



安徽山河药用辅料股份有限公司

2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 3671 号

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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 8 月 10 日

本次跟踪发行人及评级结果 安徽山河药用辅料股份有限公司 A⁺/稳定

本次跟踪债项及评级结果 “山河转债” A⁺

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于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保持其品牌知名度及竞争优势，跟踪期内收入及利润规模持续增长、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、产品调价存在一定滞后性、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保持其品牌知名度及竞争优势，跟踪期内收入及利润规模持续增长
■	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
■	产品调价存在一定滞后性，未来盈利空间仍有待观察
■	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

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

山河药辅（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	9.01	9.63	11.81	12.07
所有者权益合计（亿元）	6.55	7.06	7.89	8.40
负债合计（亿元）	2.46	2.57	3.92	3.67
总债务（亿元）	1.06	1.05	1.60	1.77
营业总收入（亿元）	5.31	6.17	7.05	2.48
净利润（亿元）	0.94	0.86	1.31	0.51
EBIT（亿元）	1.10	1.01	1.38	--
EBITDA（亿元）	1.42	1.36	1.74	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	0.86	1.04	1.33	-0.01
营业毛利率(%)	30.96	28.89	29.77	32.51
总资产收益率(%)	12.89	10.84	12.86	--
EBIT 利润率(%)	20.75	16.38	19.55	--
资产负债率(%)	27.27	26.66	33.20	30.38
总资本化比率(%)	13.97	12.92	16.87	17.44
总债务/EBITDA(X)	0.75	0.77	0.92	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	194.95	113.06	143.47	--
FFO/总债务(X)	1.16	1.17	1.04	--

注：1、中诚信国际根据山河药辅提供的其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 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 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。

同行业比较（2022 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 (%)
诺泰生物	6.51	1.23	57.57	40.27	15.01	25.22	23.69
山河药辅	7.05	1.31	29.77	11.90	4.89	11.81	33.20

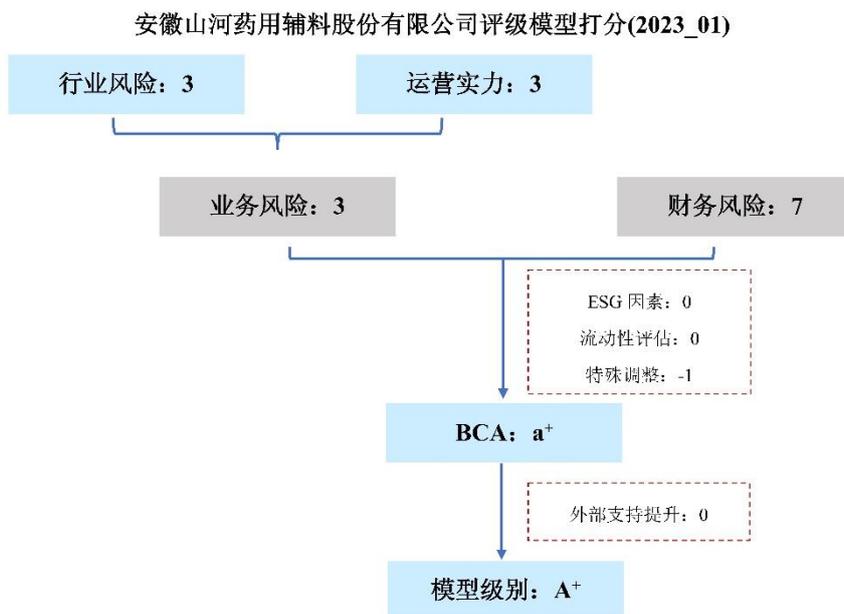
中诚信国际认为，受细分领域特性影响，与诺泰生物相比公司研发投入金额及占比较低，且产品毛利率低于可比企业，但其期间费用率较低，二者盈利水平相当，且财务杠杆均处于较低水平；预计随在建项目的持续投入，公司杠杆水平或有上升但仍将保持行业较低水平。

注：诺泰生物为“江苏诺泰澳赛诺生物制药股份有限公司”简称。

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
山河转债	A+	A+	2022/08/30	3.20	3.20	2023/06/12~2029/06/12	回售、赎回条款

评级模型



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；跟踪期内山河药辅核心产品保持其竞争优势，但仍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：

山河药辅跟踪期内收入及利润保持上升，且杠杆水平较低，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，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及公司所处细分行业药用辅料整体市场规模较小的影响。

■ 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。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“山河转债”募集资金扣除发行费用后将投资于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。根据公司 2023 年 7 月 4 日发布的公告，公司已使用募集资金置换预先投入募投项目的自筹资金 1.56 亿元¹。

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2023 年上半年中国经济仍处于复苏进程中，一季度开局良好，但二季度不及预期，特别是预期不稳下需求不足问题进一步凸显，持续复苏仍需要政策的支撑与呵护。

2023 年上半年中国经济持续复苏，GDP 同比增长 5.5%，两年复合同比增长 4%，产出缺口延续收窄，三次产业和三大需求增长贡献率总体回归至常态水平，物流货运及人员流动等社会秩序层面的修复已基本完成。其中，一季度经济开局良好 GDP 环比增长 2.2%，二季度复苏力度明显减弱 GDP 环比增长 0.8%。

中诚信国际认为，上半年经济复苏主要受服务业生产及消费的恢复性增长所拉动，但随着预期不稳下的需求不足问题进一步凸显，投资与消费的修复节奏在二季度出现放缓，叠加外需走弱下的出口下行，当前经济整体处在“弱复苏”区间。同时，经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，大国博弈与去全球化浪潮交织，外部环境严峻复杂；从增长动能看，需求不足对经济复苏的拖累有所加剧，且短期内较难逆转；从微观预期看，居民与企业信心偏弱，消费、投资的意愿与能力仍受制约；从债务压力看，宏观债务风险仍处于高位，经济运行中的庞氏融资占比抬升，加大经济金融脆弱性，尤其需要关注地方政府的结构性、区域性债务风险。从资产负债表看，居民收入、企业利润、政府财政的改善依然承压，资产负债表收缩的风险并未消除。

中诚信国际认为，当前经济运行已经进入修复关键期、风险高发期和发力窗口期，宏观经济政策将继续保持宽松取向，并注重加大政策有效性和精准性。财政政策继续“加力提效”，加大增量财政资金落地，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，发力带动全社会投资和促进消费。货币政策更加注重“精准有力”，积极配合财政政策落地见效，持续引导实体经济融资成本下行。此外，宏观经济政策或将加强总体统筹与预期引导，继续做好短期稳增长与中长期结构调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，下半年宏观经济或将筑底企稳并延续修复，2023 年全年 GDP 增速为 5.3%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

¹ 2023 年 7 月 28 日，公司公告称控股股东及实际控制人尹正龙质押了其持有的全部共计 860,608 张“山河转债”，占公司可转债比例的 26.894%，质押用途为融资需求。

详见《2023 年上半年宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10474?type=1>

近期关注

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；随着我国外部环境改善及医疗新基建的不断深入，医药流通行业增速保持恢复态势；随着医改持续深化，行业集中度不断提升，整体呈现转型升级、高质量发展态势。

医药制造

2021 年药品从需求端和供给端逐步恢复，叠加医保谈判、集中采购等行业政策持续推进，医药制造行业收入及利润稳步增长，整体保持较强的盈利能力。在医保控费和鼓励创新的政策深化作用下，行业竞争回归药品成本把控以及提升效用与质量，经营重点聚焦在提高经营效率和增强研发能力等方面，医药制造企业较好的经营获现能力能够为产能扩建等投资提供现金流支撑，融资节奏有所放缓，财务杠杆水平稳健，信用水平保持稳定；但新药研发、产能扩建等资金需求与债务期限结构存在一定错配，且尾部企业面临较大流动性压力，需关注行业内企业信用水平分化情况。中长期来看，在高质量、高层级的需求作用下，伴随着医药行业格局优化与产业升级的不断加深，医药制造行业作为推进健康中国建设的重要保障，其长期向好趋势不变。

详见《中国医药制造行业展望，2023 年 2 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9724?type=1>

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保持其品牌知名度及竞争优势，2022 年以来公司进一步挖掘客户需求，进口替代推进情况良好，加之产品价格随原材料价格变动有所上调，收入保持增长，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。

跟踪期内，公司继续深耕固体口服制剂辅料领域，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，2022 年以来公司进一步挖掘客户需求，下游客户集中度较低且合作较为稳定。

跟踪期内，公司继续深耕固体口服制剂辅料²这一细分领域，持续通过加大研发力度开拓产品类型，截至 2023 年 3 月末共有 39 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³，较 2021 年末增加 5 种，产品数量占 2020 年版《中国药典》中收录的药用辅料的约 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，但在细分领域内已形成较为丰富的产品矩阵。跟踪期内，公司进一步挖掘客户需求，持续拓展与国内知名药企的合作，截至 2022 年末与全国超过 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 6.53%，客户集中度保持较低水平，但粘性较高。

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%。

³ 2023 年 7 月，公司发布公告称新增邻菲罗啉（供注射用）、淀粉丸芯 2 种药用辅料产品，目前已有 41 种产品获得 CDE 登记号。

图 1：近年来各类药用辅料收入

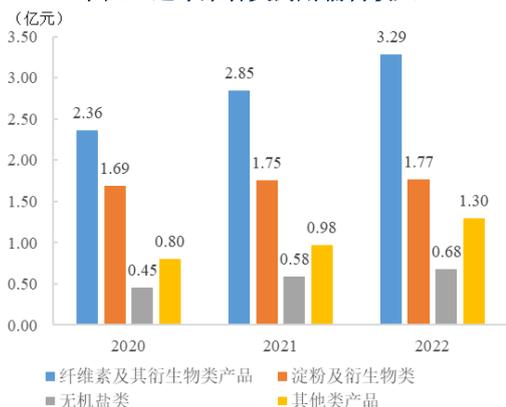
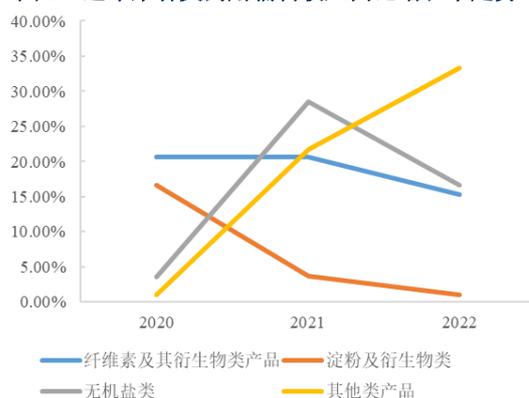


图 2：近年来各类药用辅料收入同比增长率走势



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

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

跟踪期内，公司在国内口服固体制剂药用辅料领域保持其品牌知名度及竞争优势，产品价格提升带动收入规模持续增长，但未来产品收入增长及盈利空间仍有待观察。

2022 年以来，公司核心产品微晶纤维素、硬脂酸镁、羧甲淀粉钠产能规模保持稳定，下游市场需求变化令三大核心产品产销量变动出现一定分化，但受益于产品价格随原材料价格变动有所上调，相关产品收入规模保持增长。整体来看，公司在业内保持了较好的品牌知名度、产品质量及成本优势，同时把握“进口替代”机遇，进一步拓展中高端产品市场，完成了多家重要客户的产品“进口替代”工作，产销量在国内保持领先水平。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，虽然 2022 年以来公司对产品进行了调价，但整体来看产品调价存在一定滞后性，未来盈利空间仍有待观察。

表 1：公司主要产品情况（吨/年、吨）

产品名称	产品类型	作用	项目	2020	2021	2022
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	8,250.00	9,500.00	9,500.00
			产量	5,564.87	7,238.49	6,974.07
			销量	5,486.02	6,802.23	6,844.93
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	2,450.00	2,500.00	2,500.00
			产量	1,833.94	2,139.59	1,758.26
			销量	1,804.06	1,980.81	1,728.56
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	2,900.00	3,500.00	3,500.00
			产量	2,845.41	2,655.83	2,696.01
			销量	2,637.07	2,499.42	2,662.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 2：公司主要原材料采购情况（万元）

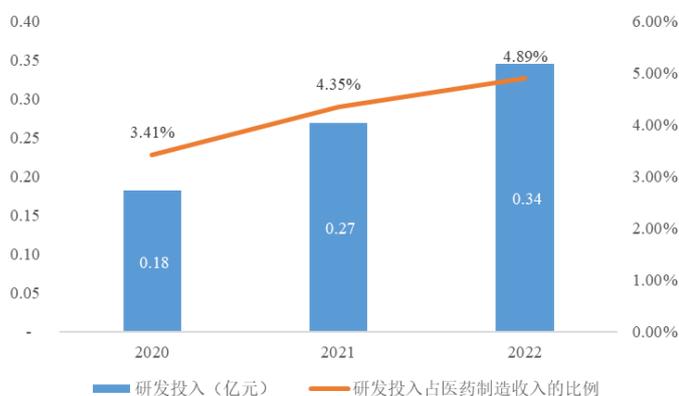
原材料名称	主要产品	项目	2020	2021	2022
玉米淀粉	羧甲淀粉钠、糊精、药用淀粉等	采购金额	5,779.26	7,522.33	6,731.61
木浆	微晶纤维素、羟丙甲纤维素等	采购金额	2,664.56	4,890.73	4,720.09
硬脂酸	硬脂酸镁	采购金额	1,052.23	1,622.16	1,623.17

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司在药用辅料领域具有一定的研发实力，2022 年以来公司研发投入持续增长，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。

跟踪期内，公司研发投入持续增长，截至 2022 年末共拥有 22 项国家发明专利⁴，2022 年内新增 2 项国家发明专利，同时新增龙胆酸（供注射用）、微晶纤维素丸芯、乳糖粉状纤维素共处理物 3 个新产品的 CDE 登记，其中龙胆酸（供注射用）为公司第一款注射级辅料产品，实现了注射级辅料领域新突破。截至 2022 年末，公司在研项目主要为无机盐类新产品开发、产品关键属性研究、工艺改良等，有助于进一步丰富产品矩阵、降低生产成本及拓宽产品应用范围。整体来看，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，但受细分领域特性及经营规模影响，目前研发投入金额及占比仍相对较低。

图 3：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

主要在建项目仍为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 2023 年 3 月末，公司主要在建项目均为可转换公司债券募投项目，可转换公司债券发行成功后已对前期投入资金进行置换，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 3：截至 2023 年 3 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 2023 年 3 月末已投入	2023 年 4-12 月	2024 年	2025 年
新型药用辅料系列生产基地一期项目	2 年	3.35	2.10	1.75	0.80	0.80	-
合肥研发中心及生产基地项目	2 年	2.90	0.80	-	0.50	1.50	0.90
合计	--	6.25	2.90	1.75	1.30	2.30	0.90

注：截至 2023 年 3 月末，合肥研发中心及生产基地项目用地手续正在办理中。

⁴ 其中山河药辅母公司共拥有 18 项国家发明专利，子公司天利药辅共拥有 4 项国家发明专利。2023 年上半年，山河药辅母公司新获得 3 项国家发明专利。

资料来源：公司提供

财务风险

中诚信国际认为，2022 年以来，产品提价、进口替代工作进一步推进等带动公司营业总收入及净利润保持增长，盈利能力有所增强，债务规模仍较小，财务杠杆保持较低水平；同时，公司经营获现保持较好水平，融资渠道畅通，整体偿债压力较小。

受益于产品提价、进口替代工作进一步推进等因素，2022 年以来公司营业总收入及净利润保持增长，盈利能力有所增强。

2022 年，公司为应对原材料价格上升对淀粉及衍生物类和无机盐类产品进行了提价，相关产品毛利率有所恢复，加之毛利率水平较高的进口替代产品业务拓展步伐加快，带动公司营业总收入及营业毛利率均同比上升。公司费用管控能力保持较好水平，2022 年利息收入较多令财务费用为负，期间费用率进一步降低。上述因素共同带动公司净利润及各项利润指标同比上升。2023 年一季度，外部环境变化令下游需求增长令营业总收入同比上升，当期净利润亦保持较快增速。根据公司公告的《2023 年半年度业绩快报》，2023 年上半年实现营业收入 4.53 亿元，同比增长 25.83%，归属于上市公司股东的净利润 0.88 亿元，同比增长 33.51%。整体来看，受益于进口替代及业务规模进一步扩张，跟踪期内公司盈利能力有所增强。

表 4：近年来公司主要板块毛利率(%)

	2020	2021	2022
纤维素及衍生物类	36.29	35.17	35.11
淀粉及衍生物类	20.72	18.46	21.99
无机盐类	39.51	34.61	38.54
其他类	32.88	26.94	22.41
营业毛利率	30.96	28.89	29.77

资料来源：公司提供

表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1~3
期间费用率(%)	11.90	13.02	11.90	10.55
经营性业务利润	1.05	0.98	1.31	0.54
利润总额	1.07	0.97	1.36	0.58
EBIT	1.10	1.01	1.38	--
EBIT 利润率(%)	20.75	16.38	19.55	--
总资产收益率(%)	12.89	10.84	12.86	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年以来公司资产规模保持增长，目前债务规模仍然较小，财务杠杆水平较低。

2022 年以来，公司资产规模保持增长。具体来看，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有所增长，且受限比例低，为公司提供了较为充裕的流动性。2022 年以来，应收账款规模虽业务开展及账款回收进度而有所波动，截至 2022 年末账龄在 1 年及以内的应收账款余额为 99.88%，前五名欠款方期末余额占比 25.43%，较上年有所上升，但整体来看公司应收账款周转保持在较好水平且集中度低，发生坏账风险较小。2022 年以来存货规模及存货周转率随业务开展有所波动，目前存货周转率尚可。跟踪期内，固定资产规模基本保持稳定，在建工程增长较快，主要系新型药用辅料系列生产基地一期项目等项目建设进度持续推进所致。商誉系 2017

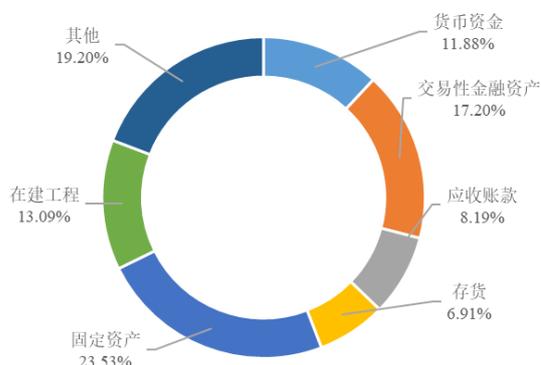
年收购子公司天利药辅股权产生⁵，2022 年淀粉类产品销售情况较好带动其扭亏为盈，当年未计提商誉减值准备，但仍需关注天利药辅后续经营情况及商誉减值风险。2022 年以来，公司总债务有所上升，但仍保持较小规模，同时利润积累令所有者权益保持增长，公司财务杠杆保持较低水平。

表 6：近年来公司资产质量相关指标（亿元）

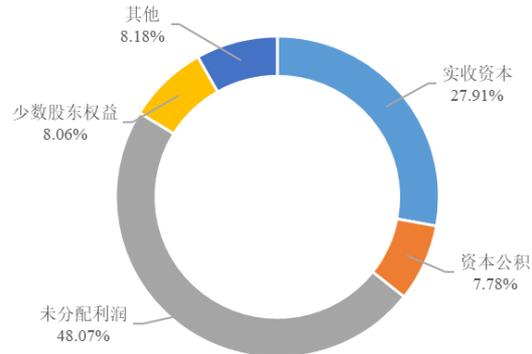
	2020	2021	2022	2023.3
货币等价物	3.28	3.47	3.83	3.67
应收账款	0.44	0.58	0.52	0.99
应收账款周转率(X)	12.54	12.17	12.85	13.14*
存货	0.49	0.78	0.91	0.83
存货周转率(X)	7.69	6.93	5.86	7.66*
固定资产	3.15	2.99	2.85	2.84
在建工程	0.07	0.06	1.55	1.58
商誉	0.45	0.39	0.39	0.39
总资产	9.01	9.63	11.81	12.07
总债务	1.06	1.05	1.60	1.77
短期债务/总债务(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
所有者权益合计	6.55	7.06	7.89	8.40
总资本化比率(%)	13.97	12.92	16.87	17.44

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

图 4：截至 2023 年 3 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 5：截至 2023 年 3 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

2022 年，公司经营获现保持较好水平，可为债务偿付提供保障，整体偿债压力较小。

2022 年，收入规模增长及较好的应收账款管理水平带动经营活动现金净流入同比增长，公司经营获现保持较高水平，能够覆盖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，公司偿债压力保持较低水平。

表 7：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1~3/2023.3
经营活动产生的现金流量净额	0.86	1.04	1.33	-0.01

⁵2017 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。2021 年，因天利药辅经营亏损，公司计提了 0.06 亿元商誉减值准备。

投资活动产生的现金流量净额	-0.87	-0.20	-0.88	-0.10
筹资活动产生的现金流量净额	0.09	-0.55	-0.49	0.001
EBITDA 利息保障倍数(X)	194.95	113.06	143.47	--
FFO/总债务(X)	1.16	1.17	1.04	--
总债务/EBITDA(X)	0.75	0.77	0.92	--
货币等价物/总债务(X)	3.08	3.31	2.40	2.07

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司受限资产合计为 0.56 亿元，占当期末总资产的 4.61%，主要为受限保证金 0.32 亿元及用于借款抵押的固定资产 0.05 亿元和无形资产 0.19 亿元。

截至 2023 年 3 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，截至 2023 年 5 月末，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。

假设与预测⁶

假设

——2023 年，山河药辅进一步拓展与下游制药企业的合作，销售收入及利润保持增长。

——2023 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。

——2023 年，除新增“山河转债”外，山河药辅其他债务规模保持稳定。

预测

表 8：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率(%)	12.92	16.87	35~37
总债务/EBITDA(X)	0.77	0.92	2.5~2.7

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。

调整项

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。

跟踪期内，公司经营获现保持较高水平，且截至 2023 年 3 月末账面货币资金 1.43 亿元，其中受限货币资金 0.32 亿元，同期末在手理财产品 2.08 亿元，货币等价物储备较充足。截至 2023 年 3 月末，公司共获得银行授信 3.95 亿元，其中 0.40 亿元尚未使用授信，备用流动性尚可。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。

⁶ 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。

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 2023 年 4~12 月计划投资 1.30 亿元，2024 年计划投资 2.30 亿元。2020~2022 年分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出在 0.50 亿元左右，且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。

表 9：截至 2023 年 3 月末合并口径主要债务到期分布情况（亿元）

	一年以内（含）	一年以上	合计
短期借款	0.40	-	0.40
应付票据	1.37	-	1.37
合计	1.77	-	1.77

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析⁷

中诚信国际认为，公司较为重视安全生产与环保投入，人员稳定性高，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，跟踪期内不存在因违反环保法规而受到重大行政处罚的情况。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；跟踪期内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 个子级。

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，截至 2023 年 6 月末，实际控制人未对其持有的公司股权进行质押；但由于实际控制人为自然人，

⁷ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

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

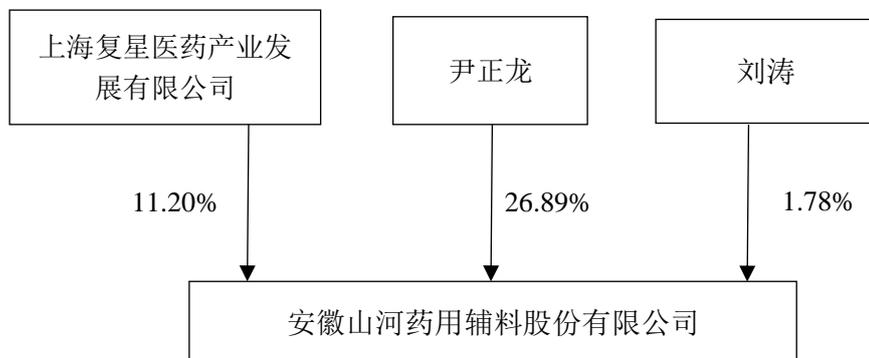
中诚信国际选取了江苏诺泰澳赛诺生物制药股份有限公司（688076.SH）作为山河药辅的可比公司，因上述公司为医药产品生产企业且采用医药制造行业评级方法，与山河药辅业务规模相当，在业务和财务方面具有一定的可比性。

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，而诺泰生物则聚焦多肽药物与小分子化药的自主研发与定制研发生产。受细分领域特性影响，与诺泰生物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可比企业，但其期间费用率较低，二者盈利水平相当，且财务杠杆均处于较低水平；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。

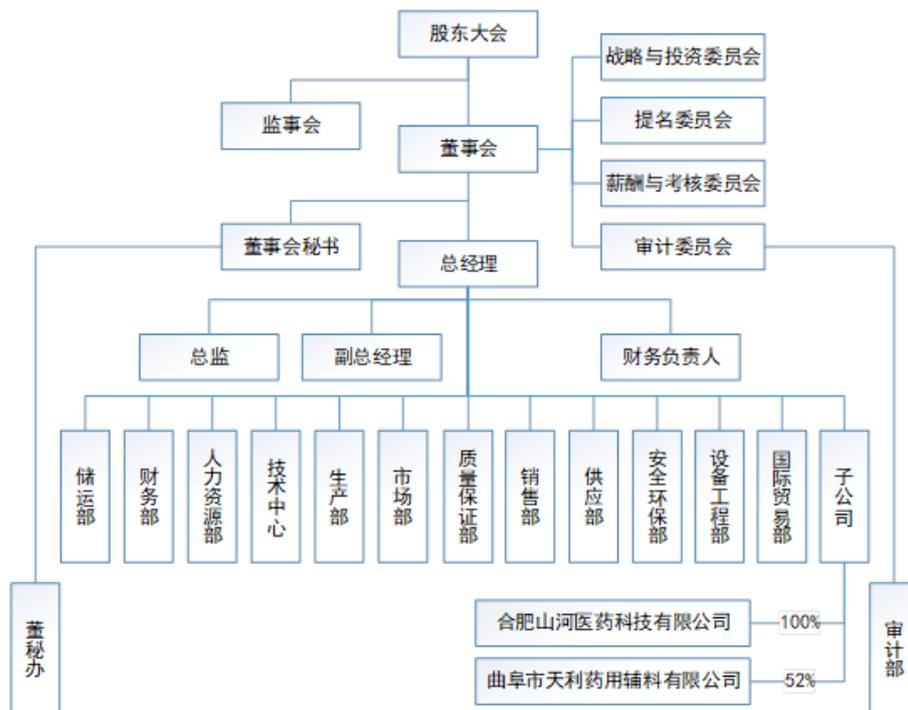
评级结论

综上所述，中诚信国际维持安徽山河药用辅料股份有限公司的主体信用等级为 **A⁺**，评级展望为稳定；维持“山河转债”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 2023 年 3 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）	2020	2021	2022	2023.1~3/2023.3
货币资金	10,932.09	14,126.32	15,011.91	14,340.82
应收账款	4,365.85	5,769.14	5,200.35	9,877.86
其他应收款	74.35	26.19	59.20	46.39
存货	4,885.59	7,777.08	9,119.77	8,342.31
长期投资	-	-	-	-
固定资产	31,541.75	29,855.13	28,523.72	28,395.66
在建工程	690.55	648.75	15,459.17	15,795.85
无形资产	3,619.39	5,448.41	5,366.33	5,333.96
资产总计	90,087.16	96,258.40	118,055.10	120,672.26
其他应付款	2,160.66	1,346.67	763.62	694.34
短期债务	10,642.21	10,477.05	16,009.38	17,749.05
长期债务	-	-	-	-
总债务	10,642.21	10,477.05	16,009.38	17,749.05
净债务	1,079.22	-1,928.51	3,738.83	6,650.29
负债合计	24,569.70	25,666.58	39,193.32	36,659.11
所有者权益合计	65,517.46	70,591.82	78,861.77	84,013.15
利息支出	72.84	120.04	121.25	--
营业总收入	53,119.66	61,670.73	70,452.52	24,771.32
经营性业务利润	10,502.00	9,811.91	13,138.93	5,414.62
投资收益	346.87	608.33	773.19	139.13
净利润	9,352.13	8,553.58	13,093.47	5,099.65
EBIT	11,024.10	10,102.44	13,776.59	--
EBITDA	14,199.63	13,570.71	17,396.08	--
经营活动产生的现金流量净额	8,555.16	10,382.32	13,281.73	-125.88
投资活动产生的现金流量净额	-8,689.35	-1,984.35	-8,820.67	-999.70
筹资活动产生的现金流量净额	875.82	-5,527.30	-4,851.91	9.53

财务指标	2020	2021	2022	2023.1~3/2023.3
营业毛利率(%)	30.96	28.89	29.77	32.51
期间费用率(%)	11.90	13.02	11.90	10.55
EBIT 利润率(%)	20.75	16.38	19.55	--
总资产收益率(%)	12.89	10.84	12.86	--
流动比率(X)	2.26	2.48	1.83	2.04
速动比率(X)	2.03	2.13	1.56	1.77
存货周转率(X)	7.69	6.93	5.86	7.66*
应收账款周转率(X)	12.54	12.17	12.85	13.14*
资产负债率(%)	27.27	26.66	33.20	30.38
总资本化比率(%)	13.97	12.92	16.87	17.44
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)	0.80	0.98	0.82	-0.03*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.80	0.98	0.82	-0.03*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	117.45	86.49	109.54	--
总债务/EBITDA(X)	0.75	0.77	0.92	--
EBITDA/短期债务(X)	1.33	1.30	1.09	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	194.95	113.06	143.47	--
EBIT 利息保障倍数(X)	151.35	84.16	113.62	--
FFO/总债务(X)	1.16	1.17	1.04	--

注：1、2023 年一季报未经审计；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	
资本结构	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
	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

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



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