

信用评级公告

联合〔2021〕4167号

联合资信评估股份有限公司通过对西藏奇正藏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，确定维持西藏奇正藏药股份有限公司主体长期信用等级为AA，“奇正转债”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

二〇二一年六月十五日

西藏奇正藏药股份有限公司 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	本次评级级别	评级展望	上次评级级别	评级展望
西藏奇正藏药股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
奇正转债	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
奇正转债	8.00 亿元	8.00 亿元	2026/09/22

注: 1. 上述债券仅包括由联合资信评级, 且截至评级时点尚处于存续期的债券; 2. 截至 2021 年 3 月底, 公司有 10.42 万元可转债转为股票, 由于保留两位小数点, 因此债券余额无法体现此差异

评级时间: 2021 年 6 月 15 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
联合资信评估有限公司一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司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	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		3
			偿债能力	1
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

2020 年, 西藏奇正藏药股份有限公司(以下简称“公司”)整体经营情况良好, 资产总额和营业收入均有所增长, 毛利率保持高水平。同时, 联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司采购集中度较高且对部分供应商存在一定依赖、公司对单一产品存在依赖以及公司债务增长较快等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来, 随着公司募投项目的建成, 公司产能将进一步扩大, 产品结构进一步丰富, 收入及利润规模有望持续增长, 综合竞争实力有望增强。

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

优势

1. 公司作为知名藏药企业, 细分行业地位仍然突出。2020 年, 公司产品知名度及市场占有率较高, 在外用贴膏细分市场竞争力仍较强, 公司产品研发和资源获取方面仍具备较强优势。
2. 公司资产和收入规模增长, 毛利率水平高。截至 2020 年底, 公司合并资产总额 44.59 亿元, 较上年底增长 49.43%; 2020 年, 公司实现营业收入 14.76 亿元, 同比增长 5.24%; 公司综合毛利率为 86.00%, 毛利率水平高。

关注

1. 采购集中度较高, 对部分供应商存在一定依赖。2020 年, 公司前五大供应商采购金额占比为 45.24%, 其中第一大供应商采购金额占比为 17.96%。
2. 公司收入对单一产品存在依赖。公司营业收入主要来自止痛贴膏产品。目前, 国内市场上与公司产品适用症状相同的贴膏类产品较多, 竞争较为激烈。
3. 债务增长较快, 收入实现质量下降。2020 年, 公司全部债务 12.33 亿元, 较上年底增长 310.61%; 公司现金收入比为 87.31%, 同比下降 16.82 个百分点, 收入实现质量下降。

分析师：蒲雅修

孙菁

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

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）	9.32	20.07	28.42	26.41
资产总额（亿元）	23.13	29.84	44.59	44.08
所有者权益（亿元）	20.45	22.62	26.35	27.41
短期债务（亿元）	0.00	3.00	3.31	2.53
长期债务（亿元）	0.00	0.00	9.01	9.16
全部债务（亿元）	0.00	3.00	12.33	11.69
营业收入（亿元）	12.13	14.03	14.76	3.26
利润总额（亿元）	3.50	4.01	4.47	1.14
EBITDA（亿元）	3.82	4.39	5.10	--
经营性净现金流（亿元）	4.99	4.06	2.39	1.29
营业利润率（%）	85.86	85.55	84.26	84.67
净资产收益率（%）	15.52	16.11	15.41	--
资产负债率（%）	11.57	24.20	40.92	37.82
全部债务资本化比率（%）	0.00	11.72	31.87	29.90
流动比率（%）	736.05	326.44	389.85	493.09
经营现金流负债比（%）	246.89	62.06	31.32	--
现金短期债务比（倍）	--	6.68	8.58	10.43
EBITDA 利息倍数（倍）	50.99	243.97	26.11	--
全部债务/EBITDA（倍）	0.00	0.68	2.42	--

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）	22.69	23.55	37.19	37.93
所有者权益（亿元）	19.14	21.26	24.78	25.46
全部债务（亿元）	0.00	0.00	9.20	8.44
营业收入（亿元）	5.97	7.80	7.98	1.60
利润总额（亿元）	3.32	3.96	4.17	0.72
资产负债率（%）	15.64	9.69	33.37	32.87
全部债务资本化比率（%）	0.00	0.00	27.08	24.90
流动比率（%）	438.97	749.68	346.21	368.70
经营现金流负债比（%）	75.24	329.30	77.87	--

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

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
奇正转债	AA	AA	稳定	2020/06/15	蒲雅修 罗昕	原联合信用评级有限公司 工商企业信用评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告引用的资料主要由西藏奇正藏药股份有限公司(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:



西藏奇正藏药股份有限公司 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”）关于西藏奇正藏药股份有限公司（以下简称“公司”或“奇正藏药”）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

奇正藏药的前身是西藏林芝奇正藏药厂（以下简称“奇正药厂”），于 1995 年 12 月由甘肃奇正实业集团有限公司（以下简称“奇正集团”）、西藏宇妥文化发展有限公司（原名“西藏宇妥藏药研究所”，以下简称“宇妥文化”）和西藏林芝地区民政局共同创办设立，注册资本为 1000 万元，经济性质为集体企业。1997 年 12 月，公司改制为私营企业，注册资本 4000 万元。2007 年 8 月，公司更名为西藏林芝奇正藏药厂（有限公司），企业类型变更为有限责任公司；同年 10 月，公司整体变更为股份有限公司，注册资本增至 3.65 亿元，名称变更为现名。

经证监会〔2009〕762 号文核准，公司首次公开发行股票 4100 万股，注册资本变更为 40600 万元，并于 2009 年 8 月在深圳证券交易所上市，股票简称为“奇正藏药”，股票代码为“002287.SZ”。

后经历增资后，截至 2021 年 3 月末，公司注册资本 5.30 亿元，实收资本 5.30 亿元。其中，奇正集团持有公司 68.74% 的股份，是公司控股股东，与宇妥文化为一致行动人；雷菊芳女士为公司实际控制人。截至 2021 年 3 月底，奇正集团及其一致行动人所持股份累计被质押的数量为 5133 万股，占其所持股份比例为 11.09%，质押比例较低。

2020 年，公司经营范围和组织架构无变化。截至 2020 年底，公司本部拥有在职员工 2310

人。截至 2020 年底，公司合并范围内子公司共 16 家。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 44.59 亿元，所有者权益 26.35 亿元（含少数股东权益 0.16 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 14.76 亿元，利润总额 4.47 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 44.08 亿元，所有者权益 27.41 亿元（含少数股东权益 0.16 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.26 亿元，利润总额 1.14 亿元。

公司注册地址：西藏林芝市巴宜区德吉路 2 号；法定代表人：雷菊芳。

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。奇正转债于 2020 年 9 月 28 日完成发行，实际募集资金净额为 79050.02 万元。截至 2021 年 3 月底，募集资金使用 0.14 亿元，奇正转债还未到付息日。

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
奇正转债	8.00 亿元	8.00 亿元	2020/09/22	5 (3+2) 年

注：截至 2021 年 3 月底，公司有 10.42 万元可转债转股，由于债券余额保留两位小数点，因此无法体现此差异

资料来源：联合资信整理

奇正转债转股期间为 2021 年 3 月 29 日起至可转债到期日（2026 年 9 月 21 日）止，转股价格为 30.12 元/股。截至 2021 年 3 月底，累计有 10.42 万元（1042 张）奇正转债转换成公司股票，累计转股数为 3452 股。截至 2021 年 3 月底，奇正转债余额为 79989.58 万元（7998958 张）。

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%¹，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为24.93万亿元，实际同比增

长18.30%，两年平均增长5.00%²，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年一季度年中国主要经济数据

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)
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

¹ 文中GDP增长均为实际增速，下同

² 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

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%，较上年末下降 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%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（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融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

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，我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，我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年我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，我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，我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）技术规范和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，我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，但我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，我国医药行业研发投入仍显不足，影响了我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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月末,公司注册资本5.30亿元,实收资本5.30亿元。其中,奇正集团持有公司68.74%的股份,是公司控股股东,与宇妥文化为一致行动人;雷菊芳女士为公司实际控制人。截至2021年3月底,奇正集团及其一致行动人所持股份累计被质押的数量为5133万股,占其所持股份比例为11.09%,质押比例较低。

2. 企业规模及竞争力

公司作为知名藏药企业,产品知名度及市场占有率较高,在外用贴膏细分市场竞争力较强。此外,公司在产品研发和资源获取方面具备较强优势。

公司主营业务为藏药的研发、生产及销售,包括外用止痛药物和口服藏成药等。公司目前生产的主要药品包括以消痛贴膏、青鹏软膏、白脉软膏、铁棒锤止痛膏为主的外用系列产品,以及红花如意丸等口服藏药产品,涵盖骨科、神经科、妇科多个治疗领域。

产品方面,公司有以消痛贴膏、白脉软膏等12个独家品种或独家剂型品种为核心的55个藏

药品种和72个批准文号,其中OTC品种9个、国家秘密技术(秘密级)品种2个。根据米内网数据,公司的消痛贴膏市场占有率高,是其细分贴膏剂型领域的第一品牌。

截至2020年末,公司核心产品消痛贴膏进入国家基本药物目录,19个品种进入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2020年版)》,34个产品进入地方省级医保目录,49个产品进入地方基药目录,9个产品进入地方低价药目录,2个产品进入国家急(抢)救药品目录。

研发方面,公司研发中心依托藏药固体制剂和外用制剂两个国家地方联合工程实验室,持续与国内外,特别是国际一流的学术研究机构及科研院所保持长期有效的合作。公司坚持新品开发与已上市产品的二次开发并行,基础研究及临床研究同步,与国内外科科研机构合作开展药类和非药类疼痛相关新品项目多项,公司牵头承接的国家重点研发计划“经典藏药如意珍宝片和白脉软膏治疗藏医重大疾病白脉病的示范开发研究”在有序开展中。

资源获取方面,2020年,公司在保持原有资源优势的同时,顺利通过资源普查省级验收,并率先开展藏药材资源评估工作,已完成4味野生药材、3味进口药材、1味栽培药材的资源评估,掌握了藏药材资源评估的工作方法。

3. 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:91540000710910578J),截至2021年4月26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2021年4月26日,联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

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

2020年2月,李春瑜先生因任期满离任独立董事一职,选举王凡林先生为独立董事;2020年3月,何君光先生因个人原因离任监事一职;

2020年12月，吴清功先生因个人原因离任独立董事一职，选举王玉荣女士为独立董事。2021年5月，王凡林先生离任独立董事一职，选举李春瑜先生为独立董事。公司其他董事、监事及高级管理人员未发生变化。

公司经营制度连续，管理运作良好。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，公司主营业务仍十分突出，营业收入仍主要来自贴膏剂业务，并对消痛贴膏产品依赖度较高；受公司渠道拓展的影响，公司营业收入同比增长，综合毛利率有所下降，但主营业务盈利能力仍较强。

跟踪期内，公司仍主要从事藏药的研发、生产及销售，包括外用止痛药物和口服藏成药等。公司主要产品有消痛贴膏、青鹏软膏、白脉软膏、红花如意丸等。

2020年，公司主营业务收入在营业收入中的占比为99%以上，主营业务仍十分突出。公司实现营业收入14.76亿元，同比增长5.24%，主要系贴膏剂和其他剂型销售收入增长所致，利润总额4.47亿元，同比增长11.33%。

从收入构成来看，2020年，受新冠肺炎疫情影响，医院和药店人流量大幅下降，传统渠道

产品销售减少，但公司加大电商等线上渠道拓展力度，使得营业收入实现增长。具体来看，2020年，公司贴膏剂收入同比增长5.05%，占主营业务收入的比重同比下降0.13个百分点；软膏剂收入同比下降1.56%，变化不大，占主营业务收入的比重同比下降1.20个百分点；其他剂型收入同比增长16.13%，占主营业务收入的比重同比上升0.67个百分点；其他业务收入规模较小，对营业收入影响不大。

从毛利率来看，2020年，贴膏剂毛利率同比下降0.01个百分点，变化不大；软膏剂毛利率同比下降3.68个百分点；其他剂型毛利率同比下降2.39个百分点。综上，2020年，公司综合毛利率为86.00%，同比下降1.15个百分点，毛利率仍保持高水平。

从产品结构来看，公司主要产品为消痛贴膏，2018—2020年，消痛贴膏收入占主营业务收入的比重均在70%以上，公司对单一产品的依赖度较高。目前国内市场上与公司产品适用症状相同的贴膏类产品较多，竞争较为激烈。

2021年1—3月，公司实现营业收入3.26亿元，较上年同期增长113.97%，主要系2020年一季度公司受新冠肺炎疫情影响停工停产，2021年一季度公司经营正常所致；2021年1—3月，实现利润总额1.14亿元，同比增长111.18%。

表3 2018—2020年及2021年1—3月公司营业收入构成及毛利率情况

业务板块	2018年			2019年			2020年			2021年1—3月		
	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 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
贴膏剂	9.23	76.07	87.76	10.50	74.84	87.44	11.03	74.71	87.43	2.48	76.08	87.74
软膏剂	2.05	16.91	90.02	2.56	18.26	88.78	2.52	17.06	85.10	0.51	15.59	86.06
其他剂型	0.81	6.65	83.99	0.93	6.65	80.95	1.08	7.32	78.56	0.27	8.14	75.32
保健品	--	--	--	--	--	--	0.07	0.46	46.74	0.01	0.17	-22.94
其他业务	0.05	0.37	65.41	0.04	0.25	46.10	0.07	0.45	42.13	0.00	0.01	196.18
合计	12.13	100.00	87.80	14.03	100.00	87.15	14.76	100.00	86.00	3.26	100.00	86.29

注：1. 尾差系数据四舍五入所致；2. 2020年起，公司新增保健品销售业务
资料来源：公司提供

2. 业务运营

(1) 采购情况

2020年，公司采购模式以“以产定采”为

主；覆盖膜采购价格增长，采购量变化不大；保密药材及背衬膜采购价格变动不大，采购量增长；受以上因素影响，公司采购总额同比增长；

公司采购集中度较高，对部分供应商存在一定依赖。

2020年，公司的采购模式没有变化，部分关键药材在价格波动时会提前备货。公司原辅材料的采购由采购物流部统一负责，实行集中采购制。

公司采购药材的渠道分为两种，向合作社/农户采购和市场采购。向合作社/农户采购，系向西藏、甘肃、四川、青海等当地种植和采摘药材的合作社/农户直接采购；市场采购，即到各地药材市场向药材经销商和药材公司采购。在供应商的选择上，公司按采购类别建立了供应商选择标准，供应商选择综合考虑产品质量、价格、交货期、服务、技术以及持续供应能力等因素，通过招标或综合比较的方式选择确定。公司与供应商形成了较为长期、稳定的合作关系。公司所用主要药材均为外购的中/藏药材，在种植、加工过程中由于自然气候、土壤条件及炮制方法等差异，产品品质存在一定差异。若采购过程中公司质量控制环节控制不当，使不合格药材

进入生产过程，将会对公司产品质量造成一定影响。

从采购量来看，2020年，由于公司主要产品产量增长，加之公司增加了原材料储备，公司保密药材采购量较上年增长34.45%，背衬膜采购量较上年增长21.07%；覆盖膜采购量较上年变化不大。

从采购均价来看，2020年，公司保密药材和背衬膜采购均价同比变化不大；覆盖膜采购均价较上年增长36.37%，主要系供应商出货价格提高所致。

受采购价格及采购量综合影响，2020年，公司保密药材采购金额较上年增长36.38%；背衬膜采购金额较上年增长21.76%；覆盖膜采购金额较上年增长36.94%。

从采购集中度来看，2020年，公司向五大供货商采购金额为0.67亿元，占当期采购总额的比例为45.24%，同比下降8.12个百分点，但集中度仍较高，其中第一大供应商采购金额占比为17.96%。

表4 2018—2020年以及2021年1—3月公司采购主要原材料情况

原材料		2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
保密药材	采购金额（单位：万元）	1008.57	674.84	920.35	172.57
	采购量（单位：千克）	206.00	119.00	160.00	30.00
	采购均价（单位：元/克）	48.96	56.71	57.52	57.52
背衬膜	采购金额（单位：万元）	1730.96	1919.63	2337.30	748.25
	采购量（单位：平方米）	1091452.90	1217579.90	1474093.10	469558.80
	采购均价（单位：元/平方米）	15.86	15.77	15.86	15.94
覆盖膜	采购金额（单位：万元）	628.79	725.18	993.03	227.19
	采购量（单位：千克）	121327.00	142792.10	143384.20	43703.70
	采购均价（单位：元/千克）	51.83	50.79	69.26	51.98

注：1. 上表数据差异为数据四舍五入所致；2. 由于公司原材料药材中涉及国家保密品种配方，无法披露具体药材名称
资料来源：公司提供

采购结算方面，公司一般采用“货到付款”的结算方式。账期方面，对自主采购的供应商，公司账期一般不低于90天，一般采用银行承兑汇票的付款方式。

（2）生产方面

2020年，公司依旧采用“以销定产”的生产模式；随着生产线改扩建及智能化改造完成，公司贴膏剂和软膏剂产能增加；受益于下游销

售拉动以及产能扩充，公司贴膏剂和软膏剂的产量均有不同幅度的增长；贴膏剂和其他剂型的产能利用率较高，但软膏剂的产能有待消化，产能利用率有待提高。

2020年，公司的生产模式无变化。公司药品的生产主要由生产体系下的各子公司生产部门负责，采用“以销定产”的生产模式。

公司基于GMP（药品生产质量管理规范）

制定了 SOP（标准操作规程）。在实际生产中，生产部负责具体产品的生产流程管理，严格按照 GMP 和 SOP 的要求组织生产工作。截至 2020 年底，公司生产线已基本实现机械化生产。

生产成本构成方面，2020 年，公司生产成本主要由直接材料、直接人工和制造费用构成，占生产成本的比重分别为 58.03%、8.78% 和 33.19%。

表 5 2018—2020 年以及 2021 年 1—3 月公司生产成本构成情况（单位：万元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1—3 月	
	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重
直接材料	9371.68	64.02	10631.86	59.60	11565.28	58.03	2573.82	58.46
直接人工	1258.25	8.59	1709.28	9.58	1749.84	8.78	542.85	12.33
制造费用	4009.64	27.39	5496.86	30.82	6614.71	33.19	1286.03	29.21

资料来源：公司年报

表 6 2018—2020 年以及 2021 年 1—3 月公司产能、产量及产能利用率情况

类别	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
贴膏剂	产能（单位：万贴）	12600.00	13000.00	15000.00	15000.00
	产量（单位：万贴）	9916.62	11462.80	14385.07	2455.69
	产能利用率（单位：%）	78.70	88.18	95.90	16.37
软膏剂	产能（单位：万支）	800.00	950.00	1700.00	1700.00
	产量（单位：万支）	901.06	971.22	1144.10	220.24
	产能利用率（单位：%）	112.63	102.23	67.30	12.96
其他剂型	产能（单位：万盒）	500.00	533.33	300.00	300.00
	产量（单位：万盒/袋）	320.71	480.01	326.49	103.13
	产能利用率（单位：%）	64.14	90.00	108.83	34.38

资料来源：公司提供

产能方面，随着公司产线改扩建完成以及智能化改造完成，2020 年，公司贴膏剂产能较上年增长 15.38%，软膏剂产能较上年增长 78.95%。2020 年，公司其他剂型产能较上年减少 43.75%，主要系甘肃佛阁藏药有限公司搬迁、厂房正在建设所致。

产量方面，受益于下游销售拉动，2020 年，公司贴膏剂产量较上年增长 25.49%；软膏剂产量较上年增长 17.80%。

综上，产能利用率方面，2020 年，公司贴膏剂产能利用率较上年上升 7.72 个百分点，产能利用率较高；软膏剂产能利用率较上年下降 34.93 个百分点，主要系公司生产线扩建及智能化改造完成，产能有待进一步消化所致；其他剂型产能利用率较上年上升 18.83 个百分点，产能利用率较高。

（3）产品销售

2020 年，受益于积极开拓线上以及新零售渠道，公司在疫情期间实现了贴膏剂和其他剂型销量的增长；销售价格受品种及规格的影响，有所变动；贴膏剂和软膏剂产销率下降幅度较大，库存增加。

2020 年，公司主要销售模式未发生变化。公司处于医药制造行业，主要销售模式为经销商销售模式。经销商模式下，公司将货物发给经销商，通过经销商分销，各级终端机构向经（分）销商采购，公司终端客户主要为医疗机构及零售终端。各级目标医药商业公司由公司选定，对其信用和实力严格监控。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，传统销售渠道受到影响，医院和药店人流量大幅下降，病患看病和购药均受限。公司推动新渠道拓展，一方面加大电商渠道的营销推广，开拓小红书、抖音等电商渠道，组织搭建电商直播体系等，形成线上渠道矩阵。另一方

面,公司组建新零售业务团队,与新零售平台开展战略合作,与品牌连锁携手拓展 O2O 新零售发展路径。

从销量来看,2020年,公司贴膏剂销量较上年增长12.44%,主要系橡胶剂销量增加所致,软膏剂销量较上年下降2.33%,其他剂型销量较上年增长17.24%。

从销售均价来看,公司各剂型包含产品品

种和规格较多,销售均价变动主要系受产品品种和规格结构的变化影响。2020年,公司贴膏剂销售均价同比减少6.54%,软膏剂销售均价同比变化不大,其他剂型销售均价同比增长15.84%。

从产销率来看,2020年,公司贴膏剂产销率和软膏剂产销率下降幅度较大,库存有所增加。

表7 近年来公司主要产品销售情况

产品	项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
贴膏剂	销量(单位:万贴)	10192.60	11435.50	12857.75	2667.04
	产销率(单位:%)	102.78	99.76	89.38	108.61
	销售均价(单位:元/贴)	9.05	9.18	8.58	9.30
软膏剂	销量(单位:万支)	848.48	1001.64	978.27	192.08
	产销率(单位:%)	94.16	103.13	85.51	87.21
	销售均价(单位:元/支)	24.18	25.56	25.74	26.46
其他剂型	销量(单位:万盒)	303.35	339.48	398	113.27
	产销率(单位:%)	94.59	70.72	122.01	109.83
	销售均价(单位:元/盒)	26.59	27.47	31.82	23.43

资料来源:公司提供

从销售集中度来看,2020年,公司向前五大客户销售金额为3.58亿元,占年度总销售额的比例为24.24%,变化不大,集中度一般。

结算方面,公司与下游客户采用“预付货款”和“赊销”两种模式;对于赊销客户,公司授予一定资信额度,信用期最长不超过60天。

3. 经营效率

截至2020年底,公司销售债权周转效率提高,存货及总资产周转效率下降;经营效率位于行业中上游。

截至2020年底,公司销售债权周转次数为47.32次,相比上年底大幅提高,主要系受会计准则调整,2019年新增“应收款项融资”科目,公司应收票据净额大幅减少所致。公司存货周转次数较上年下降0.31次,总资产周转次数较上年下降0.13次。

综合来看,与同行业其他企业相比公司经营效率相比,公司处于中上游水平。

表8 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)
600566.SH	济川药业	3.66	3.26	0.64
600594.SH	益佰制药	1.56	11.18	0.63
002603.SZ	以岭药业	2.23	7.81	0.85
中位数		2.23	7.81	0.64
002287.SZ	奇正藏药	2.64	47.32	0.40

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

4. 在建项目

截至2020年底,公司主要在建项目尚需投资金额较大,但考虑到资金来源以“奇正转债”募资资金为主,未来资金支出压力较小。

截至2020年底,公司主要在建项目计划投资14.46亿元,已投资3.04亿元,公司主要在建项目为奇正藏药医药产业基地建设项目,该项目为“奇正转债”的募投项目,预计2023年底完工投产,此基地将作为公司未来主要的生产基地,负责主要产品的大批量生产。截至2020年底,奇

正藏药医药产业基地建设项目已投入资金1.53亿元，未来仍需投资10.46亿元，奇正转债募集资金净额为7.90亿元，其中已投入金额为0.19亿

元，未来公司自有资金投入压力较小；其他项目投资额较小，公司整体资金投入压力较小。

表9 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	预计完工时间	工程进度	资金来源
榆中创新发展中心项目	0.35	0.24	2022年6月30日	67.74	自有
奇正藏药医药产业基地建设项目	11.99	1.53	2022年07月31日	12.79	募集+自筹
拉萨宇妥德堂林家园	0.49	0.09	不适用	18.78	自有
榆中厂房改建	0.14	0.12	2021年12月31日	86.96	自有
智能制造项目	0.35	0.13	2021年12月31日	38.39	自有
林芝改扩建工程	0.87	0.70	2021年12月31日	80.69	自有
北京医药科技公司燃气改造项目	0.02	0.01	2022年12月31日	60.61	自有
榆中药厂技改项目	0.04	0.02	2021年12月31日	44.08	自有
EHR二次开发	0.01	0.01	2021年10月31日	79.95	自有
藏药生产线设备改扩建	0.19	0.17	2021年12月31日	90.72	自有
广州办公室	0.01	0.01	2021年12月31日	90.83	募集
米瑞基地大棚	0.005	0.005	2021年6月30日	95.03	自有
RPA自动开票系统	0.001	0.001	2021年6月30日	95.00	自有
工程研究院待安装设备	0.0005	0.0005	2021年5月31日	95.00	自有
合计	14.46	3.04	--	--	--

资料来源：公司提供

5. 未来发展

公司根据实际情况和行业情况制定了发展战略，具有一定可行性，有利于提高其竞争实力。

2021年，公司将持续推进和深化“一轴两翼三支撑”的战略布局，以“做强镇痛”为使命，加快市场覆盖和渠道下沉，加强精细化管理和组织建设，以学术和品牌引领，提高经营质量保障业务的可持续发展。

产品方面，公司将在消痛贴膏为战略产品的基础上，发展白脉软膏、青鹏软膏两大产品，扩大铁棒锤离散贴市场份额，丰富不同渠道产品组合，孵化镇痛新品如意珍宝丸片，做大镇痛领域；加强红花如意丸为代表的妇儿产品的终端覆盖和学术推广，联合系列口服藏成药，推广藏药的优势治疗领域产品。

渠道方面，公司将加强城市拓展、渠道下沉，发展县域及社区医疗市场，深入拓展O2O和电

商渠道、搭建线上产品供应链体系，建立线上渠道多元业务合作模式布局。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告，中勤万信会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年一季度财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定(统称“企业会计准则”)编制。

2020年，公司纳入合并范围内的子公司共16家，相比上年无变化；2021年1-3月，子公司15家，减少1家，主要系公司注销西藏宇妥药材有限公司所致。公司合并范围变化不大，财务数据可比性强。

截至2020年底，公司合并资产总额44.59亿元，所有者权益26.35亿元(含少数股东权益0.16

亿元)；2020年，公司实现营业收入14.76亿元，利润总额4.47亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额44.08亿元，所有者权益27.41亿元（含少数股东权益0.16亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入3.26亿元，利润总额1.14亿元。

2. 资产质量

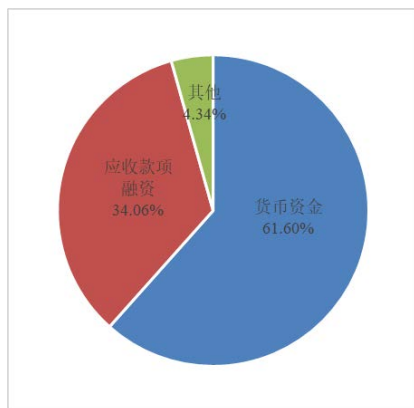
截至2020年底，公司资产规模有所增长，资产结构以流动资产为主。公司流动资产的流动性较强；非流动资产中以固定资产和其他非流动资产为主；资产受限比例很低。

截至2020年底，公司合并资产总额44.59亿元，较上年底增长49.43%。其中，流动资产占66.62%，非流动资产占33.38%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

(1) 流动资产

截至2020年底，流动资产29.71亿元，较上年底增长39.11%，主要系货币资金及应收款项融资增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占61.60%）和应收款项融资（占34.06%）构成。

图1 截至2020年底公司流动资产情况



资料来源：公司年报

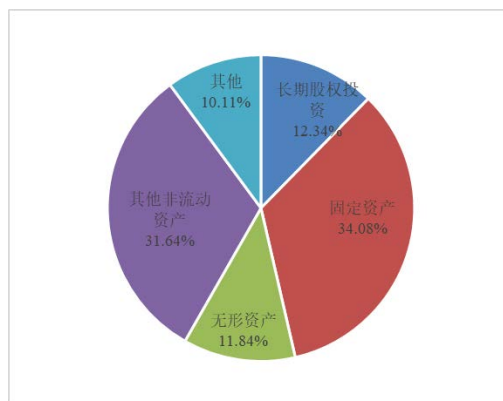
截至2020年底，公司货币资金18.30亿元，较上年底增长35.88%，主要系发行“奇正转债”收到募集资金所致。货币资金无受限情况。

截至2020年底，公司应收款项融资10.12亿元，较上年底增长61.17%，主要系公司收到的银行承兑汇票增加，以及票据贴现减少所致。

(2) 非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产14.89亿元，较上年底增长75.38%，主要系其他非流动资产增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占12.34%）、固定资产（占34.08%）、无形资产（占11.84%）和其他非流动资产（占31.64%）构成。

图2 截至2020年底公司非流动资产情况



资料来源：公司年报

截至2020年底，公司长期股权投资1.84亿元，较上年底下降0.81%，变化不大。

截至2020年底，公司固定资产5.07亿元，较上年底下降3.38%，变化不大。固定资产主要由房屋及建筑物（占86.47%）构成，累计计提折旧2.37亿元；固定资产成新率70.23%，成新率尚可。

截至2020年底，公司无形资产1.76亿元，较上年底增长285.17%，主要系子公司医药产业基地建设项目购置土地所致。公司无形资产主要由土地使用权（占99.21%）构成，累计摊销0.24亿元，未计提减值准备。

截至2020年底，公司其他非流动资产4.71亿元，较上年底增加4.62亿元，主要系新增定期存款及利息（3.11亿元）和受让药品的上市许可持有人资质预付款（1.49亿元）所致。其中，受让药品的上市许可持有人资质预付款主要是公司于2020年底受让59项药品上市许可持有人完整资质与衍生权力而支付的预付款。

截至2020年底，公司所有权受到限制的资产共0.71亿元，占总资产的比例为1.59%，受限比例很低。

表 10 截至 2020 年底公司资产受限情况
(单位: 亿元、%)

项目	期末账面价值	受限原因	占比
应收票据	0.71	应收票据质押开具应付票据	1.59

资料来源: 公司年报

截至2021年3月底,公司合并资产总额44.08亿元,较上年底下降1.15%,变化不大。其中,流动资产占65.99%,非流动资产占34.01%。公司资产以流动资产为主,资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至 2020 年底,公司所有者权益随利润累积而增长,未分配利润占比较高,权益结构稳定性一般。

截至2020年底,公司所有者权益26.35亿元,较上年底增长16.48%,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99.38%,少数股东权益占比为0.62%。归属于母公司所有者权益26.18亿元。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20.26%、18.00%、-0.04%和45.73%,未分配利润占比较高,所有者权益结构稳定性一般。

截至2021年3月底,公司所有者权益27.41亿元,较上年底增长4.03%,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27.24亿元。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19.47%、17.39%、-0.03%和47.75%。所有者权益结构稳定性一般。

(2) 负债

2020年,公司成功发行“奇正转债”,公司负债及债务规模大幅增长,负债结构较为均衡,债务以长期债务为主,债务负担大幅加重但仍属于合理水平。

截至2020年底,公司负债总额18.25亿元,

较上年底增长152.63%,主要系非流动负债大幅增加所致。其中,流动负债占41.76%,非流动负债占58.24%。公司负债结构相对均衡,非流动负债占比上升较快。

截至2020年底,公司流动负债7.62亿元,较上年底增长16.48%,主要系应付职工薪酬和其他应付款、合同负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款(占39.39%)、应付职工薪酬(占10.86%)、应交税费(占5.67%)、其他应付款(占25.64%)和合同负债(占9.77%)构成。

截至2020年底,公司短期借款3.00亿元,较上年底变化不大。公司短期借款由保证借款(占66.67%)和信用借款(占33.33%)构成。

截至2020年底,公司应付职工薪酬0.83亿元,较上年底增长14.78%,主要系随着公司经营规模扩大,员工薪资福利支出增加所致。

截至2020年底,公司应交税费0.43亿元,较上年底增长2.01%,变化不大。

截至2020年底,公司其他应付款1.95亿元,较上年底增长7.43%,主要系公司拓展销售渠道而产生的应付广告宣传及市场推广费增加所致。

截至2020年底,公司调整会计确认准则,将因转让商品而预先收取客户的合同对价从“预收账款”项目变更为“合同负债”项目列报,新增合同负债0.74亿元。

截至2020年底,公司非流动负债10.63亿元,较上年底增加9.95亿元,主要系公司新增长期借款以及发行“奇正转债”所致。公司非流动负债主要由长期借款(占22.10%)、应付债券(占62.73%)和递延收益(占14.99%)构成。

截至2020年底,公司新增长期借款2.35亿元,主要用于补充流动资金。长期借款主要由保证借款(占41.67%)和信用借款(占58.33%)构成,长期借款总体规模较小,公司集中偿付压力不大。

截至2020年底,公司发行“奇正转债”(8.00亿元),其中6.67亿元计入应付债券。

截至2020年底,公司递延收益1.59亿元,较上年底增长134.97%,主要系公司获得的政府补助增加所致。

截至2020年底，公司全部债务12.33亿元，较上年底增长310.61%，主要系长期债务增加所致。其中，短期债务占26.88%，长期债务占73.12%，以长期债务为主。短期债务3.31亿元，较上年底增长10.36%，主要系应付票据增加所致。公司新增长期债务9.01亿元，主要系新增长期借款2.35亿元和发行“奇正转债”所致。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40.92%、31.87%和25.49%，较上年底分别提高16.72个百分点、提高20.16个百分点和提高25.49个百分点。公司债务负担有所加重，但仍属合理水平。

截至2021年3月底，公司负债总额16.67亿元，较上年底下降8.63%，主要系短期借款减少所致。其中，流动负债占35.38%，非流动负债占64.62%。公司以非流动负债为主，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11.69亿元，较上年底下降5.15%，主要系公司偿还部分短期借款所致。其中，短期债务占21.67%，长期债务占78.33%，以长期债务为主。短期债务2.53亿元，较上年底下降23.54%，主要系短期借款减少所致。长期债务9.16亿元，较上年底增长1.61%，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37.82%、29.90%和25.05%，较上年底分别下降3.09个百分点、1.97个百分点和0.44个百分点。

表 11 截至 2021 年 3 月底公司存续债务融资工具情况

债券简称	到期兑付日	债券余额 (亿元)
奇正转债	2026/09/22	8.00

资料来源：Wind 数据

4. 盈利能力

2020 年，公司营业收入小幅增长，虽然营业利润率等盈利指标有所下降，但受益于期间费用控制能力提高，公司利润总额的增幅大于营业收入增幅。

2020 年，公司实现营业收入 14.76 亿元，同比增长 5.24%，主要系贴膏剂和其他剂型销

售收入增长所致。2020 年，公司营业成本 2.07 亿元，同比增长 14.66%，主要系随着销售规模增长，公司原材料采购支出及制造费用增加所致。2020 年，公司利润总额 4.47 亿元，同比增长 11.33%，主要系公司期间费用控制能力增强所致。

2020 年，公司费用总额为 8.67 亿元，同比增长 0.03%，变化不大。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 82.43%、13.19%、6.96%和-2.57%，以销售费用为主。其中，销售费用为 7.15 亿元，同比增长 2.17%，变化不大，公司销售费用主要为广告宣传费及市场推广费；管理费用为 1.14 亿元，同比下降 9.37%，主要系咨询审计费和限制性股票摊销减少所致；研发费用为 0.60 亿元，同比增长 8.60%，主要系公司委托技术开发投入增加所致；财务费用为-0.22 亿元。2020 年，公司期间费用率为 58.75%，同比下降 3.06 个百分点，公司费用控制能力尚可。

非经常性损益方面，2020 年，公司实现其他收益 0.69 亿元，同比增长 37.79%，主要系政府补贴增长所致；其他收益占营业利润比重为 15.02%，对营业利润影响一般。其他的非经常性损益对营业利润影响一般。

2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 11.00%和 15.41%，分别同比下降 3.29 个百分点和 0.70 个百分点。公司各盈利指标有所下降，但仍较强。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 3.26 亿元，较上年同期增长 113.97%，主要系 2020 年一季度公司受新冠肺炎疫情影响停工停产，2021 年一季度公司经营正常所致；实现净利润 1.03 亿元，较上年同期增长 112.91%。

5. 现金流分析

2020 年，公司经营现金净流入规模下降，收入实现质量下降；受公司购置固定资产及土地影响，投资活动现金流由净流入转为净流出，公司具有一定外部融资需求；公司成功发行“奇正转债”，筹资现金大幅净流入。

从经营活动来看,2020年,公司经营活动现金流入14.89亿元,同比下降3.47%;经营活动现金流出12.51亿元,同比增长10.01%,主要系公司为拓展销售渠道,支付的广告宣传费及市场推广费增加所致。受以上因素综合影响,2020年,公司经营活动现金净流入2.39亿元,同比下降41.21%。2020年,公司现金收入比为87.31%,同比下降16.82个百分点,收入实现质量下降,主要系公司银行承兑汇票的贴现减少所致。

从投资活动来看,2020年,公司投资活动现金流入5.77亿元,同比下降21.01%,主要系收回委托理财收到的现金下降所致;投资活动现金流出11.69亿元,同比增长231.84%,主要系公司购置固定资产及土地支出增加所致。受上述因素影响,2020年,公司投资活动现金净流出5.92亿元,同比净流入转为净流出。

2020年,公司筹资活动前的现金流量净额为-3.54亿元,同比下降145.11%,公司具有一定外部融资需求。

从筹资活动来看,2020年,公司筹资活动现金流入14.84亿元,同比增长345.30%,主要系公司新增长期借款及发行“奇正转债”所致;筹资活动现金流出6.45亿元,同比增长286.12%,主要系偿还债务支付的现金增加所致。受以上因素综合影响,2020年,公司筹资活动现金净流入8.39亿元,同比增长404.81%。

2021年1-3月,公司经营活动产生的现金流量净额为1.29亿元;投资活动产生的现金流量净额为-6.15亿元,主要为公司购买理财产品支出;筹资活动产生现金流量净额-1.02亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内,公司长、短期偿债能力指标整体表现良好,同时考虑到公司产品知名度及市场占有率较高,过往债务履约情况良好,融资渠道畅通,其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326.44%和316.97%提高至389.85%和377.46%,流动资产对流动负债的保

障程度高。截至2020年底,公司经营现金流动负债比率为31.32%,同比下降30.74个百分点。截至2020年底,公司现金短期债务比由上年底的6.68倍提高至8.58倍,现金类资产对短期债务的保障程度高。整体看,公司短期偿债能力强。

2020年,公司EBITDA为5.10亿元,同比增长16.10%。从构成看,公司EBITDA主要由折旧(占7.84%)和利润总额(占87.61%)构成。2020年,公司EBITDA利息倍数由上年的243.97倍下降至26.11倍,EBITDA对利息的覆盖程度高;公司全部债务/EBITDA由上年的0.68倍提高至2.42倍,EBITDA对全部债务的覆盖程度尚可。整体看,公司长期偿债能力强。

截至2021年3月底,公司无对外担保事项。

截至2021年3月底,公司无未决的重大诉讼。

截至2021年3月底,公司已获授信总额13.00亿元,其中已使用授信5.90亿元,公司间接融资渠道较为畅通;公司为A股上市公司,具有直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

母公司是重要的经营实体,资产和收入占合并报表比重较高。截至2020年底,母公司资产总额有所增长,资产结构以非流动资产为主;负债以非流动负债为主,债务负担处于合理水平;权益结构稳定性一般。2020年,母公司营业收入和利润均有所增长,经营活动现金和筹资活动现金均为净流入状态,投资活动现金流为净流出状态。

母公司是公司的重要经营实体。截至2020年底,母公司资产总额37.19亿元,较上年底增长57.93%,主要系非流动资产增加所致。其中,流动资产13.49亿元(占36.28%),非流动资产23.70亿元(占63.72%)。从构成看,流动资产主要由货币资金(占48.27%)、应收款项融资(占20.10%)、其他应收款(占20.70%)、和存货(占5.63%)构成。

非流动资产主要由长期股权投资(占71.82%)、固定资产(占8.82%)和其他非流动

资产（占15.20%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为6.51亿元。

截至2020年底，母公司负债总额12.41亿元，较上年底增长443.67%。其中，流动负债3.90亿元（占31.40%），非流动负债8.51亿元（占68.60%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占25.68%）、应付账款（占7.30%）和其他应付款（合计）（占52.41%）构成；

非流动负债主要由长期借款（占16.01%）、应付债券（占78.29%）和递延收益（占5.63%）构成。母公司2020年底资产负债率为33.37%，较2019年底提高23.68个百分点，但仍属合理水平。

截至2020年底，母公司全部债务9.20亿元。其中，短期债务占12.76%、长期债务占87.24%。截至2020年底，母公司短期债务为1.17亿元。截至2020年底，母公司全部债务资本化比率27.08%，母公司债务负担较为合理。

截至2020年底，母公司所有者权益为24.78亿元，较上年底增长16.53%，主要系未分配利润增加所致。其中，实收资本为5.30亿元（占21.40%）、资本公积合计4.71亿元（占19.02%）、未分配利润合计10.56亿元（占42.61%）、盈余公积合计3.11亿元（占12.56%），未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

2020年，母公司营业收入为7.98亿元，同比增长2.36%，利润总额为4.17亿元，同比增长5.34%。同期，母公司投资收益为0.07亿元。

现金流方面，截至2020年底，公司母公司经营活动现金流净额为3.03亿元，投资活动现金流净额-13.97亿元，筹资活动现金流净额8.43亿元。

截至2020年底，母公司资产占合并口径的83.40%；母公司负债占合并口径的68.02%；母公司所有者权益占合并口径的94.05%；母公司营业收入占合并口径的54.08%；母公司利润总额占合并口径的93.45%；母公司全部债务占合并口径的74.66%。

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债券待偿余额的覆盖程度较高，考虑到公司在行业地位、经营规模、技术水平以及客户质量等方面具有的竞争优势，公司对“奇正转债”的偿还能力很强。

截至2020年底，公司存续债券为“奇正转债”，待偿本金8.00亿元。从资产情况看，截至2020年底，公司现金类资产为28.42亿元，为待偿本金（8.00亿元）的3.55倍。

从盈利情况看，2020年，公司EBITDA为5.10亿元，为待偿本金（8.00亿元）的0.64倍。

从现金流情况看，2020年，公司经营活动产生的现金流入为14.89亿元，为待偿本金（8.00亿元）的1.86倍。

总体看，公司现金类资产、EBITDA及经营活动产生的现金流入对债券待偿余额的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司在行业地位、经营规模、技术水平以及客户质量等方面具有的综合优势，联合资信认为，公司对“奇正转债”的偿还能力很强。

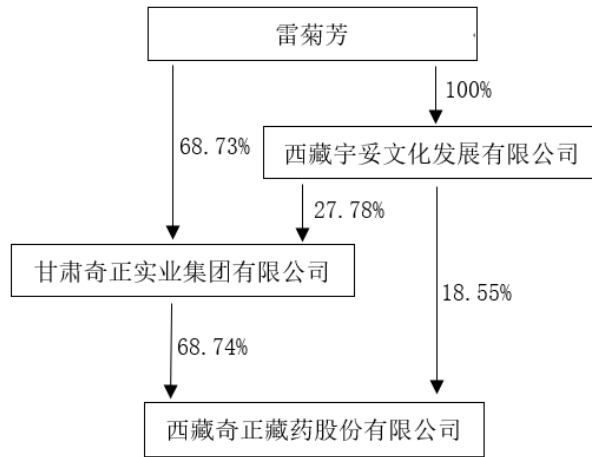
十一、结论

2020年，公司整体经营情况良好，资产总额和营业收入均有所增长，毛利率保持高水平。同时，联合资信也关注到公司采购集中度较高且对部分供应商存在一定依赖、公司对单一产品存在依赖以及公司债务增长较快等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司募投项目的建成，公司产能将进一步扩大，产品结构进一步丰富，收入及利润规模有望持续增长，综合竞争实力有望增强。

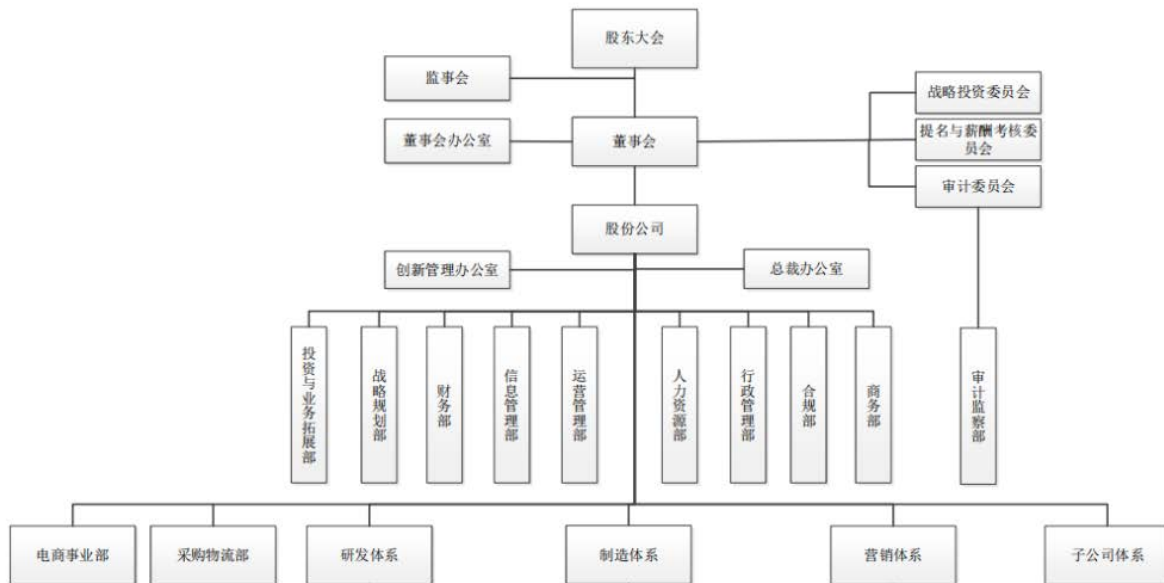
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定；维持“奇正转债”的信用等级为AA。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底西藏奇正藏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 月底西藏奇正藏药股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底西藏奇正藏药股份有限公司 主要子公司情况

序号	子公司名称	业务性质	持股比例 (%)	取得方式	注册资本 (万元)
1	西藏奇正藏药营销有限公司	药品销售	100.00	设立	10000
2	北京白玛曲秘文化发展有限公司	服务业	100.00	设立	300
3	奇正(北京)传统藏医药外治研究院有限公司	服务业	100.00	设立	300
4	甘肃奇正藏药营销有限公司	药品销售	100.00	设立	500
5	西藏宇妥藏药产业集团有限责任公司	藏药生产销售	82.00	设立	10000
6	北京奇正医药科技有限公司	技术开发	100.00	设立	8000
7	甘肃奇正藏药有限公司	药品制造	100.00	同一控制企业合并	19678.64
8	甘肃佛阁藏药有限公司	药品制造	100.00	同一控制企业合并	21169.60
9	林芝奇正白玛曲秘花园酒店有限公司	服务业	100.00	设立	50
10	西藏林芝宇拓藏药有限责任公司	药品制造	65.00	同一控制企业合并	300
11	甘肃省中药现代制药工程研究院有限公司	研究开发	87.63	设立	485
12	林芝市奇正雪域珍品药品有限公司	药材、土特产销售	100.00	设立	100
13	西藏宇正健康科技有限公司	研究开发	70.00	设立	100
14	Cheezheng Inc.	藏药销售	100.00	设立	500 万美元
15	甘肃奇正大药行有限公司	保健食品、食品、中药材以及中成药等零售	100.00	设立	100

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	9.32	20.07	28.42	26.41
资产总额 (亿元)	23.13	29.84	44.59	44.08
所有者权益 (亿元)	20.45	22.62	26.35	27.41
短期债务 (亿元)	0.00	3.00	3.31	2.53
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	9.01	9.16
全部债务 (亿元)	0.00	3.00	12.33	11.69
营业收入 (亿元)	12.13	14.03	14.76	3.26
利润总额 (亿元)	3.50	4.01	4.47	1.14
EBITDA (亿元)	3.82	4.39	5.10	--
经营性净现金流 (亿元)	4.99	4.06	2.39	1.29
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	1.95	4.58	47.32	--
存货周转次数 (次)	2.66	2.95	2.64	--
总资产周转次数 (次)	0.53	0.53	0.40	--
现金收入比 (%)	123.79	104.13	87.31	133.81
营业利润率 (%)	85.86	85.55	84.26	84.67
总资本收益率 (%)	15.89	14.29	11.00	--
净资产收益率 (%)	15.52	16.11	15.41	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	25.49	25.05
全部债务资本化比率 (%)	0.00	11.72	31.87	29.90
资产负债率 (%)	11.57	24.20	40.92	37.82
流动比率 (%)	736.05	326.44	389.85	493.09
速动比率 (%)	706.26	316.97	377.46	477.35
经营现金流动负债比 (%)	246.89	62.06	31.32	--
现金短期债务比 (倍)	--	6.68	8.58	10.43
EBITDA 利息倍数 (倍)	50.99	243.97	26.11	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.00	0.68	2.42	--

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 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
财务数据				
现金类资产 (亿元)	1.00	9.34	6.51	6.88
资产总额 (亿元)	22.69	23.55	37.19	37.93
所有者权益 (亿元)	19.14	21.26	24.78	25.46
短期债务 (亿元)	0.00	0.00	1.17	0.32
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	8.03	8.12
全部债务 (亿元)	0.00	0.00	9.20	8.44
营业收入 (亿元)	5.97	7.80	7.98	1.60
利润总额 (亿元)	3.32	3.96	4.17	0.72
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	2.38	6.23	3.03	1.42
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	--	--	--	--
存货周转次数 (次)	--	--	--	--
总资产周转次数 (次)	0.28	0.34	0.26	--
现金收入比 (%)	121.86	176.88	119.90	64.39
营业利润率 (%)	71.04	71.26	69.59	68.71
总资本收益率 (%)	15.89	17.12	11.78	--
净资产收益率 (%)	15.83	17.01	15.43	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	24.47	24.19
全部债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	27.08	24.90
资产负债率 (%)	15.64	9.69	33.37	32.87
流动比率 (%)	438.97	749.68	346.21	368.70
速动比率 (%)	421.78	723.87	326.72	348.91
经营现金流动负债比 (%)	75.24	329.30	77.87	--
现金短期债务比 (倍)	--	--	5.54	21.52
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. 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 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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。
2. 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。
3. 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。
4. 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。
5. 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。