

# 信用评级公告

联合〔2021〕4910号

联合资信评估股份有限公司通过对南京健友生化制药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，确定维持南京健友生化制药股份有限公司主体长期信用等级为AA，“健友转债”和“健20转债”的信用等级为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:



二〇二一年六月二十五日

# 南京健友生化制药股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

## 评级结果:

项目	本次评级	上次评级	评级展望
南京健友生化制药股份有限公司	AA	稳定	AA
健友转债	AA	稳定	AA
健 20 转债	AA	稳定	AA

## 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
健友转债	5.03	5.03	2026/04/23
健 20 转债	7.80	7.80	2026/12/17

注:债券余额为截至 2021 年 3 月底的数据;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

评级时间:2021 年 6 月 25 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	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.0.201907

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	2
			盈利能力	2
			现金流量	2
		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,南京健友生化制药股份有限公司(以下简称“公司”或“健友股份”)在产品多元化、研发实力及盈利能力等方面仍具有较强竞争力,随着公司将经营重心向制剂业务转移,公司制剂收入大幅增长,低分子肝素制剂的产销量及产能利用率均大幅增长,整体盈利能力有所提高。同时,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到大额存货及应收账款对营运资金形成占用、原材料价格波动较大使公司面临存货跌价风险、债务规模快速增长且债务结构有待调整以及经营性现金持续净流出等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来,随着募投项目的建成投产、制剂业务规模的进一步扩大以及在申报和在研医药品种的不断上市,公司的综合竞争力有望进一步提升。

综合评估,联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA,同时维持“健友转债”和“健 20 转债”的债项信用等级为 AA,评级展望为稳定。

## 优势

- 公司在研发实力、产品种类等方面,具有较强的竞争优势。2020 年,公司有超过 30 个产品在美国、欧洲、南美上市,产品种类多;截至 2020 年底,公司共有在研项目 56 项,其中已申报项目 22 项,涉及产品种类广泛。
- 公司盈利能力较强。2020 年,公司主营业务毛利率、总资产收益率和净资产收益率分别为 58.98%、12.04%、21.27%,位于同行业上游水平,盈利能力较强。
- 制剂业务产销量及产能利用率提高,带动公司营业收入和利润增长。2020 年,公司销售重心向制剂业务转移,低分子肝素制剂产销量分别为 6618.44 万支及 5818.37 万支,同比分别增长 208.52%和 176.19%,产能利用率为 82.73%,较上年大幅上升 39.83 个百分点。受此影响,公司制剂业务收入同比增长 93.48%至 14.74 亿元;营业收入和利润总额分别同比增长 18.03%和 34.43%。

分析师：杨 涵

崔濛骁

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

## 关注

- 1. 原材料供应风险及汇率波动风险。**近年来，非洲猪瘟疫情影响猪小肠和肝素粗品的供给，对公司成本控制带来一定压力，原材料供应量及价格的波动对公司生产及业绩带来一定风险。2020年，公司国外销售收入占比为66.64%，公司产品出口比例高，人民币汇率波动可能对公司产生一定不利影响。
- 2. 跟踪期内，伴随业务规模扩张，公司存货和应收账款规模持续增长，对营运资金形成占用，存货存在跌价风险。**截至2020年底，公司应收账款和存货分别为7.83亿元和44.57亿元，分别较上年底增长101.37%和36.15%，占流动资产比例分别为11.57%和65.86%，对营运资金形成占用。公司存货主要由肝素粗品等构成，近年来受非洲猪瘟影响，肝素粗品价格大幅上涨，公司存货价值随之上涨，未来若猪小肠及肝素粗品供给持续增加，肝素粗品的价格下行风险或加大，需关注公司存货跌价风险。
- 3. 债务规模增长快，债务负担加重且债务结构有待调整。**截至2020年底，公司全部债务33.49亿元，主要系公司发行“健友转债”和“健20转债”所致，较上年底大幅增长113.78%，债务负担大幅增加，其中短期债务占66.39%，债务结构有待调整。
- 4. 经营性现金流仍为净流出状态。**2020年，公司收入实现质量下降，持续备货对现金流形成较大压力。2020年，公司经营活动现金流入29.14亿元，经营活动现金流出34.80亿元，公司经营活动现金净流出5.66亿元。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产(亿元)	4.49	4.40	13.44	18.69
资产总额(亿元)	34.02	50.78	77.20	86.40
所有者权益(亿元)	24.21	30.04	37.45	40.24
短期债务(亿元)	5.24	15.66	22.23	28.09
长期债务(亿元)	0.00	0.00	11.25	11.36
全部债务(亿元)	5.24	15.66	33.49	39.46
营业收入(亿元)	17.00	24.70	29.15	8.83
利润总额(亿元)	4.68	6.80	9.15	3.14
EBITDA(亿元)	5.17	7.48	10.57	--
经营性净现金流(亿元)	0.62	-8.41	-5.66	0.06
营业利润率(%)	49.23	51.07	58.79	57.43
净资产收益率(%)	17.54	20.18	21.27	--
资产负债率(%)	28.84	40.85	51.50	53.43
全部债务资本化比率(%)	17.78	34.27	47.21	49.51
流动比率(%)	299.55	210.93	241.20	222.12
经营现金流负债比(%)	6.58	-41.38	-20.17	--
现金短期债务比(倍)	0.86	0.28	0.60	0.67
EBITDA 利息倍数(倍)	57.42	33.84	18.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.01	2.10	3.17	--
公司本部(母公司)				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额(亿元)	30.94	46.62	73.61	74.84
所有者权益(亿元)	20.67	24.96	32.08	35.35
全部债务(亿元)	3.20	15.39	30.27	31.14
营业收入(亿元)	14.41	22.05	25.37	9.14
利润总额(亿元)	2.88	5.62	8.55	3.75
资产负债率(%)	33.18	46.46	56.42	52.76
全部债务资本化比率(%)	13.40	38.14	48.55	46.84
流动比率(%)	264.03	191.47	215.84	235.87
经营现金流负债比(%)	-5.70	-43.68	0.38	--

注: 1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2. 公司2021年1-3月财务数据未经审计, 相关财务指标未年化; 3. 数据单位除特别说明外均为人民币

资料来源: 公司财务报告, 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
健20转债	AA	AA	稳定	2020/07/21	罗 峤 李敬云	原联合信用评级有限公司	<a href="#">阅读全文</a>
						工商企业信用评级方法	
健友转债	AA	AA	稳定	2020/06/28	候珍珠 李彤	原联合信用评级有限公司	<a href="#">阅读全文</a>
						工商企业信用评级方法	
健友转债	AA	AA	稳定	2019/07/19	唐玉丽 李彤	原联合信用评级有限公司	<a href="#">阅读全文</a>
						工商企业信用评级方法	

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、本报告引用的资料主要由南京健友生化制药股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：杨承

联合资信评估股份有限公司



# 南京健友生化制药股份有限公司

## 公开发行可转换公司债券 2021 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”）关于南京健友生化制药股份有限公司（以下简称“公司”）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

公司由南京健友生物化学制药有限公司于 2011 年改制设立，改制设立时公司注册资本为 12000 万元，历经多次股权划转和增资，2017 年 7 月，经证监许可（2017）1026 号核准，公司首次公开发行股票，公司注册资本增至 4.23 亿元，股票代码：603707.SH，股票简称“健友股份”。后经资本公积转增股本、限制性股票激励计划等事项，截至 2021 年 3 月底，公司注册资本增加至 9.34 亿元，谢菊华、唐咏群和丁莹为一致行动人，合计持有公司 48.51% 的股权，为公司控股股东和实际控制人。

截至 2021 年 3 月底，谢菊华累计质押公司股份 2480 万股，占其所持公司股份总数的 9.53%，唐咏群累计质押公司股份 4345 万股，占其所持公司股份总数的 22.96%。

截至 2021 年 3 月底，公司股权结构图见附件 1-1；公司主营业务和组织架构较上年无变化（见附 1-2）。截至 2020 年底，公司纳入合并范围子公司 7 家，公司本部及主要子公司共有在职员工 953 人。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 77.20 亿元，所有者权益 37.45 亿元（含少数股东权益 0.22 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 29.15 亿元，利润总额 9.15 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 86.40 亿元，所有者权益 40.24 亿元（含少数股东权益 0.23 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现

营业收入 8.83 亿元，利润总额 3.14 亿元。

公司注册地址：江苏省南京市高新开发区 MA010-1 号地；法定代表人：唐咏群。

### 三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表。

表 1 截至 2021 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
健友转债	5.03	5.03	2020/04/23	6 年
健 20 转债	7.80	7.80	2020/12/17	6 年

资料来源：联合资信整理

“健友转债”募集资金净额为 49475.93 万元，截至 2020 年底，“健友转债”的募集资金用途未发生变化，累计已投入 25715.95 亿元。2020 年 5 月 18 日，公司第三届董事会第十九次会议审议通过了《公司关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》，同意公司在不影响募集资金投资项目的建设 and 募集资金使用计划的情况下，使用暂时闲置募集资金的金额不超过 28000 万元（含 28000 万元）暂时补充流动资金，使用期限自公司董事会审议批准之日起不超过 12 个月，到期后归还至募集资金专户。截至 2020 年底，尚有 23030.00 万元暂未归还募集资金账户。

“健 20 转债”募集资金净额为 77128.58 万元，截至 2020 年底，“健 20 转债”已累计投入募集资金总额 29724.19 万元。2020 年 12 月 23 日，公司第四届董事会第六次会议审议通过了《关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》，同意公司在不影响募集资金投资项目的建设 and 募集资金使用计划的情况下，暂时使用闲置募集资金的金额不超过 43000 万元（含 43000 万元）暂时补充流动资金，使用期限自公司董事会审议批准之日起不超过 12 个月，

到期后归还至募集资金专户。截至 2020 年底，尚有 42000 万元暂时未归还募集资金账户。

付息方面，“健友转债”于 2021 年 4 月 23 日发放自 2020 年 4 月 23 日至 2021 年 4 月 22 日期间的利息；“健 20 转债”暂未到付息日。

转股方面，“健友转债”自 2020 年 10 月 29 日开始转股，初始转股价格为 54.97 元/股；自 2021 年 6 月 25 日起，转股价格调整为 42.01 元/股。截至 2021 年 3 月底，尚未转股的“健友转债”金额为人民币 50299.40 万元，占“健友转债”发行总量的比例为 99.96%。“健 20 转债”转股期间为 2021 年 6 月 23 日至 2026 年 12 月 16 日，自 2021 年 6 月 25 日日期，转股价格调整为 38.00 元/股。

#### 四、宏观经济和政策环境

##### 1. 宏观经济运行

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长

2.30%<sup>1</sup>，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%<sup>2</sup>，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)

<sup>1</sup> 文中 GDP 增长均为实际增速，下同

<sup>2</sup> 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，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比

较计算的几何平均增长率，下同

公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

**消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。**从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

**居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。**2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

**社融存量增速下降。**截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年底下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高

值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年底增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年底增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

**一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。**2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

**就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。**2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后



两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张

空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

## 五、行业分析

### 1. 医药行业概况

#### (1) 行业概况

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，规模以上医药制造企业营业收入增速有所放缓；但随着销售费用率的下降，2020 年医药制造企业利润总额较上年有所增长。

近年来，中国药品监督管理不断规范，促进了医药制造业快速发展。据国家统计局统计，2017—2019 年，中国规模以上医药制造企业营业收入同比增速分别为 12.5%、12.4%和 7.4%，2017—2018 年中国医药制造业整体运行平稳，2019 年起增速有所放缓。

2020 年受新冠肺炎疫情影响，医药制造业增长进一步放缓，规模以上医药制造企业实现营业收入 24857.3 亿元，同比增长 4.5%，增速较上年下降 2.9 个百分点。但随着国内疫情逐渐稳定、医院就诊人数增多、医药制造行业经营情况逐步改善，2020 年规模以上医药制造企业实现利润总额 3506.7 亿元，同比增长 12.80%，主要系行业整体销售费用率下降所致。

从行业主体数量来看，截至 2020 年底，中国规模以上医药制造业企业为 7665 家，较上年底增加 273 家；亏损企业为 1344 家，较上年底增加 193 家。在近年来宏观经济下行、挤压辅助用药和仿制药水分等高压政策影响下，行业内分化加剧，创新药企业和优质仿制药企业的市场份额得到进一步提升。

#### (2) 行业政策

2020 年以来，中国医药政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革；鼓励研究和创制新药，积极推动仿制药发展；鼓励优质中医药

## 企业发展。

从发布主体来看，2020年，国家医疗保障局（以下简称“医保局”）发布的政策集中于深化医疗保障制度改革举措（相关政策条数占27%，下同），国家卫生健康委（以下简称“卫健委”）侧重于新冠肺炎疫情防治（占63.58%），国家药品监督管理局（以下简称“药监局”）除日常审批管理工作（占46.55%）外，对医疗器械的监管（占27.59%）有所增加。

2020年3月5日，《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》（以下简称“《意见》”）发布，《意见》明确了深化医保改革的目标、原则与方向，并提供了付诸行动的路线图，标志着新一轮医保改革大幕开启。此后，一系列医保改革方案相继推出，比如，国务院办公厅发布《关于推进医疗保障基金监管制度体系改革的指导意见》；国家医保局发布《关于建立医药价格和招采信用评价制度的指导意见》；国家医疗保障局发布《2020年国家医保药品目录调整工作方案》；国家医疗保障局办公室发布《关于印发国家医疗保障按病种分值付费（DIP）技术规范 and DIP病种目录库（1.0版）的通知》等。

2020年3月30日，国家市场监督管理总局官网公布2020年新版《药品注册管理办法》（以下简称“《办法》”），并于2020年7月1日起正式施行。《办法》强调以临床价值为导向，鼓励研究和创制新药，积极推动仿制药发展。国家药品监督管理局持续推进审评审批制度改革，优化审评审批程序，提高审评审批效率，建立以审评为主导，检验、核查、监测与评价等为支撑的药品注册管理体系。

2020年以来，药品集中采购工作继续推进，第二、三轮集采药品陆续开始应用，第四轮集采中选结果公告，采购范围不断扩大；医疗器械领域也开始借鉴药品领域集采的经验，试点高值器械耗材带量采购。2020年1月，国家医保局等五部门制定了《关于开展第二批国家组织药品集中采购和使用工作的通知》；7月29

日，国联采发布《全国药品集中采购文件（GY-YD2020-1）》，意味着第三批全国集采正式开始；10月16日，联采办发布《国家组织冠脉支架集中带量采购文件》（以下简称《采购文件》），集中带量采购符合要求的冠状动脉药物洗脱支架系统。11月16日，国家医疗保障局网站发布了《国家医疗保障局关于政协十三届全国委员会第三次会议第3778号（财税金融类276号）提案答复的函》，明确全面实行医用耗材带量采购。2021年1月28日，国务院办公厅发布《推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展意见》，就带量采购总体要求、覆盖范围、采购规则、保障措施、配套政策、运行机制和组织保障七方面进行制度化规定，确保带量采购常态化进行。在仿制药一致性评价品种带量采购的常态化趋势下，医药行业进入快速分化、结构升级、淘汰落后产能的阶段，具有医药自主创新能力以及拥有知识产权保护的企业将在市场竞争中处于优势地位。

2021年2月9日，国务院办公厅印发《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》（以下简称“《政策措施》”）。《政策措施》指出将探索符合中医药特点的医保支付方式，支持将有疗效和成本优势的中医医疗服务项目纳入医保支付范围，进一步扩大中医药企业的项目品类，鼓励实行中西医同病同效同价，明确给予中西医并重的待遇；加快推进中药审评、审批机制改革，建立中药新药进入快速审评、审批通道的机制，缩短中医新药上市时间；《政策措施》同时指出，要支持符合条件的中医药企业上市融资及发行公司信用类债券，并支持社会资本设立相关基金，加大对中医药产业的长期投资力度。国家政策扶持中医药产业持续发展，将为优质中医药企业提供机会。与此同时，国家政策鼓励优质中医药企业融资，预计未来将会有更多中医药企业发行债券。

### （3）行业关注

**结构性问题明显，行业集中度较低。**与全球医药市场相比，中国医药制造企业数量众多，呈

现规模小、占比分散等特征，产业集中度低，多为同质化产品竞争，难以适应各类患者的不同临床用药需求。尽管近年来的医疗体制改革有利于促进医药行业的优胜劣汰，但中国长期以来形成的医药企业多、小、散的结构性问题尚未得到根本解决，真正具备国际竞争力的创新型药企较少，研发能力、生产技术及配套设施先进程度仍有待提高。

**研发投入不足，创新能力相对较弱。**与欧美等发达国家的医药行业相比，受医药制造行业内技术条件的制约，中国医药行业研发投入仍显不足，影响了中国医药行业的发展和创新能力，导致国内医药企业普遍以生产仿制药为主，技术水平较低，且整体研发投入相对不足、研究成果转化率相对较低、研究水平相对落后。

**带量采购等政策实施使得药品价格呈下降趋势。**2020年12月，国家医保局公布2020年国家医保目录谈判结果并发布2020年版医保目录，目录共对162种药品进行了谈判，119种谈判成功，谈判成功的药品平均降价50.64%。此外，随着带量采购政策的落地和后续逐步的推广，政策方向已经明确了将压低原研药和国内高价仿制药的价格，以使得医保覆盖更多的品种，覆盖更多的人群，长期来看，仿制药的“超额利润”将逐步消失。

#### (4) 未来发展

**医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜三大政策效应将逐步显现。**

未来，在国内老龄化加速、医药消费具有刚需性质、医药行业的需求旺盛的背景下，医药制造行业仍将保持稳定增长的态势；政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求。同时，随着生产端去产能和消费端结构调整的各项政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升。

## 2. 肝素钠原料药行业概况

### (1) 肝素原料药

**2020年，受非洲猪瘟导致的供给减少影响，中国肝素出口量同比下降；受供需失衡影响，肝素产品出口均价大幅提升。**

近年来，受非洲猪瘟及新冠肺炎疫情影响，中国肝素产品出口由之前量价齐升的状态，转为量缩、价涨状态。

2018年，中国肝素产品出口量为199.48吨，同比增长12.29%，2019年，中国肝素产品出口量达201.04吨，同比增长0.78%。2020年，中国肝素产品出口量为151.97吨，同比下降24.41%。

从肝素产品供需来看，受到非洲猪瘟导致的生猪屠宰减少影响，肝素粗品上游供给减少；而下游企业考虑到制剂的稳定增长，进入新一轮的补库存周期。肝素粗品和原料药由于供需失衡，进入新一轮景气周期。2018年12月，中国肝素出口均价为6201.63美元/千克，同比增长27.80%。2019年12月，中国肝素出口均价为8976.83美元/千克，同比增长45.82%。2020年12月，中国肝素出口均价为11484.89美元/千克，肝素出口价格整体上涨幅度很大。

### (2) 肝素制剂

**低分子肝素制剂占全球肝素市场的份额大；国内低分子肝素制剂对进口产品的替代空间大。**

作为临床应用最广泛和最有效的抗凝血、抗血栓药物之一，肝素类药物在抗血栓医药市场上占据重要地位。全球老龄化加剧、肥胖人群规模不断增长以及新兴医药市场的快速发展将推动全球肝素类药物市场需求持续增加，具有极强抗凝血和抗血栓能力的肝素类药物市场具有较好的发展潜力。

全球肝素市场包括肝素和低分子肝素制剂。根据公开数据，全球肝素市场规模从2017年的44.73亿美元增长到2019年的47.49亿美元，年复合增长率为3.04%。低分子肝素制剂因有更为广泛的应用，已成为肝素制剂的主流产品。2019年，低分子肝素制剂收入40.80亿美元，占全球



肝素制剂市场的 80%以上。随着全球心血管人数的增加、抗凝意识的提升及用药场景的增加,预计 2021 年全球肝素制剂销售收入有望达到 51.26 亿元。

中国低分子肝素市场使用覆盖率相对较低,但发展非常快速,生产企业较多,低分子肝素制剂之前一直未进行分类管理。从竞争格局来看,目前国内各低分子肝素制剂中赛诺菲、葛兰素、辉瑞的进口产品仍处于统治地位,但公司、深圳市天道医药有限公司等国内低分子肝素制剂生产商的相关产品对进口产品的替代正在加速过程中。

肝素原料药行业是一个市场化程度较高的行业,而肝素制剂行业已形成以国际品牌肝素制剂企业为主的较为固定的市场格局。公司仿制药面临着原研药和其他品牌制剂的竞争,市场的复杂性将带来潜在的竞争风险。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底,公司注册资本为 9.34 亿元,谢菊华、唐咏群和丁莹为一致行动人,合计持有公司 48.51%的股权,为公司控股股东和实际控制人。

截至 2021 年 3 月底,谢菊华累计质押公司股份 2480.00 万股,占其所持公司股份总数的 9.53%,唐咏群累计质押公司股份 4345.00 万股,占其所持公司股份总数的 22.96%。

### 2. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告(统一社会信用代码:91320100726054999R),截至 2021 年 5 月 18 日,公司本部无关注类、不良类信贷信息记录,过往债务履约情况良好。

截至本报告出具日,联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

### 3. 规模及竞争力情况

公司在研发、产品种类、客户资源等方面

具有较强竞争力。

#### (1) 研发及产品优势

截至 2020 年底,公司已成为拥有美国注射剂 ANDA 数最多的中国本土生产企业。近三年来,公司每年获 FDA 十余个注射剂批件,有多个注射剂品种占据了美国 8-12%的市场份额。2020 年,公司有超过 30 个产品在美国、欧洲、南美上市,包括盐酸吉西他滨注射液、度骨化醇注射液、注射用盐酸苯达莫司汀等无菌注射液,未来将覆盖除心脑血管、抗肿瘤类、手术辅助类等领域。

公司研发中心于 2016 年零缺陷通过美国 FDA 认证检查,成为中国第一批通过美国 FDA 认证的无菌制剂研发机构。2020 年,公司强化创新能力,研发投入 22144.85 万元,同比增长 15.84%。截至 2020 年底,公司共有在研项目 56 项,其中已申报项目 22 项,主要研发产品包括抗感染、抗肿瘤、泌尿系统、抗凝血、麻醉药等领域中市场需求大、需求稳定的优质产品。

#### (2) 客户资源优势

全球肝素制剂行业生产企业主要为美欧大型医药公司,行业集中度较高。目前,国际主流肝素制剂企业包括 Pfizer、APP、Sanofi 等传统品牌肝素制剂企业,以及 Sagent、Sandoz、Amphastar 等新兴肝素制剂企业。其中, Pfizer、Sanofi、Sagent、Sandoz 等企业均为公司的肝素原料的主要合作商,其产品涵盖了达肝素钠、依诺肝素钠、那屈肝素钙、标准肝素钠等临床应用广泛的肝素制剂。

## 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。

2020 年,公司独立董事金毅因任期满离任,选举崔国庆为独立董事。其他核心人员较为稳定,主要管理制度连续,经营运作正常。



## 八、经营分析

### 1. 经营概况

2020年,受益于制剂销售规模扩大,公司主营业务收入继续增长,综合毛利率上升且处于较高水平;从销售结构来看,公司销售重心转向制剂销售,制剂销售收入大幅增长,但毛利率水平有所下降,标准肝素原料药销售收入减少,毛利率水平大幅提高。

公司主要从事肝素全系列产品研究、生产及销售,核心产品为肝素钠原料药和低分子肝素制剂,兼有抗肿瘤制剂及其他高附加值无菌注射剂的研发、生产、销售,以及为全球及国内知名药企提供制剂端一站式的CDMO服务。

2020年,公司实现营业收入29.15亿元,同比增长18.03%,主要系制剂销售增长所致,公司主营业务收入29.11亿元,主营业务占比为99.86%,主营业务仍非常突出。受益于公司营业收入的增长以及毛利率高的制剂销售占比提高,2020年,公司利润总额9.15亿元,同比增长34.43%。

从收入构成来看,2020年,公司销售重心逐步由传统的肝素原料药向制剂销售转移,公司标准肝素原料药收入同比下降14.42%,占主营业务收入的比重同比下降16.98个百分点。2020年,公司制剂销售收入同比增长93.48%,主要系公司制剂销售量增长所致,占主营业务收入的比重同比增加19.75个百分点;CDMO及其他收入占比较小,对主营业务收入影响不大。

从毛利率来看,2020年,标准肝素原料药毛利率同比上升14.39个百分点,主要系公司储备的肝素粗品存货的价格较低以及2020年肝素原料药销售价格大幅上涨所致;制剂毛利率同比下降8.65个百分点,主要系2020年制剂销售成本增加以及销售均价下降所致;CDMO业务占比较小,其毛利率变动对公司综合毛利率的影响较小;综上,公司主营业务综合毛利率同比增加7.72个百分点。

2021年1-3月,国际和国内制剂业务持续增长,公司实现营业收入8.83亿元,同比增长20.28%;实现利润总额3.14亿元,同比增长33.16%。

表3 2018—2020年公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2018年			2019年			2020年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
标准肝素原料药	11.84	69.69	40.55	15.24	61.78	41.75	13.04	44.80	56.14
制剂	3.99	23.48	76.54	7.62	30.89	72.53	14.74	50.64	63.89
CDMO及其他	1.16	6.83	48.19	1.81	7.33	41.82	1.33	4.57	32.46
合计	16.99	100.00	49.51	24.67	100.00	51.26	29.11	100.00	58.98

注:尾差系数据四舍五入所致  
资料来源:公司提供

从供应商集中度来看,2020年,公司向前五大供应商采购金额为7.43亿元,占年度采购总额的比例为33.27%,较2019年下降4.30个百分点,集中度较高;公司前五大供应商中无关联方。

从销售集中度看,2020年,公司对前五名客户的销售额为12.00亿元,占年度销售总额的

41.14%,较2019年下降17.53个百分点,集中度有所下降但仍处于较高水平。

从销售区域来看,2020年,公司主营业务收入中境内收入占比为33.35%,较上年增加5.16个百分点,境外收入占比为66.65%,较上年下降5.16个百分点。

由于收入主要来自于国外,公司使用金融

市场工具（包括利用出口押汇，远期外汇交易等）来降低汇率波动产生的汇兑损失风险。2020年，在美元、欧元汇率大幅波动的背景下，公司的汇兑损失166.34万元。但未来经济贸易环境如进一步恶化，关税和市场的确定性将进一

步增加；另外，虽然公司进行了外汇风险控制，但人民币汇率波动仍会使公司面临汇兑风险。同时，公司原材料采购主要源自国内，未来人民币汇率变动或将对公司境外销售成本优势形成一定冲击。

表 4 2018—2020 年公司主营业务收入来源区域分布情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
境内	4.73	27.88	6.96	28.20	9.71	33.36
境外	12.25	72.12	17.71	71.80	19.40	66.64
合计	16.99	100.00	24.67	100.00	29.11	100.00

资料来源：公司年报

## 2. 标准肝素原料药

### （1）原材料采购

2020 年，公司原材料肝素粗品采购金额有所下降，集中洗脱模式在一定程度上增强了公司原材料的供应稳定性和可溯性。

2020 年，公司生产所需主要原材料为肝素粗品，采购模式分为一般采购模式和集中洗脱模式，较上年无重大变化。公司在主要原材料采购过程中，在国内应用集中洗脱模式，和上游企业建立商业伙伴关系，形成良性稳定的商业合作，更好应对市场竞争；在国外采用了全球 API Sourcing 的采购模式，建立多元化的供应商体系，目前已和全球多家供应商建立了稳定的合作关系。

2020 年，公司肝素粗品采购总额为 17.30 亿元，较上年下降 17.82%，主要系公司采购量减少所致。

原材料采购占公司成本比例较高，为了保证生产运营，公司需要以商业上可接受的价格及时获得足够数量的优质原材料，原材料的供应量减少可能导致运营中断。受非洲猪瘟影响，近年来猪小肠和肝素粗品供应短缺，价格上涨，公司的盈利能力、业务发展和财务状况易受到原材料波动的影响。

### （2）产品生产

2020 年，公司标准肝素原料产能保持稳定，产量有所下降，产能利用率有所下降但仍处于很高水平。

2020 年，公司生产模式无重大变化，公司仍采用以销定产为主，结合库存和市场总体情况确定产量的生产模式。

公司生产成本中，原辅料占比在 95% 左右，人工成本及制造费用占比较低。

表 5 2018—2020 年公司生产成本构成情况

（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
原辅料	10.28	13.65	20.58
占比	94.83	94.30	95.19
人工成本	0.07	0.12	0.24
占比	0.65	0.83	1.09
制造费用	0.49	0.70	0.80
占比	4.52	4.87	3.72

注：本表中生产成本为公司按照产量口径核算所得，由于产量高于销量，因此生产成本高于营业成本

资料来源：公司提供

生产方面，2020 年，公司主要产品标准肝素原料药产能较 2019 年无变化，仍为 3.31 万亿单位/年。产量方面，2020 年，公司标准肝素原料药产量为 4.00 亿单位，较上年下降 5.93%，变动不大；公司标准肝素原料药产能利用率为 120.98%，较上年下降 7.63 个百分点，产能利用率有所下降但仍处于很高水平。

表 6 2018—2020 年公司标准肝素原料药产能产量情况 (单位: 亿单位、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
产能	33100.00	33100.00	33100.00
产量	42487.82	42568.37	40044.93
产能利用率	128.36	128.61	120.98

注: 上表未区分投入自用和外销的数据

资料来源: 公司提供

### (3) 产品销售

2020 年, 公司肝素原料药销量有所下降, 销售价格大幅增长, 因自用比例提高, 产销率大幅下降, 销售集中度较高。

2020 年, 公司肝素原料药的销售模式无变化, 仍然采取以“直接销售为主、经销商销售为辅”的销售模式。公司主要客户仍为 Pfizer、Sagent、Sandoz 等全球主要的肝素制剂生产企业。

2020 年, 受原材料供应不足及价格的上涨传导至销售端, 从主要产品销售情况来看, 受上游肝素粗品行业整体供应不足, 公司生产成本上涨等因素的影响, 2020 年, 公司标准肝素原料药销量为 22980.88 亿单位, 同比下降 44.77%; 销售均价同比增长 54.97%; 产销率方面, 2020 年, 公司制剂销售量同比增长 114.09%, 公司销售重心向制剂端转移, 作为制剂原材料的肝素原料药对外销售量大幅下降, 导致标准肝素原料药的产销率大幅降低 40.37 个百分点至 57.39%。

表 7 2018—2020 年公司标准肝素原料药销售情况 (亿单位、元/亿单位、万元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
销量	38395.66	41612.97	22980.88
销售额	118373.85	152386.73	130415.40
产销率	90.37	97.76	57.39

注: 上表数据全部为外销数据 (公司合并口径外)

资料来源: 公司提供

### 3. 制剂业务

2020 年, 公司制剂产销量大幅增长, 制剂业务是肝素药物产业链的有效延伸, 产能利用率大幅提升。

公司制剂主要产品包括依诺肝素钠注射液、那曲肝素钙注射液、达肝素钠注射液等肝素

制剂以及抗肿瘤制剂、和其他无菌注射剂等, 以低分子肝素制剂为主。

从生产方面来看, 2020 年, 公司生产制剂 6872.98 万支, 其中低分子肝素制剂产量为 6618.44 万支 (占 96.30%), 较上年大幅增长 208.52%, 主要系 2020 年公司收购 Meitheal Pharmaceuticals (以下简称“Meitheal”) 后, 在美国的制剂销售大幅增长以及产能扩增所致; 产能方面, 截至 2020 年底, 低分子肝素制剂产能为 8000.00 万只, 较上年增长 60%, 主要系预灌封生产线项目投产所致。产能利用率方面, 2020 年公司低分子肝素制剂的产能利用率为 82.73%, 较上年大幅上升 39.83 个百分点。

表 8 2018—2020 年公司低分子肝素制剂产销情况 (万支/年、万支、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
产能	5000	5000	8000
产量	874.90	2145.24	6618.44
产能利用率	17.50	42.90	82.73

资料来源: 公司提供

公司主要客户是二级或三级医院。从制剂销售模式来看, 国内方面, 2020 年, 公司制剂销售主要通过第三方咨询服务商的临床代表学术推广的模式, 利用临床代表的渠道资源直接实现与医院终端的对接。目前, 公司制剂经销商已经覆盖全国各主要省区。国外方面, 公司主要在美国销售, 美国医药销售市场客户主要包括药品集中采购组织、连锁药房以及药品配送公司等大型药品流通主体。2019 年 10 月, 公司收购美国医药公司 Meitheal, 建立了公司在美国医药制剂的营销本部。除中美市场外, 公司的依诺肝素注射液在欧洲、南美市场陆续获批, 目前公司主要采取与当地代理商或医药企业合作的方式进入市场。

表 9 2018—2020 年公司制剂销售情况

(万支、元/支、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
产量	--	3410.37	6872.98
其中: 低分子肝素制剂	874.90	2145.24	6618.44
销量	--	2794.46	5982.68

其中：低分子肝素制剂	1172.81	2106.67	5818.37
低分子肝素制剂产销率	134.05	98.20	87.91

注：公司制剂产量及销量为公司年报数据，制剂销售均价公司不对外披露；低分子肝素制剂的产量及销量为公司提供

资料来源：公司提供、联合资信根据公司年度报告整理

随着公司不断拓展国内外市场，公司制剂销售量大幅增长，2020年，公司制剂销量同比增长101.53%，其中低分子肝素制剂销量为5818.37万支，同比增长176.19%。2020年，公司制剂销售均价有所下降，主要系制剂销售结构变化所致；产销率有所下降，主要系公司境外子公司备货增加所致，但总体仍维持较高的水平。

分市场来看，2020年，公司国内依诺肝素钠制剂的销售突破1000万支，同比增长25%左右，国内制剂业务的营业收入较2019年增长了20.36%；美国市场方面，2020年，Meitheal的营业收入已接近1亿美元，销售收入较2019年增长了约7倍；2020年非中美市场的制剂销售收入较2019年增长了123.10%。

2020年，公司对前五大客户销售额为11.99亿元，占年度销售总额41.14%，较上年降低17.53个百分点，集中度仍较高。

#### 4. 经营效率

**2020年，公司经营效率有所下降，营运效率处于行业中游水平。**

2020年，公司销售债权周转次数4.87次，相

比上年减少3.39次，主要系应收账款大幅增加所致；存货周转次数为0.31次，相比上年下降0.15次，主要系存货价值上升所致；总资产周转次数为0.46次，相比上年下降0.12次。与同行业其他企业相比，公司经营效率处于中游水平。

表10 2020年同行业公司经营效率对比情况

股票代码	股票简称	存货周转次数(次)	应收账款周转次数(次)	总资产周转次数(次)
002399.SZ	海普瑞	1.17	3.64	0.31
300255.SZ	常山药业	0.45	6.91	0.56
002675.SZ	东诚药业	1.85	3.49	0.47
中位数		1.17	3.64	0.47
603707.SH	健友股份	0.31	4.97	0.46

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与Wind保持一致

资料来源：Wind数据，联合资信整理

#### 5. 在建工程

**公司主要在建项目均为募投项目，尚需投资规模较大，未来存在一定资金支出压力。**

截至2020年底，公司主要在建工程计划投资12.48亿元，已投资2.12亿元，尚需投资10.36亿元。其中，抗肿瘤产品技改扩能项目和高端制剂预灌封生产线项目为“健友转债”募投项目，龙成二期（高效智能化高端药品制剂生产线建设项目）为“健20转债”募投项目。截至2020年底，公司尚有6.43亿元临时补流的募集资金尚未归还募集资金账户，公司未来有一定资金支出压力。

表11 截至2020年底公司主要在建项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	计划投资额	截至2020年底已投资额	投资进度	达到预定可使用状态日期	资金来源
抗肿瘤产品技改扩能项目	2.28	0.62	27.36	2021年12月	募集资金
高端制剂预灌封生产线项目	1.25	0.53	42.53	2021年12月	募集资金
龙成二期（高效智能化高端药品制剂生产线建设项目）	5.70	0.97	17.10	2023年6月	募集资金
合计	12.48	2.12	--	--	--

资料来源：公司提供

#### 6. 未来发展

**公司依据自身经营优势和现有资源进行经营规划，有利于提高其竞争实力。**

公司将加强技术研发、提升公司竞争力；加强与上游供应商和下游制剂生产厂商的连接，提高生产效率和生产能力；推进营销团队的组建和完善；加大海外制剂产品的销售推广力度，



寻求海外制剂产品销售突破；推进募投项目如期落地，提高公司高端制造能力。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司2020年度财务报表经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司2020年1—3月财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部最新颁布的《企业会计准则》及相关规定编制。从合并范围变化来看，2020年，公司新设子公司1家；2021年1—3月，公司合并范围无变化；截至2020年底，公司拥有合并范围子公司共7家。引起合并范围变动的子公司规模不大，公司主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性仍较强。

截至2020年底，公司合并资产总额77.20亿元，所有者权益37.45亿元（含少数股东权益0.22亿元）；2020年，公司实现营业收入29.15亿元，利润总额9.15亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额86.40亿元，所有者权益40.24亿元（含少数股东权益0.23亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入8.83亿元，利润总额3.14亿元。

### 2. 资产质量

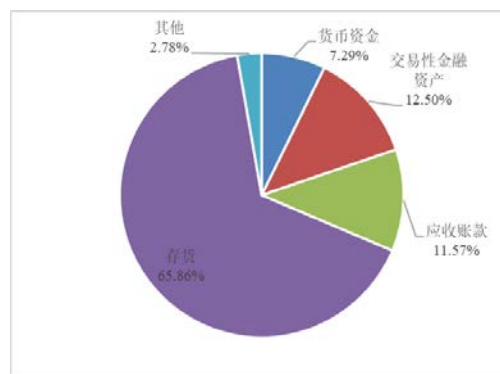
**截至2020年底，公司资产规模大幅增长，资产结构以流动资产为主，流动资产中存货占比大，对营运资金形成占用且存在跌价风险；应收账款大幅增长，整体受限资产占比较低。**

截至2020年底，公司合并资产总额77.20亿元，较上年底增长52.02%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占87.67%，非流动资产占12.33%。公司资产以流动资产为主，资产结构中流动资产占比进一步提升。

#### （1）流动资产

截至2020年底，公司流动资产67.68亿元，较上年底增长57.81%，主要系流动资产增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占7.29%）、交易性金融资产（占12.50%）、应收账款（占11.57%）和存货（占65.86%）构成。

图1 截至2020年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2020年底，公司货币资金4.94亿元，较上年底增长35.53%，主要系公司成功发行“健友转债”和“健20转债”所致；货币资金中0.20亿元受限，受限比例为4.05%，主要为借款质押定期和其他保证金。

截至2020年底，公司交易性金融资产8.46亿元，较上年底增加7.89亿元，主要系购买当天可赎回的活期理财产品所致；主要构成为理财产品8.45亿元

截至2020年底，公司应收账款账面价值7.83亿元，较上年底增长101.37%，主要系2020年制剂销售收入大幅增长，且制剂的回款周期长于原料药所致。应收账款账龄以1年以为主（占99.20%），累计计提坏账0.17亿元，计提比例为2.07%；应收账款前五大欠款方合计金额为4.55亿元，占比为56.90%，集中度高。

截至2020年底，公司存货44.57亿元，较上年底增长36.15%，主要系原材料价格上涨及海外备货所致。存货主要由原材料（占77.25%）、在产品（占9.00%）和库存商品（占13.76%）构成，累计计提跌价准备0.37亿元，计提比例为0.82%。公司存货规模大且逐年增加，跌价准备计提比例较少，近年来受非洲猪瘟影响，原材料价格大幅上涨，公司存货价值随之上涨，2021年一季度，全国生猪出栏量同比增长30.60%，猪小肠及肝素粗品供给未来若持续增加，肝素粗品的价格下行风险或将加大，需关注公司存货减值风险。

与同行业公司对比，公司的存货价值处于同行业很高水平，存货占总资产的比例为

57.74%，占比很高。

表 12 2020 年同行业公司存货对比情况

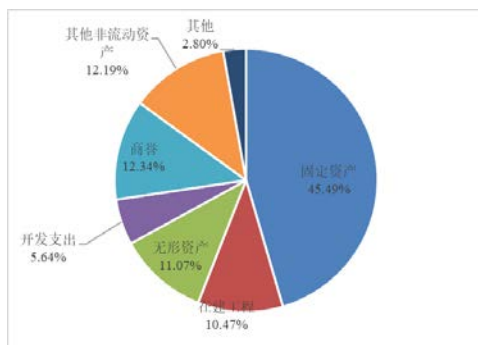
股票代码	股票简称	存货 (亿元)	总资产 (亿元)	存货/总资产 (%)
002399.SZ	海普瑞	31.68	190.26	16.65
002550.SZ	千红制药	3.16	24.52	12.89
300255.SZ	常山药业	18.87	45.73	41.27
002675.SZ	东诚药业	9.74	73.93	13.17
603707.SH	健友股份	44.57	77.20	57.74

资料来源：Wind 数据，联合资信整理

## (2) 非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产9.52亿元，较上年底增长20.59%，公司非流动资产主要由固定资产（占45.49%）、在建工程（占10.47%）、无形资产（占11.07%）、开发支出（占5.64%）、商誉（占12.34%）和其他非流动资产（占12.19%）构成。

图2 截至2020年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2020年底，公司固定资产4.33亿元，较上年底增长3.76%。固定资产主要由房屋及建筑物（占23.51%）、机器设备（占59.49%）和其他设备（占16.58%）构成，累计计提折旧3.38亿元；固定资产成新率59.40%，成新率一般。

截至2020年底，公司在建工程1.00亿元，较上年底增长55.75%，主要系“健友转债”及“健20转债”的投入增加所致。在建工程未计提减值准备。

截至2020年底，公司无形资产1.05亿元，较上年底增长36.13%，主要系内部研发及外购的药品注册批件增加所致。公司无形资产主要由土地使用权（占23.29%）和药品注册批件（占

75.99%）构成，累计摊销0.25亿元，未计提减值准备。

截至2020年底，公司开发支出0.54亿元，较上年底增长12.86%，主要系公司对多项药品技术投入增加所致。

截至2020年底，公司商誉1.18亿元，主要为2019年收购美国公司Meitheal形成，较上年底下降6.47%，主要系外汇折算差异所致。

截至2020年底，公司其他非流动资产1.16亿元，均为预付工程设备款，较上年底增长181.29%，主要系公司在建项目的工程款及购置设备款增加所致。

截至2020年底，公司所有权受到限制的资产共7978.71万元，占总资产的比例为1.03%，占比很低。

表 13 截至2020年底公司受限资产情况

(单位：万元、%)

项目	受限资产余额	占总资产比例	受限原因
货币资金	2033.54	0.26	投资保函保证金、银行承兑汇票保证金、贷款保证金、保函保证金及其他
固定资产	4899.26	0.63	借款抵押担保
无形资产	1045.92	0.14	借款抵押担保
合计	7978.71	1.03	--

资料来源：公司审计报告

截至2021年3月底，公司合并资产总额86.40亿元，较上年底增长11.91%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占88.35%，非流动资产占11.65%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。公司货币资金为15.07亿元，较2020年底增长205.34%，主要系出售交易性金融资产和增加短期借款所致。

## 3. 资本结构

### (1) 所有者权益

截至2020年底，公司所有者权益有所增长，未分配利润占比较高，权益结构稳定性较弱。

截至2020年底，公司所有者权益37.45亿元，较上年底增长24.65%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为99.41%，少数股东权益占比为0.59%。归属于母

公司所有者权益37.22亿元，主要由股本（占25.10%）、资本公积（占4.24%）、盈余公积（占6387%）和未分配利润（占59.89%）构成。归属母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。

截至2021年3月底，公司所有者权益40.24亿元，较上年底增长7.45%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为99.43%，少数股东权益占比为0.57%。归属于母公司所有者权益40.00亿元。其中，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23.35%、4.01%、-0.04%和62.55%。归属母公司所有者权益中未分配利润占比很大，权益结构稳定性较弱。

## （2）负债

**截至2020年底，公司负债规模大幅增长，以流动负债为主，非流动负债占比上升较快；公司债务负担大幅增加，且债务结构有待调整。**

截至2020年底，公司负债总额39.76亿元，较上年底增长91.67%，流动负债与非流动负债均大幅增长。其中，流动负债占70.58%，非流动负债占29.42%。公司负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

截至2020年底，公司流动负债28.06亿元，较上年底增长38.00%，主要系短期借款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占75.99%）和应付账款（占14.69%）构成。

截至2020年底，公司短期借款21.32亿元，较上年底增长55.84%，主要系公司经营规模扩大、流动资金需求增加所致；公司短期借款由质押借款（占23.45%）、信用借款（占66.11%）和抵押借款（占10.44%）构成。

截至2020年底，公司应付账款4.12亿元，较上年底增长42.30%，主要系2020年底公司未付款的货款增加所致。应付账款账龄以1年以内为主。

截至2020年底，公司非流动负债11.70亿元，较上年底增加11.29亿元，主要系应付债券大幅增加所致。公司非流动负债主要由应付债券（占96.21%）构成，截至2020年底，公司应

付债券为11.25亿元，主要系公司发行“健友转债”和“健20转债”所致。

截至2020年底，公司全部债务33.49亿元，较上年底大幅增长113.78%，主要系长期债务增加所致。其中，短期债务占66.39%，长期债务占33.61%，以短期债务为主。短期债务22.23亿元，较上年底增长41.94%，主要系短期借款增加所致。2020年公司新增长期债务11.25亿元，主要为“健友转债”和“健20转债”。截至2020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51.50%、47.21%和23.11%，较上年底分别提高10.65个百分点、提高12.94个百分点和提高23.11个百分点。公司债务负担大幅增加。

截至2021年3月底，公司负债总额46.16亿元，较上年底增长16.10%，主要系短期借款增加所致。其中，流动负债占74.45%，非流动负债占25.55%。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3月底，公司全部债务39.46亿元，较上年底增长17.83%，主要系短期债务增加所致。其中，短期债务占71.20%，长期债务占28.80%，以短期债务为主。短期债务28.09亿元，较上年底增长26.36%，主要系短期借款增加所致。长期债务11.36亿元，较上年底增长0.98%，较上年底变化不大。截至2021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53.43%、49.51%和22.02%，较上年底分别提高1.93个百分点、提高2.30个百分点和下降1.08个百分点。

表14 截至报告出具日公司存续债务融资工具情况

债券简称	到期日	回售日	债券余额 (亿元)
健友转债*	2026/04/23	2024/04/23	5.03
健20转债*	2026/12/17	2024/12/17	7.80

注：用\*标出的债券均附带回售条款，所列到期日为回售日

资料来源：Wind

## 4. 盈利能力

**2020年，公司营业收入和利润总额均有所增长，期间费用对利润的侵蚀程度有所加重，盈利能力在同行业中处于上游水平。**

公司实现营业收入 29.15 亿元，同比增长 18.03%，主要系制剂销售增长所致；受益于公司营业收入的增长以及毛利率高的制剂销售增长，2020 年，公司利润总额 9.15 亿元，同比增长 34.43%。

2020 年，公司费用总额为 7.95 亿元，同比增长 32.14%，主要系销售费用增加所致。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 56.11%、13.07%、23.58% 和 7.24%，以销售费用和研发费用为主。其中，销售费用为 4.46 亿元，同比增长 24.54%，主要系制剂销售规模大幅扩大，差旅推广等费用增加所致；管理费用为 1.04 亿元，同比增长 70.28%，主要系新增 Meitheal 子公司管理费用所致；研发费用为 1.88 亿元，同比增长 12.73%，主要系公司加大研发投入及计入研发费用的折旧摊销

增加所致；财务费用为 0.58 亿元，同比增长 256.85%，主要系利息支出增加所致。2020 年，公司期间费用率<sup>3</sup>为 27.28%，同比上升 2.91 个百分点，期间费用对公司利润的侵蚀程度有所加重。

非经常性损益方面，2020 年，公司投资收益、其他收益、资产处置收益规模很小，对营业利润影响不大。2020 年，公司实现营业外收入 0.38 亿元，同比增长 195.58%，主要系政府补助增加所致，营业外收入占利润总额比重为 4.13%，对利润影响不大。

2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 12.04%、21.27%，同比分别下降 1.71 个百分点、提高 1.09 个百分点。

从同行业对比情况来看，公司盈利能力位于行业上游水平。

表 15 2020 年同行业公司盈利能力对比情况

股票代码	股票简称	营业收入 (亿元)	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
002399.SZ	海普瑞	53.32	39.16	8.99	8.74
300255.SZ	常山药业	23.64	68.67	8.36	8.80
002675.SZ	东诚药业	34.19	49.73	8.93	10.42
中位数		34.19	49.73	8.93	8.80
603707.SH	健友股份	29.15	58.96	15.17	21.27

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致  
资料来源：Wind 数据，联合资信整理

2021 年 1—3 月，国际和国内制剂业务持续增长，公司实现营业收入 8.83 亿元，同比增长 20.28%；实现利润总额 3.14 亿元，同比增长 33.16%。

#### 5. 现金流分析

**2020 年，公司仍备货原材料，经营活动现金流继续呈净流出状态，收入实现质量下降；公司投资活动现金流仍为净流出状态，对外融资需求大；由于公司借款增加以及成功发行可转债，筹资活动现金净流入增加。**

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入 29.14 亿元，同比增长 12.13%，低于营业收入增幅，主要系公司账期相对较长的制剂产

品收入占比提高所致；经营活动现金流出 34.80 亿元，同比增长 1.15%，变化不大。受以上因素综合影响，2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 -5.66 亿元，经营活动现金继续呈净流出状态；2020 年，公司经营活动现金净流出，主要系公司应收账款增加以及储备原材料所致。2020 年，公司现金收入比为 92.59%，同比下降 2.15 个百分点，收入实现质量下降。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入 17.12 亿元，同比下降 1.21%，变化不大；投资活动现金流出 28.85 亿元，同比增长 52.91%，主要系投资支付的现金增加所致。2020 年，公司投资活动现金净流出 11.73 亿元，同比增长 663.45%。

<sup>3</sup> 期间费用率=期间费用/营业收入\*100%



2020年，公司筹资活动前的现金流量净额为-17.39亿元，继续呈净流出状态，且净流出规模较上年增长74.74%。公司经营活动现金流和投资活动现金流均为净流出，经营性现金流无法满足投资活动支出需求，对外融资需求大。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入45.67亿元，同比增长121.10%，主要系公司短期借款增加、发行“健友转债”和“健20转债”所致；筹资活动现金流出25.93亿元，同比增长132.80%，主要系公司偿还债务所致。受以上因素综合影响，2020年，公司筹资活动现金净流入19.73亿元，同比增长107.41%。

2021年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额为0.06亿元；投资活动产生的现金流量净额7.66亿元；筹资活动产生的现金流量净额为5.87亿元。

#### 6. 偿债能力

跟踪期内，因债务规模大幅增长，公司偿债能力指标总体有所弱化，整体偿债能力仍属很强。

截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的210.93%和49.91%分别提高至241.20%和82.35%，流动资产对流动负债的保障程度有所提高。

截至2020年底，公司经营现金流流动负债比率为-20.17%，经营性现金流对流动负债不具备保障能力。

截至2020年底，公司现金短期债务比由上年底的0.28倍提高至0.60倍，现金类资产对短期债务的保障程度提高。整体看，公司短期偿债能力有所提高。

2020年，公司EBITDA为10.57亿元，同比增长41.37%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占6.68%）、计入财务费用的利息支出（占5.45%）和利润总额（占86.53%）构成。2020年，公司EBITDA利息倍数由上年的33.84倍下降至18.36倍，EBITDA对利息的覆盖程度大幅下降但仍属较高；公司全部债务/EBITDA由上年的2.10倍提高至3.17倍，EBITDA对全

部债务的覆盖程度下降。整体看，公司长期债务偿债能力有所弱化。

截至2021年3月底，公司无对外担保。

截至2021年3月底，公司已获授信总额43.49亿元，已使用20.77亿元，公司间接融资渠道畅通性尚可；公司作为上市公司，具有直接融资能力。

截至2021年3月底，公司无作为被告人且涉诉金额超过500万元的未决诉讼。

#### 十、存续期内债券偿还能力分析

截至2020年底，公司现金类资产、EBITDA及经营活动产生的现金流入对公司债券待偿余额的覆盖程度较高，考虑到公司客户资源优质、融资渠道通畅、过往债务履约情况良好等因素，公司对“健友转债”及“健20转债”的偿还能力很强。

截至2020年底，公司存续债券待偿本金共计12.83亿元；公司现金类资产为13.44亿元，为存续债券待偿本金（12.83亿元）的1.05倍。2020年，公司经营活动产生的现金流量净额为负值，无法对公司存续债券形成覆盖；公司经营活动产生的现金流入和EBITDA分别为29.14亿元和10.57亿元，为存续债券待偿本金（12.83亿元）的2.27倍和0.82倍，对“健友转债”和“健20转债”的覆盖程度较高。

表 16 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	指标值
本年度剩余应到期债券金额（亿元）	0.00
未来待偿债券本金	12.83
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金	2.27
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金	-0.44
EBITDA/未来待偿债券本金	0.82

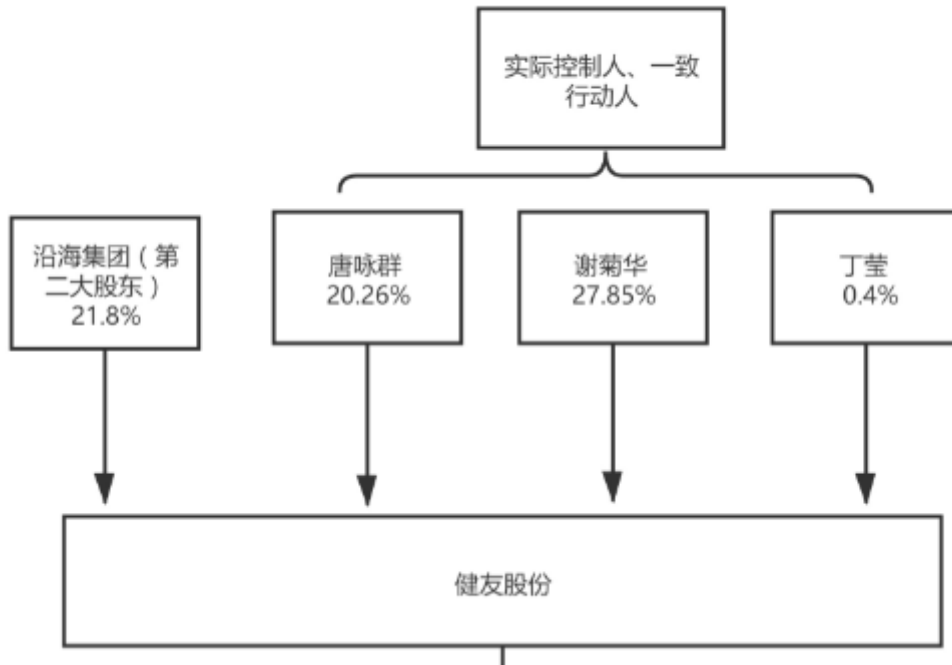
注：本年度剩余应到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；

资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

#### 十一、结论

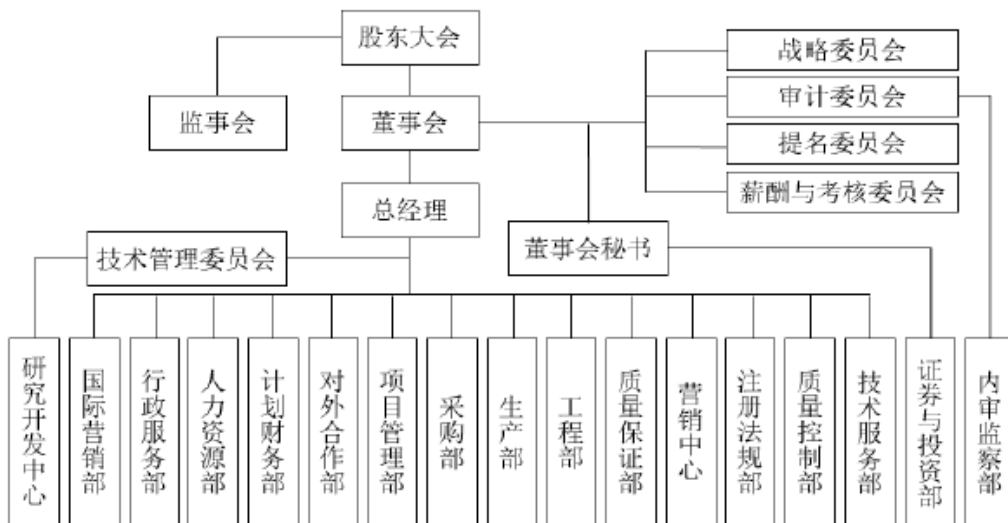
综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，同时维持“健友转债”和“健20转债”的债项信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底南京健友生化制药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 2021 年 3 月底南京健友生化制药股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

### 附件 1-3 南京健友生化制药股份有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本(万元)	持股比例(%)	取得方式
1	南京健友药业有限公司	生产销售	250 万美元	100.00	设立
2	南京健友宾馆有限公司	住宿	50	100.00	设立
3	香港健友实业有限公司	进出口	--	100.00	设立
4	港南有限公司	进出口	--	100.00	非同一控制下 企业合并
5	健进制药有限公司	生产销售	9149.996 万美元	100.00	非同一控制下 企业合并
6	Meitheal Pharmaceuticals,inc	研发销售	--	83.33	非同一控制下 企业合并
7	南京健智自明医药贸易有限公司	进出口	20000	100.00	设立

资料来源：公司年报、联合资信整理

附件 2-1 公司主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	4.49	4.40	13.44	18.69
资产总额 (亿元)	34.02	50.78	77.20	86.40
所有者权益 (亿元)	24.21	30.04	37.45	40.24
短期债务 (亿元)	5.24	15.66	22.23	28.09
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	11.25	11.36
全部债务 (亿元)	5.24	15.66	33.49	39.46
营业收入 (亿元)	17.00	24.70	29.15	8.83
利润总额 (亿元)	4.68	6.80	9.15	3.14
EBITDA (亿元)	5.17	7.48	10.57	--
经营性净现金流 (亿元)	0.62	-8.41	-5.66	0.06
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	8.06	8.26	4.87	--
存货周转次数 (次)	0.53	0.46	0.31	--
总资产周转次数 (次)	0.56	0.58	0.46	--
现金收入比 (%)	95.07	94.74	92.59	102.03
营业利润率 (%)	49.23	51.07	58.79	57.43
总资本收益率 (%)	14.72	13.75	12.04	--
净资产收益率 (%)	17.54	20.18	21.27	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	23.11	22.02
全部债务资本化比率 (%)	17.78	34.27	47.21	49.51
资产负债率 (%)	28.84	40.85	51.50	53.43
流动比率 (%)	299.55	210.93	241.20	222.12
速动比率 (%)	93.57	49.91	82.35	85.60
经营现金流动负债比 (%)	6.58	-41.38	-20.17	--
现金短期债务比 (倍)	0.86	0.28	0.60	0.67
EBITDA 利息倍数 (倍)	57.42	33.84	18.36	--
全部债务/EBITDA (倍)	1.01	2.10	3.17	--

注: 1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2. 公司 2021 年 1-3 月财务数据未经审计, 相关财务指标未年化; 3. 数据单位除特别说明外均为人民币  
资料来源: 公司财务报告



附件 2-2 公司主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	3.25	2.49	11.81	11.02
资产总额 (亿元)	30.94	46.62	73.61	74.84
所有者权益 (亿元)	20.67	24.96	32.08	35.35
短期债务 (亿元)	3.20	15.39	19.02	19.78
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	11.25	11.36
全部债务 (亿元)	3.20	15.39	30.27	31.14
营业收入 (亿元)	14.41	22.05	25.37	9.14
利润总额 (亿元)	2.88	5.62	8.55	3.75
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	-0.57	-9.33	0.12	3.31
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	--	--	--	--
存货周转次数 (次)	--	--	--	--
总资产周转次数 (次)	0.52	0.57	0.42	--
现金收入比 (%)	103.26	88.48	87.75	124.36
营业利润率 (%)	45.86	51.45	58.41	56.19
总资本收益率 (%)	10.85	12.79	12.79	--
净资产收益率 (%)	12.30	19.79	23.40	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	25.97	24.33
全部债务资本化比率 (%)	13.40	38.14	48.55	46.84
资产负债率 (%)	33.18	46.46	56.42	52.76
流动比率 (%)	264.03	191.47	215.84	235.87
速动比率 (%)	75.24	44.33	75.39	80.03
经营现金流动负债比 (%)	-5.70	-43.68	0.38	--
现金短期债务比 (倍)	1.02	0.16	0.62	0.56
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

注: 1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2. 母公司 2021 年 1—3 月财务数据未经审计, 相关财务指标未年化; 3. 数据单位除特别说明外均为人民币  
资料来源: 公司财务报告

### 附件 3 公司主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
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/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

### 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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

### 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

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 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

## 权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 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。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。