



安徽山河药用辅料股份有限公司

2024 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[2024]跟踪 0378 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象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，未受评级委托方、评级对象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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 5 月 31 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⁺

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。

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、跟踪期内盈利能力进一步提升，资本结构稳健、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，在建项目产能逐步释放、产能消纳和投后效益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，跟踪期内盈利能力进一步提升
- 资本结构稳健，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
- 在建项目产能逐步释放，产能消纳和投后效益情况值得关注

项目负责人：程方誉 fycheng@ccxi.com.cn

项目组成员：陈光远 gychen@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）	2021	2022	2023	2024.1~3
资产总计（亿元）	9.63	11.81	15.43	15.43
所有者权益合计（亿元）	7.06	7.89	9.35	9.63
负债合计（亿元）	2.57	3.92	6.07	5.80
总债务（亿元）	1.05	1.60	4.12	4.21
营业总收入（亿元）	6.17	7.05	8.39	2.38
净利润（亿元）	0.86	1.31	1.65	0.51
EBIT（亿元）	1.01	1.38	1.90	--
EBITDA（亿元）	1.36	1.74	2.29	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	1.04	1.33	1.32	-0.10
营业毛利率(%)	28.89	29.77	31.69	33.34
总资产收益率(%)	10.84	12.86	13.94	--
EBIT 利润率(%)	16.38	19.55	22.61	--
资产负债率(%)	26.66	33.20	39.38	37.57
总资本化比率(%)	12.92	16.87	30.56	30.41
总债务/EBITDA(X)	0.77	0.92	1.80	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	113.06	143.47	40.73	--
FFO/总债务(X)	1.17	1.04	0.46	--

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 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 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（2023 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	10.34	1.65	60.97	40.23	12.93	35.47	38.28
山河药辅	8.39	1.65	31.69	12.58	5.00	15.43	39.38

中诚信国际认为，受细分领域特性影响，山河药辅与诺泰生物相比研发投入金额及占比较低，且产品毛利率低于可比企业，但期间费用率较低，二者盈利水平相当，但山河药辅财务杠杆水平略高于对比企业；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：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

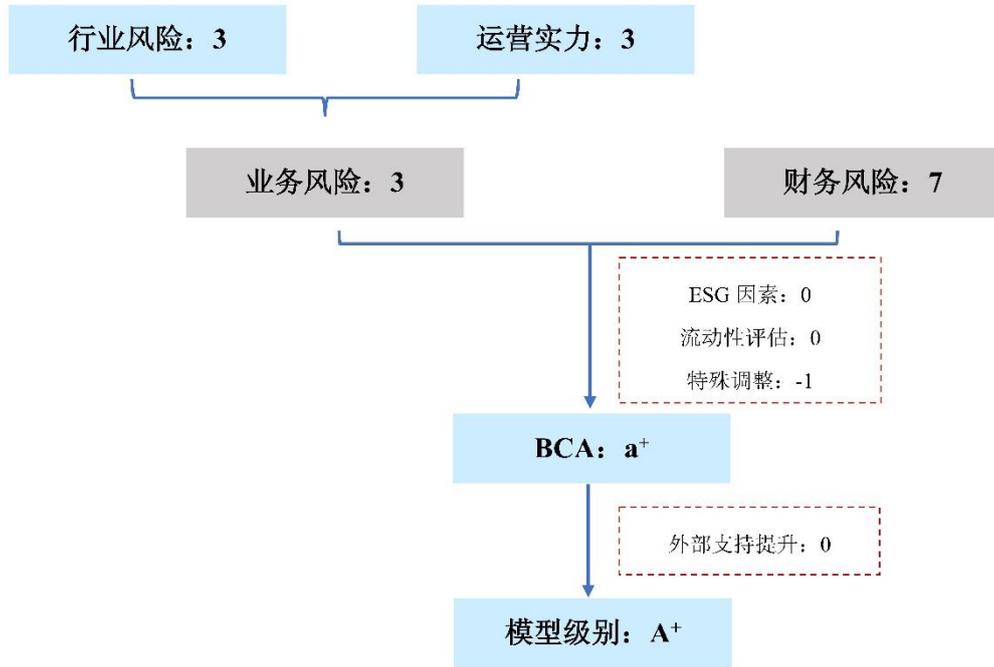
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项评级 结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
山河转债	A+	A+	2023/08/10 至本 报告出具日	3.20/3.20	2023/06/12~2029/06/12	回售、赎回条款

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
山河药辅	A+/稳定	A+/稳定	2023/08/10 至本报告出具日

● 评级模型

安徽山河药用辅料股份有限公司评级模型打分(C100100_2024_05_2024_01)



注:

调整项: 受评主体的核心产品为药用辅料，在下游医药行业内的药品制剂中规模体量不大，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，且在业务得分中未能体现，故在特殊调整项目下调 1 个子级。

方法论: 中诚信国际医药制造行业评级方法与模型 C100100_2024_05

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

业务风险

中诚信国际认为，2023 年以来，医药政策和医改进程对行业不利影响趋于弱化，实现高质量发展始终是行业重点。行业研发投入持续增加，转型升级、提质增效、实现研发创新的良性循环趋势明显；在良好的外部环境和刚性需求支持下，2024 年行业和企业有望逐步回归增长，医药行业始终保持较大的发展韧性和潜力。

2023 年前三季度行业和企业主要经济指标出现下滑，但预计全年高基数效应将逐渐得到消化，在良好的外部环境和刚性需求支持下，2024 年行业和企业有望逐步回归增长，行业整体仍拥有较强的盈利能力。在医改各项工作按计划推进、政策鼓励高质量发展的大背景下，行业竞争逐步转向经营效率和研发能力的提升，费用结构实现优化，研发投入持续增加，创新属性不断增强。虽然利润增速放缓以及债务规模持续增长或将影响债务覆盖程度，同时尾部样本企业面临一定的短期债务偿付风险，但医药制造企业较好的经营获现能力能够为研发项目、产能扩建等投资提供现金流支撑，融资节奏趋于平稳，财务杠杆水平稳健，行业整体偿债能力维持在较好水平，信用水平保持稳定。中长期来看，医药行业韧性强、潜力大的特点没有改变，未来随着医药行业政策落实持续推进、卫生服务体系不断健全、更多层次和多元化需求导向下，医药制造行业有望进一步实现转型升级和高质量发展，长期趋势保持向好。

详见《中国医药制造行业展望,2024 年 2 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10951?type=1>

中诚信国际认为，跟踪期内，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，2023 年以来公司大力挖掘客户进口替代需求，加之新产能逐步释放带动收入继续增长，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，产品多元化程度尚有继续提升空间，且需关注在建项目建设进度及投运后效益实现情况。

2023 年以来公司产权结构无重大变化，董监事人员有一定变动，战略方向明确且具有可持续性。

跟踪期内，公司产权结构无重大变化，截至 2024 年 3 月末，公司控股股东及实际控制人尹正龙持有公司 26.90% 的股权。跟踪期内，公司董事和监事人员的离任人数为 3 人，包括非独立董事和监事的辞任事项，整体来看公司治理架构较稳定，上述人员变动对公司正常生产经营无重大影响。

战略方面，公司立足口服辅料领域，持续推行进口替代项目；考虑到海外广阔的市场空间，公司将继续在国外市场同国外企业竞争，并将优势产品面向国际市场推广；公司将进一步加大注射剂辅料和食品领域辅料的研发力度，同时积极探索和开发新材料市场，加大加深和科研机构的合

¹ 截至 2024 年 5 月，公司董事会由 7 名董事组成，其中设董事长 1 名，独立董事 3 名。监事会由 3 名监事组成，设监事会主席 1 名。高级管理人员无变化。

作，做好市场服务和对接，进一步提升市场份额。

跟踪期内，公司继续深耕固体口服制剂辅料领域，产品多元化程度有所提高，合作客户进一步增加，下游客户较为分散且合作稳定。

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 2024 年 3 月末共有 47 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，较 2022 年末增加 8 种，产品数量占 2020 年版《中国药典》中收录的药用辅料的约 14%，主要产品涵盖填充剂、黏合剂、崩解剂、润滑剂、包衣材料等常用口服固体制剂类药用辅料和注射级药用辅料等，产品多元化程度有所提高，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 2023 年末与全国超过 30 个省、市、自治区或直辖市的 3,000 余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 6.98%，客户集中度保持较低水平，但粘性较高。

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，进口替代加速推进及产能扩张带动产品销售规模持续扩大，但未来产品盈利空间仍有待观察。

受益于新型药用辅料生产基地一期项目于 2023 年 10 月获准试生产，各产品线陆续达产，公司产能进一步扩张，规模优势有所增强。跟踪期内，因国内制剂市场对药用辅料的需求保持高速增长，国产药用辅料产品质量的提升及成本的优势推动进口替代进展加速，在带量采购和保持供应链稳定的背景下，公司主要产品产销量呈不同程度的增长，且进一步拓展中高端产品市场，跟踪期内国外销售额亦同比增长。**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；此外，近年来木浆、精制棉、玉米淀粉等主要原材料价格波动较大，对公司毛利空间形成一定扰动，加之公司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	2021	2022	2023
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	9,500.00	9,500.00	10,333.00
			产量	7,238.49	6,974.07	10,265.15
			销量	6,802.23	6,844.93	9,459.08
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	2,500.00	2,500.00	2,500.00
			产量	2,139.59	1,758.26	1,899.07
			销量	1,980.81	1,728.56	1,818.65
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	3,500.00	3,500.00	3,500.00
			产量	2,655.83	2,696.01	2,752.50
			销量	2,499.42	2,662.10	2,645.17

注：2023 年度羧甲淀粉钠因下游客户库存较多，需求减弱导致销量下滑。

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	2021	2022	2023
玉米淀粉	羧甲淀粉钠、糊精、药用淀粉等	采购金额	7,522.33	6,731.61	7,736.85
木浆	微晶纤维素、羟丙甲纤维素等	采购金额	4,890.73	4,720.09	6,188.68
硬脂酸	硬脂酸镁	采购金额	1,622.16	1,623.17	1,380.14

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%。

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，2023 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，2023 年内新增 5 项国家发明专利³，同时新增醋酸纤维素、邻菲罗啉（供注射用）、淀粉丸芯、羧甲纤维素钠（供注射用）、甲基丙烯酸-丙烯酸乙酯共聚物水分散体共 5 个新产品的 CDE 登记，加强了公司在注射剂辅料领域的产品布局。截至 2024 年 3 月末，公司在研项目包括复合辅料的多规格开发、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，目前研发投入金额仍相对较低。

表 3：近年来公司主要研发投入情况

	2021	2022	2023
研发人员数量（人）	162	160	160
研发人员数量占比（%）	18.31	17.82	16.65
研发投入金额（亿元）	0.27	0.34	0.42
研发投入占营业收入比例（%）	4.35	4.89	5.00

资料来源：公司提供，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，新型药用辅料系列生产基地一期项目产能陆续释放，未来投资压力尚可。

截至 2024 年 3 月末，公司主要在建项目主要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，2024 年尚需投资 1.53 亿元，资金压力尚可。其中，新型药用辅料系列生产基地一期项目已竣工投产，新产能正处于逐步释放阶段。合肥研发中心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，但仍需关注产能消纳、研发成果转化及未来投后效益实现情况。

表 4：截至 2024 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

在建项目	计划投资额	截至 2024 年 3 月末已投资	2024 年投资规划	资金来源
新型药用辅料系列生产基地一期项目	3.14	2.41	0.73	募集资金
东区污水项目	0.05	0.03	0.02	自有资金
合肥研发中心项目	2.85	0.002	0.78	募集资金
合计	6.04	2.442	1.53	--

注：合肥研发中心项目预计 2025 年建成。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，2023 年以来，进口替代、原材料价格回落及出口增长等带动公司营业总收入及净利润进一步增长，盈利能力有所增强，资本结构稳健；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。

³ 截至 2023 年末公司共拥有 27 项国家发明专利。

盈利能力

受益于大宗材料价格回落，加之毛利率水平较高的进口替代产品业务拓展步伐较快，2023 年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，期间费用率处于较低区间。上述因素共同带动公司利润总额及各项利润指标同比上升。2024 年一季度，公司收入和利润水平同比较为稳定。整体来看，受益于进口替代、出口增长及业务规模持续扩张，跟踪期内公司盈利能力有所增强。

资产质量

2023 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。应收账款规模随业务增长而有所增加，截至 2023 年末账龄在 1 年及以内的应收账款余额为 99.99%，前五名欠款方期末余额占比 15.38%，较上年末有所下降，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。2023 年以来受益于库存管理的优化，存货周转效率持续提升。跟踪期内，因新型药用辅料系列生产基地一期项目竣工投产，由在建工程转入固定资产带动固定资产规模增长。跟踪期内，“山河转债”的发行推动公司总债务规模增长，利润积累令所有者权益亦保持增长，公司财务杠杆有所上升但仍处于较低区间。

现金流及偿债情况

2023 年，公司经营获现能力保持较高水平；投资活动现金流主要系购建固定资产及理财支出；筹资活动现金流入主要系发债融资。2024 年一季度，受季节性支付较多及税收返还减少等影响，经营活动净现金流呈小幅净流出。

偿债指标方面，跟踪期内受总债务规模扩大影响，各项偿债指标有所下滑，但仍保持在较优区间，同时考虑到货币等价物能够完全覆盖总债务，且现存债务主要为可转债，后续存在转股可能性，故整体而言公司仍保持较强的偿债能力，短期偿债压力可控。截至 2023 年末，公司合并口径共获得银行授信额度 4.15 亿元，其中尚未使用额度为 2.69 亿元，备用流动性尚可。资金归集方面，公司尚未实现资金统一归集，下属公司有资金自主管理权。

表 5：近年来公司各板块营业收入及毛利率情况（亿元、%）

业务板块	2021		2022		2023		2024.1-3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
纤维素及其衍生物类产品	2.85	35.17	3.28	35.11	3.88	35.96	1.21	35.65
淀粉及衍生物类	1.75	18.46	1.76	21.99	2.02	24.65	0.54	24.50
无机盐类	0.58	34.61	0.68	38.54	0.72	49.76	0.19	51.21
其他	0.98	26.94	1.33	22.41	1.77	22.95	0.44	30.14
营业总收入/综合毛利率	6.17	28.89	7.05	29.77	8.39	31.69	2.38	33.34

注：尾差系四舍五入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
期间费用率	13.02	11.90	12.58	12.05
经营性业务利润	0.98	1.31	1.67	0.51
利润总额	0.97	1.36	1.86	0.57

EBIT 利润率	16.38	19.55	22.61	--
货币等价物	3.47	3.83	6.99	6.65
应收账款	0.58	0.52	0.82	1.39
存货	0.78	0.91	0.94	0.73
固定资产	2.99	2.85	4.17	4.80
在建工程	0.06	1.55	0.86	0.15
总资产	9.63	11.81	15.43	15.43
总债务	1.05	1.60	4.12	4.21
总负债	2.57	3.92	6.07	5.80
所有者权益合计	7.06	7.89	9.35	9.63
资产负债率	26.66	33.20	39.38	37.57
总资本化比率	12.92	16.87	30.56	30.41
经营活动净现金流	1.04	1.33	1.32	-0.10
投资活动净现金流	-0.20	-0.88	-3.33	-0.04
筹资活动净现金流	-0.55	-0.49	2.28	-0.23
FFO/总债务	1.17	1.04	0.46	--
总债务/EBITDA	0.77	0.92	1.80	--
EBITDA 利息保障倍数	113.06	143.47	40.73	--
货币等价物/短期债务	3.31	2.40	1.70	1.58

注：2021~2023 年，公司合并口径分配现金股利 0.45 亿元、0.54 亿元和 0.59 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有事项

截至 2024 年 3 月末，公司受限资产合计为 0.78 亿元，占当期末总资产的 5.06%，主要为受限保证金 0.24 亿元及用于借款抵押的固定资产 0.54 亿元。

截至 2024 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，2021 年~2024 年 4 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⁴

假设

——2024 年，山河药辅新产能陆续释放，销售收入及利润保持增长。

——2024 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。

——2024 年，山河药辅业务规模继续增长带动融资需求增加，债务规模小幅扩大。

预测

表 7：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	16.87	30.56	27.05~30.05

⁴ 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对受评对象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主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，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主体的未来实际经营情况可能存在差异。

总债务/EBITDA(X)	0.92	1.80	1.56~1.76
---------------	------	------	-----------

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

调整项

ESG⁵表现方面，山河药辅注重可持续发展和安全管理，并积极履行企业社会责任；公司治理结构较完善，内控制度健全，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，公司经营获现能力较强，未使用授信额度尚可，且为上市公司，资本市场融资渠道畅通，财务弹性较好。公司资金流出主要用于固定资产投资、理财投资和偿付债务本息，整体资本支出压力较小，债务规模和偿债压力较低，债务续接能力良好。总体而言，凭借畅通的外部融资渠道和较好的财务弹性，若未来无重大收并购事项，公司未来一年流动性来源对流动性需求覆盖能力较强，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

跟踪债券信用分析

“山河转债”募集资金 3.2 亿元，其中 91%用于募投项目建设，9%用于补充流动资金，截至本评级报告出具日，尚未使用募集资金金额为 0.93 亿元，已使用募集资金已按用途使用。

“山河转债”设置赎回条款和回售条款，跟踪期内上述含权条款未被触发，上述含权条款跟踪期内对债券的信用风险和公司的信用实力无影响。

截至 2024 年 3 月末，“山河转债”累计转股数量为 442 张，剩余 3,199,558 张。

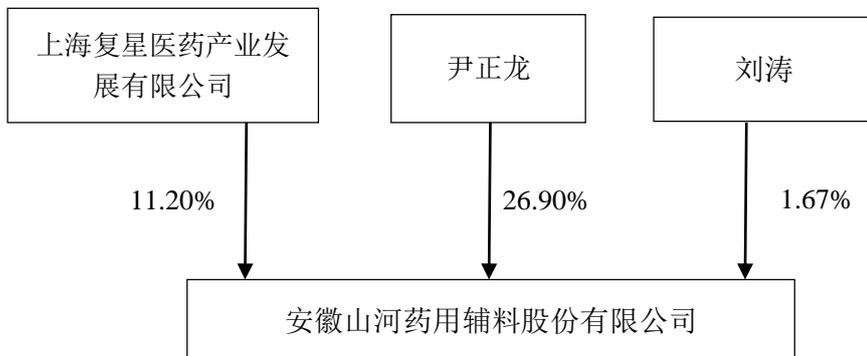
截至 2024 年 4 月 26 日，公司股票已出现连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价（18.25 元/股）的 85%（即 15.51 元/股）的情形，触发了“山河转债”《募集说明书》中转股价格向下修正的条件，故公司董事会决定将“山河转债”的转股价格向下修正为 13.85 元/股，修正后的转股价格自 2024 年 5 月 17 日起生效。2024 年 5 月 16 日公司召开股东大会审议通过《公司 2023 年度利润分配预案》，分红除权后山河转债转股价格调整为 13.60 元/股，调整后的转股价格于 2024 年 5 月 29 日开始生效。

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⁺**。

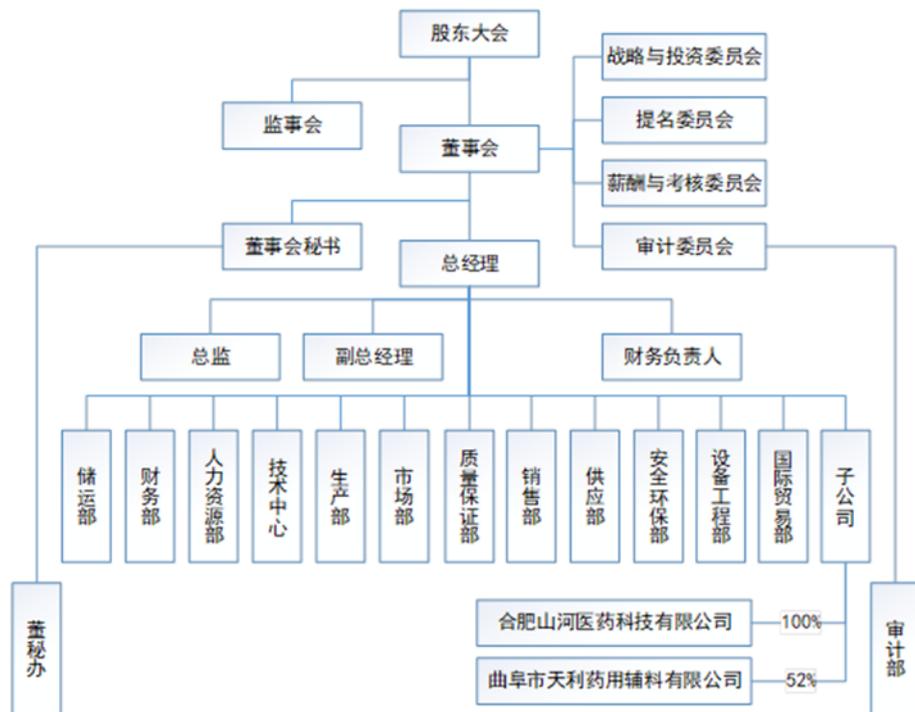
⁵ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

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 2024 年 3 月末）



全称	层级	持股比例 (%)	2024 年 3 月末		2023 年	
			总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
合肥山河医药科技有限公司	2	100.00	0.31	0.29	0.44	0.03
曲阜市天利药用辅料有限公司	2	51.99	1.64	1.46	1.20	0.06

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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	14,126.32	15,011.91	17,396.29	13,743.97
应收账款	5,769.14	5,200.35	8,189.29	13,880.01
其他应收款	26.19	59.20	58.50	63.78
存货	7,777.08	9,119.77	9,410.36	7,315.94
长期投资	-	-	-	-
固定资产	29,855.13	28,523.72	41,708.18	47,966.77
在建工程	648.75	15,459.17	8,648.52	1,517.56
无形资产	5,448.41	5,366.33	5,236.87	5,204.51
资产总计	96,258.40	118,055.10	154,271.06	154,329.59
其他应付款	1,346.67	763.62	181.88	56.70
短期债务	10,477.05	16,009.38	12,408.48	13,035.57
长期债务	-	-	28,758.75	29,070.73
总债务	10,477.05	16,009.38	41,167.22	42,106.30
净债务	-1,928.51	3,738.83	26,149.24	30,827.00
负债合计	25,666.58	39,193.32	60,746.11	57,986.70
所有者权益合计	70,591.82	78,861.77	93,524.94	96,342.88
利息支出	120.04	121.25	561.83	--
营业总收入	61,670.73	70,452.52	83,925.95	23,768.85
经营性业务利润	9,811.91	13,138.93	16,746.05	5,088.32
投资收益	608.33	773.19	1,053.85	374.58
净利润	8,553.58	13,093.47	16,462.25	5,051.81
EBIT	10,102.44	13,776.59	18,975.66	--
EBITDA	13,570.71	17,396.08	22,882.29	--
经营活动产生的现金流量净额	10,382.32	13,281.73	13,229.83	-1,022.96
投资活动产生的现金流量净额	-1,984.35	-8,820.67	-33,297.83	-408.29
筹资活动产生的现金流量净额	-5,527.30	-4,851.91	22,816.69	-2,337.71

财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	28.89	29.77	31.69	33.34
期间费用率(%)	13.02	11.90	12.58	12.05
EBIT 利润率(%)	16.38	19.55	22.61	--
总资产收益率(%)	10.84	12.86	13.94	--
流动比率(X)	2.48	1.83	3.44	3.90
速动比率(X)	2.13	1.56	3.09	3.60
存货周转率(X)	5.64	5.86	6.19	7.58*
应收账款周转率(X)	10.69	12.85	12.54	8.62*
资产负债率(%)	26.66	33.20	39.38	37.57
总资本化比率(%)	12.92	16.87	30.56	30.41
短期债务/总债务(%)	100.00	100.00	30.14	30.96
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.98	0.82	0.32	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.98	0.82	1.06	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	86.49	109.54	23.55	--
总债务/EBITDA(X)	0.77	0.92	1.80	--
EBITDA/短期债务(X)	1.30	1.09	1.84	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	113.06	143.47	40.73	--
EBIT 利息保障倍数(X)	84.16	113.62	33.77	--
FFO/总债务(X)	1.17	1.04	0.46	--

注：1、2024 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	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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	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
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款+应收款项融资调整项)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) ×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-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)
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金-中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金-利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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)
偿债能力	EBIT 利息覆盖倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

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