

信用评级公告

联合〔2022〕5175号

联合资信评估股份有限公司通过对兄弟科技股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持兄弟科技股份有限公司主体长期信用等级为AA，维持“兄弟转债”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二十四日

兄弟科技股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
兄弟科技股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
兄弟转债	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
兄弟转债	7.00 亿元	2.65 亿元	2023/11/28

注：1. 上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；2. 可转债债券余额为截至 2022 年 3 月底数据

评级时间：2022 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构	3	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内，兄弟科技股份有限公司（以下简称“公司”）作为维生素、皮革化工细分行业的主要生产企业，在品牌、质量控制和技术研发等方面综合优势突出。2021 年，公司收入规模大幅增加，维生素产品和皮革化学品产能利用率均有提升。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司所处行业存在环保风险，原材料和产品价格受周期波动影响，以及境外销售占比高使得公司面临一定汇率波动风险等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着新建项目产能释放，公司产品种类将进一步增加，公司整体竞争力有望获得进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“兄弟转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为维生素、皮革化工细分行业的主要生产企业，综合优势突出。公司从事维生素产品和皮革化学品生产、销售已超 30 年，销售的维生素、皮革化学品市场占有率处于前列，在品牌、质量控制和技术研发等方面综合优势突出。

2. 公司收入规模大幅增加，维生素产品和皮革化学品产能利用率均有提升。2021 年，随着公司产品销量增加，公司实现营业总收入 27.33 亿元，同比增长 42.43%；公司维生素产品和皮革化学品产能利用率同比分别上升 15.73 个百分点和 17.88 个百分点。

关注

1. 国内环境保护力度不断加强，环境污染治理标准将会日趋严格。随着我国政府对环境保护力度的不断加强，未来可能会对化工生产企业提出更高的环保要求，公司或将面临环保投入进一步增加的压力。

2. 公司原材料和产品价格受行业波动影响较大。2021 年，公司医药化工业务直接材料占营业成本的比重为 74.36%，占比较高，原材料采购价格波动不利于成

分析师：蒲雅修
孙菁

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

本控制管理；公司产品销售价格波动较大，不利于保持盈利稳定。

3. **公司境外销售占比高，面临一定汇率波动风险。**2021年，公司境外销售金额为14.70亿元，同比增长42.85%；占营业总收入的比重为53.79%，同比上升0.16个百分点，面临一定汇率波动风险。

4. **公司盈利能力有待提高。**2021年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为13.12%、1.38%、0.95%，同比分别下降10.58个百分点、0.27个百分点和0.02个百分点。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产(亿元)	8.95	8.14	7.27	6.45
资产总额(亿元)	43.10	53.58	56.01	57.12
所有者权益(亿元)	23.17	30.27	29.95	31.93
短期债务(亿元)	7.38	8.06	9.94	10.35
长期债务(亿元)	7.63	8.39	8.83	8.80
全部债务(亿元)	15.01	16.45	18.76	19.15
营业总收入(亿元)	12.58	19.19	27.33	8.79
利润总额(亿元)	0.47	0.41	0.26	1.28
EBITDA(亿元)	2.44	3.39	3.57	--
经营性净现金流(亿元)	-0.94	-0.29	-0.69	-0.32
营业利润率(%)	28.38	23.70	13.12	27.27
净资产收益率(%)	1.89	0.93	0.95	--
资产负债率(%)	46.24	43.52	46.53	44.10
全部债务资本化比率(%)	39.32	35.22	38.52	37.49
流动比率(%)	136.93	140.94	129.16	141.58
经营现金流动负债比(%)	-7.93	-2.12	-4.28	--
现金短期债务比(倍)	1.21	1.01	0.73	0.62
EBITDA利息倍数(倍)	7.69	6.37	9.22	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.14	4.86	5.26	--
公司本部(母公司)				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额(亿元)	36.08	40.98	41.09	/
所有者权益(亿元)	23.82	30.55	31.43	/
全部债务(亿元)	11.38	9.55	8.52	/
营业总收入(亿元)	4.60	5.45	8.68	/
利润总额(亿元)	0.53	-0.69	0.88	/
资产负债率(%)	33.97	25.43	23.50	/
全部债务资本化比率	32.32	23.82	21.32	/
流动比率(%)	176.34	274.18	252.58	/
经营现金流动负债比(%)	-33.56	-32.27	27.75	--
现金短期债务比(倍)	0.65	1.85	0.38	/

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币; 2. 公司未披露母公司 2022 年 1-3 月财务数据; 3. 公司 2022 年 1-3 月财务数据未经审计

资料来源: 公司财务报告及提供资料, 联合资信整理

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
兄弟转债	AA	AA	稳定	2021/06/25	蒲雅修 范瑞	一般工商企业信用评级方法(V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型(打分表)(V3.0.201907)	阅读全文
兄弟转债	AA	AA	稳定	2017/05/03	王越 岳俊	一般企业信用评级方法(2017年)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受兄弟科技股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

兄弟科技股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于兄弟科技股份有限公司（以下简称“公司”或“兄弟科技”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为 2001 年 3 月成立的浙江兄弟化工有限公司，初始注册资本为 4000 万元，自然人股东钱志达、钱志明和钱雨龙分别出资 160 万元、1920 万元和 1920 万元。2006 年 9 月，公司更名为兄弟科技集团有限公司。2007 年 9 月，公司完成股份制改制，更名为现名，注册资本实收资本均增加至 8000 万元。

2011 年 3 月，公司在深圳证券交易所发行股份并上市，证券简称为“兄弟科技”，证券代码为“002562.SZ”，总股本增加至 10670.00 万股。后经过多次增资扩股，截至 2022 年 3 月底，公司总股本为 10.63 亿股，控股股东和实际控制人为钱志达先生和钱志明先生（两人为兄弟关系），持股比例分别为 24.22% 和 20.15%。其中，钱志达先生累计质押 9534.60 万股，占其持有公司股份的 37.04%，占公司总股本的 8.97%；钱志明先生累计质押 3800.00 万股，占其持有公司股份的 17.74%，占公司总股本的 3.58%。

2021 年，公司经营范围较上年未发生变化。

截至 2022 年 3 月底，公司合并报表范围内子公司合计 14 家；公司本部内设战略发展部、人力资源部、财务中心、信息技术部等职能部门。截至 2021 年底，公司在职工共 2671 人。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 56.01 亿元，所有者权益 29.95 亿元（全部为归属于母公司所有者权益）；2021 年，公司实现营业

总收入 27.33 亿元，利润总额 0.26 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 57.12 亿元，所有者权益 31.93 亿元（全部为归属于母公司所有者权益）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 8.79 亿元，利润总额 1.28 亿元。

公司注册地址：浙江省海宁市周王庙镇联民村蔡家石桥 3 号；法定代表人：钱志达。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，公司债券募集资金均按照募集说明书约定的用途使用。截至 2022 年 3 月底，公司可转债募集资金已全部使用。

截至 2022 年 3 月底，公司可转债余额 2.65 亿元。2021 年 11 月 29 日，公司完成兄弟转债利息兑付，下一付息日为 2022 年 11 月 28 日。

表 1 截至 2022 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
兄弟转债	7.00	2.65	2017/11/28	6 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增

长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，

但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30（4.95）	7.90（5.47）	4.90（4.85）	4.00（5.19）	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50（6.79）	15.90（6.95）	11.80（6.37）	9.60（6.15）	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60（2.90）	12.60（4.40）	7.30（3.80）	4.90（3.90）	9.30
房地产投资（%）	25.60（7.60）	15.00（8.20）	8.80（7.20）	4.40（5.69）	0.70
基建投资（%）	29.70（2.30）	7.80（2.40）	1.50（0.40）	0.40（0.65）	8.50
制造业投资（%）	29.80（-2.0）	19.20（2.00）	14.80（3.30）	13.50（4.80）	15.60
社会消费品零售（%）	33.90（4.14）	23.00（4.39）	16.40（3.93）	12.50（3.98）	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70（4.53）	12.00（5.14）	9.70（5.05）	8.10（5.06）	5.10

注：1. GDP数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，

出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格

¹ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计

算的几何平均增长率，下同。

剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

1. 基础化工行业

2021 年，受益于原油价格上涨及需求增加，主要化工品价格和产量同比均有所增长，化工企业经营业绩改善。同时多起重大化工事故的发生，仍将刺激政府加大对化工企业安全环保的检查力度，拥有较为完善的环保设施和安全管理体系的化工企业将会有明显优势。

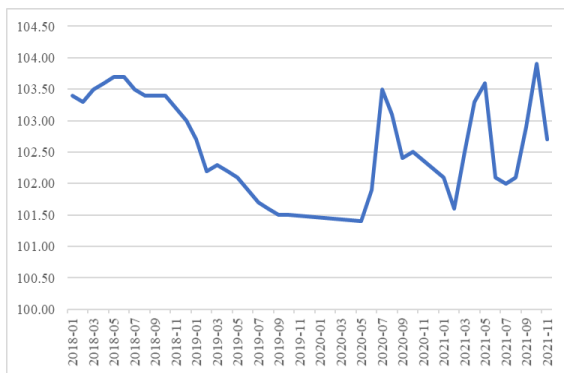
2021 年年初以来，伴随全球新冠肺炎疫苗接种速度加快以及各国陆续解除封锁措施，世界经济呈现复苏态势，石油需求大幅上升，化工行业实现收入、利润同比大幅增长，并呈现出产销两旺的良好局面，化工行业景气度上行。

从经营业绩来看，化工行业各细分领域收入同比大幅提高，盈利显著改善。根据国家统

计局关于规模以上工业企业的统计数据，2021年，石油、煤炭及其他燃料加工业实现营业收入 55398.0 亿元，同比增长 32.3%；利润总额 2678.6 亿元，同比增长 224.2%。同期，化学原料和化学制品制造业实现营业收入 82958.9 亿元，同比增长 31.1%；实现利润总额 8019.4 亿元，同比增长 87.8%。同期，化学纤维制造业实现营业收入 10262.8 亿元，同比增长 27.8%；实现利润总额 628.9 亿元，同比增长 149.2%。

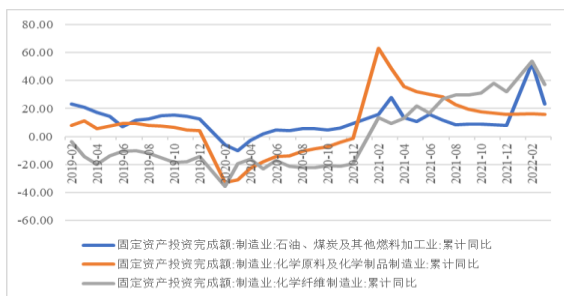
投资方面，由于2020年新冠肺炎疫情爆发，化工行业投资受到影响。随着防疫形势的好转以及市场需求的刺激，压抑的投资热情迅速释放。2021年，国内主要化工行业细分领域投资均有不同程度提高。2021年，石油和天然气开采业完成固定资产投资同比增长4.2%，上年为下降29.6%；化学原料和化学制品制造业完成投资同比增长15.7%，上年为下降1.2%；石油、煤炭及其他燃料加工业完成投资同比增长8.0%，较上年回落1.4个百分点。

图1 化工行业综合景气指数



资料来源: Wind, 联合资信整理

图2 化工行业固定资产投资完成额同比情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

对外贸易方面，得益于我国对新冠肺炎疫情的有效管控，工业短时间内迅速恢复，2021

年我国作为世界工厂的地位得到进一步的强化。2021年，国内化工相关产品进出口总额均有所增长。据海关数据显示，2021年，化学工业及其相关工业进出口（HS分类）总额 26080.88 亿元，同比增长 30.71%，其中出口（HS分类）总额 13803.26 亿元，同比增长 44.89%，进口（HS分类）总额 12277.62 亿元，同比增长 17.75%。

从生产经营情况来看，2021年，国内主要化工产品产量保持增长态势。根据国家统计局发布的数据，2021年，硫酸（折100%）产量 9382.7 万吨，同比增长 5.0%；烧碱（折100%）产量 3891.3 万吨，同比增长 6.8%；乙烯产量 2826.0 万吨，同比增长 18.3%；化学纤维产量 6709.0 万吨，同比增长 9.1%；原油加工量 7.04 亿吨，同比增长 4.3%。

2021年，随着全球范围疫情控制及恢复生产，对化工品需求的增加支撑了化工品价格。截至2021年底，CCPI化工品价格指数达到5153点，较上年底增长24.59%，主要系前期化工品内外需求较好，同时叠加原油、煤炭等上游资源价格持续走高，化工下游企业增加库存意愿较强。2021年10月中下旬，上游资源价格受国家“双控”政策影响有所回落导致化工下游企业增加库存意愿转弱，同时地产“爆雷”等事件导致化工下游需求减弱，CCPI指数呈断崖式下跌。化学工业PPI自2021年4月之后同比增长保持在10%以上，2021年12月化学工业PPI同比增长15.40%，PPI指数表现略有滞后。

主要化工产品价格走势方面，2021年，布伦特原油现货均价为70.71美元/桶，同比增长41.75%。随着原油价格上涨，化工品价格普遍上涨，涨幅较大的化工品纯碱、烧碱和硫酸等，烧碱（32%离子膜）、重质纯碱和硫酸期间涨幅分别为31.57%、50.27%和303.44%。烧碱价格在2021年8月之前小幅增长，主要系下游氧化铝和造纸行业景气提升带动烧碱价格提升，8月后能耗双控政策影响开工率下降，烧碱价格大幅增长；纯碱受光伏玻璃投产带来需求量

增加影响，价格处于上升趋势，同时受能耗双控政策影响开工率下降，价格在 8 月后迅速上涨。

行业关注方面，目前虽然环保部对基础化工行业不合规的企业实施关、停、限等措施，但是基础化工行业仍存在一些落后产能没有完全退出，一旦产品价格回升或环保核查放松，则有可能重启生产，对市场运行再次带来压力。随着我国政府环境保护力度的不断加强，可能在未来出台更为严格的环保标准，从而对化工生产企业提出更高的环保要求，或将对化工企业的生产经营带来一定的影响。

同时，从安全环保来看，2021 年初至今，化工行业安全事故频发。2021 年 1 月，河南顺达新能源科技有限公司发生生产事故，造成 4 人死亡，3 人受伤；2021 年 6 月，强兴兴化工贸易有限公司发生中毒和窒息事故，造成 8 人死亡、3 人受伤；2021 年 10 月，内蒙古中高化工有限公司生一起较大生产安全事故，造成 4 人死亡、1 人重伤、2 人轻伤；从行业环保政策来看，化工行业一直以来备受环保监管关注，对生产排放的要求高。2020 年 7 月，《石化和化工行业“十四五”规划指南》指出“十四五”期间行业将继续贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，坚持节约资源和保护环境的基本国策；持续推进危化品生产企业搬迁改造，规范化工园区的建设与发展。

未来发展方面，考虑到 2022 年美国存在货币紧缩的可能性以及 OPEC+ 存在放松减产的可能，以及在“双碳”背景下，原油需求长期被压制，预计原油价格上涨空间有限，同时，2022 年随着全球新冠疫情的缓解以及全球物流体系的恢复，部分大宗商品价格有望回落，化工企业原材料上涨压力将缓解，但“能耗双控”政策的实施和高耗能化工品电价市场化的落实，将长期推升高耗能化工品的生产成本。“双碳”目标下，国内石油化工、煤化工等传统成熟的细分领域将加大落后产能淘汰力度，具备低能耗、低碳排放的龙头企业地位将凸显。同时，

新能源材料、可降解材料等相关化工产业将面临新的发展机遇。

2. 维生素行业

2021 年以来，受新冠肺炎疫情、行业竞争、下游需求扰动等因素影响，部分维生素产品价格变动较大，其中维生素 K3 和维生素 B5 经历了一段时间的低价；受行业竞争激烈和环保标准的趋严等因素影响，行业内企业经营压力较大。

随着上世纪 90 年代的全球制造业转移，全球维生素生产逐渐集中到中国，中国维生素产量约占全球产量的 80%，产品主要用于出口，比例超过 70%。

上游方面，维生素行业上游是石油化工行业，多数为大宗生产原料提供商，维生素工业对其议价能力弱。不同的维生素对应的主要原材料差异较大，例如维生素 B1 主要原材料为盐酸乙脒，维生素 B3 为 3-甲基吡啶，维生素 K3 为重铬酸钠，原材料对维生素产品的价格传导作用较强。

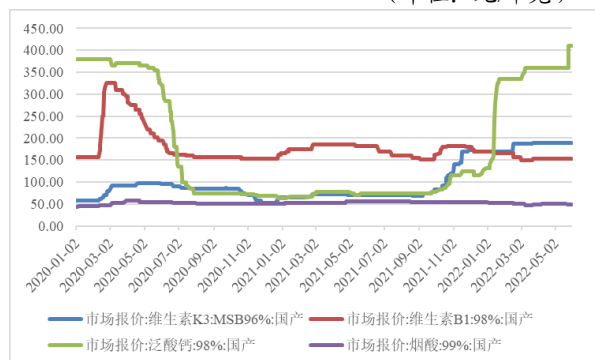
下游方面，维生素行业下游应用主要是饲料、食品、医药和化妆品，除维生素 C 和维生素 B1 以外，大部分维生素品种 60% 以上都用于饲料添加剂。维生素市场整体规模不大，但由于产品不可替代，属于刚性需求，需求较为稳定。饲料需求方面，根据全国饲料工业协会数据，2021 年，随着生猪生产加快恢复，水产和反刍动物养殖持续发展，饲料工业恢复增长。2021 年，全国饲料工业总产值 12234.1 亿元，同比增长 29.3%；实现总营业收入 11687.3 亿元，同比增长 28.8%。2021 年，全国工业饲料总产量 29344.3 万吨，同比增长 16.1%。其中，配合饲料产量 27017.1 万吨，同比增长 17.1%；浓缩饲料产量 1551.1 万吨，同比增长 2.4%；添加剂预混合饲料产量 663.1 万吨，同比增长 11.5%。

价格方面，受新冠肺炎疫情、行业竞争、下游需求扰动等因素影响，2021 年 1—9 月，维生素 K3 价格处于近年来低位。随着需求恢

复，2021年9月开始，维生素K3价格开始上涨。目前，维生素K3价格处于相对高位。2021年，维生素B1价格经历了先上涨后下跌的过程。2021年，维生素B5处于相对低位。2021年以来，维生素B3价格相对稳定。整体看，2021年以来，维生素产品价格变动较大，其中维生素K3和维生素B5经历了一段时间的低价。

图3 部分维生素产品价格变动趋势

(单位: 元/千克)



资料来源: wind

行业竞争方面，维生素产品价格波动较大，每一次大幅涨跌的过程中，行业中的生产厂商也经历着更替、兼并整合、转型升级等过程。经过较长时间的发展和磨合，目前维生素行业总体形成了寡头垄断的格局，行业集中度较高，各个细分产品中一般都存在3~5个具有垄断性的公司占据全球超过80%的市场份额。

行业关注方面，第一，环保标准的趋严对于维生素生产企业的技术水平、资金投入都提出更高要求，若企业环保不达标则可能面临被淘汰的风险。第二，由于维生素细分产品市场规模较小，易受到供给端和原材料成本的影响，造成价格波动剧烈，对企业盈利有着重大影响。第三，由于维生素产品主要用于饲料生产，且出口比例较高，需关注下游需求变化、国际贸易摩擦以及汇率波动风险。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年3月底，公司总股本为10.63

亿股，控股股东和实际控制人为钱志达先生和钱志明先生（两人为兄弟关系），持股比例分别为24.22%和20.15%。其中，钱志达先生累计质押9534.60万股，占其持有公司股份的37.04%，占公司总股本的8.97%；钱志明先生累计质押3800.00万股，占其持有公司股份的17.74%，占公司总股本的3.58%。

2. 企业规模及竞争力

公司作为维生素、皮革化工细分行业的主要生产企业，销售的维生素、皮革化学品市场占有率处于前列；在品牌、质量控制和技术研发等方面综合优势突出。

公司作为维生素、皮革化工细分行业的主要生产企业，从事维生素产品和皮革化学品的生产、销售已超30年。经过多年发展，公司的维生素产品和皮革化学品先后获得“浙江省知名商号”“浙江省著名商标”“浙江名牌产品”“浙江出口名牌”等多项称号，在行业内拥有较高的品牌知名度。公司产品具备质量稳定、品种丰富的优点，此外公司在研发方面持续投入，与客户形成了长期且稳定的合作。公司生产的维生素和皮革化学品市场占有率处于行业前列。2021年，公司研发投入1.16亿元，同比增长66.26%；占营业总收入的比重为4.24%，同比上升0.60个百分点。

公司作为主要起草者参与了多项行业国家标准的制订。公司自身及子公司江苏兄弟维生素有限公司（以下简称“兄弟维生素”）、江西兄弟医药有限公司均为国家级高新技术企业，拥有多项技术成果和发明专利。2021年，公司共获得6项发明专利授权。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91330000146733354E），截至2022年5月11日，公司无未结清的不良类和关注类信贷信息，已结清信贷信息中有2笔关注类借款，系公司控

股股东上市前持有海宁农村信用合作社股份（以下简称“海宁信用社”），向海宁信用社借款系关联方贷款，故贷款性质列入关注类。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2022 年 6 月 24 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管、董事及监事整体变化不大，主要管理制度连续，管理运作正常。

2022 年 3 月，顾菊英女士因任期届满离任独立董事一职，公司股东大会选举章智勇先生为独立董事。公司其他董事、监事及高级管理人员未发生变化。

公司主要管理制度连续，管理运作正常。

八、经营分析

1. 经营概况

2021 年，随着公司维生素产品和其他新产品销量增加，公司营业总收入大幅增长；受部分新项目产能仍处于上升阶段、原材料价格和运费价格上涨等因素影响，公司业务综合毛利率和利润总额均有所下降。2022 年 1-3 月，公司营业总收入有所增长，利润总额大幅增加。

跟踪期内，公司聚焦医药食品及特种化学品领域，其中医药食品主要包括维生素、香精香料、医药等相关产品，特种化学品主要包括皮革化学品等相关产品。

2021 年，公司实现营业总收入 27.33 亿元，同比增长 42.43%，主要系产品销量²增加所致。2021 年，公司营业成本为 23.56 亿元，同比增长 62.55%，增幅超过营业总收入增长幅度，主要系一方面部分新项目产能仍处于上升阶段，另一方面主要原材料价格和运费价格上涨所致；营业利润率为 13.12%，同比下降 10.58 个百分点。2021 年，公司利润总额 0.26 亿元，同比下降 37.17%。

从各板块收入来看，随着公司维生素产品和其他新产品销量增加，公司医药食品业务和特种化学品业务收入均大幅增长。2021 年，公司医药食品业务占营业总收入比重小幅上升；特种化学品业务占营业总收入的比重小幅下降。2021 年，公司其他业务收入占营业总收入的比重很小。

从毛利率来看，2021 年，受部分新项目产能仍处于上升阶段、原材料价格上涨和运费价格上涨等因素影响，公司医药食品业务和特种化学品业务毛利率均有所下降，同比下降分别为 14.78 个百分点和 6.14 个百分点。综合来看，公司业务综合毛利率同比下降 10.67 个百分点。

表 3 2019-2021 年公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年			
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入同比变动
医药食品	9.18	73.00	37.57	11.42	59.50	31.95	17.01	62.25	17.17	48.95
特种化学品	3.01	23.91	5.81	7.21	37.60	11.50	9.53	34.88	5.36	32.18
其他	0.39	3.09	16.32	0.56	2.90	39.17	0.78	2.87	43.35	39.29
合计	12.58	100.00	29.32	19.19	100.00	24.47	27.33	100.00	13.80	42.42

注：尾差系数据四舍五入所致
资料来源：公司提供

2022 年 1-3 月，公司实现营业总收入 8.79 亿元，同比增长 27.54%，主要系产品价格上涨和新项目产能释放所致；营业成本为 6.35 亿

元，同比增长 4.05%；营业利润率为 27.27%，同比上升 16.25 个百分点。2022 年 1-3 月，实现利润总额 1.28 亿元，同比增加 1.17 亿元。

² 2021 年，公司维生素产品产能进一步释放，“苯二酚一期工程”新项目投产，新产品收入不断增加。

2. 采购

2021年，随着维生素产品和其他新产品产量增加，公司部分原材料采购量均有所增长，其他主要原材料结合库存情况按需采购；公司主要原材料采购价格随行就市，整体采购模式未发生较大变化。

公司医药食品业务所需的主要原材料包括3-甲基吡啶、3-氰基吡啶、甲基萘、重铬酸钠、硫酸、盐酸乙脒、乙酰丁内酯、液体甲醇钠、固体甲醇钠和甲醇，辅助原材料包括硅藻土、活性炭、正丁醇、麦芽糊精、邻氯苯胺、液碱、盐酸、丙烯腈、硝酸铵等。公司铬鞣剂生产与维生素 K3 生产形成联产工艺，维生素

K3 生产过程中产生的含铬废液是铬鞣剂生产的重要原材料。

采购量方面，2021年，随着公司维生素产品和其他新产品产量增加，公司部分原材料采购量均有所增长。公司其他主要原材料结合库存情况按需采购，因部分维生素产品原材料库存较多，采购量减少。

采购价格方面，公司原材料以基础化工原料为主，采购价格随行就市。2021年，公司部分原材料采购均价涨幅较大；公司医药化工业务直接材料占营业成本的比重为74.36%，占比较高，原材料采购价格波动不利于成本控制管理。

表 4 2019 - 2021 年公司主要原材料采购情况

原材料	指标	2019年	2020年	2021年	2021年同比变动 (%)
原材料 1	采购量 (吨)	1488.96	1363.75	978.66	-28.24
	采购均价 (元/吨)	31209.13	32810.37	36939.60	12.59
原材料 2	采购量 (吨)	5697.11	6349.93	7839.65	23.46
	采购均价 (元/吨)	24880.14	27336.27	29777.88	8.93
原材料 3	采购量 (吨)	2786.71	3092.94	3418.24	10.52
	采购均价 (元/吨)	7978.86	6748.36	8403.41	24.53
原材料 4	采购量 (吨)	2067.60	1953.34	2388.72	22.29
	采购均价 (元/吨)	7950.09	8144.58	10232.69	25.64
原材料 5	采购量 (吨)	3570.13	2897.63	1931.75	-33.33
	采购均价 (元/吨)	345.40	197.26	1404.50	612.00
原材料 6	采购量 (吨)	330.00	1337.98	1427.00	6.65
	采购均价 (元/吨)	38283.70	32155.51	19032.44	-40.81
原材料 7	采购量 (吨)	420.00	1135.64	1297.82	14.28
	采购均价 (元/吨)	33158.87	39692.32	51557.91	29.89
原材料 8	采购量 (吨)	771.52	2701.41	2558.19	-5.30
	采购均价 (元/吨)	4285.10	3296.27	3663.88	11.15
原材料 9	采购量 (吨)	233.80	1034.02	1026.58	-0.72
	采购均价 (元/吨)	11665.14	11459.22	12044.95	5.11
原材料 10	采购量 (吨)	1100.40	4343.28	7214.64	66.11
	采购均价 (元/吨)	2188.38	1816.00	2566.40	41.32
原材料 11	采购量 (吨)	531.06	967.68	1509.24	55.96
	采购均价 (元/吨)	5313.92	6041.10	11708.51	93.81
原材料 12	采购量 (吨)	1244.91	2205.87	3479.22	57.73
	采购均价 (元/吨)	3095.53	2867.00	3058.81	6.69
原材料 13	采购量 (吨)	910.90	1979.34	2235.06	12.92
	采购均价 (元/吨)	11033.27	7881.35	12964.27	64.49

资料来源：公司提供

公司维生素产品原材料采购的结算方式主要为货到付款和信用证结算，账期一般为30~60天，支付方式主要为电汇、银行承兑汇票；皮革化学品原材料采购的结算方式有货到付款，也有款到发货，支付方式主要为电汇和银行承兑汇票。2021年，公司和供应商的结算方式和结算周期未发生较大变化。从采购集中度来看，2021年，公司向前五名供应商的采购额为4.49亿元，同比增长40.75%；占年度采购总额的27.64%，同比上升2.44个百分点，无关联采购情况。公司采购集中度尚可。

3. 生产

2021年，公司维生素产品和皮革化学品产能均未发生变化；苯二酚一期工程处于产能上升阶段，产品单位成本较高；公司维生素产品

和皮革化学品产量均有所增长，产能利用率均有提升。

产能方面，2021年，公司维生素产品和皮革化学品产能较上年均未发生变化。公司第一大香精香料产业链项目“年产2万吨苯二酚、3.11万吨苯二酚衍生物建设项目”之一期工程（以下简称“苯二酚一期工程”）已于2020年下半年正式建成投产。2021年，苯二酚一期工程处于产能上升阶段，规模化效应尚未全部释放，产品单位成本较高。

产量方面，2021年，受下游需求增加影响，公司维生素产品和皮革化学品产量均有增加，同比增长分别为27.94%和30.23%；产能利用率均有提升，同比分别上升15.73个百分点和17.88个百分点。

表5 2019-2021年公司主要产品产能、产量及产能利用率情况

分类	品名	2019年			2020年			2021年		
		产能(吨/年)	产量(吨)	产能利用率(%)	产能(吨/年)	产量(吨)	产能利用率(%)	产能(吨/年)	产量(吨)	产能利用率(%)
维生素产品	--	24300.00	14725.00	60.60	25200.00	14194.00	56.33	25200.00	18160.00	72.06
皮革化学品	--	73000.00	54710.00	74.95	118000.00	69798.00	59.15	118000.00	90898.00	77.03

资料来源：公司提供

4. 销售

2021年，公司维生素产品和皮革化学品销量均有增长，产销率均保持在较高水平；境外销售占比有所上升，客户集中度较低。

公司与大量核心客户保持了长期、紧密的合作伙伴关系，客户广泛分布于饲料、食品、医药、日化、皮革制品等下游行业，分布区较广，包含中国以及大量海外国家和地区。

销量方面，2021年，受下游需求增加等因素影响，公司维生素产品和皮革化学品销量同比增长分别为22.88%和21.93%。2021年，公司维生素产品和皮革化学品产销率均保持在较

高水平。

销售价格方面，2021年，公司维生素产品和皮革化学品销售均价同比均有下降。2021年下半年，公司对部分产品提价。

销售区域方面，2021年，公司境外销售金额为14.70亿元，同比增长42.85%，主要系维生素产品、铬盐产品和新产品收入增加所致；占营业总收入的比重为53.79%，同比上升0.16个百分点。2021年，公司境内销售金额为12.63亿元，同比增长41.96%；占营业收入的比重为46.37%。公司境外销售占销售总额比例较大，面临一定汇率波动风险。

表6 2019-2021年公司主要产品销售情况

分类	品名	2019年			2020年			2021年		
		售价(元/kg)	销量(吨)	产销率(%)	售价(元/kg)	销量(吨)	产销率(%)	售价(元/kg)	销量(吨)	产销率(%)

维生素产品	--	80.45	11413.00	77.51	72.50	14742.00	103.86	65.89	18115.35	99.75
皮革化学品	--	5.59	53792.00	98.32	5.58	71927.00	103.05	5.52	87699.00	96.48

资料来源：公司提供

公司维生素产品的销售账期一般为 30~60 天，支付方式主要为电汇和承兑汇票（通常只接受银行承兑汇票）；公司皮革化学品结算方式主要为货到付款，支付方式主要为电汇和银行承兑汇票。2021 年，公司与客户的结算方式和结算周期较上年均未发生较大变化。从销售集中度来看，2021 年，公司前五名客户销售额为 3.45 亿元，同比下降 1.15%，变化不大；占年度销售总额的 12.64%，同比下降 5.68 个百分点，无关联销售情况。公司客户集中度较低。

5. 经营效率

2021 年，公司经营效率指标有所提升。

2021 年，公司销售债权周转次数由 6.79 次上升至 7.31 次，主要系营业总收入增加所致；存货周转次数由 2.73 次上升至 3.18 次；总资产

周转次数由 0.40 次上升至 0.50 次，公司经营效率指标有所提升。

6. 在建工程

公司主要在建项目为非公开发行股票募投项目，资金支出压力较小。

截至 2022 年 3 月底，公司主要在建工程如下表所示，为公司 2020 年非公开发行股票募投项目，资金支出压力较小。2022 年 4 月，公司第五届董事会第十二次会议审议通过《关于变更募集资金用途的议案》（以下简称“此议案”），拟将“年产 30000 吨天然香料建设项目一期工程”调整为“年产 20000 吨苯二酚、31100 吨苯二酚衍生物建设项目二期工程”，剩余部分用于补充流动资金。2022 年 5 月，公司股东大会审议通过此议案。

表 7 截至 2022 年 3 月底公司主要在建工程情况

项目名称	预计总投资（亿元）	截至 2022 年 3 月底已投资金额（亿元）	未来计划投资金额（亿元）	资金来源	备注
年产 20000 吨苯二酚、31100 吨苯二酚衍生物建设项目一期工程	8.32	8.15	--	非公开发行股票募集资金+自有资金	项目已完结
年产 30000 吨天然香料建设项目一期工程	4.14	0.25	--	非公开发行股票募集资金	项目已中止
合计	12.46	8.40	--	--	--

注：公司预计总投资为公告预算数，公司实际投入和未来投入金额和预算数据有调整

资料来源：公司提供

7. 未来发展

公司未来发展规划定位明确，符合公司经营发展需求。

公司将继续聚焦于医药食品和特种化学品领域，完善全产业链及全产业化流程，满足客户需求。

维生素产品方面，公司将优化完善现有产品产业链，在技术创新和营销体系建设等方面继续投入，提升客户满意度与品牌影响力；同时分析研究创新型动物营养和人类健康产品，关注发展机会。

香精香料产品方面，公司将围绕苯酚产业链，聚焦市场刚需及未来行业发展趋势布局产品结构，进一步延伸产业链，丰富产品结构，提升苯酚产业链的综合竞争力。

医药产品方面，公司将围绕特色原料药与专利原料药，凭借“九江生产基地”的配套优势，建设多个医药中间体及原料药车间，形成具有综合竞争力的原料药产业平台。

皮革化学品方面，公司以优势产品做支撑，为客户提供整套制革技术解决方案，以“制造+服务”的经营理念，努力成为制革行

业专业的制革技术方案提供商。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年1—3月财务数据未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

2021年，公司新设子公司4家。截至2021年底，公司合并报表范围子公司合计14家。截至2022年3月底，公司合并报表范围子公司合计14家，较上年底未发生变化。公司主营业务未发生变化，会计政策连续，财务数据可比性强。

截至2021年底，公司合并资产总额56.01亿元，所有者权益29.95亿元（含少数股东权益0.00亿元）；2021年，公司实现营业总收入27.33亿元，利润总额0.26亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额57.12亿元，所有者权益31.93亿元（含少数股东权益0.00亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入8.79亿元，利润总额1.28亿元。

2. 资产质量

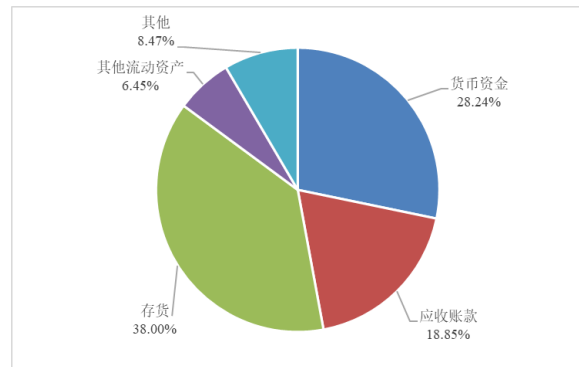
截至2021年底，公司资产规模较上年底变化不大，以非流动资产为主；资产受限比例低。

截至2021年底，公司合并资产总额56.01亿元，较上年底增长4.54%，变化不大。其中，流动资产占37.13%，非流动资产占62.87%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

（1）流动资产

截至2021年底，流动资产20.80亿元，较上年底增长8.41%，主要系存货增加所致。公司流动资产主要构成如下图所示。

图 4 截至 2021 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报，联合资信整理

截至2021年底，公司货币资金5.87亿元，较上年底下降21.49%，主要系购买理财产品增加所致。货币资金中有0.32亿元受限资金，受限比例为5.45%，主要为汇票保证金、保函保证金和信用证保证金。

截至2021年底，公司应收账款账面价值3.92亿元，较上年底增长56.82%，主要系公司业务增长所致。应收账款账龄以1年以内（含1年）为主，计提坏账0.21亿元，计提比例为5.01%；应收账款前五大欠款方合计金额为0.72亿元，占比为17.36%。

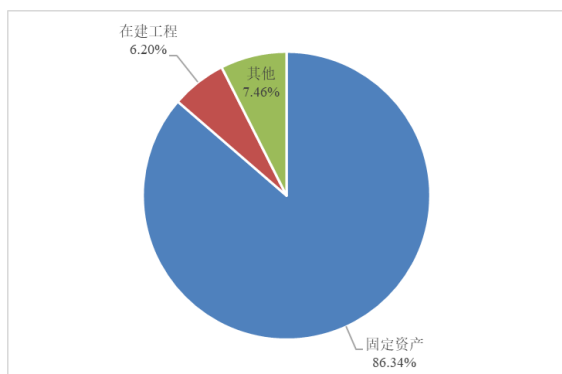
截至2021年底，公司存货7.90亿元，较上年底增长14.00%，主要系新项目投产，原材料储备和库存商品增加所致。存货主要由原材料（占28.69%）和库存商品（占56.20%）构成，累计计提跌价准备0.21亿元，计提比例为2.61%。

截至2021年底，公司其他流动资产1.34亿元，较上年底增长6.13%，主要系待抵扣增值税进项税额增加所致。

（2）非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产35.22亿元，较上年底增长2.38%，变化不大。公司非流动资产主要构成如下图所示。

图 5 截至 2021 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司年报，联合资信整理

截至2021年底，公司固定资产30.41亿元，较上年底增长16.59%，主要系苯二酚一期工程部分转入固定资产所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占42.49%）和专用设备（占56.86%）构成，累计计提折旧15.88亿元；固定资产成新率65.52%，成新率尚可。

截至2021年底，公司在建工程2.19亿元，较上年底下降62.29%，主要系苯二酚一期工程转入固定资产所致。

受限资产方面，截至2021年底，公司受限资产如下表所示，公司资产受限比例低。

表 8 截至 2021 年底公司所有权或使用权受限的资产情况

项目	账面价值(亿元)	占资产总额比例(%)	所有权或使用权受限的原因
货币资金	0.32	0.57	承兑汇票保证金、保函保证金和信用证保证金
固定资产	1.70	3.04	借款抵押担保
无形资产	0.29	0.51	借款抵押担保
合计	2.31	4.12	--

资料来源：公司年报，联合资信整理

截至2022年3月底，公司合并资产总额57.12亿元，较上年底增长1.97%，变化不大。其中，流动资产占37.75%，非流动资产占62.25%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至2021年底，公司所有者权益规模较上

年底变化不大，以实收资本和资本公积为主，所有者权益结构稳定性较强。

截至2021年底，公司所有者权益29.95亿元，较上年底下降1.04%，变化不大，全部为归属于母公司所有者权益。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占35.48%、44.45%、-3.98%和19.58%。所有者权益结构稳定性较强。

截至2022年3月底，公司所有者权益31.93亿元，较上年底增长6.58%，主要系未分配利润增加所致，全部为归属于母公司所有者权益。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占归属母公司所有者权益的比例为33.29%、41.69%、-1.71%和21.60%。所有者权益结构稳定性较强。

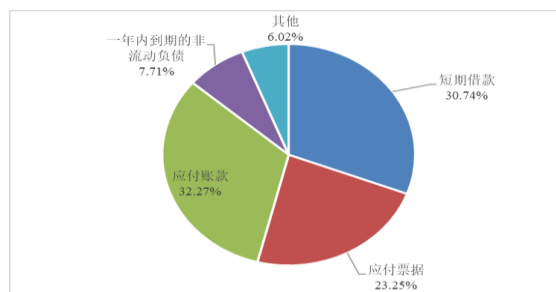
(2) 负债

截至2021年底，公司负债规模有所增长，以流动负债为主；全部债务规模有所增长，债务结构相对均衡。

截至2021年底，公司负债总额26.06亿元，较上年底增长11.77%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占61.78%，非流动负债占38.22%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至2021年底，公司流动负债16.10亿元，较上年底增长18.29%，主要系短期借款和应付票据增加所致。公司流动负债主要构成如下图所示。

图 6 截至 2021 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司年报，联合资信整理

截至2021年底，公司短期借款4.95亿元，较上年底增长20.86%，主要系营运资金需求增加所致；由保证借款（3.09亿元）和信用借款

(1.86亿元)构成。

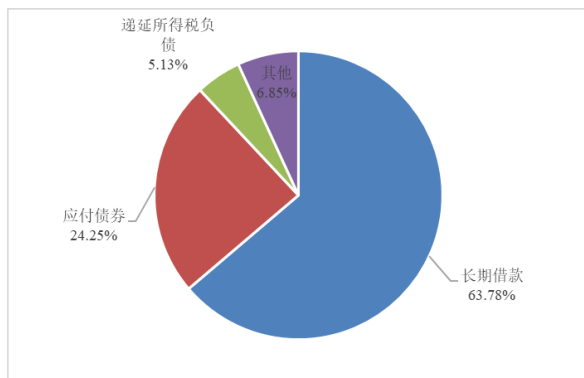
截至2021年底，公司应付票据3.74亿元，较上年底增长25.85%，主要系公司业务增长所致，全部为银行承兑汇票。

截至2021年底，公司应付账款5.20亿元，较上年底增长12.37%，主要系公司业务增长所致。应付账款账龄以1年以内为主。

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债1.24亿元，较上年底增长25.42%，主要系部分长期借款重分类至此科目所致。

截至2021年底，公司非流动负债9.96亿元，较上年底增长2.62%，变化不大。公司非流动负债主要构成如下图所示。

图 7 截至 2021 年底公司非流动负债构成情况



资料来源：公司年报，联合资信整理

截至2021年底，公司长期借款6.35亿元，较上年底增长4.54%；长期借款主要由抵押借款（1.44亿元）和保证借款（3.87亿元）构成。从期限分布看，2022年到期的占0.09%，2023年到期的占18.23%，2024年到期的占61.05%，2025年及以后到期的占20.64%。

截至2021年底，公司应付债券2.42亿元，较上年底增长4.24%，全部为公司发行的“兄弟转债”。

截至2021年底，公司递延所得税负债0.51亿元，较上年底下降23.70%。

截至2022年3月底，公司负债总额25.19亿元，较上年底下降3.34%，变化不大。其中，流动负债占60.46%，非流动负债占39.54%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至2021年底，公司全部债务18.76亿元，较上年底增长14.04%，主要系短期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占52.95%，长期债务占47.05%，结构相对均衡，其中短期债务9.94亿元，较上年底增长23.26%，主要系短期借款和应付票据增加所致；长期债务8.83亿元，较上年底增长5.19%，主要系长期借款增加所致。从债务指标来看，截至2021年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为46.53%、38.52%和22.77%，较上年底分别提高3.01个百分点、3.30个百分点和1.06个百分点。

表 9 截至 2021 年底公司债务期限分布情况

项目	1年以内	1~2年	2~3年	3年以上	合计
偿还金额 (亿元)	10.04	3.53	3.88	1.31	18.76
占比 (%)	53.52	18.83	20.67	6.99	100.00

注：因四舍五入，数据尾数存在差异
资料来源：公司提供，联合资信整理

截至2022年3月底，公司全部债务19.15亿元，较上年底增长2.04%，变化不大。债务结构方面，短期债务占54.05%，长期债务占45.95%，结构相对均衡，其中短期债务10.35亿元，较上年底增长4.17%；长期债务8.80亿元，较上年底下降0.35%，变化不大。从债务指标来看，截至2022年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为44.10%、37.49%和21.60%，较上年底分别下降2.42个百分点、1.03个百分点和1.16个百分点。

截至2022年3月底，公司存续债券如下表所示，公司无1年内到期债券。

表 10 截至 2022 年 3 月底公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
兄弟转债	2023/11/28	2.65
合计	--	2.65

资料来源：Wind

4. 盈利能力

2021年，公司营业总收入大幅增长，利润总额有所下降；非经常性损益对营业利润影响

较大，盈利能力有待提高。2022年1-3月，公司营业总收入有所增长，利润总额大幅增加。

2021年，公司实现营业总收入27.33亿元，同比增长42.43%；营业成本为23.56亿元，同比增长62.55%；营业利润率为13.12%，同比下降10.58个百分点。2021年，公司利润总额0.26亿元，同比下降37.17%。

2021年，公司费用总额为3.19亿元，同比下降22.92%，主要系管理费用和财务费用减少所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为13.54%、52.65%、36.32%和-2.50%，以管理费用和研发费用为主。其中，销售费用为0.43亿元，同比增长16.33%，主要系公司业务增长所致；管理费用为1.68亿元，同比下降21.37%，主要系子公司兄弟维生素复产，停工损失减少所致；研发费用为1.16亿元，同比增长66.26%，主要系材料费用和委外研发费用增加所致；财务费用为-0.08亿元，上年同期为0.94亿元，主要系汇兑损失减少所致。2021年，公司期间费用率³为11.69%，同比下降9.91个百分点。

2021年，公司实现投资收益0.04亿元，同比增长148.89%，主要系理财产品收益增加所致，投资收益占营业利润比重为12.87%，对营业利润影响不大；其他收益0.19亿元，同比下降18.80%，主要系与收益相关的政府补助减少所致，其他收益占营业利润比重为58.19%，对营业利润影响较大。公司资产处置收益、营业外收入和营业外支出规模均较小。整体看，2021年，公司非经常性损益对营业利润影响较大。

2021年，公司总资本收益率同比下降0.27个百分点；净资产收益率同比上升0.02个百分点。公司盈利能力有待提高。

表 11 公司盈利能力变化情况

项目	2020年	2021年
营业总收入（亿元）	19.19	27.33
利润总额（亿元）	0.41	0.26
营业利润率（%）	23.70	13.12

³ 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

总资本收益率（%）	1.65	1.38
净资产收益率（%）	0.93	0.95

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2022年1-3月，公司实现营业总收入8.79亿元，同比增长27.54%；营业成本为6.35亿元，同比增长4.05%；营业利润率为27.27%，同比上升16.25个百分点。2022年1-3月，实现利润总额1.28亿元，同比增加1.17亿元。

5. 现金流分析

2021年，公司经营活动现金流保持净流出状态，收入实现质量有待改善；投资活动现金流净流出规模大幅下降；由于营运资金需求增加，筹资活动现金流仍保持净流入状态。

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入22.10亿元，同比增长15.33%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金，同时公司部分收款为票据结算，使经营活动现金流入规模减少，公司收到的票据部分用于项目建设支出；经营活动现金流出22.79亿元，同比增长17.16%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金。综上，2021年，公司经营活动现金净流出0.69亿元，同比增长138.90%。2021年，公司现金收入比为74.72%，同比下降8.44个百分点，收入实现质量有待改善。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入5.01亿元，同比增长36.32%，主要为收到的理财产品本金及利息；投资活动现金流出7.05亿元，同比下降43.56%，主要为购买理财产品支付的现金，同时公司部分项目建设使用票据支付。综上，2021年，公司投资活动现金净流出2.04亿元，同比下降76.83%。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为-2.73亿元，保持净流出状态。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入8.95亿元，同比下降43.45%，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出7.38亿元，同比增长3.25%，主要为偿还债务支付的现金。综上，2021年，公司筹资活动现金净

流入1.57亿元，同比下降81.91%。由于营运资金需求增加，公司筹资活动现金流仍保持净流入状态。

2022年1—3月，公司经营活动现金净流出0.32亿元；投资活动现金净流入0.55亿元；筹资活动现金净流出0.19亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标、长期偿债能力指标均表现一般；公司间接融资渠道较为畅通，同时作为上市公司，具有直接融资渠道。

表 12 公司偿债能力指标

项目	项目	2020年	2021年
短期偿债能力	流动比率（%）	140.94	129.16
	速动比率（%）	90.00	80.08
	经营现金/流动负债（%）	-2.12	-4.28
	经营现金/短期债务（倍）	-0.04	-0.07
	现金类资产/短期债务（倍）	1.01	0.73
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	3.39	3.57
	全部债务/EBITDA（倍）	4.86	5.26
	经营现金/全部债务（倍）	-0.02	-0.04
	EBITDA/利息支出（倍）	6.37	9.22
	经营现金/利息（倍）	-0.54	-1.78

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至2021年底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较上年底均有所下降。整体看，公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA同比增长5.31%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占79.66%）、计入财务费用的利息支出（占10.85%）和利润总额（占7.25%）构成。2021年，公司EBITDA利息倍数有所上升，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA略有上升。整体看，公司长期债务偿债能力表现一般。

截至2022年3月底，公司无对外担保。

截至2022年3月底，公司涉及2项重大诉讼⁴，金额合计1.98亿元。2022年6月，公司收到嘉兴市南湖区人民法院《民事判决书》，被告嘉兴市中华化工有限责任公司（以下简称“中华化工”）于判决生效之日起十日内支付原告兄弟科技盈余分配款0.33亿元及利息损失。目前，公司收到浙江省高级人民法院《民事裁定书》，原告中华化工、上海欣晨新技术有限公司在本案审理期间（以下简称“上海欣晨”）提出撤诉申请，浙江省高级人民法院准许中华化工、上海欣晨撤诉。

截至2022年3月底，公司从各商业银行获得的银行授信总额为31.20亿元，其中未使用授信额度为15.05亿元，公司间接融资渠道较为畅通。公司作为上市公司，具有直接融资渠道。

7. 母公司（公司本部）财务分析

截至2021年底，母公司资产规模较上年底变化不大，以非流动资产为主；负债总额有所下降，负债结构相对均衡；全部债务规模有所下降。母公司负责部分经营业务，2021年，母公司收入规模大幅增加，盈利依赖投资收益；母公司经营活动现金流由净流出转为净流入，投资活动现金流和筹资活动现金流均保持净流出状态。

截至2021年底，母公司资产总额41.09亿元，较上年底增长0.28%，变化不大。其中，流动资产12.02亿元（占29.25%），非流动资产29.07亿元（占70.75%），以非流动资产为主。从构成看，流动资产主要由货币资金（占9.53%）、应收账款（占9.27%）、其他应收款（占68.05%）和存货（占9.19%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占88.26%）和固定资产（占9.96%）构成。截至2021年底，母公司货币资金为1.14亿元。

截至2021年底，母公司负债总额9.66亿元，

⁴ 诉讼1：公司为原告，2021年5月，公司向嘉兴市南湖区人民法院提起关于嘉兴市中华化工有限责任公司利润分配的诉讼，涉及金额0.33亿元；

诉讼2：公司为被告，2021年6月，公司收到浙江省高级人民法

院的《应诉通知书》，嘉兴市中华化工有限责任公司和上海欣晨新技术有限公司起诉公司侵害其技术秘密，涉及金额1.65亿元。

较上年底下降7.33%，主要系长期借款减少所致。其中，流动负债4.76亿元（占49.26%），非流动负债4.90亿元（占50.74%），负债结构相对均衡。从构成看，流动负债主要由短期借款（占34.80%）、应付票据（占23.10%）、应付账款（占17.87%）和一年内到期的非流动负债（占18.22%）构成；非流动负债主要由长期借款（占50.67%）和应付债券（占49.28%）构成。截至2021年底，母公司资产负债率为23.50%，较上年底下降1.93个百分点。

截至2021年底，母公司全部债务8.52亿元，较上年底下降10.81%。其中，短期债务占42.51%、长期债务占57.49%，债务结构相对均衡。截至2021年底，母公司全部债务资本化比率21.32%。

截至2021年底，母公司所有者权益为31.43亿元，较上年底增长2.88%，变化不大。在公司所有者权益中，实收资本为10.63亿元（占33.81%）、资本公积合计14.34亿元（占45.64%）、未分配利润合计5.12亿元（占16.29%）、盈余公积合计1.02亿元（占3.25%）。母公司所有者权益结构稳定性较强。

母公司负责部分经营业务。2021年，母公司营业总收入为8.68亿元，同比增长59.43%；利润总额为0.88亿元，由亏损转为盈利。同期，母公司投资收益为1.02亿元。母公司盈利依赖投资收益。

现金流方面，2021年，母公司经营活动现金净流入1.32亿元，投资活动现金流净流出4.65亿元，筹资活动现金净流出1.73亿元。

截至2021年底，母公司资产占合并口径的73.36%；母公司负债占合并口径的37.06%；母公司所有者权益占合并口径的104.94%；母公司全部债务占合并口径的45.40%。2021年，母公司营业总收入占合并口径的31.77%；母公司利润总额占合并口径的339.42%。

十、债券偿还能力分析

截至2022年3月底，公司发行的兄弟转债余额为2.65亿元。2021年，公司经营活动现金

流入对长期债务的保障程度高。

表 13 公司可转换公司债券偿还能力指标

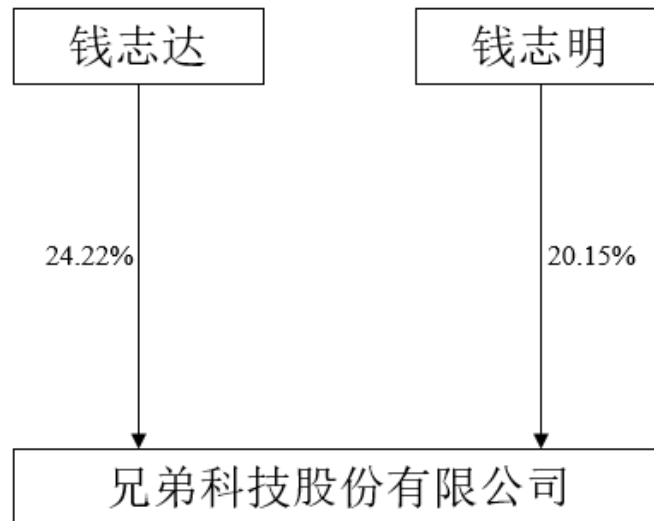
项目	2021年
长期债务（亿元）	8.83
经营活动现金流入/长期债务（倍）	2.50
经营活动现金流量净额/长期债务（倍）	-0.08
长期债务/EBITDA（倍）	2.47

注：1. 上表中的长期债务为将可转换公司债券计入后的金额；2. 经营活动现金流入、经营活动现金流量净额、EBITDA均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

十一、结论

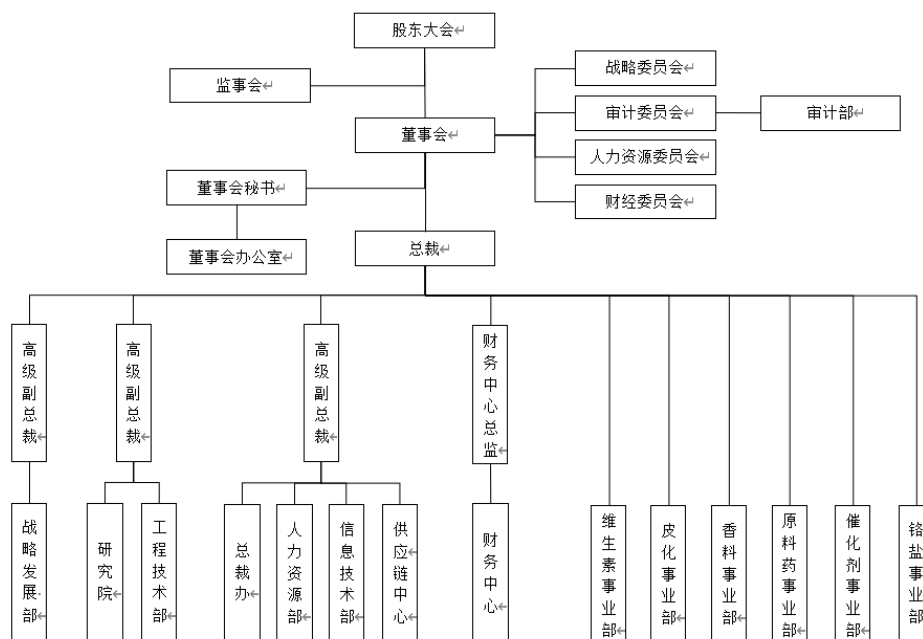
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“兄弟转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底兄弟科技股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底兄弟科技股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月底兄弟科技股份有限公司子公司情况

序号	子公司名称	主要经营地	注册地	注册资本	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
						直接	间接	
1	江苏兄弟维生素有限公司	大丰	大丰	10267.1988 万元	制造业	100.00	--	设立
2	BROTHER HOLDING US,INC. (兄弟股份美国有限公司)	美国加州	美国加州	100 万美元	贸易	100.00	--	设立
3	BROTHER HOLDING (HONG KONG) LIMITED (兄弟控股 (香港) 有限公司)	香港	香港	1 万元港币	贸易	100.00	--	设立
4	江西兄弟医药有限公司	九江	九江	160000 万元	制造业	100.00	--	设立
5	浙江兄弟进出口有限公司	海宁	海宁	10000 万元	贸易	100.00	--	设立
6	浙江兄弟药业有限公司	海宁	海宁	100000 万元	制造业	100.00	--	设立
7	BROTHER GROUP (HONGKONG) LIMITED (兄弟集团 (香港) 有限公司)	香港	香港	772775437 港币	投资、贸易	100.00	--	设立
8	BROTHER INDUSTRIAL SA (PTY) LTD (兄弟工业南非 (私人) 有限公司)	南非约翰内斯堡	南非约翰内斯堡	100 兰特	投资	--	100.00	设立
9	BROTHER CISA (PTY) LTD	南非纽卡斯尔市	南非纽卡斯尔市	69000 万兰特	制造业	--	100.00	非同一控制企业合并
10	BROTHER ENTERPRISES SINGAPORE PTE.LTD	新加坡	新加坡	10 万新加坡元	贸易	--	100.00	设立
11	江西兄弟生物工程有限公司	九江	九江	20000 万元	制造业	--	100.00	设立
12	浙江博润生物医药研发有限公司	海宁	海宁	2000 万元	研发	--	100.00	设立
13	浙江博赛生物医药研发有限公司	海宁	海宁	2000 万元	研发	--	100.00	设立
14	浙江博迈科生物医药研发有限公司	杭州	杭州	2000 万元	研发	--	100.00	设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	8.95	8.14	7.27	6.45
资产总额 (亿元)	43.10	53.58	56.01	57.12
所有者权益 (亿元)	23.17	30.27	29.95	31.93
短期债务 (亿元)	7.38	8.06	9.94	10.35
长期债务 (亿元)	7.63	8.39	8.83	8.80
全部债务 (亿元)	15.01	16.45	18.76	19.15
营业总收入 (亿元)	12.58	19.19	27.33	8.79
利润总额 (亿元)	0.47	0.41	0.26	1.28
EBITDA (亿元)	2.44	3.39	3.57	--
经营性净现金流 (亿元)	-0.94	-0.29	-0.69	-0.32
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	4.95	6.79	7.31	--
存货周转次数 (次)	2.72	2.73	3.18	--
总资产周转次数 (次)	0.32	0.40	0.50	--
现金收入比 (%)	69.92	83.16	74.72	67.13
营业利润率 (%)	28.38	23.70	13.12	27.27
总资本收益率 (%)	1.98	1.65	1.38	--
净资产收益率 (%)	1.89	0.93	0.95	--
长期债务资本化比率 (%)	24.76	21.71	22.77	21.60
全部债务资本化比率 (%)	39.32	35.22	38.52	37.49
资产负债率 (%)	46.24	43.52	46.53	44.10
流动比率 (%)	136.93	140.94	129.16	141.58
速动比率 (%)	106.11	90.00	80.08	87.26
经营现金流动负债比 (%)	-7.93	-2.12	-4.28	--
现金短期债务比 (倍)	1.21	1.01	0.73	0.62
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.69	6.37	9.22	--
全部债务/EBITDA (倍)	6.14	4.86	5.26	--

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币; 2. 公司 2022 年 1-3 月财务数据未经审计
资料来源: 公司财务报告及提供资料, 联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	2.85	6.51	1.38	/
资产总额 (亿元)	36.08	40.98	41.09	/
所有者权益 (亿元)	23.82	30.55	31.43	/
短期债务 (亿元)	4.35	3.52	3.62	/
长期债务 (亿元)	7.03	6.04	4.90	/
全部债务 (亿元)	11.38	9.55	8.52	/
营业总收入 (亿元)	4.60	5.45	8.68	/
利润总额 (亿元)	0.53	-0.69	0.88	/
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	-1.75	-1.41	1.32	/
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	3.94	3.54	5.14	--
存货周转次数 (次)	3.65	4.82	7.86	--
总资产周转次数 (次)	0.14	0.14	0.21	--
现金收入比 (%)	30.37	72.07	96.44	/
营业利润率 (%)	13.90	11.92	8.82	/
总资本收益率 (%)	2.47	-0.77	2.87	--
净资产收益率 (%)	2.26	-2.26	2.79	--
长期债务资本化比率 (%)	22.78	16.49	13.48	/
全部债务资本化比率 (%)	32.32	23.82	21.32	/
资产负债率 (%)	33.97	25.43	23.50	/
流动比率 (%)	176.34	274.18	252.58	/
速动比率 (%)	155.69	253.71	229.37	/
经营现金流流动负债比 (%)	-33.56	-32.27	27.75	--
现金短期债务比 (倍)	0.65	1.85	0.38	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币; 2. 公司未披露母公司 2022 年 1-3 月财务数据; 3. 公司 2022 年 1-3 月财务数据未经审计

资料来源: 公司财务报告及提供资料, 联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持