

日期: 2010 年 02 月 10 日

行业: 原料药



医药行业研究小组 赵冰
021-53519888*1902
Zhaobing1704@hotmail.com

牛磺酸龙头企业

IPO 询价区间 RMB 24.20-29.04
首日定价区间 RMB 30.25-36.30

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 23.50
发行后总股本 (百万股) 93.50
发行方式 网下询价配售 20%
网上定价发行 80%
保荐机构 国信证券

主要股东 (IPO 前)

陈勇 30.23%
罗成龙 16.99%
张敬兵 9.84%

收入结构 (MRQ)

牛磺酸 99.97%

报告编号: ZB10-NSP02

■ 投资要点

牛磺酸行业的龙头企业

公司为国内乃至全球牛磺酸行业的龙头企业, 现有牛磺酸生产能力 14,000t/a, 产量与出口量占国内总量近 50%。由于牛磺酸产品近年来的旺盛需求, 公司 2007 年度和 2008 年度产能利用率分别达 112.34%和 105.18%。

盈利能力超过行业平均水平

06-08 年, 公司综合毛利率为 35.34%、33.34%和 36.44%, 而 08 年原料药行业的平均毛利率为 29.36%。公司毛利率较高的主要原因是公司销售渠道顺畅, 具有稳定的利润来源。另外, 从主营业务成本来看, 公司采用自创的环氧乙烷法生产牛磺酸, 报告期内原材料平均采购成本较低且较为稳定, 同时公司牛磺酸产品产量大, 规模效应得以体现, 成本优势明显。

上市 6 个月内的估值区间为 30.25-36.30 元

公司未来两年仍将保持快速增长势头, 预计 2010-2012 年归属于母公司的净利润将实现年递增 44.93%、28.51%和 37.61%, 相应的稀释后每股收益为 1.01 元、1.30 元和 1.78 元。综合考虑可比公司的估值情况, 由于公司的主营较为单一且业务依赖出口市场, 我们认为给予公司 10 年业绩 30-36 倍这一稍低于可比公司平均水平的市盈率区间较为合理, 相应地, 公司合理估值区间为 30.25-36.30 元, 相对于 2009 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 43.38-52.18 倍。

建议询价区间为 24.20-29.04 元

考虑到一、二级市场 20%的折让, 我们建议询价区间为 24.20-29.04 元, 相对于 2009 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 34.78-41.74 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	447.49	310.30	440.17	561.21
年增长率 (%)	42.06%	-30.66%	41.85%	27.50%
归属于母公司的净利润	102.58	65.05	94.28	121.17
年增长率 (%)	48.78%	-36.59%	44.93%	28.51%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	1.10	0.70	1.01	1.30

注: 有关指标按最新总股本为 93.50 百万股计算

一、行业背景

发行人的行业分类及简况

公司主要产品是牛磺酸，属化学原料药行业。

行业增长前景

牛磺酸被广泛应用于医药、食品添加剂、饲料及表面活性剂、增白剂等领域，且应用范围日趋扩大，近年来一直处于供不应求的状态。2000年以来，牛磺酸全球市场年使用量一直保持20%以上的增长速度。其中发达国家和发展中国家的需求增幅分别达15%和25%以上。2008年全球市场的需求量约7万吨，较上一年增加约20%。就地区而言，北美市场增长约1,000吨，欧洲市场增长约3,000吨，亚洲市场增长约8,000吨。预计2010年全球需求量将超过100,000吨，市场增长主要是由功能饮料应用增长所致。随着人们对于牛磺酸认识程度的逐渐加深，其优良药理作用及作为营养强化剂的无可替代性必将日益受到重视。

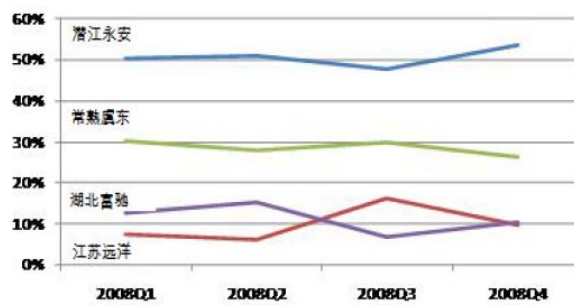
据统计，国外约有90%的牛磺酸应用于食品添加剂行业，其中45%应用于饮料。据国际信息机构RTS Resource Ltd报告，全球食品添加剂2000年销售额为256亿美元，2005年达303亿美元，5年增长12.9%，年均增长率为2.58%。在我国“十五”期间，食品添加剂的生产能力年均增长12%左右，产量年均增长达到11.2%，远高于世界4.2%的年增长率水平；2005年我国食品添加剂的生产企业已超过1,500家，年产量约325万吨，年产值350亿元人民币，出口占同类国际贸易额的16%左右。

行业竞争结构及公司的地位

牛磺酸目前在国际市场上除了日本等国有少量生产之外，主要生产厂商均在我国。现日本主要生产企业有Taisho(大正公司)、Sogo(相互工业)、Honjo(本庄化成)，其中大正公司自产自用，其他两家生产的牛磺酸也仅在日本国内销售，合计年产量在5,000吨左右。产量不足以满足日本国内市场需求，仍需从中国大量进口。

我国是全球最大和主要的牛磺酸生产国和出口国，2008年总产量在33,800吨左右，其中90%用以出口，年均复合增长率超过25%。即便如此，仍不能满足高速增长的国际市场需求，2008年市场供求缺口大约在30,000吨左右。公司为国内乃至全球牛磺酸行业的龙头企业，现有牛磺酸生产能力14,000t/a，产量与出口量占国内总量近50%。由于牛磺酸产品近年来的旺盛需求，公司2007年度和2008年度产能利用率分别达112.34%和105.18%。

图 1 2008 年各主要牛磺酸生产企业出口分季度市场份额



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司竞争优势

公司的竞争优势主要体现在：1) 行业领导优势。公司为国内乃至全球最大的牛磺酸生产企业，产量占国内市场总产量近 50%。募投项目达产后，公司产能将达 24,000t/a，全球市场占有率将进一步提高，届时公司将进一步巩固在行业中的领导地位。2) 政策优势。公司所处牛磺酸行业受到国家和省市各级政府强有力的政策支持。3) 产品工艺技术优势。公司目前采用环氧乙烷法生产牛磺酸，此技术为公司自创的生产技术，相比传统乙醇胺法工艺常温常压下生产，具有成本低、消耗少、收率高、周期短、投资回报率高、适合大规模生产以及对环境影响较小等优势。4) 成本优势。相比于乙醇胺法，公司生产的主要原材料环氧乙烷在国内有大量的供应，且近年来价格相对较为稳定。另外，公司本次募集资金拟投资项目“酒精法生产环氧乙烷（牛磺酸配套原料）项目”达产后，将彻底解除对环氧乙烷供应商的依赖，进一步降低生产成本。5) 客户优势。公司的最终客户主要以国内外著名大公司为主，其中，红牛、雀巢、帝斯曼、爱芬食品、东亚饮料、娃哈哈和农夫山泉等都是公司的长期重要客户。

二、公司分析及募集资金投向

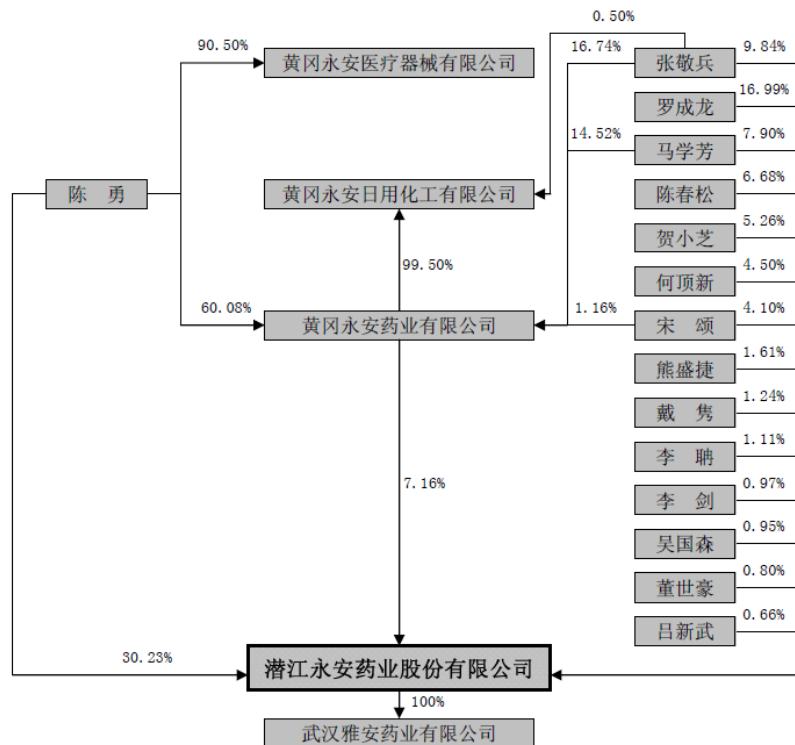
公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司系由潜江永安药业有限公司整体变更设立的股份有限公司，公司的主要发起人为陈勇先生。公司前身永安有限系由黄冈永安、陈勇、马学芳、张敬兵和熊海清五名股东共同出资组建。2001 年 5 月 1 日，上述五名股东共同签署了《出资协议书》，并于 2001 年 6 月 18 日正式成立，法定代表人为陈勇，注册资本为 500 万元，注册地为潜江市泽口经济技术开发区，经营范围为牛磺酸生产。

本次发行前，陈勇直接持有公司 30.23% 的股份，通过黄冈永安

间接持有公司 4.30%的股份，合计持有公司发行前 34.53%的股份，为公司第一大股东和实际控制人。若公司本次发行 2,350 万股，陈勇的合计持股比例将下降至 25.84%。除持有公司股份外，陈勇还投资并控股黄冈永安 60.08%的股权和黄冈永安医疗器械有限公司 90.50%的股权，而且通过黄冈永安间接持有黄冈永安日用化工有限公司 59.78%的股权。

图 2 发行前公司股权结构



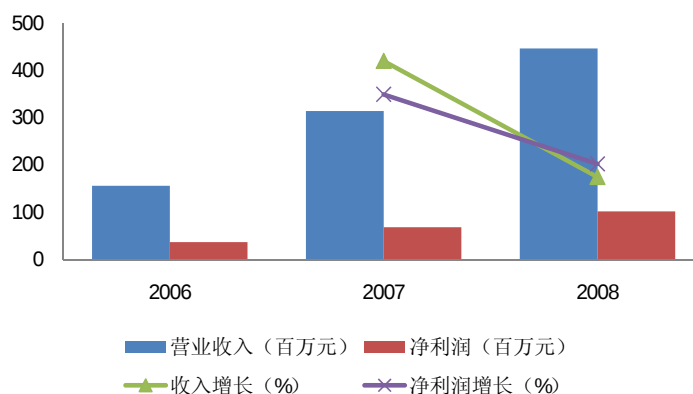
数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司业务简况及收入利润结构变化

公司主要从事牛磺酸产品的研发、生产和销售。06、07 及 08 年，公司牛磺酸产品的销售收入占营业收入的比例分别为 99.41%、99.66%和 99.97%。牛磺酸的销量和销售收入的变化是公司最近三年营业收入变化的主要原因。受全球金融危机及乙醇胺、环氧乙烷等原材料价格下降因素的影响，2008 年三季度以后，牛磺酸价格出现快速回落。目前牛磺酸价格已回落至 2006 年度和 2007 年度的正常水平。从长期来看，预计未来几年牛磺酸产品价格将保持稳中有升的态势，主要是因为：第一，由于牛磺酸的用途广泛，在未来几年市场仍将保持明显增长趋势，需求增幅在 20%以上；第二，随着未来石油等不可再生资源价格的日益稳定，主要基础化工原料价格不会出现较大波动；第三，牛磺酸行业整体发展趋势将进一步走向

规模化、集约化，当牛磺酸市场发展进入寡头垄断竞争阶段，牛磺酸产能的增加成为个别主要供应厂家之间的理性博弈，厂商将对市场具有更强的定价权。

图 3 公司近年来营业收入及净利润增长情况



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

募资项目

本次 IPO 计划实施三个募集资金项目（表 1），拟投资总额为 43,000 万元。募集资金将全部投入“年产 10,000 吨球形颗粒牛磺酸项目”、“酒精法生产环氧乙烷（牛磺酸配套原料）项目”和“牛磺酸下游系列产品生产建设项目”中。项目的实施有助于巩固公司在牛磺酸领域的领先地位，提升公司核心竞争力。

表 1 公司募集资金的项目计划概况

序号	项目名称	投资额 (万元)	拟投入资金(万元)	建设期
1	年产 10,000 吨球形颗粒牛磺酸项目	15,000	15,000	1 年
2	酒精法生产环氧乙烷（牛磺酸配套原料）项目	18,000	18,000	2 年
3	牛磺酸下游系列产品生产建设项目	10,000	10,000	1 年
合 计		43,000	43,000	

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

年产 10,000 吨球形颗粒牛磺酸项目

项目总投资为 15,000 万元。其中，固定资产投资估算额为 11,872.6 万元，剩余为铺底流动资金。项目计算期 12 年，其中建设期 1 年，达产期 1 年，第一年达到设计生产能力的 70%，第二年达到设计生产能力的 100%，项目达产后将年产 10,000 吨球形颗粒牛磺酸，正常年销售收入为 25,000 万元，年利润总额为 5,069 万元，

投资利润率为 32.43%，税前财务内部收益率为 37.07%，高于行业平均水平。预计项目投资回收期为 3.93 年（含建设期 1 年）。

酒精法生产环氧乙烷（牛磺酸配套原料）项目

本项目总投资 18,000 万元，计划用于年产 20,000 吨环氧乙烷（EO）的装置及与环氧乙烷产能配套的年产 16,000 吨乙醇脱水制备乙烯装置的建设。本项目建设期 2 年，达产期 1 年，第一年达到设计生产能力的 70%，第二年达到设计生产能力的 100%，达产后将年产 20,000 吨环氧乙烷，正常年销售收入为 30,000 万元。年利润总额 3,357 万元，投资利润率为 17.45%，财务内部收益率为 20.07%，高于行业平均水平，预计项目投资回收期为 6.05 年（含建设期 2 年）。

牛磺酸下游系列产品生产建设项目

项目总投资 10,000 万元，主要用于牛磺酸食品泡腾片、口含片综合固体制剂车间及其辅助生产设施的建设。项目计算期 12 年，其中建设期 1 年，达产期 1 年，第一年达到设计生产能力的 70%，第二年达到设计生产能力的 100%，达产后将年产 3 亿片牛磺酸食品泡腾片和 2 亿牛磺酸口含片，正常年销售收入为 21,000 万元，年利润总额为 3,254 万元，投资利润率为 31.66%，税前财务内部收益率为 37.42%，高于行业平均水平。预计项目投资回收期为 3.91 年（含建设期 1 年）。

三、财务状况和盈利预测

盈利能力超过行业平均水平

报告期内，公司综合毛利率为 35.34%、33.34%和 36.44%，而 08 年原料药行业的平均毛利率为 29.36%。公司毛利率较高的主要原因是公司销售渠道顺畅，具有稳定的利润来源。另外，从主营业务成本来看，公司采用自创的环氧乙烷法生产牛磺酸，报告期内原材料平均采购成本较低且较为稳定，同时公司牛磺酸产品产量大，规模效应得以体现，成本优势明显。

营业收入、净利润快速增长

公司整体经营业绩呈现稳步增长态势：06、07 及 08 年分别实现销售收入 1.51 亿元、3.15 亿元和 4.47 亿元，07 年公司牛磺酸产品销售收入较 06 年增加 101.52%，主要系公司生产规模扩大、牛磺酸产品产销量增加以及牛磺酸产品平均销售价格上涨所致；08 年公司牛磺酸产品销售收入较 2007 年增加 42.51%，主要系牛磺酸产品平均销售价格上涨所致。06 年、07 年、08 年实现归属于母公司股

东的净利润分别为 3746 万元、6895 万元和 10,258 万元，07 年和 08 年分别同比增长 84.06%和 48.77%。

资产周转能力指标高于行业平均水平

06、07 及 08 年，公司应收账款周转率为 7.24、8.05 和 11.03，同期行业可比公司的应收账款周转率为 5.72、6.80 和 7.89。公司应收账款前五名客户均为享受公司回款制度且信誉良好的长期客户，同时账龄在一年以内的应收账款占比高达 99.53%，且公司已根据审慎原则合理计提了相应比例的坏账损失，因此，公司目前的应收账款情况符合公司的经营状况，其产生大额坏账损失的可能性较小。报告期公司存货周转率分别为 15.38 次、18.35 次和 24.17 次，表明公司原材料采购、生产安排和产品销售各环节的管理较好。

主营业务收入及利润预测

公司未来两年仍将保持快速增长势头，预计 2010-2012 年归母公司的净利润将实现年递增 44.93%、28.51%和 37.61%，相应的稀释后每股收益为 1.01 元、1.30 元和 1.78 元。

四、风险因素

业务经营风险

公司牛磺酸产品的销售收入占同期营业收入的比例超过 99%，公司的经营业绩受牛磺酸产品价格波动影响较大。由于公司的产品以出口为主，内销为辅。因此，在全球性金融危机的背景下，欧美等国的经济下滑直接影响我国的外贸出口，我国牛磺酸行业亦受到一定影响，导致牛磺酸产品价格及产销量等出现下降。公司用以生产牛磺酸产品的主要原材料为石化下游产品环氧乙烷，如果环氧乙烷价格发生重大波动，将对公司的生产成本和盈利产生较大影响。

市场风险

由于牛磺酸产品在国际市场上除日本等国有少量生产外，主要生产厂商均在我国，但目前国内牛磺酸年消费量并不高，绝大部分用于出口。报告期内公司通过出口实现的收入占营业收入的比例超过 80%。但若境外市场发生不利于公司的变化，如政府管制的加强、质量标准的提高、新竞争者的加入、市场价格的波动、贸易保护升级等，都可能影响公司境外市场的现有份额和未来市场的进一步拓展。

环保政策风险

公司在生产过程中产生的废水、废气、废渣和噪声等，如果处理不当将会污染环境，给人民生活和社会带来不良后果。随着我国政府对环境保护的日益重视和可持续发展战略的实施，国家和地方

各级环保部门可能制定或颁布更为严格的环保标准，届时公司可能会提高在环保方面的技术和资金投入，这将导致公司经营成本的升高，从而对公司经营业绩产生一定的影响。

五、估值及定价分析

国内/国际同类公司比较分析

基于已公布的 2008 年业绩和 2009、2010 年预测业绩的均值，同行业可比上市公司 09 年、10 年平均动态市盈率为 68.29 倍、40.72 倍，最近上市的中小板医药公司 09 年、10 年平均动态市盈率为 57.67 倍、47.80 倍。国际同规模的医药制造业上市公司 09 年、10 年平均动态市盈率为 14.29 倍、12.38 倍。由于国内医药行业估值高于国际医药制造业公司估值水平，我们以国内公司的估值水平作为参考。

表 2 同行业上市公司估值比较（2010-2-9）

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
普洛股份	000739	8.84	0.11	0.15	0.20	78.09	58.82	44.69
西南合成	000788	16.40	0.07	0.16	0.27	234.29	104.66	61.89
广济药业	000952	14.38	0.35	0.15	0.72	40.62	95.23	20.11
新和成	002001	44.00	4.02	3.03	3.61	10.95	14.54	12.20
鑫富药业	002019	21.34	0.22	0.24	0.27	97.00	88.92	79.04
海翔药业	002099	11.99	0.16	0.28	0.41	74.94	42.16	29.33
天药股份	600488	8.96	0.09	0.12	0.24	96.34	73.68	37.81
可比公司均值						90.32	68.29	40.72
CHINA ANIMAL HEALTHCARE	CAL SP	0.25	0.11	0.10	0.16	2.30	2.45	1.53
LIJUN INTL PHARMACETL	2005 HK	1.11	0.05	0.09	0.11	22.20	12.76	10.57
HUA HAN BIO-PHARMACEUTICAL	587 HK	2.24	0.12	0.23	0.30	18.27	9.74	7.47
TTY BIOPHARM	4105 TT	78.10	0.48	2.77	3.86	161.24	28.18	20.24
YUNG SHIN PHARMACEUTICAL	1716 TT	32.00	0.44	1.81	1.80	73.29	17.70	17.81
FUJI PHARMA	4554 JP	1648.00	8.53	110.40	116.60	193.24	14.93	14.13
TAIKO PHARMACEUTICAL	4574 JP	1965.00	2.53	138.03	131.95	775.86	14.24	14.89
						178.06	14.29	12.38

数据来源：Wind，Bloomberg，上海证券研究所

表 3 最近上市中小板医药公司估值比较 (2010-2-9)

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
桂林三金	002275	27.18	0.67	0.74	0.87	40.57	36.90	31.09
奇正藏药	002287	25.41	0.37	0.38	0.46	68.68	66.36	55.13
信立泰	002294	92.35	1.38	1.60	2.17	66.92	57.83	42.56
众生药业	002317	64.76	0.93	1.13	1.49	69.63	57.31	43.46
仙琚制药	002332	14.69	0.19	0.21	0.22	77.32	69.95	66.77
平均						64.62	57.67	47.80

数据来源: Wind, 上海证券研究所

公司可给的估值水平及价格区间

综合考虑可比公司的估值情况, 由于公司的主营较为单一且业务依赖出口市场, 我们认为给予公司 10 年业绩 30-36 倍这一稍低于可比公司平均水平的市盈率区间较为合理, 相应地, 公司合理估值区间为 30.25-36.30 元, 相对于 2009 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 43.38-52.18 倍。考虑到一、二级市场 20% 的折让, 我们建议询价区间为 24.20-29.04 元, 相对于 2009 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 34.78-41.74 倍。

附表 1 永安药业损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	447.49	310.30	440.17	561.21	748.72
二、营业总成本	327.74	237.70	329.24	418.66	552.56
营业成本	284.42	207.58	277.30	347.95	456.72
营业税金及附加	5.79	2.06	5.72	10.10	11.23
销售费用	17.58	13.87	24.21	33.67	48.67
管理费用	15.69	13.13	15.41	19.64	26.21
财务费用	5.36	-0.13	6.60	7.30	9.73
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	119.75	72.60	110.92	142.55	196.17
加: 营业外收入	1.53	2.76	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.45	0.32	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	120.83	75.04	110.92	142.55	196.17
减: 所得税	18.25	9.99	16.64	21.38	29.42
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	102.58	65.05	94.28	121.17	166.74
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者 的净利润	102.58	65.05	94.28	121.17	166.74
七、摊薄每股收益(元)	1.10	0.70	1.01	1.30	1.78

资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

附表 2 公司未来三年主营收入、成本、收入增速和毛利预测

主营收入测算 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
牛磺酸	313.91	447.34	440.17	561.21	748.72
价格(万元/吨)	2.04	2.99	3.14	3.30	3.47
产量(吨)	15,727.17	14,725.86	14,000.00	17,000.00	21,600.00
销量(吨)	15,384.78	14,939.58	14,000.00	17,000.00	21,600.00
设计产能(吨)	14,000.00	14,000.00	14,000.00	20,000.00	24,000.00
产能利用率	1.12	1.05	1.00	0.85	0.90
产销率	0.98	1.01	1.00	1.00	1.00
合计	314	447	440	561	749
主营成本测算 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
牛磺酸	104.66	163.01	277	348	457
合计	104.66	163.01	277	348	457
主营业务增速	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
牛磺酸收入增速	101.52%	42.51%	-1.60%	27.50%	33.41%

价格增速	4.54%	46.75%	5.00%	5.00%	5.00%
产量增速	96.14%	-6.37%	-4.93%	21.43%	27.06%
毛利率预测	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
牛磺酸毛利率	33.34%	36.44%	37.00%	38.00%	39.00%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 郭昌盛, 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外, 本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及(或)估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及(或)估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好, 行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定, 行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡, 行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准, 投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告, 以获取比较完整的观点与信息, 投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下, 我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送, 版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权, 任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。