

贵州信邦制药股份有限公司

2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100150】

评级对象: 贵州信邦制药股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)

17 信邦 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2018 年 6 月 11 日

首次评级: AA/稳定/AA/2017 年 11 月 17 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	1.47	5.93	8.16	6.38
刚性债务	9.93	11.99	19.28	19.85
所有者权益	23.62	59.40	59.15	56.40
经营性现金净流入量	0.80	0.99	1.57	0.48
合并口径数据及指标:				
总资产	65.05	107.97	119.55	117.64
总负债	38.36	43.12	51.96	52.45
刚性债务	25.19	30.33	39.32	38.24
所有者权益	26.69	64.85	67.59	65.19
营业收入	41.80	51.57	60.02	15.12
净利润	1.68	2.43	3.31	0.63
经营性现金净流入量	2.17	-1.99	2.02	-0.95
EBITDA	4.87	6.00	7.12	—
资产负债率[%]	58.97	39.94	43.47	44.59
权益资本与刚性债务 比率[%]	105.97	213.85	171.89	170.46
流动比率[%]	101.47	131.69	130.03	125.83
现金比率[%]	19.85	42.79	47.58	34.09
利息保障倍数[倍]	2.82	2.98	4.55	—
净资产收益率[%]	6.57	5.30	5.01	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	6.71	-4.93	4.41	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-7.10	-19.61	-5.01	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.88	4.04	6.17	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.22	0.20	—

注:根据信邦制药经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

陈思阳 csy@shxsj.com

贾飞宇 jfy@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对贵州信邦制药股份有限公司(简称信邦制药、发行人、该公司或公司)及其发行的 17 信邦 01 的跟踪评级反映了 2017 年以来,信邦制药在经营规模扩大、三大业务板块融合发展等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在控股权变更、控股股东质押比例高、债务规模持续扩大、管理整合等方面面临的压力增大。

主要优势:

- **医药和医疗服务行业稳定发展。**跟踪期内,国内医药行业的刚性需求、城镇化进程和消费升级推动制药行业和医疗服务行业持续稳定的发展。此外医保覆盖面扩大、支付水平提升,有利于进一步释放市场需求。
- **主要业务竞争优势。**跟踪期内,信邦制药经营规模不断扩大,且进一步完成对医药制造、医药流通及医疗服务的业务整合,业务开展在贵州省内保持了较强的竞争优势。
- **外部融资渠道畅通。**跟踪期内,信邦制药仍保持了良好的外部融资能力,能通过发行债券、银行借款等方式进行外部融资,同时,作为上市公司,具备一定的资本市场融资能力。

主要风险:

- **控股股东与实际控制人变更风险。**2017 年 5 月,信邦制药原实际控制人张观福将所持有公司的 21.04% 股权全部转让给西藏誉曦,公司控股股东变更为西藏誉曦,实际控制人变更为朱吉满、白莉惠夫妇,相关变更对公司经营的影响有待进一步关注。
- **股权质押风险。**截至 2018 年 3 月末,西藏誉曦所持信邦制药 21.04% 的股份全部用于质押融资。2018 年 4 月,因誉衡集团的股票质权人武汉信用小额贷款股份有限公司申请财产保

全，西藏誉曦及誉衡集团所持公司股份被全部司法冻结，截至目前已解除冻结，但公司仍面临一定的实际控制人变更及平仓等股权质押风险。

- 医药制造业务收入下滑。跟踪期内，受“两票制”、“二次议价”等政策的影响，同时信邦制药积极布局生物制药，生物制药领域部分产品尚处于研发阶段，未产生收益，公司传统主业医药制造业务收入及利润情况有所下滑。
- 债务规模持续扩大。跟踪期内，信邦制药债务规模持续扩大，尤其是短期刚性债务增长迅速，给公司带来了一定的即期偿债压力。
- 管理整合风险。跟踪期内，信邦制药继续对科开医药、中肽生化等并购企业进行业务整合，对并购企业的管理和整合效果将直接影响公司后续的业务发展水平。

➤ 未来展望

通过对信邦制药及其发行的上述公司债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债券还本付息安全性很高，并给与上述公司债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



贵州信邦制药股份有限公司

2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照贵州信邦制药股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（简称“17 信邦 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据信邦制药提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对信邦制药的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司最新于 2016 年 12 月收到中国证监会出具的《关于核准贵州信邦制药股份有限公司向合格投资者公开发行公司债券的批复》（证监许可〔2016〕3066 号），批复核准公司向合格投资者公开发行面值总额不超过 10 亿元的公司债券。公司于 2017 年 12 月发行了 3 亿元的公司债券“17 信邦 01”，期限为 5 年，票面利率 6.18%，并附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。除此之外，公司无已发行尚未到期的债券余额。

该公司本次公司债募集资金 3 亿元，募集资金净额为 2.98 亿元，用于补充流动资金。截至 2017 年末，募集资金已使用 2.20 亿元。

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全，同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开

放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

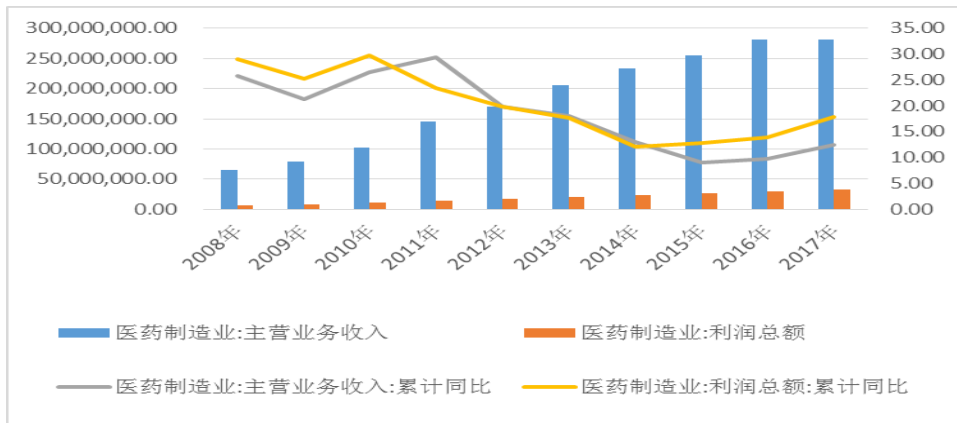
(2) 行业因素

国内医药行业的刚性需求、城镇化进程和消费升级将推动制药行业持续稳定的发展。近年来，国家陆续出台了一系列促进医药产业发展的政策，政府医疗卫生投入亦持续加大，并扩大了基本医疗保险的受益面。医保覆盖面的扩大、支付水平的提升，有利于进一步释放医药需求并为制药企业发展带来新的机遇。但受到宏观经济下行及医药监管政策的影响，医药行业同时也面临着医保控费、药审制度趋严、药品招标降价等不利因素影响。

A. 医药制造行业

我国经济不断发展，城镇化水平不断提高。据相关统计分析，城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，我国老龄化人口占比上升较快，研究表明医疗保健支出与年龄呈正相关性，老龄化趋势的不断提高同样促进医药需求。新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保护容刺激了抑制的医药需求，促进医药行业不断发展。近年来我国医药制造收入及利润总体呈持续增长趋势，但是其增速下降，呈现放缓状态。2011~2017 年，我国医药制造业的销售收入从 14,522.05 亿元增至 28,185.50 亿元，年均复合增长率为 9.94%；利润总额从 1,494.30 亿元增长至 3,314.10 亿元，年均复合增长率为 12.05%。2018 年 1~3 月，医药制造业实现销售收入 6,252.10 亿元，累计同比增长 16.10%；利润总额 774.20 万亿元，同比增长 22.50%。

图表 1. 2008 年以来我国医药制造业销售收入及盈利情况（单位：万元、%）



资料来源：Wind 资讯

从未来发展趋势来看，人口老龄化、人均收入持续增长以及城镇化等因素保证了我国医药制造业刚性需求的稳步增长，加之医疗改革和国家政策的不断深化推进，医药行业发展前景仍保持良好。根据国务院办公厅 2013 年 9 月下发的《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》，2020 年我国 60 周岁以上老年人口预计将达到 2.43 亿，2025 年或将突破 3 亿。随着人口结构的老龄化，未来中国医药市场将持续扩容，刚性需求逐步上升。同时，目前我国农村居民医疗保健水平较低，远低于城镇居民的平均水平，而城镇化将促进其医疗、养老、社会保障等多方面与城市接轨，进而带动基层、县医院的发展，为医药消费带来巨大增量。

图表 2. 2011 年以来我国医药制造业重要影响因素变化情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
我国人口数 (亿人)	13.47	13.54	13.61	13.68	13.75	13.83	13.90
60 岁以上人口占比 (%)	13.74	14.33	14.89	15.55	16.10	16.70	17.30
城镇基本医疗保险参保人数 (亿人)	4.73	5.36	5.71	5.97	6.66	7.44	—
城镇基本医疗保险支出 (亿元)	4,431.37	5,543.62	6,801.03	8,133.59	9,312.11	10,767.09	—
城镇居民人均可支配收入 (万元)	2.18	2.46	2.70	2.88	3.12	3.36	3.64
医疗机构诊疗人次及入院人数 (亿人次)	62.71	68.88	73.14	76.02	76.93	79.30	66.10
卫生费用 (亿元)	24,345.91	28,119.00	31,668.95	35,312.40	40,974.64	46,344.88	—

数据来源：Wind、新世纪评级整理

我国医药制造企业数量较多、行业整体集中度不高，市场较为分散。随着我国政府对环境保护和食品安全重视程度日益提升，以及相关监管政策的出台，行业内资源将不断向拥有完整产业链、较高品牌资源优势、较强规模效应及稳定的供销渠道的大型药企转移，行业内落后产能淘汰力度有所加大，行业集中度将进一步提升。同时，为快速提高研发实力、完善产品阶梯结构、实现规模化生产，并购整合手段也将成为医药制造企业提高市场集中度的主要手段

之一。具备资金和技术优势的行业龙头企业通过兼并收购提高其市场占有率是趋势所向。

近年来，国内医保支出增速呈下降趋势，其中城镇基本医疗保险统筹基金总支出增速已由 2011 年的 26.50% 下降至 2016 年的 15.60%。医药行业控费压力较大，药品招标降价短期趋势不变，终端销售价格下降不断挤压着医药制造企业利润空间；加之仿制药一致性评价、新版 GMP 认证等政策的出台，不断加大了企业营运负担¹；另外由于两票制的推行，减少了医药流通企业的利润空间，也加大了医药制造企业的药品推广难度。短期而言，一般药企运营效率难言好转。长期来看，医药制造企业将重新洗牌，拥有大病种领域重磅产品、产品结构好的企业拥有较好价格维护能力；拥有较强研发实力的医药制造企业有望在后续经营中获得较多业绩补充；拥有较强推广实力的医药制造企业有望获得更高的终端覆盖度，以上资质优秀药企有望在长期发展中脱颖而出。

该公司主要从事中成药产品的生产和销售业务，主要产品为益心舒胶囊、脉血康胶囊、银杏叶片、六味安消胶囊、护肝宁片等，在市场上具有一定的占有率。截至 2017 年末，公司拥有 17 个国家基本药物目录品种、24 个国家医保目录品种。但中成药市场进入门槛较低，行业内企业众多，短期内，公司产品产销业务仍将面临较激烈的市场竞争。

医药制造业务发展面临的风险主要表现在：政策变动风险；持续的研发投入；行业内竞争者众多，市场集中度不高，市场竞争风险等。

B. 医药流通行业

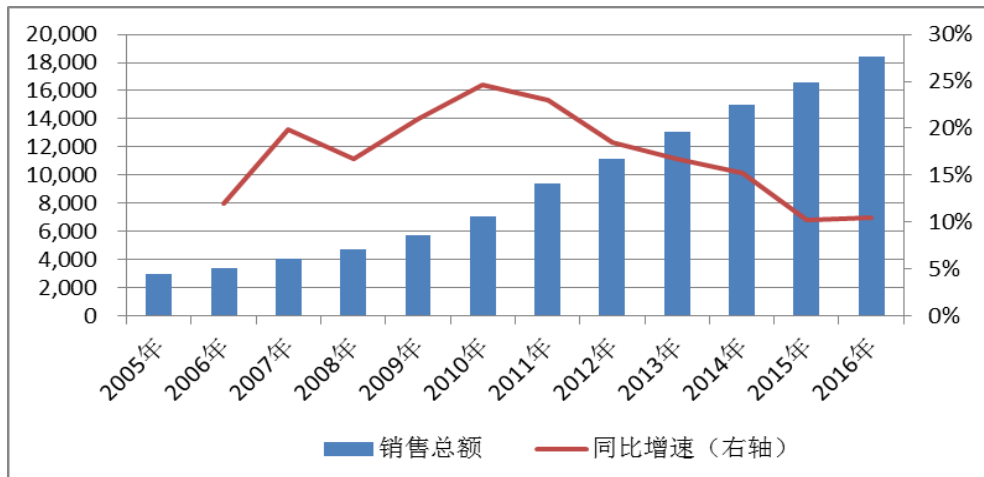
我国医药商业行业快速发展，近年来流通规模维持较快增长，但增速有所趋缓。此外，国家医药产业相关政策的实施、“医药分离”持续推进会对医药流通行业发展产生一定影响。

医药流通业是国家医疗卫生事业和健康产业的重要组成部分，药品流通行业包括药品批发业务和药品零售业务，根据商务部统计，两类业务占比约为 80% 和 20%。近年来，我国药品流通市场需求活跃，行业购销稳步增长，但由于国家宏观经济增速放缓、医保控费日趋严格等因素影响，药品流通行业销售总额增速趋缓。根据商务部《2016 年药品流通行业运行统计分析报告》数据显示，2016 年我国药品流通行业销售总额²18,393 亿元，同比增长 10.4%，增幅上升 0.2 个百分点，其中药品零售市场 3,679 亿元，同比增长 9.5%，增幅上升 0.9 个百分点。2016 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 13,994 亿元，同比增长 11.6%，增幅上升 0.7 个百分点；实现利润总额 322 亿元，同比增长 10.9%，增幅上升 0.3 个百分点。

¹ 一致性评价政策出台后，单一药品仿制药评价成本由原来的 50 万元左右提高至了 500 万元以上。

² 销售总额为含税值，包括了七大类医药商品。本段中同比增幅均扣除不可比因素。尚无 2017 年数据。

图表 3. 2005 年以来我国药品流通行业销售收入及增速情况（单位：亿元）³



资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

医药流通行业是规模效应较为明显的行业。我国的医药流通行业集中度较低，但在近几年各项政策的推动下，呈逐步上升的趋势。医药商业主要包含医药批发、医药零售等子行业，企业核心竞争力取决于其掌握的终端客户资源及资金实力。由于地方保护等原因，我国医药商业行业具有较明显的地区性特征，从业企业数量多、规模小。2011 年 5 月商务部在《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015）》中指出，将力促国内形成 1-3 家销售额过千亿元的全国性大型医药商业集团、20 家年销售额过百亿元的区域性药品流通企业。

此外，新修订的《药品经营质量管理规范》于 2013 年 6 月开始实施，这是对药品流通监管政策的较大调整，规定全面提升了药品流通企业的软硬件标准和要求，提高了准入门槛，将对行业发展带来深刻影响。医药商业领域的全国性整合已启动，行业高度分散的局面有望得到较大改善，资本实力雄厚的医药商业企业较易通过兼并重组等手段迅速扩大市场份额，发展前景较好。2015 年 5 月，国务院办公厅先后发布《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》及《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》，旨在推进公立医院医药分开的实现。2017 年 1 月，国务院医改办会同国家卫生计生委、食品药品监管总局、国家发展改革委、工业和信息化部、商务部、国家税务总局和国家中医药管理局等部门印发了《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》，“两票制”是指药品从生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票，目的是减少药品流通环节，使中间加价透明化，进一步推动降低药品虚高价格，“两票制”的推行将有助于规范医药流通行业秩序，对提升行业集中度有积极作用，大型医药流通企业有望受益。

该公司于 2014 年通过定向增发的方式并购贵州科开医药有限公司（简称“科开医药”）进入药品流通领域，近两年取得较大的市场份额。科开医药与贵阳市多家大型三甲公立医院进行了多年合作，在贵阳市及周边地区的医药流通市场具有区域垄断优势，为其业务规模持续扩大奠定了良好基础。

³ 尚无 2017 年数据。

医药流通行业发展面临的风险主要表现在：政策变动风险；行业规模效应明显，拓展流通网点布局等需要较大的资本性支出；业务开展占用较大的资金，流动性风险；行业内医药流通企业较多，市场竞争风险等。

C. 医疗服务行业

近年来国家出台多项扶持制度鼓励医疗服务行业发展，民营医疗服务业务发展潜力较大。

医疗服务业是社会保障体系的重要组成部分，与国民经济发展计划和综合财政计划紧密相关。2013年9月28日，国务院发布《关于促进健康服务业发展的若干意见》首次明确了健康服务业的内涵外延，指明医疗服务是健康服务业的关键环节和核心内容；提出到2020年，健康服务业总规模要达到8万亿元以上，打造一批知名品牌和良性循环的健康服务产业集群，成为推动经济社会持续发展重要力量的总体目标；同时，大力支持社会资本举办医疗机构、提供基本医疗卫生服务；进一步放宽中外合资、合作办医条件，加快落实对非公立医疗机构和公立医疗机构的市场准入等。之后，国家又陆续出台《关于加快发展社会办医的若干意见》和《关于做好清理取消不合理规定加快落实对非公立医疗机构同等对待相关政策工作的通知》，扶持医疗服务的健康发展。

2015年3月，国务院办公厅发布了《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020年）》，规划促进我国医疗卫生资源进一步优化配置，提高服务可及性、能力和资源利用效率。纲要中提出将从床位标准、设备购置以及政策扶持等方面对社会办医给予支持，明确到2020年按照每千常住人口不低于1.5张床位为社会办医院预留规划空间，同步预留诊疗科目设置和大型医用设备配置空间，同时，鼓励公立医院与社会力量以合资合作的方式共同举办新的非营利性医疗机构，个体诊所的设置不受规划布局限制等。

2016年8月，国家卫生计生委印发了《医疗机构设置规划指导原则（2016-2020年）》，指导各地加强“十三五”期间医疗机构设置管理。其中提到，在符合规划总量和结构的前提下，取消对社会办医疗机构数量和地点的限制，明确了2020年全国医疗机构设置规划主要指标。根据指标要求，到2020年，中国每千常住人口医疗卫生机构床位数达到6张，医院达到4.8万个。其中，公立医院3.3万个，社会办医院1.5万个。县办综合性医院适宜床位规模为500张，市办综合性医院适宜床位规模为800张，省办及以上综合性医院适宜床位规模为1000张。国家多项政策的出台，有助于医疗服务行业，尤其是民营资本办医的发展，行业未来的发展潜力较大。

该公司通过收购医院股权的方式进入医疗服务领域，截至2018年3月末，已拥有贵州省肿瘤医院和贵州医科大学附属白云医院（简称“白云医院”）等多家医院，并参股贵州医科大学附属乌当医院（简称“乌当医院”）等多家医疗服务机构，其中贵州省肿瘤医院是贵州省唯一的三甲肿瘤专科医院，白云医院是拥有较高知名度的大型三级综合医院，在贵州省内已形成一定的品牌效应。

医疗服务业务开展面临的风险主要表现在：政策变动风险；行业内企业多通过并购等方式增加医院资源，面临较大的资本性支出；医院品牌建设及管理等等。

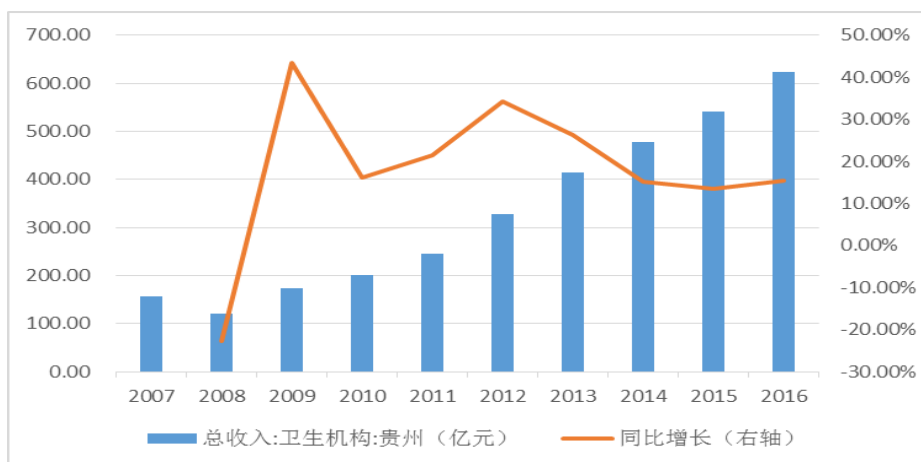
(3) 区域市场因素

该公司地处贵州省，公司医药制造、医药流通及医疗服务业务开展主要集中在贵州省内。其中，公司在贵州省内拥有多家医药流通网点，也控股白云医院、肿瘤医院等多家省内知名医院，在贵州省内，乃至西南地区拥有较高的知名度，为贵州省医药企业龙头之一。

贵州省地处中国西南腹地，与重庆、四川、湖南等省接壤，是西南地区交通枢纽，交通便利。2011年以来，贵州省成为全国经济发展最快的省份，连续4年名义GDP增速位居全国第一。2017年，贵州省实现GDP为1.35万亿元，名义增速15%；实现人均GDP为3.8万元；贵州省GDP总量居全国23位，名义增速全国第一；实现财政总收入2650亿元，同比增长10.1%，其中，一般公共预算收入1613.64亿元，同比增长7.2%，一般公共预算支出3939.50亿元，同比增长11.2%。截至2017年末，贵州省地方债务余额为8607.15亿元，债务规模全国排名第4，占GDP比重为63.56%，贵州省债务负担偏重。

贵州省经济发展速度较快，但经济基数较小，整体经济水平处于全国中下游，贵州省医疗资源及医疗卫生收入规模也处于全国各省份中下游水平。但近年来，贵州省医疗服务市场增速较快，增速基本能维持在13%左右。

图表 4. 贵州省卫生机构总收入情况



资料来源：Wind 资讯

近年来，贵州省深化医疗卫生体制改革，出台了较多的医疗相关支持政策。2015年9月，贵州省人民政府出台《贵州省关于大力推动医疗卫生事业改革发展的意见》，提出在2020年稳定实现基本医疗有保障；2017年7月，贵州省人民政府办公厅出台《贵州省深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务》，提出加强城市综合医院改革，合理控制公立综合性医院的数量和规模；2017年11月，贵州省卫计委出台《贵州省“十三五”深化医药卫生体制改革规

划》(征求意见稿), 提出要实现分级诊疗政策体系逐步完善, 现代医院管理制度和综合监管制度建设加快推进、全民医疗保障制度更加高效、药品生产流通使用政策进一步健全等目标。

依托贵州省丰富的医药资源, 贵州省医药企业较多, 同时也有部分外地医药企业在贵州省内开展医药流通等服务, 区域市场竞争较为充分, 该公司业务开展面临一定的竞争压力。与公司业务形成竞争的医药企业包括重庆医药、国药控股、同济堂及上海医药等, 各医药企业的业务规模及业务重心有一定的差异, 能形成一定的差异化经营。

2. 业务运营

该公司自成立以来一直从事中成药的产销业务, 业务规模逐年扩大。公司通过外延式并购进入医药流通和医疗服务业务领域, 并取得了一定经营成果, 跟踪期内, 公司收入规模实现快速增长, 经营效益尚好。但受“两票制”及“二次议价”等因素影响, 公司医药制造业务收入有所下滑, 医药流通与医疗服务业务均保持了增长态势。受此影响, 跟踪期内, 公司毛利率情况有所波动。

该公司自成立以来一直从事中成药的产销业务, 经过多年经营, 已积累了一定的品牌口碑, 主要产品有益心舒胶囊、脉血康胶囊、银杏叶片、六味安消胶囊、护肝宁片等, 在市场上具有一定的占有率。2014 年, 公司通过收购贵州科开医药有限公司(简称“科开医药”)切入医药流通及医疗服务业务。2016 年, 公司完成对中肽生化有限公司(简称“中肽生化”)的收购, 切入生物制药领域。截至 2017 年末, 公司拥有 17 个国家基本药物目录品种、24 个国家医保目录品种。跟踪期内, 公司继续拓展业务规模, 2017 年及 2018 年第一季度, 公司分别实现营业收入 60.02 亿元及 15.12 亿元, 分别较上年同期增长 16.39% 及 11.66%。

图表 5. 公司主业基本情况

主营业务	行业归属	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
医药制造	医药	国内	横向规模化/纵向一体化	规模、技术、政策等
医药流通	医药	西南地区	横向规模化	规模、政策、品牌等
医疗服务	医药	西南地区	横向规模化	规模、政策、品牌等

资料来源: 信邦制药

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司核心业务收入及变化情况(亿元, %)

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计		41.80	51.57	60.02	15.12	13.54
其中: 核心业务营业收入	金额	41.74	51.31	59.77	15.08	13.50
	占比	99.87	99.49	99.58	99.73	99.70

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
其中：(1) 医药流通业务	金额	24.86	30.30	37.72	9.69	8.74
	占比	59.48	58.75	62.85	64.10	64.58
(2) 医疗服务业务	金额	10.49	11.97	13.37	3.45	2.90
	占比	25.09	23.22	22.28	22.81	21.40
(3) 医药制造业务	金额	6.40	9.03	8.68	1.94	1.86
	占比	15.31	17.52	14.45	12.82	13.71

资料来源：信邦制药

A. 医药制造业务

医药制造业务是该公司的传统业务，跟踪期内，受“两票制”及“药品招投标二次议价”政策的影响，医药制造业务降价压力增大，公司医药制造业务收入规模有所波动，同时公司布局生物制药业务，部分生物制药产品尚处于研发阶段，对收入的贡献程度有限。2017 年及 2018 年第一季度，该业务分别实现营业收入 8.68 亿元及 1.94 亿元，其中 2017 年医药制造业务收入较上年下降 3.88%。截至 2017 年末，公司共拥有 17 个国家基药目录品种，包括益心舒胶囊、脉血康胶囊、银杏叶片、六味安消胶囊、贞芪扶正胶囊等；拥有 24 个国家医保目录品种，其中关节克痹丸为独家品种。医药制造业务的发展主要受到规模、技术、政策等因素的影响。此外，自收购中肽生化以来，公司加强了在生物制药领域的布局，跟踪期内，中肽生化经营情况良好⁴，2017 年实现营业收入 2.65 亿元，实现净利润 1.15 亿元⁵。

图表 7. 公司医药制造业务涉及的主导产品及其产销状况（万盒/万支）

药品名称	2015 年		2016 年		2017 年	
	产量	产量	产量	销量	产量	销量
益心舒胶囊	844.16	843.67	994.07	811.81	763.56	723.02
脉血康胶囊	731.90	667.99	802.34	754.16	699.85	637.38
银杏叶片 ⁶	420.11	305.99	190.07	186.26	154.25	154.25
护肝宁片	139.36	142.21	191.63	137.41	120.90	117.53
六味安消胶囊	289.25	264.79	281.03	222.65	187.85	173.66
客户肽	--	--	1.14	1.14	2.53	1.38
GMP 肽	--	--	1.09	0.87	30.79	26.16
诊断试剂	--	--	1149.48	1142.08	911.95	892.55

资料来源：信邦制药

该公司医药制造业务细分子业务包括传统中药材种植、中药饮片和制剂生产和新药研发，公司先后在贵州省松桃、石阡、大方、罗甸建立了四大中药材

⁴ 根据公司与中肽生化原股东 UC PHARM COMPANY LIMITED 等签订的《盈利预测补偿协议》及《盈利预测补偿协议之补充协议》，UC PHARM COMPANY LIMITED 等承诺中肽生化在 2015 年度、2016 年度、2017 年度扣除非经常性损益后归属于母公司净利润分别不低于 8,182.28 万元、10,642.32 万元及 13,824.66 万元。截至目前，中肽生化业绩承诺均已达成。

⁵ 中肽生化自 2016 年第一季度开始纳入公司合并报表。

⁶ 2016 年，公司银杏叶片产品未在上海地区中标，当年银杏叶片产销量均有较大程度下滑。

规范化种植基地，种植了何首乌、太子参、银杏、半夏等 20 多个中药材品种；在贵州贵阳、罗甸建立了注射剂、口服制剂生产基地，拥有各类片剂、胶囊剂、颗粒剂、滴丸剂、散剂、糖浆剂、丸剂、注射剂、粉针、冻干粉针剂等生产能力。截至 2017 年末，公司医药制造业务设计年产值可达约 20 亿元⁷。

采购方面，该业务生产所需的原料主要是中药材、辅料、包装类材料等，其中中药材主要包括干银杏叶、黄芪、丹参、碱花、人参等，大部分能够自给；辅料主要包括乙醇、淀粉、硬脂酸镁、滑石粉等。在结算上，公司与供应商之间一般实行货到付款的结算方式，付款周期一般为 90 天，以现金结算为主，票据结算为辅。目前，公司一般预先制定 3 个月的生产计划，根据生产计划，采购部门再进行采购计划的制定。

销售方面，目前公司产品直接下游客户为全国各地的医药流通企业，公司在各省市均有销售人员常驻，负责与当地的医药流通企业的业务洽谈，并负责货款催收。公司产品最终客户一般为医院等医疗机构和药房等零售点，在结算上，公司一般采取货到付款的方式，周期一般为 90 天左右，以现金结算为主。

研发方面，该公司重视中成药新产品的研发和改进，通过收购中肽生化，公司切入生物制药领域。跟踪期内，公司进一步加大研发投入，截至 2017 年末，公司研发部门增长至 104 人，当年研发投入也增长至 0.38 亿元。

总体上看，该公司医药制造业务方面保持了一定的市场竞争力，但目前中成药市场竞争较激烈，公司仍将面临一定的竞争压力。随着中肽生化的并入，公司在生物制药领域有了一定的发展。公司将继续加大研发投入，并将中肽生化的研发、创新能力与公司医疗服务等业务相融合，未来公司业务整合情况及公司生物制药领域的发展有待关注。

B. 医药流通业务

该公司医药流通业务主要通过收购科开医药获得，主要销售产品为医用注射液、药品和医疗器械等。科开医药及其流通体系⁸在贵阳市及周边地区医药流通市场占有率较高，与多家大型三级公立医院保持良好的合作关系，并控股有贵州省肿瘤医院、白云医院等，通过上述医院的分级诊疗政策，公司也进入了贵阳周边县市的公立医院。跟踪期内，公司持续加强医药流通网点布局，截至 2017 年末，科开医药及其流通体系已进入贵阳及周边地区 8 家医院，市场地位较为突出。除对医院进行销售外，公司还通过科开医药下属全资子公司贵州科开大药房连锁有限公司（简称“科开大药房”）开展药品零售业务，目前科开大药房在贵阳等地区拥有 12 家零售药店，未来会进一步加强药店布局。2017 年及 2018 年第一季度，公司医药流通业务分别实现营业收入 37.72 亿元

⁷ 该公司医药制造业务产能利用率较低，主要是因为公司提前布置大量产能所致，且设计产能按满负荷运转测算。根据生产药品的单价不同，设计产值也会不同。

⁸ 包括科开医药全资或控股子公司：盛远医药、卓大医药、科开医疗器械公司、信达利医疗器械公司、中康泽爱医疗器械公司等。

及 9.69 亿元，较上年同期分别增长 24.49% 及 10.87%，已成为公司最主要的收入来源。目前公司医药流通业务收入大部分来自药品批发业务，药品零售占比较小。

图表 8. 公司 2015 年以来医药流通业务主要产品购销量

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	采购量	销量	采购量	销量	采购量	销量
药品（万盒/万支）	21661.69	21102.86	26947.51	26392.15	34895.4	34350.68
医疗器械（台/个）	4134.80	3751.74	4492.82	4400.23	5516.18	5430.07

资料来源：信邦制药

科开医药及其流通体系近两年通过外延式并购和大力发展下游渠道获得了较快的发展速度，业务规模不断提升。同时，公司与上游制药企业保持了良好的合作关系，2017 年以来，公司继续加强上游制药企业的布局，取得较多的制药企业代理权，截至 2018 年 3 月末，公司已获得 1612 个厂家直接发货权。

目前，该公司医药流通产品一般直接采购自制药企业，付款方式及结算周期与医药制造业务基本相同。销售方面，公司流通业务最主要的直接客户为下一级的医药流通企业，部分客户为医院，回款周期相对较长，其中对于下一级大型区域性医药流通企业客户，回款周期基本为 1-3 个月，对于自有医院客户，回款周期较灵活，资金安全性较高，对于外部医院客户，回款周期基本为 6-10 个月。随着业务规模的扩大，该业务占用公司资金量也不断扩大，这对公司营运资金的周转效率提出了更高挑战，公司也在采取措施调整账款回收效率。

未来，该公司将继续通过自主设立及收购兼并等方式，扩大医药流通经营规模。公司将利用“两票制”为医疗流通业务开展带来的发展机遇，调整和创新医药流通的经营策略，通过增加医药流通配送品种、完善网络布局、延伸物流服务功能等方式，深化上下游的合作关系。

C. 医疗服务业务

该公司医疗服务业务也是通过收购科开医药而来，科开医药旗下控股多家知名医院。跟踪期内，公司通过自主设立及兼并等方式不断扩大医疗服务业务规模。截至 2018 年 3 月末，公司运营的重要下属医院分别为贵州省肿瘤医院、白云医院、贵医安顺医院有限责任公司（简称“安顺医院”）和仁怀新朝阳医院有限公司（简称“新朝阳医院”）等，并参股乌当医院。其中，贵州省肿瘤医院和白云医院是公司医疗服务业务的核心医院。2017 年及 2018 年第一季度，公司医疗服务业务分别实现营业收入 13.37 亿元、3.45 亿元，较上年同期分别增长 11.70% 及 18.97%，实现了较快增长。

图表 9. 公司医疗服务业务重要下属医院 2017 年经营数据

医院名称	床位数 (个)	床位使用率 (%)	门诊量 (人次)	手术量 (台)	从业人员 (人)
贵州省肿瘤医院	1043	114.00	149032	11028	1413
白云医院	1000	67.10	301841	6842	787
安顺医院	300	50.58	44862	2033	274
新朝阳医院	500	78.27	70981	4514	398

资料来源：信邦制药

贵州省肿瘤医院是贵州省唯一的三级甲等肿瘤专科医院，在贵州省内乃至周边省市都有较高的知名度。贵州省肿瘤医院依靠自身医疗技术优势，响应国家分级诊疗政策，通过与周边县市的医院建立医联体，在医疗人才、医疗技术方面进行交流合作，进一步提升了贵州省肿瘤医院在贵州省内的影响力。白云医院是贵阳市规模较大的三级乙等医院，目前正在申报三级甲等评定，跟踪期内，白云医院与肿瘤医院门诊量、手术量均有所提升。

医疗人员成本和医疗用品、医疗器械成本是医院运营的主要成本，科开医药自收购贵州省肿瘤医院和白云医院以来，并未对其原公立医院经营模式做出太多改变，因此两家医院运营过渡较为平稳。随着医院经营规模的扩大，医院成本控制压力也越来越大，医疗服务业务毛利率有所波动。跟踪期内，公司继续开展全成本费用管控，主要是针对医用耗材加强管理，有效整合人力资源，并全面落实药品招标制度等。

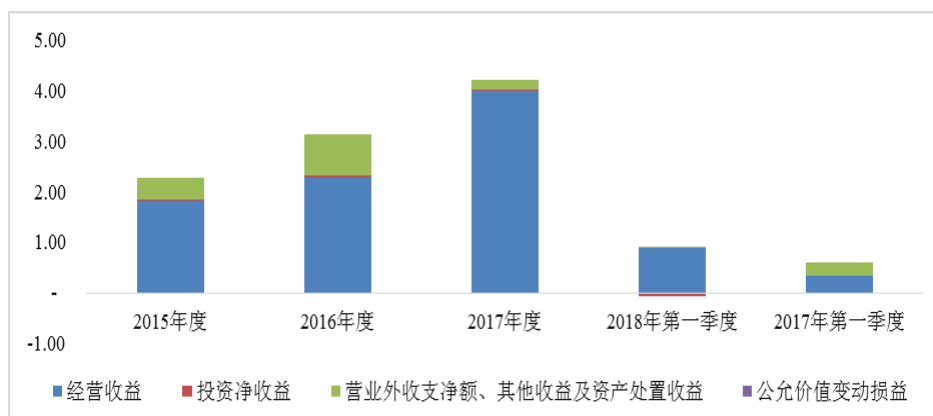
未来该公司医疗服务业务将以贵州省肿瘤医院和白云医院为核心，通过并购的方式扩大自有医院规模，通过分级诊疗合作提高公司医院的影响力。其中，公司控股的贵州省六枝特区六枝博大医院有限公司（简称“六枝博大医院”）⁹ 将于 2018 年正式开业；2018 年 2 月，公司通过对外投资控股六盘水安居医院¹⁰，六盘水安居医院建于 2004 年 12 月，为六盘水市较大的二级综合医院，目前医院批准设置床位 150 张，开放床位 210 张，未来业务整合效果有待关注。短期内，医疗服务业务将是公司重点发展的业务，未来在公司收入中的占比将继续提高。

⁹ 2015 年，公司通过非同一控制下的企业合并，控股六枝博大医院 70% 的股权，投资额 0.47 亿元，六枝博大医院将于 2018 年 11 月正式开业。

¹⁰ 2018 年 2 月，子公司科开医药使用自有资金 0.30 亿元控股六盘水安居医院 70% 股权，目前相关股权变更手续已办理完成。

(2) 盈利性

图表 10. 公司盈利来源结构 (单位: 亿元)



资料来源: 根据信邦制药所提供数据绘制。

注: 经营收益=营业利润-其他经营收益

跟踪期内, 该公司利润仍主要来源于主业经营, 投资收益、政府补贴 (体现在营业外入或其他收益) 等非经常性损益也对公司利润形成了一定的贡献。跟踪期内, 受“两票制”及“二次议价”政策的影响, 同时公司加大布局生物制药领域, 部分生物制药产品尚未产生收益, 公司医药制造业务收入有所波动; 公司医药流通与医疗服务经营规模不断扩大, 但医药流通、医疗服务业务毛利率较低, 导致综合毛利率总体呈波动态势, 2017年及2018年第一季度, 公司综合毛利率分别为20.93%及21.81%。

图表 11. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	41.80	51.57	60.02	15.12	13.54
毛利率 (%)	20.60	21.49	20.93	21.81	18.29
其中: 医药流通业务 (%)	11.15	10.42	11.44	14.89	9.57
医疗服务业务 (%)	18.71	16.10	18.13	14.32	14.16
医药制造业务 (%)	60.17	65.65	66.22	69.48	65.61
毛利 (亿元)	8.61	11.08	12.56	3.30	2.48
其中: 医药流通业务 (亿元)	2.77	3.16	4.32	1.44	0.84
医疗服务业务 (亿元)	1.96	1.93	2.42	0.49	0.41
医药制造业务 (亿元)	3.85	5.93	5.74	1.35	1.22
期间费用率 (%)	15.40	15.15	13.47	14.68	15.12
其中: 财务费用率 (%)	2.63	1.84	1.53	0.81	1.93
全年利息支出总额 (亿元)	1.25	1.30	1.06	.11	-
其中: 资本化利息数额 (亿元)	-	0.19	0.10	-	-

资料来源: 根据信邦制药所提供数据整理。

¹¹ 尚无 2018 年第一季度及 2017 年第一季度的利息支出数据。

2017年及2018年第一季度，该公司分别实现营业收入60.02亿元及15.12亿元，较上年同期分别增长16.39%及11.66%，实现营业毛利分别为12.56亿元及3.30亿元，较上年同期分别增长13.36%及33.06%，公司收入及毛利规模不断扩大。

跟踪期内，该公司投资收益、政府补贴等非经常性损益对公司利润有一定贡献，但总体规模不大。2017年及2018年第一季度，公司实现投资收益分别为0.04亿元及-0.07亿元，主要系理财收益，随着公司理财产品的陆续赎回，理财收益有所下降；同期，公司收到的政府补贴分别为0.14亿元及0.01亿元，较2016年收到的政府补贴有所下降，主要系2016年公司获得物流发展基金0.18亿元以及罗甸县政府产业扶持资金0.38亿元，当年政府补贴大幅增加，而2017年无此类补贴。2017年及2018年第一季度，公司分别实现净利润3.31亿元及0.63亿元，较上年同期分别增长36.58%及49.88%，可为其偿债提供一定支持。

图表 12. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.03	0.04	0.04	-0.07	0.01
其中：理财产品（亿元）	0.02	0.04	0.04	0.01	0.01
营业外收入及其他收益（亿元）	0.50	0.89	0.16	0.03	0.25
其中：政府补助（亿元）	0.46	0.86	0.14	0.01	0.21

资料来源：根据信邦制药所提供数据整理。

跟踪期内，随着业务规模的扩大，该公司各项期间费用规模呈上升趋势，尤其是医药流通销售费用和业务规模扩大新增管理费用有所增长，同时中肽生化并表也一定程度上增加了期间费用，但公司继续加强成本费用管控，期间费用率总体有所下降。2017年及2018年第一季度，公司期间费用分别为8.09亿元及2.22亿元，较上年同期分别增长0.28亿元及0.17亿元，期间费用率分别为13.47%及14.68%，较上年同期分别下降1.68个百分点及0.44个百分点。受此影响，公司营业利润率呈现波动状态，同期，公司营业利润率分别为7.04%及5.51%。

(3) 运营规划/经营战略

未来，该公司将以打造高科技的医疗服务集团作为战略目标，加强三大业务板块布局与整合。医药制造方面，公司将继续加大投入，将中肽生化的研发、创新能力体现到医疗服务上，同时聚焦生物医药创新创业生态体系，进一步提高多肽研发实力，扩大全球范围内多肽定制合作业务，并开拓体外诊断试剂的国内销售渠道。医药流通方面，公司将通过自身发展及收购兼并，积极调整和创新医药流通的经营策略；同时进一步完善网络布局，加强终端控制力度，通过延伸物流服务功能、提供配套增值服务、提升服务效率等方式，进一步深化与上下游的合作关系。医疗服务方面，公司将积极参与公立医院改革，通过收

购兼并等方式，增加医疗机构数量，扩大医疗服务规模；同时公司将加快发展“互联网+医疗健康”，继续推进“贵医云”、“遵医云医院”等建设，推进区域化医联体分级诊疗体系建设，并进一步深化“个性化家庭医生服务”、“互联网+药学”服务、“电子处方大数据运用”等多个项目的推进。

该公司未来在医药流通及医疗服务方面的发展力度较大，并主要通过自主设立及外延式并购等方式扩大经营规模，公司面临一定的资本支出压力。

管理

跟踪期内，该公司原实际控制人张观福将其持有的 21.04% 公司股权全部转让给西藏誉曦，公司控股股东变更为西藏誉曦，实际控制人变更为朱吉满、白莉惠夫妇，相关变更对公司的影响有待进一步关注。此外，西藏誉曦将所持有公司的股份全部质押，面临一定的控制权稳定性、平仓等股权质押风险。

2017 年，该公司原实际控制人张观福将其持有的 21.04% 公司股权全部转让给西藏誉曦，公司控股股东变更为西藏誉曦，实际控制人变更为朱吉满、白莉惠夫妇，相关变更对公司的影响有待进一步关注。截至 2018 年 3 月末，西藏誉曦持有公司 21.04% 股权，所持股权已全部质押。公司产权状况详见附录一。

2017 年，西藏誉曦取得该公司 21.04% 的股份¹²，收购资金来源主要是控股股东誉衡集团对西藏誉曦的实缴资本与增资款。2017 年 10 月，公司召开董事会及股东大会，对董事会进行改组，管理团队基本保持稳定，后续管理团队整合情况有待关注。此外，誉衡集团控股的誉衡药业，与公司有一定的业务重叠，但在整体经营上各有侧重。誉衡药业主要经营医药制造与医药代理业务，两项业务收入占誉衡药业营业收入的 90% 以上，主要产品包括鹿瓜多肽、磷酸肌酸钠、重组人胰岛素等化学药品；公司主要经营医药制造、医药流通及医疗服务，其中医药流通与医疗服务占到公司营业收入的 80% 左右，也是公司的未来重点发展方向，主要产品包括益心舒胶囊、脉血康胶囊等中成药。公司与誉衡药业业务重叠部分较少，誉衡集团后续也会对旗下两家公司进行进一步业务整合。

此外，根据该公司 2018 年 4 月 12 日公告显示，因誉衡集团的质权人武汉信用小额贷款股份有限公司申请财产保全，西藏誉曦与誉衡集团所持有的公司全部股份被司法冻结，截至目前，相关股份已经被解除司法冻结，但控股股东质押比例非常高，仍存在一定股权稳定性风险及平仓风险，后续风险将进一步关注。

跟踪期内，该公司关联交易仍主要由购销药品、提供劳务等产生，其中主

¹² 交易对价为 30.24 亿元，资金主要来源于西藏誉曦的控股股东誉衡集团对西藏誉曦的实缴资本与增资款，其中 16 亿元为誉衡集团的借贷资金，14.24 亿元为誉衡集团自身经营所得、投资所得以及质押誉衡药业股票所得款项。

要为子公司科开医药和乌当医院等之间的业务往来，关联交易发生额较上年有所下降，总体规模仍不大。公司与关联企业之间的关联交易均按市场价格计价，关联交易未对公司经营产生负面影响。

跟踪期内，根据公开市场信息及该公司提供的资料显示，公司及其控股股东、核心子公司等主要关联方未发生欠贷欠息事件，存续债券付息正常；未发生重大工商、质量、安全事故。截至 2017 年末，公司不存在重大诉讼事件。

图表 13. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	科开医药	中肽生化
欠贷欠息	中国人民银行征信中心	2018/5/3	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2018/5/20	不涉及	正常	不涉及	不涉及
重大诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台/公司情况说明	2018/5/20	无	无	无	无
工商	国家企业信用信息公示系统	2018/5/20	无	无	无	无
质量	公司情况说明	--	无	无	无	无
安全	公司情况说明	--	无	无	无	无

资料来源：根据信邦制药所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

跟踪期内，随着该公司医药流通和医疗服务业务规模扩大，业务占用资金量较大，公司外部融资规模持续扩大，仍以短期债务为主，面临较大的即期偿债压力。

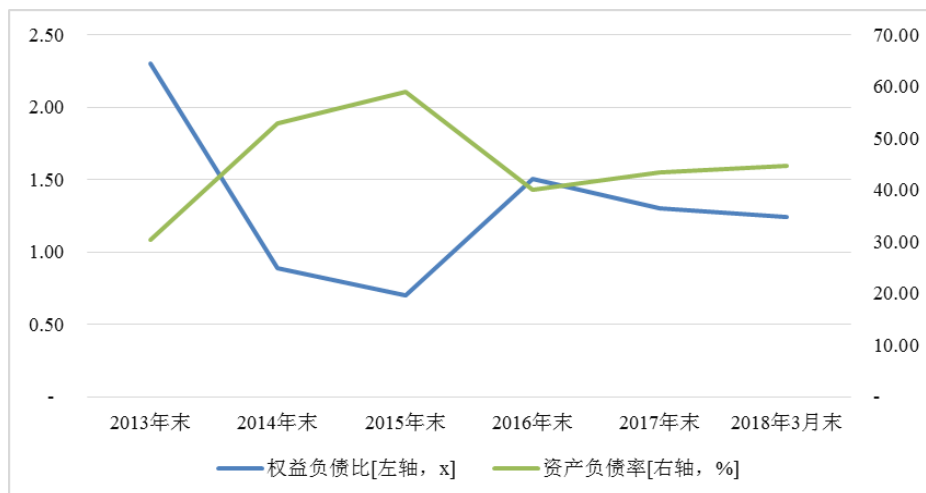
1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。其中 2017 年，公司采用了财政部对政府补助、资产处置损益会计处理的最新规定，对当年公司的营业外收入、营业外支出、资产处置收益等会计科目按照最新规定进行了重分类调整。公司 2018 年第一季度财务报表未经审计。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 14. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据信邦制药所提供数据绘制。

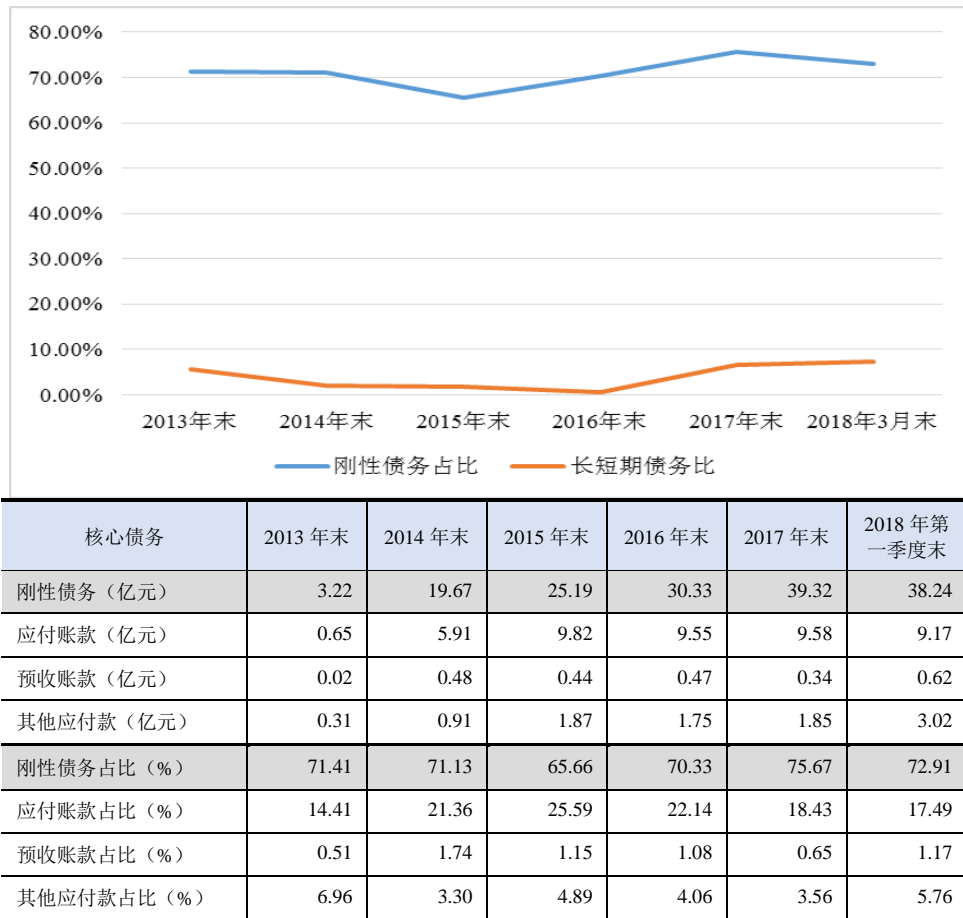
跟踪期内，该公司进一步拓展医药流通和医疗服务业务，资金需求量较大，负债规模有所扩大。2017年末及2018年3月末，其负债总额分别为51.96亿元及52.45亿元，较上年末分别增长20.51%及0.44%，资产负债率分别为43.47%及44.59%，较上年末分别增长3.53个百分点及1.12个百分点。

权益资本兑付方面，该公司按照《公司章程》相关利润分配政策和审议程序的规定实施利润分配方案。2017年，公司向全体股东的现金分红总额为0.50亿元，分红情况与以往年度基本持平。

根据未来发展战略，公司将通过自主设立及外延式并购等方式，进一步扩大经营规模，面临一定的资本支出压力。为满足资金需求，公司会通过银行借款、发行债券等方式筹集资金，未来公司财务杠杆面临进一步上升的可能。

(2) 债务结构

图表 15. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据信邦制药所提供数据绘制。

跟踪期内，该公司债务仍主要由刚性债务、应付账款及其他应付款构成。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司刚性债务余额为 39.32 亿元及 38.24 亿元，占债务总额的比例分别为 75.67% 及 72.91%。同期末，公司应付账款分别为 9.58 亿元及 9.17 亿元，占债务总额的比例分别为 18.43% 及 17.49%，主要系公司日常经营活动产生的应付货款等。同期末，公司其他应付款分别为 1.85 亿元及 3.02 亿元，占债务总额的比例分别为 3.56% 及 5.76%，主要系股东给予公司的借款，有较大的支付弹性。

从债务期限结构来看，跟踪期内，该公司债务仍以短期债务为主，2017 年末及 2018 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 6.61% 及 7.20%。同期末，公司流动负债分别为 48.74 亿元及 48.93 亿元，较上年末分别增长 13.78% 及 0.39%，流动负债规模呈现逐年增长态势，主要由短期刚性债务、应付账款及其他应付款构成。公司刚性债务集中于短期，有较大的即期偿债压力¹³。公司借款方式主要为信用和保证，借款利率一般为基准利率。

¹³ 该公司位于贵州省，符合少数民族地区优惠政策，公司一年期流动资金贷款 2.88% 利息由财政部进行专项补贴。此项优惠政策暂无截止日期。

(3) 刚性债务

图表 16. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
短期刚性债务合计	3.22	19.53	25.02	30.33	36.34	34.97
其中：短期借款	3.22	17.30	23.41	27.92	33.92	33.07
一年内到期非流动负债	-	0.77	-	-	-	-
应付短期债券	-	-	-	-	-	-
应付票据	-	1.46	1.61	2.41	2.41	1.83
其他短期刚性债务	-	-	-	-	0.01	0.06
中长期刚性债务合计	-	0.14	0.17	-	2.98	3.28
其中：长期借款	-	-	0.17	-	-	0.30
应付债券	-	-	-	-	2.98	2.98
其他中长期刚性债务	-	0.14	-	-	-	-

资料来源：根据信邦制药提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

跟踪期内，公司经营规模继续扩大，对外融资需求有所增加，2017 年末及 2018 年 3 月末，公司刚性债务余额分别为 33.92 亿元及 33.07 亿元，总体呈现增长态势，主要由银行借款、应付票据及应付债券构成，债务结构偏短期。同期末，公司短期刚性债务分别为 33.92 亿元及 33.07 亿元，占刚性债务总额的比例超过 90%，公司面临一定的即期偿付压力。其中，公司银行借款分别为 33.92 亿元及 33.37 亿元，以保证借款与信用借款为主，截至 2017 年末，公司银行借款利率多为基准利率，利率区间为 4.35%-4.79%。同期末，公司应付票据分别为 2.41 亿元及 1.83 亿元，主要为公司应付的银行承兑汇票。此外，公司应付债券为公司于 2017 年发行的“17 信邦 01”，截至 2018 年 3 月末，公司应付债券余额为 2.98 亿元，债券票面利率为 6.18%。

图表 17. 公司 2017 年末主要刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年 (不 含 2 年)	2~3 年 (不 含 3 年)	3~5 年 (不 含 5 年)	5 年及以上
3% 以内	-	-	-	-	-
3%~4% (不含 4%)	-	-	-	-	-
4%~5% (不含 5%)	33.92	-	-	-	-
5%~6% (不含 6%)	-	-	-	-	-
6%~7% (不含 7%)	-	-	-	2.98	-
7% 及以上	-	-	-	-	-
合计	33.92	-	-	2.98	-

资料来源：信邦制药

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 18. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期 (天)	677.08	178.29	174.17	191.28	195.70
营业收入现金率 (%)	106.73	111.02	95.04	90.07	92.01
业务现金收支净额 (亿元)	1.59	4.07	5.80	1.23	5.93
其他因素现金收支净额 (亿元)	-1.80	-6.05	-3.62	-3.22	-3.91
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	-0.21	-1.99	2.17	-1.99	2.02
EBITDA (亿元)	0.84	3.29	4.87	6.00	7.12
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.26	0.29	0.22	0.22	0.20
EBITDA/全部利息支出 (倍)	5.09	4.44	3.88	4.04	6.17

资料来源：根据信邦制药所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司通过收购科开医药，切入医药流通及医疗服务业务。公司医药流通业务进行药品配送时需支付给医院较大金额的保证金，且医药流通业务货款回收相对较慢，同时近年来公司不断拓展上游制药代理权，需要提前预付的款项较多，公司营业周期有所拉长，2017 年，公司营业周期为 195.70 天，营业周期较上年增加 4.42 天。未来，随着公司进一步拓展医药流通业务，并加强网点布局，会对公司流动性造成一定影响。

2017 年及 2018 年第一季度，该公司经营性现金流量净额分别为 2.02 亿元及 -0.95 亿元，营业收入现金率分别为 92.01% 及 92.46%。受医药流通资金占用较大，医疗服务回款时间具有一定不确定性等因素的影响，跟踪期内，公司经营活动产生的现金流产生一定的波动，对流动负债的保障程度不稳定。

2017 年，该公司 EBITDA 为 7.12 亿元，较上年增长 1.12 亿元。同年，公司 EBITDA 对利息支出的倍数为 6.17 倍，EBITDA 对利息支出的覆盖程度有所提高，对公司利息偿付有一定保障。此外，受公司刚债规模不断增长的影响，公司 EBITDA 对刚性债务的覆盖程度有所波动。

(2) 投资环节

图表 19. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
回收投资与投资支付净流入额	-0.92	-0.36	0.39	-1.76	-0.06
其中：理财产品投资回收与支付净额	-0.57	0.81	0.50	-0.64	0.64
其中：与主业有关的投资净额	-0.35	0.45	-0.11	-1.12	-0.70
购建与处置固定资产、无形资产及其他长	-0.45	-2.67	-4.92	-4.24	-4.34

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
期资产形成的净流入额					
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-0.70	0.01	-	-
投资环节产生的现金流量净额	-1.37	-3.73	-4.52	-6.00	-4.40

资料来源：根据信邦制药所提供数据整理。

在投资方面，跟踪期内，该公司投资活动仍呈净流出状态，2017年及2018年第一季度，公司投资性现金流量净额分别为-4.40亿元和-1.09亿元，均处于净流出状态，净流出规模较上年有所收窄。未来，公司医疗服务和医药流通板块仍有对外扩张投资需求，预计短期内公司投资性现金流仍将呈现净流出状态。

(3) 筹资环节

图表 20. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
权益类净融资额	-0.13	2.80	-0.17	17.75	-0.44
其中：永续债及优先股	-	-	-	-	-
债务类净融资额	0.69	6.47	1.89	0.48	7.27
其中：现金利息支出	0.11	0.59	1.05	1.28	1.35
筹资环节产生的现金流量净额	0.53	9.27	1.72	18.23	6.83

资料来源：根据信邦制药所提供数据整理。

跟踪期内，该公司主要通过银行借款及发行债券进行融资。2017年及2018年第一季度，公司筹资性现金流量净额分别为6.83亿元及-3.63亿元。2017年，公司发行公司债券“17信邦01”，募集资金净额2.98亿元，当年筹资活动现金流呈净流入状态。2018年一季度，因归还部分银行借款，导致当期筹资性现金流呈现净流出状态。总体上看，公司融资渠道较畅通，能通过外部融资获取运营和投资资金，能对公司流动性形成一定的补充。

4. 资产质量

图表 21. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013年末	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年第一季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	10.54	33.24	38.27	56.41	63.38	61.57
	70.92%	63.65%	58.84%	52.25%	53.01%	52.34%
其中：现金类资产（亿元）	3.44	7.91	7.49	18.33	23.19	16.68
应收账款（亿元）	1.87	10.58	14.71	22.03	24.07	26.08
存货（亿元）	3.27	5.45	6.15	7.44	7.00	7.73
预付款项（亿元）	0.84	4.26	5.00	3.13	3.68	4.12
其他应收款（亿元）	0.33	4.05	4.32	3.92	4.56	6.56
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	4.32	18.99	26.77	51.56	56.17	56.07
	29.08%	36.35%	41.16%	47.75%	46.99%	47.66%

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
其中：固定资产（亿元）	2.85	7.22	13.64	14.98	20.89	21.02
在建工程（亿元）	0.50	1.45	3.91	8.62	6.18	5.93
无形资产（亿元）	0.31	1.44	1.66	3.49	3.37	3.31
商誉（亿元）	0.38	6.48	6.48	23.19	23.19	23.19
期末全部受限资产账面金额（亿元）	-	4.07	3.90	4.09	3.57	3.52
期末全部受限资产评估价值（亿元）	-	4.07	3.90	4.09	3.57	3.52
受限资产账面余额/总资产（%）		7.79%	5.60%	3.79%	2.99%	2.99%

资料来源：根据信邦制药所提供数据整理。

截至 2017 年末，该公司资产总额为 119.55 亿元，较上年末增长 10.72%，2018 年 3 月末，公司资产总额为 117.64 亿元，与上年末资产总额基本持平。2017 年末公司流动资产和非流动资产占比分别为 53.01% 和 46.99%，长短期资产配置较为合理。

截至 2017 年末，该公司流动资产为 63.38 亿元，较上年末增长 12.34%，主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款及存货构成。年末，公司货币资金为 21.45 亿元，较上年末增长 28.12%，主要系当年发行债券及银行借款收到的现金增多所致。年末公司应收账款为 24.07 亿元，较上年末增长 9.23%，主要系经营规模扩大，公司给予客户的商业信用增多所致，主要是医药流通业务形成，回款周期较慢，占用了较多资金。年末，公司预付款项为 3.68 亿元，较上年末增长 17.73%，主要系预付新药研发费用、预付采购费用和预付建筑款等。年末，公司其他应收款为 4.56 亿元，较上年末增长 16.44%，主要系药品配送保证金、往来借款及备用金等，其中随着医药流通规模扩大，药品配送保证金增速较快。年末公司存货为 7.00 亿元，较上年末下降 5.96%，主要是库存商品、半成品等。总体上看，公司流动资产中存货、应收账款变现速度较慢，但货币资金存量较充裕，可为债务偿付提供一定保障。2018 年 3 月末，公司流动资产为 61.57 亿元，较上年末略降 2.86%，仍主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款及存货构成，当期末，公司以上科目余额分别为 15.23 亿元、26.08 亿元、4.12 亿元、6.56 亿元及 7.73 亿元，其中，期末公司货币资金较上年末下降 29.00%，主要系公司使用货币资金偿还部分银行借款导致。

截至 2017 年末，该公司非流动资产为 56.17 亿元，较上年末增长 8.95%，主要由固定资产、在建工程、无形资产及商誉构成。截至 2018 年 3 月末，公司非流动资产为 56.07 亿元，与上年末基本持平。其中 2017 年末，公司固定资产为 20.89 亿元，较上年末增长 39.48%，在建工程为 6.18 亿元，较上年末下降 28.30%，主要系跟踪期内白云医院二期、朝阳医院主楼等工程由在建工程转入固定资产所致。年末公司无形资产为 3.37 亿元，较上年末略降 3.43%，主要系公司土地使用权、专利权及非专利技术等。年末公司商誉为 23.19 亿元，较上年末持平，主要是收购科开医药与中肽生化形成的溢价，其中因收

购中肽生化形成的商誉为 17.09 亿元，商誉规模较大，需持续关注公司的商誉减值风险。2018 年 3 月末，公司非流动资产较上年末变化不大。

5. 流动性/短期因素

图表 22. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
流动比率 (%)	246.95	122.74	101.47	131.69	130.03	125.83
速动比率 (%)	150.91	86.90	71.90	107.01	108.11	101.62
现金比率 (%)	80.61	29.20	19.85	42.79	47.58	34.09

资料来源：根据信邦制药所提供数据整理。

跟踪期内，该公司资产流动性总体良好。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司流动比率分别为 130.03% 及 125.83%，速动比率分别为 108.11% 及 101.62%，公司流动性指标有所波动，但流动资产对流动负债的覆盖程度总体良好，但考虑到公司医药流通业务资金占用较大等因素，仍应关注应收账款回款情况。

6. 表外事项

截至 2018 年 3 月末，该公司无重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债。

截至 2018 年 3 月末，该公司无对外担保余额。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部除管理职能外，还从事部分医药制造业务，2017 年及 2018 年一季度，公司本部实现收入 5.04 亿元及 1.17 亿元，较上年同期分别下降 15.91% 及 3.17%，实现净利润分别为 0.26 亿元及 0.25 亿元，较上年同期分别增长 78.66% 及 74.67%。同期公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 6.13 亿元及 1.44 亿元，公司本部主业现金回笼能力较强。

资产方面，2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司本部资产规模分别为 79.02 亿元及 77.26 亿元，随着经营规模扩大，公司本部资产规模呈现逐年递增态势。其中，同期末，公司本部流动资产分别为 31.92 亿元及 30.14 亿元，非流动资产分别为 47.10 亿元及 47.11 亿元。同期末，公司本部负债总额分别为 19.87 亿元及 20.85 亿元，负债规模逐年递增，刚性债务占比分别为 97.03% 及 95.20%，且以短期债务为主，面临一定的即期偿付压力。

外部支持因素

截至 2018 年 3 月末，该公司获得的银行授信总额为 45.85 亿元，其中尚未使用的额度为 12.48 亿元，尚有一定的后续融资空间。

图表 23. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中：贷款授信	放贷规模/余额	附加条件/增信措施
全部（亿元）	45.85	45.85	12.48	无
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	无
工农中建交五大商业银行（亿元）	24.71	24.71	4.18	无
其中：大型国有金融机构占比（%）	53.91	53.91	33.47	-

资料来源：根据信邦制药所提供数据整理（截至 2018 年 3 月 31 日）。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权

“17 信邦 01”于 2017 年 12 月发行，发行规模为 3 亿元，期限为 5 年，票面利率为 6.18%，并附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。跟踪期内，相关附带特定条款尚未到可执行期。

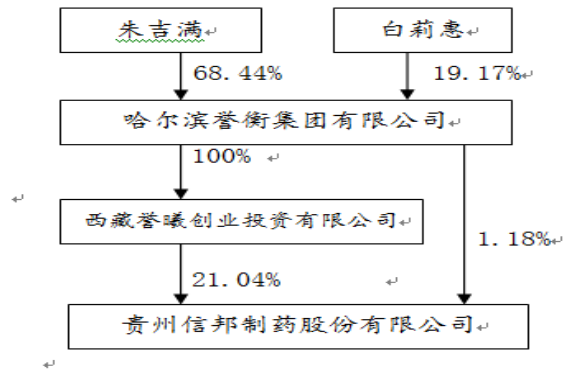
跟踪评级结论

该公司是一家民营控股上市公司，主要从事医药制造、医药流通和医疗服务三大板块业务。2017 年，公司原实际控制人张观福将其持有的 21.04% 公司股份全部转让给西藏誉曦，公司控股股东变更为西藏誉曦，实际控制人变更为朱吉满、白莉惠夫妇，相关变更对公司的影响有待进一步关注。且目前西藏誉曦将持有的公司股权全部质押，需关注质押平仓及实际控制人变更风险。

该公司自成立以来一直从事中成药的产销业务，业务规模逐年扩大。公司通过外延式并购进入医药流通和医疗服务业务领域，并取得了一定经营成果，跟踪期内，公司收入规模得到快速提升，经营效益尚好。但受“两票制”及“二次议价”等因素影响，公司医药制造业务收入有所下滑，医药流通与医疗服务业务均保持了增长态势。受此影响，跟踪期内，公司毛利率情况有所波动。此外，跟踪期内，随着公司医药流通和医疗服务业务规模扩大，业务占用资金量较大，公司外部融资规模持续扩大，仍以短期债务为主，面临较大的即期偿债压力。

附录一：

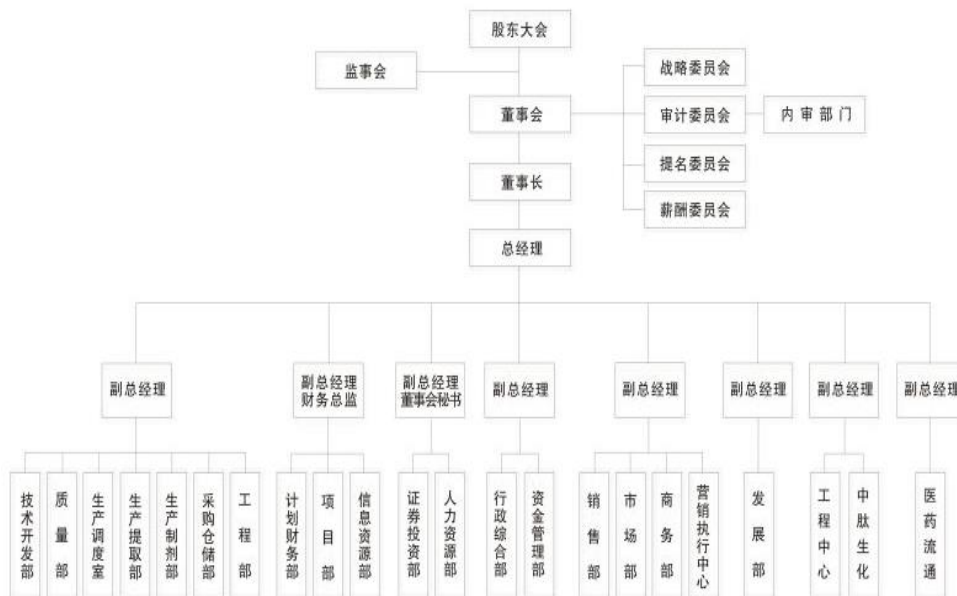
公司与实际控制人关系图



注：根据信邦制药提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据信邦制药提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)	EBITDA (亿元)	
贵州信邦制药股份有限公司	信邦制药	本部	-	医药制造等	19.28	59.15	5.04	0.26	1.57	1.25	
贵州信邦药业有限公司	信邦药业	子公司	100.00%	医药制造等	1.09	1.59	7.42	0.19	-0.38	0.37	
贵州科开医药有限公司	科开医药	子公司	99.98%	医药流通、 医疗服务等	7.18	8.26	10.14	0.22	0.67	0.70	
中肽生化有限公司	中肽生化	子公司	100.00%	医药制造等	-	10.92	2.65	1.15	1.15	2.12	

注：根据信邦制药 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	65.05	107.97	119.55	117.64
货币资金 [亿元]	6.03	16.74	21.45	15.23
刚性债务[亿元]	25.19	30.33	39.32	38.24
所有者权益 [亿元]	26.69	64.85	67.59	65.19
营业收入[亿元]	41.80	51.57	60.02	15.12
净利润 [亿元]	1.68	2.43	3.31	0.63
EBITDA[亿元]	4.87	6.00	7.12	—
经营性现金净流入量[亿元]	2.17	-1.99	2.02	-0.95
投资性现金净流入量[亿元]	-4.52	-6.00	-4.40	-1.09
资产负债率[%]	58.97	39.94	43.47	44.59
权益资本与刚性债务比率[%]	105.97	213.85	171.89	170.46
流动比率[%]	101.47	131.69	130.03	125.83
现金比率[%]	19.85	42.79	47.58	34.09
利息保障倍数[倍]	2.82	2.98	4.55	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	174.17	191.28	195.70	—
毛利率[%]	20.60	21.49	20.93	21.81
营业利润率[%]	4.41	4.48	7.04	5.51
总资产报酬率[%]	6.03	5.10	4.61	—
净资产收益率[%]	6.57	5.30	5.01	—
净资产收益率*[%]	7.06	5.53	4.93	—
营业收入现金率[%]	95.04	90.07	92.01	92.46
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.71	-4.93	4.41	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-7.10	-19.61	-5.01	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.88	4.04	6.17	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.22	0.20	—

注：表中数据依据信邦制药经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级结论是对前次信用等级结果的确认或调整。在评级有效期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。