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

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

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

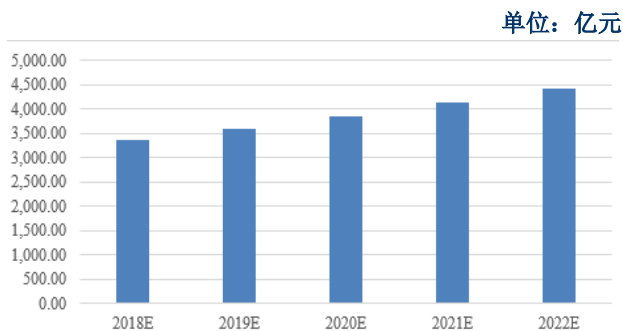
行业关注

经过多轮整合，目前我国味精行业高度集中，行业龙头在产能规模及市场竞争方面占据绝对优势，但国内味精行业整体需求增量有限

自 2008 年起我国调味品行业处于一个快速发展期，行业增速高达 30% 以上。近年来受制于行业过高的基数、较高的普及率、渗透率以及渠道下沉难度的增加，行业增速维持在 10% 左右。

中国产业信息研究网发布的《2017~2022 年中国调味品行业发展前景预测与投资战略规划研究报告》显示，2016 年我国调味品年产量达 2,533 万吨左右，其中酱油和食醋占比最大，酱油产量突破 990 万吨，其次是味精和鸡精，味精产量 230 万吨，消费量在 220 万吨左右。预计 2018~2022 年期间，我国调味品市场规模将保持平稳增长，至 2022 年，我国调味品市场规模有望达到 4,419 亿元。

图 1：2018~2022 年国内调味品市场规模预计



数据来源：三胜咨询，中诚信证评整理

味精（谷氨酸钠）是目前国内市场上常见的增鲜产品，使用历史已超过 100 年，它能够增加菜肴的色、香、味，促进食欲、补充人体需要的氨基酸及钠离子。该产品应用范围比较广泛，目前消费可以分为两类，一类是直接供应食品加工的谷氨酸钠，这部分产品约占整个谷氨酸钠市场销量的 68.8%，比如鸡精、酱油、肉制品、方便食品等；第二类是餐用及家庭消费，这部分约占整个市场销量的 31.2%，以小包装为主，因复合调味品使用方便、味道复合、风味多样，谷氨酸钠越来越多的时候以隐形消费或添加物的形式出现在消费者面前。

多年来，经过三轮整合后，我国谷氨酸钠行业已处于一个高度集中的状态，目前国内行业集中度 CR3 达到 81%，行业生产厂家主要是阜丰集团、梅

花生物和伊品生物。行业产能整合带来了中小企业的退出，但行业内大型企业仍在进行持续扩张，行业产能过剩格局进一步加剧。就需求端而言，近年来国内食品加工业增速放缓、国内餐饮消费疲软，国内味精需求增速有限。统计显示，近年来我国味精年均消费量在 220 万吨左右，需求量增长基本停滞，行业难有新增需求。

味精价格方面，我国味精行业产能大于需求，供给量对味精价格影响很大，且随着味精行业淘汰落后产能进展顺利，龙头企业对味精定价权逐渐增强。在玉米深加工补贴的影响下，2017 年上半年行业开工率持续高位维持在 70% 以上，产量 108.9 万吨，同比增长 8.1%。味精供给量的大幅增长，使得上半年味精价格屡创新低，走势疲软，产品盈利水平下降明显。总体来看，味精价格波动性较强，龙头企业对价格的控制能力将逐渐成为影响味精价格的主要因素。

图 2：2017 年上半年国内味精行业开工情况



数据来源：卓创资讯，中诚信证评整理

随着环保政策趋严，2017 年第四批中央环境保护督察组于 2017 年 8 月 7 日至 8 月 15 日陆续对吉林、浙江、山东、海南、四川、西藏、青海和新疆等实施督查进驻，味精生产企业因此多数选择停产或限产，企业开工率有所降低，只有梅花生物等少数企业未受影响。市场供给量的减少使得企业库存和销售压力有所缓解，味精价格出现大幅上涨，但延续时间有限，且高报低出、库存偏大的现象普遍。

总体来看，我国味精行业已较为成熟，在市场和产业政策两种力量的作用下，味精市场已呈现寡头垄断格局。此外，在环保标准不断趋严的行业环境下，行业内企业的环保管理水平将成为长期可持续发展的核心竞争优势。

环保督查压力使得 2017 年国内氨基酸厂家生产量阶段性下降，氨基酸市场价格有所走强，但行业整体产能仍存在过剩，市场竞争较大

根据奥特奇发布的 2017 年奥特奇全球饲料调查估计，2017 年全球饲料产量再次突破 10 亿吨，为 10.7 亿吨，相比 2016 年增长了 2.57%，其中生猪、肉鸡及奶牛养殖的饲料产量不断增加。在全球饲料产量持续增长的背景之下，2017 年我国氨基酸出口量继续大幅增加。2017 年，我国赖氨酸酯及盐出口共 37.32 万吨，同比增长 10%。

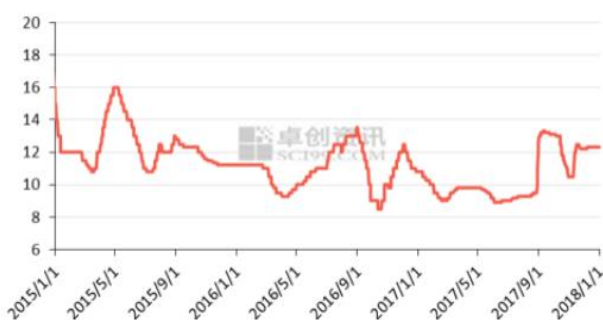
此外，自 2016 年 1 月起，历经两年的全国全覆盖环保督查对各行业均有不同程度的影响。发酵氨基酸在生产过程中的污水、废气、噪音等问题也备受关注，多数企业因此被责令整改或停产。

苏氨酸方面，目前中国依然是全球苏氨酸最大的生产地，国内苏氨酸生产企业包括梅花生物、阜丰集团和伊品生物等。中国苏氨酸出口量稳定增长，出口量约占中国苏氨酸产量的 70% 左右，2017 年全年，我国苏氨酸出口合计 39 万吨，同比增长 17.3%。2017 年第三季度由于汇率波动、环保督查、工厂停产检修等因素导致苏氨酸出现阶段性供应紧张的态势。

通过 2017 年苏氨酸价格走势可以看出，5 月之前由于国内需求受限，玉米价格持续下滑，生产成本较低，饲料中玉米添加比例相对增加，苏氨酸用量减少，价格呈持续下降态势。8 月开始，环保问题对国内氨基酸生产的阶段性影响显现，因厂家生产量阶段性下降影响，主要饲用氨基酸价格呈现走强态势。

图 3：2015~2017 年我国苏氨酸价格走势

单位：元/公斤



数据来源：卓创资讯，中诚信证评整理

赖氨酸方面，2017 年上半年，东北三省玉米深加工补贴政策的实行使得当年东北多个玉米深加工项目正式动工，预计超过半数的产能将在 2018 年底前完成，未来 80% 集中在黑龙江省。预计我国七家氨基酸工厂总计投资赖氨酸产能 140 万吨，新增产能使得国内赖氨酸产能过剩继续扩大。

我国赖氨酸生产厂家包括梅花生物、大成生化科技、伊品生物和希杰等。2017 年国内部分赖氨酸厂家提高了生产技术，多家企业产量超过设计产能，龙头企业竞争更趋激烈。

价格方面，2017 年一季度赖氨酸价格持续下滑，主要是受原材料玉米价格下滑影响，加之赖氨酸下游需求疲软，价格持续下滑；6 月初开始赖氨酸价格明显上涨，9 月份到达了全年价格的峰值，玉米价格的上涨支撑了赖氨酸的生产成本，工厂多持挺价心态，赖氨酸价格持续上涨。

图 4：2017 年我国赖氨酸价格走势



数据来源：卓创资讯，中诚信证评整理

利润方面，得益于东北三省及内蒙古玉米深加工的补贴，区域内赖氨酸生产企业补贴在 100~300 元/吨不等，加之玉米价格的走低，东北地区赖氨酸生产企业经济效益提升。

值得注意的是，根据俄罗斯联邦兽医和植物检疫监督处决定，因工厂检查问题未能达成一致，自 2017 年 9 月 20 日开始，俄罗斯禁止从中国赖氨酸工厂进口赖氨酸。根据海关统计数据，2017 年 1~9 月我国出口至俄罗斯的赖氨酸（脂及盐）53,575.25 吨，占出口总额的 18.87%，是我国赖氨酸出口最大的目的国。禁令公布后，2017 年 10~11 月，我国出口至俄罗斯的赖氨酸仅为 1,700~1,800 吨，同比缩水近 2/3。但梅花生物往年销售至俄罗斯的赖氨酸收入占比仅约为 2%，2017 年以来基本无对外出口，中俄双方关于赖氨酸进出口的贸易纠纷对其后续

业务的影响有限。

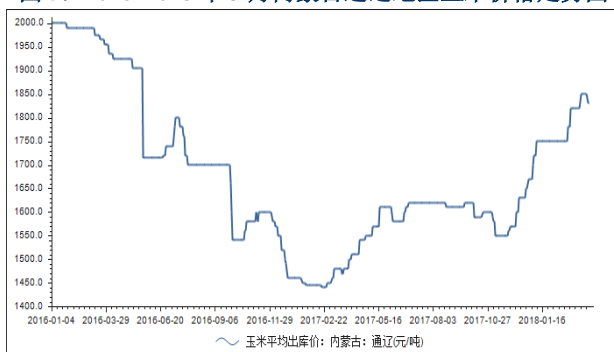
整体来看，受环保整治等因素影响，供给的收紧推动了 2017 年氨基酸价格的上涨，加之地方政府的财政补贴，行业盈利能力有所提高。但我国氨基酸行业产能整体过剩，下游需求难以提振，行业竞争日益加剧。

2017 年下半年以来，玉米价格强势上涨，种植面积下降及需求的恢复或将进一步支撑玉米价格的反弹，加之动力煤价格的走高，相关企业面临的成本控制压力加大

随着 2016 年临储收购政策取消叠加临储玉米不断抛售，国内玉米价格自 2015 年第二季以来直线下跌，2017 年第一季度产区供应宽松，市场集中上量，玉米均价再创历史新低。第二季度临储玉米投放市场，拍卖维持高成交、高溢价，玉米价格触底反弹，环比上涨 6.7%。第三季度，市场区域性供应紧张、临储成交量居高、进口谷物增加、新粮陆续上市等多种因素影响，玉米价格高位调整。第四季度新粮上市，华北地区受降雨天气影响上量推迟且粮质偏差，而东北受种植面积下降，减产及下游需求增加影响，玉米价格强势上涨。

2017 年国内玉米市场价格整体触底后持续震荡上行，短期内需求支撑下，2018 年初国内玉米价格将维持坚挺运行态势。综合来看，国内玉米种植面积虽有小幅下滑，全年玉米产量仍处于较高水平，下游深加工企业产能持续扩张，玉米燃料乙醇项目重启，新年度玉米深加工需求将出现较大幅度回升，将对后市玉米价格起到一定的支撑。

图 5：2016-2018 年 3 月内蒙古通辽地区玉米价格走势



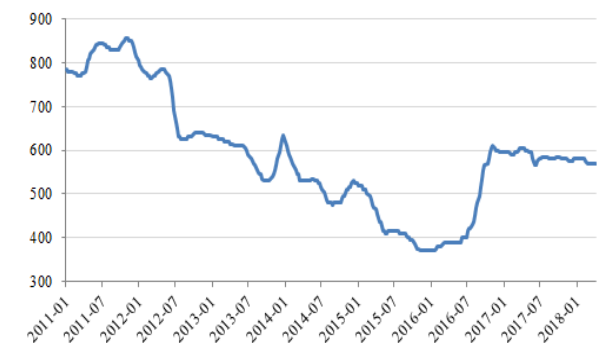
数据来源：Choice 数据，中诚信证评整理

动力煤方面，2015 年，动力煤价格总体维持下滑态势，2015 年末秦皇岛 5,500 大卡动力煤平常价

位 360 元/吨，较 2015 年初下降 30.10%。2016 年二季度以来，受煤炭供给量缩减的影响，港口动力煤价格回升，2016 年 11 月 14 日秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价位 731 元/吨，创近年来新高。2017 年上半年受抑制煤价相关政策出台影响煤价震荡下跌，但随着发电耗煤增长、电厂库存偏低以及煤炭产能释放抑制等影响，下半年动力煤价格走高，并呈高位震荡趋势。2017 年 12 月 27 日秦皇岛 5,500 大卡动力煤价格报 580 元/吨。整体来看，2017 年季节性需求以及相关因素使得煤价呈现一定波动，但总体保持在较高水平。2018 年以来，受电厂库存处于高位水平影响，煤矿库存压力加大，部分煤矿采取减产策略，煤价承压上升，2018 年 4 月 11 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤价格报 570 元/吨。

图 6：2011 年 1 月~2018 年 4 月秦皇岛动力煤价格走势

单位：元/吨



资料来源：Choice 数据，中诚信证评整理

整体而言，我国味精行业寡头竞争格局逐步形成，行业集中度高，但需求增速的放缓使得行业供需结构失衡。此外，国家玉米临储政策取消带来的成本红利逐渐消失，核心原料及动力煤价格的走高使得相关企业面临的运营压力加大。

业务运营

公司系国内最大的氨基酸生产企业之一，在产能规模、环保技术、原料采购及产品销售等方面具备较强的竞争优势。2017 年公司主要产品产能利用率较高，产销基本匹配，收入规模与上年基本持平。

公司主营产品包括动物营养氨基酸、人类医用氨基酸、食品味觉性状优化产品和其他等，产品覆盖传统农业深加工、基础化工、饲料养殖、医疗保

健和日用消费等产业。其中，动物营养氨基酸主要包括赖氨酸、苏氨酸和色氨酸等，主要作为动物饲料添加剂应用至饲料养殖行业；食品味觉性状优化产品主要为味精，多销售至食品加工企业；其他产品包括工业级与石油级黄原胶、药用胶囊和生物有机肥等。2017年，公司实现营业收入111.32亿元，同比增长0.36%，黄原胶产品需求的增长及销售单价的提升使得公司当年其他业务板块收入同比增长20.25%，在食品味觉性状优化产品业务下滑的情况下，保障了整体收入规模的基本稳定。

表 1：2016~2017 年公司营业收入变动情况

单位：亿元、%			
产品	2016年	2017年	同比增幅
动物营养氨基酸	50.20	50.80	1.20
人类医用氨基酸	3.02	3.83	26.91
食品味觉性状优化产品	47.40	44.27	-6.61
其他	9.80	11.78	20.25
合计	110.93	111.32	0.36

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产

公司在玉米深加工领域拥有完整的产业链布局，并在行业内率先取得了领先的规模优势，目前是全球范围内氨基酸综合产能最大的企业之一。公司主要产能集中在通辽和新疆两大生产基地，均配备有完整的资源综合利用一体化生产线。一方面公

司可自行供热、供电、供蒸汽并生产部分主要的化工辅料，拥有配套的硫酸厂、合成氨车间，实现了能源的阶梯式分布利用，降低了生产成本。另一方面，公司是国内产业链最长、资源综合利用率最高的生产企业之一，两大基地均处于玉米、煤炭等原料主产区，原燃料方面的区位优势使得公司具备一定成本控制能力。

公司近年来产能规模基本稳定，截至2017年末，主要产品味精、赖氨酸和苏氨酸的总产能分别为70万吨、36万吨和27万吨。在环保督查及工厂停产检修的影响下，当年国内苏氨酸供给阶段性紧张。公司近年来在环保方面的投入和管理能力的不断提升，凭借行业内领先的环保优势，2017年公司进一步扩张苏氨酸产能至27万吨，较上年增加6吨。2017年，公司主要产品味精、赖氨酸、苏氨酸产量分别为64.53万吨、32.90万吨和20.38万吨，同比分别增长-2.40%、-2.34%和6.26%，下游需求的推升及产能的扩张推升了苏氨酸产量的增长。产能释放方面，公司是国内前三的氨基酸生产企业，生产工艺及技术水平领先，整体开工率维持在较高水平。2017年公司味精和赖氨酸产能释放率分别为92.19%和91.11%，苏氨酸新增产能于2017年9月份投产，全年产能释放率有所下滑，为75.48%。

表 2：2015~2017 年公司各生产基地产能

单位：万吨						
	生产基地	味精产能	赖氨酸产能	苏氨酸产能	副产品产能	肥料产能
2015	通辽	40	6	14	30	40
	新疆	20	30	7	35	25
2016	通辽	50	6	14	30	40
	新疆	20	30	7	35	25
2017	通辽	50	6	20	30	40
	新疆	20	30	7	35	25

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

环保及节能方面，2017年在环保政策趋严的形势下，公司所有外排污染物均达标排放，排放量满足排污许可核定的许可量和总量控制指标。公司积极开展节水项目，实行废水综合利用，降耗减排，加大中水回用设施的投入，当年减排污水量达到8,400m³/d。在异味治理方面，公司当年投入资金1.5亿元，新建14个重点环保项目，引进先进环保

设施，对苏氨酸、赖氨酸、有机肥的尾气进行深度处理，对谷氨酸进行除尘系统改造及异味处理，确保在2018年全面取消厂界异味。2017年，公司环保设施运行稳定，各基地均安装了废水、废气在线监测系统，并与环保部门进行联网，方便随时监测。2017年8月，公司新疆基地顺利通过了中央环保督察组的专项检查，其通辽基地于当年10月再次被

中国生物发酵产业协会评为“节能环保示范企业”。

2017年8月，公司与吉林白城工业园区管委会签署了项目投资合同，在吉林省白城市设立全新的子公司，项目分三期建设，其中一期用于新建40万吨动物营养氨基酸及其配套项目。白城市位于吉林、黑龙江和内蒙古三省区交界处，属于玉米主产区，能够在原料供应方面与公司形成协同效应。该项目投产后，公司将成为全球最大的赖氨酸供应商，规模优势将得到进一步提升。白城项目一期计划投入约25-35亿元，中诚信证评对公司未来面临的资本支出需求及后续债务水平状况予以关注。

整体而言，公司系国内最大的氨基酸生产企业之一，技术及成本优势明显。公司近年来产能规模稳定，下游需求的提振使得苏氨酸产能及产量小幅提升，整体开工率仍维持在较高水平。此外，在国家环保标准不断趋严的宏观环境下，中诚信证评对公司未来环保面临的合规及环保投入增加影响予以关注。

采购

2017年公司业务结构较为稳定，原料供应模式及主要采购区域等亦与上年保持基本一致。公司生产原料主要为玉米、煤炭和大宗辅料，其中玉米实行就近采购原则，并根据周边市场行情变动及时调整采购价格。2017年，在产量规模基本稳定的情况下，公司玉米采购量合计267.97万吨，同比小幅增长0.45%。采购价格方面，2017年公司通辽和新疆地区的玉米价格延续了2016年以来的走低趋势，分别为1,346元/吨和1,562元/吨，同比分别下降13.44%和4.58%。2017年，公司煤炭采购量为501.86万吨，较上年增长10.40%，季节性需求以及相关政策因素使得当年煤炭价格高位震荡，公司原煤、褐煤等采购价格同比均有所提高。在种植面积下降、需求增加的态势下，国内玉米价格已逐步进入上行通道。为减少玉米价格波动带来的影响，2017年末公司加大了对玉米的备货规模，年末时点预付款项5.60亿元，同比增长398.13%。中诚信证评关注公司未来原料价格波动对其经营及业绩产生的影响。

表 3：2015~2017 年公司玉米和原煤采购量

单位：万吨

采购量	2015	2016	2017
通辽玉米	142.29	153.24	140.53
新疆玉米	125.86	113.53	127.44
玉米合计	268.15	266.77	267.97
通辽原煤	6.73	7.38	7.76
通辽褐煤	301.23	289.25	317.21
新疆原煤	122.11	119.95	131.38
新疆低钠煤	29.24	38.00	45.52
煤炭合计	459.31	454.58	501.86

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体而言，就近采购模式使得公司原料采购较为顺畅，多样化的采购渠道及集中采购的方式有利于公司控制采购成本。此外，中诚信证评关注到，原材料在公司生物发酵业务中成本占比在60%以上，玉米价格的波动或对公司业务的稳定性产生一定的影响。

销售

产品销售方面，我国味精行业长期处于产能过剩状态，近年来终端需求未能有明显改观，公司近三年味精销量持续走低，分别为70.76万吨、68.02万吨和64.56万吨。公司是国内最大的味精生产企业之一，产品质量稳定，近年来主要产品产销率均维持在90%以上。公司味精产品的主要客户包括太太乐、豪吉、大桥鸡精等味精生产企业，以及老干妈、统一和今麦郎等食品生产企业。近年来各类外卖平台的兴起使得国内方便面销量锐减，亦在一定程度上抑制了公司味精业务收入的增长。2017年，国内大豆进口量的增长一定程度上抑制了氨基酸产品的终端需求，公司当年氨基酸产品销量为58.21万吨，同比小幅减少0.70%，分销商和终端商销售占比分别约为60%和40%。同年，公司淀粉副产品销量为56.20万吨，与上年基本持平。

销售价格方面，在玉米价格逐年走低的情况下，公司味精销售价格相应下降，2017年销售均价为5,905元/吨，同比下滑4.87%。2017年以来，在苏氨酸价格持续走低的情况下，公司利用自身在苏氨酸生产方面的产能及规模优势，准确把握采购节点，拉动了苏氨酸价格的上涨。此外，较大的环保督查力度使得当年下半年国内氨基酸产能释放受

限，厂家供应量的下滑亦在一定程度上推高了氨基酸产品价格。当年，公司氨基酸产品销售均价为 8,442 元/吨，同比涨幅为 9.27%。

公司销售集中于国内，2017 年海外销售业务占比约为 28%，其中味精主要销售至东南亚国家，氨基酸类产品出口以南美洲和欧洲国家为主。

此外，为寻求多元化发展，2016 年公司投资入股西藏艾美生物疫苗技术集团有限公司（原“辽宁艾美生物疫苗技术集团有限公司”），积极拓展生物制品业务。得益于黄原胶产品产销量的提升，2017 年，公司其他业务实现收入 11.78 亿元，同比增长 20.25%。

表 4：2015~2017 年公司主要产品销售情况

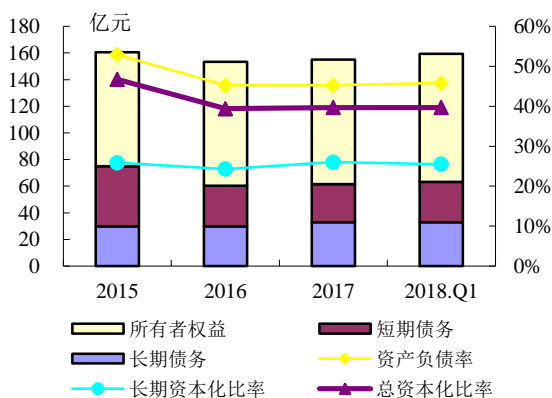
单位：吨、元/吨			
2015	味精及谷氨酸	氨基酸产品	淀粉副产品
销量	707,613	543,982	534,968
其中：国内	588,699	358,986	533,368
海外	118,914	184,996	1,600
销售均价	6,183	7,582	2,130
2016	味精及谷氨酸	氨基酸产品	淀粉副产品
销量	680,219	586,190	564,022.69
其中：国内	566,771	363,204	554,762.69
海外	113,448	222,986	9,260
销售均价	6,207	7,726	2,048
2017	味精及谷氨酸	氨基酸产品	淀粉副产品
销量	645,600.54	582,147.26	561,996.93
其中：国内	516,613.32	359,379.44	548,049.73
海外	128,987.22	222,767.82	13,947.2
销售均价	5,905	8,442	1,959

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务分析

下列分析主要基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告，以及未经审计的 2018 年一季度财务报表，所有数据均为合并口径。

图 7：2015~2018.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2017 年公司盈利情况良好，但当年大规模分配

现金股利 9.32 亿元（含税），年末所有者权益合计 93.60 亿元，同比仅小幅增长 0.68%。公司近年来产能规模稳定，吉林白城生产基地尚未进入投资密集期，加之业务运营情况良好，资产规模和负债规模基本保持稳定。2017 年末总负债规模合计 77.42 亿元，同比增长 0.72%，总资产 171.02 亿元，同比增长 0.70%。截至 2018 年 3 月末，公司总资产合计 177.40 亿元，总负债 81.27 亿元，所有者权益合计 96.14 亿元。

财务杠杆比率方面，截至 2017 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 45.27% 和 39.67%，分别同比上升 0.01 个百分点和 0.28 个百分点。截至 2018 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 45.81% 和 39.69%。整体来看，公司财务杠杆比率较为适中，财务结构稳健性较好，但随着吉林白城项目的逐步推进，中诚信证评关注公司未来债务水平的变动情况。

资产结构方面，2017 年末公司流动资产和非流

流动资产分别为 47.92 亿元和 123.10 亿元，占年末资产总额的 28.02% 和 71.98%。非流动资产系公司资产的主要构成，包括可供出售金融资产 5.64 亿元、固定资产 103.60 亿元、在建工程 2.81 亿元和无形资产 8.24 亿元等。2017 年末，公司可供出售金融资产同比增长 91.47%，主要为当年新增了对西藏艾美生物疫苗技术集团有限公司的股权投资 3.49 亿元；无形资产主要为土地使用权。公司流动资产主要由货币资金 22.77 亿元、应收账款 4.76 亿元、预付款项 5.60 亿元和存货 9.95 亿元构成。其中，公司货币资金主要为银行存款，流动性较好。公司应收账款中账龄在一年之内的占比 98.24%，当年计提坏账准备金额 511 万元，整体回收风险可控。由于玉米供应具有明显的季节性，加之 2017 年玉米价格仍维持低位，公司当年末采购规模大幅增长，年底预付款项同比增长 398.13%。公司存货主要为原材料、在产品和库存商品。

截至 2018 年 3 月末，公司流动资产合计 50.79 亿元，占总资产的比例为 28.63%，包括货币资金 21.83 亿元、应收账款 4.87 亿元、预付款项 3.91 亿元、存货 12.12 亿元和其他流动资产 5.44 亿元，其中其他流动资产主要为新增的银行理财投资。当期末，公司非流动资产合计 126.62 亿元，占总资产的比例为 71.37%，包括可供出售金融资产 6.06 亿元、固定资产 103.17 亿元、在建工程 1.20 亿元和无形资产 10.71 亿元等，公司新增吉林白城项目土地使用权，当期末无形资产同比增长 29.98%。

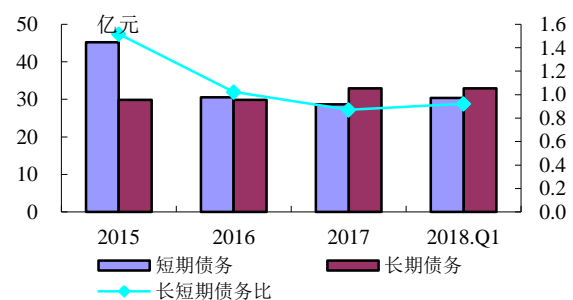
负债方面，截至 2017 年末，公司流动负债和非流动负债分别为 42.93 亿元和 34.49 亿元，占总负债的比例分别为 55.45% 和 44.55%。当年末公司流动负债分别为短期借款 27.68 亿元、应付账款 5.84 亿元、预收款项 3.19 亿元和其他应付款 2.14 亿元。公司应付账款主要为工程、设备款项和应付货款等；预收款项主要为预收货款；其他应付款主要为预提费用和保证金，2017 年公司偿还西藏谊远实业有限公司的股权转让款，年末其他应付款同比减少 39.41%。公司年末非流动负债包括长期借款 3 亿元和应付债券 29.91 亿元等，其中应付债券主要为 2015 年发行的“15 梅花 01”和“15 梅花 02”公司债

券。

截至 2018 年 3 月末，公司流动负债和非流动负债分别为 44.49 亿元和 36.78 亿元，占总负债的比例分别为 54.74% 和 45.26%。公司流动负债主要包括短期借款 30.04 亿元、应付账款 5.86 亿元、预收款项 2.15 亿元和其他应付款 2.54 亿元；非流动负债主要包括长期借款 3.00 亿元和应付债券 29.92 亿元。

债务期限结构方面，2017 年末公司总债务为 61.54 亿元，同比增长 1.87%，其中，短期债务和长期债务分别为 28.63 亿元和 32.91 亿元，长短期债务比由上年度的 1.02 下降至 0.87。截至 2018 年 3 月末，公司总债务为 63.27 亿元，长期债务和短期债务分别为 32.92 亿元和 30.35 亿元，长短期债务比为 0.92。整体而言，公司长短期债务规模相当，债务期限结构尚属合理。

图 8：2015~2018.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司整体运营情况较为稳健，近年来财务杠杆利用水平较为适中。但随着吉林白城项目逐步进入投资密集期，公司后续资本支出需求或将加大，中诚信证评对其后续债务水平情况予以关注。

盈利能力

表 5：2017 年公司营业收入及毛利率情况

单位：亿元、%		
业务名称	营业收入	毛利率
动物营养氨基酸	50.80	29.53
人类医用氨基酸	3.83	29.27
食品味觉性状优化产品	44.27	20.11
其他	11.78	29.01
合计	111.32	25.81

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

动物营养氨基酸和食品味觉性状优化产品是

公司主要的收入构成。2017年，公司动物营养氨基酸业务实现收入50.80亿元，同比增长1.20%；食品味觉性状优化产品方面，谷氨酸钠产品销量的减少及销售价格的下降导致该业务当年收入同比下滑6.61%，为44.27亿元；2017年，公司黄原胶产品销量同比大幅增长，带动了其他板块业务收入同比增长20.25%至11.78亿元。2017年，公司实现营业收入111.32亿元，同比增长0.36%。2018年1~3月，公司上年投产的苏氨酸新产能逐步释放，味精、苏氨酸和赖氨酸销量相比上年同期均有所增长，当期实现营业收入32.07亿元，同比增长17.07%。

毛利率方面，作为公司的核心原材料，2016年以来玉米价格的低位运行使得公司近两年初始业务获利空间相对较大。此外，得益于公司精细化运营管理及降本增效措施的落实到位，2017年营业毛利率为25.81%，同比小幅提高0.46个百分点。2018年一季度，玉米价格同比呈现一定上涨，当期公司营业毛利率为23.95%，较上年全年毛利率下降1.86个百分点。

期间费用方面，2017年公司期间费用合计15.88亿元，三费收入比为14.27%，同比小幅下降。具体来看，当年公司销售费用8.79亿元，同比增长6.12%，系受苏氨酸、黄原胶等产品销量增加带来的运费增加影响。公司管理费用4.32亿元，同比减少23.08%，公司当年咨询费等中介费用有所减少，且上年部分税费在管理费用列示、本年度均列示于税金及附加科目之中。公司财务费用2.77亿元，同比增长16.31%，主要为汇兑损益的增加。2018年1~3月，公司销售费用、管理费用和财务费用分别为2.47亿元、1.20亿元和0.84亿元，三费收入比为14.05%。

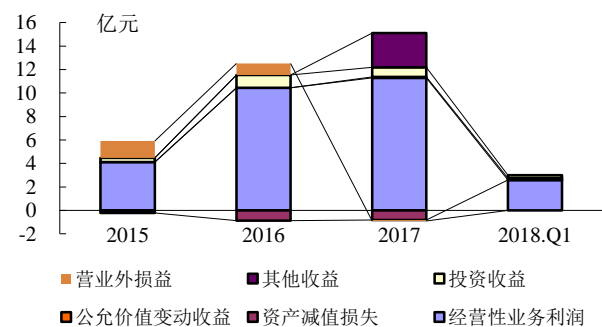
表 6：2015~2018.Q1 公司期间费用分析

项目	单位：亿元、%			
	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	8.82	8.59	8.79	2.47
管理费用	5.46	5.61	4.32	1.20
财务费用	5.20	2.38	2.77	0.84
三费合计	19.48	16.28	15.88	4.51
营业收入	118.53	110.93	111.32	32.07
三费收入占比	16.44	14.68	14.27	14.05

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2017年会计政策变更后，公司将与企业日常活动相关的政府补助计入“其他收益”科目，将与企业处置持有待售资产、固定资产、无形资产相关的收益计入“资产处置收益”。2017年，公司利润总额包括经营性业务利润11.30亿元、投资收益0.81亿元和其他收益2.93亿元。公司投资收益主要为理财产品收益；2017年，公司取得玉米深加工补贴以及企业生产发展基金等政府补贴合计2.93亿元，较上年增加2.02亿元，对当年利润总额形成较大补充。公司当年取得利润总额14.23亿元，最终实现净利润11.96亿元，保持较强的盈利能力。

图 9：2015~2018.Q1 公司利润总额构成

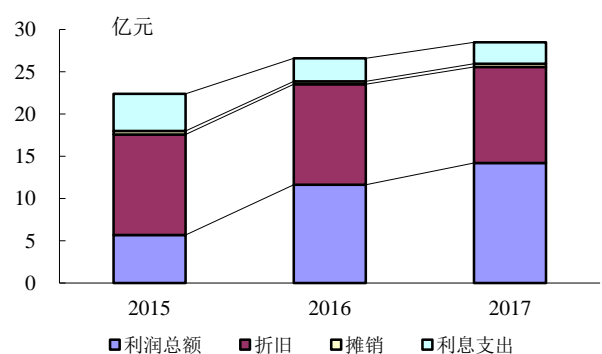


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2017年公司营业收入规模保持平稳，核心原料采购均价较上年走低，毛利率水平小幅提升，加之政府补贴的补充，公司整体盈利表现较好。

偿债能力

图 10：2015~2017 年公司 EBITDA 结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、固定资产折旧和利息支出构成，其中利润总额和折旧是 EBITDA 的重要构成部分。2017年，公

司 EBITDA 同比增长 7.09% 至 28.50 亿元，年末总债务/EBITDA 为 2.16 倍，较上年下降 0.01 倍；EBITDA 利息倍数为 11.24 倍，较上年提高 1.49 倍。整体来看，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度有所增强。

表 7：2015~2018.Q1 公司部分偿债能力指标

财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
总债务（亿元）	75.06	60.42	61.54	63.27
EBITDA（亿元）	22.39	26.61	28.50	-
资产负债率（%）	52.89	45.26	45.27	45.81
长期资本化比率（%）	25.84	24.31	26.01	25.51
总资本化比率（%）	46.72	39.39	39.67	39.69
EBITDA 利息倍数(X)	5.06	9.74	11.24	-
总债务/EBITDA (X)	3.35	2.27	2.16	-
经营性净现金流（亿元）	34.44	30.59	15.44	3.51
经营净现金流/利息支出 (X)	7.78	11.20	3.09	5.27
经营净现金流/总债务 (X)	0.46	0.51	0.25	0.22

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

经营性现金流方面，2017 年，为减少原材料价格波动对盈利带来的影响，公司年末时点玉米备货规模同比增长，预付材料款规模相应增加，导致当年购买商品、接受劳务支付的现金项目有所增长，全年经营活动产生的现金流量净额为 15.44 亿元，同比减少 49.52%。2017 年，公司经营净现金流/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.25 倍和 6.09 倍，同比分别下滑 0.26 倍和 5.11 倍，但仍能够对债务本息形成一定保障。

财务弹性方面，公司与多家金融机构建立了良好的合作关系，间接融资渠道通畅。截至 2017 年末，公司获得授信额度总计 105.12 亿元，其中尚未使用的授信额度 73.79 亿元，备用流动性较为充足。此外，公司系 A 股上市公司，资本市场可作为公司重要的筹资来源。整体来看，公司融资渠道通畅，具备良好的财务弹性。

对外担保方面，截至 2017 年末，公司无对外担保；对子公司的担保余额为 7.84 亿元，占当年末公司净资产的比例为 8.38%，或有负债风险较小。

截至 2017 年末，公司重大诉讼、仲裁事项如下所示：

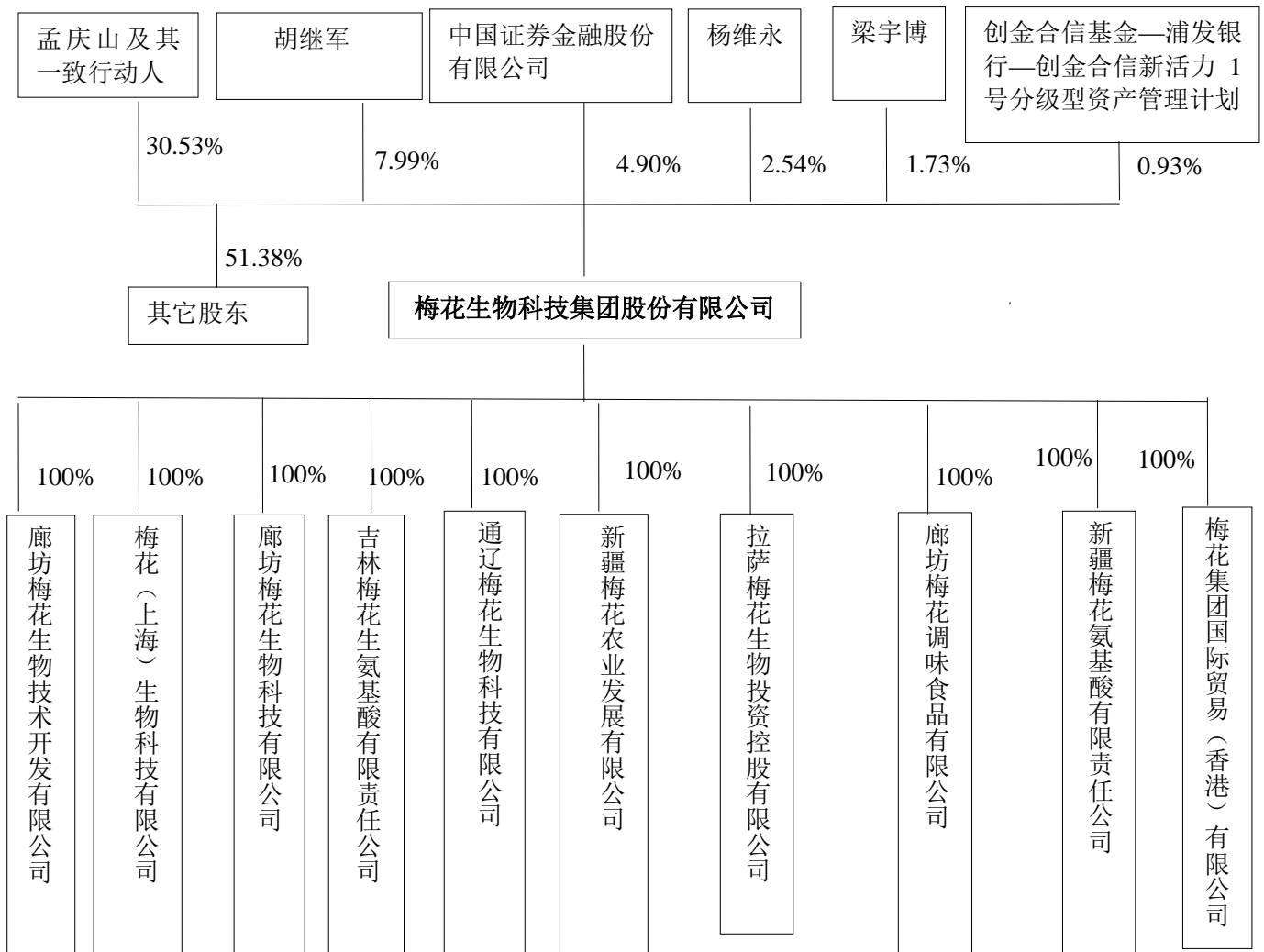
1、公司原全资子公司大连汉信生物制药有限公司（以下简称“大连汉信”）涉及 3 宗未了的诉讼。2015 年 3 月，原告袁玺雯向云南省昆明市中级人民法院提起诉讼，诉讼请求为判令被告庄恩达立即偿还所欠原告借款本金 2,950 万元及相关利息，并判令大连汉信、云南天素实业有限公司、北京天素绿色实业有限公司等为被告庄恩达的前述债务向原告承担连带责任。2、2015 年 4 月 20 日，原告袁玺雯向云南省昆明市中级人民法院提起诉讼，诉讼请求为判令被告庄恩达立即偿还所欠原告借款本金 2,428 万元及相关利息，并要求判令大连汉信和昆明阳光基业股份有限公司为被告庄恩达的前述债务向原告承担连带担保责任。2017 年 11 月 22 日，云南省高级人民法院分别出具（2017）云民终 756 号民事判决书和（2017）云民终 755 号民事判决书，要求公司承担上述两件借款纠纷案的连带责任。3、2017 年 11 月底，原告富滇银行昆明百大支行向大连市中级人民法院提起诉讼，诉请判令被告大连汉信、昆明阳光基业股份有限公司向原告履行代为清偿义务，向原告支付借款人民币 2,285.77 万元，并由原告承担诉讼费用。目前该案尚在一审中。4、2016 年 7 月 11 日，大连汉信向河北省廊坊市中级人民法院提起诉讼，诉讼请求：“1、判决被告云南天素实业有限公司清偿欠款人民币 7,616.33 万元，被告西藏谊远实业有限公司、被告庄恩达连带承担补充赔偿责任。2、判决被告西藏谊远实业有限公司给付资金占用费截至 2016 年 4 月 30 日合计 2,333.98 万元，被告庄恩达、被告云南天素实业有限公司承担连带责任”，《民事诉讼状》中将公司全资子公司拉萨梅花生物投资控股有限公司（以下简称“拉萨梅花”）列为第三人。2017 年 9 月 11 日，拉萨梅花收到廊坊市中级人民法院出具的（2017）冀 10 执 39 号履行到期债务通知书，因被执行人云南天素实业有限公司和西藏谊远实业有限公司无可执行财产，申请执行人大连汉信向法院申请执行拉萨梅花对西藏谊远实业有限公司到期债务 9,883.80 万元，随后，拉萨梅花按照上述通知要求履行了到期债务。中诚信证评将对公司上述诉讼及仲裁事项保持持续关注。

综上所述，2017 年公司产能释放程度较高，产销匹配良好，收入规模较为稳定。得益于精细化管理以及降本增效措施落实情况良好，公司当年毛利率表现较好，加之包括玉米深加工在内的政府补贴的补充，公司整体盈利情况较好，短期内仍具备很强的偿债能力。但中诚信证评仍对公司因吉林白城项目投资进度推进而面临的资本支出需求增加以及玉米价格触底反弹对未来盈利造成的影响予以关注。

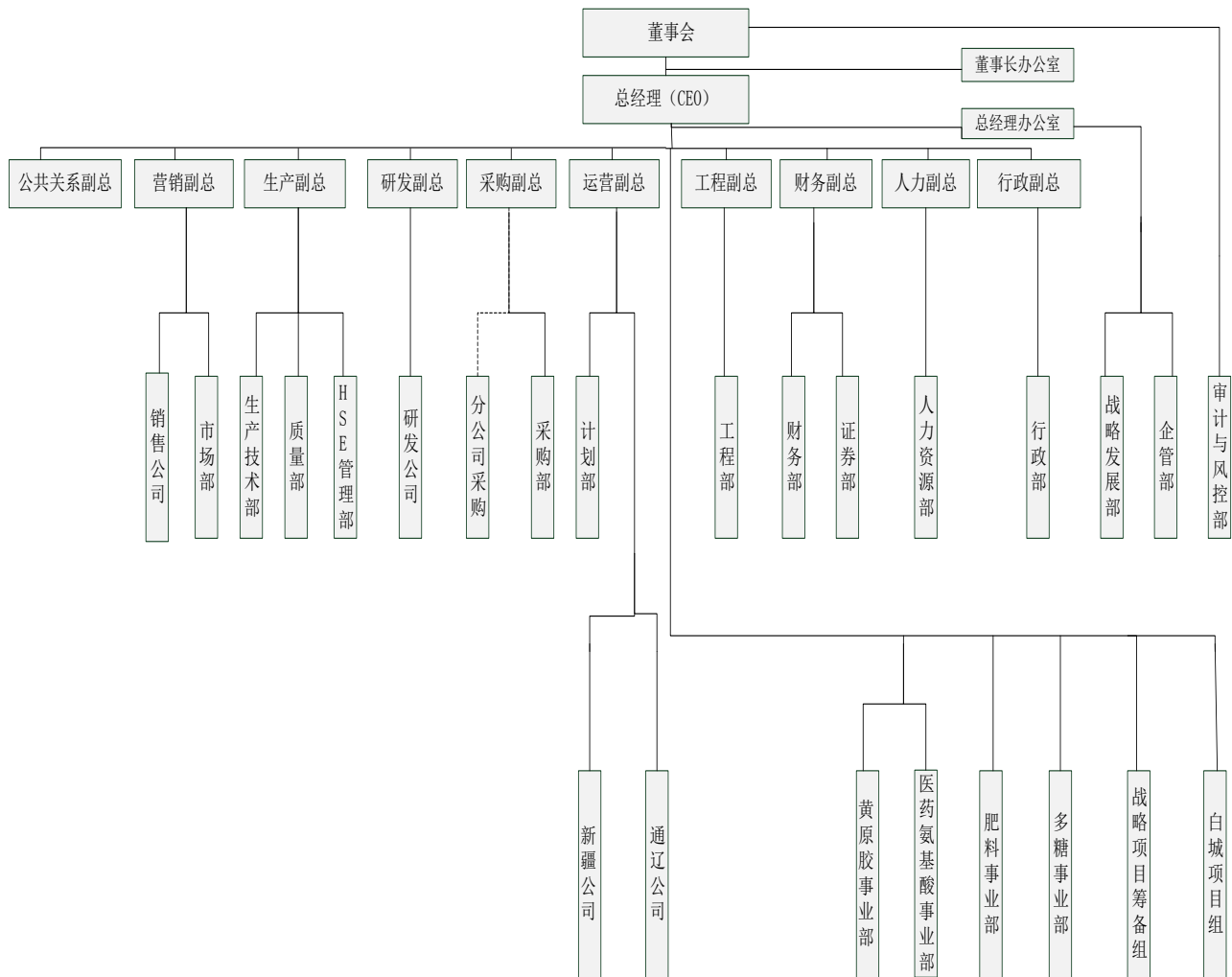
结 论

综上，中诚信证评维持梅花生物科技集团股份有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望稳定；维持“梅花生物科技集团股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）”、“梅花生物科技集团股份有限公司 2015 年公司债券（第二期）”信用等级为 **AA⁺**。

附一：梅花生物科技集团股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



附二：梅花生物科技集团股份有限公司组织架构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



附三：梅花生物科技集团股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	109,408.92	240,441.17	227,711.64	218,317.28
应收账款净额	32,462.03	37,088.92	47,557.34	48,689.99
存货净额	127,553.37	83,288.59	99,502.33	121,238.79
流动资产	502,640.72	460,918.30	479,187.71	507,889.71
长期投资	36,622.40	29,451.98	57,373.18	61,606.70
固定资产	1,150,866.91	1,091,114.51	1,035,998.59	1,031,730.77
在建工程	20,272.96	13,032.23	28,130.98	11,971.88
无形资产	75,915.94	78,352.30	82,387.33	107,085.02
总资产	1,816,949.67	1,698,301.21	1,710,191.50	1,774,040.97
短期债务	452,380.25	305,495.54	286,349.40	303,526.20
长期债务	298,267.49	298,674.53	329,099.41	329,209.05
总债务	750,647.74	604,170.06	615,448.81	632,735.25
总负债	960,998.68	768,618.43	774,151.82	812,658.85
所有者权益（含少数股东权益）	855,951.00	929,682.78	936,039.68	961,382.13
营业总收入	1,185,317.43	1,109,277.20	1,113,216.11	320,667.61
三费前利润	235,925.97	267,214.98	271,806.54	71,069.74
投资收益	3,573.52	10,907.09	8,069.02	2,543.65
净利润	44,554.74	106,716.93	119,603.69	25,342.44
EBITDA	223,852.42	266,136.09	285,002.70	-
经营活动产生现金净流量	344,403.88	305,856.90	154,410.88	35,066.37
投资活动产生现金净流量	-76,373.48	24,332.94	-53,052.01	-63,681.16
筹资活动产生现金净流量	-301,319.46	-116,550.90	-114,846.54	20,674.70
现金及现金等价物净增加额	-31,390.93	215,723.73	-15,178.13	-9,386.13
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	20.33	25.35	25.81	23.95
所有者权益收益率（%）	5.21	11.48	12.78	10.54*
EBITDA/营业总收入（%）	18.89	23.99	25.60	-
速动比率（X）	0.58	0.82	0.88	0.87
经营活动净现金/总债务（X）	0.46	0.51	0.25	0.22*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.76	1.00	0.54	0.46*
经营活动净现金/利息支出（X）	7.78	11.20	6.09	5.27
EBITDA 利息倍数（X）	5.06	9.74	11.24	-
总债务/EBITDA（X）	3.35	2.27	2.16	-
资产负债率（%）	52.89	45.26	45.27	45.81
总资本化比率（%）	46.72	39.39	39.67	39.69
长期资本化比率（%）	25.84	24.31	26.01	25.51

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、带“*”的指标经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 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

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 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 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

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 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

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

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

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（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。