

# 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）2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：刘钊博 zhbliu@ccxi.com.cn

项目组成员：谭婕妤 jytan@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 28 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 1997 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 **B** 调降至 **CCC**，将主体信用等级撤出可能降级的观察名单，评级展望调整为负面；

将“16 景峰 01”的信用等级由 **B** 调降至 **CCC**，将债项信用等级撤出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

二零二二年六月二十八日

**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 **B** 调降至 **CCC**，将主体信用等级撤出可能降级的观察名单，评级展望调整为负面；将“16 景峰 01”的债项信用等级由 **B** 调降至 **CCC**，将债项信用等级撤出可能降级的观察名单。本次下调级别主要基于：2021 年公司收入规模进一步下滑，经营亏损导致所有者权益大幅下降，财务杠杆率大幅攀升，自身造血和外部筹资能力不足，“16 景峰 01”不断展期，已有部分贷款逾期，面临极大偿债压力，股权结构稳定性弱、实际控制人反复变更或对公司日常管理及生产经营造成负面影响。

### 概况数据

景峰医药（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	43.50	26.90	17.92	16.84
所有者权益合计（亿元）	19.42	6.38	3.28	3.40
总负债（亿元）	24.08	20.52	14.65	13.49
总债务（亿元）	18.48	14.61	9.07	8.31
营业总收入（亿元）	13.44	8.78	8.11	1.81
净利润（亿元）	-9.22	-10.48	-2.02	0.12
EBIT（亿元）	-8.15	-9.38	-0.70	--
EBITDA（亿元）	-7.16	-8.25	0.54	--
经营活动净现金流（亿元）	0.36	-2.72	1.24	0.03
营业毛利率(%)	60.04	63.73	62.03	80.11
总资产收益率(%)	-17.01	-26.66	-3.11	--
资产负债率(%)	55.36	76.27	81.71	80.06
总资本化比率(%)	48.76	69.59	73.47	70.97
总债务/EBITDA(X)	-2.58	-1.77	16.78	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	-6.82	-7.79	0.63	--

注：中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告及 2022 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。

### 关注

■ **2021 年收入规模进一步下滑，经营亏损。**公司受医保控费、重点监控、辅助用药等行业政策影响较大，2021 年收入规模进一步下滑，期间费用高企及资产损失对利润侵蚀较大，净利润为-2.02 亿元。

### 同行业比较

2021 年（末）部分医药制造企业主要指标对比表

公司名称	总资产（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
济川药业	121.31	24.73	76.31	17.17	18.94
景峰医药	17.92	81.71	8.11	-2.02	1.24

注：“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	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
16 景峰 01	CCC	B/列入可能降级的观察名单	2021/10/26	8.00	3.55	2016/10/27~2021/10/27 (3+1+1)	票面利率选择权,回售条款,超额配售选择权

注：根据最新的兑付协议，“16 景峰 01”需在 2022 年 6 月 30 前兑付待偿还的本金 3.55 亿元及相应利息。

■ **亏损导致所有者权益大幅下降，财务杠杆率大幅攀升。**2021 年继续亏损令其年末所有者权益下降至 3.28 亿元，资产负债率和总资本化比率分别上升至 81.71% 和 73.47%。

■ **自身造血和外部筹资能力不足，“16 景峰 01”不断展期，已有部分贷款逾期，面临极大偿债压力。**2021 年公司主要偿债指标弱化，截至 2022 年 3 月末，公司货币资金仅为 1.54 亿元且债务规模大，控股股东股权质押比例高，无备用流动性支持，面临极大的偿债压力。其中“16 景峰 01”不断展期，截至 2022 年 6 月 11 日公司已逾期贷款金额为 6,660.36 万元。

■ **股权结构稳定性弱，实际控制人反复变更。**跟踪期内公司实际控制人发生两次变更，目前实际控制人恢复为叶湘武，股权管理结构稳定性弱，或对公司日常管理及生产经营造成负面影响。

### 评级观察

中诚信国际认为，湖南景峰医药股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内可能下降。

■ **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，财务杠杆继续攀升，流动性恶化，借款逾期规模上升，资本实力继续削弱或其他导致信用水平显著下降的因素。

■ **可能触发负面展望回调为稳定的因素。**公司盈利和经营获现水平恢复并稳定向好，再融资能力明显提升、短期偿债压力减轻、流动性明显增强等。

## 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 8.00 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。目前其债券募集资金已使用完毕，使用用途为补充公司营运资金，与募集说明书的相关承诺一致。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济:**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下

PPI 同比延续回落。

**宏观风险:**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策:**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽

快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望：**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

## 近期关注

**2021年以来我国经济保持增长、人口老龄化进一步加剧、医疗保健重视程度加强和居民收入水平提高，药品刚性需求旺盛，医药行业运行态势整体良好；疫情防控常态化令相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求增加**

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。其中，2021年随着国内和国际新冠病毒疫苗和相关诊断试剂销售大幅增长，加之疫情防控态势良好扭转了终端药品市场的负增长状态。根据中国医药企业管理协会发布的数据显示，2021年医药工业规模以上企业实现营业收入33,049.3亿元，同比增长19.1%；实现利润总额7,006.5亿元，同比增长68.9%。各子行业中，生物制品子行业在新冠病毒疫苗销售的带动下呈现爆发式增长，营业收入和利润增速显著高于其他子行业；化学制品、中药饮片、中成药3个子行业营业收入从2020年的负增长实现了10%左右的增长；卫生材料及医药用品子行业营业收入和利润均有所下降，主要系防

护服、口罩等卫生防护用品销售同比有所下降。

随着疫情的良好管控，其对医药行业的影响有所减弱，但2021年国内各地区疫情仍时有反复，且年末随着传播性更强的新冠病毒新变异种“奥密克戎”不断在各区域阶段性爆发，对个别区域的生产、生活造成了极大影响，医院等传统医疗机构门诊量和住院人数大幅下降，对医药工业和医药流通市场形成一定冲击。疫情防控常态化令相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求量亦随之增加，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，医药和医疗用品相关行业保证生产；同时，叠加前期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，近年来疫情相关产品的医药工业和医药流通市场规模大幅增长。

**国内卫生体制改革持续深化有利于医药制造业提升规范化程度，并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境**

近年来国家医疗保障局（以下简称“国家医保局”）、国家卫生健康委员会（以下简称“国家卫健委”）、和国家药品监督管理局（以下简称“国家药监局”）在医疗端、医药端和医保端“三医联动”持续深化改革，发布了国家医保谈判“双通道”管理机制、“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批政策等一系列重磅政策法规，通过医保、医药和医疗的联动，促进医药行业改革进一步推进与深化，加快建设可持续的多层次医疗卫生服务保障体系。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 1：2021 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
2021.4	国家医保局、国家卫健委	《关于建立完善国家医保谈判“双通道”管理机制的指导意见》	为确保国家医保谈判药品顺利落地，满足参保患者用药需求，就建立完善谈判药品“双通道”管理机制在分类管理、遴选药店、规范使用、完善支付政策、优化经办管理、强化监管、加强领导等方面提出指导意见。	促进谈判药品的供应保障多元化，对于解决谈判药品“进院难”问题、推动医疗机构药品制度改革等将产生积极影响。

2021.5	国家药监局	《药品警戒质量管理规范》	规范适用于药品上市许可持有人和获准开展药物临床试验的药品注册申请人开展的药物警戒活动，要求持有者和申办者建立药物警戒体系，通过体系的有效运行和维护，监测、识别、评估和控制药品不良反应及其他与用药有关的有害反应等。	规范和指导药品上市许可持有人和药品注册申请人的药物警戒活动，全面落实药物警戒主体责任，明确其在药物警戒体系建设和药物警戒活动开展中的职责，并对药物警戒的委托管理进行原则性规定。
2021.9	国务院办公厅	《“十四五”全民医疗保障规划》	提出“十四五”期间全民医疗保障的发展基础、总体要求（指导思想、基本原则、发展目标），健全多层次医疗保障制度体系，优化医疗保障协同治理体系构筑坚实的医疗保障服务支撑体系，要求各地区、各有关部门做好规划实施。	促进基本医疗保障公平发展，有利于加快建立覆盖全民、城乡统筹、权责清晰、保障适度、可持续的多层次医疗保障体系。
2022.1	工业和信息化部、国家发展和改革委员会等九部门	《十四五医药工业发展规划》	新一轮技术变革和跨界融合加快，围绕新机制、新靶点药的基础研究和转化应用不断取得突破，生物医药与新一代信息技术深度融合	医药工业新一轮科技革命和产业变革为行业发展提供了广阔空间。

资料来源：公开资料整理

其中，医保端政策调整对医药制造行业的影响最为直接也最为明显。近年来我国进行多批全国范围内国家药品集中采购及医用耗材集中采购，药品与医用耗材带量采购已逐步实现常态化，中选品种数量和中标企业数量整体提升，平均降价幅度亦始终保持在 50% 以上，与此同时，省际集采联盟的数量亦不断增多，与国家集采形成良好配合与补充。医保目录持续进行动态调整，不断调入基本用药，平均价格降幅保持在 50% 以上。**中诚信国际认为**，

上述政策有助于整体提升仿制药品质量，加速原研药替代。引导药品适度竞争，为价格更低、质量更优的药品腾出空间，提升药品可及性和用药公平性。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。而另一方面，带量采购和医保目录动态调整的不断深入使得医药制造行业整体竞争压力加剧，促使行业内企业通过优化生产与经营效率以实现成本压降，行业竞争回归药品成本把控以及效用与质量的提升。

表 2：历次药品及医疗器械集中采购主要情况一览（个）

带量采购批次	范围	时间	采购周期	中选品种数量	平均降价幅度	最高降价幅度	中标企业数量
1	4+7 城市	2018 年 11 月	以结果执行日起 12 个月	25	52%	96%	15
扩围	全国	2019 年 9 月	中选企业不超过 2 家（含）的品种，本轮采购周期原则上为 1 年；中选企业为 3 家的品种，本轮采购周期原则上为 2 年。采购周期是实际情况可延长一年	25	59%	78%	45
2	全国	2019 年 12 月	全国实际中选企业为 1 家的品种，本轮采购周期原则上为 1 年；全国实际中选企业为 2 家或 3 家的品种，本轮采购周期原则上为 2 年；全国实际中选企业为 4 家及以上的品种，本轮采购周期原则上为 3 年	32	53%	93%	77
3	全国	2020 年 7 月	全国实际中选企业为 1 家或 2 家的，本轮采购周期原则上为 1 年；全国实际中选企业为 3 家的，本轮采购周期原则上为 2 年；全国实际中选企业为 4 家及以上的，本轮采购周期原则上为 3 年	55	53%	95%	125
首批国家高值医用耗材集中带量采购	全国	2020 年 11 月	本次冠脉支架采购周期 2 年	27	93%	--	11
4	全国	2021 年 1 月	全国实际中选企业为 1 家或 2 家的，本轮采购周期原则上为 1 年；全国实际中选企业为 3 家的，本轮采购周期原则上为 2 年；全国实际中选企业为 4 家及以上的，本轮采购周期原则上为 3 年	45	52%	96%	118
5	全国	2021 年 6 月	全国实际中选企业为 1 家或 2 家的，本轮采购周期原则上为 1 年；全国实际中选企业为 3 家的，本轮采购周期原则上为 2 年；全国实际中选企业为 4 家及以上的，本轮采购周期原则上为 3 年	61	56%	98%	148

骨科创伤类医用耗材集中带量采购	12省市	2021年7月	2021年11月1日至2022年10月31日	20,751	88.65%	--	71
6	全国	2021年11月	本次胰岛素集中采购周期为2年,由各地终选结果实际执行日起计算	6	48%	76%	11

资料来源:公开资料整理

**表 3: 历次医保谈判主要情况一览**

谈判时间	入围药品数量(个)	谈判成功药品数量(个)	平均降幅	协议有效期
2015年(试点)	5	3	50%以上	2016年至2017年采购期内
2017年	44	36	39%	2018年1月1日至2019年12月31日
2018年	18	17	56.7%	2019年1月1日至2020年12月31日
2019年	119(新药)+31(续约品种个数)	70(新药)+27(续约品种个数)	60.7%+26.4%	2020年1月1日至2021年12月31日
2020年	162	119	50.64%	2021年3月1日至2022年12月31日
2021年	117	94(27个目录内原有品种+67个目录外新增药品)	61.71%(目录外新增药品)	2022年1月1日至2022年12月31日

资料来源:公开资料,中诚信国际整理

### 跟踪期内公司实际控制人发生两次变更,目前实际控制人恢复为叶湘武,股权管理结构稳定性弱,或对公司日常管理及生产经营造成负面影响

2021年10月13日,公司发布公告称,控股股东叶湘武先生于2021年10月12日签署了《关于湖南景峰医药股份有限公司股份转让协议书》及《投票权委托协议》(以下统称“协议”),将其及其一致行动人所持有的公司对应43,988,718股(合计占公司总股本的5.00%)协议转让给北京洲裕能源科技有限责任公司(以下简称“洲裕能源”),同时将其所剩余持有景峰医药的120,847,486股股份(占公司总股本的13.74%)的表决权不可撤销地委托给洲裕能源。2022年3月3日,协议转让的股份完成过户且协议约定的表决权亦委托给洲裕能源,洲裕能源在公司拥有表决权的股份数量合计为164,836,204股,占公司总股本的18.74%,成为公司控股股东,公司实际控制人将由叶湘武先生变更为徐欢霞女士。

2022年6月15日,公司发布《详式权益变动报告书》,由于洲裕能源没有按照双方签订的协议履行协议约定及时支付相关款项,且违规减持,叶湘武于2022年6月10日就解除股权转让协议、撤销表决权委托等相关事宜委托律师向洲裕能源发出律师函,表决权委托及一致行动人关系自律师函送达之日起正式解除。叶湘武所持公司120,847,486

股股份(占公司总股本的13.74%)的表决权不再委托给洲裕能源行使。公司控制权发生变更,控股股东、实际控制人恢复为叶湘武。中诚信国际认为,公司股权管理结构稳定性弱,控股股东及实际控制人反复变更或对其日常管理及生产经营造成负面影响。

### 受医药行业政策及自身经营资金紧缺等限制,2021年公司销售收入持续下降,研发人员流失严重,研发投入同比大幅下降,未来产品销售恢复情况及新产品研发进展均具有较大不确定性

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。核心产品方面,由于参芎葡萄糖注射液未能进入2019年版国家医保目录,近年来逐步退出省级地方医保支付目录,加之2021年以来公司资金较为紧张,对生产及经营产生一定限制,公司营业总收入呈下降态势,同比下降7.60%。未来产品销售及收入恢复情况具有较大不确定性。

**表 4: 近年来公司主要板块收入构成(亿元)**

收入	2019	2020	2021	2022.1-3
注射剂	5.31	4.42	4.90	1.17
固体制剂	3.00	1.29	0.79	0.34
原料药	3.01	1.37	0.07	0.01
其他(乳剂、医疗服务等)	2.12	1.70	2.35	0.29
<b>营业总收入</b>	<b>13.44</b>	<b>8.78</b>	<b>8.11</b>	<b>1.81</b>

资料来源：公司提供

**表 5：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		
							2019	2020	2021
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	0.66	2.81	1.47
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	1.38	1.00	1.00
榄香烯注射液	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	1.60	0.76	2.10
心脑宁胶囊	心脑血管	气滞血瘀的胸痹，头痛，眩晕	中药 6 类	是	是	是	2.03	0.59	0.60
儿童回春颗粒	儿科	清热解毒，透表豁痰	中药 11 类	是	否	否	0.29	0.14	0.04
妇平胶囊	妇科	清热解毒，化瘀消肿	中药 6 类	双跨	否	是	0.16	0.04	0.05
通迪胶囊	骨科	活血行气，散瘀止痛	中药 6 类	是	否	是	0.21	0.04	0.04
<b>合计</b>	--	--	--	--	--	--	<b>6.33</b>	<b>5.38</b>	<b>5.30</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

受资金紧张影响，2021 年公司研发人员流失严重，研发投入同比大幅减少。目前公司研发产品仍以化学制剂及创新生物药为主，主要研发产品投入为 JZC11 注射液三期临床研究和生物药 JZB01 的一期临床研究。2021 年来曲唑片（2.5mg）、伏立康唑片（50mg）、氟比洛芬酯注射液（5ml：50mg）、普瑞巴林胶囊等已取得注册批件，注射用盐酸吉西他滨（1.0g:0.2g）、盐酸伊立替康注射液（5ml:100mg;2ml:40mg）、盐酸替罗非班氯化钠注射液取得了一致性评价补充申请批件，盐酸林可霉素注射液 ANDA 获批。**中诚信国际认为**，2021 年以来公司研发进度有所放缓，且未来药品临床研究所需投入较大，新产品上市亦需要一定资金进行市场培育及推广，目前公司资金较为紧张，新产品研发、上市及推广进展具有较大不确定性。

**表 6：近年来公司研发投入情况**

	2019	2020	2021
研发人员数量（人）	552	433	220
研发人员数量占比（%）	18.07	19.50	18.39
研发投入（亿元）	2.15	2.15	0.62
研发投入占营业总收入比（%）	15.99	24.88	7.64

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

<sup>1</sup> 2020 年审计报告强调了公司同期发生净亏损 10.48 亿元、经营活动产生的现金流量净额为-2.72 亿元，2020 年末货币资金余额为 1.64 亿元，一年内到期的银行借款及应付债券合计 14.23 亿元。这些情况表明存在

## 公司逐步处置资产以回笼资金清偿债务，但资产出售进度缓慢，仍具有较大不确定性

2021 年公司处置联营企业江苏璟泽生物医药有限公司（以下简称“璟泽生物”）24.7180% 股份，收到转让款 2.6 亿元，处置子公司云南联顿医药有限公司 60% 股份（以下简称“联顿医药”）收到转让款 3,292 万元。此外，公司将积极优化处置低效资产，资产若出售成功有助于公司回笼资金清偿债务并聚焦主业，但出售进度仍具有较大不确定性。

## 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 2019 年财务报告、立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具带强调事项段无保留意见的 2020 年财务报告<sup>1</sup>、经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具带保留意见的 2021 年财务报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表。截至 2022 年审计报告日，景峰医药尚未就子公司股权出售交易和固定资产出售交易履行董事会审批程序和签

可能导致对公司持续经营能力产生重大疑虑的重大不确定性。

订正式协议，审计机构无法就“16 景峰 01”兑付计划的可行性获取充分、适当的审计证据，无法确定该事项对景峰医药财务报表可能产生的影响，因此无法确定与该事项相关的其他信息是否存在重大错报，故对 2021 年财务报告发表保留意见。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；将计入其他应付款的应付利息调整至短期债务。

### 销售规模持续下降及较大的费用支出导致 2021 年经营性业务持续亏损；通过处置子公司股权实现金回流以清偿债务，资产、负债规模均有所下降，经营亏损亦令所有者权益下降，财务杠杆处于很高水平；自身造血能力不足，货币资金较小，“16 景峰 01”持续展期，面临极大偿债压力

2021 年公司销售规模下降，通过营销改革、缩减研发投入等方式控制费用支出，期间费用及期间费用率进一步下降，但由于收入规模有限，期间费用率仍处于很高水平，对利润造成严重侵蚀。2021 年公司对存货、长期股权投资、应收账款、其他应收款等确认资产减值损失合计（含信用减值损失）1.04 亿元。2021 年公司处置联营企业璟泽生物部分股权确认投资收益 2.62 亿元，处置子公司联顿医药股权确认投资损失 0.13 亿元，对利润形成一定补充。在上述因素影响下，2021 年公司有所减亏但仍呈亏损状态，盈利能力弱。2022 年一季度受益于营业收入同比上升且费用控制能力提升，经营性业务利润转正，盈利持续性有待观察。

表 7：近年来公司主要财务指标情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
期间费用合计	14.67	11.92	8.37	1.32
期间费用率	109.18	135.79	103.24	73.03
经营性业务利润	-6.54	-6.21	-3.44	0.16
资产减值损失（收益）	3.22	7.26	1.04	-0.08
投资收益	0.66	3.31	2.49	-
净利润	-9.22	-10.48	-2.02	0.12
EBITDA 利润率	-53.27	-93.97	6.67	--
总资产收益率	-17.01	-26.66	-3.11	--
货币资金	4.05	1.64	1.72	1.54
应收账款	6.93	4.44	2.02	2.00
存货	3.26	2.32	1.55	1.70

长期股权投资	2.98	1.47	1.03	0.50
固定资产	9.63	9.31	6.26	6.12
<b>总资产</b>	<b>43.50</b>	<b>26.90</b>	<b>17.92</b>	<b>16.84</b>
<b>总负债</b>	<b>24.08</b>	<b>20.52</b>	<b>14.65</b>	<b>13.49</b>
短期债务	13.06	14.23	8.99	8.21
总债务	18.48	14.61	9.07	8.31
<b>所有者权益</b>	<b>19.42</b>	<b>6.38</b>	<b>3.28</b>	<b>3.40</b>
资产负债率	55.36	76.27	81.71	80.06
总资本化比率	48.76	69.59	73.47	70.97
经营活动净现金流	0.36	-2.72	1.24	0.03
投资活动净现金流	-0.51	4.43	2.73	0.85
筹资活动净现金流	-0.94	-4.15	-3.87	-1.05
货币资金/短期债务	0.31	0.12	0.19	0.19

注：信用减值损失计入资产减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年以来公司陆续处置房产土地及持有子公司股权以偿还债务，加之计提应收账款、存货等减值准备，总资产及总负债同比下降，经营亏损亦使得权益规模进一步缩减，财务杠杆进一步攀升且处于很高水平

2021 年公司加大销售回款力度，经营活动现金流呈净流入状态；处置子公司璟泽生物收到转让款 2.6 亿元对公司现金流形成一定补充；偿债规模较大令筹资活动现金流呈大规模净流出。

整体来看，由于公司盈利能力持续下滑，自身造血及外部筹资能力不足，仅通过出售资产维持资金平衡。截至 2022 年 3 月末，公司货币资金仅为 1.54 亿元且债务规模大，面临极大的偿债压力。

### 2021 年以来“16 景峰 01”不断展期，新增实际控制人以持有公司股票提供质押担保，经部分本金兑付后尚剩余 3.55 亿元本金及相应利息待偿还，计划进一步展期并通过资产处置回款和经营性回款偿还

2021 年 10 月以来，经过公司与“16 景峰 01”持有人协商，“16 景峰 01”不断展期。根据最新的兑付协议，公司需在 2022 年 6 月 30 前兑付待偿还的本金 3.5465 亿元及相应利息。根据 2022 年 1 月以来陆续公告的《景峰医药公司关于部分兑付“16 景峰 01”本金的公告》，公司陆续偿还“16 景峰 01”本金 0.33 亿元，剩余 3.55 亿元本金及相应利息待

偿还。此外，2022年1月19日及4月26日，实际控制人叶湘武先后以其持有的1,810万股公司股票及其孳息向全体债券持有人提供质押担保，其持有的1,500万股公司股票向“16景峰01”债券持有人代表青岛祺顺投资管理有限公司提供质押担保。

目前公司正在就债券进一步展期与债券持有人进行沟通。同时，公司计划通过出售子公司股权、催收前期已转让未收回的股权处置款和出售部分固定资产以筹集资金进行债券兑付。**中诚信国际认为**，“16景峰01”不断展期表明公司面临极大的流动性压力，资产处置进度及回款时间均具有较大的不确定性，且公司持续亏损，经营性回款对债券兑付提供的支持性很小，其仍面临极大的偿债压力，需持续关注“16景峰01”兑付安排变动情况及偿债资金准备情况。

### **银行授信缩减，资产受限比重且控股股东股权质押比例高，存在贷款逾期**

备用流动性方面，截至2022年3月末，公司共获得授信额度3.50亿元，较上年同期末减少6.87亿元，已全部使用，无法提供备用流动性支持。

截至2022年3月末，公司受限资产账面价值9.66亿元，主要包括货币资金、贷款抵押的固定资产、无形资产，以及质押用于债券本息兑付担保的长期股权投资、开发支出、其他权益工具投资等，占同期末总资产的57.32%，受限比例很高。

或有负债方面，截至2022年3月末，公司无对外担保和重大未决诉讼。

截至2022年4月30日，公司控股股东叶湘武及其一致行动人质押股份9,663万股，占其持有数量的比例为79.96%，占公司总股本的10.98%，股权质押比例高。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的本部企业信用报告和回复深交所问询函，截至2022年6月11日公司下属子公司贵州景峰注射剂有限公司和海南锦瑞制药有限公司已逾期贷款金额合计为

6,660.36万元。

## **外部支持**

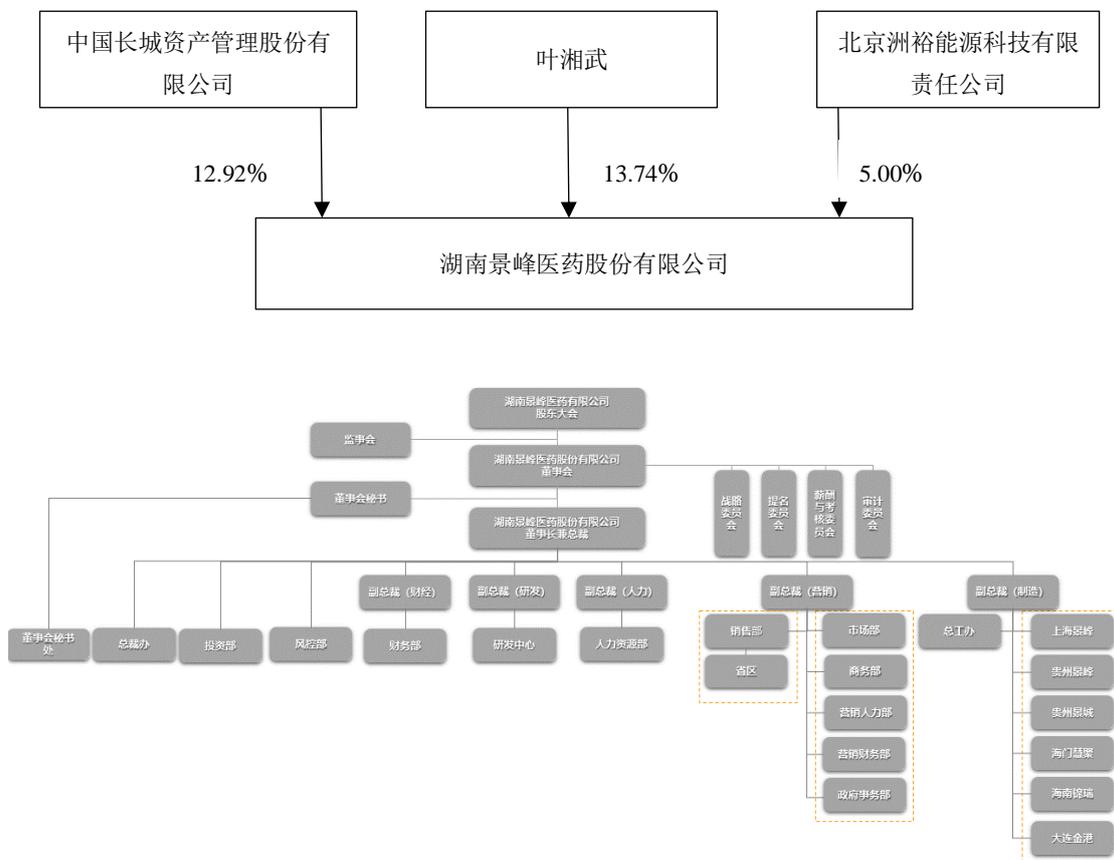
### **公司系实际控制人叶湘武最核心企业，其对公司的支持意愿很强，但对当地政府和金融机构等资源协调能力较为有限**

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**B**调降至**CCC**，将主体信用等级撤出可能降级的观察名单，评级展望调整为负面，将“16景峰01”的债项信用等级由**B**调降至**CCC**，将债项信用等级撤出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 2022 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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	40,547.49	16,419.61	17,217.68	15,433.42
应收账款净额	69,301.51	44,411.60	20,223.35	20,008.25
其他应收款	4,232.08	7,400.15	7,584.46	5,416.04
存货净额	32,627.35	23,239.33	15,539.63	16,962.01
长期投资	31,878.34	16,703.37	10,385.63	5,103.76
固定资产	96,326.87	93,120.97	62,569.31	61,187.19
在建工程	26,868.17	8,260.94	8,772.44	8,819.64
无形资产	12,967.21	9,461.70	11,315.43	10,752.31
总资产	435,007.29	269,027.63	179,229.95	168,445.83
其他应付款	10,524.63	20,842.86	23,887.57	20,570.27
短期债务	130,645.13	142,309.15	89,856.79	82,146.27
长期债务	54,125.07	3,782.42	887.44	965.12
总债务	184,770.20	146,091.57	90,744.23	83,111.40
净债务	144,222.70	129,671.97	73,526.55	67,677.97
总负债	240,826.60	205,183.57	146,456.90	134,850.61
费用化利息支出	10,502.46	10,591.92	8,584.69	--
资本化利息支出	-	-	-	--
所有者权益合计	194,180.69	63,844.06	32,773.05	33,989.75
营业总收入	134,402.91	87,791.86	81,118.35	18,140.29
经营性业务利润	-65,379.01	-62,051.36	-34,424.37	1,585.64
投资收益	6,646.47	33,076.04	24,932.12	-
净利润	-92,155.16	-104,765.61	-20,163.90	1,216.70
EBIT	-81,474.59	-93,834.78	-6,959.33	--
EBITDA	-71,598.16	-82,501.30	5,407.51	--
经营活动产生现金净流量	3,617.04	-27,168.42	12,383.46	344.68
投资活动产生现金净流量	-5,081.30	44,271.92	27,265.52	8,469.12
筹资活动产生现金净流量	-9,402.35	-41,471.95	-38,726.30	-10,538.59
资本支出	11,363.95	9,604.01	3,811.88	112.23
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	60.04	63.73	62.03	80.11
期间费用率(%)	109.18	135.79	103.24	73.03
EBITDA 利润率(%)	-53.27	-93.97	6.67	--
总资产收益率(%)	-17.01	-26.66	-3.11	--
净资产收益率(%)	-38.37	-81.33	-41.74	14.58*
流动比率(X)	1.07	0.55	0.50	0.52
速动比率(X)	0.87	0.42	0.38	0.38
存货周转率(X)	1.80	1.14	1.59	0.89*
应收账款周转率(X)	1.84	1.54	2.51	3.61*
资产负债率(%)	55.36	76.27	81.71	80.06
总资本化比率(%)	48.76	69.59	73.47	70.97
短期债务/总债务(%)	70.71	97.41	99.02	98.84
经营活动净现金流/总债务(X)	0.02	-0.19	0.14	0.02*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.03	-0.19	0.14	0.02*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.34	-2.57	1.44	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	-2.73	-24.71	3.56	--
总债务/EBITDA(X)	-2.58	-1.77	16.78	--
EBITDA/短期债务(X)	-0.55	-0.58	0.06	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	-6.82	-7.79	0.63	--
EBIT 利息保障倍数(X)	-7.76	-8.86	-0.81	--

注：1、2022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有息债务调整至长期债务；将计入其他应付款的有息债务调整至短期债务；3、中诚信国际分析时将研发费用计入管理费用，将使用权资产计入无形资产；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+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
经营效率	总资产化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
盈利能力	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）
	营业毛利率	=（营业总收入—营业成本）/营业总收入
	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
现金流	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
偿债能力	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）
	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：信用等级的符号及定义

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。