

# 信用评级公告

联合〔2022〕4967号

联合资信评估股份有限公司通过对南京健友生化制药股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持南京健友生化制药股份有限公司主体长期信用等级为AA，“健友转债”信用等级为AA，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：

二〇二二年六月二十四日

# 南京健友生化制药股份有限公司

## 公开发行可转换公司债券 2022 年跟踪评级报告

### 评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
南京健友生化制药股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
健友转债	AA	稳定	AA	稳定

### 跟踪评级债项概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
健友转债	5.03 亿元	5.03 亿元	2026/4/23

注: 上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间: 2022 年 6 月 24 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	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202204

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

### 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	评价结果
经营风险	B	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			2
财务风险	F2	现金流	经营分析			2
			资产质量			2
			盈利能力			1
		现金流量			2	
		资本结构			2	
偿债能力			2			
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: 杨涵 崔濛骁

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

### 评级观点

跟踪期内, 南京健友生化制药股份有限公司(以下简称“公司”) 在研发、产品种类等方面仍保持一定竞争优势, 盈利能力在同行业中仍属较高水平。随着制剂产能的逐步释放以及制剂市场需求增长, 公司制剂业务收入大幅增长, 带动营业总收入和利润总额均有所增长, 经营性现金流由净流出转为净流入, 公司促进可转换公司债券转股, 并偿还部分短期债务, 债务负担有所下降, 资本结构得到优化。同时, 联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”) 也关注到原材料供应波动可能带来的公司成本端压力、汇率波动可能为公司海外收入带来损失, 存货及应收账款持续增长, 对营运资金形成占用、原材料价格波动较大使公司面临存货跌价风险等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来, 随着募投项目的建成投产、制剂业务规模的进一步扩大以及在申报和在研医药品种的不断上市, 公司的综合竞争力有望进一步提升。

综合评估, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA, 同时维持“健友转债”的债项信用等级为 AA, 评级展望为稳定。

### 优势

**1. 公司在研发实力、产品种类等方面, 仍保持一定的竞争优势。**2021 年, 公司研发投入 2.75 亿元, 同比增长 24.28%。截至 2021 年末, 公司共有在研项目 66 项, 其中已申报及审批中的项目共计 34 项, 主要研发产品包括抗感染、抗肿瘤等多个领域。截至 2021 年 12 月 31 日, 公司持有美国药品生产批件 57 个。

**2. 2021 年, 公司盈利能力保持在较高水平; 公司制剂业务收入大幅增长, 带动公司营业总收入和利润总额增长, 经营性现金流由净流出转为净流入。**2021 年, 公司主营业务毛利率、总资本收益率以及净资产收益率分别为 56.72%、15.47% 和 19.69%, 处于同行业中较高水平。2021 年, 公司制剂业务收入同比增长 44.52%, 在公司主营业务中的占比进一步提升, 制剂业务收入增长带动公司营业总收入和利

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](http://www.lhratings.com)

润总额分别同比增长 26.48%和 31.61%。2021 年，公司经营  
性现金净流入 6.84 亿元，由净流出转为净流入。

**3.跟踪期内，公司推动可转债转股，资本结构得到优化。**  
2021 年，公司发行的可转换公司债券“健 20 转债”摘牌，  
合计转股金额 7.79 亿元，增加股本 0.27 亿元，增加资本公  
积 7.77 亿元；公司债务压力有所下降。

## 关注

**1.原材料供应风险及汇率波动风险。**公司生产成本中，  
原辅料成本占比达到 90%以上，若原材料价格或供应波动，  
则会给公司带来成本控制压力。2021 年，公司国外销售收  
入在主营业务收入中的占比为 68.96%，人民币汇率波动可  
能带来不利影响。

**2.2021 年，公司存货及应收账款规模有所增长，对营运  
资金形成占用，存货存在一定跌价风险。**2021 年，公司存  
货和应收账款在流动资产中的占比分别为 70.63%和  
12.08%，存货和应收账款的规模及其在流动资产中的占比  
均较上年有所增长，对营运资金形成占用。截至 2021 年末，  
公司存货主要由肝素粗品等原材料、制剂等库存商品以及  
少量在产品 and 发出商品构成，近年来肝素粗品价格较高，若  
未来肝素粗品价格下降，需关注存货跌价风险。

**3.公司收到江苏证监局的决定书，并收到上海证券交易所的  
监管警示。**跟踪期内，公司未按规定对关联交易履行审  
议程序并进行披露，相关临时公告不准确，公司、实际控制  
人兼董事长唐咏群先生及董事会秘书黄锡伟先生分别收到  
江苏证监局的决定书，并收到上海证券交易所的监管警示。

## 主要财务数据：

项 目	合并口径			
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	4.40	13.44	9.79	12.09
资产总额(亿元)	50.78	77.20	82.17	87.73
所有者权益(亿元)	30.04	37.45	54.03	57.26
短期债务(亿元)	15.66	22.23	15.96	17.58
长期债务(亿元)	0.00	11.25	4.75	4.79
全部债务(亿元)	15.66	33.49	20.70	22.37
营业总收入(亿元)	24.70	29.15	36.87	11.77
利润总额(亿元)	6.80	9.15	12.04	3.90
EBITDA(亿元)	7.48	10.57	13.89	--
经营性净现金流(亿元)	-8.41	-5.66	6.84	2.52
营业利润率(%)	51.07	58.79	56.10	49.73
净资产收益率(%)	20.18	21.27	19.69	--
资产负债率(%)	40.85	51.50	34.25	34.73

全部债务资本化比率(%)	34.27	47.21	27.70	28.09
流动比率(%)	210.93	241.20	305.76	296.55
经营现金流动负债比(%)	-41.38	-20.17	30.16	--
现金短期债务比(倍)	0.28	0.60	0.61	0.69
EBITDA 利息倍数(倍)	33.84	18.36	15.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.10	3.17	1.49	--

公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	46.62	73.61	74.56	/
所有者权益(亿元)	24.96	32.08	48.26	/
全部债务(亿元)	15.39	30.27	17.36	/
营业总收入(亿元)	22.05	25.37	31.70	/
利润总额(亿元)	5.62	8.55	11.65	/
资产负债率(%)	46.46	56.42	35.28	/
全部债务资本化比率(%)	38.14	48.55	26.45	/
流动比率(%)	191.47	215.84	301.36	/
经营现金流动负债比(%)	-43.68	0.38	8.45	/

注：1. 公司合并口径 2022 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司本部 2022 年一季度数据未披露

资料来源：公司财务报告

#### 评级历史：\_

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
健友转债	AA	AA	稳定	2021/06/25	杨涵 崔濛晓	联合资信评估有限公司一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 联合资信评估有限公司一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	<a href="#">阅读全文</a>
健友转债	AA	AA	稳定	2019/07/19	唐玉丽 李彤	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法 V3.0.201907	<a href="#">阅读全文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

## 声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受南京健友生化制药股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

## 南京健友生化制药股份有限公司

# 公开发行可转换公司债券 2022 年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于南京健友生化制药股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、企业基本情况

南京健友生化制药股份有限公司由南京健友生物化学制药有限公司于 2011 年改制设立，改制设立时公司注册资本为 12000 万元，历经多次股权划转和增资，2017 年 7 月，经证监许可〔2017〕1026 号核准，公司首次公开发行股票，公司注册资本增至 4.23 亿元，股票代码：603707.SH，股票简称“健友股份”。后经资本公积转增股本、限制性股票激励计划等事项，截至 2022 年 3 月末，公司注册资本增加至 12.44 亿元，谢菊华、唐咏群和丁莹为一致行动人，合计持有公司 47.37% 的股权，为公司控股股东和实际控制人。截至 2022 年 3 月末，公司控股股东、实际控制人唐咏群质押所持公司股份 3295.50 万股，占其所持公司股份的比例为 13.39%。

2022 年 5 月 26 日，公司发布《南京健友生化制药股份有限公司 2021 年年度股东大会决议公告》，股东大会决议通过了《关于变更经营范围、注册资本及修改公司章程的议案》，公司经营业务范围变更为药品生产、药品零售、医学研究和试验发展、技术转让、技术咨询、技术服务、药品批发、采购代理服务、技术进出口、住房租赁。（涉及许可证经营的凭许可证经营）。（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 2021 年末，公司纳入合并范围内的子公司 8 家，较 2020 年增加 1 家。

截至 2021 年末，公司合并资产总额 82.17 亿元，所有者权益 54.03 亿元（含少数股东权益 0.25 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 36.87 亿元，利润总额 12.04 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司合并资产总额 87.73 亿元，所有者权益 57.26 亿元（含少数股东权益 0.25 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 11.77 亿元，利润总额 3.90 亿元。

公司注册地址：江苏省南京市高新开发区 MA010-1 号地；法定代表人：唐咏群。

### 三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用，并在付息日正常付息。

表 1 截至 2022 年 3 月末公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
健友转债	5.03	5.03	2020/4/23	6 年

资料来源：联合资信整理

### 四、宏观经济和政策环境分析

#### 1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所



回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，**第三产业受疫情影响较大**。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业

出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

**需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。**消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物

进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

**CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。**2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

1.为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

**社融总量扩张，财政前置节奏明显。**2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

**财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。**2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

**稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。**2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

**把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。**2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、

推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

**疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。**生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

## 五、行业分析

### 1. 医药行业

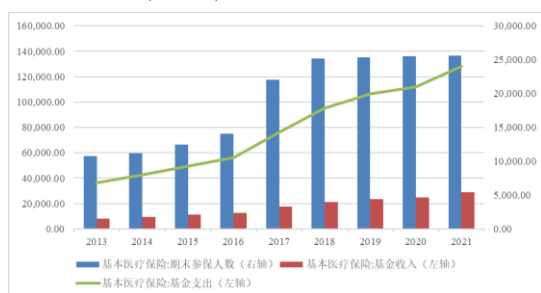
2021年以来，医药行业盈利水平逐渐从新冠肺炎疫情的影响中恢复，医药制造业企业营业收入和利润总额均大幅增长。医药政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革。但我国医药行业结构性问题仍很明显，行业集中度较低；2021年，亏损企业占比上升，行业内分化程度加深。预计2022年国内医药需求有望继续保持增长，且医保基金支付能力可持续性较强，医药行业整体经营业绩有望保持稳定增长。

医药制造行业与生命健康息息相关，其下游需求主要与人口数量、老龄化程度及疾病演变等因素相关。近年来，全国居民人均可支配收入已由2018年的28228元增长至2021年的35128元，消费升级加速；与此同时，截至第七次全国人口普查（普查标准时点为2020年11



月1日0时)，中国60周岁以上人口已达2.64亿，占总人口的18.70%，较2019年末增加了0.10亿，人口老龄化趋势明显。随着新医保目录落地、医保支付方式进一步完善以及带量采购的制度化、常态化等多种政策的推行，医保收支结构逐步优化，控费成效显著。虽然基本医疗保险基金收入增长速度于2017年达到峰值后逐年放缓，但基金收入和基本医疗保险参保人数依然逐年增加，医药消费的基本盘仍然稳健。2020年，受新冠肺炎疫情影响，公立医院以及公立基层医疗机构日常诊疗活动减少，医疗机构总诊疗人次由2019年的87.20亿次下降至2020年的77.40亿次，中国药品终端销售市场规模同比下降8.45%，从2019年的17955亿元下降至2020年的16437亿元，为近年来首次负增长。2021年随着新冠疫情防控常态化，医药行业有所复苏，2021年医疗机构总诊疗人次为85.30亿人次，药品终端销售市场规模同比增长7.97%，达17747亿元。

图1 近年来基本医疗保险基金收入支出及参保人数情况（单位：亿元、万人）



资料来源：Wind、联合资信整理

受医保控费、带量采购制度化和常态化等因素影响，近年来医药制造业收入和利润出现小幅波动。2020年，规模以上医药制造业营业总收入为25053.57亿元，同比增长4.50%，利润总额为3693.40亿元，同比增长12.80%，营业总收入增速有所放缓，但利润总额增速有所上升，主要系新冠肺炎疫情相关高毛利企业占比增加所致。2021年，医药行业盈利水平逐渐从新冠肺炎疫情的影响中恢复，全国规模以上医药制造业实现营业总收入人民币29288.5亿

元，同比增长20.1%，实现利润总额6271.4亿元，同比增长77.9%。

行业政策方面，2021年以来，我国医药政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革；鼓励研究和创制新药，同时对创新药的临床试验立项、设计以及开展等方面提出了更高的要求；积极推动仿制药发展；鼓励优质中医药企业发展。

但同时，我国医药行业结构性问题明显，行业集中度较低。与国外医药市场相比，中国医药制造企业数量众多，呈现规模小、占比分散等特征，产业集中度低，多为同质化产品竞争，难以适应各类患者的不同临床用药需求。尽管近年来的医疗体制改革有利于促进医药行业的优胜劣汰，但中国长期以来形成的医药企业多、小、散的结构性问题尚未得到根本解决，真正具备国际竞争力的创新型药企较少，研发能力、生产技术及配套设施先进程度仍有待提高。

从行业主体数量来看，截至2021年末，医药制造业企业单位为8337家，较上年末增加672家；亏损企业1577家，较上年末增加233家。2020年以来，医药制造业企业数量增加较快，但亏损企业占比亦逐年上升，行业内分化程度加深。

带量采购、医保目录谈判等政策实施使得药品价格呈下降趋势。

预计2022年国内医药需求有望继续保持增长，且医保基金支付能力可持续性较强，医药行业整体经营业绩有望保持稳定增长。医药行业政策端还将集中于“供给端”和“需求端”的联动变革，“控费”仍将为医药行业政策的主线。创新药物将成为医药企业研发主流，新药研发逐步向差异化发展。

## 2. 肝素行业概况

### (1) 肝素原料药

**2021年，中国肝素出口量同比下降；受供需失衡影响，肝素产品出口均价大幅提升。**

近年来,受非洲猪瘟及新冠肺炎疫情影响,中国肝素产品出口由之前量价齐升的状态,转为量缩、价涨状态。

2019年,中国肝素产品出口量达201.04吨,同比增长0.78%。2020年,中国肝素产品出口量为151.97吨,同比下降24.41%。2021年,中国肝素产品出口量为125.05吨,同比下降17.71%。

从肝素产品供需来看,受到非洲猪瘟导致的生猪屠宰减少影响,肝素粗品上游供给减少,肝素粗品价格上涨;而下游企业考虑到制剂的稳定增长,进入新一轮的补库存周期。肝素粗品和原料药由于供需失衡,进入新一轮景气周期。2019年12月,中国肝素出口均价为8976.83美元/千克,同比增长45.82%。2020年12月,中国肝素出口均价为11484.89美元/千克,肝素出口价格整体上涨幅度很大。2021年12月,中国肝素出口均价为13841.57美元/千克,肝素出口价格整体上涨幅度很大。

## (2) 肝素制剂

**低分子肝素制剂占全球肝素市场的份额大;国内低分子肝素制剂对进口产品的替代空间大。**

作为临床应用最广泛和最有效的抗凝血、抗血栓药物之一,肝素类药物在抗血栓医药市场上占据重要地位。全球老龄化加剧、肥胖人群规模不断增长以及新兴医药市场的快速发展将推动全球肝素类药物市场需求持续增加,具有极强抗凝血和抗血栓能力的肝素类药物市场具有较好的发展潜力。

全球肝素市场包括肝素和低分子肝素制剂。根据公开数据,全球肝素市场规模从2017年的44.73亿美元增长到2019年的47.49亿美元,年复合增长率为3.04%。低分子肝素制剂因有更为广泛的应用,已成为肝素制剂的主流产品。2019年,低分子肝素制剂收入40.80亿美元,占全球肝素制剂市场的80%以上。随着全球心血管人数的增加、抗凝意识的提升及用药场景的增加,2021年全球肝素制剂销售收入已经达到50亿美元。

中国低分子肝素市场使用覆盖率相对较低,

但发展快速,生产企业较多,低分子肝素制剂之前一直未进行分类管理。从竞争格局来看,目前国内各低分子肝素制剂中Sanofi、葛兰素、辉瑞的进口产品仍处于统治地位,但健友股份、深圳市天道医药有限公司(以下简称“天道医药”)等国内低分子肝素制剂生产商的相关产品对进口产品的替代正在加速过程中。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2022年3月末,公司注册资本增加至12.44亿元,谢菊华、唐咏群和丁莹为一致行动人,合计持有公司47.37%的股权,为公司控股股东和实际控制人。截至2022年3月末,公司控股股东、实控人唐咏群质押所持公司股份3295.50万股,占公司总股本的比例为2.65%。

### 2. 企业规模及竞争力

**公司在研发、产品种类、客户资源等方面具有一定的竞争力。**

#### (1) 研发及产品优势

2021年,公司在FDA(美国食品和药物管理局)获批11项ANDA(仿制药注册申请)。截至2021年12月31日,公司持有美国药品生产批件57个,是美国注射剂销售管线较为完整的供应商之一。

公司研发中心于2016年零缺陷通过美国FDA认证检查,成为中国第一批通过美国FDA认证的无菌制剂研发机构。2021年,公司研发投入2.75亿元,同比增长24.28%。截至2021年末,公司共有在研项目66项,其中已申报及审批中的项目共计34项,主要研发产品包括抗感染、抗肿瘤、泌尿系统、抗凝血、麻醉药等领域中市场需求大、需求稳定的产品。

#### (2) 客户资源优势

全球肝素制剂行业生产企业主要为美欧大型医药公司,行业集中度较高。目前,国际主流肝素制剂企业包括Pfizer、APP、Sanofi等传统品牌肝素制剂企业,以及Sagent、Sandoz、Amphastar等新兴肝素制剂企业。其中,Pfizer、

Sagent、Sandoz等企业均为公司的肝素原料的主要合作商，其产品涵盖了达肝素钠、依诺肝素钠、那屈肝素钙、标准肝素钠等临床应用广泛的肝素制剂。

### 3. 企业信用记录

#### 公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告(统一社会信用代码:91320100726054999R),截至2022年5月31日,公司本部无关注类、不良类信贷信息记录,过往债务履约情况良好。

截至2022年5月31日,联合资信未发现公司被列入全国失信被执行名单。

## 七、管理分析

#### 公司对部分高级管理人员职能进行了调整,修订了部分治理和管理制度。

2022年4月27日,公司发布公告,原财务负责人黄锡伟博士因工作调整卸任公司财务负责人职务,由钱晓捷女士担任公司财务负责人。黄锡伟博士继续担任公司总裁、董事兼董事会秘书。

钱晓捷女士,中国国籍,1980年出生。注册会计师,毕业于南京大学。曾就职于江苏省纺织工业进出口有限公司、江苏高通科技有限公司、艾默生过程控制流量技术有限公司。2011年入职公司,现任公司财务负责人、证券事务代表。

2022年4月26日,公司召开第四届董事会第十四次会议审议并通过了《关于修订股东大会会议事规则的议案》《关于修订独立董事工作制度的议案》《关于修订对外担保管理制度的议案》《关于修订关联交易决策制度的议案》《关于修订重大投资决策管理制度的议案》《关于修订募集资金管理制度的议案》《关于修订董事会审计委员会工作细则的议案》、《关于修订董事会秘书工作细则的议案》《关于修订总经理工作细

则的议案》《关于修订防范大股东及其关联方资金占用制度的议案》《关于修订信息披露管理制度的议案》《关于修订内幕信息知情人登记制度的议案》,具体修订情况参见公司2022年4月27日发布的《南京健友生化制药股份有限公司关于修订公司治理制度的公告》(公告编号:2022-020)。

## 八、重大事项

跟踪期内,公司未按规定对关联交易履行审议程序并进行披露,相关临时公告不准确,公司、实际控制人兼董事长唐咏群先生及董事会秘书黄锡伟先生分别收到江苏证监局的决定书,并受到上海证券交易所的监管警示。

跟踪期内,公司、公司实际控制人兼董事长唐咏群先生及公司董事会秘书黄锡伟先生分别收到中国证券监督管理委员会江苏监管局(以下简称“江苏证监局”)出具的《江苏证监局关于对南京健友生化制药股份有限公司采取责令改正措施的决定》(2021)168号(以下简称“决定书一”)、《江苏证监局关于对唐咏群、黄锡伟采取出具警示函措施的决定》(2021)167号(以下简称“决定书二”)<sup>1</sup>。鉴于上述违规事实和情节,根据《股票上市规则》第16.1条和《上海证券交易所纪律处分和监管措施实施办法》的有关规定,上海证券交易所对公司和公司控股股东、实际控制人暨时任董事长唐咏群、时任财务总监兼董事会秘书黄锡伟予以监管警示<sup>2</sup>。

决定书一和决定书二中指出公司关联交易未按规定履行审议程序且未按规定披露以及临时公告不准确。

2020年8月12日,公司向南京健智聚合信息科技有限公司(以下简称“健智聚合”)转账4000.00万元,2020年8月13日健智聚合将前述款项转回至公司。公司董事、常务副总经理、董事会秘书、财务负责人黄锡伟实际控制健

<sup>1</sup> 具体情况见公司2021年12月22日公告《南京健友生化制药股份有限公司关于收到江苏证监局行政监管措施决定书及情况说明暨整改措施的公告》(公告号:2021-100)

<sup>2</sup> 具体情况见《上海证券交易所关于对南京健友生化制药股份有

限公司及有关责任人予以监管警示的决定》(上证公监函〔2022〕0047号)



智聚合,根据《上市公司信息披露管理办法》(证监会令第40号)第七十一条规定,健智聚合为公司的关联法人,前述资金往来属于关联交易。公司未按规定履行关联交易审议程序,未按规定在2020年年报中披露,违反了《上市公司信息披露管理办法》(证监会令第40号)第二条第一款、第二十一条第十项、第四十八条及《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第2号—年度报告的内容与格式(2017年修订)》(证监会公告(2017)17号)第四十条的规定。

2021年8月3日,公司在《对外投资暨关联交易的公告》中披露,南京健思信息科技企业(有限合伙)(以下简称“健思信息”)、南京健礼信息科技企业(有限合伙)(以下简称“健礼信息”)的合伙人之一为黄锡伟,前述两家企业均是公司的关联方。公司在依据不充分的情况下公告称健思信息、健礼信息为关联方,信息披露不准确,违反了《上市公司信息披露管理办法》(证监会令第182号)第三条第一款的规定。公司董事长、总经理唐咏群及董事、常务副总经理、财务负责人、董事会秘书黄锡伟未履行勤勉尽责义务,违反了《上市公司信息披露管理办法》(证监会令第40号)第三条、《上市公司信息披露管理办法》(证监会令第182号)第四条的规定。

## 九、经营分析

### 1. 经营概况

**2021年,随着制剂业务销售规模增长,公司营业总收入快速增长,毛利率略有下降;公司制剂收入在公司主营业务收入中的占比进一步提高。2022年1-3月,公司营业总收入继续保持增长。**

公司主要从事肝素全系列产品研究、生产及销售,核心产品为肝素钠原料药和低分子肝素制剂,兼有抗肿瘤制剂及其他高附加值无菌注射剂的研发、生产、销售,以及为全球及国内

知名药企提供制剂端一站式的CDMO服务。

2021年,由于公司制剂业务大幅增长,公司实现营业总收入36.87亿元,同比增长26.48%;公司利润总额12.04亿元,同比增长31.61%。

收入构成来看,2021年,随着新冠疫情的影响减弱,下游需求逐渐复苏,同时公司近几年相关产能有所增加,下游复苏带动公司产能利用率提升,公司标准肝素原料药业务收入及制剂业务收入均有所增长,其中,制剂业务收入增幅较大。2021年,公司制剂业务收入在主营业务收入中的占比较上年有所提高,达到57.87%,成为公司最主要的收入来源。2021年,公司CDMO及其他业务收入有所下降,但因占比较小,对营业总收入影响不大。

毛利率来看,2021年,公司CDMO及其他业务毛利率有所增长;由于原材料成本结转叠加海外运输成本增加等因素,公司标准肝素原料药及制剂业务的毛利率均有所下降。2021年,公司主营业务毛利率有所下降,仍属较高水平。

从销售区域来看,2021年,公司仍以国外销售为主,国外销售收入在主营业务收入中的占比达到68.96%,较上年提高2.32个百分点。由于收入主要来自于国外,公司使用金融市场工具(包括利用出口押汇,远期外汇交易等)来降低汇率波动产生的汇兑损失风险。2021年,受美元汇率波动影响,公司的汇兑损失926.88万元,较上年有所增长。若未来经济贸易环境如进一步恶化,关税和市场的确定性将进一步增加;另外,虽然公司进行了外汇风险控制,但人民币汇率波动仍会使公司面临汇兑风险。同时,公司原材料采购主要源自国内,未来人民币汇率变动或将对公司境外销售成本优势形成一定冲击。

2022年1-3月,公司实现营业总收入11.77亿元,同比增长33.24%;公司实现利润总额3.90亿元,同比增长24.32%;综合毛利率较2021年略有下降。

表 3 2020 - 2021 年公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2020 年			2021 年			2021 年收入 同比变化率 (%)
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	
标准肝素原料药	13.04	44.80	56.14	14.28	38.78	52.33	9.47
制剂	14.74	50.64	63.89	21.30	57.87	59.85	44.52
CDMO 及其他	1.33	4.57	32.46	1.23	3.35	53.50	-7.24
合计	29.11	100.00	58.98	36.81	100.00	56.72	26.45

注：尾差系数数据四舍五入所致

资料来源：公司年报

表 4 2020 - 2021 年公司主营业务收入来源区域分布情况 (单位：亿元、%)

项目	2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
境内	9.71	33.36	11.43	31.04
境外	19.40	66.64	25.39	68.96
合计	29.11	100.00	36.81	100.00

资料来源：公司年报

## 2. 原材料采购

**2021 年，公司采购模式未发生重大变化；供应商集中度较高。**

2021 年，公司主要采购原材料为肝素钠粗品，采购模式较上年未发生重大变化。公司根据生产的实际需要、原材料市场的供应情况等综合因素决定采购计划。公司在主要原材料采购过程中，在国内应用集中洗脱模式，与上游企业建立商业伙伴关系；在国外采用了全球 API Sourcing 的采购模式，目前已和全球多家供应商建立了合作关系。针对集中洗脱模式下的肝素粗品采购，公司通常会在洗脱完成并验收入

库后 30 日内付款；一般模式下的肝素粗品采购，公司通常会即时支付。

2021 年，原辅料成本在生产总成本中的占比很高，较上年略有提高。近年来，肝素粗品等原材料价格居于高位，公司的盈利能力、业务发展和财务状况易受到原材料供求波动的影响。2021 年，公司肝素粗品采购总额较上年下降 25.76%。

供应商集中度来看，2021 年，公司前五大供应商采购金额为 7.43 亿元，在总采购金额中的占比为 39.23%，采购集中度较高。

表 5 2020 - 2021 年公司生产总成本构成情况 (单位：亿元、%)

项目	2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
原辅料	20.58	95.19	31.01	96.42
人工	0.24	1.09	0.30	0.94
制造费用	0.80	3.72	0.85	2.64
合计	21.62	100.00	32.16	100.00

资料来源：公司年报

## 3. 生产和销售

**2021 年，公司主营的标准肝素原料药和制剂市场需求增长，公司产销量快速增长，主要产品产能利用率和产销率均有不同程度提升。**

2021 年，公司生产的主要产品包括标准肝素原料药，低分子肝素制剂如依诺肝素钠注射

液、那屈肝素钙注射液和达肝素钠注射液，以及其他制剂如苯磺顺阿曲库铵注射液、磺达肝癸钠注射液、白消安注射液和注射用盐酸苯达莫司汀等。2021 年，公司制剂产品仍以低分子肝素制剂为主，低分子肝素制剂产销量在公司制剂产品总产销量中的占比均在 90% 以上。



2021年,公司的生产模式未发生重大变化,仍采用以销定产为主,结合库存和市场总体情况确定产量的生产模式。

产能方面,2021年,公司未新增肝素原料药产能;公司制剂产能有所增长,主要系公司南京厂区的高端制剂预灌封生产线项目、成都厂区注射用药品生产线技改扩能项目和抗肿瘤产品技改扩能项目等陆续投产所致。

产能利用率方面,2021年,受下游制剂需

求增长影响,公司肝素原料药产能利用率大幅增长,产能利用率很高;公司制剂产能利用率有所增长,产能利用率保持在较高水平。

库存量方面,截至2021年末,公司肝素原料药库存量大幅增长,主要系公司海外业务扩展增加备货所致;公司制剂产品库存量有所下降,主要系公司制剂销售品种增加叠加制剂需求增加,公司周转率提升所致。

表6 2020-2021年公司主要产品的产销情况(单位:亿单位、万支)

产品	项目	2020年	2021年
肝素原料药	产能	48100.00	48100.00
	产量	51082.99	62306.20
	销量	23388.67	26896.06
	库存量	15770.39	37775.36
	产能利用率(%)	106.20	129.53
	产销率(%)	45.79	43.17
制剂	产能*	8000.00	8000.00
	产量	6872.98	9553.48
	其中:低分子肝素制剂	6618.44	8690.59
	销量	5982.68	9954.85
	库存量	2604.50	2150.64
	产能利用率(%)*	82.73	108.63
	产销率(%)	87.05	104.20

注:1.上表未区分投入自用和外销的数据,所以肝素原料药产销率较低;2.标“\*”代表该数据单指低分子肝素制剂

资料来源:公司提供

2021年,公司主要产品销售模式未发生重大变化,公司针对制剂、原料药、CDMO三类业务不同的客户群体,选择差异化销售方式。在肝素原料销售模式上,公司采取以“直接销售为主、经销商销售为辅”的模式;公司国内低分子肝素制剂业务主要通过第三方咨询服务商的临床代表学术推广模式,利用临床代表渠道资源直接与医院对接;美国市场方面,公司通过收购美国医药公司 Meitheal Pharmaceuticals, Inc, 建成在美国的医药制剂营销本部方式进行销售;针对非中美市场,目前公司主要采取与当地代理商或医药企业合作的方式进入市场。公司出口的肝素原料药产品一般采用电汇 T/T 等结算方式,并视采购金额、合作历史等情况给予一定

账期,以外币结算。

2021年,由于新冠疫情影响减弱,国内外市场需求增长,公司标准肝素原料药和制剂产品销量均有所增长。产销率方面,由于公司的标准肝素原料药部分用于自产制剂,所以产销率较低。2021年,公司标准肝素原料药产销率较上年有所下降,制剂产品产销率较上年有所增长。

客户集中度方面,2021年,公司前五大客户销售额为17.26亿元,占总销售额的46.80%,较上年增长4.66个百分点,销售集中度高。

#### 4. 经营效率

**2021年,公司销售债权周转次数有所下降,经营效率指标与同行业其他公司相比表现一般。**

2021年，公司存货周转次数为0.34次，较上年增加0.03次；销售债权周转次数为4.37次，较上年减少0.50次，主要系应收账款增加所致；总资产周转次数为0.46次，较上年变化不大。与同行业公司相比，公司经营效率指标表现一般。

表 10 2021 年同行业公司经营效率对比情况

证券简称	存货周转次数 (次)	应收账款周转次数 (次)	总资产周转次数 (次)
海普瑞	1.10	4.03	0.33
常山药业	0.60	8.72	0.61
东诚药业	2.40	4.28	0.52
以上平均值	1.36	5.68	0.49
健友股份	0.34	4.55	0.46

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致  
资料来源：Wind数据，联合资信整理

表 7 截至 2021 年末公司主要在建项目情况 (单位: 亿元、%)

项目名称	计划投资额	截至 2021 年末已投资额	投资进度	项目预计达到可使用状态日期
高效智能化高端药品制剂生产线建设项目	5.70	2.61	45.71	2023/6
合计	5.70	2.61	--	--

资料来源：公司公告

## 6. 未来发展

未来，公司依据自身经营优势和现有资源制定了符合自身特点的经营规划。

在中国市场，公司始终以质量标杆及行业龙头为发展方向，成为多品种注射剂的供应商，成为中国市场的领先者。在美国、欧洲等成熟市场，公司作为制剂产品的竞争参与者，以成为美国注射剂主流供应商、成为全球具有相当影响力的制药企业为战略目标。在公司现有地位基础上，基于肝素行业的发展前景以及医药产业国际分工转移、我国医药产业升级以及专利药到期带来的发展机遇，公司将进一步巩固在肝素产品行业的地位。公司将寻找并探索市场前景较好的其他医药产品，拓展产品线，完善产业链及均衡主营业务发展，从而实现产品多元化、生产垂直一体化的经营战略。

## 5. 在建项目

截至2021年末，公司主要在建项目为可转债募投项目，后续资金需求压力较小。

截至2021年末，公司主要在建项目为可转债募投“高效智能化高端药品制剂生产线建设项目”，已投入2.61亿元，未来尚需投入3.09亿元，所需资金来自于可转债募投资金。

公司第四届董事会第六次会议审议通过了《公司关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》，同意公司在不影响募集资金投资项目的建设 and 募集资金使用计划的情况下，使用暂时闲置募集资金的金额不超过42000万元（含42000万元）暂时补充流动资金，使用期限自公司董事会审议批准之日起不超过12个月，到期后归还至募集资金专户。

## 十、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，中天运会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年一季度财务数据未经审计。

截至2021年末，公司纳入合并范围内的子公司8家，较2020年增加1家，财务数据可比性较强。

截至2021年末，公司合并资产总额82.17亿元，所有者权益54.03亿元（含少数股东权益0.25亿元）；2021年，公司实现营业总收入36.87亿元，利润总额12.04亿元。

截至2022年3月末，公司合并资产总额87.73亿元，所有者权益57.26亿元（含少数股东权益0.25亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入11.77亿元，利润总额3.90亿元。

## 2. 资产质量

截至2021年末，公司资产规模小幅增长，以流动资产为主；公司流动资产中存货和应收账款所占比重较高，对营运资金形成占用，存货规模较大，存在跌价风险；公司继续推进产

能建设，固定资产及在建工程有所增长。

截至2021年末，公司合并资产总额较上年末有所增长；公司资产以流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

表 8 2020 - 2021 年及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末		2021 年同比变化率 (%)
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	
<b>流动资产</b>	67.68	87.67	69.30	84.34	73.37	83.64	2.39
货币资金	4.94	7.29	6.59	9.50	10.23	13.94	33.43
应收账款	7.83	11.57	8.37	12.08	10.12	13.79	6.89
存货	44.57	65.86	48.94	70.63	48.50	66.10	9.80
<b>非流动资产</b>	9.52	12.33	12.87	15.66	14.35	16.36	35.16
固定资产 (合计)	4.33	45.49	6.12	47.56	5.48	38.19	41.33
在建工程 (合计)	1.00	10.47	2.15	16.72	3.68	25.67	115.94
无形资产	1.05	11.07	1.24	9.62	1.25	8.71	17.54
开发支出	0.54	5.64	0.76	5.91	0.73	5.11	41.54
商誉	1.18	12.34	1.15	8.92	1.14	7.97	-2.29
其他非流动资产	1.16	12.19	0.82	6.40	1.38	9.59	-29.07
<b>资产总额</b>	<b>77.20</b>	<b>100.00</b>	<b>82.17</b>	<b>100.00</b>	<b>87.73</b>	<b>100.00</b>	<b>6.43</b>

注：表中占比数据为各科目占流动资产或者非流动资产的比例，并非占资产总额的比例  
数据来源：公司财务报告、联合资信整理

### (1) 流动资产

截至2021年末，公司流动资产较上年末变化不大。公司流动资产主要由货币资金、应收账款以及存货构成。

截至2021年末，公司货币资金较上年末有所增长，主要系借款质押定期的货币资金增加所致。

截至2021年末，随着销售规模扩大，公司应收账款账面价值较上年末有所增长。应收账款账龄以1年以内为主，累计计提坏账准备/合同履约成本减值准备0.19亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为5.09亿元，占比为59.44%，集中度较高。

截至2021年末，公司存货较上年末增长有所增长，主要系原材料价格上涨以及海外业务扩展导致备货增加所致。存货主要由原材料(占比57.51%)、在产品(占比7.40%)、库存商品(占比35.02%)以及发出商品(占比0.07%)构成，累计计提跌价准备0.20亿元，计提比例为0.41%。

### (2) 非流动资产

截至2021年末，公司非流动资产较上年末

有所增长，公司非流动资产主要由固定资产(合计)在建工程(合计)、无形资产、开发支出、商誉以及其他非流动资产构成。

截至2021年末，公司固定资产(合计)较上年末有所增长，主要系公司在建工程完工转固以及公司新产能投入增加机器设备所致。固定资产主要由房屋及建筑物、机器设备、运输工具以及其他设备构成，累计计提折旧4.08亿元；固定资产成新率71.92%，成新率较高。

截至2021年末，公司在建工程(合计)较上年末大幅增长，主要系公司在建项目持续投入所致，在建工程未计提减值准备。截至2021年末，公司在建工程的项目主要为可转债募投的高效智能化高端药品制剂生产线建设项目，2021年新增投入1.50亿元。

截至2021年末，公司无形资产较上年末有所增长，主要系药品注册批件增加所致。公司无形资产主要由土地使用权、非专利技术以及药品注册批件构成，累计摊销0.46亿元，未计提减值准备。

截至2021年末，公司开发支出较上年末有所增长。

截至2021年末，公司商誉较上年末变化不大，略有减少系外币报表折算差异所致。

截至2021年末，公司其他非流动资产较上年末有所下降，主要系预付工程设备款减少所致。

截至2021年末，公司所有权或使用权受到限制的资产如下表所示，公司资产受限比例低。

表9 截至2021年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值(亿元)	占资产总额比例(%)	受限原因
货币资金	2.24	2.72	信用证、转债、借款保证金
应收账款	0.78	0.95	借款质押
固定资产	0.43	0.52	房屋建筑物抵押借款
无形资产	0.10	0.12	土地使用权抵押借款
合计	3.55	4.32	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年3月末，公司合并资产总额较上年末有所增长，公司应收账款规模较上年末有所增加，存货仍保持在较高水平；公司资产结构较上年末变化不大。

### 3. 资本结构

#### (1) 所有者权益

截至2021年末，公司所有者权益有所增长，

所有者权益结构稳定性一般。

截至2021年末，公司所有者权益54.03亿元，较上年末增长44.28%，主要系2021年公司提前赎回“健20转债”，增加股本和资本公积，以及未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为99.54%，少数股东权益占比为0.46%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占23.02%、18.29%和51.19%。所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性一般。

截至2022年3月末，公司所有者权益57.26亿元，较上年末增长5.98%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为99.57%，少数股东权益占比为0.43%。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为21.72%、17.33%和54.06%。所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性一般。

#### (2) 负债

2021年，公司促进可转换公司债券转股，并偿还部分短期借款，负债总额和有息债务规模有所下降，负债结构仍以流动负债为主；债务负担有所下降。

截至2021年末，公司负债总额较上年末有所下降；公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

表10 2020-2021年及2022年3月末公司负债主要构成

科目	2020年末		2021年末		2022年3月末		2021年同比变化率(%)
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	
流动负债	28.06	70.58	22.66	80.54	24.74	81.20	-19.23
短期借款	21.32	75.99	15.71	69.30	17.53	70.85	-26.34
应付账款	4.12	14.69	4.34	19.14	4.80	19.39	5.27
其他应付款(合计)	0.87	3.10	1.40	6.19	1.28	5.18	61.43
非流动负债	11.70	29.42	5.48	19.46	5.73	18.80	-53.18
应付债券	11.25	96.21	4.75	86.65	4.79	83.62	-57.83
递延收益	0.38	3.26	0.66	11.96	0.88	15.31	71.71
负债总额	39.76	100.00	28.14	100.00	30.47	100.00	-29.22

注：各科目占比为其在流动负债或非流动负债中的比例，并非在负债总额中的占比

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2021年末，公司流动负债较上年末有所下降，主要系短期借款减少所致。公司流动负

债主要由短期借款、应付账款以及其他应付款(合计)构成。



截至2021年末，公司短期借款较上年末有所下降，主要系公司偿还借款所致。

截至2021年末，公司应付账款较上年末有所增长，主要系公司经营规模增加，导致采购原材料增加所致。

截至2021年末，公司其他应付款（合计）较上年末大幅增长，主要系保证金和押金以及股权激励款增加所致；公司其他应付款（合计）主要包括股权激励款（0.49亿元）、保证金及押金（0.68亿元）、资金往来款（0.11亿元）、费用类（0.09亿元）以及其他（0.01亿元）。

截至2021年末，公司非流动负债较上年末有所下降，主要系应付债券减少所致。公司非流动负债主要由应付债券和递延收益构成。

截至2021年末，公司应付债券较上年末大幅下降，主要系2021年公司发行的“健20转债”转股所致。

截至2021年末，公司递延收益较上年末有所增长，主要系政府补助增加所致。

截至2022年3月末，公司负债总额较上年末增长8.28%，主要系公司增加短期借款所致；公司负债结构较上年末变化不大。

截至2021年末，公司全部债务较上年末大幅下降；债务结构方面，短期债务占77.08%，长期债务占22.92%，以短期债务为主，其中，短期债务15.96亿元，较上年末下降28.23%，主要系公司短期借款规模下降所致；长期债务4.75亿元，较上年末下降57.83%，主要系2021年公司“健20转债”转股所致。从债务指标来看，截至2021年末，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为34.25%、27.70%和8.07%，较上年末分别下降17.25个百分点、下降19.51个百分点和下降15.03个百分点，公司债务负担较轻。

截至2022年3月末，公司全部债务22.37亿元，较上年末增长8.04%，主要系短期借款规模增加所致；债务结构方面，短期债务占78.59%，长期债务占21.41%，仍以短期债务为主。

表11 截至2021年末公司有息债务期限分布情况

项目	1年以内	1~2年	2~3年	3年以上	合计
偿还金额（亿元）	15.71	0.00	0.00	4.75	20.45
占比（%）	76.80	0.00	0.00	23.20	100.00

注：公司应付票据不作为有息负债

资料来源：公司提供

截至2022年3月末，公司存续债券5.03亿元。

表12 截至2022年3月末公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额（亿元）
健友转债	2026/4/23	5.03
合计	--	5.03

资料来源：Wind

#### 4. 盈利能力

**2021年，公司营业总收入及利润总额规模有所增加，与同行业公司比较，公司盈利指标表现较好。2022年一季度，公司营业总收入及利润总额保持增长。**

2021年，由于制剂业务收入大幅增长，公司营业总收入同比增长26.48%，营业成本同比增长33.43%；营业利润率同比下降2.69个百分点，同比变化不大；公司利润总额同比增长31.61%。

从期间费用看，2021年，公司费用总额为9.00亿元，同比增长13.15%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为53.77%、13.59%、24.56%和8.08%，以销售费用为主。其中，销售费用为4.84亿元，同比增长8.43%，主要系公司直接销售增加，相关的市场推广费<sup>3</sup>增加所致；管理费用为1.22亿元，同比增长17.64%，主要系管理人员薪酬增长所致；研发费用为2.21亿元，同比增长17.82%，主要系公司持续加大研发投入所致；财务费用为0.73亿元，同比增长26.33%，主要系公司发行可转债，应计提利息费用增加所致。2021年，公司期间费用率为24.41%，同比下降2.88个百分点。公司费用规模较大，对整体利润存在一定侵蚀。

2021年，公司投资收益、其他收益、资产处

<sup>3</sup> 市场推广费包含为市场推广发生的业务招待费、会务费、咨询服务费、办公费、通讯费等。



置收益、营业外收入以及营业外支出均对利润影响不大；公司营业利润率为56.10%，同比下降2.69个百分点，同比变化不大。

表 13 公司盈利能力变化情况

项目	2020 年	2021 年
营业收入（亿元）	29.15	36.87
利润总额（亿元）	9.15	12.04
营业利润率（%）	58.79	56.10
总资本收益率（%）	12.04	15.47
净资产收益率（%）	21.27	19.69

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2021 年，公司总资本收益率为 15.47%，同比有所提高，净资产收益率为 19.69%，同比有所下降。

与同行业所选公司比较，公司各盈利指标表现较好。

表 14 2021 年同行业公司盈利情况对比

证券简称	销售毛利率（%）	总资产报酬率（%）	净资产收益率（%）
海普瑞	31.94	2.22	2.03
常山药业	58.18	6.22	7.53
东诚药业	40.95	5.39	5.19
<b>健友股份</b>	<b>56.71</b>	<b>15.77</b>	<b>19.69</b>

资料来源：Wind

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 11.77 亿元，同比增长 33.24%；营业成本 5.82 亿元，同比增长 55.44%；营业利润率为 49.73%，同比下降 7.70 个百分点；公司实现利润总额 3.90 亿元，同比增长 24.32%。

## 5. 现金流

2021 年，公司经营活动现金由净流出转为净流入；由于收回投资资金，公司投资活动由净流出转为净流入；受短期借款减少以及公司偿还债务影响，公司筹资活动现金由净流入转为净流出。

表 15 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	29.14	40.15	11.19
经营活动现金流出小计	34.80	33.32	8.67
<b>经营现金流量净额</b>	<b>-5.66</b>	<b>6.84</b>	<b>2.52</b>
投资活动现金流入小计	17.12	37.74	11.62
投资活动现金流出小计	28.85	36.04	13.51

投资活动现金流量净额	-11.73	1.70	-1.89
筹资活动前现金流量净额	-17.39	8.54	0.63
筹资活动现金流入小计	45.67	21.68	6.22
筹资活动现金流出小计	25.93	30.80	4.50
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>19.73</b>	<b>-9.12</b>	<b>1.72</b>
现金收入比（%）	92.59	100.33	87.34

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2021 年，公司经营活动现金流入同比有所增长，主要系公司制剂销售规模大幅增长，形成稳定回款；经营活动现金流出同比有所下降，主要系购买商品、接受劳务支付的现金减少所致。2021 年，公司经营活动现金同比净流出转为净流入。2021 年，公司现金收入比为 100.33%，同比提高 7.74 个百分点，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2021 年，公司投资活动现金流入同比大幅增长，主要系收回投资资金所致；投资活动现金流出同比有所增长。2021 年，公司投资活动现金净流入 1.70 亿元，同比净流出转为净流入。

2021 年，公司筹资活动前现金流量净额由净流出转为净流入。

从筹资活动来看，2021 年，公司筹资活动现金流入同比有所下降，主要系 2020 年公司收到可转债募集资金以及 2021 年公司短期借款减少所致；筹资活动现金流出同比有所增长，主要系公司偿还债务支付的现金增加所致。2021 年，公司筹资活动现金同比净流入转为净流出。

2022 年 1—3 月，公司实现经营活动现金净流入 2.52 亿元，实现投资活动现金净流出 1.89 亿元，实现筹资活动现金净流入 1.72 亿元。

## 6. 偿债指标

2021 年，公司短期偿债能力指标表现尚可，长期偿债能力指标表现较好，剩余授信空间尚可。公司为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

表 16 公司偿债能力指标

项目	项目	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率（%）	241.20	305.76
	速动比率（%）	82.35	89.81
	经营现金/流动负债（%）	-20.17	30.16
	经营现金/短期债务（倍）	-0.25	0.43
	现金类资产/短期债务（倍）	0.60	0.61

长期 偿债 能力	EBITDA (亿元)	10.57	13.89
	全部债务/EBITDA (倍)	3.17	1.49
	经营现金/全部债务 (倍)	-0.17	0.33
	EBITDA/利息支出 (倍)	18.36	15.07
	经营现金/利息 (倍)	-9.83	7.41

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至 2021 年末，公司流动比率与速动比率均较上年末有所提高，流动资产对流动负债的保障程度较高。截至 2021 年末，公司经营现金流动负债比率、经营现金/短期债务、公司现金短期债务均较上年末有所提高，现金类资产对短期债务的保障程度尚可。整体看，公司短期偿债能力指标表现尚可。

从长期偿债能力指标看，2021 年，公司 EBITDA 同比有所增长。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 5.16%）、计入财务费用的利息支出（占 6.64%）、利润总额（占 86.64%）构成。2021 年，公司 EBITDA 利息倍数有所下降，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA 有所下降，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高；经营现金/全部债务由负转正，经营现金对全部债务的保障程度一般；经营现金/利息支出由负转正，经营现金对利息支出的保障程度较好。整体看，公司长期债务偿债能力指标表现较好。

对外担保方面，截至 2022 年 3 月末，公司不存在对合并范围之外企业担保。

未决诉讼方面，截至 2022 年 3 月末，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2022 年 3 月末，公司共计获得银行授信额度 42.63 亿元，尚未使用的授信额度为 15.22 亿元。公司为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

#### 7. 公司本部（母公司）财务分析

**2021 年，公司本部资产规模变化不大，资产以流动资产为主；公司本部负债规模有所下降，债务负担较轻；由于可转债转股，所有者权益规模有所增长，所有者权益结构稳定性一般。**

截至 2021 年末，母公司资产总额 74.56 亿元，较上年末增长 1.30%，变化不大。其中，流动资产 64.11 亿元（占比 85.97%），非流动资产 10.46 亿元（占比 14.03%）。从构成看，流动资产主要由应收账款（占 12.96%）和存货（占 72.15%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 36.61%）、固定资产（合计）（占 34.12%）以及在建工程（合计）（占 17.18%）构成。截至 2021 年末，母公司货币资金为 1.70 亿元。

截至 2021 年末，母公司负债总额 26.31 亿元，较上年末下降 36.65%。其中，流动负债 21.27 亿元（占比 80.86%），非流动负债 5.03 亿元（占比 19.14%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 57.64%）、应付账款（占 32.07%）以及其他应付款（合计）（占 5.93%）构成；非流动负债主要由应付债券（占 94.27%）构成。母公司 2021 年末资产负债率为 35.28%，较 2020 年末下降 21.14 个百分点。截至 2021 年末，母公司全部债务 17.36 亿元。其中，短期债务占 72.66%、长期债务占 27.34%。截至 2021 年末，母公司全部债务资本化比率 26.45%，母公司债务负担较轻。

截至 2021 年末，母公司所有者权益为 48.26 亿元，较上年末增长 50.42%，主要系公司“健 20 转债”转股，转增实收资本和资本公积，以及未分配利润增加所致。在所有者权益中，实收资本为 12.44 亿元（占 25.77%）、资本公积合计 9.91 亿元（占 20.54%）、未分配利润合计 22.05 亿元（占 45.69%）、盈余公积合计 3.58 亿元（占 7.41%），所有者权益结构稳定性一般。

2021 年，母公司营业总收入为 31.70 亿元，利润总额为 11.65 亿元。同期，母公司投资收益为 0.11 亿元。

现金流方面，2021 年，公司母公司经营活动现金流净额为 1.80 亿元，投资活动现金流净额 1.81 亿元，筹资活动现金流净额 -5.78 亿元。

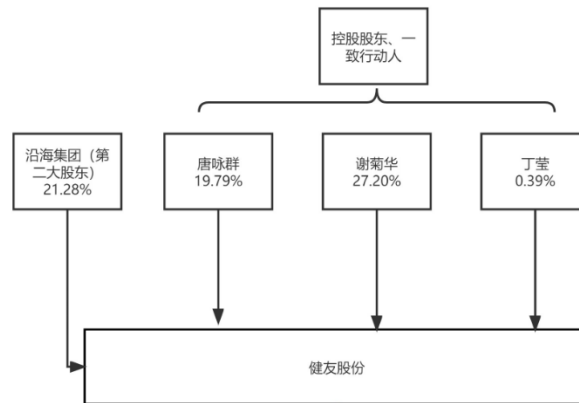
截至 2021 年末，母公司资产占合并口径的 90.75%；母公司负债占合并口径的 93.48%；母公司所有者权益占合并口径的 89.32%；母公司全部债务占合并口径的 83.84%。2021 年，母公司营业总收入占合并口径的 85.99%；母公司营

业收入占合并口径的 85.99%；母公司利润总额占合并口径的 96.81%。

### 十三、结论

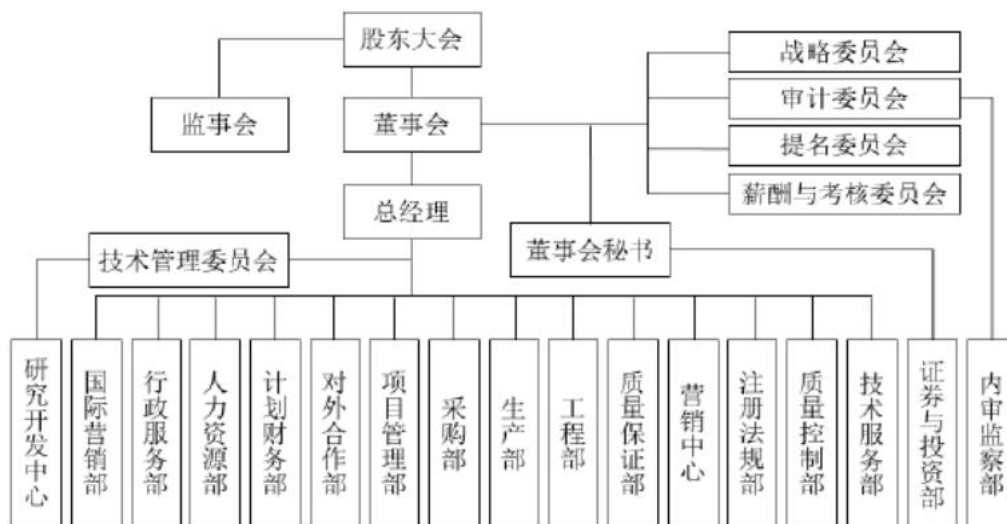
基于对公司经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“健友转债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月末南京健友生化制药股份有限公司  
股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月末南京健友生化制药股份有限公司  
组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月末南京健友生化制药股份有限公司  
主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）	取得方式
1	南京健友药业有限公司	生产销售	250万美元	100.00	设立
2	南京健友宾馆有限公司	住宿	50.00	100.00	设立
3	香港健友实业有限公司	进出口	--	100.00	设立
4	港南有限公司	进出口	--	100.00	非同一控制下企业合并
5	健进制药有限公司	生产销售	9149.996 万美元	100.00	非同一控制下企业合并
6	Meitheal Pharmaceuticals,inc	研发销售	--	83.33	非同一控制下企业合并
7	南京健智自明医药贸易有限公司	进出口	20000.00	100.00	设立
8	南京健智聚合信息科技有限公司	技术研发	1500.00	100.00	非同一控制下企业合并

资料来源：公司提供



附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	4.40	13.44	9.79	12.09
资产总额 (亿元)	50.78	77.20	82.17	87.73
所有者权益 (亿元)	30.04	37.45	54.03	57.26
短期债务 (亿元)	15.66	22.23	15.96	17.58
长期债务 (亿元)	0.00	11.25	4.75	4.79
全部债务 (亿元)	15.66	33.49	20.70	22.37
营业总收入 (亿元)	24.70	29.15	36.87	11.77
利润总额 (亿元)	6.80	9.15	12.04	3.90
EBITDA (亿元)	7.48	10.57	13.89	--
经营性净现金流 (亿元)	-8.41	-5.66	6.84	2.52
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	8.26	4.87	4.37	--
存货周转次数 (次)	0.46	0.31	0.34	--
总资产周转次数 (次)	0.58	0.46	0.46	--
现金收入比 (%)	94.74	92.59	100.33	87.34
营业利润率 (%)	51.07	58.79	56.10	49.73
总资本收益率 (%)	13.75	12.04	15.47	--
净资产收益率 (%)	20.18	21.27	19.69	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	23.11	8.07	7.72
全部债务资本化比率 (%)	34.27	47.21	27.70	28.09
资产负债率 (%)	40.85	51.50	34.25	34.73
流动比率 (%)	210.93	241.20	305.76	296.55
速动比率 (%)	49.91	82.35	89.81	100.52
经营现金流流动负债比 (%)	-41.38	-20.17	30.16	--
现金短期债务比 (倍)	0.28	0.60	0.61	0.69
EBITDA 利息倍数 (倍)	33.84	18.36	15.07	--
全部债务/EBITDA (倍)	2.10	3.17	1.49	--

注: 1. 公司合并口径 2022 年一季度财务报表未经审计; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币

资料来源: 公司财务报告

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	2.49	11.81	5.84	/
资产总额 (亿元)	46.62	73.61	74.56	/
所有者权益 (亿元)	24.96	32.08	48.26	/
短期债务 (亿元)	15.39	19.02	12.61	/
长期债务 (亿元)	0.00	11.25	4.75	/
全部债务 (亿元)	15.39	30.27	17.36	/
营业总收入 (亿元)	22.05	25.37	31.70	/
利润总额 (亿元)	5.62	8.55	11.65	/
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	-9.33	0.12	1.80	/
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	6.10	3.40	3.25	/
存货周转次数 (次)	0.42	0.29	0.31	/
总资产周转次数 (次)	0.57	0.42	0.43	/
现金收入比 (%)	88.48	87.75	114.70	/
营业利润率 (%)	51.45	58.41	56.31	/
总资本收益率 (%)	12.25	12.04	15.53	/
净资产收益率 (%)	19.79	23.40	21.11	/
长期债务资本化比率 (%)	0.00	25.97	8.95	/
全部债务资本化比率 (%)	38.14	48.55	26.45	/
资产负债率 (%)	46.46	56.42	35.28	/
流动比率 (%)	191.47	215.84	301.36	/
速动比率 (%)	44.33	75.39	83.94	/
经营现金流动负债比 (%)	-43.68	0.38	8.45	/
现金短期债务比 (倍)	0.16	0.62	0.46	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

注: 公司本部 2022 年一季度数据未披露

资料来源: 公司财务报告

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持