

# 湖南景峰医药股份有限公司 2016 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 (2020)

---

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 洋 yyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 29 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

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

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1980 号

## 湖南景峰医药股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

将贵公司的主体信用等级由 **AA** 调降至 **AA-**，将“16 景峰 01”的信用等级由 **AA** 调降至 **AA-**，并将主体和债项继续列入可能降级的观察名单。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十九日

**评级观点：**中诚信国际将湖南景峰医药股份有限公司（以下简称“景峰医药”或“公司”）的主体信用等级由 **AA** 调降至 **AA-**，将“16 景峰 01”的债项信用等级由 **AA** 调降至 **AA-**，并将主体和债项继续列入可能降级的观察名单。本次调级主要基于：受医药行业政策和营销体系改革影响，公司主要产品量价呈下滑趋势，2019 年营业总收入大幅下滑，期间费用率快速攀升，同时计提商誉减值，盈利和获现能力弱化，造成当期出现大额亏损，未来主要产品收入和盈利的稳定性值得关注；同时财务杠杆率上升较快，偿债指标显著弱化，且由于债务结构偏短期化，面临较大短期偿债压力。目前公司前期研发投入逐渐显现成果，未来在研产品上市将对现有产品梯队和收入形成补充，但研发项目进展和上市产品收益情况仍有待持续观察。

### 概况数据

景峰医药（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	48.69	52.27	43.50	43.70
所有者权益合计（亿元）	26.00	28.62	19.42	19.35
总负债（亿元）	22.69	23.65	24.08	24.36
总债务（亿元）	18.04	18.12	18.48	18.98
营业总收入（亿元）	25.84	25.86	13.44	3.08
净利润（亿元）	1.85	1.99	-9.22	-0.07
EBIT（亿元）	3.43	3.28	-8.15	--
EBITDA（亿元）	4.33	4.33	-7.16	--
经营活动净现金流（亿元）	1.52	3.51	0.36	-0.82
营业毛利率(%)	78.62	75.66	60.04	59.76
总资产收益率(%)	6.86	6.51	-17.01	--
资产负债率(%)	46.60	45.25	55.36	55.73
总资本化比率(%)	40.96	38.76	48.76	49.52
总债务/EBITDA(X)	4.16	4.18	-2.58	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.64	5.12	-6.82	--

注：中诚信国际根据 2017-2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

### 正面

■ **外部发展环境良好。**国家医药卫生体制改革推进，政府投入加大，使得医药市场总量扩容，同时十三五规划大力推动中医药行业发展，为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **前期研发投入逐渐显现成果，未来在研产品上市将对现有产品梯队和收入形成补充。**公司研发投入占营业收入比重较高，前期研发投入的效果逐渐显现，目前有 4 个化学仿制药完成申报生产，多个产品获批美国 ANDA，预计未来上市后将对现有产品梯队和收入形成一定补充。

### 关注

■ **受行业政策和自身营销体系改革影响，主要产品收入大幅下滑，叠加计提商誉减值损失，公司盈利能力大幅弱化。**公司受

医保控费、重点监控、辅助用药等行业政策影响较大，且营销体系改革加剧了产品销售的波动性，2019 年主要产品销量出现大幅下滑，销售价格亦出现不同程度下跌，导致营业总收入大幅减少，同时市场推广服务费维持较大规模，期间费用率超过 100%，叠加当期计提商誉减值，盈利能力大幅弱化，未来主要产品收入和盈利改善情况值得关注。

■ **经营亏损导致所有者权益下降，财务杠杆率上升较快。**2019 年以来公司持续亏损，2020 年 3 月末所有者权益下降至 19.35 亿元，资产负债率和总资本化比率分别上升至 55.73% 和 49.52%。

■ **获现能力和偿债指标弱化，短期偿债压力较大。**2019 年公司主要偿债指标均显著弱化，EBITDA 和经营活动净现金流无法有效覆盖利息支出；截至 2020 年 3 月末公司短期债务 13.86 亿元，短期债务占比 73.01%，且 2020 年 10 月“16 景峰 01”或面临回售，短期偿债压力较大。

■ **新产品研发具有不确定性。**公司研发产品以化学制剂及创新生物药为主，具有研发周期长、资金需求及技术风险较大的特性，为新产品研发带来一定不确定性。

### 评级观察

中诚信国际在未来 3~6 个月内可能调降湖南景峰医药股份有限公司信用评级。

■ **可能触发评级下调因素。**医药政策限制公司产品销售等情况继续侵蚀利润水平，在研产品上市不达预期，财务杠杆继续攀升，流动性恶化，资本实力继续削弱，债务偿还具有不确定性或其他导致信用水平显著下降的因素。

■ **可能触发撤出降级观察名单的因素。**公司资本实力显著增强，产品结构大幅优化且竞争力显著提升，盈利大幅增长且具有可持续性。

### 同行业比较

2019 年部分医药制造企业主要指标对比表

公司名称	过亿产品个数	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	期间费用率（%）	总资产（亿元）	资产负债率（%）
华森制药	2	8.42	1.70	43.50	16.37	34.61
贵州百灵	5	28.51	2.93	43.26	70.59	41.28
济川药业	7	69.40	16.23	56.13	86.65	29.55
景峰医药	3	13.44	-9.22	109.18	43.50	55.36

注：“华森制药”为“重庆华森制药股份有限公司”简称；“贵州百灵”为“贵州百灵企业集团制药股份有限公司”简称；“济川药业”为“湖北济川药业股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
16 景峰 01	AA，列入可能降级的观察名单	AA，列入可能降级的观察名单	8	3.88	2016/10/27 ~ 2021/10/27

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“16 景峰 01”募集资金 8 亿元，发行时票面利率 3.78%，期限为 3+1+1 年，附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，2019 年 10 月，投资者回售 4.12 亿元，公司选择上调票面利率至 7.50%。目前本期债券余额为 3.88 亿元。截至 2020 年 3 月末，本期债券募集资金已按约定用途使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸

易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅

速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

**医药行业运行态势整体良好，近年来各项医改政策及实施细则密集出台，有利于提升行业规范化程度，并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境**

随着经济增长和人口老龄化的加快，我国医药行业持续发展，根据国家统计局的数据显示，2019 年前三季度医药工业整体经济平稳运行，全国医药

工业企业实现营业收入 19,734.7 亿元，同比增长 8.4%；实现利润总额 2,628.1 亿元，同比增长 10.8%。

**表 1：2019 年前三季度全国医药工业收入构成情况**  
(亿元、%)

行业名称	营业收入	同比增长	利润总额	同比增长
化学药品原料药制造	2,768.7	5.5	325.1	8.7
化学药品制剂制造	6,918.7	11.8	950.4	14.4
中药饮片加工	1,419.0	-1.8	122.1	-20.3
中成药生产	3,377.1	7.9	431.4	4.7
生物药品制造	1,835.1	10.3	376.1	20.8
卫生材料及医药用品制造	1,309.7	8.9	135.9	16.4
制药专用设备制造	118.1	10.2	2.4	205.6
医疗仪器设备及器械制造	1,988.3	7.6	284.9	14.8
<b>合计</b>	<b>19,734.7</b>	<b>8.4</b>	<b>2,628.1</b>	<b>10.8</b>

注：因采用四舍五入的取数原则，合计数可能存在尾差。

资料来源：公开数据整理

2019 年以来随着“4+7”扩面、新版医保目录、重点药品监控、新版药品管理法以及药品优先审评政策等一系列重磅政策法规的发布，通过医保、医药和医疗的联动，医药行业改革进一步推进与深化。2019 年新医保目录调整及药品集采落地和扩面等，使得药品费用显著降低；同时，一致性评价范围扩大等政策，有助于整体提升仿制药品质量，加速原研药替代。预计未来行业将向鼓励研发创新并向治疗性品种倾斜的方向发展。随着医药行业调控力度的不断加强，行业规范化程度或将进一步提高，为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。

**表 2：2019 年以来医改重要政策一览**

发布时间	部门	政策名称	政策概述	对行业影响
2019年1月	国务院	《关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	进行带量采购，量价挂钩，以量换价，形成药品集中采购价格。通过招标、议价、谈判等不同形式确定集中采购品种。	药价明显降低，降低企业交易成本，引导医疗机构规范用药，探索完善药品集中采购机制和以市场为主导的药品形成机制。
2019年7月	国家卫健委	《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》	制定省级和各医疗机构目录；加强目录外药品的处方管理。	辅助用药将受到极大限制，目录内药品将被严格管理。
2019年9月	国家医保局	《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》	在全国范围内推广国家组织药品集中采购和使用试点集中带量采购模式。	使全国符合条件的医疗机构能够提供质优价廉的试点药品，进一步降低群众用药负担。
2019年10月	国家卫健委等	《第一批鼓励仿制药品目录》	纳入目录的品种有33个，包括多种抗癌药、帕金森药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等，属于国内专利到期和即将到期、尚没有提出注册申请，或临床供应短缺（竞争不充分）以及企业主动申报的药品。	有利于促进仿制药研发。提高药品供应保障能力。

2019年10月	国家药监局	《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》	对参比制剂、处方工艺技术、原辅包质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求。	有助于提升注射剂仿制药的质量水平，促进产业升级和结构调整。
2019年11月	国家发改委	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	在医药领域，鼓励类8项，包括儿童药、短缺药的开发和生产，重大疾病防治疫苗、抗体药物、基因治疗药物、细胞治疗药物、重组蛋白质药物、核酸药物，数字化医学影像设备、人工智能辅助医疗设备、高端放射治疗设备等；限制类6项，包括新建紫杉醇(配套红豆杉种植除外)、植物提取法黄连素(配套黄连种植除外)生产装置等。淘汰类13项，包括铅锡软管、单层聚烯烃软管(肛肠、腔道给药除外)等。	推动制造业高质量发展，引导产业升级转型。
2019年11月	国家医保局、人力资源社会保障部	《关于将2019年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》	2019年《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》共收录药品2,709个，与2017年版相比，调入药品218个，调出药品154个，净增64个。	医保目录药品结构明显优化，保障能力显著提升；药品费用显著降低；突出鼓励创新的导向。
2019年12月	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《全国药品集中采购文件》	第二批国家组织药品集中采购和使用工作正式启动，此次参与带量采购的共有33个药品品种，50个品规，将于2020年1月17日在上海开标。	今年9月起，中标药品从11个试点城市向全国扩容，25个中标药品在原来的降价基础上平均再降25%。

资料来源：公开资料整理

### 疫情期间，随着疫情防控和治疗工作的持续进行，相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求增加；同时，国家和金融机构出台的一系列政策和措施为医药企业提供了良好的行业发展和融资环境

2020年初新型冠状病毒疫情的爆发直接带动医药和医疗用品相关产业的需求与生产。疫情具有短期冲击大的特点，预计其对中国医药工业和医药流通行业2020年第一季度的销售规模数据影响较大，后期随着疫情控制对医药行业的影响减弱。随着疫情防控和治疗工作的持续进行，相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求量亦随之增加，医药和医疗用品相关行业已提前复工保证生产。针对国内医疗物资需求大且紧缺，我国不断加大医疗物资全球采购；同时，叠加消费者恐慌性抢购推升零售及网上药店的相关防控物资的消费量，受上述因素影响，预计疫情相关产品的医药工业和医药流通市场规模或将增长，不过疫情期间，交通运输受阻、医院普通门诊量和住院人数下降等因素，对医药工业和医药流通市场形成一定冲击。

自疫情爆发以来，国家和金融机构紧急出台了一系列政策和措施：为新型冠状病毒疫情防治工作、患者救治工作以及相关经费问题提供了良好的

保障；针对加快医疗器械审批速度，国家药监局发布了《关于印发医疗器械应急审批程序的通知》，有利于医疗器械产品快速上市抗击疫情；各金融机构信贷政策亦向医药企业倾斜，积极支持医药企业开发、生产和销售疫情防控所需品，对抗击疫情的相关医药企业开辟绿色通道、加大信贷支持、降低融资成本以及提供保险保障等。

### 受医药行业政策及自身营销体系改革影响，2019年公司主要产品销量出现大幅下滑，销售价格亦出现不同程度下跌，中诚信国际将持续关注公司转型期间改善措施的实施效果

公司主要从事化药、中成药及原料药的研发、生产和销售，产品涉及心脑血管、抗肿瘤、骨伤科疾病、妇儿、消化和抗感染等多个领域。公司在上海、贵州<sup>1</sup>、大连、海南和江苏共有6个生产基地，拥有大容量注射剂、小容量注射剂、注射乳剂、硬胶囊剂等通过国家GMP认证的生产线二十余条。2019年销售收入过亿的产品由上年的4个减少为3个，销售收入在5,000万元至1亿元的产品1个。

<sup>1</sup> 公司在贵州拥有两个生产基地。

**表 3: 公司主要医药产品情况 (亿元)**

产品名称	治疗领域	功能主治	注册分类	是否处方药	新版国家医保品种	是否独家品种	销售收入		
							2017	2018	2019
参芎葡萄糖注射液	心脑血管	闭塞性脑血管疾病及其他缺血性血管疾病	化药 2 类	是	否	否	10.47	9.57	0.66
玻璃酸钠注射液	骨科	用于变形性膝关节病和肩关节周围炎的辅助治疗	化药 4 类	是	是	否	2.28	2.41	1.38
榄香烯乳状注射液	抗肿瘤	降低放、化疗的毒副作用；介入、腔内化疗及癌性胸腹水的治疗	化药 1 类	是	是	否	4.84	4.05	1.60
榄香烯口服乳	抗肿瘤	用于食管癌、胃癌及改善症状的辅助治疗	化药 4 类	是	是	是	0.71	0.86	0.37
心脑血管胶囊	心脑血管	气滞血瘀的胸痹，头痛，眩晕	中药 6 类	是	是	是	2.04	2.23	2.03
儿童回春颗粒	儿科	清热解毒，透表豁痰	中药 11 类	是	否	否	0.14	0.27	0.29
妇平胶囊	妇科	清热解毒，化瘀消肿	中药 6 类	双跨	否	是	0.22	0.23	0.16
通迪胶囊	骨科	活血行气，散瘀止痛	中药 6 类	是	否	是	0.37	0.33	0.21
<b>合计</b>	--	--	--	--	--	--	<b>21.07</b>	<b>19.95</b>	<b>6.70</b>

注：参芎葡萄糖注射液纳入广东、贵州、云南、河南、宁夏、新疆等 18 个省份的省级医保目录；儿童回春颗粒纳入贵州省的省级医保目录；妇平胶囊纳入上海、贵州、宁夏、广西、湖南 5 个省市的省级医保目录；通迪胶囊纳入甘肃、广东、广西、贵州、江西、宁夏、上海 7 个省市的省级医保目录。

资料来源：公司提供

参芎葡萄糖注射液未能进入 2019 年新版国家医保目录，并受各地辅助用药和重点用药监控目录相关政策影响，代理商处于谨慎观望状态，需求显著下降，导致 2019 年销量下滑超过 70%，销售收入不足 1 亿元；榄香烯乳状注射液医保目录支付范围内限定为“限癌性胸腹水的胸腔内或腹腔内注射治疗”，缩窄了产品在临床中的使用范围，此外受招标降价影响，公司放弃部分市场，导致当期销量和销售收入同比减少约 60%；同时，在国家招标政策调控以及医院二次议价的影响下，2019 年公司玻璃酸钠注射液销售均价下降约 20%；其他主要产品中标价格亦出现不同程度的下降。2019 年公司前三大注射液产品收入同比下降 77.29%，占营业总收入的比重下降至 27.08%，同比下降 34.91 个百分点。

除医保控费、重点监控、辅助用药等医药政策对公司销售收入造成影响外，销售体系改革亦对收入影响较大。为了实现向“自主经营为主，外包和代理为辅”的营销模式转变，公司自 2019 年开始实行营销体系改革，目前形成了以省区销售总经理责任制与多产品矩阵管理相结合的扁平的营销管理体系，并设立销售部、商务部、市场部、政府事务部、营销财务部、营销人力部等职能中心。公司向

自主经营转型契合国家医药行业发展趋势，但转型过渡期销售队伍的不稳定性以及销售活动的不连续性对产品销售造成较大影响。

为提升销售额，公司主要采取三方面措施。第一，由中成药向化学仿制药转型，积极推动在研产品上市，扩大产品梯队，降低对参芎葡萄糖注射液和榄香烯注射液的依赖程度。公司前期研发投入较多，储备了较多化学仿制药新产品，2020 年盐酸替罗非班氯化钠注射液上市，且目前有 4 个新产品完成申报生产，预计将于 2020 年下半年上市。第二，加强现有产品销售。为应对未列入国家医保目录品种自 2020 年起三年内分年度按 40%、40%、20% 比例逐步调整退出省级地方医保支付目录的过渡期政策，公司通过加强销售推广尽可能延长参芎葡萄糖注射液、儿童回春颗粒等品种留在省级医保目录的时间，降低退出省级医保目录对公司的影响；营销体系改革扩大了自营销售队伍，逐渐打破以往代理商和外包商选择性销售产品的局势，公司将利用自营销售队伍加强现有二线品种和小品种的放量销售；榄香烯注射液已启动再评价工作，目前正在开展物质基础研究、原料药稳定性研究等工作，为后期学术推广奠定基础。第三，除在等级医院保持



竞争优势以外，拓展第三终端和 OTC 市场，下沉渠道，同时也积极探索利用新媒体和电商等互联网技术进行市场布局的可能性。

中诚信国际认为，公司现有产品受医药行业政策影响较大，叠加自身营销体系改革导致收入大幅下滑，需持续关注公司营销体系改革的成效及产品结构的变化对销售收入的影响。

表 4：公司主要医药产品销售情况

产品名称	销量			销售价格			主要销售市场
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	
参芎葡萄糖注射液（万瓶、元/瓶）	2,872	2,806	592	36.46	34.10	11.18	等级医院
玻璃酸钠注射液（万瓶、元/瓶）	244	280	201	93.31	86.09	68.79	等级医院
榄香烯注射液（万瓶、元/瓶）	517	438	179	93.60	92.45	89.06	等级医院
心脑宁胶囊 24 粒（万盒、元/盒）	373	422	465	27.91	24.57	22.33	等级医院
心脑宁胶囊 36 粒（万盒、元/盒）	236	287	249	42.49	41.36	39.56	等级医院
儿童回春颗粒 6 袋（万盒、元/盒）	21	63	99	13.36	7.19	5.75	基层医疗机构、等级医院
儿童回春颗粒 9 袋（万盒、元/盒）	27	51	65	19.48	13.94	11.69	基层医疗机构、等级医院
儿童回春颗粒 12 袋（万盒、元/盒）	26	72	74	23.67	21.47	21.78	基层医疗机构、等级医院
妇平胶囊 24 粒（万盒、元/盒）	37	42	42	15.16	11.46	8.74	基层医疗机构、等级医院
妇平胶囊 36 粒（万盒、元/盒）	63	71	55	26.61	25.34	21.84	基层医疗机构、等级医院
通迪胶囊 24 粒（万盒、元/盒）	79	63	52	18.09	14.75	9.65	基层医疗机构、等级医院
通迪胶囊 36 粒（万盒、元/盒）	81	86	70	27.44	27.40	22.87	基层医疗机构、等级医院

资料来源：公司提供

2020 年 5 月 8 日，公司董事会审议通过了《关于转让子公司部分股权的议案》，同意将子公司上海景峰制药有限公司（以下简称“上海景峰”）持有的海门慧聚药业有限公司（以下简称“海门慧聚”）43.0086% 股权作价 3.20 亿元转让给湖州富悦柏泽实业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“富悦柏泽”）和湖州富悦信泽实业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“富悦信泽”），其中富悦柏泽受让 34.0441%，富悦信泽受让 8.9645%。当日上海景峰与富悦柏泽、富悦信泽签署了《关于海门慧聚药业有限公司之股权转让协议》，受让方将采用分期方式支付本次股权转让款，按照协议约定的前提条件均已满足后的 5 个工作日内支付股权转让价款的 20%，即 6,400 万元；海门慧聚工商变更登记至受让方名下后 5 个工作日内支付股权转让价款的 70%，即 22,400 万元；交割日满 6 个月后的 5 个工作日内受让方支付股权转让价款的 10%，即人民币 3,200 万元。2020 年 5 月 29 日，海门慧聚完成相关工商变更手续，并取得海门市市场监督管理局换发的《营业执照》。截至 2020 年 6 月 5 日，公司共收到股权转让款 2.74 亿元。同时，上海景峰就海门慧

聚在补偿期限的净利润作出承诺如下：海门慧聚在 2020 年、2021 年和 2022 年实现的净利润分别不低于 4,950 万元、5,445 万元、5,989.5 万元，即合计不低于 16,384.5 万元。

截至 2019 年末，海门慧聚总资产 4.61 亿元，净资产 3.42 亿元，2019 年营业总收入 3.04 亿元，净利润 0.45 亿元。此次交易完成后公司对海门慧聚的持股比例下降至 20.00%，海门慧聚将不再纳入公司合并报表范围。海门慧聚是公司原料药板块最主要的运营主体，公司除海门慧聚外，其他原料药收入仅数百万元，此次股权划转将对公司原料药板块收入造成影响。

2020 年一季度因疫情期间医院门诊量和住院量大幅下降，公司产品销售受到较大影响，3 月份以后各产品销售逐步恢复正常，销量和销售收入呈稳步增长态势。

**研发投入占营业收入比重较高，前期研发投入的效果逐渐显现，目前有 4 个化学仿制药完成申报生产，预计未来上市后将对现有产品梯队和收入形成一定补充；公司研发产品以化学制剂及创新生物药为**

## 主，研发周期长，资金需求较大，面临一定不确定性

公司研发队伍不断扩充，目前拥有研发人员 552 人，其中包括 10 名博士。截至 2020 年 3 月末，共持有专利 193 项，其中发明专利 143 项。

表 5：公司研发投入情况

	2017	2018	2019
研发人员数量（人）	490	521	552
研发人员数量占比（%）	14.39	16.75	18.07
研发投入（亿元）	1.84	2.44	2.15
研发投入占营业总收入比（%）	7.11	9.44	15.99

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

为改善目前的产品结构，公司产品由中药向化学仿制药和创新药转型，近年来研发投入逐年增加，研发投入占营业总收入的比重较高。公司在研产品较多，涉及骨性关节炎、抗肿瘤、心血管、神经系统、消化等领域。化学仿制药方面，前期研发

投入逐渐转化为研发成果，目前有 4 个化药产品完成申报生产，预计将于 2020 年获得生产批件，未来上市后将对公司现有产品梯队和收入形成一定补充。创新药方面，公司目前在研创新药尚处于早期阶段，其中，交联玻璃酸钠注射液属于化药一类新药，用于治疗骨性关节炎，目前国内厂商中仅景峰医药和华熙生物科技股份有限公司在研，该产品未来或具有良好的市场前景；JZB34 属于生物制品一类药，目前国内厂商中上海百迈博制药有限公司、上海张江生物技术有限公司处于三期临床阶段，深圳龙瑞药业有限公司和浙江海正药业有限公司在进行批准临床。此外，截至 2020 年 3 月末，公司共 5 个产品正在开展一致性评价工作，并有多项在研产品已获批美国 ANDA。中诚信国际认为，公司研发产品以化学制剂及创新生物药为主，具有研发周期长、资金需求及技术风险较大的特性，研发项目进展及产品上市后收益情况有待观察。

表 6：截至 2020 年 3 月末公司主要研发项目情况

研发项目	治疗领域	注册分类	所处阶段
注射用盐酸吉西他滨	抗肿瘤类	化药 4 类	一致性评价中（已获生产批件）， 补充申请已获正式受理
注射用兰索拉唑	消化系统	化药 4 类	一致性评价中（已获生产批件）
盐酸伊立替康注射液	抗肿瘤类	化药 4 类	一致性评价中（已获生产批件）
盐酸替罗非班氯化钠注射液	心血管类	化药 4 类	一致性评价中（已获生产批件）， 补充申请已获正式受理
盐酸替罗非班注射用浓溶液	心血管类	化药 4 类	一致性评价中（已获生产批件）
伏立康唑片	抗真菌类	化药 4 类	完成申报生产，在 CDE 排队审批中， 注册申请已获正式受理
来曲唑片	抗肿瘤类	化药 4 类	完成申报生产，在 CDE 排队审批中， 注册申请已获正式受理
普瑞巴林胶囊	神经痛用药	化药 4 类	完成申报生产，在 CDE 排队审批中， 注册申请已获正式受理
氟比洛芬酯注射液	术后及癌症镇痛	化药 3 类	完成申报生产， 发补资料和研制现场检查阶段
医用透明质酸钠凝胶	眼科手术中一种辅助用粘弹性保护剂，适用于多种眼科手术	三类器械	延续注册，即将获批上市
交联玻璃酸钠注射液	骨性关节炎	化药 1.1 类	I 期临床总结，II 期临床启动
氟比洛芬酯注射液	解热	化药 2 类	II 期临床总结中
JZB01	心力衰竭的治疗	生物制品 15 类	临床准备中，完成 I 期临床样品生产
JZB28	抗肿瘤类	生物制品 2 类	临床推进中
JZB34	抗过敏类	生物制品 1 类	临床推进中
泼尼松片	肾上腺皮质激素类药	--	已获批美国 ANDA
安非他命混合盐速溶片	精神类用药	--	已获批美国 ANDA
盐酸双环胺注射液	肠胃类	--	已获批美国 ANDA
甲泼尼龙片	消炎类	--	已获批美国 ANDA
福沙匹坦注射液	止吐类	--	已获批美国 ANDA

利多卡因软膏	心、脑血管类	--	已获批美国 ANDA
安非他命混合盐缓释胶囊	精神类用药	--	已获批美国 ANDA
盐酸雷诺嗪缓释片	心、脑血管类	--	已获批美国 ANDA

资料来源：公司提供

### 医疗服务业务持续亏损，公司调整战略，聚焦主业，逐步处置医疗服务板块相关资产回笼资金，为其现金流提供一定补充

公司医疗服务运营项目包括云南联顿骨科医院（以下简称“联顿骨科”）和云南联顿妇产医院（以下简称“联顿妇产”）。联顿骨科于 2018 年 8 月开通了云南省、市医保资质，并逐步完善业务科室建设，2019 年实现营业收入 3,886.28 万元，同比增幅较大，净亏损 3,428.78 万元。此外，联顿妇产于 2018 年 4 月取得了《医疗机构执业许可证》并开始运营，2019 年实现营业收入 526.28 万元，净亏损 2,821.64

万元。医院类医疗机构的投入期相对较长，联顿骨科和联顿妇产目前仍处于运营前期，收入规模较小，且因投入成本较大出现亏损，盈利水平短期内难以改善，公司未来拟逐步处置相关资产。

近年公司聚焦医药制造主业，逐渐处置医疗服务相关资产。2018 年 12 月，公司以 15,000 万元的价格将金沙医院 100%股权转让给德阳第五医院股份有限公司，交易价款已于 2019 年 8 月全部到位。

截至 2020 年 3 月末，公司主要在建项目总投资 6.07 亿元，已投资 3.86 亿元，2020 年 4~12 月尚需投资 1.32 亿元，仍面临一定投资压力。

表 7：截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

	总投资	已投资	未来投资		
			2020.4~12	2021	2022
新建研发中心项目	2.42	1.04	0.56	0.53	0.29
营销网络及信息化建设项目	1.15	1.07	0.08	-	-
上海总部办公楼	1.19	1.17	0.02	0.01	-
注射剂专家楼	0.30	0.28	0.02	-	-
小容量注射液生产线建设项目	0.11	0.09	0.02	-	-
国际化冻干及配套项目	0.22	0.11	0.12	-	-
国际化固体制剂工程项目	0.68	0.10	0.50	0.08	-
<b>合计</b>	<b>6.07</b>	<b>3.86</b>	<b>1.32</b>	<b>0.62</b>	<b>0.29</b>

资料来源：公司提供

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年财务报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报表，其中 2017~2019 年财务数据均为审计报告期末数。

### 核心注射液产品收入大幅下滑，期间费用率快速攀升，导致经营性业务亏损，且 2019 年计提大额商誉减值损失令其盈利水平显著弱化，未来收入和盈利改善情况需持续关注

2019 年公司核心产品参芎葡萄糖注射液、玻璃酸钠注射液和榄香烯注射液收入均大幅下降，令营

业总收入同比减少 48.02%。2020 年一季度，随着公司销售改革的推进，产品销售情况有所好转，但受疫情影响，营业总收入增长幅度较小。

2019 年销售价格降低令注射剂毛利率下降；同时，原材料成本和三废处理成本上升、海门慧聚毛利率较低的 CHD 项目收入占比提高导致原料药毛利率有所下降，上述因素共同导致公司营业毛利率显著下滑。2020 年一季度，心脑血管胶囊因中标价格降幅较大，且其收入占比较高，导致固体制剂毛利率显著下降，令营业毛利率进一步下滑。

表 8：公司主要板块收入和毛利率构成(亿元、%)

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
注射剂	19.21	17.88	5.31	1.38
固体制剂	3.08	3.44	3.00	0.64

原料药	1.82	2.18	3.01	0.81
其他（乳剂、 医疗服务等）	1.73	2.36	2.12	0.25
<b>营业总收入</b>	<b>25.84</b>	<b>25.86</b>	<b>13.44</b>	<b>3.08</b>
<b>毛利率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020.1~3</b>
注射剂	87.06	86.00	74.39	77.72
固体制剂	61.74	59.32	61.07	42.59
原料药	41.77	46.50	41.77	48.89
其他（乳剂、 医疗服务等）	53.00	48.00	48.57	39.72
<b>营业毛利率</b>	<b>78.62</b>	<b>75.66</b>	<b>60.04</b>	<b>59.76</b>

资料来源：公司提供

随着公司销售规模的下降，2019年销售费用下降，但由于当期为推进由代理外包向自主经营的销售体系转变，引入大量销售管理人才，扩大销售网络覆盖和营销渠道的下沉，市场推广服务费增幅较大，且当期营业总收入大幅下滑，导致期间费用率超过100%，对利润造成严重侵蚀。2020年一季度，受疫情影响，销售活动减少，期间费用率随之下降。

毛利率下降叠加期间费用率快速攀升，公司2019年出现经营性业务大幅亏损。同期，因业绩显著下滑，公司分别对子公司贵州景诚制药有限公司、海南锦瑞制药有限公司、大连德泽药业有限公司、上海科新生物医药技术有限公司计提商誉减值0.43亿元、0.55亿元、1.98亿元和0.09亿元，合计3.05亿元，令资产减值损失大幅增加，导致当期亏损进一步扩大。此外，2019年确认投资收益0.77亿元，主要为子公司金沙医院和联营企业上海景泽生物技术有限公司（以下简称“上海景泽”）股权处置收益<sup>2</sup>。2020年一季度，经营性业务利润由负转正，盈利能力稍有改善。

业绩亏损亦导致2019年公司EBITDA利润率和总资产收益率由正转负。整体来看，跟踪期内公司盈利能力显著弱化，中诚信国际将对公司未来收入和盈利改善情况保持关注。

**表 9：公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	13.50	11.98	9.07	0.76

<sup>2</sup> 上海景泽主要从事技术开发、转让、咨询，2019年公司将其持有的全部39.98%的股权作价2,500亿元转让给江苏璟泽生物医药有限公司。

<sup>3</sup> 浙江景嘉医疗科技有限公司主要从事医疗器械生产和技术服务。

管理费用（含研发费用）	3.16	3.96	4.62	0.79
财务费用	0.92	0.82	0.99	0.28
期间费用合计	17.58	16.76	14.67	1.83
期间费用率	68.05	64.82	109.18	59.55
经营性业务利润	2.60	2.70	-6.54	0.08
资产减值损失（收益）	-0.01	0.16	3.22	0.10
投资收益	-0.04	0.00	0.66	0.00
利润总额	2.50	2.44	-9.20	-0.03
净利润	1.85	1.99	-9.22	-0.07
EBIT	3.43	3.28	-8.15	--
EBITDA	4.33	4.33	-7.16	--
EBITDA 利润率	16.78	16.75	-53.27	--
总资产收益率	6.86	6.51	-17.01	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 受商誉减值及处置资产的影响，2019年末公司总资产同比减少，业绩亏损亦令所有者权益大幅下降、财务杠杆率快速上升；短期债务占比升高，债务结构有待改善

2019年末公司总资产同比下降，仍以非流动资产为主。其中，因当期处置上海景泽和浙江景嘉医疗科技有限公司（以下简称“景嘉医疗”）<sup>3</sup>股权，年末长期股权投资稍有下降；脂质体生产线建设项目转固令固定资产小幅增加；在建项目主要为上海总部办公楼和营销网络及信息化建设项目等；因子公司业绩下滑，公司计提商誉减值，导致期末商誉大幅减少。流动资产方面，2019年以来公司货币资金减少，2020年3月末无受限情况；同期票据到期变现以及当期票据结算减少，令应收票据大幅下降；应收账款主要为应收上游流通企业款项，2019年末账期一年以内占比81.15%。

公司总负债小幅增长，且以有息债务为主，2019年公司加大短期借款融资，导致短期债务增幅较大，短期债务占比显著提升，债务结构与以非流动资产为主的资产结构不匹配，债务结构有待改善。

业绩亏损令公司2019年末所有者权益大幅减少，财务杠杆率快速升高，2020年3月末进一步上升。

2019年公司将其持有的全部11.25%的股权作价1,620万元转让给浙江驭远医疗科技有限公司。

**表 10: 近年来公司主要资产情况 (亿元、%)**

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	4.72	5.12	4.05	3.10
应收票据	8.68	7.77	0.62	0.49
应收账款	6.50	7.67	6.93	7.96
存货	2.76	2.69	3.26	3.26
其他流动资产	0.05	0.23	1.74	1.63
长期股权投资	3.19	3.23	2.98	2.97
固定资产	7.03	7.83	9.63	9.45
在建工程	0.82	2.66	2.69	2.81
商誉	7.06	7.37	4.33	4.33
非流动资产	22.87	26.37	25.66	25.71
总资产	48.69	52.27	43.50	43.70
总负债	22.69	23.65	24.08	24.36
短期债务	6.21	8.95	13.06	13.86
总债务	18.04	18.12	18.48	18.98
短期债务/总债务	34.43	49.42	70.71	73.01
所有者权益	26.00	28.62	19.42	19.35
资产负债率	46.60	45.25	55.36	55.73
总资本化比率	40.96	38.76	48.76	49.52

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

### 经营获现能力和偿债能力显著弱化, 经营活动净现金流和货币等价物对短期债务的覆盖倍数很低, 且“16 景峰 01”或将面临回售, 公司面临较大短期偿债压力

2019 年由于营业收入减少、销售回款下降, 经营活动净现金流大幅减少; 2020 年一季度, 销售回款减少令经营活动现金流呈净流出。2019 年因收到处置金沙医院、上海景泽、景嘉医疗股权的款项 1.75 亿元, 投资活动现金净流出规模缩减。因偿债规模较大, 筹资活动现金流呈净流出, 同时当期加大银行借款和融资租赁融资, 筹资活动现金净流出规模减少。

经营亏损以及获现减少导致偿债能力显著弱化, EBITDA 无法覆盖债务本息, 经营活动净现金流对债务本息的覆盖倍数下降。同时因短期债务增长较快, 货币等价物对短期债务的覆盖能力亦大幅下滑。此外“16 景峰 01”2020 年 10 月或面临回售, 令公司短期偿债压力进一步加大。公司拟通过现有货币资金、银行借款续借、子公司股权处置资金以及经营活动净现金流偿还短期债务。

**表 11: 近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元、X)**

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	1.52	3.51	0.36	-0.82
投资活动净现金流	-6.05	-2.00	-0.51	-0.43
筹资活动净现金流	-2.75	-1.13	-0.94	0.29
EBITDA 利息保障倍数	4.64	5.12	-6.82	--
经营活动净现金流/利息支出	1.62	4.15	0.34	--
总债务/EBITDA	4.16	4.18	-2.58	--
经营活动净现金流/总债务	0.08	0.19	0.02	-0.17*
货币等价物/短期债务	2.16	1.44	0.36	0.26

注: 带\*指标已经年化处理。

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

### 备用流动性较少, 股权质押比例较高, 但股权融资渠道畅通, 能够为整体偿债能力提供一定支持

备用流动性方面, 截至 2020 年 3 月末, 公司获得授信额度总计 15.66 亿元, 其中未使用的授信额度为 3.17 亿元, 备用流动性较少。公司为上市公司, 股权融资渠道畅通。

截至 2020 年 3 月末, 公司受限资产账面价值 3.13 亿元, 包括固定资产、无形资产和其他流动资产, 占总资产的比重为 7.17%。

或有负债方面, 截至 2020 年 3 月末, 公司无对外担保和未决诉讼。

2020 年 5 月, 公司与上海方楠生物科技有限公司(下称“上海方楠”)的其他股东因 2016 年签署的《股权转让框架协议》项下股权转让产生纠纷, 导致公司在上海浦东发展银行宝山支行开设的公司账户(余额为人民币 20.75 万元)以及公司所持子公司上海景峰 100%的股权被冻结。根据 2016 年 ZHANG XINI、ZHANG DANIEL.NIAN、上海烜翊投资管理中心(有限合伙)以及上海贤显投资中心(有限合伙)、宁波海邦人才创业投资合伙企业(有限合伙)(统称“相关方”)与景峰医药签署的协议约定, 相关方有意转让上海方楠 100%股权和宁波爱诺医药科技有限公司 10%股权。2020 年相关方就协议后续执行情况与公司发生纠纷, 向上海仲裁委员会提起了仲裁, 要求公司收购相关方持有的上海方楠剩余股权并支付股权转让款人民币 31,295,454.5 元。相关方同时向上海市第二中级人民法院申请了

财产保全，上海市第二中级人民法院依法作出（2020）沪02财保法第3号，裁定冻结公司银行存款人民币31,295,454.5元，或查封、扣押其他等值财产。据此，上海市第二中级人民法院冻结了公司上述银行账户及持有全资子公司上海景峰100%的股权。此后公司与相关方进行协商，达成和解，2020年5月11日，公司收到上海市第二中级人民法院《民事裁定书》，裁定解除公司上述银行账户及子公司股权的冻结，法院于当天已办理相关解冻手续。

2020年3月末，公司控股股东叶湘武及其一致行动人质押股份1.39亿股，占其持有数量的比例为65.99%，占公司总股本的比例为15.83%，股权质押比例较高。

**过往债务履约情况：**根据公开资料及公司提供的企业信用报告和相关资料，截至2020年5月13日，公司在公开市场无信用违约记录，借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

## 外部支持

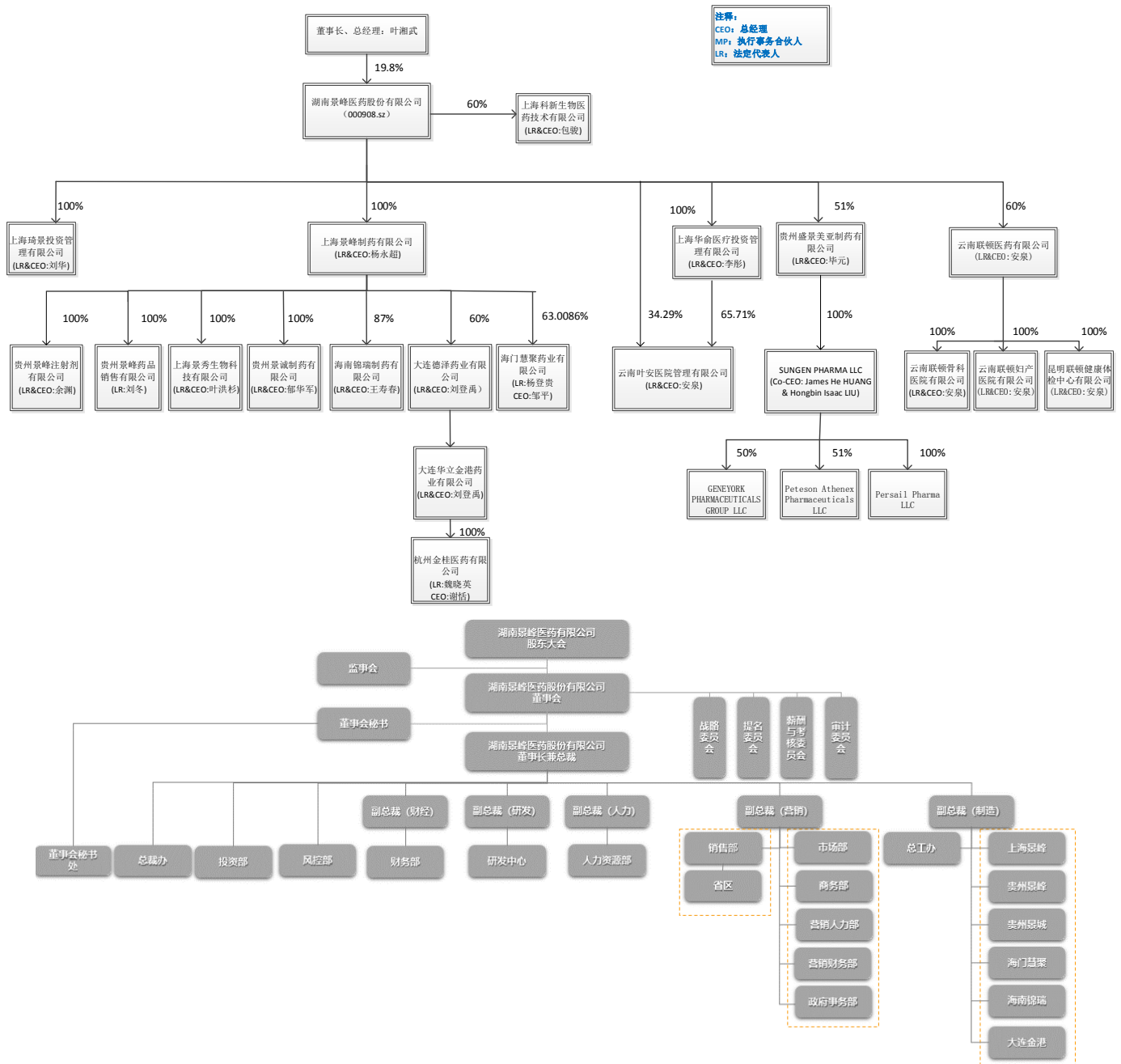
**公司系实际控制人叶湘武最核心企业，其对公司的支持意愿很强，但对当地政府和金融机构等资源协调能力较为有限**

公司实际控制人为自然人叶湘武，景峰医药系其控制的最核心企业，其对公司的支持意愿很强。但由于公司实际控制人为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力较为有限，对公司支持能力较弱。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际将湖南景峰医药股份有限公司的主体信用等级由AA调降至AA<sup>-</sup>，将“16景峰01”的债项信用等级由AA调降至AA<sup>-</sup>，并将主体和债项继续列入可能降级的观察名单。

# 附一：湖南景峰医药股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：湖南景峰医药股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	47,212.54	51,210.66	40,547.49	30,972.47
应收账款净额	64,966.51	76,688.61	69,301.51	79,603.50
其他应收款	1,871.00	4,618.11	4,232.08	6,014.63
存货净额	27,610.75	26,892.60	32,627.35	32,551.55
长期投资	34,028.24	34,364.09	31,878.34	31,842.21
固定资产	70,292.87	78,276.28	96,326.87	94,532.55
在建工程	8,204.38	26,648.43	26,868.17	28,067.45
无形资产	8,805.36	11,066.39	12,967.21	13,382.72
总资产	486,876.43	522,711.34	435,007.29	437,010.92
其他应付款	12,383.18	11,777.26	10,524.63	9,262.17
短期债务	62,120.00	89,530.67	130,645.13	138,564.77
长期债务	118,279.57	91,640.51	54,125.07	51,231.60
总债务	180,399.57	181,171.18	184,770.20	189,796.36
净债务	133,187.04	129,960.52	144,222.70	158,823.89
总负债	226,886.26	236,503.53	240,826.60	243,550.57
费用化利息支出	9,345.33	8,462.18	10,502.46	2,858.74
资本化利息支出	-	-	-	-
所有者权益合计	259,990.16	286,207.82	194,180.69	193,460.35
营业总收入	258,365.23	258,569.69	134,402.91	30,777.47
经营性业务利润	26,032.06	27,007.22	-65,379.01	845.82
投资收益	-350.95	-14.84	6,646.47	-21.73
净利润	18,521.69	19,853.61	-92,155.16	-743.70
EBIT	34,330.23	32,838.31	-81,474.59	--
EBITDA	43,343.80	43,313.68	-71,598.16	--
经营活动产生现金净流量	15,165.04	35,093.78	3,617.04	-8,187.57
投资活动产生现金净流量	-60,505.70	-19,973.62	-5,081.30	-4,346.60
筹资活动产生现金净流量	-27,494.78	-11,256.98	-9,402.35	2,893.69
资本支出	30,322.82	17,111.00	11,363.95	4,362.39
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	78.62	75.66	60.04	59.76
期间费用率(%)	68.05	64.82	109.18	59.55
EBITDA 利润率(%)	16.78	16.75	-53.27	--
总资产收益率(%)	6.86	6.51	-17.01	--
净资产收益率(%)	7.11	7.27	-38.37	-1.53
流动比率(X)	2.46	1.87	1.07	1.04
速动比率(X)	2.20	1.68	0.87	0.85
存货周转率(X)	2.16	2.31	1.80	1.52*
应收账款周转率(X)	3.66	3.65	1.84	1.65*
资产负债率(%)	46.60	45.25	55.36	55.73
总资本化比率(%)	40.96	38.76	48.76	49.52
短期债务/总债务(%)	34.43	49.42	70.71	73.01
经营活动净现金流/总债务(X)	0.08	0.19	0.02	-0.17*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.24	0.39	0.03	-0.24*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.62	4.15	0.34	-2.86
经调整的经营净现金流/总债务(%)	3.34	13.73	-2.73	--
总债务/EBITDA(X)	4.16	4.18	-2.58	--
EBITDA/短期债务(X)	0.70	0.48	-0.55	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.64	5.12	-6.82	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.67	3.88	-7.76	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入长期应付款的融资租赁款调整至长期债务；3、将研发费用计入管理费用；4、带\*指标已经年化处理。



### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	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
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。