

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0013号

贵阳新天药业股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“新天转债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 A+，评级展望为稳定，同时维持“新天转债”信用等级为 A+。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任 程春曙

二〇二二年四月二十七日

## 信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司  
2022年4月27日

# 贵阳新天药业股份有限公司

## 主体及“新天转债”2022年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
A+/稳定	2022/4/27	A+/稳定	高君子	谢瑞、杨欣怡

债项信用			评级模型						
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	1.基础评分模型						
新天转债	A+	A+	一级指标	二级指标	权重 (%)	得分			
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。			企业规模和市場地位	营业总收入	25.00	6.83			
				市場地位	15.00	3.50			
			盈利能力	利润总额	10.00	0.81			
				净资产收益率	10.00	7.26			
				毛利率	10.00	10.00			
			债务负担与保障程度	经营现金流动负债比	10.00	10.00			
				资产负债率	10.00	8.71			
				全部债务/EBITDA	10.00	6.80			
			2.基础模型参考等级					A+	
			3.评级调整因素					无调整	
4.主体信用等级					A+				
注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。									

### 主体概况

贵阳新天药业股份有限公司（以下简称“新天药业”或“公司”）主营中成药的研发、生产和销售，公司控股股东仍为贵阳新天生物技术有限公司（以下简称“新天生物”），实际控制人仍为自然人董大伦。

### 评级观点

公司前三大单品 2021 年收入均过亿元，在同类适应症药品市场中仍具有较好的产品竞争力；跟踪期内核心产品销量增长，2021 年医药制造业务收入和毛利润同比均有所增长，毛利率仍处于较高水平；房产抵押和股份质押相结合的方式对本期债券提供担保，对本期债券仍具有一定增信作用。另一方面，跟踪期内受部分中药材原料采购价格上升影响，公司成本控制压力加大，以销售费用为主的期间费用占比依然较大，对利润空间形成较大挤占，控股股东股权质押比例仍较高，公司对关联方汇伦生物投资规模较大，存在一定的资金回收风险。

综合分析，东方金诚维持公司主体信用等级为 A+，评级展望为稳定，维持“新天转债”的信用等级为 A+。

### 同业比较

项目	新天药业	北陆药业	同和药业	九典制药
总资产 (亿元)	15.24	29.03	19.07	11.31
营业收入 (亿元)	9.70	8.44	5.92	9.78
利润总额 (亿元)	1.17	1.21	0.88	0.91
毛利率 (%)	79.26	63.29	30.21	74.85
净资产收益率 (%)	11.30	5.22	9.52	9.84
资产负债率 (%)	41.59	28.19	53.42	26.09
经营现金流动负债比	28.17	38.07	36.42	82.89

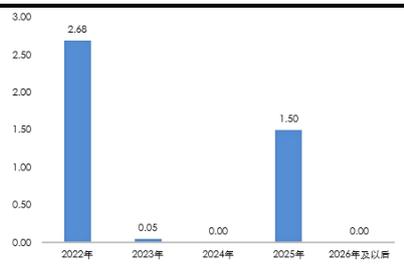
注：以上企业最新主体信用等级均为 A+/稳定，北陆药业、同和药业数据来源公开披露的 2021 年数据，九典制药数据来源 2020 年数据，东方金诚整理。

## 主要指标及依据

### 2021 年收入构成 (单位: 亿元)



### 2021 年末债务期限结构 (亿元)



### 主要数据和指标

项目	2019年	2020年	2021年
资产总额(亿元)	10.84	15.36	15.24
所有者权益(亿元)	7.09	8.28	8.90
全部债务(亿元)	2.54	5.64	4.23
营业总收入(亿元)	7.73	7.51	9.70
利润总额(亿元)	0.83	0.84	1.17
经营性净现金流 (亿元)	0.34	1.76	1.24
营业利润率 (%)	77.43	76.45	77.83
资产负债率 (%)	34.60	46.07	41.59
流动比率 (%)	177.36	158.26	133.00
全部债务/EBITDA (倍)	2.37	5.10	2.68
EBITDA 利息倍数 (倍)	16.18	20.23	7.50

注: 表中数据来源于公司 2019 年~2021 年的审计报告。

## 优势

- 公司主营中成药制造业务, 聚焦妇科用药、泌尿系统等领域, 核心产品为独家品种且并入国家医保目录, 具有一定的品牌优势, 2021 年前三大单品收入均过亿元, 在同类适应症药品市场中仍具有较好的产品竞争力;
- 公司开展处方药专业化学术推广和 OTC 产品推广, 加强渠道拓展, 带动跟踪期内核心产品销量增长, 2021 年医药制造业务收入和毛利同比均有所增长, 毛利率仍处于较高水平;
- 公司采用房产抵押和股份质押相结合的方式对本期债券提供担保, 对本期债券仍具有一定增信作用。

## 关注

- 跟踪期内受部分中药材原料采购价格上升影响, 公司成本控制压力加大;
- 2021 年, 以销售费用为主的期间费用占比依然较大, 对利润空间形成较大挤占;
- 控股股东持有公司股权质押比例仍较高, 若未来公司股价波动较大面临一定平仓风险;
- 公司对关联方汇伦生物的投资规模较大, 截至 2021 年末尚未取得投资收益, 投资回报周期预计较长, 存在一定的资金回收风险。

## 评级展望

公司评级展望为稳定。随着未来中药配方颗粒项目、凝胶剂及合剂生产线建设完工, 预计公司产能将进一步释放, 市场竞争力有望进一步提高。

## 评级方法及模型

《东方金诚医药制造企业信用评级方法及模型 (RTFC020202004)》

## 历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
A+/稳定	A+	2021/6/28	高君子、谢瑞	《东方金诚医药制造企业信用评级方法及模型 (RTFC020202004)》	<a href="#">阅读原文</a>
A+/稳定	A+	2019/7/23	贺畅、殷海娜、黄艺明	《东方金诚医药制造业企业信用评级方法》(2014年5月)	<a href="#">阅读原文</a>

注: 自 2019 年 7 月 23 日 (首次评级) 至 2021 年 6 月 28 日 (最新评级), 新天药业主体信用等级未发生变化, 均为 A+/稳定。

### 本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额(亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
新天转债	2021/6/28	1.773	2019.12.30~ 2025.12.30	抵押担保和质押 担保	自然人、法人

注：公司及全资子公司上海海天医药科技开发有限公司以自有的部分房产作为部分新天转债抵押担保的抵押物，同时王金华和张全槐将其合法拥有的部分公司股票作为部分新天转债质押担保的质押物

## 跟踪评级原因

根据相关监管要求及 2019 年贵阳新天药业股份有限公司公开发行可转换公司债券（以下简称“新天转债”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于贵阳新天药业股份有限公司（以下简称“新天药业”或“公司”）提供的 2021 年度审计报告以及相关经营数据，进行本次定期跟踪评级。

## 主体概况

新天药业主营中成药的研发、生产与销售业务。截至 2021 年末，公司股本 16404.80 万股，贵阳新天生物技术开发有限公司（以下简称“新天生物”）持有公司股份 36.93%，较 2020 年末下降 7.09 个百分点，仍为公司控股股东，自然人董大伦持有新天生物 80.00% 的股权，仍为公司的实际控制人。

公司聚焦妇科类、泌尿系统疾病类、清热解毒类等领域用药，主导产品坤泰胶囊、苦参凝胶、宁泌泰胶囊、夏枯草口服液均为国内独家品种，其中坤泰胶囊进入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2021 年）》（以下简称：“《2021 年药品目录》”）扶正剂甲类目录品种，宁泌泰胶囊、苦参凝胶、夏枯草口服液分别进入《2021 年药品目录》清热通淋剂、清热剂外用剂和清热解毒剂乙类目录品种。公司拥有通过 GMP 认证的硬胶囊剂、合剂、颗粒剂、凝胶剂、片剂、糖浆剂、酒剂、露剂等八个剂型生产线及中药饮片 A 线、B 线两条饮片生产线。

截至 2021 年末，新天药业资产总额 15.24 亿元，所有者权益 8.90 亿元，资产负债率 41.59%。截至 2021 年末纳入合并范围直接及间接控股子公司 8 家，较 2020 年末新增 1 家为贵州坤宁新天药业有限公司，注销一家为泰和新天（宁波）医药有限公司。2021 年，公司实现营业收入 9.70 亿元，同比增长 29.15%，实现利润总额 1.17 亿元，同比增长 38.96%。

## 债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2019]2657号”文件核准，公司于 2019 年 12 月发行 6 年期 1.773 亿元的可转换公司债券，债券简称“新天转债”，票面利率第一年为 0.6%、第二年为 0.8%、第三年为 1.4%、第四年为 1.9%、第五年为 2.3%、第六年为 2.8%。“新天转债”起息日为 2019 年 12 月 30 日，到期日为 2025 年 12 月 30 日。每年付息一次，到期归还所有未转股的本金和最后一年利息。转股期为 2020 年 7 月 6 日至 2025 年 12 月 30 日，初始转股价格为 16.49 元/股，经公司多次实施利润分配方案后，2021 年 11 月 10 日，转股价格调整为 11.62 元/股。截至 2021 年 12 月 31 日，新天转债累计转股 83783 股，剩余债券 175.97 万张，剩余金额为 1.76 亿元。

“新天转债”募集资金总额 17730.00 万元。2017 年，公司首次公开发行人民币普通股（A

股) 1722 万股, 募集资金总额 31702.02 万元, 实际募集资金净额 28969.23 万元。2018 年公司暂停首次公开发行 A 股募投项目“新增中药提取生产线建设项目”; 将首次公开发行 A 股的募投项目“中药制剂产品产能提升项目”的投资规模由 9958 万元变更为 5501 万元; 2019 年公司终止首次公开发行 A 股募投项目“新增中药提取生产线建设项目”并使用终止后的剩余募集资金 5838.68 万元投资新项目“中药配方颗粒建设项目”, 将原首次公开发行 A 股募投项目“中药制剂产品产能提升建设项目”主要建设内容变更后剩余募集资金 4457 万元用于新项目“凝胶剂及合剂生产线建设项目”。公司在统计已使用及尚未使用募集资金时包含转入的首次公开发行 A 股变更用途后转入的募集资金和 2019 年公开发行可转债的募集资金。截至 2021 年末, 公司公开发行可转换公司债券募集资金及首次公开发行股票募投项目转入资金总额已使用 15359.94 万元<sup>1</sup>, 其中中药配方颗粒建设项目项目投入 7663.35 万元, 凝胶剂及合剂生产线建设项目投入 2368.10 万元, 补充流动资金 5328.49 万元, 尚未使用可转债募集资金及首次公开发行股票募投项目转入募集资金总额 12333.44 万元, 尚未使用的募集资金中, 1333.44 万元作为活期存款存于专户, 8000 万元购买保本型银行理财产品, 3000 万元已暂时补充流动资金, 按需求均用于募投项目建设支出。募集到的募投项目正在建设中。

截至本报告出具日, “新天转债”按时付息。

### 增信措施

“新天转债”采用房产抵押和股份质押相结合的方式提供担保。公司及全资子公司上海海天医药科技开发有限公司(以下简称“海天医药”)以自有的部分房产作为本次部分可转换公司债券抵押担保的抵押物; 公司股东、董事、副总经理王金华先生及股东张全槐先生将其合法拥有的部分公司股票作为本次部分可转换公司债券质押担保的质押物。担保范围为经中国证监会核准发行的本次可转换公司债券本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用。

## 宏观经济与政策环境

### 疫情再度扰动宏观经济运行, 基建投资发力稳定经济大盘, 一季度通胀形势整体温和

3 月上海、吉林疫情再起, 并波及全国。一季度宏观数据大幅波动, 其中 3 月消费受到严重冲击, 社会消费品零售总额同比负增长, 而基建投资则延续年初强势, 出口也继续保持两位数高增长。2022 年一季度 GDP 同比增速为 4.8%, 低于今年“5.5%左右”的增长目标, 显示当前经济下行压力进一步加大。一季度 GDP 增速较 2021 年四季度回升 0.8 个百分点, 主要原因是上年同期基数走低(以两年平均增速衡量)。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下, 一季度工业增加值累计同比增长 6.5%, 明显高于同期 GDP 增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响, 一季度国内消费增速明显偏低, 特别是在 3 月疫情发酵后, 商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是, 一季度楼市延续下滑, 头部房企风险仍在暴露, 正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来, 疫情冲击在 4 月会有进一步体现, 居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大

<sup>1</sup> 不含首次公开发行 A 股已累计使用募集资金总额 19386.43 万元。

影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度 GDP 同比增速将小幅回落至 4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022 年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3 月 PPI 同比涨幅达到 8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费偏缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3 月 CPI 同比涨幅仅为 1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

### 逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1 月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达 1.5 万亿元的增值税留抵退税政策在 4 月 1 日启动。货币政策方面，除了支小再贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5 月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022 年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为 2.8%，较上年小幅下调 0.4 个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022 年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022 年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

## 行业及区域经济环境

公司主要从事中成药制造业务，所属行业为医药制造行业。

### 医药制造行业

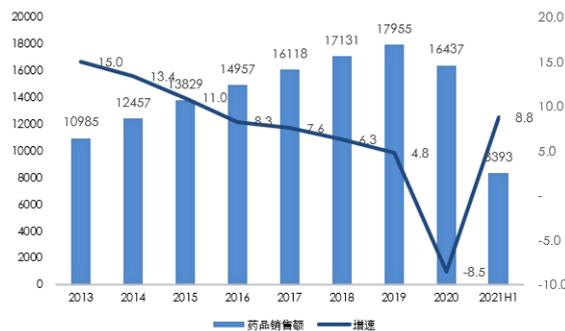
近年医药制造行业规模增长，2020 年受疫情影响行业收入增速减缓，2021 年上半年行业收入增速同比有所增长，从中长期来看，随着人口老龄化发展，居民收入水平提升，医保参保率稳定，行业需求仍将保持增长

随着国民对健康需求的提高以及健康投入的增加，2013~2019 年，我国三大终端六大市场药品销售额持续增长，2019 年达到 17955 亿元，同比增长 4.8%，但由于国家药品集中采购的推进、国家医保管控的加强和重点监控药品目录的执行，增速逐步放缓。从细分市场来看，仿制药是中国医药市场的主导力量，根据《中国仿制药蓝皮书》（2019 版），2019 年我国仿

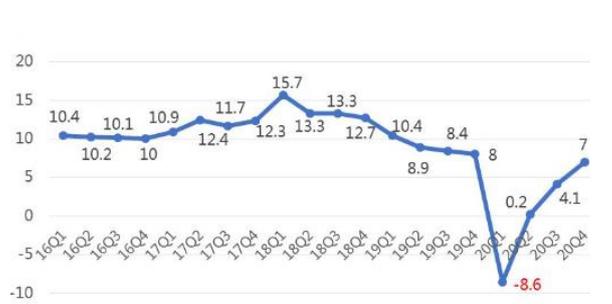
制药市场规模约占化学药市场规模的 66%左右。2012 年~2019 年我国仿制药市场规模从 4696 亿元增长至 8425 亿元，复合年增长率为 7.2%。未来随着原研专利到期，仿制药品种和数量将不断增多，将推动仿制药市场规模继续提升。原料药方面，国际制药生产重心转移和跨国制药企业控制成本背景下，全球化学原料药的生产重心逐步向中国、印度等发展中国家转移。国家发展和改革委员会数据显示，我国目前是世界最大的原料药生产与出口国，国内企业获批的化学原料药有近 2000 种，绝大多数制剂产品的原料药都可以在国内生产；2020 年，纳入统计的规模以上原料药企业有 1300 家左右，原料药总产量超过 200 万吨，原料药生产企业主营业务收入 3945 亿元，占到全部医药制造业的 16%，原料药出口交货值占到营业收入的 22%；利润总额达 525 亿元，同比增长 23.9%，利润率 13.3%，原料药生产和出口规模增长。

2020 年疫情发生，短期内受部分门诊关停，医院诊疗人次下降影响，需求有所下降，我国三大终端六大市场药品销售额 16437 亿元，同比下降 8.5%。工信部发布的《中国医药工业经济运行报告》显示，受疫情影响，第一季度我国医药工业企业总营业收入和利润较上年同期明显下降，但 3 月以后，随着疫情影响减弱，企业逐渐复工复产，医院恢复正常运营后医疗需求迅速释放，企业营收和利润增速均明显回升，2020 年医药工业实现营业收入 27960.3 亿元，同比增长 7.0%，增速较上年同期下降 1.0 个百分点，行业收入增速减缓。2021 年上半年我国三大终端六大市场药品销售额达 8393 亿元，增速 8.8%，同比增长 19.5 个百分点。

图表 1：我国三大终端六大市场药品销售情况 (亿元、%)



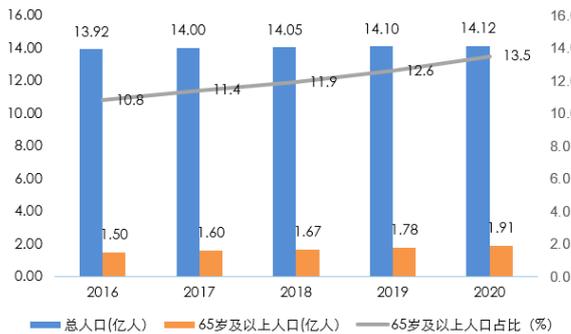
图表 2：2016-2020 年医药工业营业收入增速 (%)



数据来源：米内网，工信部，东方金诚整理

我国 65 岁以上人口数量和占总人口的比重均增长，2020 年末 65 岁及以上人口达 1.91 亿人，占总人口的比重增长至 13.5%，人口老龄化提升了医药行业的刚性需求。另一方面，近年全国和城镇居民人均可支配收入逐年增长，2015~2020 年我国居民人均医疗保健消费支出由 1165 元增至 1843 元，医疗保健支出占居民人均消费支出的比重由 7.4%提升至 8.7%，2020 年我国医院门诊病人均医药费和出院病人人均医药费分别增长至 324 元和 10619 元；我国医保参保人数也逐年增长，国家医保局数据显示，2020 年底，基本医疗保险参保人数达 13.61 亿人，参保覆盖面稳定在 95%以上。截至 2021 年底，基本医疗保险参保人数达 13.64 亿人，其中参加职工基本医疗保险人数 3.54 亿人，同比增长 2.8%，参加城乡居民基本医疗保险人数 10.10 亿人，同比下降 0.7%。居民收入水平提升，医保参保率稳定，为医疗消费增长提供了保障，预计未来国内医药行业需求仍将保持增长。

图表 3: 我国总人口及 65 岁以上人口情况



图表 4: 居民人均可支配收入和医药费(单位:元)



数据来源: 国家统计局、人力资源和社会保障部, 国家医疗保障局, 国家卫生和计划生育委员会, 东方金诚整理

随着医疗卫生体制改革深化, 医保目录动态调整机制实施, 带量集采逐步步入常态化, 药品价格呈下降趋势, 行业集中度提高, 并驱动企业向创新转型, 利好药品质量好、研发实力强、具有成本优势的企业

2020年, 国务院发布《关于深化医疗保障制度改革的意见》, 提出“1+4+2”的总体改革框架, 指出要完善医保目录动态调整机制, 将临床价值高、经济性评价优良的药品、诊疗项目、医用耗材纳入医保支付范围; 深化药品、医用耗材集中带量采购制度改革, 坚持招采合一、量价挂钩, 全面实行药品、医用耗材集中带量采购。2021年, 新医保目录出台, 纳入品种数量增长, 准入药品治疗领域多元化程度提升。国家集采方面, 2020年至2021年, 第二批至第六批带量集采陆续开展, 2022年2月以来, 第七批国家带量集中采购已经启动, 带量集采逐步步入常态化。随着医疗卫生体制改革的不断深化, 医药企业进一步延续以价换量的模式, 化药降价预期不变, 中药价格和生物制品在医保控费的背景下价格也将受到控制。2020年《药品注册管理办法》和《药品生产监督管理办法》正式施行, 质量体系进一步健全。在带量采购等政策实行、行业监管趋严、行业准入门槛提高的背景下, 短期内造成相关药品价格降低, 龙头企业通过原料药制剂一体化等优势来降本增效, 小企业市场份额收到进一步挤占, 一批中小企业退出市场, 行业集中度提升。2020年, 医药工业百强企业主营业务收入规模9012.1亿元, 同比下降3.1%, 为近10年来首度下滑, 利润总额方面, 百强企业实现了14.6%的增长。2015年到2020年, 百强企业主营业务收入从6131.0亿元升至9012.1亿元, 增幅47.1%; 在集中度方面, 百强企业的集中度由22%左右提升32.2%。

为鼓励研究和创制具有明显临床优势的药品, 加快具有突出临床价值的临床急需药品上市, 规范临床急需短缺药品等优先审评审批, 2020年国家药监局关于发布《突破性治疗药物审评工作程序(试行)》、《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序(试行)》、《药品上市许可优先审评审批工作程序(试行)》, 原《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》同时废止。随着审批制度的改革, 医保谈判进程加快, 创新药呈现“审评快、上市快、上量快”的趋势。医药创新活跃, 企业研发管理储备丰富, 药品上市申报数量增多, 2020年申报1类化学药创新药注册申请901个, 同比增加312个, 共有48个创新药获批上市, 包括20个国产药物和28个进口药物, 主要集中在肿瘤和罕见病领域, 其中31个以“优先审评”方式获批, 预计未来行业政策将继续向研发实力强, 创新能力高的企业倾斜, 创新驱动发展将更加突出。

行业分化将进一步加剧，利好药品质量好、研发实力强、具有成本优势的企业。

## 中药制造行业

近年中药行业不断发展，国家出台多项支持行业发展的政策文件，有利于行业向规范化、创新化、高质量方向进一步发展，省际联盟中药集采陆续开展，中标价格降幅相对温和，随着中药集采扩容，利好拥有规模和成本控制优势，储备品种丰富的头部企业长远发展

中药制造行业按产品可大致分为中成药、传统饮片和中药保健品，产业链上游为中药材种植业，下游为医药流通企业及医疗机构和药店零售终端等。由于中药材价格波动较大，中药制造业行业受上游原材料市场价格的波动影响较大，产业链向中药种植、中药材采收加工等上游延伸、拥有自建中药材生产基地的企业能在原材料价格上涨时拥有更高的竞争力。近年中药行业不断发展，一方面，2020年行业收入规模超6000亿元，下游中医类医院建设持续较快增长，2020年全国中医类医院增长至5482家，中医类医院床位数增长至114.8万张；中医总诊疗量和次均门诊费用增长，2020年达10.6亿人次，中医类医院次均门诊费用291.5元，按可比价格同比上涨7.9%。另一方面，中药制造行业创新实力逐步加强，2021年CDE受理中药新药申请60件，增幅为114.29%；2021年国家药监局批准中药新药上市12款，占近五年中药获批新药总数的54%。

国家高度重视中医药发展，将传承创新发展中医药定位为新时代中国特色社会主义事业的重要内容，近年出台多项包括中药研发、中药医保支付及中西医协同发展等方面的支持行业发展的相关政策文件，并不断加大对中药机构等方面的财政支持力度。2020年中医机构<sup>2</sup>财政拨款981.9亿元，同比增长71.2%，占卫生健康部门财政拨款的7.4%，同比增长至0.9个百分点；中医机构财政拨款增幅71.2%，增幅高于卫生健康部门财政拨款19.4个百分点。此外，近年医保目录中成药收录扩容，2021年版国家医保目录收录中成药品种1300余个和近900个中药饮片。政策支持有利于中药行业进一步向规范化、创新化、高质量方向加速发展。

<sup>2</sup> 同中医类医疗卫生机构，指各级中医、中西医结合、民族医医院；中医、中西医结合、民族医门诊部(所)；中医、中西医结合、民族医科研机构。

图表 5: 2021 年以来中药相关政策文件

文件名称	部门	出台时间	主要相关内容
《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》	国务院办公厅	2021.2	夯实中医药人才基础、提高中药产业发展活力、增强中医药发展动力、完善中西医结合制度、实施中医药发展重大工程、提高中医药发展效益、营造中医药发展良好环境等二十八条措施
《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》	国家药监局等四部门	2021.2	将中药配方颗粒的质量监管纳入中药饮片管理范畴，对中药配方颗粒实施备案管理，在上市前由生产企业报所在地省级药品监督管理部门备案。
《关于进一步加强综合医院中医工作推动中西医协同发展的意见》	国家卫生健康委等 3 部门	2021.6	提高认识和加强组织领导完善相关制度，加强中医药相关临床科室设置、创新中西医协作医疗模式、加强中医药规范化诊疗及医疗质量管理、加强中医药队伍建设，打造中西医“旗舰”医院等八个方面意见。
《“十四五”全民医疗保障规划的通知》	国务院办公厅	2021.6	支持中医药传承创新发展，推广中医治未病干预方案；探索符合中医药特点的医保支付方式，发布中医优势病种，鼓励实行中西医同病同效同价，引导基层医疗机构提供适宜的中医药服务；支持将符合条件的中医医疗服务项目按规定纳入医保支付范围；支持商业保险机构与中医药机构合作开展健康管理服务等。
《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	国家医疗保障局、国家中医药管理局	2021.12	充分发挥医疗保障制度优势，支持中医药传承创新发展，更好满足人民群众对中医药服务的需求。将符合条件的中医医药机构纳入医保定点、加强中医药服务价格管理、将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围等方面提出了十五项举措。
《“十四五”中医药发展规划》	国务院办公厅	2022.3	提出到 2025 年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥；提出了中医药服务体系、特色人才队伍、传承创新、产业和健康服务业、文化、开放发展、治理水平等方面的具体发展目标，以及十五项主要发展指标。

资料来源：公开资料，东方金诚整理

近年国家在重视对中药传承保护和发展的过程中，中药集采也在逐步发展。2021 年以来，以湖北省、广东省和山东省牵头的省际集采联盟陆续开展中药集采，中选产品涉及清开灵、复方丹参、连花清瘟颗粒等多个知名产品。具体来看，湖北十九省联盟中成药集中采购中共 97 家企业、111 个产品中选，中选价格平均降幅约 42%；广东省联盟集采共 576 个产品、275 家企业完成报价，独家品种拟中选、备选价格降幅约为 20%和 15%。中药集采相比化药集采开展时间较晚，纳入集采的品种相对较少且主要集中在非独家品种，省际中药集采中选品种报量相对全国销售规模占比较有限，总体拟中标价格降幅相对温和，独家品种拟中标总体降幅低于非独家品种。2022 年 2 月，国务院新闻办公室举行的国务院政策例行吹风会明确指出，推动集中带量采购常态化、制度化并提速扩面，中成药在去年部分省份已经组织联盟采购的基础上，今年要有序进一步扩大范围，预计未来中药集采将进一步发展。由于中药原材料价格市场波动较为明显，对企业的生产技术水平、工艺水平、产业链向上游延伸情况及对供应商的议价能力等

方面提出了更高的要求，若未来中药集采进入常态化，利好拥有规模和成本控制优势、产品特别是独家品种储备丰富的头部中医药企业长远发展，预计行业集中度将进一步提升，有利于行业进一步向高质量方向发展。

## 业务运营

### 经营概况

公司营业收入和毛利润仍主要来源于中成药制造业务，2021年受产品销量同比显著增长影响，公司收入及毛利润同比均显著增长

公司主营中成药的研发、生产与销售业务，业务主要聚焦在泌尿系统疾病类、妇科类及其他病因复杂类疾病用药，主要产品包括坤泰胶囊、苦参凝胶、宁泌泰胶囊和夏枯草口服液等。

2021年，公司实现营业收入9.70亿元，同比增长29.15%，毛利润7.69亿元，同比增长31.26%，2021年受产品销量同比显著增长影响，公司收入及毛利润同比均显著增长，跟踪期内公司开展全面预算控制，推动智能制造和绿色制造，并加强原材料库存储备和库存管理，同期综合毛利率79.26%，同比增长1.27个百分点。中成药制造业务仍是公司主要收入和利润来源，2021年中成药制造业务收入和毛利润占比分别为99.88%和99.91%。

图表6 公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）<sup>3</sup>

类别	2019年		2020年		2021年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
中成药制造	7.73	99.91	7.50	99.90	9.69	99.88
其他 <sup>4</sup>	0.01	0.09	0.01	0.10	0.01	0.12
合计	7.73	100.00	7.51	100.00	9.70	100.00
类别	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
中成药制造	6.10	78.98	5.85	78.01	7.68	79.28
其他 <sup>5</sup>	0.01	77.09	0.00	52.61	0.01	59.13
合计	6.11	78.98	5.86	77.98	7.69	79.26



资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 中成药制造业务

公司主营中成药制造业务，聚焦妇科用药、泌尿系统等领域，核心产品均为独家品种并进入国家医保目录，具有一定的品牌优势，2021年前三大单品收入均过亿元，在同类适应症药品市场中仍具有较好的产品竞争力

跟踪期内公司中成药制造业务仍主要由公司本部和子公司贵阳治和药业有限公司（以下简称“治和药业”）运营。截至2021年末，公司拥有药品生产批件32个，其中国家医保目录品

<sup>3</sup> 因四舍五入为亿元，数据存在一定误差。

<sup>4</sup> 2019年~2021年公司其他业务收入分别为67.43万元、76.39万元和114.90万元。

<sup>5</sup> 2019年~2021年公司其他业务毛利润分别为51.98万元、40.19万元和67.95万元。

种 10 个、国家基本药物目录品种 1 个、非处方药（OTC）品种 12 个、独家品种 12 个，在产品主要分为妇科类、泌尿系统类、清热解毒类、其他类，其中妇科类产品主要包含坤泰胶囊、苦参凝胶、当归益血口服液等，泌尿系统类产品主要包括宁泌泰胶囊等，清热解毒类产品主要包括夏枯草口服液等，其他类产品主要包括龙掌口含液等。公司主导产品坤泰胶囊、苦参凝胶、宁泌泰胶囊、夏枯草口服液均为全国独家品种，上述产品均备纳入 2021 版国家医保目录。公司核心品种具备一定的品牌优势，其中坤泰胶囊在 2018 年全国中药大品种（全品类）科技竞争力排名中，坤泰胶囊位列第 38 位，妇科用药领域第 2 名，2020、2021 年入选中国中药协会临床价值中成药品牌榜；夏枯草口服液 2021 年入选中国中药协会临床价值中成药品牌榜。2021 年前三大品种坤泰胶囊、宁泌泰胶囊、苦参凝胶单品销售均过亿元，在同类适应症药品市场中仍具有较好的产品竞争力。

公司研发体系覆盖了从中药新药发现、研发、生产到上市后再评价阶段。研发基地拥有贵阳技术中心、硕方医药和海天医药三个研发平台，其中贵阳技术中心主要进行配方颗粒研发、项目产业化研究，硕方医药主要进行经典名方的研发工作，海天医药主要进行上市品种再研究和中药新药的工作。建立的研发生产转化体系，有利于中药新药研发从实验室小试、中试放大、生产验证到工业化生产各个阶段衔接。截至 2021 年末，公司拥有国家新药证书 11 个，药品批准文号 32 个，拥有发明专利 36 项，实用新型专利 2 项，为贵州省首批中药配方颗粒研究试点企业之一。公司拥有中药配方颗粒品种共 445 个，完成国标备案 60 个。同期末公司中药新产品龙岑盆腔舒颗粒、苦莢洁阴凝胶、术愈通颗粒已完成临床三期试验，多个经典名方品种在研，涵盖妇科、儿科、呼吸科及慢性病等领域。2021 年，公司研发投入合计 0.29 亿元，同比增长 1.61%，研发投入占营业收入的 2.98%；截至 2021 年末，公司技术研发人员 142 人，占比 13.94%，与 2020 年相比变化不大。

**公司拥有八条制剂生产线及两条饮片生产线，2021 年主要剂型胶囊剂、合剂和凝胶剂产量同比均有所增长，产能利用率总体保持在较高水平**

公司生产基地位于贵阳市，截至 2021 年末，拥有通过 GMP 认证的硬胶囊剂、合剂、颗粒剂、凝胶剂、片剂、糖浆剂、酒剂、露剂等八个剂型生产线及中药饮片 A 线、B 线两条饮片生产线。公司中药制剂产品产能提升建设项目 2020 年 12 月完工后，2021 年产能增加；由于疫情对施工进度的影响、以及凝胶剂与合剂项目建设前期与有关部门协调施工区域周边地面排洪（污）沟改道、道路施工等市政建设工程的影响，中药配方颗粒建设项目及凝胶剂及合剂生产线建设项目计划完工时间均由 2021 年末延期至 2023 年 6 月，预计完工后公司产能将进一步提升。公司主要采用“以销定产”的方式组织生产。根据上年销售状况确定年总销售规模，生产部制定年生产计划，然后再根据各销售区域的销售进展情况，计划每月的生产量。2021 年，主要产品坤泰胶囊和宁泌泰胶囊由于需求增加，销量增长，产量同比均有所增长，分别增长 38.39% 和 32.29%，公司胶囊剂总产量较 2020 年有所增长；同期合剂和凝胶剂的需求增长，产量同比分别增长 19.88% 和 47.18%。跟踪期内，公司产能利用率总体仍保持在较高水平。

图表 7：近年公司主要剂型及药品生产情况（单位：万粒/年、万支/年、万粒、万支、%）<sup>6</sup>

项目	2019年	2020年	2021年	
胶囊剂	产能	64800.00	64800.00	174800.00
	产量	82831.53	91586.40	125184.89
	其中：宁泌泰胶囊	27214.32	26708.40	35331.29
	坤泰胶囊	54858.96	64117.68	88732.18
	其他	758.25	760.32	1121.42
	产能利用率	127.83	141.34	71.62
合剂	产能	3270	3270	3270
	产量	4152.80	3752.18	4498.02
	其中：夏枯草口服液	3954.62	3537.14	4245.51
	当归益血口服液	198.18	215.04	252.51
产能利用率	127.00	114.75	137.55	
凝胶剂	产能	1600	1600	1600 <sup>7</sup>
	产量（苦参凝胶）	2636.83	2278.70	3353.83
	产能利用率	164.80	142.42	209.61

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2021 年末，公司重要在建项目包括中药配方颗粒建设项目和凝胶剂及合剂生产线建设项目。<sup>8</sup>两个项目的计划总投资金额 2.42 亿元，累计已投资金额 1.00 亿元，尚需投资 1.42 亿元，项目资金来源包括募集资金和自有资金。其中募集资金包括发行新天转债及首次公开发行 A 股募投项目募集资金转入 10295.68 万元。2021 年 11 月，公司将募投项目“中药配方颗粒建设项目”和“凝胶剂及合剂生产建设项目”的计划完成时间从 2021 年 12 月延期至 2023 年 6 月，并将项目所涉及的制剂产线建设地点调整至已全面运行的制剂中心（贵阳国家高新技术产业开发区新天园区高新北路 3 号），项目主要产线暨提取产线及相关配套设施建设地点不变。截至 2021 年末，公司暂无其他拟建项目。

<sup>6</sup> 根据公司提供资料，公司地处贵阳市气温较适宜，无夏季高温期间生产线年度停工情况，公司各剂型计划产能测算均按照每日正常上班 8 小时，每月 21 天工作日进行测算，产能利用率超出 100%系公司为保证供应通过工作日及周末加班方式增加产量。

<sup>7</sup> 凝胶剂产能以公司最新提供数据为准。

<sup>8</sup> 研发中心建设项目 2021 年末主体已建设完工，受后续结算未完成因素影响，2021 年审计报告未转固，列示在在建工程。

图表 8：截至 2021 年末公司重要在建项目情况（单位：万元）

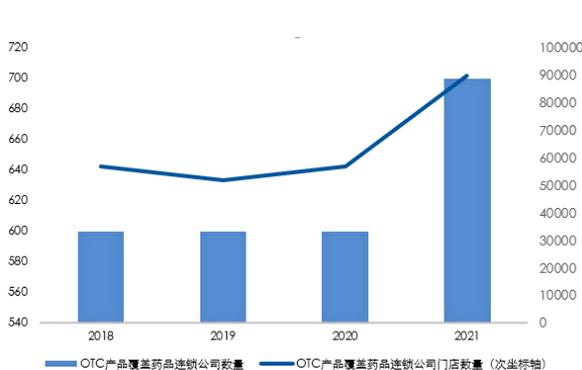
项目名称	项目内容	计划投资	累计已投资	2022 年拟投资金额	资金来源	预计完工时间	备注
中药配方颗粒建设	57000 万袋中药配方颗粒产能	17317.57	7663.35	6000.00	募集 资金、 自有 资金	2023 年 6 月	可转债募 投资项目
凝胶剂及合剂生产线建设	年产夏枯草口服液 3300 万支、年产苦参凝胶 2000 万支产能	6910.57	2368.10	3000.00	募集 资金、 自有 资金	2023 年 6 月	可转债募 投资项目
合计	-	24228.07	10031.45	9000.00	-	-	-

资料来源：公开资料，东方金诚整理

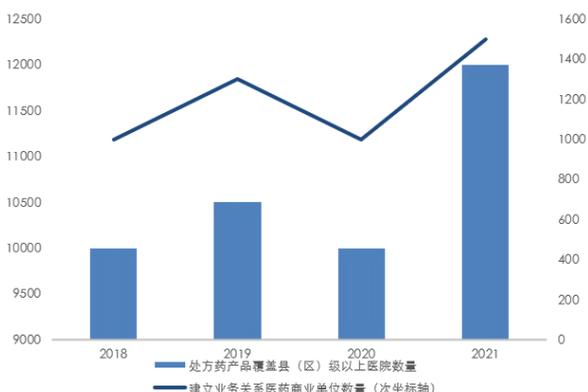
公司开展处方药专业化学术推广和 OTC 产品推广，加强渠道拓展，带动跟踪期内核心产品销量增长，2021 年医药制造业务收入和毛利润同比均增长，毛利率仍处于较高水平

公司的坤泰胶囊为“双跨药品”，即是处方药又是非处方药，苦参凝胶、宁泌泰胶囊、夏枯草口服液为处方药。公司目前主要采用专业化学术推广的营销模式进行产品推广，具体举措包括举办各类全国或区域性学术论坛、开展学术交流会等；同时对主导产品通过多中心临床试验、临床应用研讨会等方式进行产品上市后再评价工作。公司于 2018 年建立 OTC 事业部，负责 OTC 产品推广策略及计划并组织实施、OTC 产品品牌推广，对合作药店进行分级管理，并在重点门店定期展开推广活动和品牌宣传，近年公司 OTC 市场销售收入占比逐步提升。通过品牌建设及推广，2021 年，坤泰胶囊入选中国中药协会临床价值中成药品牌榜；坤泰胶囊和苦参凝胶获得《中国药店》杂志“2020~2021 药店店员推荐率最高品牌”。公司加强渠道拓展，2021 年处方药产品覆盖医院数量、建立业务关系医药单位数量、OTC 产品覆盖连锁公司及门店数量同比均有所增长，带动核心产品销量增长，截至 2021 年末，公司在全国 30 个省、自治区、直辖市进行学术推广活动，处方药产品覆盖 12000 余家县（区）级以上医院，其中三级医院 1300 余家，与国内 1500 余家医疗商业单位建立了长期稳定的业务关系；OTC 产品覆盖 700 余家药品连锁公司、9 万余家门店，与国内 300 余家药品连锁公司总部建立了长期稳定的业务关系。

图表 9: 公司处方药产品覆盖医院数量及建立业务关系医药商业单位数量 (单位: 个)



图表 10: 公司 OTC 产品覆盖药品连锁公司及门店数量 (单位: 个)



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

截至 2021 年末, 公司拥有近 400 人的自有专业营销队伍和 80 余家长期合作的产品销售推广服务公司, 内外部销售队伍共约 1200 余人, 其中处方药事业部共 800 余人, OTC 事业部共 300 余人, 商务运营中心共 100 余人。公司在 2021 年首次开展股权激励计划, 面向 60 名管理及技术骨干员工, 授予共计 317 万股限制性股票, 并重点向公司营销及研发系统倾斜。受益于品牌推广、加强渠道拓展, 加大产品的销售力度, 2021 年, 公司核心品种坤泰胶囊、宁泌泰胶囊、苦参凝胶和夏枯草口服液的销量同比均显著增长, 主要产品的产销率仍处于较高水平, 同期上述品种销售均价变动不大, 医药制造业收入同比增长 29.13%至 9.69 亿元, 毛利润同比增长 31.23%至 7.68 亿元, 同期毛利率 79.28%, 仍保持在较高水平。

图表 11: 公司核心药品产销情况

产品	项目	2019 年	2020 年	2021 年
坤泰胶囊	销量(万粒)	55682.88	63083.06	80708.06
	产销率 (%)	101.50	98.39	90.96
	销售均价(元/万粒)	5663.29	5441.69	5480.68
	销售收入(万元)	31534.83	34327.82	44233.51
宁泌泰胶囊	销量(万粒)	28592.12	26169.15	32495.58
	产销率 (%)	105.06	97.98	91.97
	销售均价(元/万粒)	6384.16	6246.43	6173.52
	销售收入(万元)	18253.67	16346.38	20061.20
苦参凝胶	销量(万支)	2572.96	2238.47	3080.07
	产销率 (%)	97.58	98.23	91.84
	销售均价(元/万支)	72941.02	73296.42	73085.17
	销售收入(万元)	18346.28	16407.21	22510.71
夏枯草口服液	销量(万支)	3958.47	3408.46	4105.50
	产销率 (%)	100.10	96.36	96.70
	销售均价(元/万支)	17456.57	16990.29	16538.23
	销售收入(万元)	6910.13	5791.07	6789.77

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司销售的结算方式仍主要为货到后结算，一般根据商业公司的资信情况等分 30 天/60 天/90 天三种情况结算，平均结算账期约在 3 个月左右，未发生显著变化。公司下游主要客户较为稳定，2021 年前五大客户销售额 4.05 亿元，占年度销售总额的 41.79%，与 2020 年相比变化不大。

**公司药品生产所需中药材均为外部采购，跟踪期内受部分中药材采购价格上升影响，公司成本控制压力加大，主要供应商采购集中度仍然较高**

公司药品的生产成本主要由原材料、包装、直接人工和制造费用构成，2021 年原材料和制造费用占比分别为 52.45%和 21.46%，原材料成本占比有所增长，制造费用占比有所下降。公司药品产品生产所需中药材种类较多，主要中药材为阿胶、黄连、黄芩、熟地黄、夏枯草、苦参总碱等，均为外部采购。公司采购量主要根据生产计划制定，对于主要原材料，先由物资采购中心下属物资计划部确定采购计划，根据计划完成采购任务。公司根据 GMP 的要求对供应商进行“供应商审计”，对其生产现场、提供产品的质量等情况进行综合考评，合格后可继续选择该企业为公司供应商，一般会与供应商建立长期稳定的合作关系。2021 年除连翘和熟地黄外，主要中药材品种采购数量同比有所增长。从采购成本看，2021 年主要中药材除阿胶、黄芩和白茅根采购均价下降外，其余主要原材料采购均价同比均有所增长，2021 年原材料采购成本 1.05 亿元，同比增长 28.11%，虽然公司有一定原材料供应常备储备，但成本控制压力加大。

公司原材料采购结算一般采取压批付款或分期付款方式，中药材一般会在药材检验合格后 40 天内支付 50%货款，四个月之内结清剩余部分，跟踪期内结算模式未变化。2021 年，公司前五名供应商采购金额合计 0.94 亿元，占年度采购额的 52.09%，较 2020 年上升 2.36 个百分点，对主要供应商采购集中度较高。

图表 12: 公司主要中药材采购情况 (单位: 公斤、元/公斤)

品种	项目	2019	2020	2021 年
白茅根	采购数量	50700	74561	132850
	采购均价	13.02	18.60	15.85
连翘	采购数量	52440	57520	50700
	采购均价	38.96	53.73	90.92
头花蓼	采购数量	269883	51893	201566.1
	采购均价	7.75	8.30	8.93
黄连	采购数量	194574	105797.5	215721.3
	采购均价	123.97	124.86	148.66
白芍	采购数量	134500	124600	231600
	采购均价	8.02	6.00	9.43
黄芩	采购数量	137632.5	189675	320732
	采购均价	22.61	28.18	23.91
阿胶	采购数量	51249	43939.2	69818.7
	采购均价	582.69	493.86	454.90
熟地黄	采购数量	259350	333735	284510
	采购均价	12.90	15.92	25.87
苦参总碱	采购数量	7100	3600	3988
	采购均价	1186.34	1191.00	1211.73
夏枯草	采购数量	225631	149028	405712.5
	采购均价	16.77	19.74	20.60

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

## 关联交易情况

公司 2020 年及 2021 年对关联方汇伦生物的股权投资规模较大, 截至 2021 年末尚未取得投资收益, 预计投资回报周期较长, 存在一定的资金回收风险

截至 2021 年末, 除子公司外, 公司关联方包括控股股东新天生物; 属于同一母公司及同一最终控制方的贵阳臣功物业管理有限公司等 3 家企业、和公司属于同一最终控制方的上海汇伦生物科技有限公司 (以下简称: “汇伦生物”)、上海大伦医药发展有限公司; 董事王文意先生配偶控制企业上海谱锐赛思生物技术有限公司; 公司实际控制人董大伦先生配偶王柳珍女士; 公司股东王金华先生和张全槐先生; 公司实际控制人董大伦先生之子控制企业上海锦竺信息科技有限公司。

公司 2021 年发生的关联交易包括向贵阳臣功物业管理有限公司缴纳水电及物业费 33.09 万元、向上海锦竺信息科技有限公司支付软件开发费用 10.50 万元; 收到汇伦生物的检验费 3.30 万元, 租赁给上海谱锐赛思生物技术有限公司机器设备确认租赁收入 6.00 万元, 作为承租方支付贵阳臣功房地产开发股份有限公司租赁费 10.20 万元; 王金华先生、张全槐先生及上海海天医药科技开发有限公司为新天转债提供担保, 担保金额分别为 0.28 亿元、0.42 亿元和 0.28 亿

元。关键管理人员薪酬 628.10 万元，以及对汇伦生物的股权投资 1.50 亿元。汇伦生物和公司的实际控制人均为董大伦先生，2020 年，公司投资汇伦生物 1.40 亿元，截至 2021 年末，公司对汇伦生物已累计投资 2.90 亿元，对其持股比例为 14.881%<sup>9</sup>。公司投资汇伦生物的初始目的主要为优化产业布局，逐步进入小分子化药领域。汇伦生物主营小分子创新药和仿制药研发及技术服务，聚焦领域包括肿瘤、心脑血管等疾病创新药和仿制药，主要产品包括注射用西维来司他钠、注射用左亚叶酸、阿伐那非片、利伐沙班片、替格瑞洛片等，研发方向包括呼吸重症、抗肿瘤、心脑血管、男科、消化系统、抗病毒、内分泌等在内的八大领域的创新药及仿制药。未来汇伦生物是否会被公司并购主要取决于市场环境以及公司与汇伦生物自身的战略发展需要。截至 2021 年末尚未取得相关投资收益，公司对关联方汇伦生物的投资回报周期预计较长，存在一定的资金回收风险。

## 公司治理与战略

### 控股股东持有公司股权质押比例仍较高，若未来公司股价波动较大面临一定平仓风险

公司第六届董事会和第六届监事会任期均于 2022 年 4 月 18 日届满。截至 2021 年末官峰先生，张捷女士新任公司独立董事，原独立董事俞建春先生、钟承江先生离任。除上述事项，跟踪期内公司治理结构未发生重大变化。

跟踪期内公司整体发展战略未发生显著变化，为依托贵州省丰富的中药材资源，在“应用现代科技理念及成果，做说得清、道得明的现代中药”的基础上，秉承“做现代好中药，做满足临床疗效好中药”的宗旨，坚持稳步发展的“医药工匠”精神与“长期主义”理念，为患者提供安全、有效的产品。进一步巩固和发展已基本形成的中成药市场稳步增长、中药配方颗粒产业化快速推进、古代经典名方研发紧跟国家产业步伐、参股小分子化药取得重点突破的产业格局，力争成为产品质量标准化、管理经营规范化、市场营销网络化的行业领先的综合性医药企业。公司未来发展目标为以资本市场为平台，充分利用现有研究开发优势、市场营销优势、产品优势，抓住当前中药行业发展契机，扩大生产规模，不断提升营销能力和研发实力，进一步增强公司核心竞争力；同时，进一步优化产业布局，逐步进入小分子化药领域，包括抗肿瘤、心脑血管、呼吸及消化系统等疾病的仿制药及创新药领域，实现公司的健康、快速、可持续和科学发展。

截至 2021 年末，公司总股本 16404.80 万股。控股股东新天生物持有公司 36.93% 股份，其中已质押股份 4351.30 万股，占新天生物持有的股份的 71.83%，占公司总股本的 26.52%；2022 年 3 月 24 日，新天生物持有公司 36.51% 股份，其中已质押股权 3382.14 万股，占新天生物持股数的 55.83%，占公司总股本的 20.39%，公司控股股东质押比例虽较 2021 年末有所下降但仍然较高，若未来公司股价波动较大，则面临一定平仓风险。

<sup>9</sup> 截至 2021 年 7 月 28 日，公司完成对汇伦生物的第四期增资后，对汇伦生物持股比例为 17.84%，后汇伦生物再次进行融资后，截至 2021 年末公司对其持股比例降至 14.881%。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了 2021 年合并财务报表，审计机构由信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）变更为大华会计师事务所（特殊普通合伙），公司不存在已委托信永中和开展部分审计工作后解聘的情况。大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021 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。

截至 2021 年末，公司纳入合并范围的直接及间接控股子公司共 9 家，与 2020 年末相比新增 1 家，为新设立的贵州坤宁新天药业有限公司，注销子公司 1 家，为泰和新天（宁波）医药有限公司。

### 资产构成与资产质量

**跟踪期内，公司资产规模小幅下降，受货币资金减少和其他权益工具投资增加影响，公司资产结构变为以非流动资产为主**

2021 年末，公司资产总额为 15.24 亿元，与 2020 年末同比下降 0.75%；其中流动资产占比由 2020 年末的 52.92% 下降至 38.50%，公司资产结构变为以非流动资产为主，主要系货币资金减少和其他权益工具投资增长影响所致。

2021 年末公司流动资产同比下降 27.81% 至 5.87 亿元，主要由应收账款、存货、交易性金融资产和货币资金等构成，流动资产下降主要系货币资金减少所致。2021 年末公司应收账款账面余额 2.30 亿元，其中账期在 1 年内的应收账款期末余额 2.28 亿元，应收账款计提坏账准备 728.54 万元；按欠款方归集的应收账款余额前五名合计 0.35 亿元，以医药流通公司为主，前五名集中度较低，期末应收账款账面价值同比增长 24.59% 至 2.23 亿元，2021 年公司应收账款周转率为 4.83 次，较上年增长 0.81 次。2021 年末公司存货账面价值增长至 1.19 亿元，以库存商品、在产品和原材料为主，其中库存商品计提存货跌价准备 5.67 万元，2021 年公司存货周转率为 1.96 次，较上年增长 0.13 次。2021 年末，公司交易性金融资产账面余额有所下降，为 0.80 亿元，为公司以暂时闲置募集资金购买的未到期理财产品余额。2021 年末，公司货币资金显著下降，主要系公司发行可转换公司债券到账，2020 年货币资金规模显著增长导致上年基数较大，2021 年公司偿还部分银行借款，同年经营性现金流净流入规模有所下降；2021 年末公司货币资金以银行存款为主，期末无受限货币资金。

2021 年末公司非流动资产同比有所增长，主要由其他权益工具投资、固定资产、在建工程和无形资产等构成。2021 年末，公司其他权益工具投资期末余额 3.13 亿元，同比显著增长，系 2021 年公司对关联方汇伦生物增加投资 1.50 亿元所致；截至 2021 年末，公司累计投资汇伦生物 2.90 亿元，资金来源为自有资金，公允价值变动计入累计利得 0.23 亿元。2021 年末，公司固定资产账面价值 3.06 亿元，较 2020 年末小幅增长，以房屋及建筑物、机器设备为主。同期末在建工程账面价值增长至 1.51 亿元，主要为中药配方颗粒建设项目、研发中心建设项目

及中药制剂产品产能提升项目等。公司无形资产主要为土地使用权等资产，2021年末无形资产账面价值0.88亿元，与上年末基本持平。

图表 13: 公司资产构成及质量情况 (单位: 亿元)



项目	2019年末	2020年末	2021年末
应收账款	1.95	1.79	2.23
存货	0.94	0.87	1.19
交易性金融资产	-	1.18	0.80
货币资金	1.82	3.30	0.72
<b>流动资产合计</b>	<b>5.90</b>	<b>8.13</b>	<b>5.87</b>
其他权益工具投资	-	1.84	3.13
固定资产	2.87	2.81	3.06
在建工程	0.70	1.00	1.51
<b>非流动资产合计</b>	<b>4.94</b>	<b>7.23</b>	<b>9.38</b>
<b>资产总额</b>	<b>10.84</b>	<b>15.36</b>	<b>15.24</b>

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

截至2021年末, 公司受限资产1.49亿元, 由固定资产和无形资产构成, 受限资产占总资产的9.80%。

图表 14: 截至2021年末公司受限资产情况 (单位: 亿元, %) <sup>10</sup>

科目	账面价值	受限账面价值	受限原因
固定资产	3.06	1.16	银行借款、发行可转债抵押和担保
无形资产	0.88	0.34	抵押借款
<b>合计</b>	<b>3.94</b>	<b>1.49</b>	-

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

## 资本结构

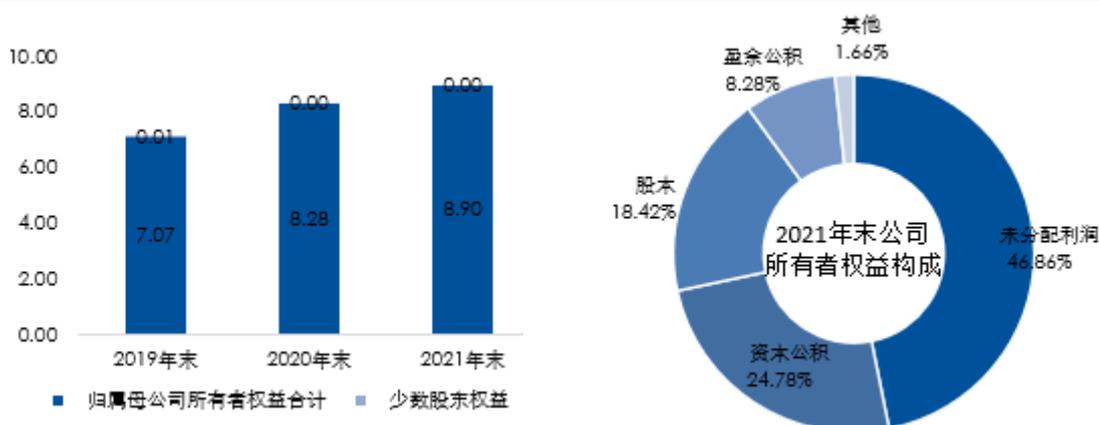
受益于经营积累影响, 2021年末, 公司所有者权益有所增长, 受资本公积转增股本和库存股实施股权激励影响, 股本有所增长, 资本公积有所下降

2021年末公司所有者权益8.90亿元, 同比增长7.50%, 主要由未分配利润、资本公积和股本构成。2021年末, 受益于经营积累, 公司未分配利润进一步增长至4.17亿元, 同期末股

<sup>10</sup> 由于四舍五入, 加总数与合计数存在差异。

本 1.64 亿元，较 2020 年末有所增长，系公司向分红派息股权登记日（2021 年 11 月 9 日）的全体股东以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股所致，以 11717.061 万股为基数，转增后公司总股本变更为 16403.8854 万股。2021 年末公司资本公积 2.21 亿元，面值 43.46 万元新天债券转换成 2.924 万股公司股票，股本溢价增加 40.16 万元并减少其他权益工具 5.80 万元；同期由于库存股实施股权激励及全体股东以资本公积每 10 股转增 4 股，资本公积转增股本，股本溢价分别减少 2280.46 万元和 4686.82 万元；其他资本公积增加 817.48 万元，系当期股权激励所致。2021 年末，盈余公积 0.74 亿元，同比小幅增长。

图表 15: 公司所有者权益情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

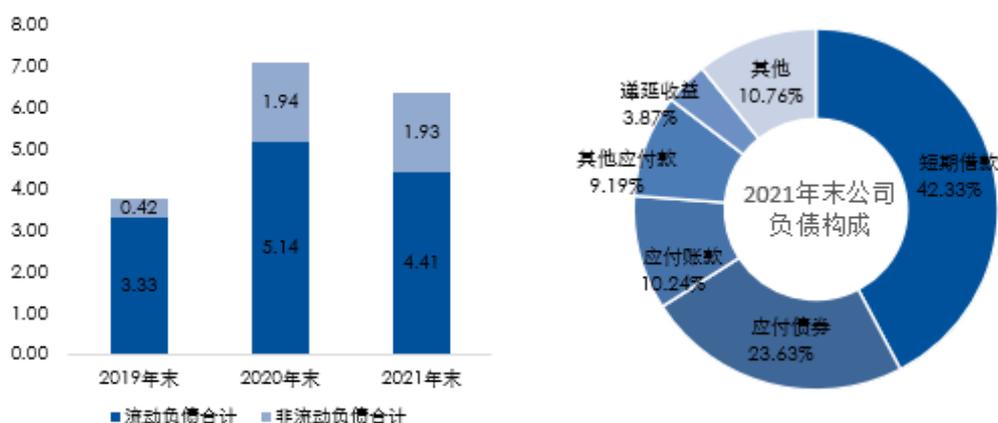
### 2021 年末公司有息债务规模同比有所下降, 债务结构仍以短期有息债务为主

2021 年末公司负债总额为 6.34 亿元, 流动负债和非流动负债均有所下降; 其中流动负债占比小幅下降, 为 69.60%, 公司负债结构仍以流动负债为主。

2021 年末公司流动负债 4.41 亿元, 较上年末下降 14.10%, 主要由短期借款、应付账款和其他应付款等构成。2021 年末公司短期借款同比下降 33.25%至 2.68 亿元, 其中质押借款 0.96 亿元、抵押借款 0.88 亿元、信用借款 0.84 亿元; 借款用途主要是用于购买原材料等日常经营周转。2021 年末, 公司应付账款账面余额 0.65 亿元, 仍以材料款、工程款等为主。2021 年末其他应付款增长至 0.58 亿元, 主要为暂收 IPO 补助金、限制性股份支付回购义务、应付市场费用报销款及保证金、押金等, 同比增长主要系限制性股份支付回购义务增长 0.28 亿元所致。

2021 年末公司非流动负债 1.93 亿元, 与 2020 年末相比变动不大, 由应付债券、递延收益构成。其中应付债券期末余额 1.50 亿元, 仍全部为新天转债; 2021 年末递延收益 0.25 亿元, 同比变动不大。

图表 16: 公司负债情况 (单位: 亿元, %)



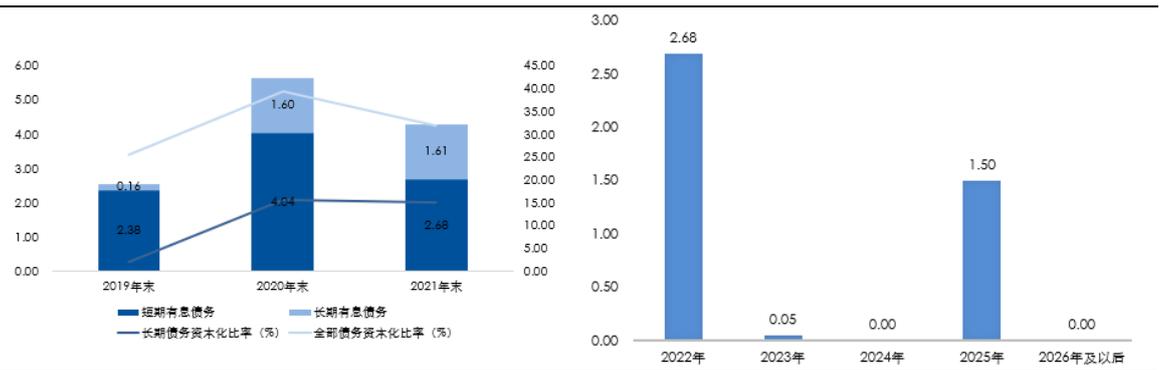
项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末
短期借款	2.36	4.02	2.68
应付账款	0.31	0.45	0.65
其他应付款	0.34	0.33	0.58
<b>流动负债合计</b>	<b>3.33</b>	<b>5.14</b>	<b>4.41</b>
应付债券	-	1.45	1.50
递延收益	0.22	0.24	0.25
长期借款	0.16	0.15	0.05
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.42</b>	<b>1.94</b>	<b>1.93</b>
<b>负债总额</b>	<b>3.75</b>	<b>7.08</b>	<b>6.34</b>

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

截至 2021 年末, 公司全部债务为 4.23 亿元, 较上年末下降 25.03%, 主要系公司考虑到资金需求及融资成本, 偿还部分短期借款所致, 2021 年末公司长期有息债务及短期有息债务分别为 2.68 亿元和 1.55 亿元, 长期有息债务占比进一步提升, 但债务结构仍以短期有息债务为主。同期末资产负债率为 41.59%, 同比下降 4.48 个百分点; 全部债务资本化比率 31.54%。公司债务负担有所减轻。从债务期限结构来看, 以公司 2021 年末有息债务为基础, 公司在 2022 年、2023 年、2024 年、2025 年、2026 年及以后到期需偿还的有息债务分别为 2.68 亿元、0.05 亿元、0.00 亿元、1.50 亿元和 0.00 亿元, 公司 2022 年债务到期较为集中。

截至 2021 年末, 公司无对外担保。

图表 17: 公司有息债务及债务期限结构 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

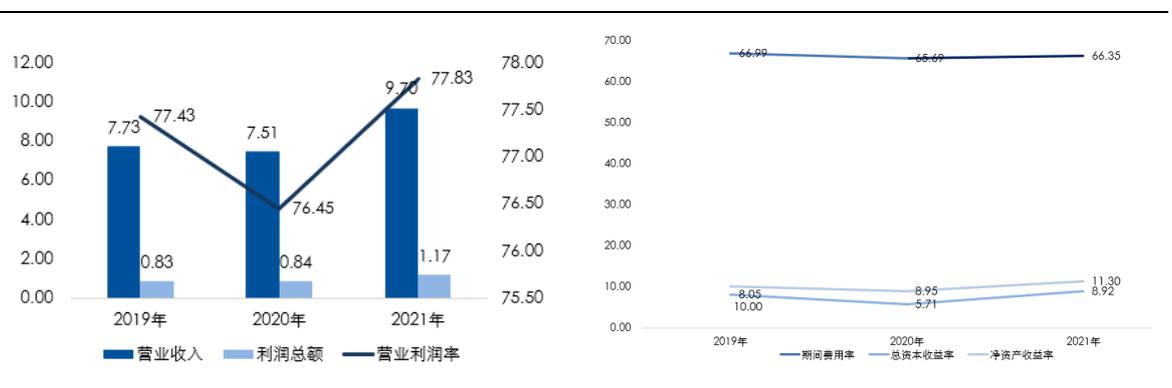
### 盈利能力

2021 年公司营业收入和营业利润均有所增长, 营业利润率处于较高水平, 以销售费用为主的期间费用占比依然较高, 对利润空间形成较大挤占

2021 年公司营业收入同比增长 29.15%至 9.70 亿元; 营业利润率 77.83%, 同比增长 1.38 个百分点, 保持在较高水平。2021 年受销售费用、管理费用和研发费用均有所增长的影响, 公司期间费用占营业收入的比重同比增长 0.65 个百分点至 66.35%, 以销售费用为主的期间费用占比仍较高, 对利润空间形成较大挤占。2021 年公司其他收益增长至 882.00 万元, 主要为递延收益结转、增值税减免、达产增产流动资金贷款补贴等。

2021 年, 公司营业利润显著增长 35.62%至 1.17 亿元, 同期利润总额和净利润分别为 1.17 亿元和 1.01 亿元, 分别同比增长 38.96%和 35.76%。公司总资本收益率和净资产收益率均有所增长, 分别同比增长 3.21 和 2.35 个百分点, 至 8.92%和 11.30%。

图表 18: 公司收入和盈利能力情况 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

### 现金流

2021 年公司经营性现金净流入规模有所下降, 投资活动现金净流出下降, 受偿还债务等因素影响公司筹资活动现金流转为净流出

2021 年公司销售商品、提供劳务收到的现金增长 23.44%至 9.85 亿元, 收到其他与经营活

动有关的现金 0.17 亿元，主要为政府补助款等经营性相关现金流入，2021 年购买商品、接受劳务支付的现金同比显著增长，增长 63.35%至 1.10 亿元，经营性现金流净流入 1.24 亿元，净流入规模同比有所下降；现金收入比为 101.55%，同比增长 4.70 个百分点。收回投资收到的现金显著增长 94.04%至 5.53 亿元，投资活动现金流入显著增长，2021 年投资活动现金流出 7.71 亿元，主要为投资支付的现金 6.65 亿元，投资活动现金净流出有所下降，为 2.18 亿元。2021 年取得借款收到的现金显著下降，净流入 2.73 亿元，偿还债务支付的现金显著增长流出 4.19 亿元，筹资活动现金流转为净流出 1.64 亿元。

图表 19：公司现金流情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 偿债能力

2021 年末，公司流动比率 133.00%，同比下降 25.26 个百分点；速动比率下降 35.28 个百分点至 106.08%。2021 年受经营性净现金流有所下降的影响，经营现金流动负债比为 28.17%，同比有所下降。截至 2021 年末，公司非受限货币资金 0.72 亿元，交易性金融资产 0.80 亿元，短期有息债务 2.68 亿元，非受限货币资金无法覆盖短期有息债务。2021 年末，公司银行授信额度合计 5.70 亿元，未使用额度 2.97 亿元。

2021 年，公司 EBITDA 为 1.58 亿元，同比增长 42.51%，EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA 均有所下降。

图表 20：公司偿债能力主要指标

指标名称	2019 年	2020 年	2021 年
流动比率 (%)	177.36	158.26	133.00
速动比率 (%)	149.09	141.36	106.08
经营现金流动负债比 (%)	10.14	34.22	28.17
EBITDA 利息倍数 (倍)	16.18	20.23	7.50
全部债务/EBITDA (倍)	2.37	5.10	2.68

资料来源：公司提供，东方金诚整理

总体来看，2021 年末公司资产规模小幅下降，资产结构以其他权益工具投资、固定资产和应收账款等为主；受益于经营积累，公司所有者权益有所增长，有息债务下降，债务结构仍以短期有息债务为主，债务负担有所减轻，2021 年公司营业收入和营业利润有所增长，营业利润

率仍处于较高水平，以销售费用为主的期间费用占比依然很大，对利润空间形成较大挤占，2021年公司经营性现金净流入规模有所下降，投资活动现金流净流出下降，筹资活动现金流转为净流出。

## 过往债务履约情况

根据公司提供的、由中国人民银行征信管理中心出具的《企业信用报告》，截至2022年3月2日，公司本部信贷不存在不良信用记录。截至本报告出具日，“新天转债”按时付息。

## 增信措施

### 抵押担保

公司以位于上海市徐汇区东安路562号的两套办公用途房产及全资子公司海天医药位于上海市徐汇区东安路562号的一套办公用途房产为公司本次发行的部分可转债提供抵押担保，上述三处自有房产在评估基准日的市场价格为人民币10903万元。抵押担保的主债权为“新天转债”本金不超过人民币10730万元（含10730万元）及其利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的费用，具有一定的增信作用。

### 质押担保

出质人王金华、张全槐将其合法拥有的部分公司股票作为本次部分可转换公司债券质押担保的质押物，初始质押的新天药业股票数量为办理质押登记的前一交易日收盘价计算的出质人持有的新天药业市值为8400万元的股份。

主债权有效存续期间，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值(以每一交易日收盘价计算)持续低于出质人所担保的部分债券应付本息总额的105%，质权人代理人有权要求出质人在30个工作日内追加担保物，以使担保财产的价值与出质人所担保的部分债券应付本息总额的比率达到120%；追加的资产包括但不限于新天药业人民币普通股，若追加的资产为新天药业股票，追加股票的价值按照连续30个交易日内新天药业收盘价的均价测算。在出现上述需追加担保物情形时，出质人应追加提供相应数额的资产作为担保财产，以使担保财产的价值符合上述规定。若在触发日后的30个工作日内（出质人尚未追加担保物），担保比例恢复至大于或等于105%，则出质人无需追加担保物。主债权有效存续期间，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值(以每一交易日收盘价计算)持续超过出质人所担保的部分债券应付本息总额的150%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值(以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算)不得低于出质人所担保的部分债券应付本息总额的120%。

截至本报告出具日，王金华、张全槐分别以其持有新天药业的320万股、215万股合计535万股的股票为“新天转债”提供质押担保，具有一定的增信作用。

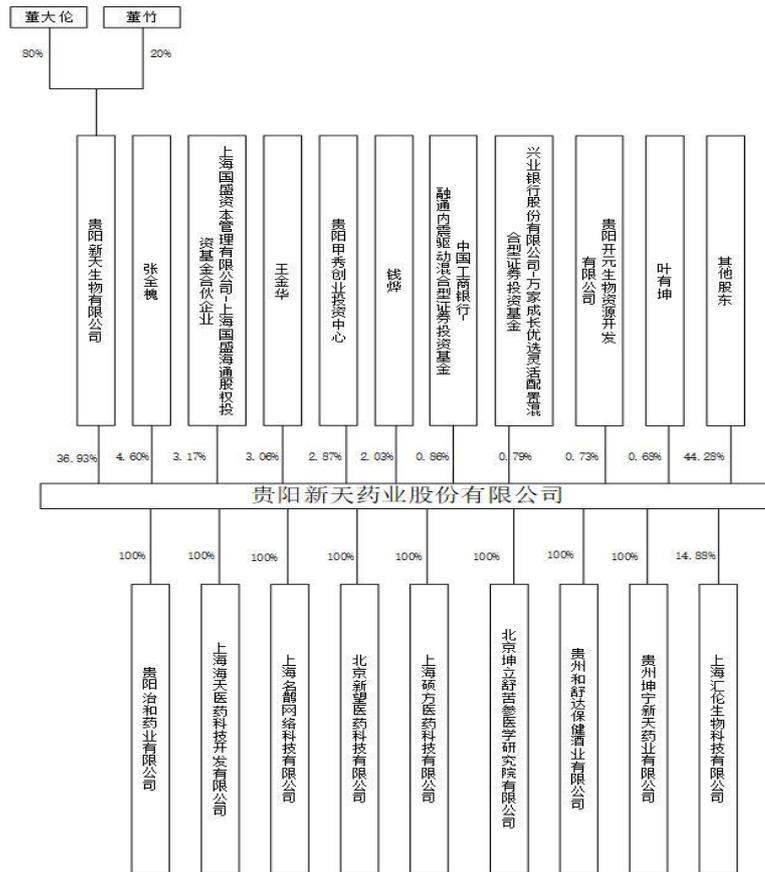
## 抗风险能力及结论

公司主营中成药制造业务，聚焦妇科用药、泌尿系统等领域，核心产品为独家品种且并入国家医保目录，具有一定的品牌优势，2021年前三大单品收入均过亿元，在同类适应症药品市场中仍具有较好的产品竞争力；公司开展处方药专业化学术推广和 OTC 产品推广，加强渠道拓展，带动跟踪期内核心产品销量增长，2021 年医药制造业务收入和毛利润同比均有所增长，毛利率仍处于较高水平；公司采用房产抵押和股份质押相结合的方式对本期债券提供担保，对本期债券仍具有一定增信作用。

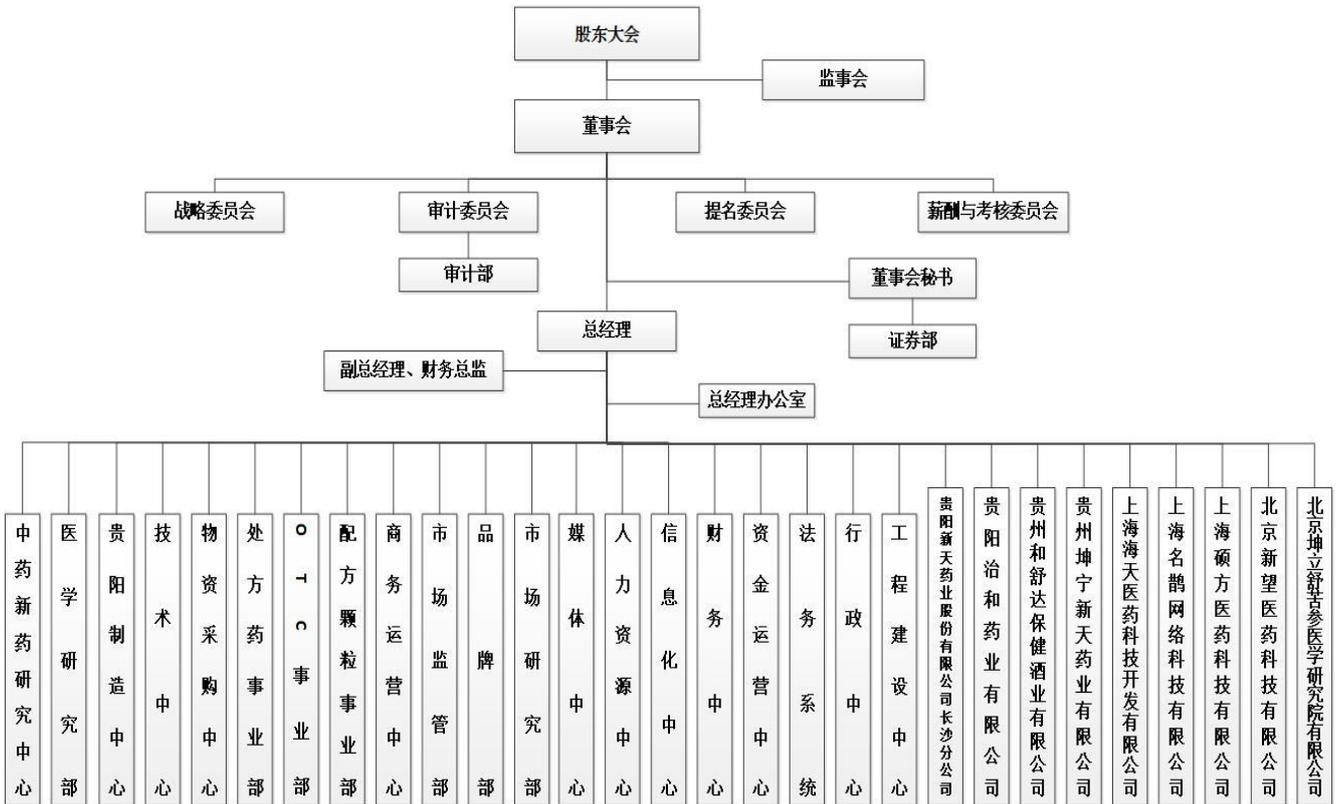
同时，东方金诚也关注到，跟踪期内受部分中药材原料采购价格上升影响，公司成本控制压力加大；2021 年，以销售费用为主的期间费用占比依然较大，对利润空间形成较大挤占；控股股东持有公司股权质押比例仍较高，若未来公司股价波动较大面临一定平仓风险；公司对关联方汇伦生物的投资规模较大，截至 2021 年末尚未取得投资收益，投资回报周期预计较长，存在一定的资金回收风险。

综合考虑，东方金诚维持公司主体信用等级为 A+，评级展望为稳定；维持“新天转债”信用等级为 A+。

附件一：截至 2021 年末公司股权结构图



附件二：截至 2021 年末公司组织结构图



附件三：新天药业主要财务数据和财务指标

项目名称	2019年	2020年	2021年
<b>主要财务数据及指标</b>			
资产总额 (亿元)	10.84	15.36	15.24
所有者权益 (亿元)	7.09	8.28	8.90
负债总额 (亿元)	3.75	7.08	6.34
短期债务 (亿元)	2.38	4.04	2.68
长期债务 (亿元)	0.16	1.60	1.55
全部债务 (亿元)	2.54	5.64	4.23
营业收入 (亿元)	7.73	7.51	9.70
利润总额 (亿元)	0.83	0.84	1.17
净利润 (亿元)	0.71	0.74	1.01
EBITDA (亿元)	1.08	1.11	1.58
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	0.34	1.76	1.24
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-0.03	-3.27	-2.18
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	0.12	2.99	-1.64
毛利率 (%)	78.98	77.98	79.26
营业利润率 (%)	77.43	76.45	77.83
销售净利率 (%)	9.16	9.87	10.37
总资本收益率 (%)	8.05	5.71	8.92
净资产收益率 (%)		8.95	11.30
总资产收益率 (%)	6.54	4.82	6.60
资产负债率 (%)	34.60	46.07	41.59
长期债务资本化比率 (%)	2.23	16.19	14.81
全部债务资本化比率 (%)	26.42	40.53	32.21
货币资金/短期债务 (%)	76.24	81.61	27.01
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	11.94	-26.73	-22.05
流动比率 (%)	177.36	158.26	133.00
速动比率 (%)	149.09	141.36	106.08
经营现金流动负债比 (%)	10.14	34.22	28.17
EBITDA 利息倍数 (倍)	16.18	20.23	7.50
全部债务/EBITDA (倍)	2.37	5.10	2.68
应收账款周转率 (次)	4.19	4.02	4.83
销售债权周转率 (次)	3.16	3.45	4.67
存货周转率 (次)	1.84	1.83	1.96
总资产周转率 (次)	0.75	0.57	0.63
现金收入比 (%)	100.57	106.25	101.55

#### 附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销  
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务  
 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+其他短期债务  
 全部债务=长期债务+短期债务  
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

## 附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
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，有较高违约风险
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

注：除 AAA 级和 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。