

2021 年湖南九典制药股份有限公司  
创业板向不特定对象发行可转换公司债券  
**跟踪评级报告**



上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2021)100221】

**评级对象:** 2021年湖南九典制药股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券

### 九典转债

主体/展望/债项/评级时间

**本次跟踪:** A+/稳定/A+/2021年6月11日

**首次评级:** A+/稳定/A+/2020年6月28日

### 主要财务数据及指标

项目	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	1.13	1.16	1.21	1.27
刚性债务	0.50	0.65	0.05	0.08
所有者权益	7.40	7.93	8.72	9.24
经营性现金净流入量	0.42	0.72	1.28	0.17
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	9.43	10.72	11.31	12.14
总负债	2.25	3.10	2.95	3.32
刚性债务	0.80	1.45	0.98	1.24
所有者权益	7.18	7.62	8.36	8.82
营业收入	8.01	9.24	9.78	2.78
净利润	0.72	0.55	0.82	0.46
经营性现金净流入量	0.68	0.91	1.50	0.13
EBITDA	1.03	1.01	1.45	—
资产负债率[%]	23.86	28.94	26.09	27.35
权益资本与刚性债务比率[%]	901.20	526.47	853.53	713.30
流动比率[%]	296.51	226.47	278.30	268.43
现金比率[%]	130.84	74.21	82.70	76.42
利息保障倍数[倍]	62.36	13.60	18.31	—
净资产收益率[%]	10.44	7.44	10.30	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	57.56	50.74	78.63	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-112.60	-32.95	23.69	—
EBITDA/利息支出[倍]	79.85	21.69	27.66	—
EBITDA/刚性债务[倍]	2.47	0.90	1.20	—

注:根据九典制药经审计的2018~2020年及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

贾飞宇 jfy@shxsj.com

李一 liyi@shxsj.com

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

上海市汉口路398号华盛大厦14F

<http://www.shxsj.com>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对湖南九典制药股份有限公司(简称九典制药、发行人、该公司或公司)及其发行的九典转债的跟踪评级反映了跟踪期内九典制药在外部环境、产业链及技术储备等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在行业竞争、研发风险及安全环保等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **行业前景持续向好。**随着我国人口老龄化加剧、人均寿命增加与医疗改革相关措施的出台,药品市场需求将继续增长,良好的外部环境有利于九典制药主营业务的平稳发展。
- **完整产业链优势。**九典制药拥有从原料药、药用辅料、植物提取物到药品制剂的完整产业链。跟踪期内,公司原料药和药用辅料的供应及质量保障程度高,保持了一定的成本优势。
- **研发实力较强。**九典制药研发实力较强,且拥有较为丰富的研发项目储备。公司自主研发并产业化的洛索洛芬钠凝胶贴膏于2017年上市,跟踪期内经营规模快速扩大,成为公司业绩增长的重要驱动力。

#### 主要风险:

- **行业政策变动与竞争加剧风险。**我国医药卫生体制和医疗保险制度改革不断推进,一系列新政先后实施,市场竞争更为激烈。同时,药品价格政策调整、国家基药目录及医保目录调整、药品招标政策变化,均会对九典制药业务开展产生影响。
- **研发投入产出风险。**跟踪期内,九典制药继续对药品进行研发投入,但药品的前期研发以及产品从研制、临床试验报批到投产的周期长,易受到技术、审批、政策等多方面因素的影响,临床试验进度及结果、未来产品市场竞争形势均存在诸多不确定性。

- **安全环保生产与质量控制风险。**九典制药在生产过程中会产生三废及其他污染物，且医药产品关系到社会公众健康，公司持续面临一定的安全环保生产和产品质量控制压力。

#### ➤ 未来展望

通过对九典制药及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 A<sup>+</sup>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，并维持本期债券 A<sup>+</sup>信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2021 年湖南九典制药股份有限公司  
创业板向不特定对象发行可转换公司债券

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照 2021 年湖南九典制药股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券（以下简称“九典转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据九典制药提供的经审计的 2020 年财务报表、未经审计的 2021 年第一季度财务报表及相关经营数据，对九典制药的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2021〕62 号文同意注册，该公司于 2021 年 4 月 1 日向不特定对象发行了 270 万张可转换公司债券，每张面值 100 元，发行总额 2.70 亿元，扣除发行费用后，实际募集资金净额为 2.63 亿元。其中，转股期自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止，目前尚未进入转股期。公司债券市场注册发行债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	当前票面利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
九典转债	2.70	6	0.40	2021 年 4 月	尚未付息

资料来源：九典制药

该公司本次发行的募集资金用于新药研发项目、外用制剂车间扩产建设项目和补充流动资金。其中，新药研发项目的产品为公司自主研发的改良型新药，主要包括 PDX-02、PDX-03、PDX-04 等，项目建设周期为 5 年，预计总投资 1.31 亿元，其中募集资金投入 1.08 亿元；外用制剂扩产项目为扩大凝胶贴膏等外用制剂产品产能，项目建设周期为 12 个月，预计总投资 1.06 亿元，其中募集资金投入 0.81 亿元；此外，为满足自身业务发展对流动资金的需求，拟使用 0.81 亿元用于补充流动资金。

本次募集资金到位前，该公司根据募集资金投资项目进度的实际情况以自筹资金先行投入，并在募集资金到位后予以置换。2021 年 4 月 8 日，本次募集资金净额已汇入公司指定的募集资金专项存储账户。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2021年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极推动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏

观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

## (2) 行业因素

医药制造行业是国家重要产业之一，与国计民生息息相关，是推进健康中国建设的重要保障。近年来，我国医疗体系改革持续推进，多项重磅举措相继出台和实施，进一步深化医疗、医保和医药联动改革，国家支持新药研发、鼓励创新的导向鲜明。受疫情影响，2020 年以来医药制造企业短期承压，逐季环比好转，前三季度营收和利润增速已实现转正，利润端恢复速度高于收入端。从发展趋势来看，人口老龄化、居民收入水平提高以及城镇化等因素保证了我国医药制造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，行业发展前景保持良好。

### A. 行业概况

医药制造行业是关系国计民生的重要产业，是中国制造 2025 和战略性新兴产业的重点领域，是推进健康中国建设的重要保障。我国社会经济不断发展，人们的生活水平不断提高，城镇化速度也不断加快。城镇化使得人们医

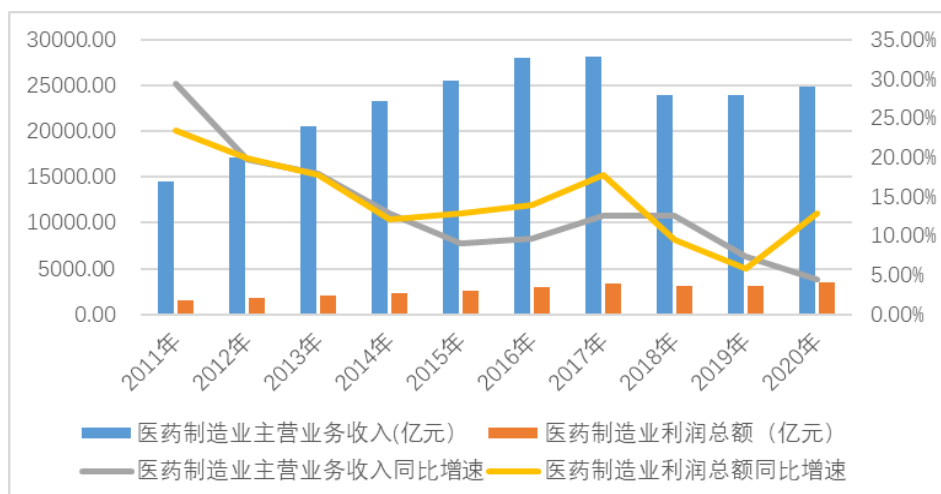


疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，由于医疗保健支出与年龄呈正相关性，在中国老龄化趋势明显的情况下，药品需求始终具备刚性特征。而新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容亦刺激了抑制的医药需求，促进我国医药制造行业不断发展。

根据国家统计局数据显示，2011~2019年，我国医药制造行业的主营业务收入从14,522.05亿元增至23,908.60亿元；利润总额从1,494.30亿元增至3,119.50亿元，总体呈现出良好的运营趋势。近年来，受仿制药质量和疗效一致性评价全面推进、化学药品注册新分类改革方案初步实施、药品集中采购试点、“两票制”全面实施等医改深化推进的影响，我国医药制造行业营业收入增速维持低位，利润增速有所放缓。

2020年，我国医药制造行业规模以上企业实现营业收入24,857.30亿元，同比增长4.5%，增速较上年同期下降2.9个百分点；实现利润总额3,506.70亿元，同比增长12.8%，增速较上年同期上升6.9个百分点。2020年以来，受疫情影响，医药制造企业经营情况短期承压，随着“六稳”、“六保”任务不断落实落细，企业复工复产水平稳步提升，经营情况逐季环比改善，于当年6月实现利润总额增速转正，于当年8月实现营业收入增速转正，利润端恢复速度高于收入端，企业盈利实现了快速企稳、持续向好。

图表 2. 2011年以来我国医药制造业销售收入及盈利情况<sup>1</sup>



资料来源：Wind、国家统计局

根据国家统计局于2021年5月公布的《第七次全国人口普查公报》，截至2020年末，大陆地区60岁及以上的老年人口总量为2.64亿人，已占到总人口的18.7%。从人口结构看，近十年间已跨过了第一个快速人口老龄化期，很快还需应对一个更快速的人口老龄化期。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

<sup>1</sup> 由于医药制造业企业范围每年发生变化，为保证数据可比性，计算各项指标同比增速所采用的同期数与本期的企业统计范围相一致。

带来巨大增量。

根据《2020年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，全年参加基本医疗保险人数 13.61 亿人，同比增加 693 万人，其中参加职工基本医疗保险人数 3.44 亿人，同比增长 1,498 万人。全年资助 8,990 万人参加基本医疗保险，医疗救助 7,300 万人次。截至 2020 年末，全国共有医疗卫生机构 102.3 万个，其中医院 3.5 万个；基层医疗卫生机构 97.1 万个。

**图表 3. 2016 年以来我国医药制造业重要影响因素变化情况**

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
我国人口数（亿人）	13.83	13.90	13.95	14.00	14.12
60 岁以上人口占比（%）	16.70	17.30	17.90	18.13	18.70
城镇基本医疗保险参保人数（亿人）	7.44	11.77	13.45	13.54	13.61
城镇基本医疗保险支出（万亿元）	1.08	1.44	1.78	2.09	2.09
城镇居民人均可支配收入（万元）	3.36	3.64	3.93	4.24	4.38
医疗卫生机构总诊疗人次数（亿人次）	79.30	81.80	84.20	87.40	—
卫生费用（万亿元）	4.63	5.26	5.91	6.58	—

数据来源：Wind、新世纪评级整理

由于专利药价格高昂，政府及医疗保险机构为压缩药品费用支出，大力支持和鼓励发展非专利药，从而促使非专利药市场发展迅速。受益于非专利药市场的扩大，与非专利药相关的特色原料药的需求也实现了相应增长。同时，非专利药生产厂商为控制成本，逐步将原料药的生产外包给具有成本优势的原料药企业生产。印度、中国、中欧与东欧的部分特色原料药领先企业，由于能够生产符合药政市场要求的高质量特色原料药，从而推动了非专利药厂扩大在低成本地区的采购量。其中，中国原料药企业发展迅速，销售额逐年增长，远高于全球增长率，逐渐成为了特色原料药的主要外包转移地区，但随着竞争对手的增多，行业竞争趋于激烈。

此外，全球医药制造行业出现了从原料药到制剂的纵向一体化发展趋势。首先，全球主流特色原料药生产商纷纷向高端的制剂药、专利药市场发展，制药企业之间的竞争主要是制剂产品的竞争，而制剂产品的竞争又主要是仿制药的竞争。其次，国内医药行业尚处于行业集中度较低的阶段，我国制药企业的行业整合和产业升级还有很大的发展空间，未来参与全球制剂市场竞争将成为长期发展趋势。未来数年，大量重磅药品的专利集中到期，仿制药需求将成倍增加，仿制药行业或将出现爆发式增长，但是目前国内能通过国际规范市场认证的仿制药产品数量并不多，大部分仿制药产品都掌握在行业内具备顶尖技术和研发创新的优势企业手中，而新进入该行业的企业因竞争能力和盈利水平相对较弱，存在技术研发方面的短板。

疫情短期内使得防疫药品、医疗器械、诊断试剂等相关产品需求出现较大增长，对防疫及治疗产品开发及制造企业构成直接利好。国务院、财政部等部门陆续发布了针对支持疫情防控和相关行业企业的财税金融政策，在税



收、资金、人力和社保等方面为企业提供帮助。对医药企业等防控重点企业的资金支持力度较强，所发放贷款资金利率较低，对企业财务成本产生正向影响。同时，本次疫情也反映出我国公共卫生体系治理、传染病防治工作等有待完善，中央全面深改委第十二次会议提出，将增加政府向医疗卫生领域的投入。长期来看，医药制造企业在日常运营中仍将持续面临诸多压力。政策方面，政府主导的药品降价、国家基本药物目录或医保药物目录调整、药品招标政策变化均会对公司业务开展产生深远影响。受本次疫情影响，部分企业加大了对防疫或治疗药品相关的研发投入，但投资回报存在较大不确定性，新药开发的前期研发以及产品从研制、临床实验报批到投产的周期长、环节多，易受到一些不可预测因素的影响。

## B. 政策环境

近年来，医药卫生体制改革的不断深化对医药发展态势和竞争格局产生深远影响。2020年3月5日，国务院发布《关于深化医疗保障制度改革的意见》，共八个部分28条，提出了“1+4+2”的总体改革框架。药品方面，加强监管、鼓励创新；医疗方面，防控制度优化、提高医疗可及性；支付方面，提高支付能力、效率。旨在健全完善医疗保障制度，破解看病难、看病贵问题，确保医疗保障基金稳健可持续。

2020年7月，国务院办公厅发布《关于印发深化医药卫生体制改革2020年下半年重点工作任务的通知》，在加强公共卫生体系建设、深入实施健康中国行动、深化公立医院综合改革、深化医疗保障制度改革、健全药品供应保障体系等6方面提出26条具体措施。通知明确，加大疫苗、药物和快速检测技术研发投入；加强药品耗材使用监管；逐步建立完善药品信息化追溯机制。

2020年8月，国家医保局发布《2020年国家医保药品目录调整工作方案》，正式启动今年的国家医保药品目录调整工作。目录调整工作将与疫情相关的呼吸系统疾病治疗用药都在拟纳入药品目录范围内，在评审程序方面，首次实行企业自主申报，符合条件产品的企业可以按要求提交申报材料，国家医保局将按相关工作程序、工作要求及时对这些材料进行审核，鼓励创新的导向鲜明。

**图表 4. 2020年以来我国医药行业主要政策情况**

发布时间	部门	政策名称	主要内容	作用及影响
2020.3.5	国务院	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	共八个部分28条，提出了“1+4+2”的总体改革框架。药品方面，加强监管、鼓励创新；医疗方面，防控制度优化、提高医疗可及性；支付方面，提高支付能力、效率	健全完善医疗保障制度，破解看病难、看病贵问题，确保医疗保障基金稳健可持续
2020.3.30	国家市场监督管理总局	《药品注册管理办法》	对药品注册的基本制度、基本原则、基本程序和各方主要责任义务等作出规定	强化药品质量安全风险控制，规范和加强药品监管，保障药品安全、有效和质量可控
2020.7.16	国务院办公厅	《关于印发深化医药卫生体制改革2020年下半年	加强公共卫生体系建设、深入实施健康中国行动、深化公立医院综合改革、深化医疗保障制度改	加大疫苗、药物和快速检测技术研发投入；加强药品耗材使用监管；逐步建

发布时间	部门	政策名称	主要内容	作用及影响
		重点工作任务的通知》	革、健全药品供应保障体系等 6 方面提出 26 条具体措施	立完善药品信息化追溯机制
2020.8.17	国家医保局	《2020 年国家医保药品目录调整工作方案》	将与疫情相关的呼吸系统疾病治疗用药、第二批国家组织药品集中采购中选药品,及临床急需的创新药等纳入申报范围;将风险大于收益的药品、国际上普遍退市的药品、可以被替代的价格高且谈判未成功的独家药品等将被调出目录	有利于疫情相关的呼吸系统疾病治疗用药,促进药品集中采购,进一步鼓励医药创新;将被专家评估认为风险大于收益的药品,还有目录内的一些“僵尸药”,国际上普遍撤市的药品,以及可以被替代、且价格比较贵但谈判失败的独家产品将被调出目录
2020.10.17	人大	《专利法》	为补偿新药上市审评审批占用的时间,对在中国获得上市许可的新药相关发明专利,国务院专利行政部门应专利权人的请求给予专利权期限补偿。	利好新药研发,鼓励创新
2020.10.19	国家医保局	《关于印发区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作方案的通知》	推进医保支付方式改革,提高医疗服务透明度,提升医保基金使用效率,	促进医疗机构之间分工协作、有序竞争和资源合理配置

资料来源：新世纪评级整理

### C. 竞争格局/态势

我国医药制造企业数量较多、行业整体集中度不高，市场较为分散，存在低水平竞争。根据国家统计局数据显示，截至 2020 年末，我国医药制造企业共计 7,665 家，较上年末增加 283 家。随着我国政府对环境保护和食品安全重视程度日益提升，以及相关监管政策的出台，行业内资源将不断向拥有完整产业链、较高品牌资源优势、较强规模效应及稳定的供销渠道的大型药企转移，行业内落后产能淘汰力度有所加大，行业集中度有望不断提高。同时，为快速提高研发实力、完善产品阶梯结构、实现规模化生产，并购整合手段也将成为医药制造企业提高市场集中度的主要手段之一。

该公司凭借原料药和药用辅料制造技术及成本控制能力，已形成一定的品牌知名度和市场认可度。公司为奥硝唑、盐酸左西替利嗪、磷酸盐和地红霉素等原料药国内外主要规模生产的 GMP 企业，国内市场占有率较高；药品制剂方面，公司主要产品洛索洛芬钠凝胶贴膏为独家品种，近年来市场拓展情况良好，在细分领域市场具有较强的竞争优势。

图表 5. 行业内核心样本企业基本数据概览（2020 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标		核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	归属母公司股东的权益/带息债务	流动比率	经营活动产生的现金流量净额
京新药业	32.58	60.92	56.66	30.59	13.03	2.02	5.13
力生制药	11.41	61.48	50.22	14.34	224.54	4.46	0.76
特一药业	6.33	48.30	22.56	52.11	1.04	1.06	1.69
亚宝药业	26.02	59.32	40.14	29.79	4.29	1.57	3.81

核心样本企业名称	核心经营指标		核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	归属母公司股东的权益/带息债务	流动比率	经营活动产生的现金流量净额
方盛制药	12.79	63.74	22.43	43.56	2.62	0.91	2.37
千红制药	16.68	47.61	24.52	15.76	49.70	5.35	3.17
<b>九典制药</b>	<b>9.78</b>	<b>74.85</b>	<b>11.31</b>	<b>26.09</b>	<b>9.45</b>	<b>2.78</b>	<b>1.50</b>

资料来源：各公司定期报告，新世纪评级整理

#### D. 风险关注

该公司所处行业风险主要来自：（1）医药制造行业受政府管制、药品招标等药政政策影响较大；（2）医药原料药及制剂生产企业日益增多，竞争日益激烈；（3）原料药的生产过程涉及化学危险品，环保及安全生产的压力较大；（4）药品质量管控压力；（5）药品研发投资回报的不确定性较大。

## 2. 业务运营

跟踪期内，该公司凭借原料药和药用辅料制造技术及成本控制能力，保持了较高的品牌知名度和市场认可度。公司以药品制剂业务为主，销售收入占比持续增加，带动整体盈利能力提升。其中，洛索洛芬钠凝胶贴膏市场拓展情况良好，是当期业绩增长的主要驱动力。公司盈利仍主要来源于药品制剂等主业，非经常性损益对其盈利的影响较小。此外，公司一贯重视研发，投入持续较大，短期内对公司盈利产生一定影响。长远而言，在研产品能够对现有产品线进行一定补充，并形成产品系列优势，有利于增强自身竞争力。

该公司主营业务为医药产品的研发、生产和销售，产品主要包括药品制剂、原料药、药用辅料及植物提取物四大类别。公司以研发为驱动，致力于实现“制剂+原料药+药用辅料”的一体化发展。公司主要产品有洛索洛芬钠凝胶贴膏、泮托拉唑钠肠溶片、奥硝唑片及分散片等原料药及口服制剂。

跟踪期内，该公司凭借原料药和药用辅料制造技术及成本控制能力，保持了较高的品牌知名度和市场认可度。公司为奥硝唑、盐酸左西替利嗪、磷酸盐和地红霉素等原料药国内外主要规模生产的 GMP 企业，国内市场占有率较高；药品制剂方面，公司主要产品洛索洛芬钠凝胶贴膏为独家品种，近年来市场拓展情况良好，在细分领域市场具有较强的竞争优势。2020 年，公司实现营业收入 9.78 亿元，同比增长 5.85%；毛利率为 74.85%，较上年同期上升 7.37 个百分点，主要是高毛利的制剂品种销售占比增加以及药用辅料产品结构持续调整所致。2021 年第一季度，公司实现营业收入 2.78 亿元，同比增长 73.31%，主要是上年同期受疫情影响基数较低，且公司盈利能力持续提升所致，当期毛利率进一步增至 77.42%。

**图表 6. 公司主业基本情况**

主营业务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
医药制造业	销售地区以国内为主，部分原料药、药用辅料、植物提取物等出口	纵向一体化	产品/采购/生产/销售/研发等

资料来源：九典制药

**(1) 主业运营状况/竞争地位**

**图表 7. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）**

主导产品或服务	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
<b>营业收入合计（亿元）</b>	<b>8.01</b>	<b>9.24</b>	<b>9.78</b>	<b>2.78</b>
其中：核心业务营业收入（亿元）	8.01	9.21	9.76	2.66
在营业收入中所占比重（%）	100.00	99.65	99.75	95.67
其中：（1）药品制剂	5.05	6.55	7.95	2.25
在核心业务收入中所占比重（%）	63.01	71.16	81.46	84.41
（2）原料药	0.88	0.73	0.75	0.12
在核心业务收入中所占比重（%）	11.04	7.94	7.65	4.53
（3）药用辅料	1.75	1.58	0.67	0.22
在核心业务收入中所占比重（%）	21.82	17.16	6.85	8.24
（4）植物提取物及其他	0.33	0.34	0.40	0.07
在核心业务收入中所占比重（%）	4.12	3.74	4.05	2.82
<b>毛利率（%）</b>	<b>59.61</b>	<b>67.48</b>	<b>74.85</b>	<b>77.42</b>
其中：药品制剂（%）	81.91	84.16	84.74	85.60
原料药（%）	42.13	54.20	50.56	35.53
药用辅料（%）	12.33	15.40	26.93	29.48
植物提取物及其他（%）	15.78	17.69	7.62	13.12

资料来源：九典制药

从产品结构看，该公司产品品种较为丰富、结构合理。公司洛索洛芬钠凝胶贴膏、盐酸左西替利嗪片和泮托拉唑钠肠溶片等 50 个品种共 63 个产品品规进入国家医保目录，能面向医保报销客户销售，销售覆盖面广。在销的参苓口服液、复方南五加口服液和开胃理脾口服液等为国内独家品种，洛索洛芬钠凝胶贴膏、盐酸左西替利嗪胶囊、塞克硝唑分散片等为独家剂型，能够避免市场中的同质化竞争。

2020 年，该公司药品制剂板块实现销售收入 7.95 亿元，同比增长 21.29%。其中，洛索洛芬钠凝胶贴膏销售收入 4.16 亿元，同比增长 176.21%，是公司当期业绩增长的主要驱动力。洛索洛芬钠凝胶贴膏与传统贴膏剂相比在疗效、舒适度等多方面均具备一定优势，预计未来有望保持增长。目前，公司的氟比洛芬凝胶贴膏和酮洛芬巴布膏已经申报生产，吡哌美辛凝胶贴膏进入临床研究，透皮贴剂产品线持续丰富。同期，公司奥硝唑制剂、盐酸左西替利嗪

制剂和地红霉素制剂等产品受疫情、药品集中采购降价及市场竞争等因素影响，销售规模有所下滑。关注公司经营情况对单一品种依赖度上升的风险。

**图表 8. 2020 年公司销售规模前五大制剂品种**

序号	产品	产品用途（适应症）	销售规模（亿元）	同比增幅（%）
1	洛索洛芬钠凝胶膏	用于以下疾病及症状的消炎、镇痛：骨关节炎、肌肉痛、外伤后的肿胀疼痛。	4.16	176.21
2	泮托拉唑钠肠溶片	适用于活动性消化性溃疡(胃、十二指肠溃疡)、反流性食管炎和卓-艾氏综合征。	0.89	22.03
3	奥硝唑片/分散片	用于治疗由厌氧菌感染引起的多种疾病；男女泌尿生殖道毛滴虫、贾第氏鞭毛虫感染引起的疾病（如阴道滴虫病等）；肠、肝阿米巴虫病（包括阿米巴痢疾、阿米巴肝脓肿），肠、肝变形虫感染引起的疾病；用于预防和治疗各科手术后厌氧菌感染。	0.82	-13.66
4	盐酸左西替利嗪片/胶囊/口服液	用于荨麻疹、过敏性鼻炎、湿疹、皮炎、皮肤瘙痒症等。	0.40	-66.13
5	地红霉素肠溶片	用于治疗感染。如呼吸道感染、皮肤感染等	0.24	-53.16

资料来源：九典制药

该公司通过使用高品质的自产原料药、药用辅料和中药浸膏，制成制剂，形成了从原料药到制剂，从中药提取到中成药的完整产业链。跟踪期内，公司奥硝唑、塞克硝唑、盐酸左西替利嗪等原料药覆盖了国内主要市场，目前已成功开发了药用辅料 54 个，如磷酸盐系列、微晶纤维素、乳糖、麦芽糖、羧甲淀粉钠、辛酸钠、硫酸铵等药用辅料的竞争优势凸显。

2020 年，该公司原料药实现销售收入 0.75 亿元，同比增长 1.98%；药用辅料实现销售收入 0.67 亿元，同比减少 57.73%。跟踪期内，公司药用辅料销售收入下降一方面是因为生产基地搬迁导致重新注册、认证；另一方面则是公司主动优化产品结构，降低了低毛利品种的销售规模，当期该业务毛利率为 26.93%，较上年同期上升 11.53 个百分点。

随着仿制药一致性评价政策持续推进，国内仿制药市场更为规范，为具有一定研发优势的制药企业提供了较好机遇。跟踪期内，该公司泮托拉唑钠肠溶片（40mg）、盐酸左西替利嗪胶囊（5mg）、泮托拉唑钠肠溶片（20mg）和奥硝唑片（500mg）通过一致性评价；奥硝唑片（550mg）、奥硝唑分散片（250mg）、奥硝唑片（250mg）和琥珀酸亚铁片（100mg）申报补充申请。

**图表 9. 公司一致性评价进展情况**

序号	药品名称	剂型	规格	适应症	一致性评价研究工作所处阶段	注册分类
1	泮托拉唑钠肠溶片	片剂	40mg	消化性溃疡	已通过一致性评价	化药4
2	盐酸左西替利嗪胶囊	胶囊	5mg	荨麻疹、过敏性鼻炎、湿疹、皮炎、皮肤瘙痒症等	已通过一致性评价	化药4
3	泮托拉唑钠肠溶片	片剂	20mg	消化性溃疡	已通过一致性评价	化药4
4	奥硝唑片	片剂	500mg	抗菌药	已通过一致性评价	化药3
5	奥硝唑片	片剂	550mg	抗菌药	已申报补充申请	化药3



序号	药品名称	剂型	规格	适应症	一致性评价研究工作所处阶段	注册分类
6	奥硝唑分散片	分散片	250mg	抗菌药	已申报补充申请	化药3
7	奥硝唑片	片剂	250mg	抗菌药	已申报补充申请	化药3
8	琥珀酸亚铁片	片剂	100mg	缺铁性贫血	已申报补充申请	化药3

资料来源：九典制药

经过多年运营，该公司已形成了较为成熟的运营模式：采购方面，公司采购主要分为原辅材料、包材及其他物资的采购与生产设备、检测仪器设备、公用工程设备等采购。其中，公司主要原辅包材包括化工原料、原料药、中药材、包材等，针对原材料采购，公司根据生产需求制定采购计划。随着宏阳新厂的逐步投产，原料、辅料逐步上线生产、销售，公司产品结构相应进行调整，低毛利辅料品种正逐步被高毛利原辅料的品种替代。2020年，公司前五大供应商合计采购金额为0.65亿元，占当年采购总额比例为36.41%，与上年基本持平。

生产方面，该公司主要产品总体采用以销定产的方式组织生产。随着经营规模扩大以及产品品种增加，为解决产能瓶颈，提升供货能力，公司投资建设了数个生产和研发项目，其中原料药生产基地建设一期项目和药品口服固体制剂生产线扩建项目为公司IPO的募投项目。目前，公司药品制剂和植物提取物的生产基地主要位于长沙浏阳经济技术开发区，为国家级经济技术开发区。园区位于国家中部地区，地处长株潭一体化经济圈枢纽带、东南沿海地区和中西部地区“过渡带”，系沟通南北方和东西部的交通要道，拥有较发达的高速公路网。公司原料药和药用辅料生产基地主要位于望城经济开发区铜官循环经济工业基地。园区依托接至京广线的华电长沙电厂铁路专用线，建设了园区仓储物流区铁路专用线，并延伸至园区深水码头，紧临湘江深水航道区，具有天然优势。随着公司募集资金投资项目的建设并完成，公司生产能力显著提高，产品质量和市场竞争力得到增强，但项目实施效果能否达成预期尚存在着一定的不确定性。

销售方面，该公司根据各类产品的不同市场特点，以事业部的形式进行产品销售。目前，公司成立了临床事业部、OTC事业部、原辅料事业部和国际拓展部等部门。其中，临床事业部和OTC事业部负责制剂产品包括处方药及非处方药（OTC产品）销售；原辅料事业部负责原料药、药用辅料、植物提取物的销售；国际拓展部负责原辅料等出口业务。在“两票制”政策影响下，公司逐步调整客户结构并提高采用“合作经销”模式<sup>2</sup>的比重。2020年，公司前五名客户合计销售金额为2.52亿元，占当年销售总额的比例为25.71%，较上年增加7.88个百分点。由于公司发展了更多具有配送能力的大型经销商客户，经销商客户整体质量有所提高，而客户集中度呈现上升趋势。

<sup>2</sup> 合作经销模式即公司从营销能力、销售渠道、信用等多方面遴选优质的医药商业公司（具有GSP资格）作为经销商，与其建立长期稳定的合作关系，公司协同医药商业公司合作开发、共同维护医院和零售药店等终端客户的模式。



该公司是一家研发驱动型企业，持续重视产品研发及技术储备工作，其主导产品及主要品种均为自主研发，并成功实现产业化。公司重点围绕已有品种所形成的特色系列，巩固现有优势品种，且对潜力品种系列形成补充，根据市场需求不断进行新药研发。截至 2020 年末，公司已取得 111 个制剂品种的批准文号，完成了 38 个原料药品种的备案登记，54 个药用辅料批文的备案登记。其中，公司枸橼酸氢钾钠颗粒、洛索洛芬钠片、厄贝沙坦片和铝碳酸镁咀嚼片已于 2020 年内获得药品批准文号，上述品种是国内首家按照新注册分类 4 申报的品种，视同通过一致性评价。

**图表 10. 2020 年公司新增制剂药品批文情况**

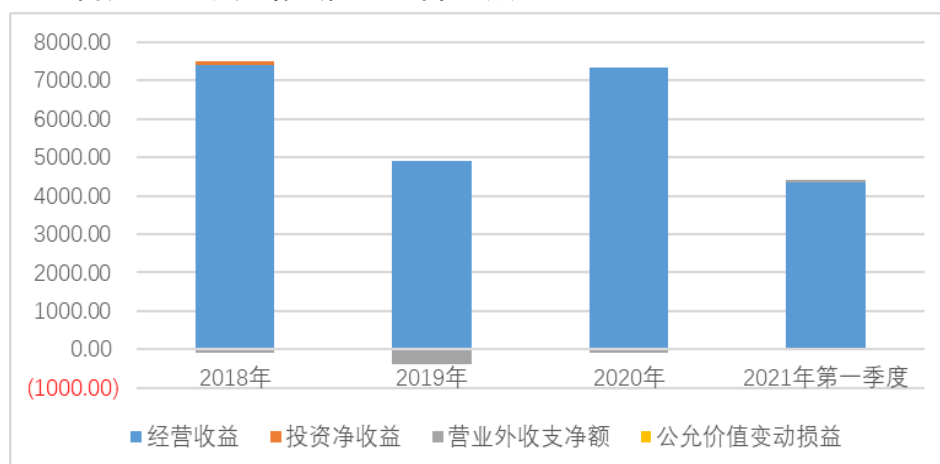
序号	药品名称	规格	剂型	药品批准文号	批文有效期限	医保情况
1	枸橼酸氢钾钠颗粒	2.5g: 2.4275g	颗粒剂	国药准字 H20203503	2025 年 9 月 29 日	国家医保
2	洛索洛芬钠片	60mg (以 C <sub>15</sub> H <sub>17</sub> NaO <sub>3</sub> 计)	片剂	国药准字 H20203538	2025 年 10 月 26 日	国家医保
3	厄贝沙坦片	0.15g	片剂	国药准字 H20203592	2025 年 11 月 23 日	国家医保
4	铝碳酸镁咀嚼片	0.5g	片剂	国药准字 H20203745	2025 年 12 月 28 日	国家医保

资料来源：九典制药

此外，该公司拥有较为丰富的研发项目储备，截至 2020 年末主要在研项目中共有 45 个制剂品种，分别处于临床前研究、临床研究以及申报生产等各个阶段。2020 年，公司研发投入为 8,167.74 万元，占当期营业收入的 8.35%。在研产品能够对现有产品线进行一定补充，并形成产品系列优势。但医药产品具有高科技、高风险、高附加值的特点，药品的前期研发以及产品从研制、临床试验报批到投产的周期长，易受到技术、审批、政策等多方面因素的影响，临床试验进度及结果、未来产品市场竞争形势均存在诸多不确定性。

## (2) 盈利能力

**图表 11. 公司盈利来源结构 (单位：万元)**



资料来源：根据九典制药所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

跟踪期内，该公司营业毛利从上年 6.24 亿元增至 2020 年的 7.32 亿元，

主要是公司销售模式调整、市场开拓力度较大和新产品投产上市等所致。公司营业毛利主要来自药品制剂业务，实现营业毛利 6.74 亿元，占营业毛利总额的 91.99%，占比进一步提升。2021 年第一季度，公司实现营业毛利 2.15 亿元，同比增长 95.45%，主要是上年同期受疫情影响基数较低，且公司盈利能力持续提升所致。

跟踪期内，该公司期间费用继续增长，主要是销售模式中合作经销模式比例逐步加大，市场推广费用增长较快，且公司为进一步提升核心竞争力，保持了一定规模的研发投入所致。2020 年，公司期间费用合计 6.34 亿元，同比增长 13.57%；期间费用率为 64.82%，较上年同期上升 4.40 个百分点。其中，销售费用 5.09 亿元，同比增长 24.64%，主要是两票制全面推广后，产品销售价格提升，同时需更多的承担市场开发及学术推广费等终端销售推广费用，进一步推动了销售费用的增长；研发费用 0.82 亿元，随着新研发项目启动、工艺研究验证项目增加，以及重点品种一致性评价工作的推进，未来公司研发支出或将维持在较大规模；财务费用 0.05 亿元，同比增长 17.07%，主要是公司项目建设及研发投入使得资金需求增加，银行借款相应增长所致。

**图表 12. 公司营业利润结构分析**

公司营业利润结构	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	8.01	9.24	9.78	2.78
毛利（亿元）	4.78	6.24	7.32	2.15
其中：药品制剂	4.14	5.51	6.74	1.93
原料药	0.37	0.40	0.38	0.04
药用辅料	0.22	0.24	0.18	0.06
植物提取物及其他	0.05	0.06	0.03	0.01
期间费用率（%）	48.78	60.42	64.82	60.00
其中：财务费用率（%）	-0.08	0.45	0.50	0.33
<b>全年利息支出总额（万元）</b>	<b>129.42</b>	<b>467.63</b>	<b>524.91</b>	—
<b>其中：资本化利息数额（万元）</b>	—	—	—	—

资料来源：根据九典制药所提供数据整理

2020 年，该公司分别实现营业外收入 78.91 万元，2018 年以来规模较小，主要是由于会计政策变更，自当期起与企业日常活动相关的政府补助由营业外收入转入其他收益科目。同期，公司实现其他收益 1,844.00 万元，主要是随着公司 IPO 的募投项目建设完成及一致性评价项目的推进，公司确认的产业振新和技术改造补助、一致性评价研发及产业化补助增加所致。整体而言，公司盈利主要来源于主营业务经营活动，非经常性损益对其盈利的影响较小。

**图表 13. 影响公司盈利的其他因素分析**

影响公司盈利的其他因素	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
投资净收益（万元）	85.39	—	—	—
其中：理财产品（万元）	85.39	—	—	—
营业外收入（万元）	62.89	82.87	78.91	87.34
其中：与企业日常活动无关的政府补助（万元）	11.19	7.41	35.63	—
公允价值变动损益（万元）	—	—	—	—

资料来源：根据九典制药所提供数据整理

### (3) 运营规划/经营战略

该公司将坚持“九转中西、典诺健康”的核心理念，抓住医药行业发展机遇，充分利用在外用贴膏剂产品上已取得的研究和销售成果，发挥在原料药及系列制剂产品领域的资源优势，全面提升核心竞争力，实现可持续发展，力争在三年内成为国内局部经皮给药的龙头企业，并逐步成长为中国医药行业领跑者之一。

## 管理

跟踪期内，该公司股权关系稳定，进一步建立健全和有效实施内部控制。公司日常关联交易规模很小，对经营业绩和财务状况影响有限。

自成立以来，该公司控股股东、实际控制人始终为朱志宏先生，未发生过变更。截至 2021 年 3 月末，朱志宏持有公司股份 8,391.00 万股，持股比例为 35.76%，且不存在股权质押情况。

该公司经常性关联交易主要为租赁关联方资产。2020 年，公司租赁湖南汇阳信息科技有限公司（为公司副董事长段立新的控股公司）持有的金瑞麓谷 A1 栋第 2~3 层办公楼，确认租赁费用 133.36 万元，交易价格以市场定价。

跟踪期内，该公司按照相关法律法规的规定，进一步健全了内部控制管理体系，梳理和完善各项规章制度、业务操作流程，并强化执行有效性，确保内部控制能够涵盖公司层面和业务层面的各个环节。

根据该公司提供的《企业信用报告》（2021 年 5 月 31 日）及相关资料，跟踪期内公司不存在未结清违约记录及重大诉讼情况。

**图表 14. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）**

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2021/5/31	无	不涉及	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2021/6/1	不涉及	无	不涉及	不涉及

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
重大诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台/公司情况说明	2021/6/1	无	不涉及	无	不涉及
工商	国家企业信用信息公示系统	2021/6/1	无	不涉及	无	不涉及
安全	公司情况说明	2021/6/1	无	无	无	不涉及

资料来源：根据九典制药所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

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

## 财务

跟踪期内，该公司继续在建设生产项目方面进行投入，债务规模略有增长；得益于良好的经营积累，财务杠杆保持在较低水平。公司资产仍以非流动性资产为主，随着建设项目完工转固，折旧费用将有所增加，短期内对业绩产生不利影响。公司经营创现情况良好，可对即期债务偿付提供一定保障。

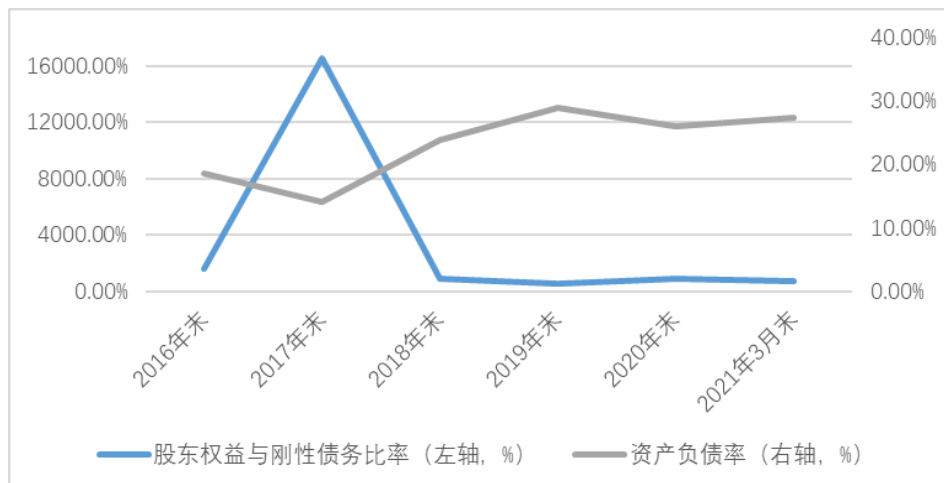
### 1. 数据与调整

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018 年至 2020 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。公司按照财务部颁布的《企业会计准则-基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定编制财务报表。公司 2021 年第一季度财务报表未经审计。公司主要子公司及其概况详见附录三。

### 2. 资本结构

#### (1) 财务杠杆

图表 15. 公司财务杠杆水平变动趋势



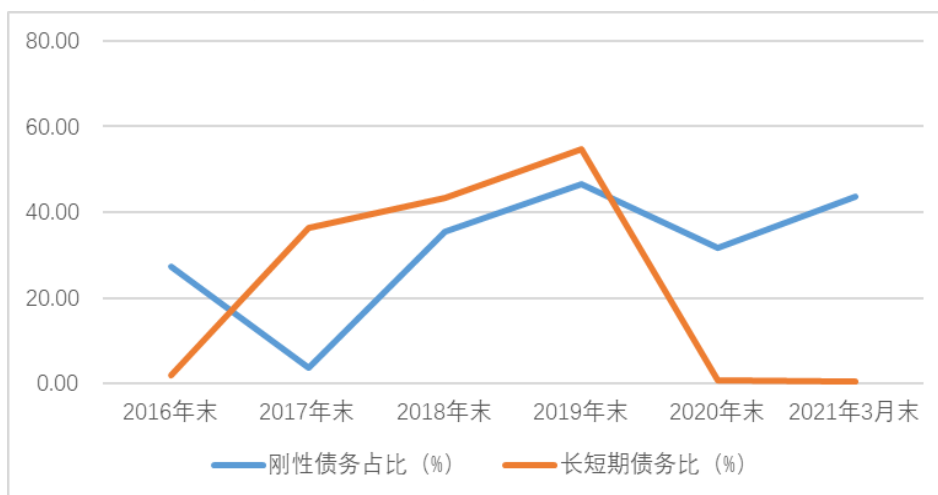
资料来源：根据九典制药所提供数据绘制

2018~2020年末及2021年3月末,该公司资产总额分别为9.43亿元、10.72亿元、11.31亿元和12.14亿元,负债总额分别为2.25亿元、3.10亿元、2.95亿元和3.32亿元。近年来,随着产品品种增加,为解决产能瓶颈,提升供货能力,公司在建设生产项目方面持续投入,从而推动了债务规模总体呈现增长趋势。同期末,公司资产负债率分别为23.86%、28.94%、26.09%和27.35%,得益于良好的经营积累,财务杠杆保持在较低水平。

资本补充方面,该公司于2017年9月21日完成了人民币普通股A股的发行,社会公众投资者认缴公司公开发行的2,934.00万股A股股票,募集资金总额3.04亿元,扣除相关费用后,实际募集资金净额2.68亿元。2018~2020年末及2021年3月末,公司所有者权益分别为7.18亿元、7.62亿元、8.36亿元和8.82亿元,主要随着经营积累而有所增加。

## (2) 债务结构

图表 16. 公司债务结构及核心债务<sup>3</sup>



核心债务	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年3月末
<b>刚性债务 (万元)</b>	<b>2,000.00</b>	<b>400.00</b>	<b>7,968.94</b>	<b>14,449.90</b>	<b>9,790.88</b>	<b>12,366.88</b>
应付账款 (万元)	3,019.51	3,261.31	5,471.38	6,500.95	5,056.58	6,194.17
预收账款 (万元)	774.40	1,204.59	1,603.05	1,650.50	4,215.51	3,631.17
其他应付款 (万元)	947.60	1,154.15	1,194.69	1,608.51	1,266.88	1,853.69
<b>刚性债务占比 (%)</b>	<b>27.17</b>	<b>3.67</b>	<b>35.41</b>	<b>46.58</b>	<b>31.56</b>	<b>43.72</b>
应付账款占比 (%)	41.02	29.93	24.31	20.96	16.30	21.90
预收账款占比 (%)	10.52	11.06	7.12	5.32	13.59	12.84
其他应付款占比 (%)	12.87	10.59	5.31	5.18	4.08	6.55

资料来源:根据九典制药所提供数据绘制

近年来,该公司的核心债务除刚性债务外,主要是应付账款、合同负债和其他应付款等。截至2020年末,公司应付账款为0.51亿元,较上年末减

<sup>3</sup> 为保证数据可比性,将2020年及2021年3月末合同负债余额于预收账款科目列示。

少 22.22%，主要为应付经营性采购款及应付工程款项等，其中账龄 1 年以内的应付账款超过 90%；合同负债为 0.42 亿元，其中技术开发与转让 0.29 亿元，当期公司向太阳升（亳州）生物医药科技有限公司转让了左羟愈酚胶囊的所有技术及与之相关的全部知识产权和其他权利；其他应付款为 0.13 亿元，较上年末减少 20.17%，主要为供应商质保金、代理商保证金等，个人往来款主要系公司员工根据制度报销的未支付费用。

### (3) 刚性债务

图表 17. 公司刚性债务构成（单位：万元）

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
<b>刚性债务合计</b>	<b>2,000.00</b>	<b>400.00</b>	<b>7,968.94</b>	<b>14,449.90</b>	<b>9,790.88</b>	<b>12,366.88</b>
短期刚性债务合计	2,000.00	400.00	5,000.00	7,577.59	2740.65	5476.49
其中：短期借款	2,000.00	400.00	5,000.00	6,500.00	1,040.00	3,040.00
应付票据	—	—	—	434.18	934.17	1,662.13
一年内到期长期借款	—	—	—	643.41	752.09	757.80
中长期刚性债务合计	—	—	2,968.94	6,872.31	7,050.23	6,890.39
其中：长期借款	—	—	2,968.94	6,872.31	7,050.23	6,890.39

资料来源：根据九典制药所提供数据整理

近年来，该公司刚性债务总额随着业务规模的扩大、建设项目的推进和研发投入的增加而持续增长。2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司刚性债务总额分别为 0.80 亿元、1.44 亿元、0.98 亿元和 1.24 亿元，主要由银行借款构成。2018 年以来，考虑到自身经营活动的需要以及资本支出和研发投入周期较长的特征，公司适当的增加了长期借款，债务结构得到优化。同期末，公司长短期债务比分别为 43.22%、54.69%、63.04%和 54.79%。

图表 18. 截至 2020 年末公司银行借款构成（单位：万元）

银行借款	质押借款	抵押借款	保证借款	信用借款	合计
短期借款	—	1,040.00	—	—	<b>1,040.00</b>
一年内到期的长期借款	—	752.09	—	—	<b>752.09</b>
长期借款	—	4,400.23	2,650.00	—	<b>7050.23</b>
<b>合计</b>	<b>—</b>	<b>6,192.32</b>	<b>2,650.00</b>	<b>—</b>	<b>8,842.32</b>

资料来源：九典制药

该公司银行借款融资成本主要在 4~6%的区间内。截至 2021 年 3 月末，公司 1 年以内、1~2 年、2~3 年和 3~5 年及以上银行借款占比分别为 35.53%、57.74%、4.29%和 2.43%，期限结构基本满足了自身经营与长期资产投入需要。



图表 19. 公司 2021 年 3 月末银行借款融资成本/利率区间与期限结构 (单位: 万元)

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年 (不含 2 年)	2~3 年 (不含 3 年)	3~5 年 (不含 5 年)	5 年及以上
4% 以内	—	—	—	—	—
4%~5% (不含 5%)	3,350.00	5,260.00	—	—	—
5%~6% (不含 6%)	447.80	911.82	458.97	259.60	—
6% 及以上	—	—	—	—	—
合计	3,797.80	6,171.82	458.97	259.60	—

资料来源: 九典制药

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 20. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
营业周期 (天)	188.08	168.93	159.70	197.03	269.81	—
营业收入现金率 (%)	113.79	108.61	111.92	114.21	112.35	100.12
业务现金收支净额 (亿元)	2.19	2.73	5.20	7.09	8.58	2.27
其他因素现金收支净额 (亿元)	-1.64	-1.92	-4.52	-6.18	-7.08	-2.14
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	0.55	0.80	0.68	0.91	1.50	0.13
EBITDA (亿元)	0.77	0.94	1.03	1.01	1.45	—
EBITDA/刚性债务 (倍)	3.86	7.80	2.47	0.90	1.20	—
EBITDA/利息支出 (倍)	58.10	138.36	79.85	21.69	27.66	—

资料来源: 根据九典制药所提供数据整理

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

2018~2020 年度, 该公司营业周期分别约为 159.70 天、197.03 天和 269.81 天, 呈现持续上升趋势。同期, 公司应收账款周转次数分别为 8.29 次、7.62 次和 6.63 次, 随着业务规模不断增长, 应收账款数量相应增加, 关注资金占用及坏账风险; 公司存货周转次数分别为 3.16 次、2.45 次和 1.70 次, 主要是公司生产管理采用以销定产方式, 在保证保底库存的基础上, 收入增长导致存货备货增加。

2018~2020 年及 2021 年第一季度, 该公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 8.97 亿元、10.55 亿元、10.99 亿元和 2.78 亿元, 营业收入现金率分别为 111.92%、114.21%、112.35% 和 100.12%; 由于两票制全面推广, 公司销售模式有所调整, 承担的广告、推广费用大幅增加, 使得相关支出亦大幅上升。同期, 公司经营性现金流量净额分别为 0.68 亿元、0.91 亿元、1.50 亿元和 0.13 亿元, 经营创现能力总体保持稳定。

2018~2020年，该公司EBITDA分别为1.03亿元、1.01亿元和1.45亿元，随利润总额变化有所波动。2020年度，公司固定资产折旧和列入财务费用的利息支出在EBITDA中占比分别为62.56%和29.97%。近年来，随着资本支出和研发投入带来的资金需求增加，公司银行借款持续增长，EBITDA对刚性债务的覆盖程度整体有所下降。

## (2) 投资环节

图表 21. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	—	—	0.01	—	—	—
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.31	-0.98	-2.57	-1.79	-0.78	-0.23
其他因素对投资环节现金流量影响净额	—	—	—	—	—	—
<b>投资环节产生的现金流量净额</b>	<b>-0.31</b>	<b>-0.98</b>	<b>-2.56</b>	<b>-1.79</b>	<b>-0.78</b>	<b>-0.23</b>

资料来源：根据九典制药所提供数据整理

2018~2020年及2021年第一季度，该公司投资环节产生的现金流量净额分别为-2.57亿元、-1.79亿元、-0.78亿元和-0.23亿元，主要是随着经营规模扩大以及产品品种增加，为解决产能瓶颈，提升供货能力，公司在建设生产项目方面持续投入。其中，公司IPO的募投项目原料药生产基地建设一期项目和药品口服固体制剂生产线扩建项目投资规模较大，目前均已建设完成。此外，为满足自身研发驱动的战略发展及业务需要，公司拟投资建设新药研发项目和外用制剂车间扩产项目，预计总投资金额2.37亿元，其中募集资金投入1.89亿元，自筹资金投入0.48亿元，建设周期分别为5年和1年，中短期内公司投资环节产生的现金流量仍将持续净流出。

## (3) 筹资环节

图表 22. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
权益类净融资额	0.13	2.68	-0.16	-0.15	-0.14	-0.01
债务类净融资额	0.00	-0.25	0.76	0.60	-0.52	0.18
其中：现金利息支出	0.01	0.01	0.01	0.05	0.05	—
<b>筹资环节产生的现金流量净额</b>	<b>0.13</b>	<b>2.43</b>	<b>0.60</b>	<b>0.45</b>	<b>-0.66</b>	<b>0.17</b>

资料来源：根据九典制药所提供数据整理

2018~2020年及2021年第一季度，该公司筹资活动产生的现金流量净额分别为0.60亿元、0.45亿元、-0.66亿元和0.17亿元。近年来，公司在长期资产方面持续投入，除募集资金外尚有部分需要自筹，而经营活动产生的现金净流入未能满足项目建设和研发投入需求，公司主要通过银行借款融资实现补充。公司于2021年4月发行了规模为2.70亿元的“九典转债”，将增加

公司长期债务占负债总额的比重，有效缓解了融资压力。

#### 4. 资产质量

图表 23. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动资产 (亿元, 在总资产中占比)	2.35	5.19	4.66	4.54	5.04	5.76
	59.09%	67.43%	49.40%	42.36%	44.54%	47.42%
其中: 货币资金 (亿元)	0.71	2.98	1.71	1.32	1.35	1.45
应收账款 (亿元)	0.52	0.82	1.12	1.31	1.64	1.80
存货 (亿元)	0.78	0.96	1.09	1.36	1.53	1.93
其他流动资产(亿元)	0.03	0.02	0.24	0.34	0.19	0.18
非流动资产 (亿元, 在总资产中占比)	1.62	2.51	4.77	6.18	6.27	6.38
	40.91%	32.57%	50.60%	57.64%	55.46%	52.58%
其中: 固定资产 (亿元)	1.12	1.31	3.51	5.34	5.08	5.28
在建工程 (亿元)	0.26	0.43	0.54	0.02	0.25	0.15
无形资产 (亿元)	0.17	0.52	0.53	0.52	0.51	0.53
期末全部受限资产账面金额(亿元)	—	0.24	1.01	2.38	2.25	—
受限资产账面余额/总资产 (%)	—	3.11	10.71	22.17	19.87	—

资料来源: 根据九典制药所提供数据整理

随着投资项目的不断建设和经营规模的扩张, 该公司资产规模增速较快, 2018~2020 年末及 2021 年 3 月末, 公司资产总额分别为 9.43 亿元、10.72 亿元、11.31 亿元和 12.14 亿元。跟踪期内, 随着经营规模的扩大, 应收账款余额和存货储备相应增加, 公司流动资产的比重持续提升。

该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成。截至 2020 年末, 公司货币资金为 1.35 亿元, 较上年末增加 2.80%, 其中受限资金 0.04 亿元, 主要是银行承兑汇票保证金; 应收账款 1.64 亿元, 较上年末增加 25.62%, 主要是销售模式的变化和经营规模扩大所致, 其中账龄一年以内的占比 94.63%, 近年来公司发展了更多具有配送能力的大型经销商客户, 经销商客户整体质量有所提高, 应收账款回笼风险相对可控; 存货为 1.53 亿元, 较上年末增加 12.26%, 以库存商品和原材料为主, 主要是公司生产管理采用以销定产方式, 在保证保底库存的基础上, 收入增长导致存货备货增加; 其他流动资产为 0.19 亿元, 主要是待抵扣进项税额增加。截至 2021 年 3 月末, 公司流动资产合计 5.76 亿元, 较期初增加 14.33%, 主要当期药品制剂业务销售情况良好, 公司增加了产品储备, 期末存货余额增至 1.93 亿元。

该公司非流动资产以固定资产、在建工程 and 无形资产为主。公司重视产品研发及技术储备工作, 持续推进产能建设及生产认证投入, 随着项目完工转固, 公司固定资产规模大幅增加。截至 2020 年末, 公司固定资产为 5.08 亿元, 以房屋、建筑物和机械设备为主, 账面价值占资产总额的比例为

44.95%，随着项目结转确认公司折旧费用将有所增加，短期内对公司业绩产生不利影响；在建工程分别为 0.25 亿元，较上年末增加 0.23 亿元主要是二车间生产线改造项目和七车间生产线项目持续投入所致；无形资产 0.51 亿元，与上年末基本持平，主要是土地使用权和专利技术等。截至 2021 年 3 月末，公司非流动资产合计 6.38 亿元，较期初增加 1.79%，在资产总额中的比例降至 52.58%，主要科目未发生较大变化。

截至 2020 年末，该公司受限资产账面价值合计 2.25 亿元，受限比例为 19.87%。公司受限资产主要由开立保证金受限的货币资金、开立银行借款抵押的固定资产和无形资产等构成。其中，公司以房产和土地为抵押物，分别向长沙银行和兴业银行签订了借款合同，期末合计借款金额为 0.62 亿元。

**图表 24. 截至 2020 年末公司受限资产情况（单位：亿元）**

项目	金额	原因
货币资金	0.04	银行承兑汇票保证金
固定资产	2.11	银行借款抵押
无形资产	0.10	银行借款抵押
合计	2.25	—

资料来源：九典制药

## 5. 流动性/短期因素

**图表 25. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率（%）	324.85	648.77	296.51	226.47	278.30	268.43
速动比率（%）	209.97	526.45	222.18	157.07	190.36	173.02
现金比率（%）	129.62	420.19	130.84	74.21	82.70	76.42

资料来源：根据九典制药所提供数据整理

2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司流动比率分别为 296.51%、226.47%、278.30%和 268.43%，速动比率分别为 222.18%、157.07%、190.36%和 173.02%。其中，2018 年末和 2019 年末有所下降，主要是因经营活动需要公司短期借款增加所致。整体而言，公司经营创现能力较好，融资渠道畅通，仍有一定规模尚未使用银行授信，可为债务偿付形成一定保障。

## 6. 表外事项

截至 2021 年 3 月末，该公司无重大未决诉讼。

截至 2021 年 3 月末，该公司无对外担保事项。

## 7. 集团本部财务质量

该公司本部资产以非流动资产为主，截至 2020 年末，公司本部资产总额

为 10.10 亿元，其中流动资产 4.85 亿元，非流动资产 5.25 亿元。公司本部流动资产以货币资金、应收账款和存货为主。当期末，货币资金为 1.21 亿元；应收账款 1.61 亿元，其中账龄为 1 年以内的占比 94.18%；存货 0.96 亿元，主要系库存商品、在产品等。公司本部非流动资产以长期股权投资和固定资产为主，其中长期股权投资主要系对 3 家全资子公司的投资，期末余额为 2.80 亿元；固定资产 1.99 亿元，主要是房屋、建筑物和机械设备为主。

截至 2020 年末，该公司本部负债总额为 1.38 亿元，以流动负债为主。当期末，公司本部流动负债为 1.30 亿元，主要是应付账款、合同负债和其他应收款等。其中，合同负债 0.40 亿元，主要是当期公司向太阳升（亳州）生物医药科技有限公司转让了左羟愈酚胶囊的所有技术及与之相关的全部知识产权和其他权利。

该公司本部从事医药产品的研发、生产和销售，产品主要包括药品制剂、原料药、药用辅料及植物提取物四大类别。2020 年，公司本部实现营业收入 8.40 亿元，同比减少 5.26%；实现净利润 0.87 亿元，同比增长 33.82%，主要是高毛利的制剂品种销售占比增加以及药用辅料产品结构持续调整所致。

## 外部支持因素

截至 2021 年 3 月末，该公司共计获得银行授信 3.35 亿元，其中已使用规模 1.07 亿元，尚未使用规模 2.28 亿元。公司作为上市公司，能获得一定金融机构信贷支持，主要是长沙银行、招商银行和兴业银行等。

**图表 26. 来自大型国有金融机构的信贷支持**

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模 /余额	利率区间	附加条件/增信 措施
全部（亿元）	3.35	3.35	1.07/2.28	4.05%-5.145%	信用、保证、抵押、质押
其中：大型国有金融机构占比（%）	—	—	—	—	—

资料来源：根据九典制药所提供数据整理（截至 2021 年 3 月末）

## 附带特定条款的债项跟踪分析

该公司本次发行的可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。其中，“九典转债”转股期的起止日期为：2021 年 10 月 8 日至 2027 年 3 月 31 日，目前尚未进入转股期。

本次发行的可转债的初始转股价格为 26.48 元/股，该公司于 2021 年 5 月 7 日召开 2020 年度股东大会，审议通过了《关于公司 2020 年度利润分配预案的议案》，2020 年度权益分派方案为：以公司总股本 2.35 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 0.43 元（含税），不进行资本公积转

增股本，未分配利润结转以后年度。根据本次可转债募集说明书以及证监会关于可转换公司债券发行的有关规定，调整后的“九典转债”的转股价格为26.44元/股，调整后的转股价格自2021年5月19日（除权除息日）起生效。

在本次发行之后，当该公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）或配股、派送现金股利等情况使公司股份发生变化时，将依次进行转股价格调整，并在中国证券监督管理委员会指定的上市公司信息披露媒体上刊登转股价格调整的公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股期间（如需）。

此外，当该公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次发行的可转债持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次发行的可转债持有人权益的原则调整转股价格。

本次发行可转换公司债券预案中亦制定了转股价格向下修正条款、转股股数的确定方式以及转股时不足一股金额的处理方法、赎回条款、回售条款和转股后的股利分配等，详见该公司本次发行的上市公告书和募集说明书。

## 跟踪评级结论

跟踪期内，该公司股权关系稳定，进一步建立健全和有效实施内部控制。公司日常关联交易规模很小，对经营业绩和财务状况影响有限。

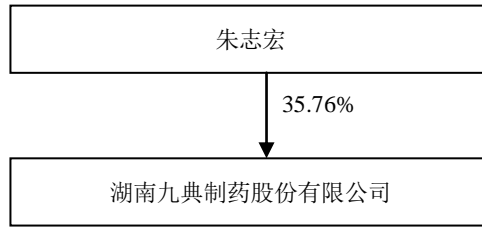
跟踪期内，该公司凭借原料药和药用辅料制造技术及成本控制能力，保持了较高的品牌知名度和市场认可度。公司以药品制剂业务为主，销售收入占比持续增加，带动整体盈利能力提升。其中，洛索洛芬钠凝胶贴膏市场拓展情况良好，是当期业绩增长的主要驱动力。

跟踪期内，该公司继续在建设生产项目方面进行投入，债务规模略有增长；得益于良好的经营积累，财务杠杆保持在较低水平。公司资产仍以非流动性资产为主，随着建设项目完工转固，折旧费用将有所增加，短期内对业绩产生不利影响。公司经营创现情况良好，可对即期债务偿付提供一定保障。



附录一：

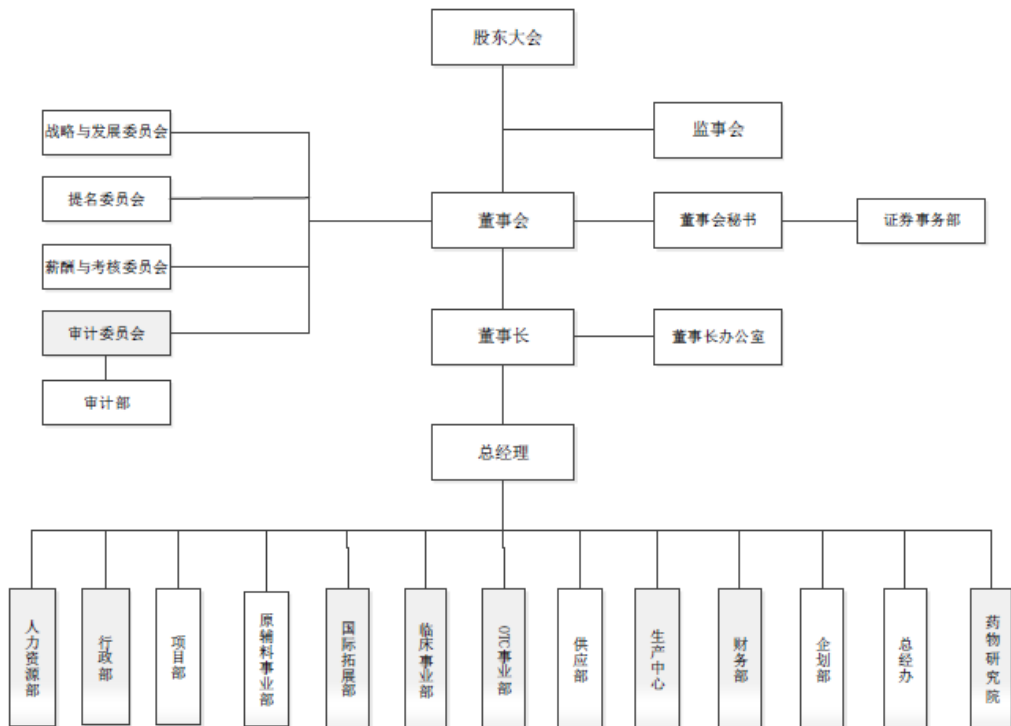
公司与实际控制人关系图



注：根据九典制药提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据九典制药提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2020年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量	
湖南九典制药股份有限公司	九典制药	本部	—	药品的生产和销售及提供相关服务	0.00	8.72	8.40	0.87	1.28	
湖南普道医药技术有限公司	普道医药	全资子公司	100.00	药品研发	0.22	0.11	0.13	-0.10	0.13	
湖南九典宏阳制药有限公司	九典宏阳	全资子公司	100.00	药品生产销售	0.67	2.37	1.69	0.04	0.19	
湖南典誉康医药有限公司	典誉康	全资子公司	100.00	药品销售	0.00	0.03	0.09	-0.04	-0.01	

注：根据九典制药 2020 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额[亿元]	9.43	10.72	11.31	12.14
货币资金[亿元]	1.71	1.32	1.35	1.45
刚性债务[亿元]	0.80	1.45	0.98	1.24
所有者权益[亿元]	7.18	7.62	8.36	8.82
营业收入[亿元]	8.01	9.24	9.78	2.78
净利润[亿元]	0.72	0.55	0.82	0.46
EBITDA[亿元]	1.03	1.01	1.45	—
经营性现金净流入量[亿元]	0.68	0.91	1.50	0.13
投资性现金净流入量[亿元]	-2.56	-1.79	-0.78	-0.23
资产负债率[%]	23.86	28.94	26.09	27.35
权益资本与刚性债务比率[%]	901.20	526.47	853.53	713.30
流动比率[%]	296.51	226.47	278.30	268.43
现金比率[%]	130.84	74.21	82.70	76.42
利息保障倍数[倍]	62.36	13.60	18.31	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	159.70	197.03	269.81	—
毛利率[%]	59.61	67.48	74.85	77.42
营业利润率[%]	10.01	6.81	9.38	19.27
总资产报酬率[%]	9.43	6.31	8.72	—
净资产收益率[%]	10.44	7.44	10.30	—
净资产收益率*[%]	10.44	7.44	10.30	—
营业收入现金率[%]	111.92	114.21	112.35	100.12
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	57.56	50.74	78.63	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-112.60	-32.95	23.69	—
EBITDA/利息支出[倍]	79.85	21.69	27.66	—
EBITDA/刚性债务[倍]	2.47	0.90	1.20	—

注：表中数据依据九典制药经审计的 2018~2020 年度及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

**附录五：**

**评级结果释义**

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

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

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	9
		盈利能力	5
		公司治理	5
	财务风险	财务政策风险	3
		会计政策与质量	1
		现金流状况	6
		负债结构与资产质量	5
		流动性	5
	个体风险状况		5
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		5
外部支持	支持因素调整方向		不调整
主体信用等级			A <sup>+</sup>

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2020年6月28日	A <sup>+</sup> 稳定	贾飞宇、李一	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月11日	A <sup>+</sup> 稳定	贾飞宇、李一	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	—
债项评级 (九典转债)	历史首次评级	2020年6月28日	A <sup>+</sup>	贾飞宇、李一	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2021年6月11日	A <sup>+</sup>	贾飞宇、李一	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)</a>	—

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

## 评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。