

信用评级公告

联合〔2021〕1614号

联合资信评估股份有限公司通过对天津红日药业股份有限公司及其拟 2021 年面向专业投资者公开发行人公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定天津红日药业股份有限公司主体长期信用等级为 AA，天津红日药业股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行人公司债券信用等级为 AAA，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:



二〇二一年三月八日

天津红日药业股份有限公司

2021年面向专业投资者公开发行公司债券信用评级报告

评级结果:

发行人主体长期信用等级: AA
担保方主体长期信用等级: AAA
本次债券信用等级: AAA
评级展望: 稳定

债项概况:

本次债券发行规模: 不超过 12 亿元(含)
本次债券期限: 本次债券期限为不超过 5 年(含), 附第 3 年末调整票面利率选择权及投资者回售选择权
担保方: 成都兴城投资集团有限公司
担保方式: 全额无条件不可撤销的连带责任保证担保
偿还方式: 按年付息, 到期一次还本
募集资金用途: 募集资金扣除相关发行费用后, 全部用于偿还有息负债和补充流动资金

评级时间: 2021 年 3 月 8 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
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

评级观点

天津红日药业股份有限公司(以下简称“公司”)作为中药配方颗粒、中药注射剂和化药等综合药品制造企业,在中药配方颗粒市场地位、核心药品竞争力、盈利能力等方面具备综合优势。近年来,公司中药配方颗粒板块业务收入连续增长,2019 年底,血必净注射液通过国家医保谈判进入新版国家医保目录,并被国家卫健委连续列入试行第四、五、六、七、八版《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案》,医疗器械板块收入增长较快。同时,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到招标限价、医保控费等政策使得药品价格面临下行压力、公司筹资活动前现金流量净额由净流入转为净流出以及未来医疗器械板块盈利能力存在一定不确定性等因素对公司信用水平带来的不利影响。

本次债券由公司控股股东成都兴城投资集团有限公司(以下简称“兴城集团”)提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。兴城集团作为成都市国有资产监督管理委员会(以下简称“成都市国资委”)成立的国有独资企业,近年来主营业务收入快速增长,整体经营情况良好,担保能力强,其所提供的担保显著提升了本次债券的信用水平。

未来,公司将积极推动药品与中药配方颗粒销售队伍的融合,优化销售资源,随着在建产能的释放,公司市场份额及经营业绩有望进一步提升,联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,本次债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司中药配方颗粒业务行业地位领先。公司是国家首批生产中药配方颗粒的六家企业之一,并参与中药配方颗粒国家标准的制定。中药配方颗粒是公司主要收入和利润来源。2017—2019 年,公司中药配方颗粒销量年均复合增长 22.68%,营业收入年均复合增长 24.24%,占营业收入的比重维持在 50%以上。
2. 公司资产规模和营业收入逐年增长。公司总体经营情况良好,资产规模不断扩大,营业收入实现较快增长,公司综合毛利率处于较高水平,保持较好的盈利能力。
3. 担保方兴城集团综合实力及担保能力强。公司控股股东兴

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	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	2
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	2	
		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

分析师：蒲雅修

高佳悦

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

城集团是成都市国资委成立的国有独资企业，资产规模较大，在资金拨付和股权划拨等方面都获得外部支持，综合实力强，其提供的担保对提升本次债券的信用水平具有积极影响。

关注

- 医改深入推进带来的政策风险。**随着医药体制改革深入开展，招标限价、医保控费等政策可能对公司盈利能力产生一定影响。
- 公司筹资活动前产生的现金流量净额由净流入转为净流出。**随着期间费用增长和生产经营规模不断扩大，公司经营产生的现金流出量增幅大于现金流入量增幅，经营活动现金流量净额持续减少；同时，公司生产基地建设投入资金不断增加，投资活动产生的现金持续净流出，2019 年公司筹资活动前现金由净流入转为净流出。
- 医疗器械板块未来增幅存在一定不确定性。**2020 年，受新型冠状病毒肺炎疫情影响，医疗器械海外需求大幅增加，医疗器械板块收入同比大幅增长。未来该板块收入增速可持续性需存在一定不确定性。
- 供应链快速发展，对公司流动性管理提出更高要求。**2019 年以来，公司供应链业务快速增长，2020 年 1-9 月供应链业务实现营业收入 5.74 亿元，未来若供应链业务进一步扩大，对公司运营资金将形成一定占用，公司资金流动性管理要求将进一步提升。

主要财务数据:

项 目	合并口径			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产 (亿元)	15.15	13.22	9.89	9.89
资产总额 (亿元)	74.28	74.84	84.27	100.76
所有者权益 (亿元)	65.09	65.76	70.70	74.20
短期债务 (亿元)	2.86	2.25	3.44	8.15
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.45	3.45
全部债务 (亿元)	2.86	2.25	3.89	11.60
营业收入 (亿元)	33.74	42.24	50.03	47.09
利润总额 (亿元)	5.75	3.24	4.84	7.00
EBITDA (亿元)	7.04	4.75	6.65	--
经营性净现金流 (亿元)	7.42	3.88	2.16	-1.38
营业利润率 (%)	70.71	69.51	66.60	57.40
净资产收益率 (%)	6.87	3.28	5.78	--
资产负债率 (%)	12.38	12.13	16.09	26.35
全部债务资本化比率 (%)	4.21	3.30	5.22	13.52
流动比率 (%)	435.51	467.51	350.97	262.32
经营现金流动负债比 (%)	84.86	46.39	17.53	--
现金短期债务比 (倍)	5.29	5.89	2.87	1.21

EBITDA 利息倍数 (倍)	47.94	42.69	56.64	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.41	0.47	0.59	--
公司本部 (母公司)				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额 (亿元)	50.81	48.37	49.87	59.60
所有者权益 (亿元)	50.23	47.73	46.74	52.37
全部债务 (亿元)	0.00	0.00	0.47	6.13
营业收入 (亿元)	5.20	6.09	5.53	2.31
利润总额 (亿元)	0.61	-0.70	-0.77	7.05
资产负债率 (%)	1.15	1.32	6.28	12.12
全部债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	1.00	10.48
流动比率 (%)	1469.17	1058.14	229.74	263.58
经营现金流动负债比 (%)	791.25	555.28	93.89	--

注: 1. 部分合计数与各加总数之和略有差异, 系由于四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币;
2. 公司 2020 年 1-9 月财务报表未经审计, 相关指标计算未年化; 3. 公司其他流动负债中的债务部分已纳入相关债务指标核算

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

担保方—成都兴城投资集团有限公司

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
现金类资产 (亿元)	83.11	133.94	241.71	286.69
资产总额 (亿元)	757.06	1554.95	2136.16	2553.81
所有者权益 (亿元)	309.74	420.44	673.00	707.73
短期债务 (亿元)	83.29	199.49	235.55	229.94
长期债务 (亿元)	181.89	411.21	575.52	887.63
全部债务 (亿元)	265.18	610.70	811.07	1117.57
营业收入 (亿元)	47.48	436.64	632.79	313.77
利润总额 (亿元)	9.86	12.40	16.01	17.64
EBITDA (亿元)	19.48	25.49	37.73	--
经营性净现金流 (亿元)	-56.03	-116.64	-84.90	-53.36
营业利润率 (%)	25.80	8.68	11.73	11.21
净资产收益率 (%)	2.32	2.25	1.59	--
资产负债率 (%)	59.09	72.96	68.49	72.29
全部债务资本化比率 (%)	46.12	59.23	54.65	61.23
流动比率 (%)	142.13	137.72	153.68	162.57
经营现金流动负债比 (%)	-31.71	-18.34	-10.27	--
全部债务/EBITDA (倍)	1.00	0.67	1.03	1.25
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.93	0.75	0.80	--

担保方本部 (母公司)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额 (亿元)	608.66	722.42	895.95	1108.35
所有者权益 (亿元)	229.92	327.04	410.57	433.89
全部债务 (亿元)	234.13	266.42	398.91	584.41
营业收入 (亿元)	5.83	7.69	7.79	3.04
利润总额 (亿元)	3.18	4.33	4.83	9.23
资产负债率 (%)	62.23	54.73	54.18	60.85
全部债务资本化比率 (%)	50.45	44.89	49.28	57.39
流动比率 (%)	75.86	137.46	189.29	200.20
经营现金流动负债比 (%)	-23.90	4.93	-25.41	--

注: 1. 2020 年 1-6 月财务数据未经审计, 相关指标计算未年化; 2. 已将长期应付款付息项计入有息债务核算

资料来源: 公开资料, 联合资信整理

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由天津红日药业股份有限公司(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、本次信用评级结果仅适用于本次债券,有效期为本次债券的存续期;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师:





联合资信评估股份有限公司

天津红日药业股份有限公司

2021 年面向专业投资者公开发行公司债券信用评级报告

一、主体概况

天津红日药业股份有限公司(以下简称“公司”)前身为 1996 年 9 月 23 日成立的天津市大通红日制药有限公司(以下简称“红日有限公司”),设立时注册资本 120.00 万元。2000 年 9 月 17 日,经天津市人民政府津股批(2000)14 号文批准,红日有限公司整体变更为股份有限公司,注册资本变更为 3630.00 万元。2009 年 10 月 30 日,经中国证券监督管理委员会证监许可(2009)1038 号文核准,公司于深圳证券交易所挂牌上市(股票简称“红日药业”,股票代码为“300026.SZ”)。经过多次增资、资本公积转增股本和减资后,截至 2021 年 2 月 24 日,公司注册资本 30.04 亿元,第一大股东成都兴城投资集团有限公司(以下简称“兴城集团”)持有公司 22.24%股份,持股数量为 667997417 股,其中质押股份占其持股数量的 36.50%;自然人姚小青持股比例为 13.71%;天津大通投资集团有限公司(以下简称“大通集团”)持股比例为 6.81%,其中累计被冻结股份数量占其所持股份比例为 64.32%,占公司总股本比例为 4.38%;公司实际控制人为成都市国有资产监督管理委员会(以下简称“成都市国资委”)。

公司主要经营注射剂、片剂、硬胶囊剂、颗粒剂、中药、化学合成药、生物技术药、药用辅料及原料药、医疗器械等生产研发和批发零售。公司主要产品包括:中药配方颗粒、血必净注射液、盐酸法舒地尔注射液(川威)、低分子量肝素钙注射液(博璞青)、药用辅料和医疗器械等。

截至 2020 年底,公司本部设脓毒症研究部、质量检验部、血必净大楼提取部、血必净大楼制剂部、生产管理部、药物警戒部、环境安全委员会、新药临床中心、化学合成部等职能部门。公司组织架构图详见附件 1-2。

截至 2019 年底,公司资产总额 84.27 亿元,所有者权益 70.70 亿元(含少数股东权益 2.84 亿元);2019 年,公司实现营业收入 50.03 亿元,利润总额 4.84 亿元。

截至 2020 年 9 月底,公司资产总额 100.76 亿元,所有者权益 74.20 亿元(含少数股东权益 2.03 亿元);2020 年 1—9 月,公司实现营业收入 47.09 亿元,利润总额 7.00 亿元。

公司注册地址:天津新技术产业园区武清开发区泉发路 20 号;法定代表人:姚小青。

二、本次债券概况

本次债券名称为“天津红日药业股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券”,发行规模不超过人民币 12.00 亿元(含 12.00 亿元),分期发行,首期债券发行自中国证监会注册通过之日起 12 个月内完成,其余各期债券发行,自中国证监会注册通过之日起 24 个月内完成。本次债券期限为不超过 5 年(含 5 年),附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。公司调整票面利率选择权:公司有权决定在本次债券存续期的第 3 年末调整本次债券后 2 年的票面利率,公司将于本次债券的第 3 个计息年度付息日前的第 20 个工作日刊登关于是否调整本次债券票面利率以及调整幅度的公告。若公司未行使利率调整权,则本次债券后续期票面利率仍维持原有票面利率不变。投资者回售选择权:公司发出关于是否调整本次债券票面利率及调整幅度的公告后,债券持有人有权选择在公告的投资者回售登记期内进行登记,将持有的本次债券按票面金额全部或部分回售给公司;若债券持有人未做登记,则视为继续持有本次债券并接受上述调整。本次债券票面金额为 100 元,按面值平价发行。本次债券采用固定利率方式,最终票面利率将根据簿记建档结果确定。本次发行的公司债券

采用面向符合《公司债券发行与交易管理办法》规定的专业投资者公开发行方式。本次债券按年付息，利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券募集资金扣除相关发行费用后，全部用于偿还有息负债和补充流动资金。

本次债券由兴城集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有

所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于我国疫情控制迅速，经济在2020年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP累计同比增长0.7%，其中一季度同比下降6.8%、二季度同比增长3.2%、三季度同比增长4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长2.3%、0.9%和0.4%，全面实现正增长。

表1 2017-2019年及2020年前三季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年前三季度
GDP(万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP增速(%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速(%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速(%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速(%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速(%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速(%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI增幅(%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI增幅(%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率(%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速(%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速(%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速(%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

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. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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

经济结构改善，消费贡献提升。2020年三季度，消费支出对GDP增速拉动由二季度的-2.35%回升4.06个百分点至1.71%，净出口对GDP增速拉动由二季度的0.53%上升至0.64%，投资对GDP增速拉动由二季度的5.01%下降至2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020年前三季度，社会消费品零售总额同比下降

7.2%，降幅比上半年收窄4.2个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。

固定资产投资增速转正，制造业投资降幅收窄。2020年前三季度，全国固定资产投资同比增长0.8%，实现年内首次转正，而1-8月份、上半年和一季度投资分别同比下降0.3%、3.1%和16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比

增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。

进出口逐季回稳，出口韧性较强。2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。2020 年 9 月底，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较年初增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在

回归常态。货币供应量方面，9 月底 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月底增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月底同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4 万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上半年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%，较

6 月（分别为 4.14%、5.11%和 4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专

项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及GDP增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测2020年第四季度全球贸易同比增长将下降3%，较三季度收窄4个百分点；从主要发达经济体制造业PMI来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

四、行业分析

1. 医药工业

中国医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段。近年来，随着医药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台，医药制造业行业增速不断放缓。

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20世纪70年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行

业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

2010年以来，随着基层医疗机构的发展、新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长。近年来，随着医药卫生体制改革不断深化，医药行业政策密集出台，对行业发展产生了深刻影响。根据国家统计局发布的数据显示，中国医药行业收入及利润增长依然稳定但增速不断放缓，2019年中国医药制造业企业实现营业收入23908.60亿元，较上年增长7.40%，增速较上年下降5.00个百分点；实现利润总额3119.50亿元，较上年增长5.90%，增速较上年下降3.60个百分点。

医药行业是对政策依赖较高的行业。近年来，仿制药一致性评价的推进、带量采购的落地执行等均对行业产生了深刻的影响。未来，医疗控费仍将是行业主旋律，政策将不断促进仿制药价格回归至合理水平。

2. 医药商业

医药流通市场规模和收入持续增长，但受医药卫生体制改革政策影响，增幅持续回落。医药流通行业政策重点仍在加快控费调整结构，医药流通行业洗牌加速，市场集中度将进一步提升。

随着国内经济增长和结构调整，人民生活水平不断提高，人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革的深入，为国内医疗及药品需求不断增长带来了稳定支撑。从行业规模来看，根据商务部发布的《2018年药品流通行业运行统计分析报告》，2018年药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回升。全国七大类医药商品销售总额21586亿元，扣除不可比因素同比增长7.7%，增速同比下降0.7个百分点。其中，药品零售市场销售额4317亿元，扣除不可比因素同

比增长9.0%，增速与上年基本持平。

从企业效益来看，2018年，全国药品流通直报企业主营业务收入15774亿元，扣除不可比因素同比增长8.6%，增速同比下降0.4个百分点；利润总额404亿元，扣除不可比因素同比增长9.0%，增速同比下降1.9个百分点；平均毛利率8.2%，同比上升1.0个百分点；平均费用率6.5%，同比上升0.4个百分点；平均利润率1.9%，同比上升0.2个百分点；净利润率1.6%，同比上升0.1个百分点。

随着“两票制”政策的全面推行，原有的药品流通市场结构和销售渠道发生变化。按销售渠道分类，2018年对生产企业销售额135亿元，占销售总额的0.6%，同比上升0.1个百分点；对批发企业销售额6454亿元，占销售总额的29.9%，同比下降6.2个百分点；对终端销售额14933亿元，占销售总额的69.2%，同比上升5.8个百分点；直接出口销售额64亿元，占销售总额的0.3%。在对终端销售中，对医疗机构销售额10413亿元，占终端销售额的69.7%，同比上升0.6个百分点；对零售终端和居民零售销售额4520亿元，占终端销售额的30.3%，同比下降0.6个百分点。

与此同时，大中型药品批发企业借助“两票制”机会调整业务布局，通过内生增长和外延并购，实现规模和效益的整体提升，行业集中度进一步提高。从销售增速看，药品批发企业销售增速有所上升。2018年，前100位药品批发企业主营业务收入同比增长10.8%，增速同比上升2.4个百分点。其中，4家全国龙头企业主营业务收入同比增长12.9%，增速同比上升3.6个百分点；前10位同比增长14.2%，增速同比上升5.5个百分点。从市场占有率看，药品批发企业集中度有所提高。2018年，药品批发企业主营业务收入前100位占同期全国医药市场总规模

的72.0%，同比上升1.3个百分点。其中，4家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场规模的39.1%，同比上升1.4个百分点。

总体看，尽管下游需求较为稳定，但医改政策的持续向纵深推进，使得药品流通行业逐渐进入结构调整期，行业或将继续呈现稳步增长的态势，但增速趋缓。随着行业内生性增长趋缓，预计药品流通行业将进入新一轮的外延并购周期，4家全国性企业有望进一步拓展全国流通网络覆盖面，区域性流通企业也将继续提升区域覆盖率，行业集中度有望进一步提升；除行业内的兼并重组外，药品流通企业也将通过整合供应链，向上游生产研发服务和下游终端销售服务方向拓展业务，以寻求新的利润增长点。

3. 行业政策

医改是影响整个医药行业发展的关键因素之一。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进，2018年以来，医药行业政策持续在“去产能”和“调结构”两方面发力，包括国家医保局成立、一致性评价进程的深入、带量采购政策落地、新版基药目录和医保目录发布等，都对提升行业集中度、提高药品质量、药品降价有着重要作用，并对医药制造企业的研发能力、品种储备和资金实力等方面提出了更高的要求。2019年是中国医药产业政策落地的一年，围绕“供给侧改革”和“降价”两大主基调深化医药行业变革。从药品优先审评政策、医保目录准入谈判降价到全国药品集中采购的扩围等，一方面一定程度上压缩了企业的盈利空间；另一方面对企业的研发创新能力提出了挑战。

表 2 2018 年以来医药行业重要政策梳理

时间	政策	主要内容	影响
2018年3月	国务院《深化党和国家机构改革方案》	与医药相关的“三医”职责权属全部进行调整：（1）组建国家卫生健康委员会作为国务院组成部门；（2）组建国家医疗保障局作为国务院直属机构，主要职责是拟订医疗保险、生育保险、医疗救助等医疗保障制度的政策、规划、标准并组织实施，监督管理相关医疗保障基金，完善国家异地就医管理和费用结算平台，组织制定和调整药品、医疗服务价格和收	国家医疗保障局将通过定价权和招标采购政策充分发挥医保限价、控费职能，药品价格下降趋势仍将延续

		费标准, 制定药品和医用耗材的招标采购政策并监督实施, 监督管理纳入医保范围内的医疗机构相关服务行为和医疗费用等; (3) 组建国家市场监督管理总局作为国务院直属机构, 并基于药品监管的特殊性, 组建国家药品监督管理局, 由国家市场监督管理总局管理	
2018年4月	国务院《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	对促进仿制药研发, 提升仿制药质量疗效和完善支持政策3个方面提出了15项具体指导要求	明确了一致性评价政策的后续鼓励措施方向, 对推进一致性评价工作具有重要意义, 医药企业间竞争能力分化将愈加明显
2018年4月	国家中医药管理局关于发布《古代经典名方目录(第一批)》的通知	收录100首经典名方(《中医药法》对经典名方的定义为, 目前仍广泛应用、疗效确切、具有明显特色与优势的清代及清代以前医籍所记载的方剂)	有利于促进中医药文化传承, 有助于加快中药产业科学发展, 有助于推动经典名方复方制剂简化审评, 并为生产企业提供了方向
2018年4月	国家药品监督管理局《关于进口化学药品通过检验有关实现的公告》	进口化学原料药及制剂(不含首次在中国销售的化学药品)在进口时不再逐批强制检验; 口岸所在地药品监督管理部门在办理进口化学药品备案时不再出具《进口药品口岸检验通知书》, 口岸药品检验所不再对进口化学药品进行口岸检验	加快药品进口的进程, 减轻广大患者特别是癌症患者药费负担并有更多用药选择
2018年4月	财政部	自2018年5月1日起, 以暂停税率方式将包括抗癌药在内的所有普通药品、具有抗癌作用的生物碱类药物及有实际进口的中成药进口关税降为零	进一步降低国内患者, 特别是癌症患者的药费负担
2018年5月	国家药品监督管理局《关于发布可豁免或简化人体生物等效性(BE)试验品种的公告》	确定2018年底前需完成一致性评价品种目录中可豁免或简化人体生物等效性(BE)试验的48个品种, 其中可豁免人体BE品种15个, 可申请豁免人体BE品种17个, 可简化人体BE品种(包括可豁免空腹BE和可豁免餐后BE)13个, 进行人体PK比较研究评价安全性品种3个	BE试验作为一致性评价的核心, 时间和资金成本较高, 随着2018年底大限临近, 此次豁免和简化BE的48个品种可为医药生产企业节约大量时间和费用, 有利于推进一致性评价进程
2018年5月	国家药品监督管理局、国家卫生健康委员会《关于优化药品注册审评审批有关事宜的公告》	对防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病以及罕见病药品, 进一步落实药品优先审评审批工作机制; 境外已上市的防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病及罕见病药品可以提交境外取得的临床试验数据直接申报药品上市注册申请; 基于产品安全性风险控制需要开展药品检验工作并取消进口药品再注册核档程序	体现国家层面对重大疾病和罕见病的重视, 有利于提高创新药上市审批效率, 科学简化审批程序
2018年5月	医保局成立	三项医保统一管理	结束城乡医保分立, 有助于推进支付方式改革、医保谈判、医保控费等改革
2018年6月	国家药品监督管理局《关于发布古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定的公告》	对来源于国家公布目录中的古代经典名方且无上市品种的中药复方制剂申请上市, 符合本规定要求的, 实施简化审批, 可提供药理学及非临床安全性研究资料, 免报药理学研究及临床试验资料, 申请人应当确保申报资料的数据真实、完整、可追溯	简化经典名方中药复方制剂的注册审批有利于调动生产企业的积极性, 更好地满足中医临床使用经典名方的需要, 有利于具有完整的生产能力和研发能力的药品生产企业
2018年10月	国家卫健委《国家基本药物目录(2018年版)》	目录品种由原来的520种增加到685种, 包括417种化学药/生物药、268种中成药, 新增品种主要包括抗肿瘤药12种、临床急需儿童药22种等	优化用药结构, 保障常见病、慢性病、重大疾病的基本用药需求, 提升基层用药水平
2018年11月	国家药监局、国家卫健委《中华人民共和国疫苗管理法(征求意见稿)》	对疫苗研制和上市许可、生产、上市后管理、流通、预防接种、异常反应监测、保障措施、监管和法律责任等方面制定了针对性、实效性和可操作性的法律条款, 并对于违法行为的处罚上强调了从重处罚	有利于对疫苗行业监管
2018年11月	国家医保局《4+7城市药品集中采购文件》	选取了31种通过一致性评价的药品, 在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4直辖市+7重点城市”试点, 采取带量采购的方式, 单一货源, 最低价者中标	仿制药价格大幅下降, 缓解医保压力, 行业集中度进一步提升
2019年7月	国家卫健委等《第一批国家重点监控合理用药药品目录(化药及生物制品)》	要求加强目录中20种药品临床应用的全程管理, 同时提出了要加强目录外药品的处方管理, 加强药品临床使用监测和绩效考核, 并要求各省级卫生健康行政部门要会同中医药主管部门在《目录》基础上, 形成省级重点监控合理用药药品目录并公布	有助于提升合理用药水平; 纳入该目录的产品, 可预见销量将大幅下跌, 促使生产企业优化产品布局
2019年8月	国家医保局、人社部《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》	2019版医保目录中常规准入部分共收载药品2643个, 其中西药1322个、中成药1321个, 中药饮片采用准入发管理, 共纳入892个; 另有150个药品被调出	从整体上提升了医保基金的保障能力和水平, 有利于优化用药结构, 促进国内医药产业创新发展; 但对医保基金的支付造成一定压力, 未来药品降价仍为趋势
2019年9月	第二批带量采购	在包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等25个地区开展, 采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等25个品种	多品种药价再次下调
2019年10月	国家卫健委等《第一批鼓励仿制药品目录》	纳入目录的品种有33个, 包括多种抗癌药、帕金森病药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等, 属于国内专利到期和专利即将到期、尚没有提出注册申请, 或临床供应短缺(竞争不充分)以及企业主动申报的药品	该目录的制定引导企业研发、注册和生产, 有利于促进仿制药研发, 提高药品供应保障能力

2019年10月	药监局《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求(征求意见稿)》	对参比制剂、处方工艺技术、原辅料质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无需开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求	有助于提升注射剂仿制药的质量水平，促进产业升级和结构调整
2019年11月	国家医保局、人力资源社会保障部《关于将2019年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》	2019年《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》共收录药品2709个，与2017年版相比，调入药品218个，调出药品154个，净增64个	医保目录药品结构明显优化，保障能力显著提升；药品费用显著降低；突出鼓励创新的导向
2019年12月	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室《全国药品集中采购文件》	第二批国家组织药品集中采购和使用工作正式启动，此次参与带量采购的共有33个药品品种，50个品规，将于2020年1月17日在上海开标	今年9月起，中标药品从11个试点城市向全国扩容，25个中标药品在原来的降价基础上平均再降25%

资料来源：联合资信整理

4. 行业关注

(1) 行业集中度低，兼并重组步伐加快，需关注商誉减值风险

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，行业集中度低，市场较为分散。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右（不包含医药综合类企业），与全球医药巨头400~500亿美元的业绩相比差距甚远。此外，中国医药生产企业数量众多，品种雷同现象普遍，部分产品产能过剩。医药制造行业也面临“去产能”和“调结构”，随着环保监管趋严、一致性评价等政策调控，行业内资源不断向优势企业集中。为实现规模化生产、获得优势品种、拓宽销售网络，整合并购将成为提高行业集中度的重要手段，预计未来行业集中度将不断提高。与此同时，企业在兼并重组过程中存在一定整合风险和商誉减值风险，一旦整合不达预期，较易发生计提商誉减值情形。2018年，多家医药行业上市公司发生商誉减值，对企业利润水平造成负面影响。

(2) 医保目录调整

2019年8月20日，国家医保局、人社部印发《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》（以下简称“2019版医保目录”），将于2020年1月1日起正式实施。2019版医保目录分为常规准入和谈判准入两部分，其中，常规准入部分共包含2643个药品，较2017版医保目录增幅约4.3%，包括西药1322个、中成药1321个（含民族药93个），共调出150个品种，包括被国家药监部门撤销文号的药品和临床价值不高、

滥用明显、有更好替代的药品（其中《第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）》中的产品全部被调出）。

尽管品种数量变化不大，本次医保目录调整仍有几个特征：第一，从甲乙类品种来看，2019版医保目录中收载西药甲类药品398个，中成药甲类药品242个，甲类药品数量适当增加；第二，中药饮片由排除法改为准入法，共纳入892个，使得中药饮片的范围更加明确，且各地区的保障范围相对统一，便于医保支付管理；第三，常规准入部分新增了148个品种，其中重大疾病治疗用药5个，糖尿病等慢性病用药36个，儿童用药38个，绝大部分国家基本药物通过常规准入或被纳入拟谈判药品名单；第四，确定了128个拟谈判药品，包括109个西药和19个中成药，均为临床价值较高但价格相对较贵的独家产品，治疗领域主要涉及癌症、罕见病等重大疾病、丙肝、乙肝以及高血压、糖尿病等慢性病等，谈判成功的药品将纳入医保目录乙类，支付标准有效期2年（2020-2021年）；第五，中药注射剂被限品种范围扩大。此外，国家医保局明确提出，各地应严格执行医保目录，不得自行制定目录或用变通的方法增加目录内药品，也不得自行调整目录内药品的限定支付范围，这意味着地方医保目录即将取消。

2019年11月28日，国家医保局、人社部发布《关于将2019年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》，本次谈判共97个药品谈判成功（其中新增70个品种，续约谈判品种中27个谈判成功）并确定了支付标准，涉及癌症、罕见病、肝炎、

糖尿病等10余个治疗领域，其中包括22个抗癌药、7个罕见病用药、14个慢性病用药和4个儿童用药。

总体看，作为国家医保局成立后首次对医保药品目录做出的全面调整，本次医保目录调整从整体上提升了保障能力和水平，但同时，也可能为医保支付带来更大压力。对于中标企业来说，特别是新增的重大疾病治疗用药、慢性病治疗用药生产企业，将面临严苛的降价压力，需要通过规模效益和支付效率进行弥补，但长期看，仍有利于相应产品销售收入的增长。因此，在未来一段时间内，提高国内生产企业药品质量、优化用药结构以及药品降价仍将会是医药行业政策的主旋律，而医保目录的调整也将对医药制造企业的收入及利润水平产生一定分化影响。

(3)一致性评价进程加快，带量采购扩面，将加速企业间分化

自2016年一致性评价工作启动以来，国家陆续出台多项配套细则，保障一致性评价工作持续推进。截至2019年11月4日，共有455个品种完成一致性评价，2019年10月，药监局发布《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求(征求意见稿)》，对参比制剂、处方工艺技术、原辅包质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无需开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求。相对于口服固体制剂而言，注射剂的覆盖范围更广，终端金额更大，涉及企业更多。

2018年11月，中央全面深化改革委员会第五次会议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，选取了31种通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4直辖市+7重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标。带量采购的目的是通过确定采购规模，降低交易成本，从而实现药品价格的降低，并有利于实现仿制药替代。2018年12月7日，招

标工作完成，31个试点通用名药品有25个集中采购拟中选。其中，通过一致性评价的仿制药22个，原研药3个，仿制药替代效应显现；与试点城市2017年同种药品最低采购价相比，拟中选价平均降幅52%，最高降幅96%，降价效果明显。

2019年9月1日，上海阳光医药网公布《联盟地区药品集中采购文件》，标志着第二批集采即将开始。第二批集采的联盟地区包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等25个地区（“4+7”集采试点城市除外），采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等25个品种，申报资格为原研或参比制剂、通过一致性评价、按照新注册分类提交申请并获批上市的药品、纳入《上市药品目录集》的药品，申报价格不得高于“4+7”集采的中标价。不同的是，在“4+7”集采中，每个品种只有1家生产企业中标，而第二批集采中，中标企业可以为1~3家。采购周期方面，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。采购周期视实际情况可延长一年。

2019年9月24日，上海阳光医药网公布拟中标结果，从拟中标结果来看，多品种药价再次下调，与“4+7”试点中标价格水平相比，平均降幅25%。以有3家企业拟中标的阿托伐他汀钙片10mg为例，该品种“4+7”集采中标价为0.55元/片，第二批集采中标价格分别为0.12元/片、0.13元/片和0.32元/片。

总体看，一致性评价无疑对提升国内仿制药产品质量、促进行业集中度提升起到了重要作用；同时，作为一致性评价的关联政策，第二批带量采购的完成也意味着仿制药降价范围已扩大至全国，而2019年11月20日召开的国务院常委会议在部署进一步深化医药卫生体制改革重点时，要求进一步推进药品集中采购和使用。在带量采购下，预计未来仿制药生产企业的利润空间仍将承压，对于有品种中标的医药制造企业，还需要通过提升技术水平、控制成本来保证利润率，具备产业链一体化以及生产

规模化的生产企业在竞争中受到的冲击或较小。

五、基础素质

1. 产权状况

截至2021年2月24日，公司注册资本30.04亿元，第一大股东兴城集团持有公司22.24%股份，其中质押股份占其持股数量的36.50%；自然人姚小青持股比例为13.71%；大通集团持股比例为6.81%，其中累计被冻结股份数量占其所持股份比例为64.32%，占公司总股本比例为4.38%；公司实际控制人为成都市国资委。

2. 企业规模和竞争力

公司中药配方颗粒品种丰富，行业地位领先，成品药核心药品血必净注射液在新型冠状病毒肺炎疫情期间临床治疗效果显著，公司在细分市场具备较强的竞争优势。

公司产品包括中药、中枢神经系统用药物、抗感染药物、治疗心脑血管类药物等10个类别，共19个品种、27个规格，涉及现代中药、化学合成药、生物技术药、药用辅料和原料药、医疗器械、医疗健康服务等诸多领域。

中药配方颗粒方面，公司是国家首批生产中药配方颗粒的六家企业之一，并参与中药配方颗粒国家标准的制定，国家药典委员会已经采纳标准21个品种，并完成了三个月公示。公司全资子公司北京康仁堂药业有限公司（以下简称“北京康仁堂”）作为运营主体，将“全成分[®]”理念运用于中药配方颗粒炮制管理过程，全成分[®]工艺体系的设计理念是尽量保证配方颗粒与传统汤剂“物质基础和临床疗效”的一致性，模拟传统中药汤剂煎煮方式，通过建立10万张以上的红外指纹图谱库，保证药品稳定性与可追溯性。公司中药配方颗粒产品超过580种，已建立120多个中药材标准化种植（GAP）基地。

成品药方面，公司成品药主要产品血必净注射液进入《2019年国家医保药品目录》。同时，2019年美国医学期刊《重症医学（CCM）》杂志发表了血必净注射液能降低重症肺炎病死率8.8%

的重要成果。2020年新型冠状病毒肺炎期间，血必净注射液被连续纳入国家第四、五、六、七、八版《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案》中。此外，公司盐酸法舒地尔注射液和低分子量肝素钙注射液临床治疗效果显著。

医疗器械方面，公司全资子公司北京超思电子技术有限责任公司（以下简称“超思电子”）覆盖脉搏血氧仪、基层医疗与家用健康三大产品线，销售网络遍布全球，并在美国、德国、加拿大、印度和新加坡建立了五个全资子公司。

公司已获得2018年度中国医药工业百强企业第62名、中国医药上市公司竞争力20强、2019中国化学制药行业工业企业综合实力百强、新中国成立70周年医药产业标杆企业、2019年天津制造业企业100强等四十余奖项。

3. 研发与创新

公司将自主研发与对外合作相结合，与科研院所、高校等建立产学研联盟，公司在研项目丰富，研发投入持续增长。

公司采取自主研发与对外合作相结合的研发模式，与科研院所、高校等建立产学研联盟，开展对外合作的科研院所主要有天津中医药大学、中国医学科学院药物研究所、北京中医药大学、天津农学院等著名科研机构。

公司研究院成员共计166人，其中博士5人，硕士65人；高级职称14人，中级职称34人。研究院积极开展中药注射液、中药配方颗粒、医疗器械、化药及制剂、生物医药等研发工作。研究院共有在研项目40个，其中1.1类新药项目5个（KB、PTS、抗丙肝类药物、ML4000、艾姆地芬片；已申报CDE等待审评16个（2个品种取得生产批件），临床研究阶段6个。

公司下属企业北京康仁堂采用现代研究技术，开展中药配方颗粒生产工艺和全程质量控制技术的应用研究及中药配方颗粒等效性与安全性研究，并获得工艺发明专利30余项。

血必净注射液生产过程中采用了高分子絮凝分离、连续离心萃取、基于近红外光谱分析

的质量在线检测和工艺参数的自动化控制等一系列新技术、新工艺。

创新药研发方面也取得了新突破，1类创新药物艾姆地芬片是国内首个获得临床试验批准的口服PD-L1小分子抑制剂，盐酸替罗非班注射液和复方电解质注射液取得生产批件，大容量注射剂生产线首次通过了GMP认证，新药盐酸莫西沙星氯化钠注射液通过了现场考核。

2017—2019年，公司研发投入持续增长，年均增长19.85%，研发投入占营业收入的比例相对稳定，研发人员占比持续增加。

表3 公司研发投入情况

项目	2017年	2018年	2019年
研发投入金额(亿元)	1.65	1.93	2.37
研发投入占营业收入比(%)	4.92	4.59	4.75
研发人员数量占比(%)	11.03	12.50	15.71

资料来源：公司提供

4. 人员素质

公司高层管理人员具备多年从业经历，员工构成中生产人员占比高，整体文化素质较高，

表4 截至2019年底公司人员分布情况

项目	学历结构				岗位结构						总人数
	专科以下	专科	本科	硕士及以上	生产人员	销售人员	技术人员	财务人员	行政人员	高级管理人员	
人数	2213	1415	1691	174	2583	1445	863	169	423	10	5493
占比(%)	40.29	25.76	30.78	3.17	47.02	26.31	15.71	3.08	7.70	0.18	100.00

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司在职工5493人，公司人员学历结构及岗位结构情况详见上表。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：9112000010409702XT），截至2020年12月8日，公司未结清贷款中无关注类和不良类贷款；已结清贷款中有20笔关注类贷款，为十年以上农行贷款，均为操作错误所致，实际均为正常结清贷款，公司无不良类贷款。

符合医药生产企业特点。

截至2020年底，公司拥有董事、监事及高级管理人员19人，其中董事11人，监事3人，高级管理人员7人（其中2人兼任董事）。

公司董事长姚小青先生，1965年生，中国国籍，拥有澳大利亚五年期居留权，博士，执业医师；曾任天津市第三医院医师；1996年创办红日药业；2004年，由姚小青先生担任第一完成人的项目“中药血必净注射液制备及其防治SIRS和MODS的研究”获得天津市科委颁发的天津市科技成果证书；2007年，姚小青先生被天津市人民政府授予“天津市技术创新带头人”荣誉称号；2012年被授予“天津市劳动模范”称号，并入选天津市第一批人才发展特殊支持计划杰出企业家。姚小青先生现任公司董事长，天津市医药行业协会副会长。

公司副董事长兼总经理郑丹女士，1964年生，中国国籍，无境外居留权，硕士；曾任天津泰达生物医学工程股份有限公司执行董事、副总裁。现任公司副董事长、董事、总经理。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司严格按照《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》《深圳证券交易所创业板股票上市规则》等法律法规要求，设立了股东大会、董事会和监事会，建立了相对完善的法人治理结构，能够较好地规范重大经营决策程序。

公司董事会设董事11名，其中董事长1名，副董事长1名，独立董事4名。董事会每年至少召开两次会议，由董事长召集，应有过半数的董事出席方可举行。董事会决议表决方式为：对每一决议事项逐项记名投票表决，实现一人

一票的表决制。董事会作出决议，必须经全体董事的过半数通过。

公司设监事会。监事会由3名监事组成，其中监事会主席1名，职工监事1名。监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会每6个月至少召开一次会议，监事会决议应当经半数以上监事通过。

公司高级管理人员包括总裁、副总裁、财务负责人、董事会秘书。公司设总裁1名，副总裁7名，财务负责人1名、董事会秘书1名，由董事会聘任或解聘。总经理、副总经理每届任期3年，连聘可以连任。

2. 内部管理制度

公司建立了规范的管理制度，内部控制制度健全，管理风险较低。

公司按照现代企业制度进行管理，建立了较为规范的公司经营管理机制。

采购控制方面，公司严格执行全面预算管理，采购部门年初依据业务部门的需求计划制定年度采购计划，并将年度采购计划按照业务需求分解到各月。公司建立《供应商管理制度》，完善合格供应商名录，量化供应商评价标准，定期对供应商进行考评打分，形成供应商优胜劣汰的竞争与约束机制。完善验收入库与采购付款环节的管理，公司制定了严格的验收制度以及付款授权审批制度，做到了采购部门、验收部门、付款部门相互独立，明确审批授权级别，分化采购验收经营风险的目的。

研究与开发方面，公司制定了《研发中心项目管理规定》《新品研发技术秘密保密管理规定》《专利申请及奖励办法》《新产品交接管理规定》等规章制度，严格规范研发业务的项目立项、研发过程管理、申报注册、成果保护、成果移交等全过程关键环节控制，确保科学制定研发计划，规范研发行为，注重产研结合，加强技术保密措施，降低研发风险，不断提升企业自主创新能力，确保公司战略目标的实现。

对外担保方面，公司严格遵守证监会《关

于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》《担保法》的有关规定，并结合公司实际情况，制定了《对外担保管理制度》。明确公司对外担保申请由财务部统一负责受理，财务部在受理被担保人的申请后对被担保人的资信状况进行调查并对向其提供担保的风险进行评估，在形成书面报告后（连同担保申请书及附件的复印件）送交董事会秘书，进行合规性复核通过后根据《公司章程》的相关规定组织履行董事会或股东大会的审批程序。

关联交易方面，公司制定了《关联交易管理制度》，对关联交易须遵循的原则、关联方和关联交易事项的认定、关联交易的决策审批权限、审查和决策程序、回避表决程序及关联交易的信息披露等内容进行了规定。公司建立了《信息披露管理制度》，在发生关联交易时，可以使中、小股东充分了解关联交易的真实内容，从而保护中、小股东的利益在关联交易中免受损害。

七、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入的主要来源是中药配方颗粒和血必净注射液。2017-2019年，公司营业收入持续增长，毛利率虽逐年下降，但盈利能力仍较强。

公司以药品的生产和销售为主要业务，产品涵盖现代中药、化学合成药、生物技术药、药用辅料和原料药、医疗器械以及供应链业务等，并提供线下及线上医疗健康服务。2017—2019年，公司营业收入呈持续增长趋势，年均复合增长21.77%。2019年，公司营业收入同比增长18.44%，主要系中药配方颗粒和医疗器械板块收入增加所致；公司利润总额波动下降，年均复合下降8.24%，主要系一方面公司销售费用随着中药配方颗粒销售收入增加而持续增长，另一方面医疗器械供应链业务营业成本迅速增长所致；公司综合毛利率呈持续下降趋势。

图1 2017-2019年主要收入构成情况(单位:亿元)



资料来源:公司财务报告,联合资信整理

图2 2017-2019年主要业务板块毛利率变化趋势



资料来源:公司财务报告,联合资信整理

表5 2017-2019年及2020年1-9月公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2017年			2018年			2019年			2020年1-9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(%)
中药配方颗粒	17.53	51.95	81.96	21.62	51.19	80.25	27.06	54.09	77.28	20.79	44.15	76.20
成品药	9.31	27.60	88.75	12.12	28.69	87.09	10.61	21.20	87.58	5.80	12.13	77.66
其中: 血必净注射液	6.84	20.28	91.27	9.32	22.07	91.19	7.71	15.41	91.59	3.63	7.72	84.00
辅料及原料药	3.76	11.14	23.41	4.65	11.01	22.54	4.22	8.44	27.49	3.27	6.95	28.33
医疗器械	2.39	7.10	46.10	2.65	6.28	38.27	6.55	13.09	34.86	15.98	33.94	40.24
其他	0.75	2.21	-20.05	1.20	2.83	2.08	1.59	3.18	17.95	1.24	2.63	-23.98
合计	33.74	100.00	72.51	42.24	100.00	71.01	50.03	100.00	67.82	47.09	100.00	58.21

注:2019年及2020年1-9月医疗器械收入中包含了西藏正康药业有限公司(以下简称“西藏正康”)医疗器械供应链业务收入

资料来源:公司提供

从收入构成来看,2017-2019年,中药配方颗粒营业收入持续增长,年均复合增长24.24%,主要系公司积极拓展中药配方颗粒业务,扩大生产基地建设,完善配方颗粒品种所致;占营业收入的比重维持在50%以上。2017-2019年,公司血必净注射液营业收入波动增长,年均复合增长6.17%,其中2018年,血必净注射液收入同比增长36.26%,主要系通过拓展销售渠道,血必净注射液销售订单增加所致;2019年血必净注射液收入同比下降17.27%,主要系医保政策调整后,血必净注射液地方医保覆盖省份减少使得销量下降所致;血必净注射液占营业收入的比重波动下降。2017-2019年,公司辅料及原料药销售收入波动增长,年均复合增长5.94%,变化不大。2017-2019年,医疗器械业务快速发展,年均复合增长65.55%,2019年医疗器械业务收入同比增长147.17%,主要系一方面医疗器械板块新增西藏正康医疗器械供应链业务收入3.46亿元;另一方面公司整合内外

部资源,提高医疗器械订单交付能力所致。公司其他业务包括医疗服务等,占营业收入的比重较小。

从毛利率情况来看,2017-2019年,公司中药配方颗粒业务毛利率持续下降,主要系中药配方颗粒营业成本上升所致,但毛利率仍维持在高水平;血必净注射液毛利率较稳定;辅料及原料药毛利率波动增长,2019年同比上升4.95个百分点,主要系子公司湖北亿诺瑞生物制药有限公司(以下简称“湖北亿诺瑞”)主要产品低分子肝素系列原料药涨价,公司低于市场价格的原材料储备充足,成本降低所致;医疗器械毛利率持续下降,主要系兰州汶河医疗器械研制开发有限公司(以下简称“汶河医疗器械”)产品价格下降所致;公司其他收入主要来源于医疗健康服务板块,包括线下设立实体连锁中医馆“医珍堂”和线上诊疗平台“上医仁家”提供的健康服务,占营业收入比重较小,毛利率波动较大。受上述因素影响,2017-2019

年，公司综合毛利率持续下降。

2020年1—9月，公司中药配方颗粒板块收入同比增长5.53%；医疗器械板块收入同比增长3.31倍，成为公司第二大收入来源，主要系一方面新型冠状病毒肺炎疫情期间，海外市场需求增长较快，血氧仪销量增长，另一方面公司医疗器械供应链业务纳入医疗器械板块核算所致；公司成品药中血必净注射液收入同比下降43.72%，主要系血必净注射液进入医保目录，价格大幅下降所致；辅料及原料药收入较上年同期变化不大。综上，2020年1—9月公司营业收入同比增长30.72%。

毛利率方面，2020年1—9月公司中药配方颗粒板块毛利率同比下降2.66个百分点，主要系新型冠状病毒肺炎疫情期间，线上低售价药品销售份额增加所致；医疗器械毛利率同比上升4.20个百分点；公司成品药中血必净注射液毛利率同比下降8.62个百分点，主要系进入医保目录后销售价格下降所致；辅料及原料药毛利率较上年同期变化不大。综上，2020年1—9月公司综合毛利率同比下降16.56个百分点。

2. 中药配方颗粒

公司中药配方颗粒业务主要由北京康仁堂运营。公司中药配方颗粒原材料种类较多，公司与供应商联合建立了药材基地。公司已布局七大生产基地，截至2020年底，除佛慈红日二期尚在建设外，北京、天津和湖北辰美等生产基地已先后投入生产。2017—2019年，随着公司销售渠道的持续开发及产能的增加，公司中药配方颗粒销量持续增长，采购量及产量随之增长。

公司中药配方颗粒业务经营主体主要为北京康仁堂。北京康仁堂是公司2010年收购的全资子公司，2019年注册资本为1.25亿元，资产总额为36.81亿元，净资产31.26亿元。北京康仁堂将汤药中的成分全部转移到中药配方颗粒中，解决了中药配方颗粒与中药汤剂“单煎、共煎”等同性问题。2019年北京康仁堂实现营业收入20.29亿元，营业利润5.78亿元，净利润4.79亿元。

采购方面，公司采购的中药材包括金银花、北柴胡、全蝎、地龙、蜈蚣等500多个品种。为保障原料药材的来源和质量，公司不断在药材道地产区寻找规模化、规范化种植基地，通过订单农业、基地共建、基地扶持、间接合作等不同模式，在甘肃、云南、湖北等23个省份与当地供应商合作建设药源基地，并对种植基地原料实施全过程溯源管理，在药材入库前通过含量、农残、重金属和黄曲霉的严格监测，以确保原料药材质量合格与稳定。

采购价格方面，公司采用按市场价格向供应商直接采购的方式。2017—2019年，随着中药配方颗粒销售订单的增加，中药材采购金额持续增长，年均复合增长25.96%。采购量方面，随着中药配方颗粒销售量增加，公司中药材采购量持续增长，年均复合增长36.56%。

表6 2017—2019年公司中药配方颗粒采购情况
(单位：亿元、吨)

项目	2017年	2018年	2019年
采购金额	3.46	4.95	5.49
采购数量	5961.55	9813.81	11118.22

注：公司中药配方颗粒采购品种500余种，单一品种采购数量及采购金额不大，不同中药材均价差异较大，因此未分析采购均价

资料来源：公司提供

结算方面，公司一般采用货到付款的方式。账期方面公司根据供应商等级不同而采取不同的账期，具体如下表所示。

表7 2017—2019年公司供应商账期管理情况

采购模式	付款账期
年度招标	VIP 供应商账期2个月， 普通供应商账期3个月
月度招标	VIP 供应商账期2个月， 普通供应商账期3个月
产地采购	账期3个月
定点采购	账期3个月
紧急采购	账期3个月
难采购药材品种	账期1个月

资料来源：公司提供

生产方面，公司在北京、天津、河北安国药都、甘肃渭源、河南宜阳、重庆秀山和湖北辰美七地进行中药配方颗粒生产基地布局，除

佛慈红日二期尚在建设外，北京、天津和湖北辰美等生产基地已先后投入生产。

产能方面，2017—2019年，随着公司各地生产基地陆续投产，中药配方颗粒产能和产量均有所增长，产能年均复合增长26.49%，产量年均复合增长31.11%，产能利用率保持在高水平。

表 8 2017—2019 年公司中药配方颗粒产能情况

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年
中药 配方 颗粒	产能（单位：吨）	2000.00	2200.00	3200.00
	产量（单位：吨）	1779.00	2121.00	3058.00
	产能利用率（%）	88.95	96.41	95.56

资料来源：公司提供

销售方面，北京康仁堂是行业内首家研发并推广使用智能化中药房的企业，下游客户以医疗机构为主，主要采用直销的方式。近年来公司不断优化多渠道销售策略，加快医院开发

表 9 2017—2019 年中药配方颗粒销售情况

销售产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年
中药配方颗粒	销售数量（单位：吨）	1695.11	2079.14	2551.06
	销售金额（单位：亿元）	17.53	21.62	27.06

注：公司销售的中药配方颗粒种类 500 余种，单一产品销量及销售金额均不大

资料来源：公司提供

3. 成品药业务

公司成品药业务包含中药注射剂和化药注射剂，其中中药注射剂血必净注射液收入占比较高。受医保政策影响，2017—2019年，血必净注射液产、销量及销售均价均有所波动。其他成品药占比较小，其中收入占比较大的低分子量肝素钙注射液产销量持续增长，盐酸法舒地尔注射液产销量持续下降。

公司成品药业务主要产品为血必净注射液、盐酸法舒地尔注射液、低分子量肝素钙注射液、酮咯酸氨丁三醇注射液、盐酸莫西沙星氯化钠注射液、清肺散结丸及抗癌平丸等药品。其中，血必净注射液是成品药版块核心产品，也是目前国内唯一经国家药品监督管理局批准的治疗脓毒症和多脏器功能失常综合征的国家二类新药，拥有10多项发明专利。

力度，合作医院已达 1200 多家，主要为三级医院。公司销售区域主要集中在北京、天津、山东及福建等地区，河北、内蒙、山西等其他地区销量快速增长，销售范围不断扩大。

在结算方面，公司采用先货后款的结算方式。公司根据签署的销售合作协议约定账期，辅以信用管理机制，结算账期一般在 180 天以内，采取银行转账、电汇的结算方式。

2017—2019 年，公司中药配方颗粒销量持续增长，年均复合增长 22.68%，2019 年销售数量为 2551.06 吨，同比增长 22.70%；2017—2019 年，公司中药配方颗粒销售收入年均复合增长 24.24%，主要系一方面国家中药配方颗粒政策逐步放开，中医药政策扶持力度加大，另一方面公司积极发展配方颗粒业务，扩大生产基地建设，完善配方颗粒品种所致。

表 10 成品药业务主要产品概况

药品	批准文号	主治功能
血必净注射液	国药准字 Z20040033	化瘀解毒。用于湿热类疾病症见发热、喘促、心悸、烦躁等淤毒互结症，适用因感染诱发的全身炎症反应综合征，也可配合治疗多器官功能失常综合征的脏器功能受损期
低分子量肝素钙注射液	国药准字 H20000706/ 国药准字 H20020469/ 国药准字 H20020470	治疗深部静脉血栓形成，用于血液透析体外循环中预防血凝块形成，预防与手术有关的血栓形成
盐酸法舒地尔注射液	国药准字 H20040356	改善和预防蛛网膜下腔出血术后的脑血管痉挛及引起的脑缺血症状

资料来源：公司提供

血必净注射液原材料主要为中药材，为应对中药材价格波动较大、市场产品质量参差不齐的情况，公司采用产地采购模式采购传统道地药材，并通过参加 API、CPI 展会，加大市场调研的力度，不断扩展采购渠道。

2017—2019 年，公司成品药采购成本中，

血必净注射液和低分子量肝素钙注射液原材料采购占比较大，且采购占比连续增长，成品药采购总成本年均复合增长17.22%。血必净注射液原材料为红花、赤芍、川芎、丹参和当归五种药材，其中红花、赤芍和当归药材采购占比维持在80%左右。2017—2019年，红花和赤芍药材采购金额波动增长，年均复合增长14.11%和4.20%；当归药材采购金额波动下降，年均复合下降5.98%。2017—2019年，公司血必净注射液药材采购成本波动增长，年均复合增长6.84%，主要系红花药材采购量变动所致。血必净注射

液生产周期较长，药材采购价格稳定，公司通常在年初根据库存情况进行大批量采购。低分子量肝素钙注射液销量随着订单的增加而增长，原材料采购成本持续增长，年均复合增长45.29%。

采购结算方面，在付款方式上，公司通常采取货到检验合格后付款，并建立付款账期。在供应商管理上，公司将每种物料设置2家以上供应商，建立价格竞争机制，并定期对现有供应商进行质量审计，保证原料的稳定性。

表 11 2017—2019 年及 2020 年 1—9 月成品药采购金额及占比

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
血必净注射液药材（万元）	944.75	751.53	1078.32	1051.50
低分子量肝素钙原材料（万元）	4253.05	5288.56	8978.26	7221.98
两者采购金额占比（%）	43.18	56.12	60.81	58.01
成品药采购总额	12036.26	10762.70	16538.24	14263.30

资料来源：公司提供

生产方面，血必净注射液是中药注射液，由五种中药材经过处理车间加工为饮片，采用提取、精制、干燥等操作工序加工成干膏，血必净大楼制剂部领取干膏通过中间体投料、浓配、过滤、灌封、灭菌检漏、灯检、包装等生

产工序加工为最终成品。

其他化药制剂经过原料药投料、配液、过滤、灌封、灭菌检漏、灯检、包装等生产工序加工为最终成品。

表 12 2017—2019 年公司主要产品产能及产量情况

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年
血必净注射液	产能（万支）	5000.00	5000.00	5000.00
	产量（万支）	2777.52	2436.75	2662.23
	产能利用率（%）	55.55	48.74	53.24
低分子量肝素钙注射液	产能（万支）	2166.67	2166.67	2166.67
	产量（万支）	1001.43	1214.28	1217.41
	产能利用率（%）	46.22	56.05	56.19
盐酸法舒地尔注射液	产能（万支）	1083.33	1083.33	1083.33
	产量（万支）	438.72	284.35	210.00
	产能利用率（%）	40.50	26.25	19.39

资料来源：公司提供

公司根据产品销量和库存情况综合考虑制定生产计划。2017—2019年，血必净注射液产量较为稳定；低分子量肝素钙注射液随着销量增长，产量持续增长，年均复合增长10.26%；盐酸法舒地尔注射液作为公司首仿药物，随着药品医保试用范围趋严，盐酸法舒地尔注射液

适用范围缩小，竞品较多，销量有所下降，生产产量相应减少，年均复合下降30.81%。公司成品药整体产能利用率较低。

销售方面，2019年底，血必净注射液通过国家医保谈判首次进入新版国家医保目录，终端覆盖由此前15省扩大至全国31省，为产品打

开了销量大幅提升的空间。在控制和治疗新冠肺炎疫情期间，血必净注射液入选中国方案“三药三方”，发挥了很好的作用，被国家卫健委连续列入试行第四、五、六、七、八版《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案》中。

销量方面，2017—2019年，血必净注射液销售规模波动增长，其中2018年销量同比增长33.32%，主要系通过拓展销售渠道，血必净注射液订单增加所致；受医保政策影响，2019年血必净注射液医保覆盖地区减少，销量同比下降15.54%。2017—2019年，低分子量肝素钙注射液销量随着订单的增加而增长，年均复合增长10.27%；盐酸法舒地尔注射液销量年均复合下降22.01%，主要系一方面医保规定药品的使

用范围趋于严格，盐酸法舒地尔注射液适用范围缩小；另一方面市场上可替代药品较多所致。

销售收入方面，2017—2019年，血必净注射液销售收入波动增长，年均复合增长4.57%。2019年，受医保政策影响，血必净注射液医保覆盖地区减少，销售额同比下降19.10%；销售均价较上年减低1.58元/支，主要系血必净注射液进入医保目录，中标价格较低所致。2017—2019年，低分子量肝素钙注射液销售额年均复合增长20.55%，主要系低分子量肝素钙注射液销量增长所致；盐酸法舒地尔注射液销售额年均复合下降12.58%，主要系销量下降所致。公司成品药整体产销率维持在较高水平。

表13 2017—2019年公司成品药主要产品销售情况

销售产品	项目	2017年	2018年	2019年
血必净注射液	销售数量（万支）	2166.95	2889.01	2440.08
	销售金额（亿元）	8.02	10.84	8.77
	产销率（%）	78.02	118.56	91.66
	销售均价（元）	37.00	37.52	35.94
低分子量肝素钙注射液	销售数量（万支）	984.83	1050.70	1197.60
	销售金额（亿元）	1.50	1.93	2.18
	产销率（%）	98.34%	86.53%	98.37%
	销售均价（元）			
	低分子量肝素钙注射液 0.4ml	13.38	14.97	14.92
	低分子量肝素钙注射液 0.6ml	16.99	21.75	21.42
盐酸法舒地尔注射液	销售数量（万支）	402.94	300.99	245.11
	销售金额（亿元）	1.23	1.22	0.94
	产销率（%）	91.84	105.85	116.72
	销售均价（元）	30.58	40.39	38.39

资料来源：公司提供

公司成品药板块下游客户主要为大型医药公司，根据销售合作协议签署的账期约定，一般账期为30~90天左右，采取银行转账、电汇及部分银行承兑汇票的结算方式。

4. 医疗器械

2017—2019年，医疗器械板块经营主体超思电子销售收入增长较快，2020年1—9月，新型冠状病毒肺炎疫情期间，医疗器械海外市场需求要快速增长。2019年医疗器械供应链配送业务开始纳入医疗器械板块核算，未来将发展

成为公司新业务板块，同时由于前期投入较大，对运营资金形成占用。

公司医疗器械板块经营主体主要为2015年收购的超思电子和汶河医疗器械。超思电子为公司全资子公司，主要经营脉搏血氧仪、基层医疗与家用健康电子医疗器械产品，包括脉搏血氧仪、多参数检测一体机、心电检测仪、呼吸训练器及多种与移动互联网相结合的远程新型电子医疗产品。

超思电子通过批发商和代理商销售至全球的医院、诊所、连锁药店及医疗器械直营店，

已在美国、德国、加拿大、印度和新加坡建立了五个全资子公司，可直接对接当地市场二三级代理商以及终端客户，以国际市场为主，目前中国市场在天猫和京东自营平台开设了线上直营店。2020年以来，新型冠状病毒肺炎期间海外销量大幅增长，国内需求增加，海内外市场进一步扩大。

汶河医疗器械成立于2003年11月，主要产品为吸氧湿化给药器系列、无菌配药器等医疗器械产品，主要销售客户为各级别医疗终端。

公司还通过西藏正康提供医疗器械供应链业务，成立于2016年的西藏正康是一家集仓储、配送、销售、推广为一体，营销网络覆盖全国的第三方医药营销服务平台。西藏正康已设立10余家子公司，2019年初步建立直销事业部和分销事业部，形成配送平台、分销平台及设备打包与销售平台的商业布局。2020年1—9月西藏正康实现营业收入5.74亿元，营业成本4.46亿元，利润总额0.33亿元。公司医疗器械供应链配送业务发展较快，未来将成为公司新的业务板块。

5. 其他业务

2017—2019年，公司其他业务占营业收入比例较小，原辅料及医疗健康服务板块发展稳定，波动较小。

公司其他业务主要是药用原辅料及医疗健康服务板块，营业收入占比较小。原料药和辅料药经营主体主要为公司全资子公司湖州展望药业有限公司（以下简称“展望药业”）、控股子公司湖北亿诺瑞和控股孙公司连云港万泰医药材料有限公司，下游客户为医药制造企业。展望药业是国内最早的药用辅料生产企业，其研发生产的有23个药用辅料品种，9个原料药品种及6个食品添加剂，形成了一个以药用辅料为

主，原料药、食品添加剂三大系列产品的综合性大型医药生产企业；湖北亿诺瑞专注肝素和分级低分子肝素原料药，已取得中国，美国，德国，俄罗斯，土耳其等5个国内外GMP证书，产品行销亚、欧、美十余个国家。

医疗健康服务经营主体主要为全资子公司天津东方康圣健康管理有限公司（以下简称“东方康圣”），东方康圣作为公司医疗健康投资及管理平台，通过线下设立实体连锁中医馆“医珍堂”进入中医医疗领域，再由线上诊疗平台“上医仁家”提供健康服务。

6. 经营效率

2017—2019年，公司销售债权周转次数、总资产周转次数均呈小幅上升趋势，存货周转次数变动不大，经营效率稳中有升。

2017—2019年，公司销售债权周转次数持续上升，分别为1.82次、2.36次和2.57次，主要系营业收入的增长所致；公司存货周转次数变动不大，分别为1.95次、2.07次和2.10次；公司总资产周转次数持续上升，分别为0.46次、0.57次和0.63次。

7. 在建工程

随着在建产能的释放，公司经营业绩及市场份额有望进一步提升，后续待投入资金规模较小，公司资本性支出压力可控。

截至2020年底，公司主要在建工程包括佛慈红日二期配方颗粒项目和重庆配方颗粒生产线，总投资额为15.40亿元，尚需投入资金4.89亿元。上述在建项目用于扩充中药配方颗粒产能，随着在建产能的释放，公司经营业绩及市场份额有望进一步提升，同时，后续待投入资金规模小，公司资金支出压力可控。

表 14 截至 2020 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	截至 2020 年底 已完成投资	未来计划投资额	资金来源
佛慈红日二期配方颗粒项目	16639.00	1543.00	15096.00	银行借款、自有资金
重庆配方颗粒生产线	19993.00	14598.00	5395.00	银行借款、自有资金

中药产品自动化生产基地项目	92000.00	74698.61	17301.39	募投资金
河南红日康仁堂厂区	25390.00	14295.00	11095.00	银行借款、自有资金
合计	154022.00	105134.61	48887.39	--

注：中药产品自动化生产基地项目资金来源为2015年公司第五届董事会第二十八次会议审议通过《关于使用非公开发行股票部分募集资金对天津红日康仁堂药业有限公司增资》的募投资金

资料来源：公司提供

8. 未来发展

公司未来的经营方针稳健可行，具有自身经营特色，有利于未来几年公司的持续健康发展。

未来，公司中药配方颗粒业务板块将继续进行国家质量标准研究工作，完善配方颗粒研发体系建设，扩大中药配方颗粒销售规模，提高品牌影响力；借助中医生资源及中医智能诊疗，提高基层医疗市场的覆盖率，整合配方颗粒全产业链产品、渠道、智慧医疗等自有资源，成立中医药事业群，利用公司资源优势，强化品牌合力。公司将积极完善人力资源体系建设，加大人员特别是中高层管理人员对公司战略管理能力理解、相关财务及人力知识学习、团队建设等培训，将企业打造成为事业的平台、友爱的平台和健康运营的平台。公司将继续开展项目管理，一方面解决不断出现的新问题；另一方面不断培养适合企业未来发展的人才梯队，完善绩效管理体系，实现责权利的有效匹配，确保公司在年度计划达成的同时，为公司持续经营创造有利条件。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2017—2018年度财务报告均经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2019年度财务报告经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。公司2020年1—9月财务报表未经审计。公司财务报表按照《企业会计准则》以及《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号——财务报告的一般规定》编制，并执行财政部颁

布的最新企业会计准则。本报告2017年、2018年财务数据取自2018年、2019年审计报告期初数/上期数，2019年财务数据取自2019年审计报告期末数/本期数。

合并范围变化方面，2018年公司通过非同一控制下企业合并新增11家子公司；2019年，公司通过非同一控制下企业合并取得的7家子公司，新设13家子公司，出售1家子公司，注销1家子公司，公司纳入合并范围的子公司共计62家。

截至2019年底，公司资产总额84.27亿元，所有者权益70.70亿元（含少数股东权益2.84亿元）；2019年，公司实现营业收入50.03亿元，利润总额4.84亿元。

截至2020年9月底，公司资产总额100.76亿元，所有者权益74.20亿元（含少数股东权益2.03亿元）；2020年1—9月，公司实现营业收入47.09亿元，利润总额7.00亿元。

2. 资产质量

2017—2019年底，公司资产规模持续增长，资产结构较为均衡。流动资产中货币资金持续下降，应收账款和存货规模较大，对公司资金形成一定占用；非流动资产中，随着生产基地建设投入，固定资产和在建工程持续增长。公司资产受限比例较低。

2017—2019年底，公司资产规模持续增长，年均复合增长6.51%。截至2019年底，公司资产总额84.27亿元，较年初增长12.60%，流动资产和非流动资产均有所增长。

从资产构成看，2019年底，公司流动资产占51.34%，非流动资产占48.66%，资产结构相对均衡，较年初变化不大。

表 15 2017—2019 年及 2020 年 9 月底公司资产主要构成

科目	2017 年底		2018 年底		2019 年底		2020 年 9 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	38.10	51.29	39.12	52.28	43.26	51.34	57.81	57.37
货币资金	13.49	18.16	12.09	16.15	9.88	11.72	9.87	9.80
应收账款	15.65	21.07	17.40	23.25	20.34	24.14	28.78	28.57
存货	5.42	7.29	6.39	8.54	8.92	10.59	13.42	13.32
非流动资产	36.18	48.71	35.71	47.72	41.00	48.66	42.95	42.63
固定资产	11.12	14.97	17.21	22.99	19.95	23.68	20.67	20.52
在建工程	4.64	6.25	0.82	1.10	3.11	3.70	3.78	3.75
商誉	11.78	15.86	9.19	12.28	7.99	9.48	7.99	7.93
资产总额	74.28	100.00	74.84	100.00	84.27	100.00	100.76	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

2017—2019 年底，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长 6.56%。截至 2019 年底，流动资产 43.26 亿元，较年初增长 10.58%，主要系公司应收账款和存货增长所致。

2017—2019 年底，公司货币资金持续减少，年均复合下降 14.42%。截至 2019 年底，公司货币资金 9.88 亿元，较年初下降 18.25%，主要系公司采购原材料增加导致银行存款减少所致。货币资金中有 0.12 亿元受限资金，受限资金占货币资金的比例为 1.20%，受限资金为银行承兑汇票保证金及信用证保证金，受限比例低。

2017—2019 年底，公司应收账款持续增长，年均复合增长 14.00%。截至 2019 年底，公司应收账款账面价值 20.34 亿元，较年初增长 16.90%，主要系公司中药配方颗粒销量增长所致。应收账款账龄以 1 年以内为主，累计计提坏账 1.81 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 2.64 亿元，占比为 11.91%，集中度较低。

2017—2019 年底，公司存货持续增长，年均复合增长 28.32%。截至 2019 年底，公司存货 8.92 亿元，较年初增长 39.61%，主要系公司医疗器械外销需求增加，订单集中生产，备货量相应增加所致。存货主要由库存商品（占 50.31%）、自制半成品（占 22.99%）和原材料（占 13.68%）构成，累计计提跌价准备 0.44 亿元，计提比例为 4.98%。

(2) 非流动资产

2017—2019 年底，公司非流动资产规模波动增长，年均复合增长 6.45%。截至 2019 年底，

公司非流动资产 41.00 亿元，较年初增长 14.81%，主要系固定资产和在建工程增长所致。

2017—2019 年底，公司固定资产持续增长，年均复合增长 33.93%。截至 2019 年底，公司固定资产 19.95 亿元，较年初增长 15.95%，主要系天津康仁堂新厂区等建设工程完工转入固定资产所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占 55.77%）、生产设备（占 27.59%）和电子设备（占 12.43%）构成，其中未办妥产权证书的房屋及建筑物占固定资产账面价值的 7.02%。固定资产累计计提折旧 6.49 亿元；固定资产成新率 75.83%，成新率尚可。

2017—2019 年底，公司在建工程波动下降，年均复合下降 18.09%。截至 2019 年底，公司在建工程 3.11 亿元，较年初增长 2.78 倍，主要系中药配方颗粒生产车间建设项目持续推进所致。

2017—2019 年底，公司商誉持续下降，年均复合下降 17.63%。截至 2019 年底，公司商誉 7.99 亿元，较年初下降 13.03%，主要系公司对超思电子商誉计提减值准备增长所致。

截至 2019 年底，公司资产受限情况如表 16 所示，公司资产受限比例低。

表 16 截至 2019 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (万元)	占资产总额比例 (%)	受限原因
货币资金	1186.08	0.14	开具银行承兑汇票及信用证的保证金
合计	1186.08	0.14	-

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

截至 2020 年 9 月底，公司资产总额 100.76 亿

元，较年初增长19.57%，主要系应收账款和存货增长所致。其中，公司流动资产占57.37%，非流动资产占42.63%。公司资产结构相对均衡，流动资产较年初占比上升较快。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2017—2019 年底，随着未分配利润增长，公司所有者权益快速增长。公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

2017—2019 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 4.23%。截至 2019 年底，公司所有者权益 70.70 亿元，较年初增长 7.52%，主要系公司未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 95.98%，少数股东权益占比为 4.02%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 42.51%、8.29% 和 43.58%，未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2020 年 9 月底，公司所有者权益 74.20 亿元，较年初增长 4.95%，其中归属于母公司所有者权益占比为 97.26%，少数股东权益占比为 2.74%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占所有者权益的比例分别为 40.48%、7.79% 和 47.64%。所有者权益结构稳定性一般。

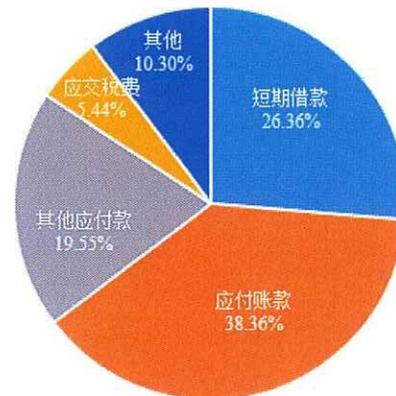
(2) 负债

2017—2019 年底，公司负债规模波动增长，以流动负债为主；随着业务增长，应付账款增长较快。截至 2020 年 9 月底，公司负债总额较年初增长迅速。

2017—2019 年底，公司负债规模波动增长，年均复合增长 21.44%。截至 2019 年底，公司负债总额 13.56 亿元，较年初增长 49.43%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 90.89%，非流动负债占 9.11%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

2017—2019 年底，公司流动负债波动增长，年均复合增长 18.70%。截至 2019 年底，公司流动负债 12.33 亿元，较年初增长 47.29%，主要系短期借款和应付账款增长所致。

图3 截至2019年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2017—2019年底，公司短期借款波动增长，年均复合增长9.60%。截至2019年底，公司短期借款3.25亿元，较年初增长50.38%，主要系中药材采购规模扩大及配方颗粒生产基地建设投入加大，公司对流动资金需求增加所致。其中信用借款和质押借款分别占63.41%和21.20%。

2017—2019年底，公司应付账款持续增长，年均复合增长53.65%。截至2019年底，公司应付账款4.73亿元，较年初增长66.05%，主要系公司生产销售规模扩大，原材料及其他商品采购款增长，以及应付生产基地建设工程款增加所致，无账龄超过1年的重要应付账款。

2017—2019年底，公司其他应付款波动增长，年均复合增长0.50%。截至2019年底，公司其他应付款2.41亿元，较年初增长19.17%，主要系银行承兑汇票保证金及信用证保证金增长所致。

2017—2019年底，公司应交税费波动下降，年均复合下降11.93%。截至2019年底，公司应交税费0.67亿元，较年初增长66.52%，主要系公司生产销售规模扩大，应交增值税增长所致。

2017—2019年底，公司非流动负债持续增长，年均复合增长66.04%。截至2019年底，公司非流动负债1.24亿元，占公司负债总额的比例为9.11%，非流动负债较年初增长74.70%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占36.40%）、递延收益（占43.78%）

和其他非流动负债（占16.18%）构成。

截至2019年底，公司新增长期借款0.45亿元，借款期限为8年，为用于湖北辰美中药生产基地建设项目。

2017—2019年底，公司递延收益持续增长，年均复合增长14.38%。截至2019年底，公司递延收益0.54亿元，较年初增长22.71%，主要系政府补贴增长所致。

截至2019年底，公司新增其他非流动负债0.20亿元，系政府无偿代垫河南红日康仁堂药业

有限公司颗粒生产基地建设工程款。

截至2020年9月底，公司负债总额26.55亿元，较年初增长95.80%，主要系一方面新型冠状病毒肺炎疫情期间银行短期贷款利率较低；另一方面公司中药配方颗粒和医疗器械板块采购量增长，且供应链业务发展较快，短期借款增加所致。其中，流动负债占82.99%，非流动负债占17.01%。公司以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

图4 2017—2019年底及2020年9月底公司债务结构(单位: 亿元)



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

债务方面，2017—2019年，公司全部债务波动增长，年均复合增长16.58%。截至2019年底，公司全部债务3.89亿元，较年初增长73.36%，主要系短期债务增长所致。债务结构方面，短期债务占88.44%，长期债务占11.56%，以短期债务为主，其中，短期债务较年初增长53.31%，主要系短期借款增加所致；长期债务0.45亿元，较年初变化不大。从债务指标来看，截至2019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较年初分别提高了3.97个百分点、1.92个百分点和0.63个百分点。公司债务负担尚可。

截至2020年9月底，公司全部债务11.60亿元，较年初增长198.04%，主要系短期债务增长所致。债务结构方面，短期债务占70.25%，长期债务占29.75%，以短期债务为主，其中，短期债务较年初增长136.74%，主要系短期借款增加所致；长期债务较年初增长6.67倍，主

图5 2017—2019年底及2020年9月底公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

要系长期借款增加所致。从债务指标来看，截至2020年9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较年初分别提高10.26个百分点、8.30个百分点和3.81个百分点。公司债务负担有所加重。

4. 盈利能力

2017—2019年，公司营业收入持续增长；利润总额波动下降；公司期间费用控制能力尚可，整体看，公司整体盈利水平较好。

2017—2019年，公司营业收入持续增长，年均复合增长21.77%。2019年，公司实现营业收入50.03亿元，同比增长18.44%，主要系中药配方颗粒销量增长所致；营业成本持续增长，年均复合增长31.75%。2019年，营业成本16.10亿元，同比增长31.45%，主要系随着中药配方颗粒销量增长，销售费用增长所致。2017—2019年，公司利润总额波动下降，年均复合下降

8.24%。2018年，公司利润总额由2017年5.75亿元下降至3.24亿元，主要系公司销售费用增长所致。2019年，公司利润总额4.84亿元，同比增长49.49%，主要系公司销售收入增长所致。

公司期间费用以销售费用和管理费用为主，2017—2019年，期间费用占营业收入的比重分别为51.71%、55.03%和54.07%，公司销售费用和管理费用持续增长，年均复合增长分别为25.43%和20.68%。2018年公司将调剂服务外包给第三方管理，销售费用中新增调剂服务费6.64亿元。2019年，公司费用总额为27.05亿元，同比增长16.38%，主要由销售费用（占77.86%）、管理费用（占15.36%）和研发费用（占6.75%）构成。2019年，公司期间费用中，销售费用为21.06亿元，同比增长16.64%，其中调剂服务费9.51亿元，主要系公司将调剂服务外包给第三方管理，随着中药配方颗粒业务发展，配方调剂人员不断增加，服务费相应增长所致；管理费用为4.16亿元，同比增长8.62%，主要系公司为激励员工，职工薪酬和股权激励费用增长所致；研发费用为1.83亿元，同比增长28.50%，主要系一方面公司研发人员职工薪酬增长；另一方面公司增加药品研发投入，技术开发费用增长。整体看，公司费用控制能力尚可。

2017—2019年，公司营业外收入分别为0.56亿元、0.69亿元、0.37亿元，波动下降，年均复合下降19.19%，主要系政府补贴减少所致。2019年，公司营业外收入占利润总额比重为7.60%，对利润影响不大。

图6 2017—2019年公司盈利指标（单位：%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

盈利指标方面，2017—2019年，公司营业利润率持续下降，总资产收益率和净资产收益率波动下降；整体看公司各盈利指标仍较好。

与同行业公司相比，公司销售毛利率较高，总资产报酬率和净资产收益率处于行业较低水平。公司整体盈利水平尚可。

表17 2019年同行业公司盈利情况对比

证券简称	营业收入 (亿元)	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
红日药业	50.03	67.82	6.06	6.12
中新药业	69.94	42.14	9.81	12.16
天士力	189.98	31.30	7.11	9.28
贵州百灵	28.51	60.12	6.44	7.34

资料来源：Wind

2020年1—9月，公司实现营业收入47.09亿元；营业利润率为57.40%。2020年1—9月，实现利润总额7.00亿元。

5. 现金流

2017—2019年，受销售规模扩大及销售费用增长影响，公司经营活动现金净流入金额持续下降；投资活动产生的现金流量净额呈净流出状态；公司筹资活动前产生的现金流量净额由净流入转为净流出。受贷款规模增加影响，筹资活动现金流入规模波动增长，2019年筹资活动现金流量净额由负转正。公司现金流整体情况良好。

表18 2017—2019年及2020年1—9月公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
经营活动现金流入小计	40.88	46.29	52.84	45.41
经营活动现金流出小计	33.46	42.41	50.68	46.79
经营现金流量净额	7.42	3.88	2.16	-1.38
投资活动现金流入小计	0.48	1.33	2.48	0.38
投资活动现金流出小计	5.53	4.43	7.53	5.05
投资活动现金流量净额	-5.04	-3.10	-5.05	-4.67
筹资活动前现金流量净额	2.38	0.78	-2.89	-6.05
筹资活动现金流入小计	3.43	2.28	5.75	13.57
筹资活动现金流出小计	6.51	4.46	4.08	7.44
筹资活动现金流量净额	-3.08	-2.18	1.67	6.13
现金收入比	116.25	106.79	101.76	89.21

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

经营活动方面，2017—2019年，公司经营活动现金流入量年均复合增长13.69%。2019年，公司经营活动现金流入同比增长14.14%，主要系中药配方颗粒营业收入增长所致。2017—2019年，公司经营活动现金流出量持续增长，年均复合增长23.07%，增幅大于现金流入增幅，主要系一方面2018年公司新增调剂服务费6.64亿元，2019年调剂服务费增长至9.34亿元，增幅明显；另一方面近三年公司市场调研费、学术推广费和会议费用支出较大所致。2019年，公司经营活动现金流出量同比增长19.49%，其中购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金分别为16.79亿元和22.10亿元。综上，2017—2019年，公司经营活动现金净流入金额持续下降，年均复合下降46.05%。从收入实现质量来看，公司现金收入比持续下降，分别为116.25%、106.79%和101.76%，公司收入实现能力较好。

投资活动方面，2017—2019年，公司投资活动现金流入量持续增长，年均复合增长127.30%。2019年，公司投资活动现金流入同比增长85.98%，主要系公司以持有到期为目的的定期存单到期收回所致。2017—2019年，投资活动现金流出量波动增长，年均复合增长16.75%。2019年，投资活动现金流出同比增长69.92%，主要系公司建设中药配方颗粒生产基地投入资金增加所致。综上，2017—2019年，公司投资活动现金流净额持续净流出。

2017—2019年，公司筹资活动前现金流量净额分别为2.38亿元、0.78亿元和-2.89亿元。

筹资活动方面，2017—2019年，公司筹资

活动现金流入量波动增长，年均复合增长29.43%。2019年，公司筹资活动现金流入同比增长152.53%，主要系一方面公司银行贷款增加；另一方面公司实施第二期股权激励计划，收到激励对象缴纳的认购款所致。2017—2019年，公司筹资活动现金流出量持续下降，年均复合下降20.85%。2019年，筹资活动现金流出同比下降8.56%，主要系公司支付的股权回购金额大幅下降所致。综上，2017—2019年，公司筹资活动现金净额由净流出转为净流入。

2020年1—9月，公司经营产生的现金流量净额为-1.38亿元，投资活动产生的现金流量净额为-4.67亿元，筹资活动产生的现金流量净额为6.13亿元。

6. 偿债能力

2017—2019年，公司短期及长期偿债能力指标表现较好，融资渠道畅通，公司整体债务偿还能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均波动下降，流动资产对流动负债的保障程度仍较强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA波动下降，全部债务/EBITDA持续增长。2019年，公司EBITDA同比增长39.98%。从构成看，主要由折旧（占19.95%）、摊销（占5.62%）和利润总额（占72.81%）构成。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数波动上升，EBITDA对利息的覆盖程度较高；全部债务/EBITDA持续上升。整体看，公司长期债务偿债能力很强。

表19 2017—2019年公司偿债能力指标

项目	项目	2017年	2018年	2019年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	435.51	467.51	350.97
	速动比率（%）	373.57	391.15	278.60
	经营现金流流动负债比（%）	84.86	46.39	17.53
	现金短期债务比（倍）	5.29	5.89	2.87
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	7.04	4.75	6.65
	全部债务/EBITDA（倍）	0.41	0.47	0.59
	EBITDA利息倍数（倍）	47.94	42.69	56.64

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年9月底，公司无对外担保。

未决诉讼方面，截至2020年9月底，公司无重大未决诉讼。

截至2020年9月底，公司共计获得银行授信额度20.64亿元，已使用额度11.09亿元，未使用额度9.55亿元，公司间接融资渠道畅通。公司是A股上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务分析

公司本部资产构成以非流动资产为主，非流动资产以长期股权投资为主，所有者权益稳定性较好，公司本部层面债务负担较轻。

截至2019年底，公司本部资产总额49.87亿元，较年初增长3.11%。其中，流动资产7.05亿元（占14.14%），非流动资产42.82亿元（占85.86%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占19.85%）、存货（占16.33%）和其他流动资产（占57.13%）构成；非流动资产主要由其他权益工具投资（占6.28%）、长期股权投资（占77.91%）和固定资产（占9.05%）构成。截至2019年底，公司本部货币资金为1.40亿元。

截至2019年底，公司本部负债总额3.13亿元，较年初增长3.91倍。其中，流动负债3.07亿元（占97.91%），非流动负债0.07亿元（占2.09%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占15.32%）、应付账款（占15.17%）、预收款项（占60.50%）和应付职工薪酬（占6.15%）构成；非流动负债主要由递延收益（占99.82%）构成。公司本部2019年底资产负债率为6.28%，较2018年底提高4.96个百分点。截至2019年底，公司本部全部债务0.47亿元，全部为短期债务。

截至2019年底，公司本部所有者权益为46.74亿元，较年初有所下降。本部所有者权益主要由实收资本（占64.31%）、资本公积（占20.71%）和未分配利润（占12.55%）构成。

2019年，公司本部营业收入为5.53亿元，利润总额为-0.77亿元。同期，公司本部投资收益为0.16亿元。投资收益为公司本部主要利润来源。

现金流方面，2019年公司本部经营活动现金流净额为2.88亿元，投资活动现金流净额-2.48亿元，筹资活动现金流净额0.21亿元。

九、本次公司债券偿还能力分析

本次债券的发行对公司债务有一定影响；公司经营活动现金流对本次债券保障能力较强。

1. 本次公司债券发行对债务的影响

截至2020年9月底，公司全部债务合计11.60亿元，本次债券拟发行的额度不超过12.00亿元（含），占公司全部债务总额的1.03倍。

若将本次债券计入长期债务，以2020年9月底财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，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上升至34.19%、24.13%和17.23%，分别较发行前上升了7.84个百分点、10.61个百分点和12.79个百分点，债务负担有所提升。

考虑到公司拟将本次债券募集资金部分将用于偿还有息负债，实际债务负担将低于预测值。

2. 本次公司债券偿还能力分析

以2019年的相关财务数据为基础，公司2019年的EBITDA为6.65亿元，为本次债券发行额度（12.00亿元）的0.55倍，EBITDA对本次债券的覆盖程度较高。公司2019年经营活动现金流入量为52.84亿元，为本次债券发行额度（12.00亿元）的4.40倍，经营现金流入量对本次债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司中药配方颗粒市场地位领先、核心药品竞争力、盈利能力等方面具备的综合优势，联合资信认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

十、债券保护条款分析

本次债券由兴城集团提供全额无条件不可撤销连带责任的保证担保。针对本次担保事宜，公司与兴城集团签署了《担保协议》，兴城集团

出具了《担保函》。担保范围包括本次债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。

兴城集团承担保证责任的期间：若本次债券为分期发行，担保人承担保证责任的期间为本次债券存续期及本次债券到期之日起两年。本次债券合法持有人、受托管理人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

十一、担保方信用风险分析

本次债券由兴城集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

1. 兴城集团概况

兴城集团原名为成都市兴城投资有限公司（以下简称“兴城公司”），是成都市国资委于2009年3月投资30亿元成立的国有独资企业。根据国务院《成都市城市总体规划（1995—2020年）》的批复（国函〔1999〕63号），2003年，成都市政府成立了兴南投资有限责任公司（以下简称“兴南公司”）和兴东投资有限责任公司（以下简称“兴东公司”），分别为成都市南部和东部新区起步区城市基础设施建设项目的投融资主体。2008年，根据成都市政府成办发〔2008〕12号文件，兴南公司和兴东公司以新设合并方式组建为兴城公司，成为成都市城市建设和经营的投融资平台。2012年2月，兴城公司更名为现名。2012年4月1日，成都市国资委根据成都市财政局和成都市国资委《关于安排成都兴城投资集团有限公司资本金的通知》（成财投〔2012〕30号、31号）对兴城集团增资25.25亿元。2018年9月，成都市政府将成都建工集团有限公司（以下简称“成都建工”，原名“成都建筑工程集团总公司”）出资人由成都市国资委变更为兴城集团。2019年3月，兴城集团通过股权收购取得对红日药业和中化岩土集团股份有限公司（股票代码：002542.SZ，以下简称“中化岩土”）的实际控制权，将其纳入合并范围后，兴城集团资产及收入规模均大幅增长。截至

2020年6月底，兴城集团注册资本和实收资本均为55.25亿元，成都市国资委是兴城集团唯一股东和实际控制人。

兴城集团经营范围：控股公司服务；土地整理与开发；城市配套基础设施，环境治理的投融资，建设和管理；住宅房屋建筑，道路、隧道和桥梁工程建筑，管道和设备安装，工程技术与设计服务，建材批发，园区管理；房地产开发经营，房地产租赁经营，物业管理；健康咨询，老年人养护服务；体育组织服务，体育场所服务，休闲健身活动，会议、展览及相关服务；资本运作；国有资产管理；对外投资（不得从事非法集资、吸收公众资金等金融活动）；特许经营；其他非行政许可的经营项目。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2020年6月底，兴城集团本部内设董事会办公室、集团办公室、组织人事部、纪检监察室、财务部、投资发展部、工程技术部、土地事务部和审计法务部共9个职能部门。兴城集团纳入合并范围的子公司共17家。

截至2019年底，兴城集团资产总额2136.16亿元，所有者权益673.00亿元（其中少数股东权益174.35亿元）；2019年，兴城集团实现营业收入632.79亿元，利润总额16.01亿元。

截至2020年6月底，兴城集团资产总额2553.81亿元，所有者权益707.73亿元（其中少数股东权益178.19亿元）；2020年1—6月，兴城集团实现营业收入313.77亿元，利润总额17.64亿元。

兴城集团注册地址：成都市高新区濯锦东路99号；法定代表人：任志能。

2. 企业信用记录

兴城集团过往债务履约情况良好，未发现兴城集团有其他不良信用记录。

根据兴城集团提供的中国人民银行企业信用报告（自主查询版，统一社会信用代码：915101006863154368），截至2020年12月22日，兴城集团本部无未结清和已结清的不良信

贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至2020年12月25日，联合资信未发现兴城集团被列入全国失信被执行人名单。

3. 经营概况

近年来，兴城集团主营业务收入快速增长，2018年兴城集团合并成都建工后收入大幅提升，收入结构变化很大，建筑板块收入成为兴城集团收入的最主要来源。但由于建筑施工业务毛利率较低，兴城集团综合毛利率快速下降。

随着合并范围的扩大，兴城集团业务板块呈多元化发展，目前兴城集团定位为集土地整理开发、重大项目建设、房地产开发、国有资产经营与管理、建筑施工、医药健康等功能于一体的综合性城市建设运营主体。

2017—2019年，兴城集团新增建筑施工、建材物流、医药制造及销售等业务板块，主营业务收入规模快速增长，年均复合增长264.33%。其中，2018年兴城集团合并成都建工，新增建筑施工、建材销售和酒店旅游业务板块，建筑施工板块成为兴城集团收入的主要来源，2018—2019年在主营业务收入中占比分别为85.00%和82.35%。2017—2019年，受地产项目结算规

模减少影响，兴城集团房地产开发销售收入整体呈下降趋势。2019年，兴城集团将红日药业纳入合并范围，新增医药制造及销售和设备租赁及销售板块，对兴城集团主营业务收入形成有益补充。兴城集团房产租赁收入主要来自对外出租自持物业获得的收入，近三年收入规模逐年增长。兴城集团主营业务中其他板块收入主要来自市政代建项目管理费、小城镇建设投资项目资本金利息等，在主营业务收入中占比小。

毛利率方面，2017—2019年，兴城集团主营业务毛利率波动较大，分别为30.74%、10.02%和12.87%。其中，2018年受合并建筑业板块毛利率较低影响，兴城集团当年主营业务毛利率大幅下降。2019年，受新增医药制造及销售板块毛利率较高，以及房产销售及租赁板块毛利率上升的综合影响，兴城集团主营业务毛利率较上年有所提升。

2020年1—6月，兴城集团实现主营业务收入310.99亿元，相当于2019年全年的49.35%，各板块收入结构保持相对稳定。同期，兴城集团主营业务毛利率为11.51%，较2019年全年略有下滑。

表 20 兴城集团主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年			2020年1—6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建筑施工	--	--	--	369.24	85.00	5.71	518.98	82.35	5.99	260.01	83.61	5.91
房地产开发销售	40.07	84.41	23.37	35.24	8.11	36.66	35.54	5.64	41.73	3.65	1.17	53.44
房产租赁	3.61	7.61	55.16	4.39	1.01	54.82	5.14	0.82	77.83	1.76	0.56	90.76
医药制造及销售	--	--	--	--	--	--	39.43	6.26	61.24	17.46	5.61	71.42
设备租赁及销售	--	--	--	--	--	--	2.29	0.36	38.08	10.83	3.48	35.89
建材物流	--	--	--	19.98	4.60	13.77	22.47	3.57	7.81	13.74	4.42	4.83
酒店旅游	--	--	--	1.72	0.40	89.35	1.76	0.28	86.69	0.53	0.17	84.69
其他	3.79	7.99	85.41	3.82	0.88	73.82	4.60	0.73	62.66	3.01	0.97	-19.45
合计	47.48	100.00	30.74	434.40	100.00	10.02	630.22	100.00	12.87	310.99	100.00	11.51

资料来源：兴城集团提供

4. 财务概况

兴城集团提供了2017—2019年财务报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。兴城集团2020年半年度财务报

表未经审计。

合并范围方面，截至2017年底，兴城集团合并范围子公司10家，较年初新增4家，同时减少1家；2018年，兴城集团合并范围新增2家子公司，分别为成都建工和成都兴城足

球俱乐部有限公司；2019年，兴城集团通过股权收购将中化岩土和红日药业纳入合并范围，并投资设立成都天府绿道文化旅游发展股份有限公司；2020年1—6月，兴城集团投资设立成都兴城简州投资运营有限公司和成都熊猫国际旅游度假有限公司；截至2020年6月底，兴城集团纳入合并范围的子公司共计17家。新纳入合并范围的子公司中，成都建工、中化岩土和红日药业规模较大，对兴城集团财务数据可比性产生较大影响。

5. 资产质量

近年来，受合并范围扩大影响，兴城集团资产规模快速增长，2018年成都建工合并后资产结构转为以流动资产为主。兴城集团货币资

金充足，资产中存货和在建工程占比较大，随着项目建设的持续投入，上述两个科目持续较快增长。成都建工并入后，兴城集团应收类款项规模大幅增长，且计提坏账准备比例较高，对兴城集团资金形成一定占用。兴城集团整体资产质量一般。

2017—2019年底，受合并范围扩大影响，兴城集团资产总额快速增长，年均复合增长67.98%。截至2019年底，兴城集团资产总额2136.16亿元，较年初增长37.38%。资产结构方面，截至2018年底，受合并成都建工影响，兴城集团流动资产在应收账款和存货的带动下大幅增长，占比增至56.32%；截至2019年底，兴城集团资产仍以流动资产为主，占比上升至59.48%。

表21 兴城集团主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017年		2018年		2019年		2020年6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	83.11	10.98	131.34	8.45	235.04	11.00	280.09	10.97
应收账款	5.29	0.70	166.19	10.69	228.60	10.70	258.85	10.14
预付款项	6.78	0.90	9.40	0.60	10.71	0.50	20.06	0.79
其他应收款	22.10	2.92	41.50	2.67	85.05	3.98	90.16	3.53
存货	124.68	16.47	508.59	32.71	682.07	31.93	739.36	28.95
流动资产	251.16	33.17	875.73	56.32	1270.56	59.48	1448.62	56.72
持有至到期投资	36.89	4.87	32.23	2.07	25.65	1.20	24.99	0.98
长期应收款	65.17	8.61	87.77	5.64	65.00	3.04	60.58	2.37
长期股权投资	4.01	0.53	13.10	0.84	18.97	0.89	192.72	7.55
投资性房地产	37.25	4.92	54.89	3.53	187.51	8.78	198.87	7.79
固定资产	0.67	0.09	38.61	2.48	56.16	2.63	49.98	1.96
在建工程	354.66	46.85	389.87	25.07	408.88	19.14	475.25	18.61
无形资产	0.00	0.00	7.32	0.47	26.58	1.24	23.06	0.90
非流动资产	505.91	66.83	679.22	43.68	865.60	40.52	1105.19	43.28
资产总额	757.06	100.00	1554.95	100.00	2136.16	100.00	2553.81	100.00

注：表中“其他应收款”金额不包含“应收利息”和“应收股利”
资料来源：根据兴城集团审计报告及2020年半年报整理

2017—2019年底，兴城集团流动资产快速增长，年均复合增长124.92%，主要系合并成都建工使得货币资金、应收账款和存货大幅增长所致。截至2019年底，兴城集团流动资产1270.56亿元，较年初增长45.09%，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

2017—2019年底，兴城集团货币资金快速增长，年均复合增长68.17%。截至2019年底，兴城集团货币资金235.04亿元，较年初增长78.96%，主要由银行存款（232.76亿元）构成。货币资金中使用受限金额3.02亿元，主要为各类保证金等。兴城集团货币资金充足。

2017—2019 年底，兴城集团应收账款快速增长，年均复合增长 557.45%。截至 2018 年底，兴城集团应收账款 166.19 亿元，较年初大幅增加 160.90 亿元，主要系合并成都建工增加大量应收施工工程款所致。截至 2019 年底，兴城集团应收账款 228.60 亿元，较年初增长 37.55%，兴城集团计提坏账准备 29.81 亿元，坏账准备计提率较高，主要为针对成都建工的涉诉事项导致回款风险及账龄较长业主无法联系的部分工程款，成都建工合并后，兴城集团应收账款规模及在资产中的占比均大幅增长。从账龄来看，截至 2019 年底，兴城集团采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，账龄为 1 年以内的占 62.62%、1~2 年的占 18.13%、2~3 年的占 8.65%、3 年以上的占 10.60%，账龄结构尚可，该部分合计计提坏账准备 24.77 亿元。从集中度来看，前五名应收账款合计占比 5.84%，集中度低，兴城集团回收具有一定风险。

兴城集团预付款项主要为对各区财政局及政府相关单位未结算的拆迁及工程款。2017—2019 年底，兴城集团预付款项逐年增长，年均复合增长 25.75%。截至 2019 年底，兴城集团预付款项为 10.71 亿元，较年初增长 13.96%，账龄以 1 年以内（占 82.94%）为主。

2017—2019 年底，兴城集团其他应收款快速增长，年均复合增长 96.16%。截至 2019 年底，其他应收款 85.05 亿元，较年初增长 104.93%，款项性质主要为成都建工子公司与其联营企业合作项目投资款及关联方往来款等，兴城集团计提坏账准备 13.66 亿元，坏账准备计提率较高，主要系成都建工涉诉事项以及部分账龄较长款项回收风险较大。从集中度来看，截至 2019 年底，兴城集团对关联方成都建工地产开发有限责任公司（以下简称“地产公司”，原为成都建工子公司，2019 年 5 月股权对外转让）的 43.70 亿元往来款，形成原因系地产公司与其他企业合作开发项目，前期投入资金系成都建工以往来拆借形式拨付地

产公司，故地产公司划出后将前期拨付资金计入“其他应收款”。

表 22 截至 2019 年底兴城集团其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	账龄	款项性质
成都建工地产开发有限责任公司	43.70	44.27	1 年以内 1~2 年	关联方往来款
成都成通建筑材料有限公司	1.52	1.55	历年累计	往来款
金堂县兴金开发建设投资有限责任公司	1.10	1.11	1 年以内	保证金
商丘华商物流投资有限公司	0.90	0.91	1~2 年	保证金、备用金及其他项目结算款
上海绿地建设（集团）有限公司	0.85	0.87	1 年以内	往来款
合计	48.09	48.71	--	--

资料来源：兴城集团审计报告

2017—2019 年底，兴城集团存货快速增长，年均复合增长 133.90%，主要系合并成都建工后新增大量工程施工成本所致。截至 2019 年底，兴城集团存货 682.07 亿元，较年初增长 34.11%，其中在产品（开发成本）301.99 亿元（占 44.28%），工程施工（已完工未结算款）332.49 亿元（占 48.75%），库存商品（产成品）20.63 亿元（占 3.02%）。兴城集团 2019 年底对存货计提跌价准备 4.27 亿元。

兴城集团一年内到期的非流动资产主要为根据兴城集团与成都市城乡建设委员会签订的“西二环路”租赁合同应收的租赁费，2019 年底为 7.67 亿元，近年来保持稳定。

2017—2019 年底，兴城集团其他流动资产快速增长，年均复合增长 171.11%，2019 年底为 14.63 亿元，较年初增长 66.58%，主要为 10.24 亿元待抵扣进项税额和 2.96 亿元预缴税金。

2017—2019 年底，兴城集团非流动资产快速增长，年均复合增长 30.80%。截至 2019 年底，兴城集团非流动资产 865.60 亿元，较年初增长 27.44%，主要由长期应收款、投资性房地产和在建工程构成。

2017—2019 年底，兴城集团可供出售金融

资产快速增长，年均复合增长 228.05%，2019 年底为 15.07 亿元，主要为以成本计量的可供出售权益工具，主要投资单位包括成都格芯工程项目管理有限公司（持股 20%）、成都发展基金（一期）合伙企业（有限合伙）（持股 16.67%）、江苏为真生物医药技术股份有限公司（持股 14.05%）等，2019 年合计获得现金红利 89.31 万元。

2017—2019 年底，兴城集团持有至到期投资持续下降，年均复合下降 16.62%。截至 2019 年底，兴城集团持有至到期投资为 25.65 亿元，较年初下降 20.42%，持有至到期投资主要为小城镇建设项目投资，投资合同约定按照一定标准收取项目资本利息及投融资管理费。

2017—2019 年底，兴城集团长期应收款有所波动。截至 2017 年底，长期应收款为 65.17 亿元，系原公司负责建设的“西二环路”项目通过拨改租模式经核算确认可实现融资收益的投资款（2016 年底由“在建工程”转入，同时将租期年度内应收租金 7.21 亿元调整至“一年内到期的非流动资产”科目）。截至 2018 年底，长期应收款为 87.77 亿元，较年初增长 34.68%，主要系拨改租项目的投资款或工程款。截至 2019 年底，长期应收款为 65.00 亿元，较年初下降 25.94%，主要系对部分拨改租项目投入与“专项应付款”进行同步核销所致。

2017—2019 年底，兴城集团投资性房地产快速增长，年均复合增长 124.37%。截至 2019 年底，投资性房地产为 187.51 亿元，较年初增长 241.64%，主要系 2019 年底投资性房地产由初始成本计量调整为采用公允价值模式进行后续计量，以及部分自用房产及存货转入所致。

2017—2019 年底，兴城集团固定资产快速增长，年均复合增长 814.61%。截至 2018 年底，受合并成都建工影响，固定资产由 0.67 亿元大幅增长至 38.61 亿元；截至 2019 年底，兴城集团固定资产较年初增长 45.48%，为 56.16 亿元，主要为房屋及建筑物（33.96 亿元）、机器设备（17.54 亿元）、运输工具等，累计计提折旧

25.23 亿元。

2017—2019 年底，兴城集团在建工程不断增长，年均复合增长 7.37%。截至 2019 年底，在建工程为 408.88 亿元，较年初增长 4.88%，兴城集团在建工程主要为东部和南部片区改造项目（合计 111.41 亿元）、新客站基建项目（141.88 亿元，属于东部片区改造范围）、重大市政及拨改租项目（26.87 亿元）、成都中心（34.89 亿元）、成都市环城生态区生态修复综合项目（31.99 亿元）以及其他代建项目（55.73 亿元）。兴城集团在建工程规模很大，未来可预见获得的片区整理成本返还为工程建设投入提供了保障。

2018—2019 年底，受合并成都建工、中化岩土、红日药业的影响，兴城集团新增土地使用权、专利权、商标权等无形资产。截至 2019 年底，兴城集团无形资产 26.58 亿元，其中土地使用权占 51.98%、专利权占 31.45%、商标权占 7.61%。截至 2019 年底，兴城集团新增中化岩土和红日药业商誉 17.16 亿元，2019 年商誉未发生减值。

截至 2020 年 6 月底，兴城集团资产总额为 2553.81 亿元，较 2019 年底增长 19.55%，其中流动资产占 56.72%、非流动资产占 43.28%，资产结构变化不大。从资产构成来看，货币资金 280.09 亿元，较年初增长 19.17%，其中受限部分 3.85 亿元；应收账款 258.85 亿元，较年初增长 13.23%，主要系应收业主方工程款增长所致；其他应收款 90.16 亿元，较年初增长 6.01%，主要系政府债权、保证金、项目结算款等款项增加所致；新增 21.29 亿元合同资产，系子公司中化岩土执行新收入准则，将存货中建造合同形成的已完工未结算资产重分类至合同资产所致；存货 739.36 亿元，较年初增长 8.40%，主要系房地产项目投资增加所致；长期股权投资 192.72 亿元，较年初大幅增加 173.75 亿元，主要系兴城集团对成都农商行 35%股权收购事宜的投资款项；在建工程 475.25 亿元，较年初增长 16.23%，主要系片区

开发等市政在建项目持续投入所致。

截至 2020 年 6 月底，兴城集团受限资产账面价值合计 142.45 亿元，占同期总资产和净资产的比例分别为 5.58% 和 20.13%，受限资产主要包括 3.85 亿元保证金及冻结款，以及用于抵押借款的房产及土地使用权等。

表 23 截至 2020 年 6 月底兴城集团资产受限情况
(单位: 亿元、%)

受限科目	受限资产 账面价值	占总资产 比重	受限原因
货币资金	3.85	0.15	保证金及冻结款
存货	82.02	3.21	抵押借款
投资性房地产	55.38	2.17	抵押借款
固定资产	0.69	0.03	抵押借款
固定资产	0.44	0.02	融资租入及售后 回租
无形资产	0.08	0.003	抵押借款
合计	142.45	5.58	--

资料来源：兴城集团提供

整体看，兴城集团合并成都建工后，应收类款项大幅增长，且由于成都建工涉诉事项较多，导致兴城集团应收类款项计提坏账准备比例较高，具有一定回收风险。2017—2019 年及 2020 年 6 月底，兴城集团应收类款项占资产总额的比重分别为 12.23%、19.00%、17.73% 和 16.04%，占比较大，应收类款项对兴城集团资金形成一定占用。

7. 资本结构

近年来，兴城集团发行永续期债券规模较大，并持续收到政府注入的资本金；2018 年成都建工并入后带动权益规模大幅增长，2019 年两家上市公司的并表导致少数股东权益大幅上升。整体看，兴城集团权益规模快速扩张，权益质量尚可。

2017—2019 年底，兴城集团所有者权益快速增长，年均复合增长 47.40%，增长主要来自发行永续期债券、资本公积增加及利润累积。

截至 2018 年底，兴城集团所有者权益

420.44 亿元，较年初增长 35.74%。其中，实收资本为 55.25 亿元，较年初无变化；其他权益工具 61.70 亿元，系 2018 年兴城集团发行不限次数永续期债权投资金额 18.10 亿元；资本公积 221.57 亿元，较年初增长 68.82%，主要系合并成都建工所致，同时，2018 年兴城集团收到成都市市级财政国库支付中心拨付的资本金 17.00 亿元，成都市住保中心将名下的富士康配套项目约 45 万平方米的资产无偿划至成都建工增加资本公积 18.95 亿元。

截至 2019 年底，兴城集团所有者权益 673.00 亿元，较年初增长 60.07%。其中，实收资本为 55.25 亿元，较年初无变化；其他权益工具 111.71 亿元，较年初增长 81.08%，主要系 2019 年兴城集团发行 3 只永续债及 1 只永续期公司债券合计金额 51.73 亿元；资本公积 230.02 亿元，较年初增长 3.82%，主要系 2019 年兴城集团收到成都市市级财政国库支付中心拨付的资本金 21.50 亿元；其他综合收益 22.05 亿元，主要系 2019 年兴城集团将自用的固定资产、存货等资产转入投资性房地产公允价值计量产生的变动收益；未分配利润 74.33 亿元，较年初增长 113.94%，主要系会计政策变更调增期初未分配利润 44.13 亿元所致；少数股东权益 174.35 亿元，较年初增长 287.91%，主要系 2019 年合并上市公司中化岩土（持股 29.28%）和红日药业（持股 22.22%）以及中银金融资产投资有限公司和建信金投（成都）股权投资基金合伙企业（有限合伙）对成都建工增资稀释兴城集团股权导致少数股东权益大幅增长。

截至 2020 年 6 月底，兴城集团所有者权益 707.73 亿元，较 2019 年底增长 5.16%，主要系收到成都市市级财政国库中心拨付的东西轴线项目、绿道建设项目款项等合计 20.17 亿元使资本公积增长所致。

表24 兴城集团主要所有者权益构成情况(单位:亿元、%)

科目	2017年		2018年		2019年		2020年6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	55.25	17.84	55.25	13.14	55.25	8.21	55.25	7.81
资本公积	131.25	42.37	221.57	52.70	230.02	34.18	250.20	35.35
未分配利润	32.57	10.52	34.74	8.26	74.33	11.04	82.19	11.61
其他权益工具	44.00	14.21	61.70	14.68	111.71	16.60	110.90	15.67
归属于母公司的权益合计	264.65	85.44	375.49	89.31	498.65	74.09	529.53	74.82
少数股东权益	45.09	14.56	44.95	10.69	174.35	25.91	178.19	25.18
所有者权益合计	309.74	100.00	420.44	100.00	673.00	100.00	707.73	100.00

资料来源:根据兴城集团审计报告及2020年半年报整理

近年来,兴城集团负债规模快速增长,2018年兴城集团扩大对外融资规模,且合并成都建工后,负债规模大幅上升,每年还本付息规模较大;考虑到计入权益的可续期债券规模较大,兴城集团实际债务负担重。

2017—2019年底,兴城集团负债总额快速

增长,年均复合增长80.86%。成都建工合并后,兴城集团负债结构发生变化,流动负债占比大幅上升。截至2019年底,兴城集团负债总额1463.16亿元,较年初增长28.97%,其中流动负债占56.50%、非流动负债占43.50%。

表25 兴城集团主要负债构成情况(单位:亿元、%)

科目	2017年		2018年		2019年		2020年6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.22	0.27	125.61	11.07	101.50	6.94	122.74	6.65
应付票据	--	--	8.12	0.72	13.31	0.91	21.79	1.18
应付账款	37.07	8.29	291.76	25.72	402.42	27.50	398.61	21.59
预收款项	37.98	8.49	66.40	5.85	79.75	5.45	132.08	7.15
其他应付款	9.69	2.17	49.16	4.33	72.35	4.94	86.60	4.69
一年内到期的非流动负债	82.07	18.35	65.76	5.80	120.74	8.25	85.41	4.63
流动负债	176.71	39.50	635.87	56.05	826.74	56.50	891.07	48.27
长期借款	107.90	24.12	266.13	23.46	310.92	21.25	603.71	32.70
应付债券	46.98	10.50	117.80	10.38	222.17	15.18	242.49	13.14
长期应付款	31.71	7.09	30.90	2.72	47.87	3.27	49.20	2.67
专项应付款	84.02	18.78	72.60	6.40	17.45	1.19	21.62	1.17
非流动负债	270.62	60.50	498.64	43.95	636.42	43.50	955.01	51.73
负债合计	447.33	100.00	1134.51	100.00	1463.16	100.00	1846.09	100.00

注:表中“其他应付款”金额不包含“应付利息”和“应付股利”

资料来源:根据兴城集团审计报告及2020年半年报整理

2017—2019年底,兴城集团流动负债快速增长,年均复合增长116.30%,主要系合并成都建工后短期借款和应付账款大幅增长所致。截至2019年底,兴城集团流动负债826.74亿元,较年初增长30.02%,主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2017—2019年底,受合并成都建工影响,兴城集团短期借款波动增长,年均复合增长812.12%。截至2019年底,兴城集团短期借款101.50亿元,较年初下降19.19%。兴城集团短期借款包括61.06亿元保证借款、29.64亿元信用借款、9.97亿元抵押借款和0.83亿元质押借款。

2017—2019 年底，兴城集团应付账款快速增长，年均复合增长 229.47%。截至 2019 年底，兴城集团应付账款 402.42 亿元，主要为成都建工形成的未支付工程材料款。其中账龄 1 年以内的占比 79.95%。

2017—2019 年底，兴城集团预收款项快速增长，年均复合增长 44.91%。截至 2019 年底，兴城集团预收款项为 79.75 亿元，较年初增长 20.10%，预收款项主要为商品房预售款。其中账龄 1 年以内的占比 85.75%。

2017—2019 年底，兴城集团其他应付款快速增长，年均复合增长 173.29%。截至 2019 年底，兴城集团其他应付款 72.35 亿元，较年初增长 47.18%，款项性质主要为应付单位款、保证金、计提待用的保修金、维修基金等项目费用等。

2017—2019 年底，兴城集团一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 21.30%。截至 2019 年底，兴城集团一年内到期的非流动负债 120.74 亿元，较年初增长 83.60%。构成以一年内到期的长期借款（占 96.24%）为主。

2017—2019 年底，兴城集团非流动负债快速增长，年均复合增长 53.35%。截至 2019 年底，兴城集团非流动负债 636.42 亿元，较年初增长 27.63%，主要由长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款构成。

2017—2019 年底，兴城集团长期借款快速增长，年均复合增长 69.75%。截至 2019 年底，兴城集团长期借款 310.92 亿元，较年初增长 16.83%。兴城集团长期借款包括 136.51 亿元保证借款、82.06 亿元信用借款、57.06 亿元质押借款和 35.30 亿元抵押借款。

2017—2019 年底，兴城集团应付债券快速增长，年均复合增长 117.47%。截至 2019 年底，兴城集团应付债券 222.17 亿元，较年初增长 88.60%。2019 年，兴城集团发行三期债权融资计划合计 20.00 亿元、四期私募债券合计 68.00 亿元、一期企业债券 15.00 亿元，子公司中化岩土发行 4.60 亿元可转换公司债券。

2017—2019 年底，兴城集团长期应付款波

动增长，年均复合增长 22.87%。截至 2019 年底，长期应付款 47.87 亿元，较年初增长 54.93%，包含应付成都财政局款项 37.01 亿元，为兴城集团收到的政府置换债券资金，其他主要为 3.85 亿元保理款项和应付成都市智汇新城投资发展有限公司 4.81 亿元借款等，上述款项均为有息性质，已调整至全部债务核算。

2017—2019 年底，兴城集团专项应付款快速下降，年均复合下降 54.43%，主要系将政府拨付资金与在建工程中的片区改造、重大市政代建项目及原拨改租项目开发成本进行核销所致。截至 2019 年底，专项应付款 17.45 亿元，较年初下降 75.96%，主要系部分政府出资建设的原拨改租和片区整理项目已完工并达到转销条件，“专项应付款”与“在建工程”“长期应收款”同步核销所致。

截至 2020 年 6 月底，兴城集团负债总额 1846.09 亿元，较 2019 年底增长 26.17%，主要系长期借款增长所致，非流动负债占比增至 51.73%。从负债构成来看，短期借款 122.74 亿元，较年初增长 20.93%，主要来自信用借款增长；预收款项 132.08 亿元，较年初增长 65.62%，主要系房地产预售款项增长所致，其中账龄 1 年以内的占比 86.26%；其他应付款 86.60 亿元，较年初增长 19.71%，主要系往来款、保证金等应付款项增加所致；一年内到期的非流动负债 85.41 亿元，较年初下降 29.26%；长期借款 603.71 亿元，较年初大幅增长 94.17%，主要系 2020 年上半年兴城集团根据资金需求和外部市场情况，为应对全年债务置换、经营发展以及疫情防控进行资金储备所致，其中信用借款占 46.44%、保证借款占 33.79%、抵押借款占 10.31%、质押借款占 9.45%；应付债券 242.49 亿元，较年初增长 9.15%，主要系子公司人居地产于 2020 年 3 月和 2020 年 4 月发行定向融资工具合计 15.00 亿元所致。

有息债务方面，2017—2019 年，兴城集团全部债务快速增长，年均复合增长 74.89%。截至 2019 年底，兴城集团全部债务 811.07 亿元，其中短期债务占比 29.04%、长期债务占比

70.96%。从债务指标来看，截至 2019 年底，兴城集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较年初均有所下降，分别为 68.49%、54.65%和 46.10%，兴城集团债务负担偏重。截至 2020 年 6 月底，兴城集团全部债务规模进一步增长至 1117.57 亿元，较 2019 年底增长 37.79%，其中短期债务和长期债务分别占比 20.58%和 79.42%。兴城集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.29%、61.23%和 55.64%，兴城集团债务负担进一步加重。考虑到兴城集团计入权益的可续期债券规模较大，兴城集团实际债务指标高于上述测算值，兴城集团实际债务负担重。

从有息债务期限结构来看，截至 2020 年 6 月底，兴城集团需于 2020 年 7—12 月及 2021—2023 年偿还的有息债务金额分别为 119.76 亿元、273.75 亿元、186.18 亿元和 148.45 亿元，分别占 2020 年 6 月底全部债务的 10.72%、24.50%、16.66%和 13.28%，兴城集团每年待偿还债务规模较大，未来将持续面临一定的集中偿债压力。

8. 盈利能力

近年来，兴城集团业务板块多元化发展，经营抗风险能力有所增强，营业收入快速增长，但建筑业板块的合并一定程度拉低了兴城集团营业利润率；兴城集团期间费用控制能力尚可，利润总额对补贴收入依赖小，整体盈利能力较好。

近年来，随着合并范围扩大，兴城集团经营业务呈多元化发展，目前布局了建筑施工、房地产开发、房屋租赁、医药制造及销售等业务板块，营业收入规模快速增长。2017—2019 年，兴城集团营业收入年均复合增长 265.08%，2019 年为 632.79 亿元，主要来源于成都建工的建筑业板块、人居地产的房地产板块和红日药业的医药健康板块。同期，兴城集团营业成本年均复合增长 309.51%，受建筑业板块毛利率较低的影响，近三年兴城集团营业利润率波动下降，分别为 25.80%、8.68%和 11.73%。

2017—2019 年，兴城集团期间费用快速增长，分别为 2.60 亿元、23.58 亿元和 53.87 亿元。2019 年，兴城集团期间费用中销售费用 19.01 亿元、管理费用及研发费用 20.97 亿元、财务费用 13.89 亿元。2017—2019 年，兴城集团期间费用占营业收入的比重波动上升，分别为 5.47%、5.40%和 8.51%，整体期间费用控制能力尚可。

2017—2019 年，兴城集团分别收到政府补助资金 21.41 万元、1856.63 万元和 5351.08 万元，计入“其他收益”或“营业外收入”。2019 年，兴城集团确认资产减值损失 4.74 亿元，主要为计提的应收类款项坏账损失。2017—2019 年，兴城集团分别实现利润总额 9.86 亿元、12.40 亿元和 16.01 亿元。

2020 年 1—6 月，兴城集团实现营业收入 313.77 亿元，相当于 2019 年全年的 49.59%；营业利润率较 2019 年全年略有下降，为 11.21%。同期，兴城集团期间费用控制情况保持稳定，期间费用率较 2019 年小幅下降至 8.15%。2020 年 1—6 月，兴城集团实现利润总额 17.64 亿元，相当于 2019 年全年的 1.10 倍，主要系当期确认 8.16 亿元投资收益，为收购成都农商行股权确认的投资收益。

从盈利指标看，2017—2019 年，兴城集团总资本收益率和净资产收益率均持续下降，2019 年分别为 1.79%和 1.59%。整体看，兴城集团业务板块多元化发展，经营抗风险能力提升，营业收入快速增长，期间费用控制能力尚可，利润总额对政府补贴依赖小，整体盈利能力较好。

9. 现金流分析

由于兴城集团在建项目投资规模较大，近年来经营活动现金流入无法覆盖其流出；兴城集团依靠大规模的外部融资来满足资金需求，未来一段时期内吸收投资、银行借款、发行债券等外部融资渠道依然将是兴城集团主要的资金来源。

经营活动现金流方面，兴城集团经营活动现金流入主要来源于主营业务收入、财政性建

设资金拨款和代建业主拨付的项目资本金等。2017—2019年，兴城集团销售商品、提供劳务收到的现金快速增长，年均复合增长244.54%，分别为47.09亿元、389.53亿元和558.96亿元，现金收入比分别为99.18%、89.21%和88.33%，收入实现质量一般。兴城集团收到的其他与经营活动有关的现金主要是财政性建设资金拨款及片区整理成本返还款、代建项目建设专项拨款等，近三年波动增长，分别为38.90亿元、132.92亿元和126.95亿元。2017—2019年，兴城集团经营活动现金流出规模较大，2019年为771.20亿元。其中，购买商品、接受劳务支付的现金578.92亿元，主要为支付的施工工程款及房地产项目开发成本等；支付其他与经营活动有关的现金138.73亿元，主要为集团本部支付的工程项目投资款、成都建工支付的履约保证金，以及代建项目工程款等。2017—2019年，兴城集团经营活动流量净额持续为负，分别为-56.03亿元、-116.64亿元和-84.90亿元，现金流入无法覆盖其流出，且资金缺口较大。

投资活动现金流方面，2017—2019年，兴城集团投资活动产生的现金流入有所波动，2019年为11.23亿元，其中收回投资收到的现金4.87亿元，处置子公司及其他单位收到的现金净额5.86亿元（主要系成都建工将下属地产公司51%股权转让至新余吉乾投资中心（有限公司）收到的交易对价净额）。2017—2019年，兴城集团投资活动现金流出规模快速增长，分别为13.50亿元、59.02亿元和62.02亿元。其中，2017年主要体现为支付其他与投资活动有关的现金，为10.19亿元，主要为兴城集团拆迁和向其他公司提供借款产生的支出；2018年，兴城集团投资活动中投资支付的现金规模较大，为33.48亿元，主要系2018年兴城集团启动收购两家上市公司中化岩土和红日药业支付的现金（收购于2019年3月完成），支付其他与投资活动有关的现金24.01亿元，主要为兴城集团棚改项目产生的拆迁等支出；2019年，兴城集团投资活动支出主要体现在购建固定资产、无形资产等支付的现金14.30亿元、投资支付的现金17.23亿元（收购

上市公司支付款项）、支付其他与投资活动有关的现金24.17亿元（主要为兴城集团棚改项目产生的拆迁等支出），此外，兴城集团取得子公司等支付的现金净额6.32亿元，系兴城集团2019年1—3月收购上市公司支付的现金及现金等价物与并购日上市公司账面现金及现金等价物之间的差额。2017—2019年，兴城集团投资活动产生的现金净流量分别为-3.51亿元、-52.11亿元和-50.79亿元，资金缺口呈扩大趋势。

为覆盖经营活动和投资活动资金缺口，兴城集团逐年加大筹资力度。2017—2019年，兴城集团筹资活动现金流入快速增长，年均复合增长92.41%，2019年为618.88亿元，主要来源于吸收投资收到的现金及取得借款收到的现金，2019年分别为46.65亿元和489.53亿元，其中吸收投资收到的现金为收到的财政拨付资金；收到其他与筹资活动有关的现金82.70亿元，主要为部分非标准品种融资。2017—2019年，兴城集团偿还债务支付的现金规模波动增长，年均复合增长46.59%，2019年为296.86亿元。2019年，兴城集团支付其他与筹资活动有关的现金31.14亿元。2017—2019年，兴城集团筹资活动产生的现金流量净额快速增长，分别为13.56亿元、152.35亿元和237.33亿元。兴城集团依靠大规模的外部融资弥补经营和投资活动产生的资金缺口。

2020年1—6月，兴城集团经营和投资活动资金缺口仍较大，经营活动和投资活动产生的现金流量净额分别为-53.36亿元和-170.15亿元，其中投资支付的现金154.07亿元，主要系收购成都农商行支付的股权对价；筹资活动产生的现金流量净额为266.68亿元，兴城集团对外部筹资依赖大。

10. 偿债能力

受成都建工并入影响，兴城集团债务规模快速增长，且短期债务规模较大，兴城集团货币资金充裕，但经营性净现金流持续为负，整体短期偿债能力及长期偿债能力一般。考虑到股东对兴城集团的资金支持力度大，且融资渠

道畅通，兴城集团整体偿债风险极小。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年底，兴城集团流动比率和速动比率均有所波动，2019 年底分别为 153.68%和 71.18%。2020 年 6 月底，兴城集团流动比率和速动比率较 2019 年底分别上升至 162.57%和 79.60%。兴城集团经营性现金流量净额持续为负，对流动负债没有保障能力，流动资产对流动负债保障能力尚可。2017—2019 年及 2020 年 6 月底，兴城集团现金类资产对短期债务的保障倍数分别为 1.00 倍、0.67 倍、1.03 倍和 1.25 倍。整体看，兴城集团短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，兴城集团 EBITDA 快速增长，分别为 19.48 亿元、25.49 亿元和 37.73 亿元。同期，兴城集团全部债务/EBITDA 波动增长，分别为 13.61 倍、23.95 倍和 21.50 倍；EBITDA 利息倍数分别为 0.93 倍、0.75 倍和 0.80 倍。兴城集团长期偿债能力一般。

截至 2020 年 6 月底，兴城集团获得银行授信总额度 1543.15 亿元，已使用额度 693.37 亿元，尚未使用额度 849.78 亿元，兴城集团间接融资渠道畅通。2019 年，兴城集团合并两家上市公司，一定程度拓展了兴城集团的直接融资渠道。

截至 2020 年 6 月底，兴城集团对外担保金额合计 13.30 亿元，担保比率为 1.88%。被担保对象为成都中电熊猫显示科技有限公司、广州宏耀房地产开发有限公司和广州敏秀房地产开发有限公司，均为国有企业，目前经营正常。兴城集团担保规模较小，整体或有负债风险可控。

表 26 截至 2020 年 6 月底兴城集团对外担保情况
(单位: 万元)

被担保方	担保金额	担保期限
成都中电熊猫显示科技有限公司	100000.00	2018.08—2028.08
广州宏耀房地产开发有限公司	32270.00	2019.03—2023.03
广州敏秀房地产开发有限公司	700.00	2020.05—2023.05
合计	132970.00	--

资料来源：兴城集团提供

考虑到股东对兴城集团持续有力的资金支持，兴城集团整体偿债风险极小。

十二、担保效果评价

兴城集团是成都市国资委成立的国有独资企业，资产规模较大，在股东背景、行业地位和资金拨付等方面都具有很强的竞争优势，综合实力强，其担保对本次债券信用状况具有显著提升作用。

以 2019 年底兴城集团财务数据测算，本次债券本金（不超过 12.00 亿元）占兴城集团资产总额的 1.34%，占所有者权益总额的 2.92%，占比很低。2019 年，兴城集团经营活动现金流量对本次债券本金（不超过 12.00 亿元）的覆盖倍数为 57.19 倍，覆盖程度高。

十三、结论

公司作为中药配方颗粒、中药注射剂和化药等综合药品制造企业，在中药配方颗粒市场地位、核心药品竞争力、盈利能力等方面具备综合优势。近年来，公司中药配方颗粒板块业务收入连续增长，2019 年底，血必净注射液通过国家医保谈判进入新版国家医保目录，并被国家卫健委连续列入试行第四、五、六、七、八版《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案》，医疗器械板块收入增长较快。同时，联合资信也关注到招标限价、医保控费等政策使得药品价格面临下行压力、公司筹资活动前现金流量净额由净流入转为净流出以及未来医疗器械板块盈利能力存在一定不确定性等因素对公司信用水平带来的不利影响。

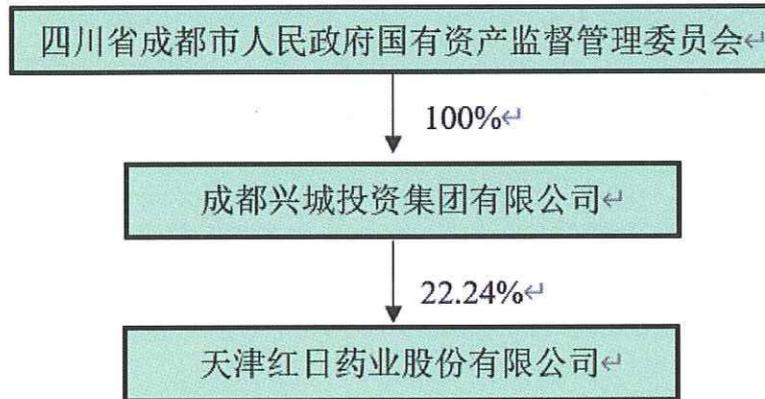
本次债券由兴城集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。兴城集团作为成都市国资委成立的国有独资企业，近年来主营业务收入快速增长，整体经营情况良好，担保能力强，其所提供的担保显著提升了本次债券的信用水平。

未来，公司将积极推动药品与中药配方颗粒销售队伍的融合，优化销售资源，随着在建

产能的释放，公司市场份额及经营业绩有望进一步提升，联合资信对公司的评级展望为稳定。

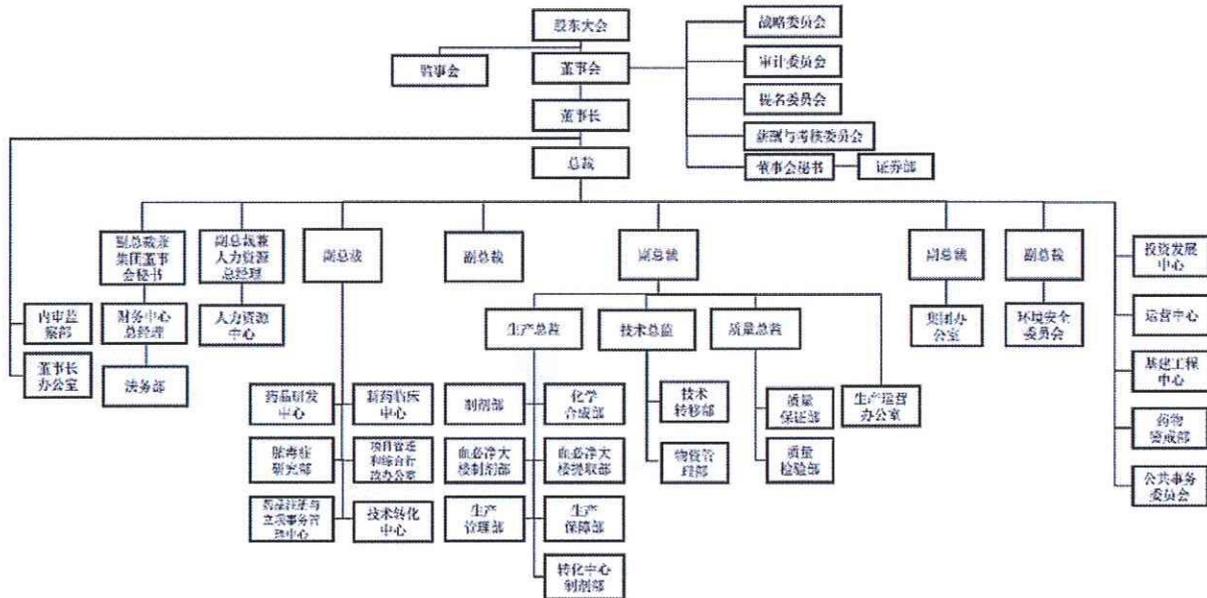
基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月底
天津红日药业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 2020 年底
天津红日药业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 2020 年 9 月底
 天津红日药业股份有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	注册资本 (亿元)	直接持股 比例 (%)	间接持股 比例 (%)	取得方式
1	北京康仁堂药业有限公司	1.25	100.00	--	非同一控制下企业合并
2	红日国际控股有限公司	1.19	100.00	--	通过设立
3	北京超思电子技术有限责任公司	0.66	100.00	--	非同一控制下企业合并
4	湖州展望药业有限公司	0.40	100.00	--	非同一控制下企业合并
5	西藏正康药业有限公司	0.45	100.00	--	非同一控制下企业合并
6	天津东方康圣健康管理咨询有限公司	1.00	100.00	--	通过设立
7	天津红日康仁堂药业有限公司	9.20	96.74	3.26	非同一控制下企业合并
8	湖北亿诺瑞生物制药有限公司	1.37	93.51	0.20	非同一控制下企业合并
9	天津红日康仁堂药品销售有限公司	1.00	--	100.00	通过设立
10	重庆红日康仁堂药业有限公司	0.80	--	100.00	通过设立
11	甘肃佛慈红日药业有限公司	1.83	--	56.00	非同一控制下企业合并
12	正康(天津)供应链管理有限公司	1.00	--	51.00	通过设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 天津红日药业股份有限公司主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	15.15	13.22	9.89	9.89
资产总额 (亿元)	74.28	74.84	84.27	100.76
所有者权益 (亿元)	65.09	65.76	70.70	74.20
短期债务 (亿元)	2.86	2.25	3.44	8.15
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.45	3.45
全部债务 (亿元)	2.86	2.25	3.89	11.60
营业收入 (亿元)	33.74	42.24	50.03	47.09
利润总额 (亿元)	5.75	3.24	4.84	7.00
EBITDA (亿元)	7.04	4.75	6.65	--
经营性净现金流 (亿元)	7.42	3.88	2.16	-1.38
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	1.82	2.36	2.57	--
存货周转次数 (次)	1.95	2.07	2.10	--
总资产周转次数 (次)	0.46	0.57	0.63	--
现金收入比 (%)	116.25	106.79	101.76	89.21
营业利润率 (%)	70.71	69.51	66.60	57.40
总资本收益率 (%)	6.80	3.34	5.62	--
净资产收益率 (%)	6.87	3.28	5.78	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.63	4.44
全部债务资本化比率 (%)	4.21	3.30	5.22	13.52
资产负债率 (%)	12.38	12.13	16.09	26.35
流动比率 (%)	435.51	467.51	350.97	262.32
速动比率 (%)	373.57	391.15	278.60	201.40
经营现金流动负债比 (%)	84.86	46.39	17.53	--
现金短期债务比 (倍)	5.29	5.89	2.87	1.21
EBITDA 利息倍数 (倍)	47.94	42.69	56.65	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.41	0.47	0.59	--

注: 1. 部分合计数与各加总数之和略有差异, 系由于四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币; 2. 公司 2020 年 1-9 月财务报表未经审计, 相关指标计算未年化; 3. 公司其他流动负债中的债务部分已纳入相关债务指标核算

资料来源: 公司财务报告及提供资料, 联合资信整理

附件 2-2 天津红日药业股份有限公司主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	2.07	1.78	1.40	1.72
资产总额 (亿元)	50.81	48.37	49.87	59.60
所有者权益 (亿元)	50.23	47.73	46.74	52.37
短期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.47	4.00
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00	2.13
全部债务 (亿元)	0.00	0.00	0.47	6.13
营业收入 (亿元)	5.20	6.09	5.53	2.31
利润总额 (亿元)	0.61	-0.70	-0.77	7.05
EBITDA (亿元)	0.61	-0.70	-0.77	--
经营性净现金流 (亿元)	4.16	3.19	2.88	-1.51
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	1.29	3.78	12.32	--
存货周转次数 (次)	1.47	1.88	1.85	--
总资产周转次数 (次)	0.10	0.12	0.11	--
现金收入比 (%)	179.20	140.84	161.68	64.01
营业利润率 (%)	75.90	71.50	65.53	35.36
总资本收益率 (%)	0.81	-1.85	-1.65	--
净资产收益率 (%)	0.81	-1.85	-1.66	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.00	3.91
全部债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	1.00	10.48
资产负债率 (%)	1.15	1.32	6.28	12.12
流动比率 (%)	1469.17	1058.14	229.74	263.58
速动比率 (%)	1294.61	921.64	192.23	235.46
经营现金流动负债比 (%)	791.25	555.28	93.89	--
现金短期债务比 (倍)	/	/	2.98	0.43
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.00	0.00	-0.61	--

注: 1. 部分合计数与各加总数之和略有差异, 系由于四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币; 2. 2020 年 1-9 月财务报表未经审计, 相关指标计算未年化

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

附件 2-3 担保方主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	83.11	133.94	241.71	286.69
资产总额 (亿元)	757.06	1554.95	2136.16	2553.81
所有者权益 (亿元)	309.74	420.44	673.00	707.73
短期债务 (亿元)	83.29	199.49	235.55	229.94
长期债务 (亿元)	181.89	411.21	575.52	887.63
全部债务 (亿元)	265.18	610.70	811.07	1117.57
营业收入 (亿元)	47.48	436.64	632.79	313.77
利润总额 (亿元)	9.86	12.40	16.01	17.64
EBITDA (亿元)	19.48	25.49	37.73	--
经营性净现金流 (亿元)	-56.03	-116.64	-84.90	-53.36
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.45	5.02	3.13	--
存货周转次数(次)	0.27	1.24	0.93	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.38	0.34	--
现金收入比 (%)	99.18	89.21	88.33	114.30
营业利润率 (%)	25.80	8.68	11.73	11.21
总资本收益率 (%)	2.70	2.00	1.79	--
净资产收益率 (%)	2.32	2.25	1.59	--
长期债务资本化比率 (%)	37.00	49.44	46.10	55.64
全部债务资本化比率 (%)	46.12	59.23	54.65	61.23
资产负债率 (%)	59.09	72.96	68.49	72.29
流动比率 (%)	142.13	137.72	153.68	162.57
速动比率 (%)	71.57	57.74	71.18	79.60
经营现金流动负债比 (%)	-31.71	-18.34	-10.27	--
现金短期债务比 (倍)	1.00	0.67	1.03	1.25
全部债务/EBITDA (倍)	13.61	23.95	21.50	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.93	0.75	0.80	--

注：兴城集团2020年半年度财务数据未经审计；已将长期应付款付息项计入有息债务核算

资料来源：公开资料，联合资信整理

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

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

联合资信评估有限公司关于 天津红日药业股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次债券存续期内，在每年天津红日药业股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

天津红日药业股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。天津红日药业股份有限公司或本次债券如发生重大变化，或发生可能对天津红日药业股份有限公司或本次债券信用等级产生较大影响的重大事项，天津红日药业股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注天津红日药业股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次债券相关信息，如发现天津红日药业股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对天津红日药业股份有限公司或本次债券信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如天津红日药业股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对天津红日药业股份有限公司或本次债券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送天津红日药业股份有限公司、监管部门等。