



安徽山河药用辅料股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券 信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20222833D-01

发行人及评级结果
安徽山河药用辅料股份有限公司
A⁺/稳定
本次债项评级结果
发行要素

拟发行金额不超过 3.20 亿元，期限为自发行之日起 6 年，每年付息一次、到期归还本金和最后一年利息。募集资金拟用于投资新型药用辅料系列生产基地一期项目、合肥研发中心及生产基地项目以及用于补充流动资金。

评级观点

中诚信国际肯定了安徽山河药用辅料股份有限公司（以下简称“山河药辅”或“公司”）外部发展环境良好、在固体口服制剂药用辅料领域具有品牌知名度及竞争优势，部分产品市场占有率高、债务规模较小、财务杠杆水平低、融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司产品集中在固体口服制剂的药用辅料领域，多元化程度仍有进一步提升空间、原材料成本上升挤压盈利空间、在建项目和拟建项目投资金额较大，需关注项目进展、资金平衡和投后效益实现情况等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，安徽山河药用辅料股份有限公司信用水平在未来 12-18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：公司资本实力显著增强，新产品上市等令盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量、偿债能力显著提升。

可能触发评级下调因素：原材料价格超预期上行，产品价格超预期下行，财务杠杆大幅攀升，流动性恶化，资本实力大幅削弱或其他导致信用水平显著下降的因素。

正面

- 外部发展环境良好
- 在固体口服制剂药用辅料领域具有品牌知名度及竞争优势，部分产品市场占有率高
- 债务规模较小，财务杠杆水平低，融资渠道畅通

关注

- 产品集中在固体口服制剂的药用辅料领域，多元化程度仍有进一步提升空间
- 原材料成本上升挤压盈利空间，盈利稳定性一般
- 在建项目和拟建项目投资金额较大，需关注项目建设进展、资金平衡和投后效益实现情况

项目负责人：程方誉 fycheng@ccxi.com.cn

项目组成员：袁悦颖 yyyuan@ccxi.com.cn


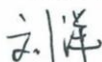
谭婕妤 jytan@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 8 月 30 日

财务概况

公司简称	2019	2020	2021	2022.6/2022.1-6
资产总计(亿元)	8.10	9.01	9.63	10.09
所有者权益合计(亿元)	5.97	6.55	7.06	7.18
负债合计(亿元)	2.14	2.46	2.57	2.92
总债务(亿元)	0.60	0.93	0.90	1.19
营业总收入(亿元)	4.64	5.31	6.17	3.60
净利润(亿元)	0.90	0.94	0.86	0.66
EBIT(亿元)	1.04	1.10	1.01	0.74
EBITDA(亿元)	1.24	1.42	1.36	0.92
经营活动产生的现金流量净额(亿元)	0.79	0.86	1.04	0.67
营业毛利率(%)	36.53	30.96	28.89	30.06
总资产收益率(%)	12.84	12.89	10.84	15.10
EBIT 利润率(%)	22.42	20.75	16.38	20.69
资产负债率(%)	26.36	27.27	26.66	28.91
总资本化比率(%)	9.15	12.45	11.26	14.20
总债务/EBITDA(X)	0.49	0.66	0.66	0.64*
EBITDA 利息保障倍数(X)	1,467.11	194.95	113.06	164.23
FFO/总债务(X)	1.81	1.33	1.37	1.32*

注：1、中诚信国际根据山河药辅提供的其经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年度审计报告、经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年及2021年度审计报告及未经审计的2022年半年度财务报表整理。其中，2019年、2020年财务数据分别采用了2020年、2021年审计报告期初数，2021年财务数据采用了2021年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

同行业比较（2021年数据）

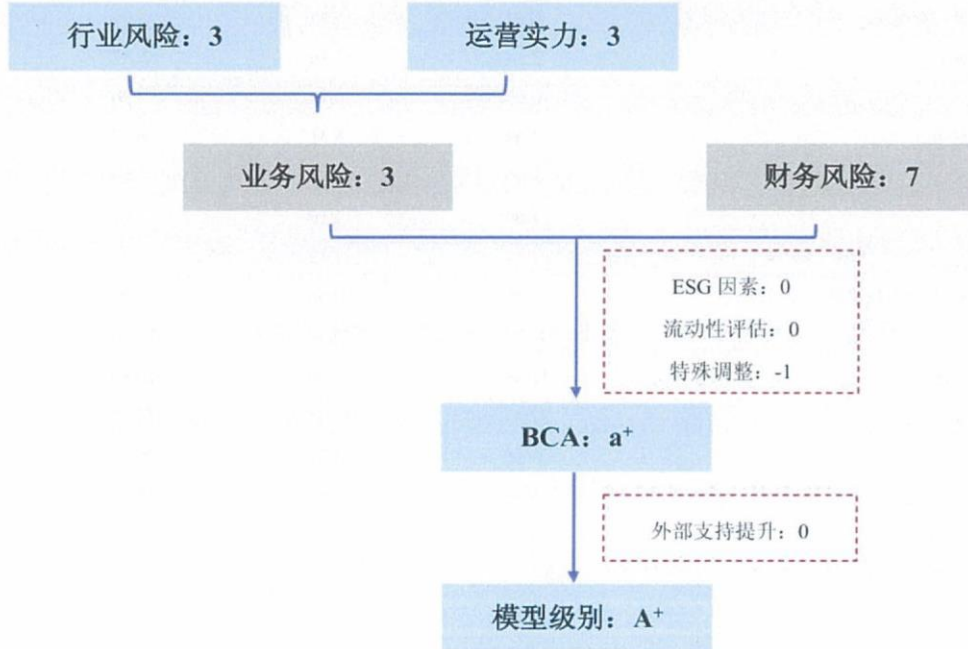
公司名称	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业毛利率 (%)	期间费用率 (%)	研发投入占比 (%)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)
华森制药	8.46	0.92	52.74	40.35	11.07	17.71	28.54
山河药辅	6.17	0.86	28.89	13.02	4.35	9.63	26.66

中诚信国际认为，山河药辅主要生产固体口服制剂类药用辅料，是制剂生产企业的上游企业。受细分领域特性及经营规模影响，与制剂生产企业相比公司研发投入金额及占比较低。财务风险方面，公司产品毛利率低于制剂生产企业，但其期间费用率较低，加之目前债务规模较小，偿债指标表现优于可比企业；预计随在建项目的持续投入，公司杠杆水平或有上升但仍将保持行业较低水平。

注：“华森制药”为“重庆华森制药股份有限公司”简称。

评级模型

安徽山河药用辅料股份有限公司评级模型打分(2022_01)



方法论

中诚信国际医药制造行业评级方法与模型 C100100_2022_04

■ 业务风险:

山河药辅属于医药制造行业，因近年来药品刚性需求旺盛令医药行业运行态势整体良好，中国医药制造行业风险评估为中等；山河药辅核心产品具有一定竞争优势，但集中在固体制剂类药用辅料这一细分领域，且受细分领域特性及经营规模影响，研发投入金额相对较小，业务风险评估为较高。

■ 财务风险:

山河药辅盈利空间收窄，但杠杆水平较低，同时凭借其较好的内部流动性及较为畅通的融资渠道，能够实现到期债务续接，整体偿债能力亦保持在较好水平，财务风险评估为极低。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型，由于药用辅料在下游药品制剂中的用量较少，与药物制剂市场规模相比，公司所处细分行业药用辅料整体市场规模较小，市场竞争激烈，故在特殊调整项目下调 1 个子集，山河药辅具有 a+ 的个体基础信用等级，反映了其较高的业务风险和极低的财务风险。

■ 外部支持:

山河药辅系实际控制人持有资产中最核心企业，实际控制人对公司支持意愿很强，但协调当地政府和金融机构等资源的能力较为有限。

声明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

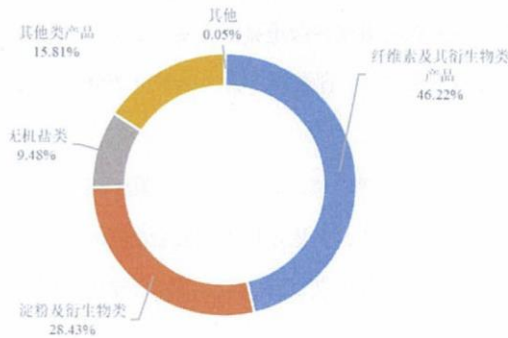
跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注本次债券发行人经营或财务状况变化等因素，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccx.com.cn）和交易所网站予以公告。
- 在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起6个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

发行人概况

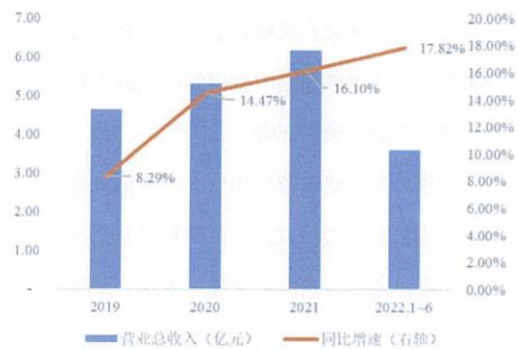
公司前身是于 2001 年 4 月成立的淮南山河药用辅料有限公司，于 2005 年 8 月更名为安徽山河药用辅料有限公司（以下简称“山河有限”）。2009 年 8 月，山河有限整体变更为股份公司，并更至现名。公司于 2015 年 5 月在深圳证券交易所创业板上市（股票代码：300452.SZ）。目前，公司专业从事新型药用辅料的生产、销售和研发等工作，产品涵盖填充剂、黏合剂、包衣材料等常用口服固体制剂类药用辅料，2021 年实现营业总收入 6.17 亿元，近三年营业总收入复合增长率为 15.28%。

图 1：2021 年收入构成情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

产权结构：截至 2022 年 6 月末，公司实收资本为 2.35 亿元¹，尹正龙系公司控股股东及实际控制人，持股比例为 26.89%；公司第二大股东上海复星医药产业发展有限公司为公司上市前的战略投资者，截至 2022 年 6 月末持股比例为 11.19%。目前公司股权均未被质押，但控股股东持股比例较低，整体股权结构较为分散，需关注控制权变更风险。

表 1：截至 2022 年 6 月末公司主要子公司（亿元、%）

全称	简称	持股比例	主要业务	2022 年 6 月末		2021 年	
				总资产	净资产	营业总收入	净利润
合肥山河医药科技有限公司	合肥山河	100.00	非自产药用辅料品种的销售	0.26	0.24	0.26	0.02
曲阜市天利药用辅料有限公司	天利药辅	52.00	药用辅料的生产、销售	1.81	1.38	1.00	-0.08

注：天利药辅少数股东均为自然人，其中孔维奎持有 28.80% 股权，孔亚洲持有 19.20% 股权。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本次债券概况

本次可转换公司债券拟发行金额为 3.20 亿元，期限为 6 年，扣除发行费用后拟用于投资新型药用辅料系列生产基地一期项目、合肥研发中心及生产基地项目以及用于补充流动资金。

本次可转换公司债券附有有条件赎回条款、有条件回售条款和附加回售条款。在转股期内，当下述情形的任意一种出现时，公司有权决定按照以债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分

¹ 经公司 2021 年度股东大会审议通过的 2021 年年度权益分派方案为：以分红派息股权登记日的总股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元（含税），送红股 3 股（含税），公司总股本由 18,026.207 万股相应变为 23,452.2691 万股。

未转股的可转债：（1）在转股期内，如果公司股票在任意连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；（2）当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。本次发行的可转债最后两个计息年度，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。

若本次可转换债券成功发行，公司长期债务规模及财务杠杆水平将明显提升；若债券持有人选择在转股期内转股，公司所有者权益将根据转股情况相应提升，财务杠杆水平将相应回落。

业务风险

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2022 年上半年中国经济在面对超预期因素冲击时体现出了较强的韧性，随着一揽子稳增长政策措施落地见效，下半年宏观经济或将结构性修复，考虑到经济不同部门修复节奏的不统一以及政策效果显现具有一定延迟与滞后，经济或总体呈现出非对称“W”型走势。经济修复的同时也将面临严峻复杂的外部压力与内部挑战，俄乌冲突叠加全球经济滞胀风险抬升外部不确定性，疫情及疫情防控影响弱化但疫情反弹风险犹存，预期偏弱依然是制约宏观经济复苏的重要瓶颈，微观主体面临多重困难且市场活力仍有不足。此外，宏观债务风险持续处于高位，尤其是房地产等重点领域风险加速暴露，需高度警惕“停贷风波”发酵下的风险蔓延。从政策环境看，上半年宏观政策积极发力稳增长，货币政策降准降息并下调中长期 LPR，财政政策收支两端同时发力并加快专项债发行。下半年稳增长依然是宏观政策主线，但防风险是底线，不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施。货币政策稳字当头，稳中求进，或主要以结构性政策工具配合财政金融政策着重推动宽信用，引导淤积的流动性流向实体。财政政策以积极为基调，但重点将转向支出端，或以加大政策落实特别是专项债的使用为重点，包括调整固投资项目资本金比例及扩大专项债使用范围等。从中长期来看，中国具有供应全球的稳定生产能力以及广阔的内部市场空间，创新发展能够持续为经济运行注入新的增长动能，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2022 年上半年宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/8778?type=1>

行业概况

中诚信国际认为，2021 年以来我国经济保持增长、人口老龄化进一步加剧、医疗保健重视程度加强和居民收入水平提高，药品刚性需求旺盛，医药行业运行态势整体良好。

医药制造

随着我国人口老龄化加剧、医疗保健重视程度加强和居民收入水平提高，中国医药制造行业收入和利润规模持续增长，但受医药卫生体制改革持续深化及新冠疫情影响，2020 年增速整体放缓，

2021 年前三季度随着国内疫情防控逐步常态化，医药行业生产经营、消费服务情况显著恢复。医药制造企业财务杠杆整体保持稳健，但未来在产业集约化程度提升以及产品创新升级的大环境下，医药制造企业在固定资产投资、对外收并购、研发投入等方面资金需求较高，或将推升行业整体杠杆水平，且目前行业短期债务占比整体偏高，尾部企业面临短期流动性风险。长期来看，药品刚性需求旺盛，在疫情突发性影响逐步减弱、医疗与药品资源配置不断优化、全面鼓励创新的政策背景下，落后产能持续出清，行业整体不断优化升级，中国医药制造行业仍将保持稳定的发展趋势，且研产销一体化完备、具备较强研发实力、创新力、产品竞争力和成本控制能力的医药制造企业信用资质维持在较好水平。

详见《中国医药制造行业展望，2022 年 2 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/5796?type=1>

运营实力

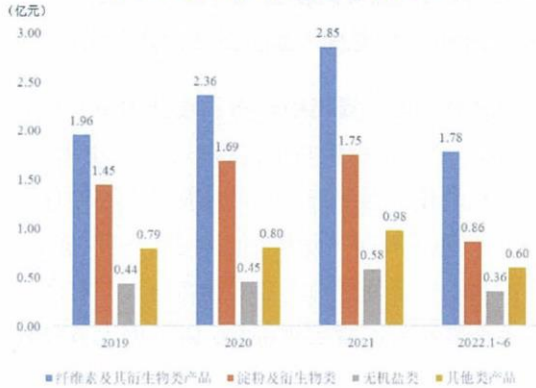
中诚信国际认为，山河药辅在国内口服固体制剂药用辅料领域具有品牌知名度及竞争优势，微晶纤维素、硬脂酸镁、羧甲淀粉钠等多个核心产品的市场占有率处于较好水平且不断巩固，近年来逐步实现进口替代带动收入持续提升，对企业信用实力提供了一定支撑；但公司业务集中于固体口服制剂的药用辅料这一细分领域，产品多元化程度仍有进一步提升空间，且需关注在建项目建设进度及投运后效益实现情况。

公司业务集中于固体口服制剂的药用辅料领域，产品多元化程度仍有进一步提升空间，但在该细分领域已形成较为丰富的产品矩阵，不同的产品属性使其终端应用场景较为多样，下游客户集中度较低且合作较为稳定。

近年来，公司通过不断加大研发力度开拓产品类型，目前已在固体口服制剂辅料²这一细分领域形成了较为丰富的产品矩阵，产品涵盖纤维素及其衍生物、淀粉及其衍生物、无机盐等多种类型。由于不同产品具备粘合、稀释、助流等不同属性，其终端应用场景较为多样，公司下游客户涵盖医药制造企业及部分保健品、食品加工企业，截至 2021 年末已与全国超过 30 个省、市、自治区或直辖市的 2,700 多家客户建立了较为稳定的合作关系，当年前五大客户销售额占年度销售总额比例为 8.52%，客户集中度较低，但粘性较高。整体来看，公司业务集中于固体口服制剂的药用辅料领域，截至 2021 年末，公司共有 34 种产品获得国家食品药品监督管理局药品审评中心（CDE）的药用辅料登记号，产品数量占 2020 年版《中国药典》中收载的药用辅料的约 10%，且液体制剂辅料、复合辅料等其他药用辅料产品仍在布局中，产品多元化程度仍有进一步提升空间。

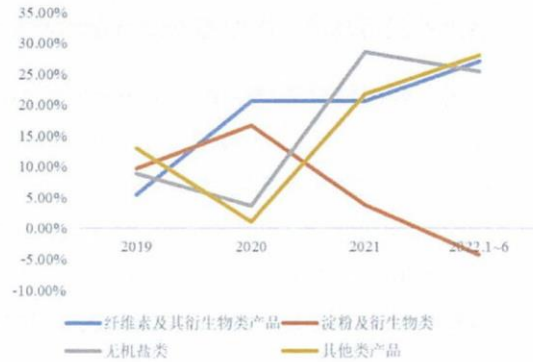
² 药用辅料根据下游药物剂型可分为液体制剂辅料、半固体制剂辅料、固体制剂辅料等，其中固体制剂辅料占整个药用辅料领域的约 70%。

图 3：近年来各类药用辅料收入



注：其他类产品包括聚维酮 K30、交联聚维酮及硬脂富马酸钠。
资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 4：近年来各类药用辅料收入同比增长率走势



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

公司多个核心产品的市场占有率处于较优水平且不断巩固，在国内口服固体制剂药用辅料领域具有品牌知名度及竞争优势，近年来核心产品逐步实现进口替代带动收入持续提升，但未来产品收入增长及盈利空间有待观察。

随着带量采购等医药政策推进，近年来药品销售价格下降使得下游制药企业对成本管控的重视程度不断上升，以公司为代表的本土药用辅料生产企业迎来“进口替代”机遇。凭借较好的品牌知名度、产品质量及成本优势，公司微晶纤维素、硬脂酸镁、羧甲淀粉钠等多个核心产品的产能规模持续提升，产销量在国内处于领先水平并逐步实现进口替代，市场占有率处于较好水平且不断巩固，带动收入规模持续提升。中诚信国际认为，未来医药行业发展前景良好，但药用辅料在下游药品制剂中的用量较少，与药物制剂市场规模相比其整体市场规模较小；同时，近年来木浆、精制棉、玉米淀粉等主要原材料涨幅较大，但公司对下游客户议价能力较为有限，产品调价存在一定滞后性，公司产品收入增长及盈利空间仍有待观察。

表 2：公司主要产品情况（吨/年、吨、元/千克）

产品名称	产品类型	作用	项目	2019	2020	2021	2022.6
微晶纤维素	纤维素及其衍生物	本产品用作固体制剂的粘合剂、稀释剂、填充剂、崩解剂、助流剂等，也可在食品工业中用作抗结块剂、分散剂、黏结剂。	产能	8,000.00	8,250.00	9,500.00	9,500.00
			产量	5,126.79	5,564.87	7,238.49	3,578.92
			销量	4,666.69	5,486.02	6,802.23	3,480.08
硬脂酸镁	无机盐类	本产品具有润滑、抗粘、助流等作用，用作片剂、胶囊剂的润滑剂、抗粘剂。	产能	2,400.00	2,450.00	2,500.00	2,500.00
			产量	1,917.78	1,833.94	2,139.59	963.87
			销量	1,708.90	2,601.56	2,556.71	955.77
羧甲淀粉钠	淀粉及其衍生物	本产品主要用作固体制剂的崩解剂和黏合剂以及液体制剂的助悬剂。本产品也可在食品工业中用作增稠剂和稳定剂。	产能	2,800.00	2,900.00	3,500.00	3,500.00
			产量	2,445.53	2,845.41	2,655.83	1,356.40
			销量	2,369.64	2,637.07	2,499.42	1,315.21

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3：公司主要原材料采购情况（吨、万元）

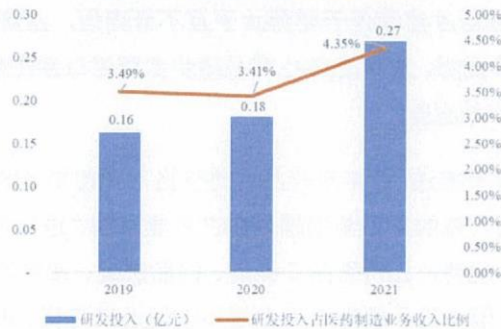
原材料名称	主要产品	项目	2019	2020	2021	2022.1-6
玉米淀粉	羧甲淀粉钠、糊精、药用淀粉等	采购量	21,214.01	23,298.11	23,177.19	10,494.45
		采购金额	4,746.79	5,779.26	7,522.33	3,261.14
木浆	微晶纤维素、羟丙甲纤维素等	采购量	6,214.07	5,462.06	8,528.55	2,839.81
		采购金额	3,482.56	2,664.56	4,890.73	1,859.18
硬脂酸	硬脂酸镁	采购量	1,546.58	1,689.55	1,898.68	898.73
		采购金额	800.74	1,052.23	1,622.16	1,013.11

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司研发投入不断加大,工艺改良、产品关键属性及多规格研究有助于降低生产成本及拓宽产品应用范围,但受细分领域特性及经营规模影响,研发投入金额及占比相对较低。

公司在药用辅料领域具有一定的研发实力,目前拥有“安徽省药用辅料工程技术研究中心”等四个省级研发平台。同时,公司设立有国家级博士后工作站,积极与中国科技大学、中国药科大学、安徽医科大学等高等院校开展合作,加快技术成果转化。近年来,公司研发投入不断加大,截至2021年末拥有“一种制备羟丙纤维素的方法”和“崩解剂羧甲淀粉钠的制备方法”等16项国家发明专利;同期末,公司在研项目主要为工艺改良、产品关键属性及多规格研究,有助于进一步降低生产成本及拓宽产品应用范围,但受细分领域特性及经营规模影响,研发投入金额及占比相对较低。

图 5: 近年来公司研发投入情况



资料来源: 公司年报, 中诚信国际整理

主要在建项目均为本次可转换公司债券募投项目,除募集资金外公司仍存在一定自有资金出资压力;若项目顺利投产,将有助于公司扩大产能优势并提升研发实力。

截至2022年6月末,公司主要在建项目均为本次可转换公司债券募投项目,目前资金来源为自有资金,待发行成功后将进行前期投入资金置换,除募集资金外,公司仍需以自有资金出资3.35亿元,存在一定资金压力。其中,新型药用辅料系列生产基地一期项目计划扩大公司微晶纤维素、羟丙甲纤维素、交联聚维酮、交联羧甲纤维素钠和硬脂富马酸钠等产品的产能,合肥研发中心及生产基地项目计划在省会合肥新建研发中心和中试生产车间等,若项目顺利建成投产将有助于公司扩大产能优势并提升研发实力,但仍需关注产能释放、研发成果转化及未来投后效益实现情况。

表 4: 截至 2022 年 6 月末公司主要在建项目情况 (亿元)

项目名称	项目建设期	项目总投入	其中拟投入本次可转换公司债券募集资金金额	项目投入情况			
				截至 2022 年 6 月末已投入	2022 年 7~12 月	2023 年	2024 年
新型药用辅料系列生产基地一期项目	2 年	3.35	2.10	0.43	0.97	1.95	-
合肥研发中心及生产基地项目	2 年	2.90	0.80	-	0.59	1.00	1.31
合计	--	6.25	2.90	0.43	1.56	2.95	1.31

注: 截至 2022 年 6 月末, 合肥研发中心及生产基地项目用地手续正在办理中。

资料来源: 公司提供

财务风险

中诚信国际认为，近年来原材料成本上升挤压盈利空间，公司盈利稳定性一般；但公司债务规模较小，财务杠杆水平较低，良好的经营获现能力可为债务付息提供保障，财务表现良好；同时，公司凭借其较好的内部流动性及畅通的融资渠道，能够实现到期债务接续，整体偿债能力亦保持在较好水平。

盈利能力

近年来受益于逐步实现进口替代，公司收入规模扩大，但毛利率受原材料价格上涨等影响有所下降，盈利水平小幅波动。

近年来，在下游医药制造行业医保控费及带量采购等政策影响下，公司逐步实现进口替代，主要产品产销量提升推动营业总收入稳步增长，但原材料价格持续上涨，令主要产品毛利率均有所下滑。2022年上半年，毛利率水平较高的进口替代产品拓展步伐加快，对收入和毛利率的提升产生积极影响。公司费用管控能力较好，近年期间费用率整体呈下降趋势，且研发费用占比大幅提高。近年公司盈利水平呈小幅波动，其中2021年控股子公司天利药辅因厂区搬迁后折旧摊销等成本增加，叠加原材料价格上涨令其经营业绩承压较大，当年出现经营性亏损，公司基于谨慎性原则对其并购形成的商誉计提减值准备612.87万元。整体来看，受益于进口替代及业务规模扩张，公司收入规模逐步扩大，但EBIT利润率及总资产收益率略有下滑，盈利稳定性一般。

表 5：近年来公司主要板块毛利率(%)

	2019	2020	2021	2022.1-6
纤维素及衍生物类	36.96	36.29	35.17	34.98
淀粉及衍生物类	35.59	20.72	18.46	21.66
无机盐类	42.80	39.51	34.61	36.97
其他类	34.60	32.88	26.94	23.23
营业毛利率	36.53	30.96	28.89	30.06

资料来源：公司提供

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1-6
期间费用率	16.55	11.90	13.02	10.85
经营性业务利润	0.99	1.05	0.98	0.69
资产减值损失	-	-	0.06	-
利润总额	1.03	1.07	0.97	0.74
EBIT	1.04	1.10	1.01	0.74
EBIT 利润率	22.42	20.75	16.38	20.69
总资产收益率	12.84	12.89	10.84	15.10

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

近年来公司资产规模稳步扩张，资本实力有所提升，目前债务规模较小，财务杠杆水平较低。

公司资产规模稳步扩张，流动资产占比有所提升，其中以货币资金及银行理财等交易性金融资产构成的货币等价物逐年增长，且受限比例低，为公司提供较充裕的流动性。公司应收账款规模呈增长态势，截至2022年6月末，账龄在1年以内的应收账款余额占比99.03%，前五名欠款方期末余额占比13.72%，应收账款周转较快且集中度低，发生坏账风险较小。以原材料和库存商品

为主的存货规模亦因业务扩张、原材料成本大幅上涨等而增长，存货周转率尚可。以固定资产为主的非流动资产较稳定，未来或因在建项目转固及新增投入而有所增加。商誉系 2017 年收购子公司天利药辅股权产生³，仅在 2021 年因其经营亏损而计提减值，需关注天利药辅后续业绩改善情况及商誉减值风险。

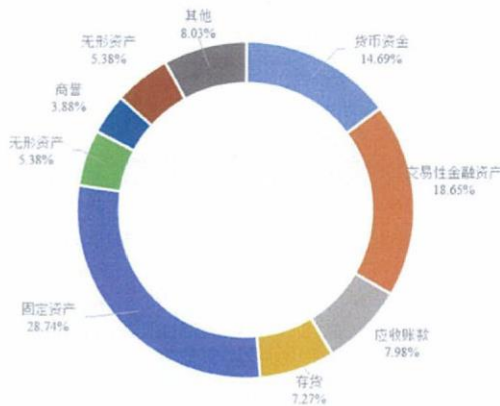
近年来公司债务呈上升趋势，但规模较小，全部为银行借款和银行承兑汇票等短期债务。受益于股本增加及利润积累，所有者权益逐年增长，公司财务杠杆处于较低水平。

表 7：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.6
货币等价物	1.92	3.28	3.47	3.52
应收账款	0.41	0.44	0.58	0.81
应收账款周转率	11.30	12.54	12.17	10.41
存货	0.47	0.49	0.78	0.73
存货周转率	6.33	7.69	6.93	6.66
流动资产占比	47.02	54.48	57.43	56.61
固定资产	3.30	3.15	2.99	2.90
商誉	0.45	0.45	0.39	0.39
总资产	8.10	9.01	9.63	10.09
总债务	0.60	0.93	0.90	1.19
短期债务/总债务	100.00	100.00	100.00	100.00
所有者权益合计	5.97	6.55	7.06	7.18
总资本化比率	9.15	12.45	11.26	14.20

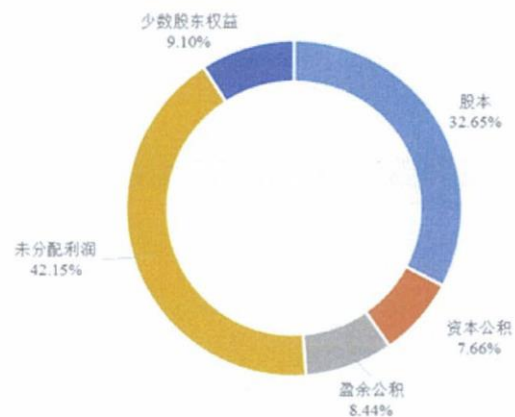
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 6：截至 2022 年 6 月末公司总资产构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 7：截至 2022 年 6 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债情况

经营获现水平不断提升，可为债务偿付提供保障，整体偿债能力保持在较好水平。

受益于收入规模增长及较好的应收账款管理水平，近年公司经营获现能力不断提升，基本能覆盖

³2017 年 7 月，公司通过现金收购及增资方式取得天利药辅 52% 的股权，交易对方向公司承诺：自本次交易完成当年起，2017~2019 年度（即业绩承诺期）的扣非后净利润分别不低于 1,200 万元、1,320 万元、1,452 万元或者业绩承诺期间累计扣非后净利润不低于 3,972 万元。天利药辅 2017~2019 年度扣除非经常性损益的净利润合计为 4,189.99 万元，业绩承诺已完成。



在建项目等投资活动支出，并为债务偿付提供良好保障，整体偿债能力保持较好水平。此外，货币等价物能够完全覆盖总债务规模，公司偿债压力很小。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1-6
经营活动产生的现金流量净额	0.79	0.86	1.04	0.67
投资活动产生的现金流量净额	-0.31	-0.87	-0.20	-0.13
筹资活动产生的现金流量净额	-0.40	0.09	-0.55	-0.55
EBITDA 利息保障倍数	1,467.11	194.95	113.06	164.23
FFO/总债务	1.81	1.33	1.37	1.32
总债务/EBITDA	0.49	0.66	0.66	0.64*
货币等价物/总债务	3.20	3.52	3.88	2.96

注：带“*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

截至 2022 年 6 月末，公司受限资产合计为 0.73 亿元，占当期末总资产的 7.23%，主要为受限保证金 0.24 亿元及固定资产 0.49 亿元。

截至 2022 年 6 月末，公司无对外担保及影响正常经营的重大未决诉讼。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2019~2022 年 7 月 6 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

预测与假设⁴

假设

——2022 年，山河药辅进一步拓展与国内外下游制药企业的合作，销售收入稳步增长。

——2022 年，山河药辅对各类产品销售价格进行上调，营业毛利率保持上年水平。

——2022 年，山河药辅除新型药用辅料系列生产基地一期项目及合肥研发中心及生产基地项目外无重大资本支出。

——2022 年，山河药辅债务规模保持稳定。

——2022 年，山河药辅收现比与付现比保持上年水平。

预测

表 9：预测情况表

重要指标	2020 年实际	2021 年实际	2022 预测
总资本化比率	12.45	11.26	11.15~13.63
总债务/EBITDA	0.66	0.66	0.65~0.79

资料来源：实际值根据企业提供资料，中诚信国际整理；预测值根据企业提供资料及假设情景预测。

⁴ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

其他调整因素

流动性评估

中诚信国际认为，山河药辅货币等价物储备较充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成较好覆盖。

公司经营获现能力不断提升，2021年经营活动产生的现金流量净额为1.04亿元；截至2022年6月末账面货币资金1.48亿元，其中受限占比为16.13%，同期末在手理财产品1.88亿元，货币等价物储备较充足。截至2022年6月末，尚未使用授信余额3.51亿元，具备一定备用流动性。同时，公司为A股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。

公司资金流出主要用于固定资产购置、债务本息偿付和股利分配、购买银行理财产品等，资金平衡状况尚可。但随着在建项目建设推进，未来两年将迎来投资高峰期，其中2022年下半年计划投资1.56亿元，2023年计划投资2.95亿元。2019~2021年分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出不超过0.50亿元，债务到期偿还压力较小。综上所述，公司资金平衡状况尚可，未来一年流动性来源对流动性需求形成较好覆盖。

ESG分析

中诚信国际认为，公司较为重视安全生产与环保投入，子公司环保处罚事项影响较小；公司治理结构较优，内控制度完善，目前公司ESG表现对其持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，公司生产经营过程可能发生安全事故，或因酸性气体排放等对生态环境产生损害，公司较为重视安全生产及保护，持续增加安全环保费用投入并通过QEHS“三标一体”贯标认证。2021年，子公司天利药辅因排放污水浓度超标，受到济宁市生态环境局罚款43.75万元，公司积极整改将污水处理设施恢复到位，安装并运行在线监控设施，未对其生产经营造成重大影响。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系十分健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，公司已形成以股东大会、董事会、监事会及管理层为主的决策与经营管理体系，董事会设董事9名（独立董事3名），由实际控制人尹正龙担任董事长及总经理，决策层保持稳定有利于公司继续执行既定的规划方针，保持长期发展目标不变。内控方面，公司建立健全并严格执行各项内部控制制度，包括投资管理制度、关联交易管理办法等，下属子公司财务独立核算，资金未向上归集管理。战略方面，公司将继续专注于药用辅料领域，持续全面推进国内市场药用辅料“进口替代”工作，并加强全面质量管理；同时，公司将加快推进国际市场的拓展，扩大国际认证品种范围，进一步提升公司品牌知名度及国际业务规模；研发方面，公司将积极筹备建立国家级的科研平台（中心或实验室），引进高端科研人才，并抓住仿制药一致性评价、进口替代等机遇，加快公司自主创新步伐。

特殊调整

药用辅料在下游药品制剂中的用量较少，与药物制剂市场规模相比其整体市场规模较小，市场竞争激烈，故在特殊调整项目下调1个子集。

外部支持

公司控股股东为自然人，对公司支持意愿很强；协调当地政府和金融机构等资源的能力有限。

山河药辅系实际控制人尹正龙持有资产中最核心企业，因此实际控制人对公司支持意愿很强；但由于实际控制人为自然人，与国有企业相比对当地政府和金融机构等资源协调较为有限，支持能力较弱。

同行业比较

中诚信国际选取了重庆华森制药股份有限公司（002907.SZ）作为山河药辅的可比公司，因上述公司为医药产品生产企业且采用医药制造行业评级方法，与山河药辅业务规模相当，在业务和财务方面具有一定的可比性。

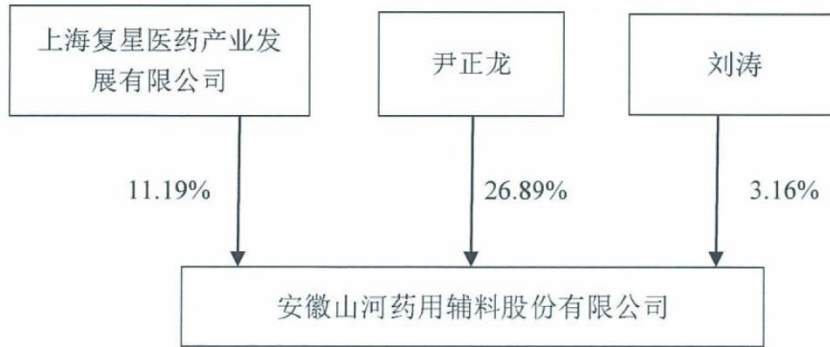
中诚信国际认为，山河药辅主要生产固体口服制剂类药用辅料，是制剂生产企业的上游企业。受细分领域特性及经营规模影响，与制剂生产企业相比公司研发投入金额及占比较低。财务风险方面，公司产品毛利率低于制剂生产企业，但其期间费用率较低，加之目前债务规模较小，偿债指标表现优于可比企业；预计随在建项目的持续投入，公司杠杆水平或有上升但仍将保持行业较低水平。

评级结论

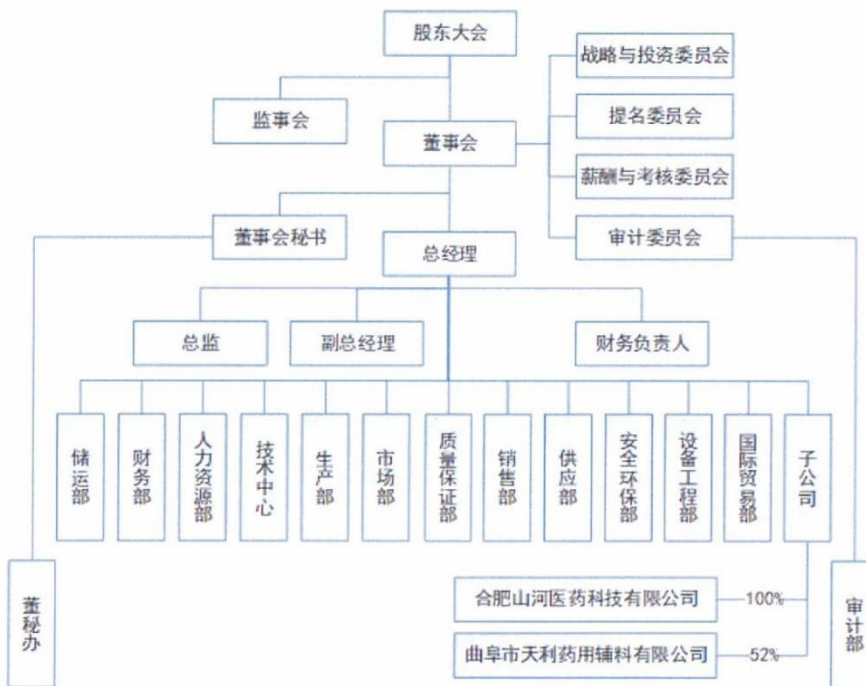
综上所述，中诚信国际评定安徽山河药用辅料股份有限公司主体信用等级为 **A⁺**，评级展望为稳定；评定“安徽山河药用辅料股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券”的信用等级为 **A⁺**。



附一：安徽山河药用辅料股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 6 月末）



注：股东尹正龙、刘涛不存在关联关系，亦不存在属于一致行动人的情形。



资料来源：公司提供

附二：安徽山河药用辅料股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.6/2022.1-6
货币资金	9,906.63	10,932.09	14,126.32	14,825.51
应收账款	4,107.95	4,365.85	5,769.14	8,056.79
其他应收款	13.62	74.35	26.19	107.29
存货	4,654.27	4,885.59	7,777.08	7,334.58
长期投资	-	-	-	-
固定资产	32,968.17	31,541.75	29,855.13	29,006.93
在建工程	1,312.23	690.55	648.75	3,702.05
无形资产	3,702.95	3,619.39	5,448.41	5,431.29
资产总计	81,016.65	90,087.16	96,258.40	100,940.73
其他应付款	1,058.56	2,160.66	1,346.67	1,850.52
短期债务	6,006.05	9,313.62	8,954.38	11,877.79
长期债务	-	-	-	-
总债务	6,006.05	9,313.62	8,954.38	11,877.79
净债务	-999.50	1,079.22	-1,928.51	1,628.03
负债合计	21,359.26	24,569.70	25,666.58	29,181.01
所有者权益合计	59,657.39	65,517.46	70,591.82	71,759.71
利息支出	8.43	72.84	120.04	56.18
营业总收入	46,406.71	53,119.66	61,670.73	35,997.49
经营性业务利润	9,927.00	10,502.00	9,811.91	6,924.29
投资收益	467.19	346.87	608.33	427.14
净利润	9,017.20	9,352.13	8,553.58	6,559.21
EBIT	10,404.05	11,024.10	10,102.44	7,446.23
EBITDA	12,371.85	14,199.63	13,570.71	9,225.39
经营活动产生的现金流量净额	7,947.48	8,555.16	10,382.32	6,723.82
投资活动产生的现金流量净额	-3,067.88	-8,689.35	-1,984.35	-1,254.64
筹资活动产生的现金流量净额	-3,987.17	875.82	-5,527.30	-5,498.96

财务指标	2019	2020	2021	2022.6/2022.1-6
营业毛利率(%)	36.53	30.96	28.89	30.06
期间费用率(%)	16.55	11.90	13.02	10.85
EBIT 利润率(%)	22.42	20.75	16.38	20.69
总资产收益率(%)	12.84	12.89	10.84	15.10*
流动比率(X)	2.07	2.26	2.48	2.20
速动比率(X)	1.81	2.03	2.13	1.92
存货周转率(X)	6.33	7.69	6.93	6.66
应收账款周转率(X)	11.30	12.54	12.17	10.41
资产负债率(%)	26.36	27.27	26.66	28.91
总资本化比率(%)	9.15	12.45	11.26	14.20
短期债务/总债务(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	1.32	0.91	1.15	1.13*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	1.32	0.91	1.15	1.13*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	942.45	117.45	86.49	119.69
总债务/EBITDA(X)	0.49	0.66	0.66	0.64*
EBITDA/短期债务(X)	2.06	1.52	1.52	1.55*
EBITDA 利息保障倍数(X)	1,467.11	194.95	113.06	164.23
EBIT 利息保障倍数(X)	1,233.76	151.35	84.16	132.55
FFO/总债务(X)	1.81	1.33	1.37	1.32*

注：1、2022 年半年报未经审计；2、带“*”指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
现金及其等价物（货币等 价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收 票据	
长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资	
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+ 一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）	
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额 ×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
盈利能力	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险 合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前 盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金 流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或 偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分 配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

基础信用评估等级符号	含义
aaa	无外部特殊支持下，受评对象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	无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	无外部特殊支持下，受评对象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	无外部特殊支持下，受评对象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	无外部特殊支持下，受评对象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	无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

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

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

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

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

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



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同2号银河SOHO5号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn



营业执照

(副本) (1-1)

统一社会信用代码 9111000071092067XR

名称 中诚信国际信用评级有限责任公司
 类型 有限责任公司(中外合资)
 住所 北京市东城区南竹杆胡同2号1幢60101
 法定代表人 闫衍
 注册资本 人民币3266.67万元
 成立日期 1999年08月24日
 营业期限 1999年08月24日至2024年08月23日
 经营范围 证券市场资信评级业务; 债券、基金金融机构评级业务及相关信息服务。(依法须经批准的项目, 经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动)

此件与原件一致, 仅限安徽山河药用辅料股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券使用, 再次复印无效



在线扫码获取详细信息

登记机关



2017年08月01日

提示: 每年1月1日至6月30日通过企业信用信息公示系统报送上一年度年度报告并公示。

此件与原件一致，仅限安徽山河药用辅料股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券使用，再次复印无效。



中华人民共和国 证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中诚信国际信用评级有限责任公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：闫衍
注册地址：北京市东城区南竹杆胡同2号1幢60101
编号：ZPJ 012

中国证券监督管理委员会(公章)
2020年2月13日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



程方誉, 证件号码:320703199310110524, 于2015年08月16日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

201508322815256032



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



程方誉, 证件号码:320703199310110524, 于2015年09月19日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

201509112900519011





SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



谭婕妤, 证件号码:430302199506230787, 于2021年04月24日发布证券研究报告业务考试, 成绩合格。

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

202104110000119485550110000



2021年04月24日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



谭婕妤, 证件号码:430302199506230787, 于2016年11月20日证券市场基本法律法规考试, 成绩合格。

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20161142010050817050420100



2016年11月20日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



谭婕妤, 证件号码:430302199506230787, 于2016年11月20日金融市场基础知识考试, 成绩合格。

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20161142010052167750420100



2016年11月20日