

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）

信用评级报告



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.

概述

编号:【新世纪债评(2017)011124】

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)(本期债券/债项)

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA(未安排增级)

评级时间: 2017 年 11 月 17 日

计划发行: 不超过 10 亿元(含 10 亿元)
可在基础发行规模 1 亿元的基础

本期发行: 基础上,追加不超过 9 亿元(含 9 亿元)的发行额度

发行目的: 补充流动资金

存续期限: 5 年,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

偿还方式: 每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金兑付支付

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 前三季度
金额单位:人民币亿元				
发行人母公司数据:				
货币资金	2.03	1.47	5.93	5.09
刚性债务合计	10.18	9.93	11.99	15.42
所有者权益	23.41	23.62	59.40	59.11
经营性现金净流入量	-0.19	0.80	0.99	1.76
合并数据及指标:				
总资产	52.23	65.05	107.97	116.55
总负债	27.65	38.36	43.12	49.71
刚性债务	19.67	25.19	30.33	35.08
所有者权益	24.58	26.69	64.85	66.84
营业收入	24.76	41.80	51.57	43.76
净利润	1.54	1.68	2.43	2.44
经营性现金净流入量	-1.99	2.17	-1.99	1.11
EBITDA	3.29	4.87	6.00	—
资产负债率[%]	52.94	58.97	39.94	42.65
权益资本与刚性债务比率[%]	124.96	105.97	213.85	190.55
流动比率[%]	122.74	101.47	131.69	123.39
现金比率[%]	29.20	19.85	42.79	36.48
利息保障倍数[倍]	3.69	2.82	2.98	—
净资产收益率[%]	8.81	6.57	5.30	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-12.35	6.59	-4.87	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-35.55	-7.10	-19.61	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.44	3.88	4.04	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.29	0.22	0.22	—

注:根据信邦制药经审计的 2014~2016 年及未经审计的 2017 年前三季度财务数据整理、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

评级观点

➤ 主要优势/机遇:

● **医药和医疗服务行业稳定发展。**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。**经过多年经营,信邦制药的医药制造业务已占据一定市场份额,且通过并购科开医药获得的医药流通和医疗服务业务在贵州省内具有较强的竞争优势。

● **多元化业务板块降低经营风险。**信邦制药目前已形成医药制造、医药流通和医疗服务三大业务板块,业务板块之间相互独立又互相支持,可在一定程度上降低业务集中的风险。

● **外部融资渠道畅通。**作为上市公司,信邦制药已多次实施非公开发行股票增资扩股等资本市场融资事项,有效增强了公司的资本实力,降低了负债经营程度,增强了偿债能力。

➤ 主要风险/关注:

● **政府政策变动风险。**信邦制药的业务受到国家政策因素影响较大,政府对药品管制、基本药品目录更改、医药流通和民营医院政策的变化,都有可能对公司业务经营造成影响。

● **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 2017 年 9 月末，西藏誉曦将其所持公司 21.04% 的股份全部质押融资，质押率高达 100%，或存在实际控制人变更风险。
- **债务规模持续扩大。**药品流通业务资金需求量大，导致信邦制药近年来负债规模快速扩大，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。
- **融资压力增大的风险。**短期内，信邦制药仍将增加在医药流通和医疗服务板块的投资和并购，其未来融资压力仍可能继续加大。
- **管理整合风险。**信邦制药近年来并购事项较多，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。
- **商誉减值风险。**信邦制药近年来通过对外收购新增了较大规模的商誉，其价值变动将给公司的资产质量带来一定影响。

➤ 未来展望

通过对信邦制药及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予信邦制药 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性高，并给予本期债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



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。

本信用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。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》与《工商企业信用评级方法概论》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，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。

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）

信用评级报告

一、公司概况

该公司前身为贵州信邦制药有限责任公司，2000 年 2 月改制为股份制公司，并更为现名，注册资本为 0.5 亿元。后经过多次增资扩股及未分配利润转股后，截至 2005 年末，公司总股本增至 0.65 亿股。2010 年 4 月，经中国证券监督管理委员会核准，公司股票在深圳证券交易所上市，股票代码为“002390”，股票简称“信邦制药”，IPO 后公司总股本增至 0.87 亿股。

经过多次公积金转增资本及非公开发行股票，截至 2016 年末，该公司总股本增至 17.05 亿股，其中自然人张观福持有公司 21.04% 股权，系公司的实际控制人。2017 年 5 月，实际控制人张观福与西藏誉曦创业投资有限公司¹（简称“西藏誉曦”）签订了《股份转让协议》及补充协议，张观福将所持有公司的 21.04% 的股权全部转让给西藏誉曦，并于 2017 年 8 月完成了股权转让事宜。截至 2017 年 9 月末，公司总股本仍为 17.05 亿股，西藏誉曦成为公司控股股东，持有公司 21.04% 的股份，并已全部质押²，实际控制人变更为朱吉满、白莉惠夫妇。西藏誉曦的控股股东为哈尔滨誉衡集团有限公司（简称“誉衡集团”）³，誉衡集团为哈尔滨誉衡药业股份有限公司（简称“誉衡药业”，证券代码：002437.SZ）的控股股东，誉衡药业与公司的医药制造业有部分业务重叠，未来是否存在业务整合有待进一步关注。

¹ 西藏誉曦成立于 2016 年 7 月，注册地在西藏自治区，目前注册资本为 5000 万元，主要经营创业投资、创业投资管理、企业管理等业务。

² 西藏誉曦为拓宽融资渠道，降低融资成本，将其所持有公司的 21.04% 股份全部质押，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。

³ 誉衡集团为西藏誉曦的控股股东，截至 2016 年末，誉衡集团资产总额为 143.79 亿元，负债总额为 102.15 亿元，净资产为 18.08 亿元；2016 年度，誉衡集团实现营业收入 29.84 亿元，实现净利润 6.00 亿元。

图表 1. 公司上市以来主要的股本变化情况

发行时间	发行对象	发行股数 (股)	募集资金 (万元)
2014 年 03 月	张观福、安怀略、丁远怀及马懿德	57,678,611	-- ⁴
2014 年 04 月	贵州贵安新区金域投资中心（有限合伙）等	18,948,655	31,000 ⁵
2015 年 12 月	UCPHARM COMPANY LIMITED、琪康国际有限公司、HEALTHY ANGEL INTERNATIONAL LIMITED、超鸿企业有限公司等	232,202,577	-- ⁶
2016 年 1 月	贵州贵安新区金域投资中心（有限合伙）、北京民生新晖投资合伙企业（有限合伙）、嘉兴海东清投资管理合伙企业（有限合伙）等	221,556,881	185,000 ⁷

资料来源：信邦制药

该公司以医药制造业务为基础，通过外延式并购，进入医药流通和医疗服务领域，目前已形成医药制造、医药流通和医疗服务三大业务板块。公司医药制造业务产品行销全国，而医药流通和医疗服务业务在贵州省内具有较强的竞争力。

二、债项概况

（一）本期债券概况

经该公司董事会及股东大会审议通过，公司拟向中国证监会申请发行总额度不超过 10 亿元（含 10 亿元）的公司债券，分期发行，本期债券发行规模不超过 10 亿元人民币（含 10 亿元），附超额配售选择权。公司和主承销商将根据网下申购情况，决定是否行使超额配售选择权，即在基础发行规模 1 亿元的基础上，追加不超过 9 亿元的发行额度。本期债券期限为 5 年，债券存续期第 3 年末附发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。募集资金将用于补充流动资金。

图表 2. 拟发行的本期债券概况

债券名称：	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）
发行规模：	不超过 10 亿元（含 10 亿元），附超额配售选择权
超额配售权：	根据网下申购情况，决定是否行使超额配售选择权，即在基础发行规模 1

⁴ 用于购买发行对象所持有科开医药的 93.01%股份。

⁵ 募集资金用于购买科开医药 5.24%股份。

⁶ 用于购买发行对象所持有的中肽生化的 89.98%股份。

⁷ 募集资金用于收购中肽生化剩余的 10.02%股份，以及中肽生化多肽产能扩建技术改造项目、诊断试剂及多肽制剂产业基地技术改造项目、仁怀新朝阳医院建设项目等。

	亿元的基础上，追加不超过 9 亿元（含 9 亿元）的发行额度
本期债券期限：	5 年，债券存续期第 3 年末附发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权
定价方式：	采取簿记建档方式发行
偿还方式：	每年付息一次，到期一次性还本，最后一期利息随本金兑付支付
增级安排：	无

资料来源：信邦制药

截至 2017 年 9 月末，该公司无已发行未到期债券。

（二）本期债券募集资金用途

该公司拟将本期发行公司债券所募集的资金扣除发行费用后用于补充流动资金。

三、宏观经济和政策环境

2017 年以来，全球经济持续回暖，主要经济体已经开始或即将收紧金融危机以来的货币政策。2017 年以来的热点地缘政治风险给全球经济增长带来的不确定性冲击仍将延续。我国经济在进出口增加、消费稳定增长的带动下，整体表现出稳中向好态势。随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革和经济金融系统防风险工作的深入推进，我国的经济结构进一步优化、产业持续升级、内需不断扩大、区域协调发展，预期未来我国经济将有望长期保持中高速稳定增长态势。

2017 年以来，全球经济持续复苏、各经济体表现不一，主要经济体开始或即将收紧金融危机以来的货币政策。同时，全球热点地缘政治仍是影响全球经济增长不确定性冲击因素。在发达经济体中，美国经济持续回暖，美联储加息及缩表的正式启动标志着美国在退出量化宽松、货币政策再次收紧；特朗普税改框架的后续影响和进展仍有待观察；欧盟经济复苏势头持续增强、德国经济表现强劲，欧洲大选整体呈良好发展态势；日本经济正逐步恢复、通胀水平仍较低。在新兴经济体中，印度经济仍保持中高速增长的同时增速下滑，巴西经济在连续降息刺激下朝复苏迈进；俄罗斯经济复苏势头趋稳，受美经济制裁的影响有限；南非经济受政治不确定性的拖累，增速仍处低位。

在 2017 年以来全球经济回暖的国际环境下，我国的进出口表现强劲，国内消费稳定增长、物价水平呈温和上涨、就业规模扩大，整体表现出稳中向好态势。2017 年以来，我国居民收入的稳步增长，为消费增

长提供支撑；投资增速有所波动，但投资结构持续改善，投资补短板、增后劲力度加大；净出口对 GDP 增长贡献率增加。在供给侧改革的深入推进下，传统强周期性、产能过剩行业利润保持改善状态，产业结构调整不断深化，高端产业及战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产调控“因城施策”，供需两侧同时推进，抑泡沫和去库存并行，调控效果明显，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”战略、自贸区建设、雄安新区建设等持续推进，全国各区域协同发展的效应逐步显现。

2017 年以来，我国继续实施积极的财政政策，对推动经济增长和发展发挥重要作用；财政收支形势趋好，政府债务风险在可控范围之内。在 2017 年全年财政赤字率维持 3% 的预算安排下，财政支出持续向民生领域倾斜，积极财政政策得到有效落实，对经济平稳增长和结构调整发挥重要作用。财政部持续推动各省和计划单列市的地方政府债券发行和创新，地方政府举债融资机制日益规范化和透明化，我国地方政府债务风险总体可控。

2017 年以来，我国央行实行稳健中性的货币政策对经济平稳增长、结构调整和风险防范营造了稳定的货币政策环境。央行货币政策调控方式持续创新，在保持总体货币政策取向不变情况下，针对普惠金融实施定向降准，充分发挥结构性引导作用，有助于信贷结构优化，有利于促进金融资源向普惠金融倾斜。随着汇率体制改革稳步推进，人民币中间价“收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”的市场化定价机制不断完善，人民币汇率单边走势明显改观，人民币兑美元汇率双向波动明显增强。

在“创新、协调、绿色、开放、共享”理念下，“一带一路”建设持续深入推进，我国与世界经济的融合度明显提升，对全球经济发展的促进作用明显提升。在人民币纳入 SDR 货币篮子后，正式成为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升，人民币的国际地位继续增强。随着“债券通”中“北向通”正式上线，我国金融对外开放进一步扩大。

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。从中长期看，我国的经济金融工作将紧紧围绕稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险展开，建设现代化经济体系。随着央行宏观审慎监管框架不断完善及金融体系去杠杆持续推进，金融部门资金空转的现象明显改善，金融

“脱实入虚”的状况有所缓解。以国企去杠杆为重中之重的经济去杠杆有序推进，实体经济杠杆率增速下降。我国宏观经济的稳中向好发展态势、稳健中性的货币政策以及债市信用风险状况好转可为去杠杆提供良好的经济、货币和信用环境。

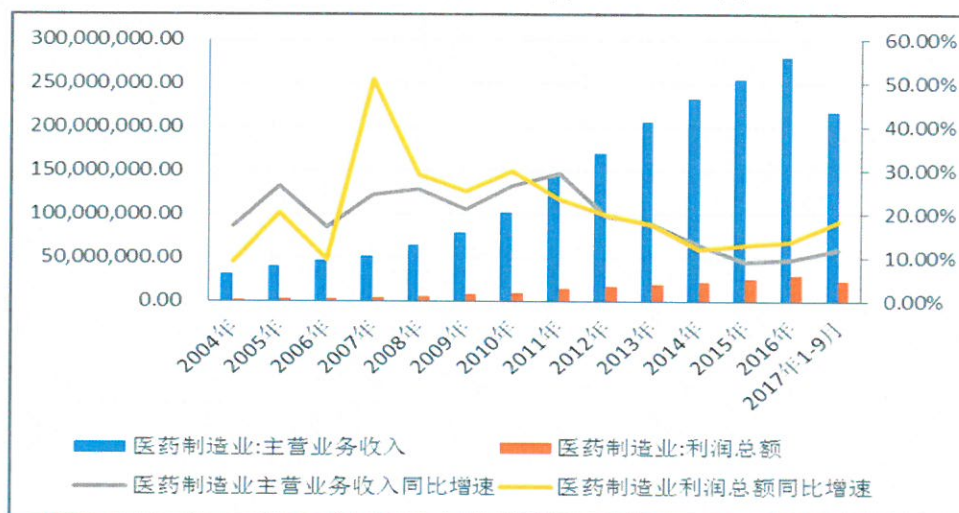
随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧改革的深入推进、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速稳定增长趋势。同时，在国际经济、金融仍面临较大的不确定性因素影响下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

四、公司所处行业及区域经济环境

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。

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，医保扩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。2011~2016年，我国医药制造业的销售收入从 14,522.05 亿元增至 28,062.90 亿元，年复合增长率为 14.08%；利润总额从 1,494.30 亿元增长至 3,002.90 亿元，年复合增长率为 14.98%。2017 年 1~9 月，医药制造业实现销售收入 21,715.30 亿元，同比增长 12.10%；利润总额 2,419.90 万亿元，同比增长 18.40%。

图表 3. 2004 年以来我国医药制造业销售收入及盈利情况



资料来源: Wind 资讯

从医药行业未来发展趋势来看,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行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。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。但近年来国内医改工作不断纵深推进,医药行业的相关政策进入密集出台与加紧落实阶段。医疗体系改革、基本药物目录扩容、药品价格调整、新版 GMP 实施、行业竞争加剧等因素加大了医药企业经营的压力。此外,医药产品安全问题、医药反商业贿赂等事件也使得医药企业经营的不确定性增加。

该公司主要从事中成药产品的生产和销售业务,主要产品为银杏叶片、六味安消胶囊、护肝宁片、益心舒胶囊、脉血康胶囊等,在市场上具有一定的占有率。截至 2016 年末,公司拥有 17 个国家基本药物目录品种、3 个国家优质优价品种和 1 个全国独家剂型。但中成药市场进入门槛较低,行业内企业众多,短期内,公司药品产销业务仍将面临较激烈的市场竞争。

2005~2011 年间,受益于良好的政策环境,中成药行业规模持续扩大,产品销售收入、资产、企业数和从业人数均出现不同程度的增长;2011 年至今,受医保制度红利的消失及控费趋严影响,中成药行业增速有所下滑。2016 年度,我国中成药实现销售收入 6,697.05 亿元,同比增长 7.88%;利润总额 736.28 亿元,同比增长 9.02%。2017 年 1~6 月,我

国中成药实现销售收入 3,339.72 亿元，同比增长 10.95%；利润总额 363.63 亿元，同比增长 12.62%。近年来，中成药行业增速虽有所放缓，但在多项国家医药扶持政策、中医服务扩容、中成药创新以及海外发展等多项利好影响下，未来有望迎来高速发展阶段。

图表 4. 2005 年以来中成药行业销售收入及利润情况（单位：亿元、%）⁸



资料来源：Wind 资讯、工信部

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⁹18,393 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。

⁸ 尚无 2017 年 1-9 月的相关数据。

⁹ 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。

图表 5. 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）



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。

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 2017 年 9 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。

五、公司自身素质

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。作为上市公司，公司法人治理结构完善，管理团队的经验较丰富，并相对稳定，组织架构建设合理，内部管理制度较严格，能够满足公司现阶段经营发展需要。

（一）公司产权状况

受到多次公积金转增资本及非公开发行股票募集资金的影响，该公司总股本规模不断扩大，控股股东股权集中度有所下降。2017 年，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 2017 年 9 月末，西藏誉曦持有公司 21.04% 股权。公司产权状况详见附录一。

西藏誉曦以 30.24 亿元¹⁰的交易对价取得该公司 21.04% 的股份，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。誉衡集团控股的

¹⁰ 收购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。

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，主要产品包括六味安消胶囊、护肝宁片等中成药。二者业务重叠部分较少，誉衡集团后续也会对旗下两家公司进行进一步业务整合。

截至 2016 年末，该公司纳入合并范围的一级子公司 10 家，二级子公司 16 家，三级子公司 8 家。公司经营主体涉及的主要子公司情况详见附录三。

（二）公司法人治理结构

该公司与控股股东在人员、资产、财务、机构和业务上相互独立。公司根据上市公司的规范要求，建立了股东大会、董事会和监事会，其中股东大会为公司最高权力机构，主要职责为：决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事会的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或者减少注册资本做出决议等。公司董事会由 12 人构成，负责公司日常经营管理决策，决定高层管理人员的任免等。公司监事会共 3 人，全面负责监督公司内部控制制度的执行，并向股东大会报告公司内部控制制度实施情况。

该公司子公司科开医药和乌当医院等之间有业务往来，因而产生了一定的关联交易，主要是销售药品、提供劳务，具体情况如下表：

图表 6. 2016 年公司与关联企业之间交易情况（单位：万元）¹¹

关联方名称	与公司关系	关联交易额
销售环节关联交易金额合计	—	5244.11
贵州医科大学附属乌当医院 ¹²	关联公司	5244.11

资料来源：信邦制药

该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。

¹¹ 因监管机构要求，公司于 2017 年调整了关联企业及关联交易情况，以 2017 年调整后的数据列示。

¹² 贵州医科大学附属乌当医院为公司二级子公司贵州省肿瘤医院有限公司下属非营利医院。

（三）公司管理水平

该公司近年来管理人员稳定性较好。2017年，公司控股股东及实际控制人发生变更，管理团队暂未发生变更，后续管理团队调整情况有待关注。高管团队均具有多年的企业管理经验，各部门负责人、中层管理人员也均具有多年相关行业的从业经验，能够较好满足公司目前的管理需求。

该公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理主要负责经营环节内部控制制度体系的建立、完善，全面推进公司内部控制制度的执行，检查公司部门和单位制定、实施各专项内部控制制度的情况，并全面负责公司日常经营管理。公司根据实际生产经营要求设立了相关职能部门，现行组织架构能够满足公司现阶段发展所需。公司组织架构情况详见附录二。

该公司建立了较为严格的内部控制体系，制定了覆盖经营管理活动各层面的内部管理制度。公司明确界定了各部门、岗位、各子公司的目标、职责和权限，建立了相应的授权、检查和逐级问责制度，确保其在授权范围内履行职能；设立控制架构，制定各层级之间的控制程序，以保证董事会及高级管理人员下达的指令能够被坚决执行。重点加强了对资金管理、采购与销售管理、生产与仓储管理、关联交易、对外担保等重要活动的控制。

在资金使用方面，该公司对下属子公司实施统一集中的财务和资金管理，制定了《对外投资管理办法》，生产、销售权限适当下放，公司及其成员子公司的财务管理坚持以资本运营为核心的原则，这样的财务管理模式既能发挥管理层的战略决策和协调交易的作用，又能调动成员子公司的主动性和创新意识。为了切实建立资本运营的约束与激励机制，使不同的利益主体对经营的资本真正负责，避免子公司对公司的依赖。公司还通过对资本运营效率等内容的考核，建立资本运营责任制，并在实践中不断充实完善。

在采购与销售管理方面，该公司对原材料实行集中采购、集中供应，减少中间库存并对大宗原料制定合理的储备量，避免了因存量过大，造成的资金沉淀和经营风险或者因存量过少影响生产、以及缺乏应对市场调节能力等情况的发生；同时，为把客户信用风险降至最低，针对不同客户过往交易记录订立不同的信用额度，严格按信用额度执行发货和收款；对业务员制订回款率考核指标，与业绩提成挂钩执行考核，确保货款及时回收；财务部对回款率执行月度分析和报告，严格监控呆滞货款

的产生，降低了回款风险。

在生产环节与仓储管理方面，该公司根据各车间、生产线生产实际情况制定了对应的《岗位责任制度》、《安全生产管理制度》、《仓库管理制度》、《存货管理制度》等制度，明确了生产作业的程序、主要内容、生产协作部门的职责及存货流转过程中的控制方法。在产品质量日常监测方面，其专门制定了《产品质量控制管理制度》、《产品检验管理制度》，确保产品质量。

在担保方面，该公司制定了统一的《对外担保管理制度》，子公司所有融资及担保需要公司本部财务部统一审批，严禁对外大额拆借。

在关联交易管理方面，根据《公司法》的有关规定，该公司明确了关联交易的内容、定价原则、决策程序和审批权限，做到关联交易的公平和公允性，有效维护股东和公司利益。

（四）公司经营状况

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，近两年公司收入规模得到快速提升，经营效益尚好。但随着业务领域的拓展和业务规模的扩大，公司也将持续面临市场竞争加剧、原料价格波动及营运资金缺口扩大等经营压力。

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，主要产品有银杏叶片、六味安消胶囊、护肝宁片、益心舒胶囊、脉血康胶囊等，在市场上具有一定的占有率。截至 2016 年末，公司拥有 17 个国家基本药物目录品种、3 个国家优质优价品种和 1 个全国独家剂型。近年来，公司大力拓展业务板块，通过并购科开医药的方式进入医药流通和医疗服务领域，其中科开医药与贵阳市多家大型三级甲等综合医院保持了良好的合作关系，在贵阳市及周边地区的医药流通市场具有一定的区域垄断经营优势；同时，科开医药还控股了贵州省肿瘤医院和白云医院，参股医科大附院和乌当医院等，在贵阳市医疗服务市场具有较高的知名度。通过外延式并购，公司快速切入医药流通和医疗服务市场，并取得了一定的经营成果。此外，公司通过并购中肽生化有限公司（简称“中肽生化”），进一步巩固了医药制造业务，并切入生物制药领域，中肽生化在多肽领域拥有一定的研发实力，其体外诊断试剂业务已取得美国 FDA 和欧盟 CE 认证。

图表 7. 公司最近三年一期营业收入构成及毛利率变化分析

业务类别/金额 (万元)	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年前三季度
医药流通	139885.45	248598.64	302987.96	275226.54
医疗服务	44372.42	104852.66	119745.86	96864.69
医药制造	61916.92	63985.70	90347.16	63860.93
其他业务	1443.51	538.61	2622.19	1683.41
合计	247618.31	417975.61	515703.18	437635.57
毛利率 (%)	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年前三季度
医药流通	10.55	11.15	10.42	12.29
医疗服务	24.15	18.71	16.10	16.86
医药制造	61.14	60.17	65.65	66.87
其他业务	34.57	49.72	24.73	51.34
综合毛利率	25.78	20.60	21.49	21.41
毛利占比 (%)	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年前三季度
医药流通	23.13	32.20	28.49	36.08
医疗服务	16.78	22.78	17.40	17.43
医药制造	59.31	44.71	53.52	45.57
其他业务	0.78	0.31	0.59	0.92

注：根据信邦制药提供的数据整理

2014-2016 年及 2017 年前三季度，该公司分别实现营业收入 24.76 亿元、41.80 亿元、51.57 亿元和 43.76 亿元，业务规模快速扩大。目前，医药流通已成为公司最主要的业务，但医药流通业务毛利率较低，受此影响，公司毛利率总体呈下滑趋势，2016 年以来，公司加强成本管控，同时医疗服务、医疗制造的收入规模扩大，公司毛利率有所回升，但回升幅度不大。

1. 医药制造业务

医药制造业务是该公司的传统业务，自公司成立以来运营至今，近年来收入规模逐年增长，2014-2016 年和 2017 年前三季度，该业务分别实现营业收入 6.19 亿元、6.40 亿元、9.03 亿元及 6.39 亿元，其中 2016 年营业收入增长主要是当年中肽生化纳入合并报表所致。截至 2016 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 3 个国家优质优价品种，分别是银杏叶片、护肝宁片、贞芪扶正胶囊；拥有 1 个全国独家剂型品种，为益心舒胶囊。

2015 年 12 月，该公司通过非公开发行股票和现金支付的方式收购中

肽生化 100%股权¹³，并于 2016 年 3 月，以募集资金 6.30 亿元对中肽生化进行增资扩股，正式切入生物制药领域。中肽生化主要业务为替客户定制多肽、药物多肽、体外诊断试剂，研发实力强，其收入主要来自欧美市场，其产品已通过美国 FDA 认证和欧盟认证，并获得中华人民共和国《药品 GMP 证书》。生物制药未来有较大的发展前景，收购中肽生化可为公司未来收入和利润作出一定贡献¹⁴。

图表 8. 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	2014 年		2015 年		2016 年	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
益心舒胶囊	743.73	759.57	844.16	843.67	994.07	811.81
脉血康胶囊	601.67	614.38	731.90	667.99	802.34	754.16
银杏叶片 ¹⁵	387.74	379.09	420.11	305.99	190.07	186.26
护肝宁片	137.42	142.10	139.36	142.21	191.63	137.41
六味安消胶囊	261.68	279.07	289.25	264.79	281.03	222.65
客户肽	--	--	--	--	1.14	1.14
GMP 肽	--	--	--	--	1.09	0.87
诊断试剂	--	--	--	--	1149.48	1142.08

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 2016 年末，公司医药制造业务设计年产值可达约 20 亿元¹⁶。

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

¹³ 根据公司与中肽生化原股东 UCPHARM 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》，UCPHARM 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 2015 年及 2016 年的业绩承诺均已达成。

¹⁴ 截至 2016 年末，中肽生化资产总额为 10.33 亿元，净资产 9.81 亿元；2016 年实现营业收入为 2.31 亿元，净利润为 1.38 亿元，自 2016 年第一季度开始纳入公司合并报表。

¹⁵ 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。

¹⁶ 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。

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，目前该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，同时因收购中肽生化，公司切入生物制药领域，公司进一步加大研发投入，研发部门由2015年末17人扩张为2016年末的87人，2016年研发投入也增长至0.23亿元。

总体上看，该公司医药制造业务具有一定的市场竞争力，但目前中成药市场竞争较激烈，公司未来仍将面临一定的竞争压力，同时随着中肽生化的并入，公司生物制药领域的发展也有待关注。

2. 医药流通业务

该公司医药流通业务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。截至2016年末，科开医药已进入贵阳及周边地区十多家医院，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地区拥有12家零售药店，未来会进一步加强药店布局。2014-2016年及2017年前三季度，公司医药流通业务分别实现营业收入13.99亿元、24.86亿元、30.30亿元和27.52亿元，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 9. 公司 2014 年以来医药流通业务主要产品购销量

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年前三季度	
	采购量	销量	采购量	销量	采购量	销量	采购量	销量
药品（万盒/万支）	11899.69	10965.56	21661.69	21102.86	26947.51	26392.15	27250.75	27105.19
医疗器械（台/个）	3328.02	3019.70	4134.80	3751.74	4492.82	4400.23	5111.92	5050.95

资料来源： 信邦制药

科开医药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，2016 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 2016 年末，公司已获得 534 家制药企业省级（及以上）代理权。

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，其中对于下一级医药流通企业客户，回款周期基本为 1-3 个月，对于医院客户，回款周期基本为 6-12 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。

3. 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，科开医药自 2005 年开始就涉足医疗服务领域，2008 年贵州省肿瘤医院进行改制，科开医药占股 78%，成为贵州省肿瘤医院的实际控制人。2011 年，贵州省肿瘤医院控股白云医院，持股比例为 100%。截至 2016 年末，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、贵阳医学院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，而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”）¹⁷于 2017 年开业。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。2014-2016 年及 2017 年前三季度，公司医疗服务业务分别实现营业收入 4.44 亿元、10.49 亿元、11.97 亿元和 9.69 亿元，实现较快增长，主要是公司并购和新开医院数量增加所致。

图表 10. 公司医疗服务业务重要下属医院 2016 年经营数据¹⁸

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	103.0	124235	10215	1474
白云医院	1000	86.6	299306	6549	950
安顺医院	300	56.4	41040	2027	269
新朝阳医院	500	25.7	55782	1282	311

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

¹⁷ 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，六枝博大医院于 2017 年开业。

¹⁸ 2016 年白云医院手术台数较上年有所减少，主要系白云医院门口主要道路整修，对医院经营有所影响，预计 2017 年底前完成道路整修。

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，通过与周边县市的地县级医院签订协议，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，目前门诊量、手术量均逐年提升。

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作出太多改变，因此两家医院运营过渡较为平稳，但也存在成本控制不力等现象。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逐年下滑。为此，公司在 2016 年 4 月开始开展成本控制，主要是针对医用耗材加强管理，裁减多余人员，并全面落实药品招标制度等，预计每年可为公司减少成本约 0.2 亿元。

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。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。

4. 发展战略

短期内，该公司将维持现有的三大业务板块布局，以医药制造业务为基础，大力推动医药流通和医疗服务业务的快速发展，加强三大业务板块的联动，拟将公司打造成为高科技的医疗服务集团。在医药制造板块，公司除现有中成药产品外，未来将大力发展中肽生化相关肽产品和诊断试剂产品在国内的销售，提升该板块收入和利润，并尝试将生物制药领域的研发与创新运用到医疗服务方面；在医药流通板块，公司计划通过并购的方式不断提升科开医药的竞争力和业务规模，同时充分利用自身特色配送体系及专业化公司的背景，逐渐完成对贵州省所有县市的覆盖；在医疗服务板块，公司未来仍计划通过并购、参股等方式增加医院数量，除贵阳外，还将进入省内其他县市，最终形成贵州省内每个县市至少有一家医院的布局。通过上述规划，公司未来收入规模有望持续扩大，经营效益也有望提升，但快速扩张并购可能给其带来较大的融资压力和财务杠杆上升压力。

图表 11. 公司截至 2017 年 9 月末主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	截至 2017 年 9 月末 已完成投资	资金来源
诊断及多肽制剂产业基地技改项目	4.80	1.87	募集资金

多肽产能扩建技术改造项目	1.50	0.40	募集资金
贵州科开医药有限公司现代医药物流项目	0.52	0.43	募集资金
合计	6.82	2.70	-

资料来源：信邦制药

5. 重大并购及业绩承诺

近年来，该公司通过资产重组及股权收购等方式，深化了原有制药业务，同时将业务领域拓展至医药流通与医疗服务。

2014 年 3 月，该公司以发行股份与支付现金的方式收购科开医药，其中以发行 5767.86 万股公司股份的方式向张观福、丁远怀、安怀略及马懿德 4 名自然人购买其持有的科开医药的 93.01% 股权，以支付 5321.75 万元的现金方式向张观福、安怀略及马懿德购买其持有的科开医药 5.24% 股权。科开医药为贵州省内领先的医药流通企业，拥有贵州省肿瘤医院、贵阳医学院附属安顺医院有限责任公司、贵阳医学院附属白云医院、贵阳医学院附属乌当医院等医院，已建立起具有较大竞争优势的下游优质医院网络。

2015 年 12 月，该公司以发行股份与支付现金的方式收购中肽生化，其中以发行 23220.26 万股公司股份的方式向 Ucpharm（香港）等购买其持有的中肽生化 89.98% 股权，以支付 20042.80 万元的方式向森海医药及嘉兴康德购买其持有的中肽生化 10.02% 股权。中肽生化为医药制造企业，在生物制药方面有较强的研究能力，在诊断试剂的研发与推广应用方面有较丰富的经验，一定程度上填补了公司生物制药方面的空白。

图表 12. 2014 年以来公司重大并购情况

并购企业	交易对价	持股比例 ¹⁹	并购商誉	业绩承诺	业绩承诺完成情况
科开医药	发行股份 5767.86 万股及 5321.75 万元现金	99.98%	5.97 亿元	2014-2016 年，科开医药的预测净利润分别为 8,811.29 万元、9,657.69 万元、10,037.81 万元；标的资产对应的承诺净利润分别为 8,657.10 万元、9,488.68 万元、9,862.15 万元。	2014-2016 年均已完成业绩承诺
中肽生化	发行股份 23220.26 万股及 20042.80 万元现金	100.00%	17.09 亿元	承诺 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	2015 年度及 2016 年度均已完成业绩承诺

资料来源：信邦制药

¹⁹ 以 2016 年末的持股比例列示。

（五）公司财务质量

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2014 年至 2016 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。公司 2017 年前三季度财务报表未经审计。

截至 2016 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 107.97 亿元，所有者权益为 64.85 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 63.52 亿元）；2016 年公司实现营业收入 51.57 亿元，净利润为 2.43 亿元（其中归属于母公司所有者净利润为 2.46 亿元）；2016 年，公司经营活动现金流量净额为 -1.99 亿元。

截至 2017 年 9 月末，该公司未经审计的合并口径资产总额为 116.55 亿元，所有者权益为 66.84 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 65.49 亿元）；2017 年前三季度公司实现营业收入 43.76 亿元，净利润为 2.44 亿元（其中归属于母公司所有者净利润为 2.47 亿元）；2017 年前三季度，公司经营活动现金流量净额为 1.11 亿元。

近年来该公司并购动作频繁，资产规模迅速扩大，资产流动性尚好，通过非公开发行股票，公司资本实力得到较大增强，负债经营程度也有所降低。公司收入规模增长较快，但毛利率总体呈下降趋势，且经营性现金流呈现较大波动。

六、公司财务分析

（一）公司盈利能力

该公司医药制造业务收入及毛利率较稳定，随着外拓的推进及被收购企业的并表，公司收入规模迅速扩大。公司医药流通、医疗服务业务毛利率较低，导致综合毛利率总体呈下滑趋势。但 2016 年以来，公司加强成本管控，加之业务收入结构变化，综合毛利率有所回升。

该公司医药制造业务收入近年来保持稳定增长，毛利空间也较为稳定，但受到科开医药纳入公司合并范围，新增的医药流通和医疗服务业务毛利率较低的影响，尽管近三年公司收入规模快速扩大，但毛利率总体呈有所下降。但 2016 年以来，公司加强成本管控，加之业务收入结构变化，综合毛利率有所回升。2014-2016 年及 2017 年前三季度，公司

分别实现营业收入 24.76 亿元、41.80 亿元、51.57 亿元和 43.76 亿元，毛利率分别为 25.78%、20.60%、21.49%和 21.41%。随着公司经营规模的扩大，公司资产周转效率也有所下降，但总体水平较稳定，2016 年其应收账款、存货、固定资产和总资产周转速度分别为 2.81 次、5.96 次、3.60 次和 0.60 次。

图表 13. 公司盈利来源及构成分析 (单位: 万元)

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年 前三季度
营业毛利	63833.29	86113.46	110819.03	93712.05
投资净收益	551.82	278.64	446.49	288.88
营业外净收入	2398.49	4378.74	8082.75	644.46
合计	66783.60	90770.84	119348.27	94643.29

资料来源：根据信邦制药所提供数据整理、绘制。

从期间费用来看，随着业务规模的扩大，该公司各项期间费用也呈上升趋势，尤其是医药流通销售费用和业务规模扩大新增管理费用增长速度较快，同时中肽生化并表也一定程度上增加了期间费用。受此影响，公司营业利润率近年来呈现一定波动，2014-2016 年及 2017 年前三季度分别为 7.07%、4.41%、4.48%和 7.09%。

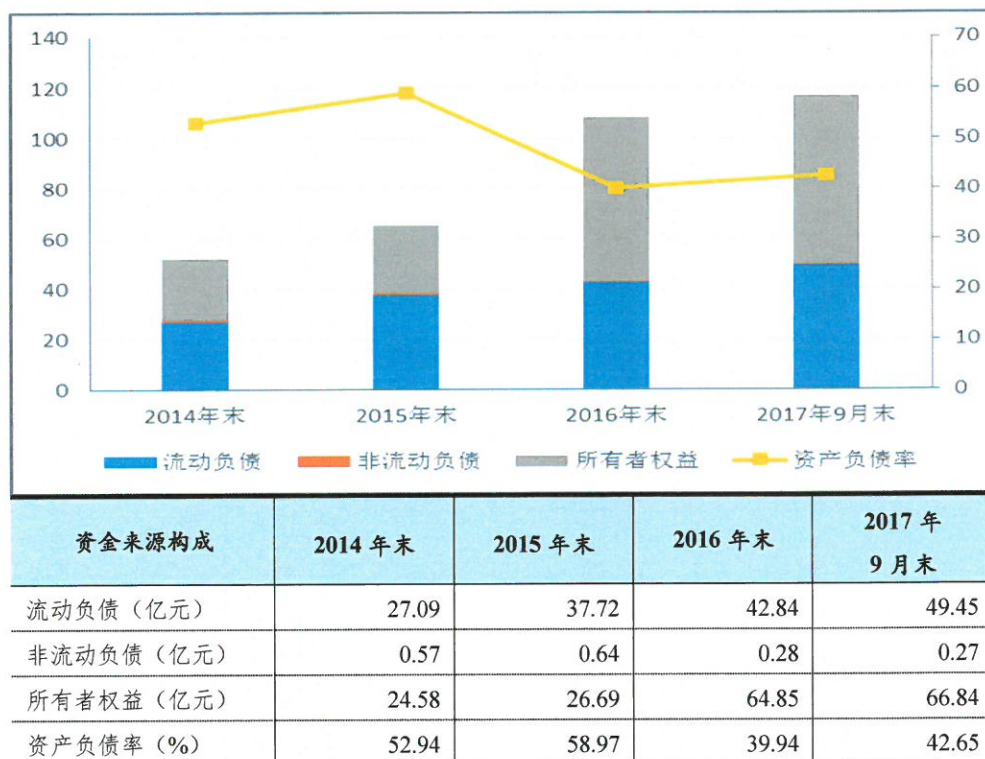
近年来，该公司能够获得持续的政府补助，对公司的净利润形成了有益补充，近三年公司营业外收入分别达到 0.25 亿元、0.50 亿元和 0.89 亿元，其中 2016 年公司获得物流发展基金 0.18 亿元以及罗甸县政府产业扶持资金 0.38 亿元，使得当年的营业外收入大幅增加，2014-2016 年及 2017 年前三季度，公司分别实现净利润 1.54 亿元、1.68 亿元、2.43 亿元和 2.44 亿元，可为其偿债提供一定支持。

(二) 公司偿债能力

随着该公司药品流通和医疗服务业务规模扩大，业务占用资金量较大，公司近年来外部融资规模迅速扩大，短期偿债压力显著上升。但随着公司非公开发行股票事项的顺利实施，资本实力得到增强，其资产负债率明显下降，为其偿债提供了较好支持。

1. 债务分析

图表 14. 公司财务杠杆水平变化趋势 (单位: 亿元、%)



资料来源: 根据信邦制药所提供资料整理、绘制。

该公司 2014 年新增的医药流通和医疗服务业务资金需求量较大, 因此自 2014 年开始, 公司加大外部融资力度, 其负债规模显著扩大。2014-2016 年末及 2017 年 9 月末, 其负债总额分别为 27.65 亿元、38.36 亿元、43.12 亿元和 49.71 亿元, 资产负债率分别为 52.94%、58.97%、39.94%和 42.65%, 其中 2016 年公司顺利进行了非公开发行股票事项, 使其资本实力得到较大增强, 当年末负债经营程度明显下降。

该公司债务以短期债务为主, 2016 年末其流动负债余额为 42.84 亿元, 占负债总额的比重达到 99.35%。从流动负债的构成来看, 短期借款和应付账款是公司最主要的流动负债, 当年末余额分别为 27.92 亿元和 9.55 亿元, 占流动负债的比重分别为 64.75%和 22.15%, 其中应付账款系公司经营形成的供应商信用账款。公司刚性债务规模较大, 除短期借款外, 其他刚性债务还有 2.41 亿元应付票据, 刚性债务集中于短期借款, 有较大的即期偿债压力²⁰。公司主要借款方式为抵押和质押, 主要是土地使用权、专利权和商标权抵押、应收账款和银行承兑汇票质押等, 借款利率一般为基准利率。

²⁰ 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。

图表 15. 公司刚性债务构成分析

资金来源构成	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 9 月末
短期借款（亿元）	17.30	23.41	27.92	33.52
应付票据（亿元）	1.46	1.61	2.41	1.55
长期借款（亿元）	--	0.17	--	--
合计	18.76	25.19	30.33	35.08

资料来源：根据信邦制药所提供资料整理、绘制。

除刚性债务和应付账款外，该公司主要负债还有其他应付款，截至 2016 年末余额为 1.75 亿元，主要是股东给予公司的借款，有较大的支付弹性。总体上看，公司负债结构较简单，但短期刚性债务偿付压力较大。

截至 2017 年 9 月末，该公司继续加大对医药流通和医疗服务业务板块投入，公司短期借款较上年末增长 20.09%至 33.52 亿元，应付账款较上年末增长 19.43%至 11.40 亿元，其他应付款较上年末略增 3.19%至 1.81 亿元，其他负债项目变化不大。

公司过往债务履约情况

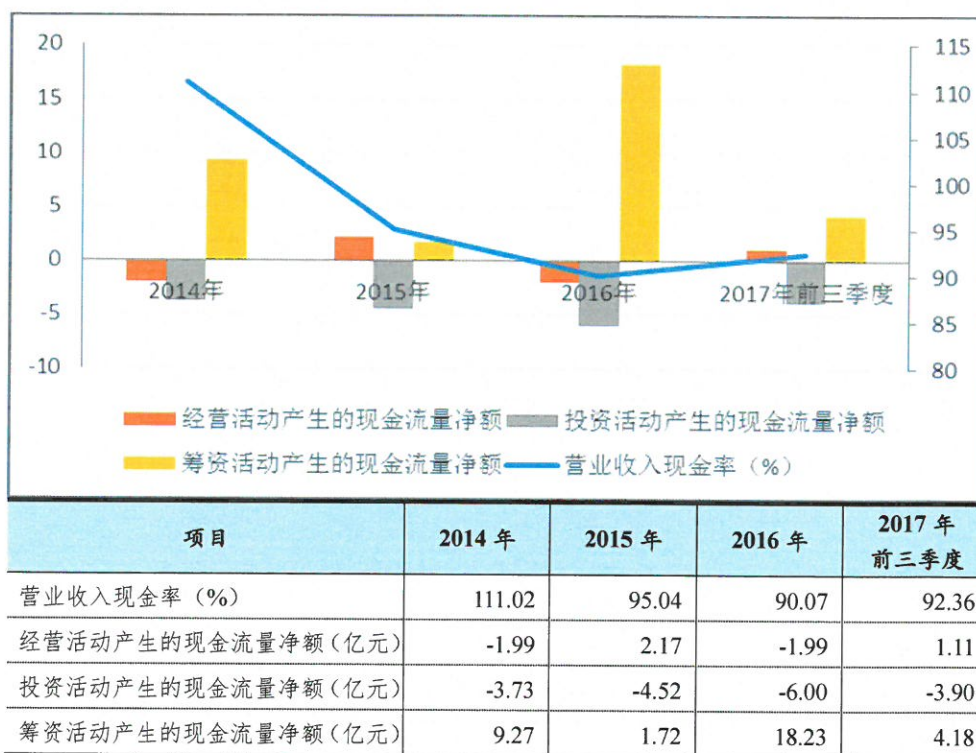
根据该公司 2017 年 11 月 6 日的《企业信用报告》显示，公司无不良信贷余额²¹。

2. 现金流分析

该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 2016 年以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，公司经营性现金流呈现较大波动，2014-2016 年及 2017 年前三季度其经营性现金流量净额分别为 -1.99 亿元、2.17 亿元、-1.99 亿元和 1.11 亿元，对流动负债的保障程度不稳定。

²¹ 该公司已结清业务记录中，存在共计 71.64 万元的欠息及共计 6786 万元的关注类贷款，据相关银行出具的声明显示，以上均系银行操作问题所致，公司实际上不存在贷款本息逾期现象。

图表 16. 公司现金流量分析 (单位: 亿元、%)



资料来源: 根据信邦制药所提供资料整理、绘制。

在投资方面, 该公司近年来用于并购、投资支出的现金较多, 2014-2016 年及 2017 年前三季度其投资性现金流量净额分别为-3.73 亿元、-4.52 亿元、-6.00 亿元和-3.90 亿元。短期内, 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。

该公司主要依靠银行融资与资本市场融资进行资金补充, 2014-2016 年及 2017 年前三季度其筹资性现金流量净额分别为 9.27 亿元、1.72 亿元、18.23 亿元和 4.18 亿元, 融资渠道较为畅通。其中 2016 年, 筹资性现金流净额增长较多, 主要系当年公司完成非公开发行股票事宜, 募集现金较多所致。总体上看, 公司现金流呈现较大波动, 但公司融资渠道较畅通, 能够通过外部融资获取运营和投资资金, 能够较好补充其资金缺口。短期内, 公司现金流仍将呈现波动。

3. 资产质量分析

受科开医药、中肽生化等企业并纳入合并范围及资本市场融资扩股等因素影响, 该公司资产规模快速扩大, 2014-2016 年末及 2017 年 9 月末资产总额分别为 52.23 亿元、65.05 亿元、107.97 亿元和 116.55 亿元。2016 年末公司流动资产和非流动资产占比分别为 52.25%和 47.75%, 长短期资产配比较为合理。

该公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、其他应收款、存货和其他流动资产构成，2016 年末占流动资产的比重分别为 29.68%、2.81%、39.05%、5.55%、6.95%、13.20%和 2.77%。其中，货币资金年末余额为 16.74 亿元，较上年末增长 177.61%，增长部分主要系收到的非公开发行股票募集资金，其中受限货币资金规模为 0.95 亿元，主要系开具银行承兑汇票、商业票据及票据质押的相关保证金，其余为可动用的现金和银行存款等，能够为其即期偿债提供支持；应收票据和应收账款年末余额分别为 1.59 亿元和 22.03 亿元，系公司给予客户的商业信用，主要是医药流通业务形成，占用了公司较多资金，回款周期较慢，2016 年以来公司医药流通业务规模扩大，同时并购了中肽生化，应收票据与应收账款的规模均有所增长；预付款项年末余额为 3.13 亿元，主要是预付新药研发费用、预付采购费用和预付建筑款；其他应收款年末余额为 3.92 亿元，主要是药品配送保证金；存货年末余额为 7.44 亿元，主要是库存商品、半成品等；其他流动资产年末余额为 1.56 亿元，主要是公司购买的理财产品²²和增值税留抵税额。总体上看，公司流动资产中存货、应收账款变现速度较慢，但其货币资金存量较充裕，可为其债务偿付提供一定保障。

该公司非流动资产主要是固定资产、在建工程、无形资产和商誉，2016 年末以上科目余额分别为 14.98 亿元、8.62 亿元、3.49 亿元和 23.19 亿元，其中固定资产和在建工程系公司厂房、设备及医院改扩建工程等，无形资产主要是公司土地使用权、专利权及非专利技术等，商誉主要是企业合并形成的溢价，2016 年末相关科目余额较上年末均有不同程度的增长，主要是由于公司收购中肽生化所致，其中收购中肽生化形成 17.09 亿元的商誉，需持续关注公司的商誉减值风险。

2017 年 9 月末，该公司资产规模进一步扩大，其中货币资金、应收账款及固定资产增加较多。当期末，公司货币资金较上年末增长 7.73% 至 18.04 亿元，主要系公司加大融资力度所致，期末受限货币资金规模为 0.92 亿元；随着公司继续扩大业务规模，当期末公司应收账款较上年末增长 14.53% 至 25.23 亿元；此外，2017 年前三季度，公司部分医院建设项目建成，转入固定资产科目，导致当期末固定资产较上年末增长 32.37% 至 19.83 亿元。此外，公司资产结构未发生大的变化。

²² 公司所购买理财产品均为保本型。

七、公司抗风险能力/外部支持

（一）自身抗风险能力

该公司现有三大业务板块，其中医药制造板块产品行销全国，而医药流通和医疗服务板块在贵州省内具有较高知名度和较强的市场竞争力，市场份额稳步提升。随着公司并购动作的加快，其业务规模持续扩大，收入保持快速增长，依靠自身经营偿还债务的能力有所增强。

（二）外部支持

作为上市公司，该公司外部融资渠道较畅通，近年来已多次实施非公开发行股票、增资扩股等事项，资本实力得到较大增强。同时，公司与商业银行等金融机构也保持了良好的合作关系，截至 2017 年 9 月末，公司共获得银行授信总额 42.97 亿元，公司已使用 33.52 亿元，尚余 9.45 亿元授信额度未使用，仍有一定的后续融资空间。此外，公司还可享受少数民族地区财政贴息政策，可进一步降低公司的融资成本。

八、本期债券偿付保障分析

（一）盈利保障分析

2014-2016 年及 2017 年前三季度，该公司营业收入分别为 24.76 亿元、41.80 亿元、51.57 亿元和 43.76 亿元，净利润分别为 1.54 亿元、1.68 亿元、2.43 亿元和 2.44 亿元，公司盈利对本期债券的利息偿付保障程度较高。

（二）偿债资金来源保障分析

该公司外部融资渠道畅通，能够通过商业银行信贷、资本市场直接融资等方式获得业务运营及债务偿付所需资金，本期债券的偿付资金来源较有保障。

九、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。作为上市公司，公司法人治理结构完善，管理团队的经验较丰富，并相对稳定，组织架构建设合理，内部管理制度较严格，能够满足公司现阶段经营发展需要。

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，近两年公司收入规模得到快速提升，经营效益尚好。但随着业务领域的拓展和业务规模的扩大，公司也将持续面临市场竞争加剧、原料价格波动及营运资金缺口扩大等经营压力。

该公司医药制造业务收入及毛利率较稳定，随着外拓的推进及被收购企业的并表，公司收入规模迅速扩大。公司医药流通、医疗服务业务毛利率较低，导致综合毛利率总体有所下滑。但 2016 年以来，公司加强成本管控，加之业务收入结构变化，综合毛利率有回升态势。同时随着公司药品流通和医疗服务业务规模扩大，业务占用资金量较大，公司近年来外部融资规模迅速扩大，短期偿债压力显著上升。但公司非公开发行股票事项顺利实施，资本实力得到增强，资产负债率明显下降，为其偿债提供了较好支持。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

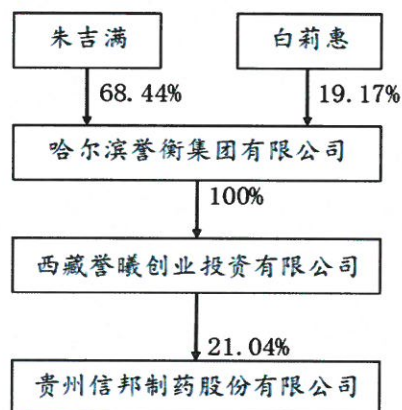
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

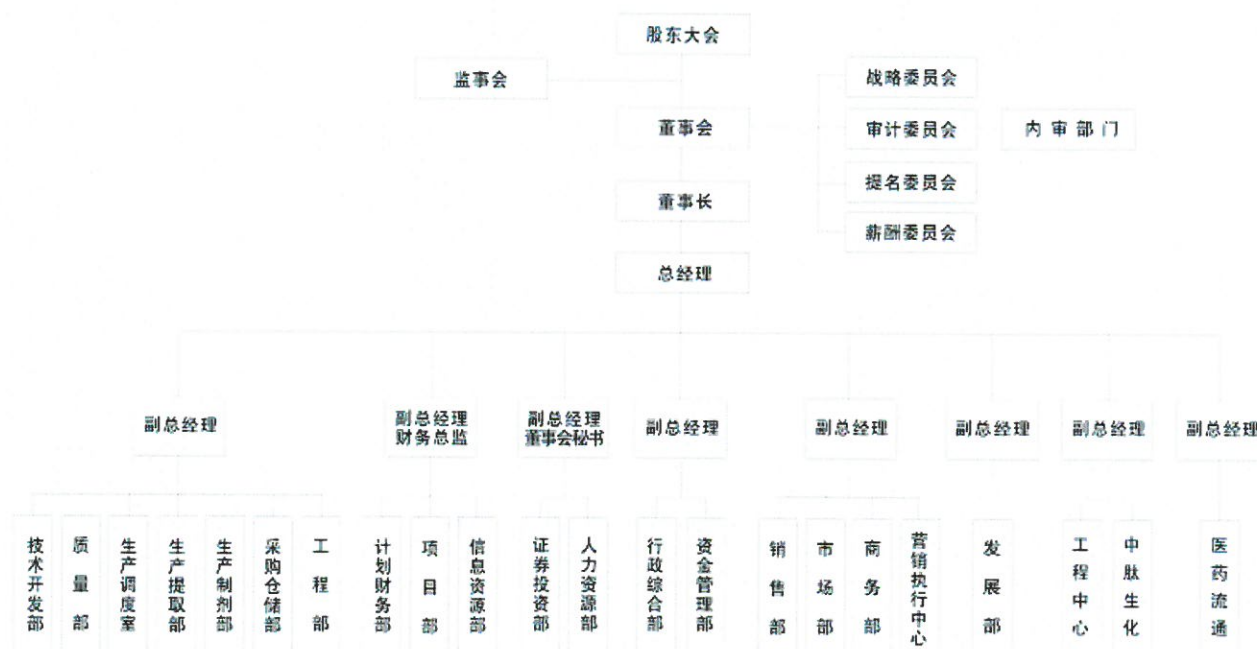
公司与实际控制人关系图



注：根据信邦制药提供的资料绘制（截至2017年9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2017年9月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	2016 年（末）主要财务数据（万元）				备注
			资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量
贵州信邦药物研究开发有限公司	信邦药物	58.00	55.07	-202.50	--	-16.59	8.01
贵州信邦药业有限公司	信邦药业	100.00	52777.24	13552.69	72591.36	1683.21	-1999.49
贵州信邦远东药业有限公司	远东药业	100.00	6544.73	38.36	--	-418.47	3.72
贵州信邦保健品有限公司	信邦保健	100.00	995.35	995.38	--	-0.04	-0.04
贵州信邦中药材发展有限公司	信邦药材	100.00	2691.38	1741.95	2558.53	562.33	-129.65
贵州同德药业有限公司	同德药业	80.00	10564.28	8267.93	3624.27	564.80	98.11
贵州科开医药有限公司	科开医药	99.98	488010.30	115549.17	374763.05	12301.28	-30965.56
贵州信邦富顿科技有限公司	富顿科技	51.00	357.97	44.08	19.88	-504.43	-218.17
中肤生化有限公司	中肤生化	100.00	92743.29	81324.40	26526.22	13293.97	5751.96

注：根据信邦制药 2016 年度审计报告附注整理

附录四：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 前三季度
资产总额 [亿元]	52.23	65.05	107.97	116.55
货币资金 [亿元]	6.59	6.03	16.74	18.04
刚性债务[亿元]	19.67	25.19	30.33	35.08
所有者权益 [亿元]	24.58	26.69	64.85	66.84
营业收入[亿元]	24.76	41.80	51.57	43.76
净利润 [亿元]	1.54	1.68	2.43	2.44
EBITDA[亿元]	3.29	4.87	6.00	—
经营性现金净流入量[亿元]	-1.99	2.17	-1.99	1.11
投资性现金净流入量[亿元]	-3.73	-4.52	-6.00	-3.90
资产负债率[%]	52.94	58.97	39.94	42.65
长期资本固定化比率[%]	75.51	97.97	79.16	82.76
权益资本与刚性债务比率[%]	124.96	105.97	213.85	190.55
流动比率[%]	122.74	101.47	131.69	123.39
速动比率 [%]	86.90	71.90	107.01	101.93
现金比率[%]	29.20	19.85	42.79	36.48
利息保障倍数[倍]	3.69	2.82	2.98	—
有形净值债务率[%]	166.49	210.24	114.00	125.55
营运资金与非流动负债比率[%]	1,084.50	86.74	4,811.68	4,303.10
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	3.98	3.31	2.81	—
存货周转速度[次]	4.22	5.72	5.96	—
固定资产周转速度[次]	4.92	4.01	3.60	—
总资产周转速度[次]	0.74	0.71	0.60	—
毛利率[%]	25.78	20.60	21.49	21.41
营业利润率[%]	7.07	4.41	4.48	7.09
总资产报酬率[%]	8.14	6.03	5.10	—
净资产收益率[%]	8.81	6.57	5.30	—
净资产收益率*[%]	8.44	7.06	5.53	—
营业收入现金率[%]	111.02	95.04	90.07	92.36
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-12.67	6.71	-4.93	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-12.35	6.59	-4.87	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-36.47	-7.24	-19.83	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-35.55	-7.10	-19.61	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.44	3.88	4.04	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.29	0.22	0.22	—

注：表中数据依据信邦制药经审计的 2014-2016 年度及未经审计的 2017 年前三季度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×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%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/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%
经营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/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资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+报告期投资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

附录六：

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。