

天津红日药业股份有限公司

2024 年跟踪评级报告

China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.
联合资信评估股份有限公司

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕2001号

联合资信评估股份有限公司通过对天津红日药业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，确定维持天津红日药业股份有限公司主体长期信用等级为AA，维持“21红日01”信用等级为AAA，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：

二〇二四年五月二十九日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受天津红日药业股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，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。

三、本报告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。

四、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。

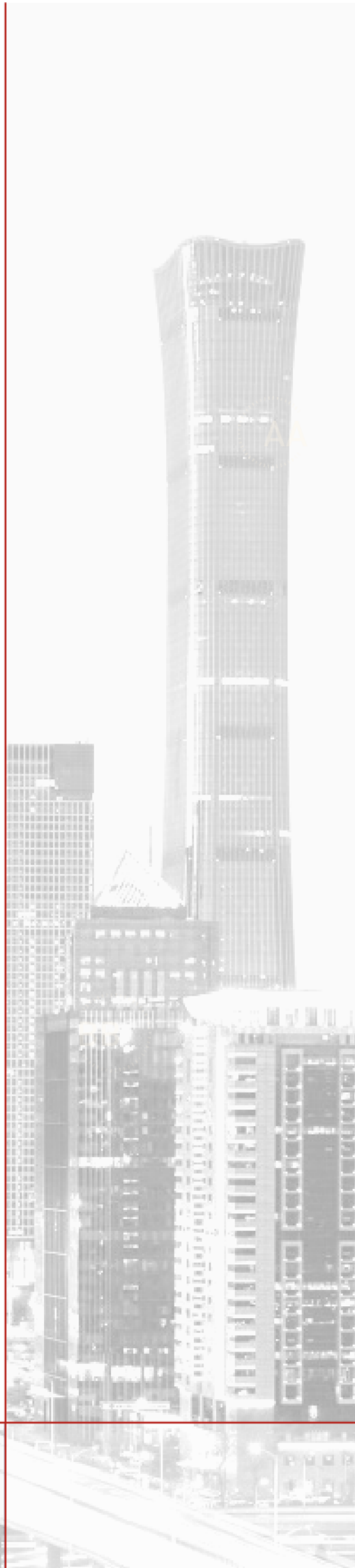
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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。



天津红日药业股份有限公司

2024 年跟踪评级报告

| 项目 | 本次评级结果 | 上次评级结果 | 本次评级时间 |
|--------------|--------|--------|------------|
| 天津红日药业股份有限公司 | AA/稳定 | AA/稳定 | |
| 成都兴城投资集团有限公司 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | 2024/05/29 |
| 21 红日 01 | AAA/稳定 | AAA/稳定 | |

评级观点

跟踪期内，天津红日药业股份有限公司（以下简称“公司”）作为中药配方颗粒、成品药及医疗器械等综合药品器械制造企业，在中药配方颗粒行业地位、核心药品竞争力等方面仍具备综合优势；经营方面，2023 年公司营业总收入有所下降，其中，受新旧标准转换及集采政策影响，中药配方颗粒产销量均有所下降，销售金额同比减少；成品药业务收入有所增长；医疗器械业务受海外需求回落影响，血氧系列产品产销量下降幅度大，医疗器械板块收入有所下降。财务方面，2023 年，公司加强回款催收和存货消化，应收账款和存货均有所减少，但仍对营运资金形成较大占用；公司债务负担较轻；盈利指标表现有所下降，期间费用仍对利润形成较大侵蚀；收入实现质量提高，经营现金流净流入金额大幅增长；偿债指标方面，2023 年，公司 EBITDA、经营活动现金流净额和现金类资产对待偿债券余额的保障程度高。

“21 红日 01”由公司控股股东成都兴城投资集团有限公司（以下简称“兴城集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。兴城集团作为成都市国有资产监督管理委员会成立的国有独资企业，近年来经营业务多元化发展，综合实力持续增强，其担保对“21 红日 01”的信用状况具有显著提升作用。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着未来行业新旧标准转换的逐步完成，公司中药配方颗粒产能逐步释放，公司经营状况有望稳定发展。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司核心产品竞争力加强，使得市场占有率明显提高，收入及盈利情况得到明显提升；公司应收账款账期大幅缩短，应收账款周转率大幅提高；公司资本市场表现较好，通过增资扩股实现资本实力的显著提升；公司经营及财务状况获得显著改善的其他因素。

可能引致评级下调的敏感性因素：集中采购、医保目录调整等医药行业政策对公司经营产生重大不利影响；下游客户回款时间拉长或存货积压，对公司资金流动性产生重大不利影响；原材料供应受到限制或原材料价格大幅上涨，对公司经营业绩产生重大不利影响；公司管理层面出现较大瑕疵，高级管理人员频繁更换且对生产经营产生重大不利影响；公司控股股东、实控人发生变更，对公司经营及融资负面影响大。其他导致公司经营及财务出现异常的因素。

优势

- **公司中药配方颗粒及饮片业务品种丰富，行业内具备竞争优势。**公司是国家首批生产中药配方颗粒的六家企业之一，并参与中药配方颗粒国家标准的制定，中药配方颗粒产品基本涵盖了中医临床使用频率最高的所有品种。截至 2024 年 3 月末，公司中药配方颗粒共有八大生产基地，已投产的总产能 6713 吨/年。
- **公司债务负担进一步减轻，收入实现质量提高，经营现金净流入规模大幅增加。**截至 2023 年底，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 25.07%、15.13%和 12.93%，较 2022 年底均有所下降；2023 年，公司经营活动现金流净额为 15.30 亿元，同比增长 105.29%，现金收入比为 116.55%，同比提高 5.64 个百分点。

关注

- **医改深入推进带来的政策风险及业绩压力。**随着医药体制改革深入展开，招标限价、医保控费等政策可能对公司盈利能力产生一定影响；中药配方颗粒取消试点，行业新旧标准转换，医疗终端也因各生产单位在新旧标准转换阶段尚未实现全品种供应导致短期组方受限，对公司业绩形成一定压力。2023 年，公司营业总收入 61.09 亿元，同比下降 8.14%；中药配方颗粒及饮片收入为 29.23 亿元，同比下降 12.99%。

- **受海外需求回落影响，血氧仪产销量均下降，医疗器械板块收入同比下降。**2023 年，随着下游需求的持续回落，血氧仪产品产销量均同比下降，医疗器械板块收入同比下降 12.94%至 10.98 亿元。
- **公司存货和应收账款对营运资金形成较大占用。**2023 年，公司存货和应收账款总额占流动资产的比例为 69.69%，对营运资金仍形成较大占用。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）官网公开披露

本次评级打分表及结果

| 评价内容 | 评价结果 | 风险因素 | 评价要素 | 评价结果 |
|-------------|------|-------|---------|------|
| 经营风险 | C | 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 | 3 |
| 财务风险 | F1 | 现金流 | 资产质量 | 2 |
| | | | 盈利能力 | 2 |
| | | | 现金流量 | 1 |
| | | 资本结构 | 2 | |
| | | 偿债能力 | 1 | |
| 指示评级 | | | | aa |
| 个体调整因素：-- | | | | -- |
| 个体信用等级 | | | | aa |
| 外部支持调整因素：-- | | | | -- |
| 评级结果 | | | | AA |

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

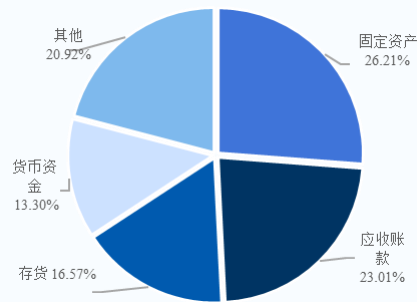
主要财务数据

| 合并口径 | | | |
|----------------|--------|--------|------------|
| 项目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 3 月 |
| 现金类资产（亿元） | 13.77 | 17.43 | 16.67 |
| 资产总额（亿元） | 126.60 | 118.35 | 120.06 |
| 所有者权益（亿元） | 84.63 | 88.68 | 89.22 |
| 短期债务（亿元） | 7.03 | 2.64 | 2.85 |
| 长期债务（亿元） | 14.23 | 13.17 | 13.27 |
| 全部债务（亿元） | 21.26 | 15.81 | 16.12 |
| 营业总收入（亿元） | 66.50 | 61.09 | 14.63 |
| 利润总额（亿元） | 7.16 | 6.07 | 0.77 |
| EBITDA（亿元） | 11.23 | 10.42 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 7.45 | 15.30 | 1.38 |
| 营业利润率（%） | 56.80 | 53.16 | 50.20 |
| 净资产收益率（%） | 7.34 | 5.66 | -- |
| 资产负债率（%） | 33.15 | 25.07 | 25.69 |
| 全部债务资本化比率（%） | 20.08 | 15.13 | 15.31 |
| 流动比率（%） | 275.79 | 429.45 | 414.02 |
| 经营现金流动负债比（%） | 27.83 | 97.78 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 1.96 | 6.60 | 5.85 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 14.99 | 16.05 | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 1.89 | 1.52 | -- |

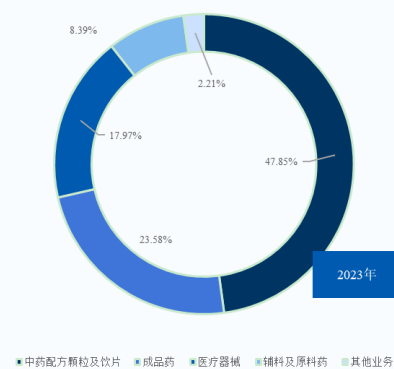
| 公司本部口径 | | | |
|--------------|--------|--------|------------|
| 项目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 3 月 |
| 资产总额（亿元） | 69.69 | 74.56 | / |
| 所有者权益（亿元） | 55.97 | 57.12 | / |
| 全部债务（亿元） | 9.59 | 6.86 | / |
| 营业总收入（亿元） | 7.32 | 9.43 | / |
| 利润总额（亿元） | 1.57 | 2.31 | / |
| 资产负债率（%） | 19.68 | 23.40 | / |
| 全部债务资本化比率（%） | 14.63 | 10.73 | / |
| 流动比率（%） | 381.71 | 261.56 | / |
| 经营现金流动负债比（%） | -40.94 | -15.33 | / |

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；公司本部 2024 年一季度财务报告未披露；2. 2024 年一季度资本化利息数据未获取；3. 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；4. “--”表示数据无意义；“/”表示数据未获取

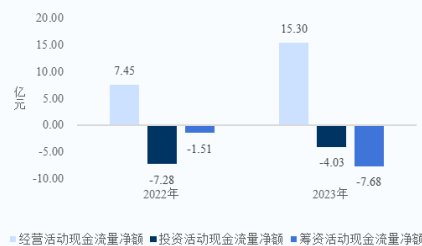
2023 年底公司资产构成



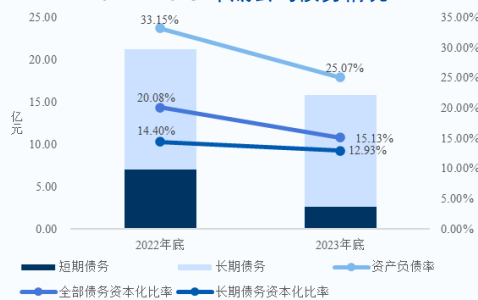
2023 年公司收入构成



2022—2023 年公司现金流情况



2022—2023 年底公司债务情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供数据整理

| 担保方 | | | |
|----------------|---------|----------|------------|
| 项 目 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 3 月 |
| 现金类资产（亿元） | 1144.75 | 1292.35 | 1322.94 |
| 资产总额（亿元） | 9419.91 | 10744.12 | 11526.01 |
| 所有者权益（亿元） | 1249.55 | 1318.74 | 1352.46 |
| 短期债务（亿元） | 708.19 | 842.28 | 1130.39 |
| 长期债务（亿元） | 1116.02 | 1306.05 | 1369.78 |
| 全部债务（亿元） | 1824.21 | 2148.33 | 2500.17 |
| 营业总收入（亿元） | 1970.74 | 2100.36 | 547.51 |
| 利润总额（亿元） | 79.53 | 68.20 | 28.59 |
| EBITDA（亿元） | 118.75 | 116.09 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 204.66 | 52.96 | 260.86 |
| 营业利润率（%） | 19.96 | 20.34 | 18.99 |
| 净资产收益率（%） | 4.76 | 4.20 | -- |
| 资产负债率（%） | 86.73 | 87.73 | 88.27 |
| 全部债务资本化比率（%） | 59.35 | 61.96 | 64.90 |
| 流动比率（%） | 49.72 | 49.01 | 48.02 |
| 经营现金流流动负债比（%） | 3.24 | 0.74 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 1.62 | 1.53 | 1.17 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 1.75 | 1.49 | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 15.36 | 18.51 | -- |

资料来源：联合资信根据担保方财务报告及提供数据整理

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 | 特殊条款 |
|----------|---------|---------|------------|-----------------|
| 21 红日 01 | 6.00 亿元 | 6.00 亿元 | 2026/08/23 | 回售选择权；调整票面利率选择权 |

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

资料来源：联合资信整理

评级历史

| 债项简称 | 债项评级结果 | 主体评级结果 | 评级时间 | 项目小组 | 评级方法/模型 | 评级报告 |
|----------|--------|--------|------------|---------|---|----------------------|
| 21 红日 01 | AAA/稳定 | AA/稳定 | 2023/05/29 | 蒲雅修 丁媛香 | 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208 | 阅读全文 |
| 21 红日 01 | AAA/稳定 | AA/稳定 | 2021/03/08 | 蒲雅修 高佳悦 | 一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907） | 阅读全文 |

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：丁媛香 dingyx@lhratings.com
项目组成员：蒲雅修 puyx@lhratings.com

 公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

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）



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”）关于天津红日药业股份有限公司（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

公司前身为1996年9月23日成立的天津市大通红日制药有限公司（以下简称“红日有限公司”），设立时注册资本120.00万元。2000年9月17日，经天津市人民政府津股批〔2000〕14号文批准，红日有限公司整体变更为股份有限公司，注册资本变更为3630.00万元。2009年10月30日，经中国证券监督管理委员会证监许可〔2009〕1038号文核准，公司于深圳证券交易所挂牌上市（股票简称“红日药业”，股票代码为“300026.SZ”）。经过多次增资、资本公积转增股本和减资后，截至2024年3月末，公司总股本30.04亿元，第一大股东成都兴城投资集团有限公司（以下简称“兴城集团”）持股占公司总股本比例为22.24%，其中质押股份占其持股数量的36.50%；公司实际控制人为成都市国有资产监督管理委员会（以下简称“成都市国资委”）。

2023年，公司主营业务无重大变化，公司仍主要经营中药配方颗粒、成品药、医疗器械、原辅料、医疗健康服务和药械智慧供应链业务。按照联合资信行业分类标准划分为医药及保健品制造行业（适用一般工商企业信用评级方法）。

截至2024年3月底，公司本部组织架构图详见附件1-2。截至2023年底，公司合并范围内拥有全资和控股子公司14家；公司本部及主要子公司在职人员共5910人，以生产人员和销售人员为主，符合公司行业特征。

截至2023年底，公司合并资产总额118.35亿元，所有者权益88.68亿元（含少数股东权益1.58亿元）；2023年，公司实现营业总收入61.09亿元，利润总额6.07亿元。截至2024年3月底，公司合并资产总额120.06亿元，所有者权益89.22亿元（含少数股东权益1.54亿元）；2024年1—3月，公司实现营业总收入14.63亿元，利润总额0.77亿元。

公司注册地址：天津新技术产业园区武清开发区泉发路西；法定代表人：吴文元。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2024年3月底，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完毕，并在付息日正常付息。

图表1·截至2024年3月底公司由联合资信评级的存续债券概况

| 债券简称 | 发行金额（亿元） | 债券余额（亿元） | 起息日 | 期限 |
|--------|----------|----------|------------|---------|
| 21红日01 | 6.00 | 6.00 | 2021/08/23 | 5年（3+2） |

资料来源：联合资信整理

“21红日01”附调整票面利率选择权，公司有权决定在存续期的第3年底调整“21红日01”后2年的票面利率；附回售选择权，公司发出关于是否调整票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在第3个计息年度的付息日将持有的“21红日01”按面值全部或部分回售给公司。

“21红日01”由兴城集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

四、宏观经济和政策环境分析

2023年，世界经济低迷，地缘政治冲突复杂多变，各地区各部门稳中求进，着力扩大内需。2023年，中国宏观政策稳中求进，加强逆周期调控。货币政策两次降准、两次降息，采用结构性工具针对性降息，降低实体经济融资成本，突出稳健、精准。针对价格走弱和化债工作，财政政策更加积极有效，发行特别国债和特殊再融资债券，支持经济跨周期发展。宏观政策着力加快现代化产业体系的建设，聚焦促进民营经济发展壮大、深化资本市场改革、加快数字要素基础设施建设。为应对房地产供求新局面，优化房地产调控政策、加强房地产行业的流动性支持。

2023年，中国经济回升向好。初步核算，全年GDP按不变价格计算，比上年增长5.2%。分季度看，一季度同比增长4.5%、二季度增长6.3%、三季度增长4.9%、四季度增长5.2%。信用环境方面，2023年社融规模与名义经济增长基本匹配，信贷结构不断优化，但是居民融资需求总体仍偏弱。银行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本逐步下降。

2024年是实施“十四五”规划的关键一年，有利条件强于不利因素，中国经济长期向好的基本趋势没有改变。消费有望保持韧性，在房地产投资有望企稳大背景下固定资产投资增速可能回升，出口受海外进入降息周期拉动有较大可能实现以美元计价的正增长。2024年，稳健的货币政策强调灵活适度、精准有效，预计中央财政将采取积极措施应对周期因素，赤字率或将保持在3.5%左右。总体看，中国2024年全年经济增长预期将维持在5%左右。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2023年年报）》。

五、行业分析

2023年，受医保控费力度加大、新药研发力度加大、疫情相关用品需求下降、行业内部调整等因素影响，医药制造企业营业收入和利润总额同比有所下降。医药行业是对政策依赖较高的行业，仿制药一致性评价政策的推进、带量采购政策的落地执行等均对行业产生了深刻影响。近年来，中国医药行业政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革，控费仍是行业主旋律，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。2023年开展的医疗反腐行动长期有益行业健康发展。未来，预计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逐渐复苏。完整版行业分析详见《医药制造行业2024年度行业分析》。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司是国家首批生产中药配方颗粒的六家企业之一，中药配方颗粒品种丰富，产能分布广泛，具有行业竞争优势；成品药血必净注射液在细分行业的优势较为显著。

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人无变化，控股股东兴城集团的持股比例仍为22.24%。

公司业务布局仍分为中药配方颗粒、成品药、医疗器械、原辅料、医疗健康服务和药械智慧供应链等。

中药配方颗粒方面，公司全资子公司北京康仁堂药业有限公司（以下简称“北京康仁堂”）为运营主体。公司是国家首批生产中药配方颗粒的六家企业之一，并参与中药配方颗粒国家标准的制定。公司中药配方颗粒产品基本涵盖了中医临床使用频率最高的所有品种。公司在全国范围内布局北京、天津、河北、湖北、河南、重庆、甘肃、山东8个中药配方颗粒生产基地，建立了从药材、饮片、提取、制剂、包装、销售的全过程追溯体系，实现了配方颗粒全品种溯源。

成品药方面，公司主要产品为血必净注射液、依诺肝素钠注射液、低分子量肝素钙注射液、那屈肝素钙注射液、盐酸法舒地尔注射液、酮咯酸氨丁三醇注射液、伊班磷酸钠注射液、清肺散结丸及抗癌平丸等药品。血必净注射液填补了世界脓毒症治疗领域的空白，是国家药品监督管理局批准的治疗脓毒症、多脏器功能失常综合征和重型等，具有专利保护。2023年，血必净注射液继续被纳入《国家医保药品目录》乙类范围；依诺肝素钠注射液中标第八批全国药品集中采购，有助于该产品销售市场的快速开拓，提高市场占有率；罗库溴铵注射液也顺利通过仿制药注射剂质量和疗效一致性评价。

医疗器械方面，公司全资子公司北京超思电子技术有限责任公司（以下简称“超思电子”）覆盖基层医疗与家用健康两大应用领域，销售网络广泛分布全球。

研发创新方面，公司拥有国家企业技术中心、中药配方颗粒关键技术国家地方联合工程研究中心两个国家级技术平台，以及天津市脓毒症治疗药物关键技术企业重点实验室等创新平台。2023年，公司研发投入3.01亿元，占营业总收入的比例为4.92%。

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：9112000010409702XT），截至2024年4月28日，公司本部无未结清关注类和不良/违约类贷款；已结清贷款中有20笔关注类贷款，为十年以上农行贷款，均为银行操作错误所致，实际均为正常结清贷款，公司无不良类贷款。跟踪期内，公司无新增关注/不良类贷款记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

（二）管理水平

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员变动大，管理制度连续，管理经营正常。

跟踪期内，公司董事、监事及主要高级管理人员变动大，主要离职原因包括退休、因病去世、个人原因等；公司新任副董事长及总经理在公司任职多年，其他董事、监事及高管人员由公司及时进行了聘任/选举，对公司经营影响不大。具体情况见下表。

图表 2 公司董事、监事及主要高级管理人员变动情况

| 人员名称 | 职位 | 变动日期 | 变动类型 |
|------|--------------|-------------|--------|
| 蓝武军 | 董事会秘书 | 2023年3月29日 | 离任 |
| 李占通 | 董事 | 2023年4月26日 | 离任 |
| 董凯 | 副总经理 | 2023年4月27日 | 离任 |
| 易雪 | 监事 | 2023年7月12日 | 离任 |
| 刘培勋 | 监事会主席 | 2023年12月25日 | 离任 |
| 苗大伟 | 董事 | 2023年12月27日 | 离任 |
| 蒲旭峰 | 董事 | 2024年2月7日 | 离任 |
| 蓝武军 | 执行总经理 | 2023年3月29日 | 聘任 |
| 杨伊 | 董事会秘书 | 2023年3月29日 | 聘任 |
| 陈娟 | 董事 | 2023年7月12日 | 被选举 |
| 胡慧 | 监事 | 2023年7月12日 | 被选举 |
| 谭薇 | 监事会主席 | 2023年12月25日 | 被选举 |
| 李春旭 | 董事 | 2024年2月26日 | 被选举 |
| 林森 | 董事 | 2024年2月26日 | 被选举 |
| 郑丹 | 副董事长、董事、总经理 | 2024年3月29日 | 离任 |
| 吴文元 | 董事 | 2024年3月29日 | 被选举 |
| 吴文元 | 董事长 | 2024年4月1日 | 被选举 |
| 蓝武军 | 副董事长、总经理 | 2024年4月1日 | 被选举/聘任 |
| 蓝武军 | 副总经理、财务负责人 | 2024年4月1日 | 离任 |
| 孙武 | 副总经理 | 2024年4月1日 | 离任 |
| 孙武 | 常务副总经理、财务负责人 | 2024年4月1日 | 聘任 |
| 姚小青 | 董事长、董事 | 2024年4月1日 | 离任 |
| 姚晨 | 董事 | 2024年4月18日 | 被选举 |

资料来源：公司提供

公司董事长吴文元先生，中国国籍，无境外居留权，男，1970年1月生，博士研究生。曾任重庆市大渡口区发展改革委副主任、城乡统筹办公室主任，成都兴城投资集团有限公司首席投资总监、成都兴城投资集团有限公司投资发展部部长。现任公司董事长、董事。

公司总经理蓝武军先生，中国国籍，无境外居留权，男，1975年5月生，硕士研究生。曾任天津市天发重型水电设备制造有限公司副总会计师，天津市百利开关设备有限公司、天津市百利高压电气有限公司财务部长、财务总监，公司财务总监。现任公司副董事长、董事、总经理。

跟踪期内，公司对部分制度进行了修订/规范，管理制度连续，管理经营正常。

（三）经营方面

1 业务经营分析

（1）经营概况

2023年，公司主营业务无变化，营业总收入和利润总额有所下降，毛利率同比下降。其中，中药配方颗粒及饮片业务受新旧标准转换及市场竞争等因素影响，收入有所下降；医疗器械板块受下游需求回落影响，收入有所下降。2024年一季度，公司收入下降，盈利规模大幅减少。

2023年，公司主营业务无变化，中药配方颗粒及饮片、成品药及医疗器械业务仍是公司主要的收入来源。2023年，中药配方颗粒行业仍处于新旧标准转换阶段，国家标准及省级标准正在逐步落地，医疗终端也因各生产单位在新旧标准转换阶段尚未实现全品种供应导致

短期组方受限，需花费一定时间消化新标准颁布前的企业标准的产品储备，另外，中药配方颗粒进入集采阶段，价格承压。2023年，公司营业总收入同比下降8.14%，主要系中药配方颗粒及饮片收入及医疗器械收入下降所致；利润总额6.07亿元，同比下降15.29%。具体来看，中药配方颗粒及饮片业务收入同比下降12.99%；成品药收入同比增长5.81%；医疗器械收入同比下降12.94%，主要系海外市场对血氧仪等产品需求回落所致；辅料及原料药收入同比下降，但变动不大。毛利率方面，受中药配方颗粒集采政策影响，中药配方颗粒及饮片业务毛利率有所下降；成品药和医疗器械毛利率小幅下降；以上因素综合导致公司2023年毛利率下降3.62个百分点。

图表3 • 2022—2023年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

| 业务板块 | 2022年 | | | 2023年 | | |
|-----------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| | 收入（亿元） | 占比（%） | 毛利率（%） | 收入（亿元） | 占比（%） | 毛利率（%） |
| 中药配方颗粒及饮片 | 33.60 | 50.52 | 67.36 | 29.23 | 47.85 | 62.85 |
| 成品药 | 13.61 | 20.47 | 72.98 | 14.40 | 23.58 | 69.45 |
| 其中：血必净注射液 | 8.17 | 12.28 | 86.29 | 8.51 | 13.94 | 87.04 |
| 辅料及原料药 | 5.45 | 8.19 | 25.09 | 5.13 | 8.39 | 20.76 |
| 医疗器械 | 12.61 | 18.96 | 32.61 | 10.98 | 17.97 | 31.40 |
| 其他 | 1.23 | 1.86 | 28.08 | 1.34 | 2.21 | 12.35 |
| 合计 | 66.50 | 100.00 | 57.73 | 61.09 | 100.00 | 54.11 |

注：1. 尾差系计算单位不同及数据四舍五入所致；收入同比变动率以年报数据为准，差异主要系计算单位不同所致；2. 公司未统计2024年1—3月各版块收入明细数据
 资料来源：公司提供

2024年1—3月，公司营业总收入为14.63亿元，同比下降11.80%，主要系中药配方颗粒及饮片板块收入下降所致；综合毛利率为51.26%，利润总额为0.77亿元，同比下降64.07%，系收入下降且单位成本提高所致。

（2）中药配方颗粒及饮片业务

2023年，中药配方颗粒及饮片业务采购及销售模式无变化；山东康仁堂项目投产，中药配方颗粒产能有所提升；受新旧标准转换及集采等行业政策影响，中药配方颗粒销量及销售金额同比下降；公司中药配方颗粒产量及产能利用率大幅下降，原材料采购量大幅下降。目前新旧标准转换仍在进行中，市场竞争存在加剧的可能，需关注公司产能消化风险。

2023年，公司中药配方颗粒业务的经营主体仍主要为全资子公司北京康仁堂，截至2023年底，北京康仁堂注册资本为1.25亿元，资产总额为40.78亿元，净资产37.35亿元。2023年，北京康仁堂实现营业总收入21.41亿元，净利润2.93亿元，较上年均有所下降。跟踪期内，公司中药配方颗粒业务采购模式无变化。公司采购的中药材包括金银花、北柴胡、全蝎、地龙、蜈蚣等多个品种。为保障原料药材的来源和质量，公司不断在药材道地产区寻找规模化、规范化种植基地，通过订单农业、基地共建、基地扶持、间接合作等不同模式，在甘肃、云南、湖北等省份与当地供应商合作建设药源基地，并对种植基地原料实施全过程溯源管理，在药材入库前通过含量、农残、重金属和黄曲霉的严格监测，以确保原料药材质量合格与稳定。

采购价格方面，公司采用按市场价格向供应商直接采购的方式。2023年，公司控制原材料库存，叠加下游销售量减少等因素，中药材采购数量和采购金额大幅下降。

图表4 • 公司中药配方颗粒采购情况（单位：亿元、吨）

| 项目 | 2022年 | 2023年 | 2024年1—3月 |
|------|----------|---------|-----------|
| 采购金额 | 6.76 | 3.60 | 0.60 |
| 采购数量 | 18202.66 | 9691.00 | 936.00 |

注：公司中药配方颗粒采购品种500余种，单一品种采购数量及采购金额不大，不同中药材均价差异较大，因此未分析采购均价；差异系四舍五入所致
 资料来源：公司提供

跟踪期内，公司中药配方颗粒业务采购结算和账期无变化。结算方面，公司一般采用货到付款的方式。账期方面公司根据供应商等级不同而采取不同的账期，具体如下表所示。

图表5 • 公司供应商账期管理情况

| 采购模式 | 付款账期 |
|------|-----------------------------|
| 年度招标 | VIP 供应商账期 2 个月，普通供应商账期 3 个月 |
| 月度招标 | VIP 供应商账期 2 个月，普通供应商账期 3 个月 |

| | |
|---------|---------|
| 产地采购 | 账期 3 个月 |
| 定点采购 | 账期 3 个月 |
| 紧急采购 | 账期 3 个月 |
| 难采购药材品种 | 账期 1 个月 |

资料来源：公司提供

生产方面，截至 2023 年底，公司中药配方颗粒业务拥有生产基地有八处，其中已投产的生产基地分别为北京康仁堂、天津红日康仁堂、河北红日药都、湖北辰美、重庆红日康仁堂、河南红日康仁堂、佛慈红日基地、山东红日康仁堂。2023 年，公司产能规模同比增长，系山东红日康仁堂项目投产所致；产量大幅下降系公司销量下降所致，目前山东红日康仁堂达产率较低，中药配方颗粒产能利用率较低。

图表 6 · 公司中药配方颗粒产销情况

| 产品 | 项目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 1-3 月 |
|--------|-------------|---------|---------|--------------|
| 中药配方颗粒 | 产能（单位：吨） | 5400.00 | 6713.00 | 6713.00 |
| | 产量（单位：吨） | 4145.00 | 2958.00 | 818.00 |
| | 产能利用率（%） | 76.76 | 44.06 | 48.74 |
| | 销量（单位：吨） | 3380.00 | 2715.51 | 552.85 |
| | 销售金额（单位：亿元） | 28.11 | 20.58 | 4.51 |
| | 产销率（%） | 81.54 | 91.80 | 67.59 |

注：中药配方颗粒销售金额下降幅度大于中药配方颗粒及饮片板块业务收入，系该板块中包含部分中药材贸易，其 2023 年收入增长较多所致。

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司中药配方颗粒业务销售模式和结算模式无变化。销售方面，北京康仁堂下游客户以医疗机构为主，主要采用直销的方式。近年来公司合作医院主要为二、三级医院。公司销售区域主要集中在华北、华东和华中地区，销售范围不断扩大。2023 年，受中药配方颗粒行业新旧标准转换影响及集采政策影响，公司中药配方颗粒销售金额由 2022 年的 28.11 亿元下降至 20.58 亿元，销售量由 2022 年的 3380 吨下降至 2715.51 万吨，销售价格同比下降。

在结算方面，公司中药配方颗粒业务采用先货后款的结算方式。公司根据签署的销售合作协议约定账期，辅以信用管理机制，结算账期一般在 180 天以内，采取银行转账、电汇的结算方式。

（3）成品药业务

2023 年，公司成品药业务主要产品变动不大，采购和销售模式无变化；血必净注射液和盐酸莫西沙星氯化钠注射液销售金额均有所增长，低分子量肝素钙注射液由于销售价格下行，在销售量提升的基础上，销售金额略有下降。2023 年，血必净注射液产能无变动，由于产量的增加，产能利用率大幅提高，但销量增幅略低，导致产销率降低；低分子量肝素钙注射液产销率维持高水平，产能提升，但产能利用率低，需关注后续产能消化压力。

公司成品药主要包括血必净注射液、低分子量肝素钙注射液、盐酸莫西沙星氯化钠注射液、依诺肝素钠注射液、那屈肝素钙注射液、盐酸法舒地尔注射液、酮咯酸氨丁三醇注射液、伊班膦酸钠注射液、清肺散结丸及抗癌平丸等药品。

跟踪期内，公司成品药业务采购模式和采购结算模式无变化。2023 年，公司成品药采购金额小幅下降，血必净注射液原材料和低分子量肝素钙原材料采购总额占总采购金额的 54.63%，变动不大。采购结算方面，在付款方式上，公司通常采取货到检验合格后付款，并建立付款账期。在供应商管理上，公司将每种物料设置 2 家以上供应商，建立价格竞争机制，并定期对现有供应商进行质量审计，保证原料的稳定性。

图表 7 · 公司成品药业务原材料采购金额及占比

| 项目 | 2022 年 | 2023 年 | 同比变动（%） | 2024 年 1-3 月 |
|----------------|----------|----------|---------|--------------|
| 血必净注射液药材（万元） | 1896.27 | 2459.54 | 29.70 | 707.78 |
| 低分子量肝素钙原材料（万元） | 22553.23 | 20483.65 | -9.18 | 3914.43 |
| 两者采购金额占比（%） | 55.07 | 54.63 | -- | 47.17 |
| 成品药采购总额（万元） | 44398.82 | 41999.94 | -5.40 | 9799.17 |

资料来源：公司提供

生产销售方面，2023 年，血必净注射液产能无变化，产销量同比增长，销售均价基本持平，销售金额同比小幅增长，产能利用率同比提高但产销率同比下降；低分子量肝素钙注射液产能增加至 5000 万支/年，系设备升级改造所致，产销量均同比增加，但受市场销售价格下降的影响，销售金额有所下降，产能利用率大幅下降，系新增产能未完全释放所致；产销率仍维持高水平。公司盐酸莫西沙星氯化钠注

射液 2023 年销售金额为 1.89 亿元，同比增长 14.49%。

图表8 • 公司主要成品药业务产品生产及销售情况

| 产品 | 项目 | 2022 年 | 2023 年 | 2023 年同比变动 (%) |
|------------|------------|--------------------------------------|----------------|----------------|
| 血必净注射液 | 产能 (万支) | 8000.00 | 8000.00 | 0.00 |
| | 产量 (万支) | 4387.32 | 5850.92 | 33.36 |
| | 产能利用率 (%) | 54.85 | 73.14 | 18.29 个百分点 |
| | 销售数量 (万支) | 4548.98 | 4731.79 | 4.02 |
| | 销售金额 (亿元) | 8.23 | 8.51 | 3.40 |
| | 产销率 (%) | 103.68 | 80.87 | -22.81 个百分点 |
| | 销售均价 (元) | 18.08 | 17.99 | -0.50 |
| 低分子量肝素钙注射液 | 产能 (万支) | 2166.67 | 5000.00 | 130.77 |
| | 产量 (万支) | 2460.54 | 2683.24 | 9.05 |
| | 产能利用率 (%) | 113.57 | 53.66 | -59.91 个百分点 |
| | 销售数量 (万支) | 2389.11 | 2660.27 | 11.35 |
| | 销售金额 (亿元) | 3.05 | 2.87 | -5.90 |
| | 产销率 (%) | 97.10 | 99.14 | 2.04 个百分点 |
| | 销售均价 (元/支) | 低分子量肝素钙注射液 0.4ml 低分子量肝素钙注射液 0.6ml | 10.75 16.70 | 9.24 13.87 |

注：部分数据尾数差异系计算单位不同导致
资料来源：公司提供

公司成品药板块下游客户主要为大型医药公司，根据销售合作协议签署的账期约定，一般账期为 30~90 天左右，采取银行转账、电汇及部分银行承兑汇票的结算方式。

(4) 医疗器械业务

2023 年，随着下游对血氧仪等医疗器械的需求回落，公司医疗器械板块收入有所下降；超思电子主要产品产销量均下降。

公司医疗器械业务经营主体主要为超思电子和汶河医疗器械研制开发有限公司（以下简称“汶河医疗器械”）。其中，超思电子主要产品以电子医疗器械为主，包括血氧系列、家用健康和基层医疗等多领域单参数或多参数新型电子医疗产品，以血氧系列为主；汶河医疗器械主要从事与医用高分子耗材相关的医疗器械研发及推广，并逐步拓展以药食同源为基材的食品类产品的开发和推广。公司全资子公司正康医疗科技有限公司（以下简称“正康医疗科技”）提供医疗器械供应链服务，主要业务为 SPD 技术研发与服务、器械销售。2023 年，公司医疗器械板块收入 10.98 亿元，同比下降 12.94%，系超思电子受海外需求下降影响所致。

2023 年，正康医疗科技资产总额为 10.37 亿元，净资产为-1.63 亿元，营业总收入为 7.16 亿元，收入同比 2022 年有所增长，净利润为-0.60 亿元，相比 2022 年亏损幅度缩窄；2023 年，公司综合对当前各业务线的资源投入、盈利水平以及招采政策带来的业务不确定性等因素进行评估，持续对投入资金较大、运营周期较长的业务主动进行产品结构和销售模式调整，改善资产周转效率，控制经营风险。

超思电子通过批发商和代理商销售至全球的医院、诊所、连锁药店及医疗器械直营店，已在美国、德国、加拿大、印度和新加坡建立了五个全资子公司，可直接对接当地市场二三级代理商以及终端客户，以国际市场为主，中国市场在天猫和京东自营平台开设了线上直营店。2023 年，超思电子境外收入为 2.32 亿元，境内收入为 0.76 亿元，境外收入占比高；2023 年，由于公共安全卫生事件影响逐渐减小，海外需求回落，超思电子主要产品血氧系列的产销量分别同比下降 52.68%和 49.02%，销售均价小幅下降，销售金额同比大幅下降 50.90%；营业总收入和净利润较上年均有所下降。

(5) 在建项目

公司在建项目规模较大，未来存在一定资金支出需求，同时，也需关注未来产能消化压力。

截至 2023 年底，公司主要在建项目预计总投资 9.84 亿元，未来仍需投入金额为 4.16 亿元，主要资金来源为金融机构贷款及其他方式。

图表9 • 截至2023年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

| 项目 | 预计总投资 | 截至 2023 年底 | 未来计划投资额 | 资金来源 |
|---------------------|----------|------------|----------|--------|
| 配方颗粒生产基地建设项目（山东康仁堂） | 53929.00 | 51804.20 | 2124.80 | 金融机构贷款 |
| 展望天明原辅料生产车间扩产项目 | 44500.00 | 5073.00 | 39427.00 | 其他 |
| 合计 | 98429.00 | 56877.20 | 41551.80 | -- |

注：1. 部分数据尾数差异系计算单位不同导致；2. 山东康仁堂项目已投产，设备已安装完毕，上表中的未来计划投资额为尾款；资料来源：公司提供

（6）经营效率

2023 年，公司经营效率有所波动，与所选同行业公司相比处于较低水平。

2023 年，公司销售债权周转率为 1.90 次，较上年提高 0.06 次，主要系应收账款下降所致；存货周转次数为 1.34 次，较上年下降 0.26 次，系平均存货规模增长所致；总资产周转次数为 0.50 次，较上年下降 0.05 次，系营业总收入下降所致。与所选同行业公司相比处于较低水平。

图表10 • 2023年底主要同行业经营效率对比

| 公司名称 | 存货周转率（次） | 应收账款周转率（次） | 总资产周转率（次） |
|------------------|----------|------------|-----------|
| 天士力控股集团有限公司 | 1.77 | 10.98 | 0.52 |
| 西藏奇正藏药股份有限公司 | 2.28 | 22.95 | 0.34 |
| 贵州百灵企业集团制药股份有限公司 | 1.94 | 2.61 | 0.60 |
| 公司 | 1.34 | 2.00 | 0.50 |

注：为保持对比的一致性，上表数据来源于Wind；部分数据尾数差异系计算单位不同导致资料来源：Wind

2 未来发展

公司发展战略稳健可行，具有自身经营特色，有利于未来公司的持续发展。

未来公司将聚焦主营业务，创新市场模式。成品药方面，提高学术专业度，持续挖掘血必净注射液学术价值，推动血必净注射液纳入指南共识，指导一线用药；中药配方颗粒方面，随着集中带量采购的开展以及国标、省标数量的持续增加，各省陆续将中药配方颗粒纳入当地医保支付，针对此行业现状，公司将推进组织和营销模式创新。另外，公司将推进数字化转型，推动科技创新和产业升级，加强产销研协同，促进降本增效。

（四）财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。公司 2022 年（底）数据取自 2023 年审计报告期初数，2023 年数据取自 2023 年审计报告期末数。

2023 年，公司合并范围内直接控股子公司较上年无变化，通过清算注销、转让等方式转让部分间接控股子公司，变动规模不大；2024 年一季度公司合并范围内直接控股子公司无变化；财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

2023 年，公司加强回款催收和存货消化，资产总额小幅下降，应收账款和存货均有所减少，但仍对营运资金形成较大占用；公司偿还债务增加，债务负担进一步减轻，债务负担较轻；盈利指标表现有所下降，期间费用仍对利润形成较大侵蚀；收入实现质量提高，经营现金流净流入金额大幅增加。

资产方面，截至 2023 年底，公司合并资产总额 118.35 亿元，较年初同比下降，其中，流动资产占 56.78%，非流动资产占 43.22%，资产结构较年初变化不大。2023 年，公司加大存货消化和应收款项的回收，年底流动资产有所下降，其中应收账款和存货较年初同比下降，货币资金较年初同比增长；公司应收账款期末余额中，1 年以内的占 67.44%，1~2 年的占 16.87%，累计计提坏账准备 4.24 亿元，计提比例为 13.47%，前五大占比为 16.94%，集中度较低；存货以库存商品（占 53.76%）、自制半成品（占 21.96%）和原材料（占 17.83%）构成。

非流动资产中，2023 年底，固定资产较年初同比增长，系山东康仁堂项目转固所致；商誉较年初变化不大，但商誉规模较大，仍需关注未来可能存在的商誉减值风险。2023 年底，公司受限资产 7.14 亿元，占资产总额的 6.03%，主要为借款抵押的固定资产（6.21 亿元），受限比例低。

图表 11 • 公司主要资产情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2022 年底 | | 2023 年底 | | 2024 年 3 月底 | | 2023 年底较上年底变动率 |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | |
| 流动资产 | 73.85 | 58.34 | 67.20 | 56.78 | 68.57 | 57.12 | -9.01 |
| 货币资金 | 12.06 | 16.33 | 15.74 | 23.42 | 16.17 | 23.59 | 30.46 |
| 应收账款 | 33.72 | 45.66 | 27.23 | 40.52 | 28.34 | 41.33 | -19.26 |
| 存货 | 22.14 | 29.98 | 19.61 | 29.18 | 18.77 | 27.37 | -11.43 |
| 非流动资产 | 52.74 | 41.66 | 51.15 | 43.22 | 51.49 | 42.88 | -3.02 |
| 固定资产 | 27.24 | 51.65 | 31.02 | 60.64 | 30.51 | 59.26 | 13.86 |
| 商誉 | 7.16 | 13.58 | 6.93 | 13.54 | 6.93 | 13.45 | -3.28 |
| 资产总额 | 126.60 | 100.00 | 118.35 | 100.00 | 120.06 | 100.00 | -6.51 |

资料来源：联合资信根据公司年报整理

资本结构方面，截至 2023 年底，公司所有者权益 88.68 亿元，较上年底增长 4.79%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 98.22%，少数股东权益占比为 1.78%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 34.49%、6.77%、0.05%和 55.44%。归属母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至 2023 年底，公司负债总额较年初有所下降，公司负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快；流动负债方面，公司偿还借款增加，2023 年底短期借款、一年内到期的非流动负债较年初分别下降 89.99%和 55.59%；公司控制原材料库存，采购金额下降，应付账款和其他应付款较上年底分别下降 21.65%和 36.58%，系应付材料及其他商品款、其他费用类款项下降所致，以上综合导致公司流动负债较年初下降 41.56%；非流动负债方面，长期借款以抵押借款为主，相比年初下降 11.85%；应付债券变动不大，存续债券仍为“21 红日 01”。截至 2023 年底，公司应付账款主要为材料及其他商品款（占 74.53%）、工程款（占 11.92%）和设备款（占 11.92%），其他应付款主要为保证金（占 67.09%）和其他费用类（占 29.40%）。

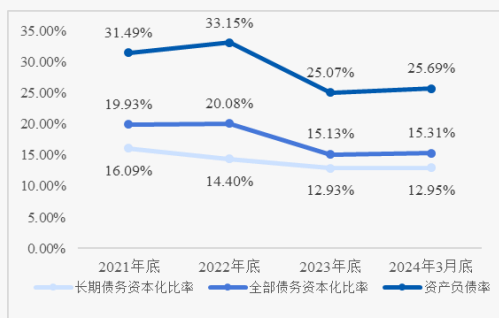
图表 12 • 公司主要负债情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2022 年底 | | 2023 年底 | | 2024 年 3 月底 | | 2023 年底较上年底变动率 |
|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | |
| 流动负债 | 26.78 | 63.80 | 15.65 | 52.74 | 16.56 | 53.70 | -41.56 |
| 应付账款 | 8.49 | 31.71 | 6.66 | 42.57 | 7.02 | 42.40 | -21.56 |
| 其他应付款 | 7.33 | 27.39 | 4.65 | 29.73 | 5.20 | 31.39 | -36.58 |
| 一年内到期的非流动负债 | 4.36 | 16.28 | 1.94 | 12.37 | 2.41 | 14.55 | -55.59 |
| 非流动负债 | 15.19 | 36.20 | 14.02 | 47.26 | 14.28 | 46.30 | -7.69 |
| 长期借款 | 7.47 | 49.18 | 6.59 | 46.97 | 6.15 | 43.06 | -11.85 |
| 应付债券 | 5.98 | 39.36 | 5.99 | 42.68 | 5.99 | 41.92 | 0.09 |
| 负债总额 | 41.97 | 100.00 | 29.67 | 100.00 | 30.85 | 100.00 | -29.30 |

资料来源：联合资信根据公司年报整理

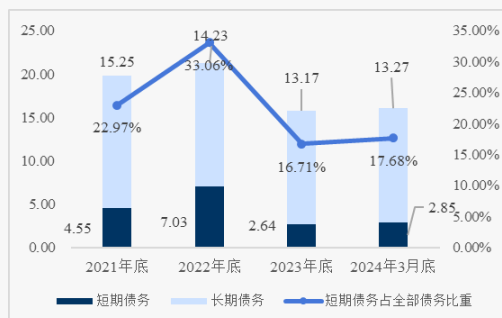
债务方面，截至 2023 年底，公司偿还借款增加，全部债务较年初下降 25.66%，以长期债务为主，债务压力较上年底减轻，债务压力仍较轻。

图表 13 · 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 14 · 公司债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利方面，2023 年，公司营业总收入与利润总额同比均有所下降，详见本报告“业务经营分析”章节，公司各盈利指标表现均有所下降。2023 年，受销售规模下降及公司控制费用综合影响，公司费用总额为 27.27 亿元，同比下降 10.44%，期间费用率¹同比下降 1.15 个百分点至 44.65%，公司费用控制能力略有提高，但对利润侵蚀仍较大。

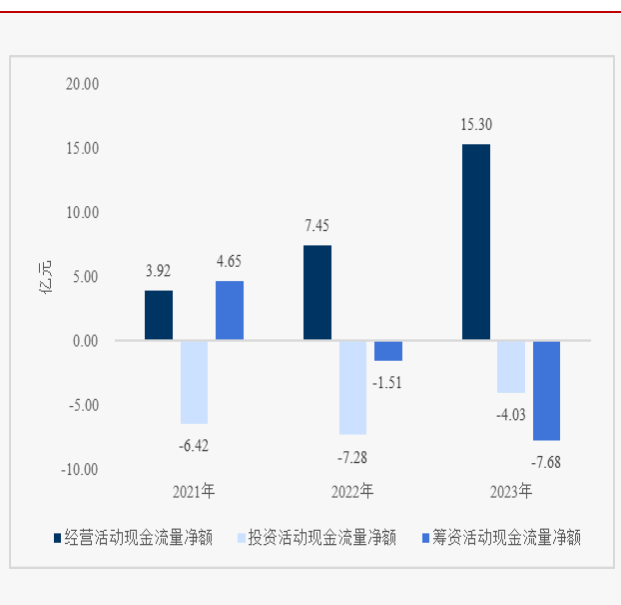
现金流方面，2023 年，受销售规模下降影响，公司经营活动现金流入和流出额分别同比下降 4.16%和 15.54%，公司加强应收款项回收和存货消化，现金收入比同比提高 5.64 个百分点至 116.55%，经营活动现金流净流入量同比大幅增长；公司在建项目持续投入，投资活动现金流净额仍为净流出状态，净流出规模同比增加；2023 年，公司筹资活动前现金流量净额为 11.27 亿元，对外融资需求不大；受公司偿还借款增加的影响，筹资活动现金流净流出规模增加。

图表 15 · 公司盈利能力情况（单位：亿元）

| 项目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 1-3 月 | 2023 年同比增长率 (%) |
|------------|--------|--------|--------------|-----------------|
| 营业总收入 | 66.50 | 61.09 | 14.63 | -8.14 |
| 营业成本 | 28.11 | 28.03 | 7.13 | -0.28 |
| 费用总额 | 30.45 | 27.27 | 6.38 | -10.44 |
| 其中：销售费用 | 23.20 | 20.28 | 4.79 | -12.58 |
| 管理费用 | 4.35 | 4.38 | 1.05 | 0.68 |
| 研发费用 | 2.37 | 2.16 | 0.44 | -8.91 |
| 财务费用 | 0.54 | 0.46 | 0.10 | -14.61 |
| 投资收益 | 0.03 | -0.01 | 0.00 | -144.35 |
| 利润总额 | 7.16 | 6.07 | 0.77 | -15.29 |
| 营业利润率 (%) | 56.80 | 53.16 | 50.20 | -3.64 个百分点 |
| 总资本收益率 (%) | 6.52 | 5.39 | -- | -1.13 个百分点 |
| 净资产收益率 (%) | 7.34 | 5.66 | -- | -1.68 个百分点 |

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 16 · 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

同行业方面，与所选同行业公司对比，公司盈利指标表现处于一般水平。

图表 17 · 2023 年底主要同行盈利能力对比

| 证券简称/公司名称 | 营业总收入 (亿元) | 销售毛利率 (%) | 总资产报酬率 (%) | 净资产收益率 (%) |
|------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| 天士力控股集团有限公司 | 86.74 | 66.80 | 7.80 | 8.01 |
| 西藏奇正藏药股份有限公司 | 20.45 | 84.19 | 11.23 | 15.36 |
| 贵州百灵企业集团制药股份有限公司 | 42.63 | 55.29 | -5.54 | -11.69 |
| 公司 | 61.09 | 54.11 | 5.65 | 5.66 |

注：为保持对比的一致性，上表数据来源于 Wind；部分数据尾数差异系计算单位不同导致
资料来源：Wind

¹ 期间费用率=期间费用/营业总收入*100%

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 120.06 亿元，较上年底增长 1.45%，资产结构较上年底变化不大；负债总额 30.85 亿元，较上年底增长 3.95%，负债结构较上年底变化不大，公司资产负债率为 25.69%，全部债务资本化比率为 15.31%，债务负担仍较轻。2024 年 1—3 月，公司营业总收入为 14.63 亿元，同比下降 11.80%，利润总额为 0.77 亿元，同比下降 64.07%，系收入下降且单位成本提高所致；经营活动现金流净额为 1.38 亿元，投资活动现金流净额为-0.49 亿元，筹资活动现金流净额为-0.37 亿元。

2 偿债指标变化

2023 年，公司压降债务规模，公司长期偿债指标、短期偿债指标表现均同比提升；公司间接融资渠道较为畅通，具备直接融资渠道。

图表 18 · 公司偿债指标

| 项目 | 指标 | 2022 年 | 2023 年 |
|--------|-----------------|--------|--------|
| 短期偿债指标 | 流动比率 (%) | 275.79 | 429.45 |
| | 速动比率 (%) | 193.12 | 304.14 |
| | 经营现金/流动负债 (%) | 27.83 | 97.78 |
| | 经营现金/短期债务 (倍) | 1.06 | 5.79 |
| | 现金类资产/短期债务 (倍) | 1.96 | 6.60 |
| 长期偿债指标 | EBITDA (亿元) | 11.23 | 10.42 |
| | 全部债务/EBITDA (倍) | 1.89 | 1.52 |
| | 经营现金/全部债务 (倍) | 0.35 | 0.97 |
| | EBITDA/利息支出 (倍) | 14.99 | 16.05 |
| | 经营现金/利息支出 (倍) | 9.95 | 23.57 |

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及提供资料整理

2023 年，公司经营活动现金流净额同比增长，同时，公司压降债务规模，负债总额及全部债务均同比下降，债务负担减轻。从短期偿债指标来看，截至 2023 年底，公司流动比率、速动比率、经营现金流动负债、经营现金/短期债务和现金短期债务比均有不同幅度的提高，短期偿债指标表现提升；从长期偿债指标来看，2023 年，公司 EBITDA 为 10.42 亿元，同比下降 7.26%，主要由折旧（占 29.73%）、摊销（占 6.10%）、计入财务费用的利息支出（占 5.91%）、利润总额（占 58.26%）构成；2023 年，公司 EBITDA 利息倍数、经营现金/全部债务、经营现金/利息支出指标均同比提高，全部债务/EBITDA 同比下降，长期偿债能力指标表现提升。

对外担保方面，截至 2024 年 3 月末，公司无对外担保和作为被告的重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2024 年 3 月末，公司共计获得银行授信额度 36.96 亿元，未使用额度 28.59 亿元，公司间接融资渠道较为畅通；作为上市公司，公司具备直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司本部资产构成仍以非流动资产为主，非流动资产以长期股权投资为主，所有者权益结构稳定性较强，公司本部层面债务负担轻，营业总收入规模小。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 74.56 亿元，较年初增长 7.00%，变动不大，主要由应收账款、其他流动资产和长期股权投资构成，公司本部货币资金为 4.77 亿元；截至 2023 年底，公司本部负债总额 17.45 亿元，较年初增长 27.21%，主要由其他流动负债和应付债券构成；公司本部全部债务资本化比率 10.73%，债务负担仍轻，以长期债务为主；公司本部所有者权益为 57.12 亿元，较年初增长 2.04%，所有者权益稳定性较强。

2023 年，公司本部营业总收入为 9.43 亿元，利润总额为 2.31 亿元；投资收益为 0.06 亿元；公司本部经营活动现金流净额为-1.75 亿元，投资活动现金流净额 1.76 亿元，筹资活动现金流净额 2.90 亿元。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，积极履行作为民生企业的社会责任，治理结构和内控制度较为完善。

环境责任方面，公司及相关子公司编制了突发环境时间应急预案，并设置了环境自行监测方案，为环境治理和保护持续投入，并通过一系列措施减少碳排放。2023年，公司子公司湖州展望药业有限公司因生产期间废气处理设施未正常开启使用而受到行政处罚8.20万元，目前已整改完毕。

社会责任方面，公司注重安全生产；公司采取“公司+合作社+农户”的模式，带动优质道地药材的种植采购，依托产地初加工车间，带动贫困户就近稳定就业，2023年，公司在乡村振兴重点帮扶地区也加大了采购力度；公司长期致力于社会公益慈善实业，公司成立至今，累计捐赠1.51亿元以上。

公司治理方面，公司治理结构和内控制度较为完善，ESG信息披露质量尚可；董事会共11人，其中独立董事4人、女性董事3人，独立董事及女性董事占比尚可。

七、债券偿还能力分析

截至2024年3月末，公司存续债券为“21红日01”，债券余额为6.00亿元。2023年，公司EBITDA为10.42亿元，为待偿债券余额（6.00亿元）的1.74倍；经营活动产生的现金流入为75.87亿元，为待偿债券余额（6.00亿元）的12.64倍；经营活动现金流量净额为15.30亿元，为待偿债券余额（6.00亿元）的2.55倍。

“21红日01”由兴城集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。兴城集团是成都市国资委成立的国有独资企业，资产规模较大，在股东背景、行业地位和资金拨付等方面都具有很强的竞争优势，综合实力强，其担保对“21红日01”信用状况具有显著提升作用。

兴城集团是成都市片区开发及市政基础设施投资建设的重要主体，承担着以成都市东部、南部新区为主的城市配套基础设施和房地产开发等职能，主要业务包括城市配套基础设施、建筑施工、房地产开发、建材销售、医药制造及销售和银行业务等。成都建工集团有限公司（以下简称“成都建工”）、中化岩土集团股份有限公司（股票代码：002542.SZ）、红日药业和成都农村商业银行股份有限公司并入后兴城集团业务拓展至建筑施工、建材销售、医药健康和商业银行等领域。兴城集团外部发展环境良好，持续获得有力的外部支持，经营业务多元化发展，综合实力持续增强。同时也需关注到，兴城集团全部债务快速增长、债务负担较重、成都农村商业银行股份有限公司债权投资资产累计减值规模较大、成都建工作为原告的未决诉讼规模增幅明显等因素对信用水平带来的不利影响。截至2023年3月末，兴城集团注册资本和实收资本均为240.00亿元，成都市国资委是兴城集团唯一股东和实际控制人。

截至2022年末，兴城集团资产总额10744.12亿元，所有者权益1318.74亿元（少数股东权益611.74亿元）。2022年，兴城集团实现营业总收入2100.36亿元，利润总额68.20亿元。截至2023年3月末，兴城集团资产总额11526.01亿元，所有者权益1352.46亿元（少数股东权益633.81亿元）。2023年1—3月，兴城集团实现营业总收入547.51亿元，利润总额28.59亿元。

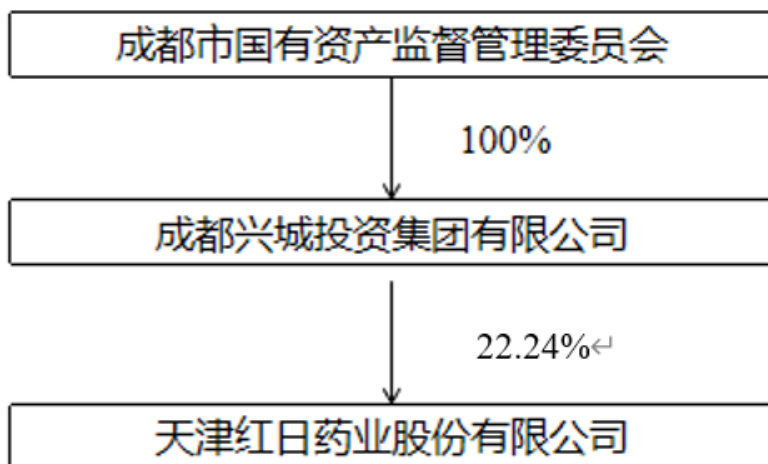
根据联合资信于2023年6月30日出具的《成都兴城投资集团有限公司主体长期信用评级报告》，联合资信确定兴城集团主体长期信用等级为AAA，展望为稳定，该级别仍在有效期内。

以2023年3月末兴城集团财务数据测算，“21红日01”待偿本金余额为6.00亿元，占兴城集团资产总额的0.05%，占所有者权益总额的0.44%，占比很低。2022年，兴城集团经营活动现金流入量对“21红日01”待偿本金余额的覆盖倍数为452.64倍，覆盖程度高。

八、跟踪评级结论

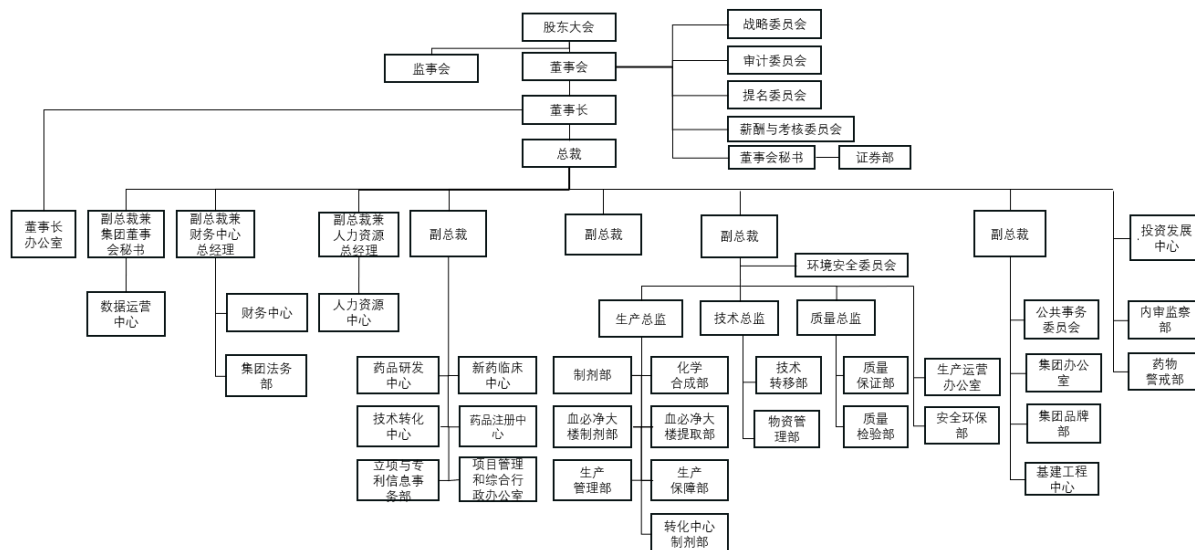
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“21红日01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司重要子公司情况（截至 2024 年 3 月底）

| 子公司名称 | 注册资本金（万元） | 主营业务 | 持股比例 | | 取得方式 |
|-------------|-----------|--------|---------|----|------------|
| | | | 直接 | 间接 | |
| 北京康仁堂药业有限公司 | 12455.65 | 中药配方颗粒 | 100.00% | -- | 非同一控制下企业合并 |

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公开资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

| 项 目 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 3 月 |
|--------------------|--------|--------|------------|
| 财务数据 | | | |
| 现金类资产（亿元） | 13.77 | 17.43 | 16.67 |
| 应收账款（亿元） | 33.72 | 27.23 | 28.34 |
| 其他应收款（亿元） | 0.50 | 0.50 | 0.00 |
| 存货（亿元） | 22.14 | 19.61 | 18.77 |
| 长期股权投资（亿元） | 0.25 | 0.25 | 0.25 |
| 固定资产（亿元） | 27.24 | 31.02 | 0.00 |
| 在建工程（亿元） | 4.61 | 0.54 | 0.60 |
| 资产总额（亿元） | 126.60 | 118.35 | 120.06 |
| 实收资本（亿元） | 30.04 | 30.04 | 30.04 |
| 少数股东权益（亿元） | 1.73 | 1.58 | 1.54 |
| 所有者权益（亿元） | 84.63 | 88.68 | 89.22 |
| 短期债务（亿元） | 7.03 | 2.64 | 2.85 |
| 长期债务（亿元） | 14.23 | 13.17 | 13.27 |
| 全部债务（亿元） | 21.26 | 15.81 | 16.12 |
| 营业总收入（亿元） | 66.50 | 61.09 | 14.63 |
| 营业成本（亿元） | 28.11 | 28.03 | 7.13 |
| 其他收益（亿元） | 0.62 | 0.72 | 0.07 |
| 利润总额（亿元） | 7.16 | 6.07 | 0.77 |
| EBITDA（亿元） | 11.23 | 10.42 | -- |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 73.75 | 71.20 | 14.43 |
| 经营活动现金流入小计（亿元） | 79.16 | 75.87 | 15.03 |
| 经营活动现金流量净额（亿元） | 7.45 | 15.30 | 1.38 |
| 投资活动现金流量净额（亿元） | -7.28 | -4.03 | -0.49 |
| 筹资活动现金流量净额（亿元） | -1.51 | -7.68 | -0.37 |
| 财务指标 | | | |
| 销售债权周转次数（次） | 1.84 | 1.90 | -- |
| 存货周转次数（次） | 1.60 | 1.34 | -- |
| 总资产周转次数（次） | 0.55 | 0.50 | -- |
| 现金收入比（%） | 110.91 | 116.55 | 98.63 |
| 营业利润率（%） | 56.80 | 53.16 | 50.20 |
| 总资本收益率（%） | 6.52 | 5.39 | -- |
| 净资产收益率（%） | 7.34 | 5.66 | -- |
| 长期债务资本化比率（%） | 14.40 | 12.93 | 12.95 |
| 全部债务资本化比率（%） | 20.08 | 15.13 | 15.31 |
| 资产负债率（%） | 33.15 | 25.07 | 25.69 |
| 流动比率（%） | 275.79 | 429.45 | 414.02 |
| 速动比率（%） | 193.12 | 304.14 | 300.70 |
| 经营现金流动负债比（%） | 27.83 | 97.78 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 1.96 | 6.60 | 5.85 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 14.99 | 16.05 | -- |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 1.89 | 1.52 | -- |

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 2024 年一季度资本化利息数据未获取；3. 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. “--”表示数据无意义

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供数据整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

| 项 目 | 2022 年 | 2023 年 |
|--------------------|--------|--------|
| 现金类资产（亿元） | 1.86 | 4.78 |
| 应收账款（亿元） | 4.72 | 9.58 |
| 其他应收款（亿元） | 0.03 | 0.04 |
| 存货（亿元） | 1.91 | 2.01 |
| 长期股权投资（亿元） | 34.49 | 34.43 |
| 固定资产（亿元） | 0.00 | 0.00 |
| 在建工程（亿元） | 0.00 | 0.00 |
| 资产总额（亿元） | 69.69 | 74.56 |
| 实收资本（亿元） | 30.04 | 30.04 |
| 少数股东权益（亿元） | 0.00 | 0.00 |
| 所有者权益（亿元） | 55.97 | 57.12 |
| 短期债务（亿元） | 2.51 | 0.88 |
| 长期债务（亿元） | 7.08 | 5.99 |
| 全部债务（亿元） | 9.59 | 6.86 |
| 营业总收入（亿元） | 7.32 | 9.43 |
| 营业成本（亿元） | 4.24 | 5.16 |
| 其他收益（亿元） | 0.03 | 0.04 |
| 利润总额（亿元） | 1.57 | 2.31 |
| EBITDA（亿元） | / | / |
| 销售商品、提供劳务收到的现金（亿元） | 5.27 | 5.66 |
| 经营活动现金流入小计（亿元） | 5.35 | 5.78 |
| 经营活动现金流量净额（亿元） | -2.70 | -1.75 |
| 投资活动现金流量净额（亿元） | 3.11 | 1.76 |
| 筹资活动现金流量净额（亿元） | -1.41 | 2.90 |
| 销售债权周转次数（次） | 2.26 | 1.31 |
| 存货周转次数（次） | 3.13 | 2.64 |
| 总资产周转次数（次） | 0.11 | 0.13 |
| 现金收入比（%） | 71.95 | 60.10 |
| 营业利润率（%） | 41.21 | 44.20 |
| 总资本收益率（%） | 2.94 | 3.70 |
| 净资产收益率（%） | 2.57 | 3.58 |
| 长期债务资本化比率（%） | 11.23 | 9.49 |
| 全部债务资本化比率（%） | 14.63 | 10.73 |
| 资产负债率（%） | 19.68 | 23.40 |
| 流动比率（%） | 381.71 | 261.56 |
| 速动比率（%） | 352.81 | 243.97 |
| 经营现金流流动负债比（%） | -40.94 | -15.33 |
| 现金短期债务比（倍） | 0.74 | 5.46 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | / | / |
| 全部债务/EBITDA（倍） | / | / |

注：1. 公司本部 2024 年一季度财务报表未披露；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. “-”表示数据无意义；“/”表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供数据整理

附件 2-3 成都兴城投资集团有限公司财务数据及指标

| 项目 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 3 月 |
|----------------|---------|---------|----------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产（亿元） | 1075.69 | 1144.75 | 1292.35 | 1322.94 |
| 资产总额（亿元） | 7807.15 | 9419.91 | 10744.12 | 11526.01 |
| 所有者权益（亿元） | 1114.20 | 1249.55 | 1318.74 | 1352.46 |
| 短期债务（亿元） | 503.58 | 708.19 | 842.28 | 1130.39 |
| 长期债务（亿元） | 827.28 | 1116.02 | 1306.05 | 1369.78 |
| 全部债务（亿元） | 1330.86 | 1824.21 | 2148.33 | 2500.17 |
| 营业总收入（亿元） | 729.99 | 1970.74 | 2100.36 | 547.51 |
| 利润总额（亿元） | 39.89 | 79.53 | 68.20 | 28.59 |
| EBITDA（亿元） | 63.88 | 118.75 | 116.09 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | -95.98 | 204.66 | 52.96 | 260.86 |
| 财务指标 | | | | |
| 现金收入比（%） | 110.79 | 71.01 | 81.24 | 86.19 |
| 营业利润率（%） | 13.49 | 19.96 | 20.34 | 18.99 |
| 总资本收益率（%） | 2.01 | 2.75 | 2.53 | -- |
| 净资产收益率（%） | 2.82 | 4.76 | 4.20 | -- |
| 长期债务资本化比率（%） | 42.61 | 47.18 | 49.76 | 50.32 |
| 全部债务资本化比率（%） | 54.43 | 59.35 | 61.96 | 64.90 |
| 资产负债率（%） | 85.73 | 86.73 | 87.73 | 88.27 |
| 流动比率（%） | 50.15 | 49.72 | 49.01 | 48.02 |
| 速动比率（%） | 41.15 | 40.05 | 39.37 | 38.65 |
| 经营现金流动负债比（%） | -1.81 | 3.24 | 0.74 | -- |
| 现金短期债务比（倍） | 2.14 | 1.62 | 1.53 | 1.17 |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 20.84 | 15.36 | 18.51 | -- |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 1.00 | 1.75 | 1.49 | -- |

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告将其他流动负债中有息部分纳入短期债务核算；长期应付款中有息部分纳入长期债务核算；3. 兴城集团2023年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化
 资料来源：联合资信根据兴城集团财务报表和提供资料整理

附件3 主要财务指标的计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|-----------------|---|
| 增长指标 | |
| 资产总额年复合增长率 | |
| 净资产年复合增长率 | (1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% |
| 营业总收入年复合增长率 | (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100% |
| 利润总额年复合增长率 | |
| 经营效率指标 | |
| 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% |
| 盈利指标 | |
| 总资产收益率 | (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% |
| 债务结构指标 | |
| 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% |
| 长期偿债能力指标 | |
| EBITDA利息倍数 | EBITDA/利息支出 |
| 全部债务/EBITDA | 全部债务/EBITDA |
| 短期偿债能力指标 | |
| 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 |