

# 信用评级公告

联合〔2023〕3301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，“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：

二〇二三年五月二十九日

# 天津红日药业股份有限公司 公开发行公司债券 2023 年跟踪评级报告

## 评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
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
21 红日 01	AAA	稳定	AAA	稳定

## 跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
21 红日 01	6.00 亿元	6.00 亿元	2026/08/23

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；21 红日 01 由成都兴城投资集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；21 红日 01 期限为 5 年（3+2）

评级时间：2023 年 5 月 29 日

## 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V4.0.202208
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官网公开披露

## 本次评级模型打分表及结果：

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
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			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

## 评级观点

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，在中药配方颗粒市场地位、核心药品竞争力等方面具备综合优势。2022 年，公司资产总额同比增长，债务负担仍属较轻，经营活动现金流净额持续净流入且收入实现质量提高，公司成品药收入同比增长，毛利率有所提高。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到招标限价、医保控费、中药配方颗粒新旧标准转换等政策可能给公司各业务带来压力、医疗器械板块需求回落、公司存货和应收账款对营运资金形成较大占用等因素对公司信用水平带来的不利影响。

本次债券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（以下简称“成都市国资委”）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，担保能力强，其对“21 红日 01”的担保具有显著提升作用。截至 2022 年末，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。

未来，随着公司扩大经营规模，中药配方颗粒产能逐步释放，公司经营状况有望稳定发展。

综合评估，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。

## 优势

1. 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，中药配方颗粒产品超过 600 种。截至 2022 年末，公司中药配方颗粒共有八大生产基地，已投产的总产能达 5400 万吨，下游合作医院资源丰富。

2. 2022 年，公司债务负担仍较轻，收入实现质量提高，现金流持续净流入。截至 2022 年末，公司资产总额同比增长，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比

**同业比较:**

主要指标	公司	公司 1	公司 2
最新信用等级	AA	AA <sup>+</sup>	AA
评级时间	2023/5/29	2022/7/12	2022/6/17
资产总额 (亿元)	126.31	248.77	58.87
所有者权益 (亿元)	84.63	124.71	33.88
营业总收入 (亿元)	66.50	96.45	20.45
营业利润率 (%)	56.80	58.23	82.70
利润总额 (亿元)	7.16	-8.94	5.19
资产负债率 (%)	33.00	49.87	42.45

注: 公司 1 为天士力控股集团有限公司, 公司 2 为西藏奇正藏药股份有限公司; 财务数据时间为 2022 年/2022 年末  
 资料来源: 联合资信整理

分析师: 蒲雅修 丁媛香

邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@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)

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

率分别为 33.00%、20.08%和 14.40%; 2022 年, 公司经营活动现金流净额为 7.45 亿元, 同比增长 90.33%, 现金收入比为 110.91%, 同比提高 15.73 个百分点。

3. **2022 年, 公司成品药业务收入增长, 毛利率同比提高, 主要产品血必净收入大幅增长。**2022 年, 公司加大市场扩展力度, 成品药收入分别为 13.61 亿元, 同比增长 18.20%, 毛利率为 72.98%, 同比提高 2.49 个百分点。2022 年, 血必净注射液收入 8.17 亿元, 同比增长 31.21%。

**关注**

1. **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。2022 年, 公司营业总收入同比下降 13.30%, 中药配方颗粒及饮片收入为 33.60 亿元, 同比下降 20.66%。

2. **医疗器械板块海外需求回落, 血氧仪产销量均下降, 板块收入同比下降。**2022 年, 随着需求的回落, 血氧仪产品产销量分别同比下降 14.77%和 28.65%, 医疗器械板块收入同比下降 18.94%。

3. **公司存货和应收账款对营运资金形成较大占用。**2022 年, 公司存货和应收账款总额占流动资产的比例为 75.64%, 对营运资金形成较大占用。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	13.08	15.02	13.77	14.54
资产总额（亿元）	101.80	116.07	126.31	126.10
所有者权益（亿元）	73.92	79.52	84.63	86.39
短期债务（亿元）	8.10	4.55	7.03	4.10
长期债务（亿元）	3.62	15.25	14.23	15.24
全部债务（亿元）	11.72	19.80	21.26	19.34
营业总收入（亿元）	64.88	76.71	66.50	16.59
利润总额（亿元）	6.83	8.54	7.16	2.14
EBITDA（亿元）	9.31	11.98	11.23	--
经营性净现金流（亿元）	1.97	3.92	7.45	3.59
营业利润率（%）	55.66	56.94	56.80	56.32
净资产收益率（%）	7.57	8.44	7.34	--
资产负债率（%）	27.39	31.49	33.00	31.49
全部债务资本化比率（%）	13.68	19.93	20.08	18.30
流动比率（%）	244.19	330.68	275.79	310.03
经营现金流流动负债比（%）	8.40	19.03	27.83	--
现金短期债务比（倍）	1.62	3.30	1.96	3.55
EBITDA 利息倍数（倍）	29.52	23.91	14.99	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.26	1.65	1.89	--
公司本部（母公司）				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	59.48	68.76	69.69	/
所有者权益（亿元）	51.95	55.76	55.97	/
全部债务（亿元）	6.44	11.13	9.59	/
营业总收入（亿元）	3.47	5.10	7.32	/
利润总额（亿元）	6.37	4.80	1.57	/
资产负债率（%）	12.67	18.92	19.68	/
全部债务资本化比率（%）	11.03	16.64	14.63	/
流动比率（%）	249.07	564.14	381.71	/
经营现金流流动负债比（%）	-30.30	-25.47	-40.94	/
担保方财务数据				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
现金类资产（亿元）	241.71	1075.69	1144.75	1379.55
资产总额（亿元）	2136.16	7807.15	9419.91	10582.84
所有者权益（亿元）	673.00	1114.20	1249.55	1335.66
短期债务（亿元）	235.55	503.58	708.19	924.20
长期债务（亿元）	575.52	827.28	1116.02	1202.12
全部债务（亿元）	811.07	1330.86	1824.21	2126.32
营业总收入（亿元）	632.79	729.99	1970.74	781.52
利润总额（亿元）	16.01	39.89	79.53	46.32
EBITDA（亿元）	37.73	63.88	118.75	--
经营性净现金流（亿元）	-84.90	-95.98	204.66	136.50
营业利润率（%）	11.73	13.49	19.96	24.84

净资产收益率 (%)	1.59	2.82	4.76	--
资产负债率 (%)	68.49	85.73	86.73	87.38
全部债务资本化比率 (%)	54.65	54.43	59.35	61.42
流动比率 (%)	153.68	50.15	49.72	48.96
经营现金流动负债比 (%)	-10.27	-1.81	3.24	--
现金短期债务比 (倍)	1.03	2.14	1.62	1.49
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.80	1.00	1.75	--
全部债务/EBITDA (倍)	21.50	20.84	15.36	--

注：1. 公司合并口径 2023 年一季度财务报表未经审计，公司本部 2023 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；

资料来源：公司财务报告及公司提供，担保方财务报告及提供资料，联合资信整理

### 评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 红日 01	AAA	AA	稳定	2022/5/30	蒲雅修 崔濛骁	<a href="#">一般工商企业信用评级方法 (V3.1.202204)</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.1.202204)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
21 红日 01	AAA	AA	稳定	2021/3/8	蒲雅修 高佳悦	<a href="#">一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907)</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

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

## 声 明

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

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

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

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

八、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。

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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

# 天津红日药业股份有限公司 公开发行公司债券 2023 年跟踪评级报告

## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于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 2023 年 3 月末，公司实收资本 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”）参与转融通出借前持有公司股份为 667997417.00 股，占公司总股本比例 22.24%；参与转融通出借后持有公司股份 664897417.00 股，占公司总股本比例 22.13%，其中质押股份 243820162.00 股，占其持股数量的 36.67%；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”）。

2022 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。

截至 2023 年 3 月末，公司本部组织架构无重大变化。公司组织架构图详见附件 1-2。

截至 2022 年末，公司合并范围内拥有子公司 14 家。

截至 2022 年末，公司合并资产总额 126.31 亿元，所有者权益 84.63 亿元（含少数股东权益

1.73 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 66.50 亿元，利润总额 7.16 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司合并资产总额 126.10 亿元，所有者权益 86.39 亿元（含少数股东权益 1.76 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 16.59 亿元，利润总额 2.14 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：姚小青。

## 三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年末，公司由联合资信评级的存续债券为“21 红日 01”，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 截至 2022 年末公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
21 红日 01	6.00	6.00	2021/8/23	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 年末调整“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 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》，报告链接 <https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc372f>。

## 五、行业分析

### 1. 医药行业概况

2021 年以来，医药行业盈利水平逐渐恢复，医药制造业企业营业总收入和利润总额均大幅增长。2022 年，由于突发公共卫生事件和外部社会环境变动，医药制造企业营业总收入和利润总额同比有所下降。

医药制造行业与生命健康息息相关，其下游需求主要与人口数量、老龄化程度及疾病演变等因素相关。近年来，全国居民人均可支配收入已由 2018 年的 28228 元增长至 2021 年的 35128 元，消费升级加速；与此同时，截至 2022

年末，中国 65 周岁以上人口已达 2.10 亿，占总人口的 14.90%，较 2021 年末增加了 919 万，人口老龄化趋势明显。随着新医保目录落地、医保支付方式进一步完善以及带量采购的制度和常态化等多种政策的推行，医保收支结构逐步优化，控费成效显著。虽然基本医疗保险基金收入增长速度于 2017 年达到峰值后逐年放缓，但基金收入和基本医疗保险参保人数依然逐年增加，医药消费的基本盘仍然稳健。2020 年，公立医院以及公立基层医疗机构日常诊疗活动减少，医疗机构总诊疗人次由 2019 年的 87.20 亿次下降至 2020 年的 77.40 亿次，中国药品终端销售市场规模同比下降 8.45%，从 2019 年的 17955 亿元下降至 2020 年的 16437 亿元，为近年来首次负增长。2021 年医药行业有所复苏，2021 年医疗机构总诊疗人次为 85.30 亿人次，药品终端销售市场规模同比增长 7.97%，达 17747 亿元。2022 年 1—11 月，医疗总诊疗人次增长缓慢。2022 年 1—11 月，我国医院累计总诊疗人次 36.1 亿人，同比下降 5.2%。

受医保控费、带量采购制度化和常态化等因素影响，近年来医药制造业收入和利润出现小幅波动。2020 年，规模以上医药制造业营业总收入为 25053.57 亿元，同比增长 4.50%，利润总额为 3693.40 亿元，同比增长 12.80%，营业总收入增速有所放缓，但利润总额增速有所上升，主要系高毛利企业占比增加所致。2021 年，医药行业盈利水平逐渐恢复，全国规模以上医药制造业实现营业总收入 29288.5 亿元，同比增长 20.10%，实现利润总额 6271.4 亿元，同比增长 77.90%。2022 年，规模以上医药制造企业营业总收入为 29111.40 亿元，同比下降 1.60%；利润总额为 4288.70 亿元，同比下降 31.80%。

图 1 近年来基本医疗保险基金收入支出及参保人数情况（单位：亿元、万人）



资料来源：Wind，联合资信整理

## 2. 行业政策

医药行业是对政策依赖较高的行业。近年来，仿制药一致性评价的推进、带量采购的落地执行等均对行业产生了深刻影响。2021年以来，中国医药政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革；鼓励研究和创制新药，同时对创新药的临床试验立项、设计以及开展等方面提出了更高的要求；积极推动仿制药发展；鼓励优质中医药企业发展。

医改是影响整个医药行业发展的关键因素之一。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进，2019年是中国医药产业政策落地的一年，围绕“供给侧改革”和“降价”两大主基调深化医药行业变革。从药品优先审评政策、医保

目录准入谈判降价到全国药品集中采购的扩围等，一方面一定程度上压缩了企业的盈利空间，另一方面对企业的研发创新能力提出了挑战。2020年以来，中国医药政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革；鼓励研究和创制新药，积极推动仿制药发展；鼓励优质中医药企业发展。2021年以来，随着“十四五”规划的发布，我国医药行业的发展方向进一步明确，医保控费、医疗支付方式改革、集中带量采购、仿制药一致性评价等政策持续优化推进。“十四五”规划进一步鼓励医药创新研发，并提出发展高端制剂生产技术，提高产业化技术水平，并着力推动中医药的改革与发展。

表2 2020年以来医药行业重要政策梳理

时间	政策	主要内容	影响
2020年1月	《关于开展第二批国家组织药品集中采购和使用工作的通知》	药品集中采购工作继续推进	2020年以来，药品集中采购工作继续推进，第二、三轮集采药品陆续开始应用，第四轮集采中选结果公告，采购范围不断扩大
2020年3月	《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》	明确了深化医保改革的目标、原则与方向	标志着新一轮医保改革开始。此后，一系列医保改革方案相继推出
2020年3月	国家市场监督管理总局官网公布2020年新版《药品注册管理办法》	强调以临床价值为导向，鼓励研究和创制新药，积极推动仿制药发展	国家药品监督管理局持续推进审评审批制度改革，优化审评审批程序，提高审评审批效率，建立以审评为主导，检验、核查、监测与评价等为支撑的药品注册管理体系
2020年10月	联采办发布《国家组织冠脉支架集中带量采购文件》	集中带量采购符合要求的冠状动脉药物洗脱支架系统	医疗器械领域也开始借鉴药品领域集采的经验，试点高值器械耗材带量采购
2021年1月	国务院办公厅发布《推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展意见》	就带量采购总体要求、覆盖范围、采购规则、保障措施、配套政策、运行机制和组织保障七方面进行制度化规定，确保带量采购常态化进行	在仿制药一致性评价品种带量采购的常态化趋势下，医药行业进入快速分化、结构升级、淘汰落后产能的阶段，具有医药自主创新能力以及拥有知识产权保护的企业将在市场竞争中处于优势地位
2021年2月	国务院办公厅印发《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》	探索符合中医药特点的医保支付方式，支持将有疗效和成本优势的中医医疗服务项目纳入医保支付范围，进一步扩大中医药企业的项目品类，鼓励实行中西医同病同效同价，明确给予中西医并重的待遇；加快推进中药审评、审批机制改革，建立中药新药进入快速审评、审批通道的机制，缩短中医新药上市时间	国家政策扶持中医药产业持续发展，将为优质中医药企业提供机会。与此同时，国家政策鼓励优质中医药企业融资，预计未来将会有更多中医药企业发行债券
2021年9月	国务院办公厅印发《国务院办公厅关于印发“十四五”全民医疗保障的通知》	深化审评审批制度改革，鼓励药品创新发展，加快新药好药上市，促进群众急需的新药和医疗器械研发使用，稳步推进仿制药质量和疗效一致性评价；要持续深化医保支付方式改革；常态化制度化实施国家组织药品集中带量采购，持续扩大国家组织高值医用耗材集中带量采购范围；加快健全医保基金监管体制机制；支持远程医疗服务、互联网诊疗服务、互联网药品配送、上门护理服务等医疗卫生服务新模式新业态有序发展，促进人工智能等新技术的合理运用	医疗保障制度更加成熟定型，持续鼓励推进创新药发展，继续推进器械领域的带量采购
2021年11月	国家医保局印发《关于做好国家组织药品集中带量采购协议期满后接续工作的通知》	原则上所有国家组织集采药品协议期满后均应继续开展集中带量采购，不得“只议价、不带量”，原则上不少于上一年度的约定采购量。对于报送需求量明显低于上年度采购量的医疗机构，应要求其作出说明，并加大对采购行为的监督。应事先明确采购量规则，并将其分配到每家中选企业和每家医疗机构	继续明确带量采购协议期满后的情况要求

2021年11月	国家药监局发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》	提出肿瘤药物的研发以临床需求为导向，促进抗肿瘤药科学有序的开发。在研发决策阶段，若早期临床试验中对某种瘤没有达到期望效果，则应及时停止患者入组或终止药物研发	药物研发的审评审批标准趋严，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
2022年3月	《国务院办公厅关于印发“十四五”中药发展规划的通知》	建设优质高效中医药服务体系，提升中医药健康服务能力，建设高素质中医药人才队伍，建设高水平中医药传承保护与科技创新体系，推动中药产业高质量发展，发展中医药健康服务业，推动中医药文化繁荣发展，加快中医药开放发展，深化中医药领域改革以及强化中医药发展支撑保障，并安排了11类共44项重大工程项目	鼓励中药发展
2022年4月	《关于做好支付方式管理子系统DRG/DIP功能模块使用衔接工作的通知》	2022年4月开始选择部分省级医保信息平台进行测试，2022年6月末选择部分新开展DRG/DIP支付方式改革地区试用全国统一医保信息平台DRG/DIP功能模块，力争2022年11月末前实现DRG/DIP功能模块在全国落地应用	优化医保支付方式
2022年5月	《“十四五”国民健康规划》	基本药物数量从520种增加到685种；药品集中带量采购改革形成常态化机制；强调以临床需求为导向的合理用药；推进药品使用监测和药品临床综合评价体系建设。鼓励创新，支持仿制，继续深化审评审批改革。强化对经济实惠的精神疾病药物和长效针剂的研发攻坚	明确医药行业发展方向

资料来源：公开资料，联合资信整理

### 3. 行业关注

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

从行业主体数量来看，截至2022年末，医药制造业企业单位为8814家，较上年末增加477家；亏损企业1771家，较上年末增加194家。2020年以来，医药制造业企业数量增加较快，但亏损企业占比亦逐年上升，行业内分化程度加深。

**研发投入不足，创新能力相对较弱。**与欧美等发达国家的医药行业相比，受医药制造行业内技术条件的制约，中国医药行业研发投入仍显不足，影响了中国医药行业的发展和创新能力，导致国内医药企业普遍以生产仿制药为主，技术水平较低，且整体研发投入相对不足、研究成果转化率相对较低、研究水平相对落后。

**带量采购、医保目录谈判等政策实施使得药品价格呈下降趋势。**随着仿制药一致性评价的不断推进，国家医保局已经开展8批药品集中带量采购，前5批涉及品种234个，平均降幅52%~59%；第六批胰岛素专项集采42个产品中选，平均降幅48%；第七批集采60个品种中选，平均降幅48%。医保目录谈判方面，截至2022年11月末，我国一共进行了6轮针对创新药的医保药品谈判，首次入选的创新药产品，平均降幅在40%~62%。但绝大多数创新药进入医保目录后，实现了以价换量，销售额大幅增长，以近2年纳入医保的阿美替尼、达格列净、信达利单抗、安罗替尼来看，在纳入医保后，产品基本实现了快速放量，销售额提升明显。

表3 带量采购情况汇总

带量采购批次	时间	中选品种数量	平均降价幅度
第一批	2018年12月	25	52%
第二批	2020年1月	100	53%
第三批	2020年8月	55	53%
第四批	2021年2月	45	52%
第五批	2021年6月	61	56%
第六批 (胰岛素专项)	2021年11月	16	48%
第七批	2022年7月	60	48%
第八批	2023年3月	39	56%

资料来源：Wind，联合资信整理

#### 4. 行业展望

**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保持稳定增长。**

不同于其他行业，医药制造行业与生命健康息息相关，其下游需求主要与人口数量、老龄化程度及疾病演变等因素相关，医药消费具有很强的刚性，基本不受宏观经济的影响。目前，中国正逐渐步入老龄化社会，预计到 2050 年，中国老龄人口比例将超过 30%，未来随着国内老龄化、消费升级等带动医药行业的需求市场不断旺盛，且对高端产品和服务的需求持续增加，预计医药行业下游需求有望保持稳定增长态势。

从医药行业下游支付能力来看，医保基金作为最重要的支付方，其支付额约占整体医疗卫生总费用的约 40%，医保基金的支付能力直接决定了医药行业的回款情况。根据国家医保局数据显示，2022 年 1—11 月，我国基本医疗保险（含生育保险）基金收入 2.66 万亿元，基本医疗保险（含生育保险）基金支出 2.13 万亿元。2022 年上海等部分地区常规医疗服务量有一定程度下降，医保基金支出增速放缓。

**预计“控费”仍将为医药行业政策的主线，集采降价或将更加温和，未来可能不再唯低价中标。**

2022 年 9 月 6 日，国家医保局发布《关于公示 2022 年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整通过初步形式审查的药品及相关信息的公告》，共有 344 个品种通过初审，包括目录外药品 199 个，以及目录内药品 145 个，其中，抗肿瘤和免疫调节剂入围初审目录的数量最多（89 个）。截至目前，医保目录准入谈判已连续开展 4 次。医保目录已经建立了以一年为周期的灵活动态调整机制，临床价值显著的创新药品将更快调整进入目录，辅助用药和药物经济性较差的药品将被逐步调出，加快医保基金的腾笼换鸟。

集采方面，2022 年 9 月 3 日，国家医疗保障局对外发布《国家医疗保障局对十三届全国人大五次会议第 4955 号建议的答复》（以下简称“《答复》”）。《答复》指出，集采重点是将部分临床用量较大、临床使用较成熟、采购金额较高、市场竞争较充分的医用耗材纳入采购范围，采购价格方面或将更加温和，未来可能不唯低价中标，部分品种中标价格有所上升。此外，“创新医疗器械暂不集采”。

**预计未来创新药物将成为医药企业研发主流，新药研发逐步向差异化发展。**

医药产业投资大、周期长、风险高，对于当下临床需求的有效覆盖尚未满足，研发创新是医药制造企业发展的核心。根据国家统计局数据，2021 年我国研究与试验发展经费支出已达 27864 亿元，同比增长 14.2%。从新药审批数量来看，近年来创新药的申请数量和获批数量出现大幅增长。2019 年，受理国产 1 类新药注册申请 528 件，国产 1 类新药上市数量为 11 个；2020 年，受理 1 类新药注册申请 1062 件，国产 1 类新药上市数量为 14 个；2021 年，受理创新药<sup>1</sup>注册申请 1886 件，同比增长 79.23%，国产 1 类新药上市数量为 26 个。

目前，我国创新药以“Me-too”类药物为主，热门靶点的新药集中度高。根据《中国 1 类新药靶点白皮书》统计，2016—2021 年，国家药品监督管理局药品审评中心合计受理新药 1649 个，其中涉及的靶点有 520 个，前 6%（30 个）的靶点涉及 41%（681）的新药。在治疗领域方面，2016—2021 年，新药受理的治疗领域以肿瘤为主，占比为 62%，其次为感染，占比为 8%。为了避免此类重复投入造成的资源浪费，CDE 推出了《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床试验研发指导原则》，进一步规范研发原则，力求真创新。长期来看，随着创新药企数量和管线规模的成长，相同靶点、类似机制的产品将会愈发密集，同时随着医保谈判和带量采购的深化，具备差异化的创新药企将获得更大的议价空间

<sup>1</sup> 包括按照现行《药品注册管理办法》注册分类中药、化药、生物制品 1 类和原《药品注册管理办法》注册分类中药 1-6 类、化

药 1.1 类、生物制品 1 类药品。

和自主定价权，从而更快地实现现金流回笼和进入研发-上市的良好循环。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至 2023 年 3 月末，公司实收资本 30.04 亿元，第一大股东兴城集团持有公司 22.13% 股份，其中质押股份占其持股数量的 36.67%；公司实际控制人为成都市国资委。

### 2. 企业规模及竞争力

**公司产品种类丰富，并持续进行研发创新；公司中药配方颗粒品种丰富，具有竞争优势，成品药血必净在细分行业的优势较为显著。**

公司产品涉及中药（拮抗内毒素与炎性介质类药物）、抗肿瘤类、中枢神经系统用药物、抗感染药物、治疗心脑血管类药物、镇痛类、水、电解质平衡类、营养类、抗过敏、麻醉类等 11 个类别，共 26 个品种、39 个规格。

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。2022 年，公司国标申报项目按照药典委要求提交 50 个品种，入选 32 个，省标申报项目涉及申报的省市数为 25 个。截至 2022 年末，公司中药配方颗粒产品超过 600 种，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 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、盐酸法舒地尔注射液、低分子量肝素钙注射液、那屈肝素钙注射液、酮咯酸氨丁三醇注射液、盐酸莫西沙星氯化钠注射液、伊班膦酸钠注射液、依诺肝素钠注射液、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。2022 年，公司成品药产品种类持

续丰富，2022 年 4 月，那屈肝素钙注射液获批，用于预防静脉血栓栓塞性疾病；7 月注射用胸腺法新获得国家药品监督管理局的《药品注册证书》获批上市；11 月甲苯磺酰胺原料药取得《化学原料药上市审批批准通知书》，参股公司天津红日健达康医药科技有限公司（以下简称“红日健康达”）取得的《药品注册证书》，红日健康达为上市许可持有人。2022 年，公司盐酸莫西沙星氯化钠注射液（安若泰）中标辽宁省、江西省、渝川蒙鄂滇藏陕宁联盟集中采购。

医疗器械业务，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。

生产工艺方面，北京康仁堂在传承传统的基础上，建立了一套科学的生产工艺流程，在生产实现规模化与现代化的同时，保持了工艺与传统汤剂的一致性，及中药汤剂先煎、后下等特色，并获得发明专利 30 余项。

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，天津市脓毒症治疗药物关键技术企业重点实验室等近十余个省级创新平台，其中，“脓毒症治疗药物关键技术企业重点实验室”为 2022 年新建获批，将聚焦脓毒症治疗领域，持续开展血必净注射液相关基础研究。

### 3. 企业信用记录

**公司过往债务履约情况良好。**

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：9112000010409702XT），截至 2023 年 5 月 12 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。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

#### 4. 人员素质

截至2022年末，公司母公司及主要子公司在职员工共计6146人。具体情况如下表所示。

表4 截至2022年末公司人员情况（单位：人、%）

项目	数量	占比
生产人员	2958	48.13
销售人员	1445	23.51
技术人员	1052	17.12
财务人员	199	3.24
行政人员	483	7.86
高级管理人员	9	0.15
合计	6146	100.00
博士研究生	10	0.16
硕士研究生	181	2.95
在职研究生	26	0.42
本科	2064	33.58
专科	1776	28.90
专科以下	2089	33.99
合计	6146	100.00

资料来源：公司年报

#### 七、管理分析

跟踪期内，公司管理制度连续，部分监事和高管人员发生变动。

2022年4月，公司进行了换届选举，霍雅曼女士不再担任监事，选举易雪女士为监事；潘勤先生不再担任公司副总经理，聘任陆小中先生和孙武先生为副总经理。2023年3月，公司聘任董事、常务副总经理、财务负责人兼董事会秘书蓝武军先生为公司执行总经理。同时，蓝武军先生因工作重心调整，不再担任董事会秘书职务；公司董事会同意聘任杨伊女士为公司董事会秘书。

表5 公司董监高变动情况

人员名称	职位	变动日期	变动原因
蓝武军	董事会秘书	2023.3	离任
蓝武军	执行总经理	2023.3	聘任
杨伊	董事会秘书	2023.3	聘任
陆小中	副总经理	2022.4	聘任
潘勤	副总经理	2022.4	离任
霍雅曼	监事	2022.4	离任

人员名称	职位	变动日期	变动原因
易雪	监事	2022.4	换届选举
孙武	副总经理	2022.4	聘任

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主要管理制度无重大变化。

#### 八、经营分析

##### 1. 经营概况

2022年，公司主营业务无变化，营业总收入和利润总额有所下降，毛利率略有下降。其中，中药配方颗粒及饮片业务受新旧标准转换等影响，收入有所下降；公司加大市场拓展力度，成品药业务收入有所增长。

跟踪期内，公司主营业务无变化，仍为布局中药配方颗粒、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领域。

2022年，公司实现营业总收入66.50亿元，同比下降13.30%，主要系中药配方颗粒及饮片业务、医疗器械、辅料及原料药收入下降所致；利润总额7.16亿元，同比下降16.13%。

从收入构成来看，2022年，公司中药配方颗粒及饮片业务收入有所下降，主要原因为：行业新政正式实施，目前正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，再叠加2022年外部社会环境波动影响给配方颗粒业务带来一定的压力。2022年，公司成品药业务收入有所增长，主要系公司加强市场拓展力度，血必净销售收入同比增长所致；公司辅料及原料药业务收入有所下降，主要系出口减少所致；公司医疗器械业务收入有所下降，主要系海外需求下降，出口销售减少所致。公司其他业务收入占比较小，对公司营业总收入影响不大。

从毛利率来看，2022年，公司各业务毛利率有所变动，但幅度不大，其中中药配方颗粒及饮片毛利率有所下降，成品药毛利率有所提高，医疗器械毛利率同比有所下降，辅料及原料药

毛利率有所提高。受上述因素影响，2022年，公司综合毛利率同比降低0.20个百分点。

2023年1—3月，公司实现营业总收入16.59

亿元，同比下降4.23%；实现利润总额2.14亿元，同比下降24.65%，主要系收入同比下降及费用增加所致。

表6 2021—2022年公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2021年			2022年			2022年收入同比变动率(%)	2022年毛利率同比变动(百分点)
	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	42.35	55.21	69.74	33.60	50.52	67.36	-20.66	-2.38
成品药	11.52	15.01	70.49	13.61	20.47	72.98	18.20	2.49
其中：血必净注射液	6.22	8.11	85.35	8.17	12.28	86.29	31.21	0.94
辅料及原料药	6.19	8.07	22.04	5.45	8.19	25.09	-11.98	3.05
医疗器械	15.56	20.28	33.98	12.61	18.96	32.61	-18.94	-1.37
其他	1.09	1.43	12.61	1.23	1.86	28.08	12.59	15.47
合计	76.71	100.00	57.93	66.50	100.00	57.73	-13.30	-0.20

注：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  
资料来源：公司提供

## 2. 中药配方颗粒及饮片

公司中药配方颗粒及饮片主要由北京康仁堂经营。2022年，该业务板块采购模式和销售模式无变化。受到新旧标准转换及外部社会环境波动的影响，该业务板块收入同比下降；生产方面，2022年，公司产能有所增加，产能利用率同比提高；公司在建产能正式投产将会大幅增加公司中药配方颗粒生产能力，但中药配方颗粒新旧标准的转换需要一定时间，也需关注产能消化压力。

2022年，公司中药配方颗粒及饮片业务收入为33.60亿元，同比下降20.66%。公司中药配方颗粒业务的经营主体主要为北京康仁堂。北京康仁堂是公司2010年收购的全资子公司，截至2022年末，北京康仁堂注册资本为1.25亿元，资产总额为45.13亿元，净资产34.42亿元。2022年，北京康仁堂实现营业总收入25.90亿元，净利润3.89亿元。

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500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23个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。2022年，公司中药材采购金额有所下降，采购数量变动不大。

表7 2021—2022年公司中药配方颗粒采购情况  
(单位：亿元、吨、%)

项目	2021年	2022年	同比增长率
采购金额	7.26	6.76	-6.89
采购数量	18049.46	18202.66	0.85

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  
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。

表8 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 2022 年末，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。山东红日康仁堂预计 2023 年将进入试生产阶段，具备单味中药材 1 万吨的提取能力，年产中药饮片 3500 吨，中药配方颗粒 3200 吨。

2022 年，佛慈红日新建车间 400 吨投产，公司中药配方颗粒产能及产量均有所增加，公司产能利用率有所提高。

表 9 2021 - 2022 年公司中药配方颗粒产能情况

产品	项目	2021 年	2022 年	同比变动率(%, 百分点)
中药配方颗粒	产能(单位:吨)	5000.00	5400.00	8.00
	产量(单位:吨)	3690.00	4145.00	12.33
	产能利用率(%)	73.80	76.76	2.96

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已达近 3000 家，主要为二、三级医院。公司销售区域主要集中在北京、天津、山东及福建等地区，销售范围不断扩大。

公司销售的中药配方颗粒种类 600 余种，单一产品销量及销售金额均不大。2022 年，受中药配方颗粒行业标准调整，公司中药配方颗粒销售金额由 2021 年的 36.15 亿元下降至 28.11 亿元，2022 年销售量为 3380 吨，销售价格变动不大。

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

**2022 年，公司成品药的采购、生产和销售模式无变化。其中血必净注射液和低分子量肝**

**素钙注射液为成品药的主要产品，二者产销量均逐年增长，但血必净注射液产能利用率有待提高。**

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

创新药研发方面，血必净注射液是被批准以全身炎症反应综合征（SIRS）、脓毒症（Sepsis）、多器官功能障碍综合征（MODS）、危重型的全身炎症反应综合征或/和多脏器功能衰竭为适应症的国家二类新药。

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。

2022 年，公司成品药业务原材料采购总额大幅增加，其中，血必净注射液药所需药材采购量大幅增长，主要系需求增加所致；低分子量肝素钙原材料采购金额增长。2022 年，以上两类产品的原材料采购金额占成品药采购总额的 55.07%。

表 10 2021 - 2022 年公司成品药业务原材料采购金额及占比

项目	2021 年	2022 年	同比变动(%)
血必净注射液药材(万元)	890.66	1896.27	112.91
低分子量肝素钙原材料(万元)	14377.84	22553.23	56.86
两者采购金额占比(%)	63.12	55.07	-8.05
<b>成品药采购总额(万元)</b>	<b>24192.92</b>	<b>44398.82</b>	<b>83.52</b>

资料来源:公司提供

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。

公司根据产品销量和库存情况综合考虑制定生产计划。生产方面，血必净注射液是中药注射液，由五种中药材经过处理车间加工为饮片，采用提取、精制、干燥等操作工序加工成干膏，血必净大楼制剂部领取干膏通过中间体投料、

浓配、过滤、灌装、灭菌检漏、灯检、包装等生产工序加工为最终成品。其他化药制剂经过原料药投料、配液、过滤、灌装、灭菌检漏、灯检、包装等生产工序加工为最终成品。

从生产方面来看，2022年，公司血必净注射液产能无变化，产量有所增长，产能利用率有所提高但仍较低；2023年一季度，血必净注射液产能利用率大幅提高。2022年，公司低分子量肝素钙注射液产能无变化，随着产量的增长，产能利用率提升。

从销售方面来看，2022年，公司血必净注射液由于进入多版诊疗目录，下游需求增长，销售数量和销售金额均同比增长，销售均价变动不大，产销率维持高水平；低分子量肝素钙注射液受下游需求增加的影响，其销售数量和销售金额均同比增长，产销量有所下降但仍维持高水平，销售均价有所下降。公司盐酸莫西沙星氯化钠注射液2022年销售金额为1.65亿元，相比2021年变动不大。

表11 2021年-2022年公司主要成品药业务产品生产及销售情况

产品	项目	2021年	2022年	2022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)	3228.00	4387.32	35.91
	产能利用率(%)	40.35	54.85	14.50个百分点
	销售数量(万支)	3424.28	4548.98	32.84
	销售金额(亿元)	6.22	8.23	32.32
	产销率(%)	106.08	103.68	-2.40个百分点
	销售均价(元)	18.17	18.08	-0.50
低分子量肝素钙注射液	产能(万支)	2166.67	2166.67	0.00
	产量(万支)	1966.40	2460.54	25.13
	产能利用率(%)	90.76	113.57	22.81个百分点
	销售数量(万支)	2022.41	2389.11	18.13
	销售金额(亿元)	2.91	3.05	4.81
	产销率(%)	102.85	97.10	-5.75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	11.93 18.10	10.75 16.70

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

**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。**

公司全资子公司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；控股子公司汶河医疗器械

研制开发有限公司（以下简称“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。2022年，正康医疗科技实现营业总收入5.93亿元，净利润-1.37亿元；因受到招采政策的叠加影响，正康医疗科技对投入资金较大、运营周期较长的业务主动进行产品结构调整和销售模式调整，以改善资产周转效率，控制经营风险。

截至2022年末，超思电子总资产为9.27亿元，净资产为7.33亿元；2022年实现营业总收入6.11亿元，净利润1.40亿元。从销售区域来看，2022年，超思电子境外收入为5.72亿元，占营业总收入的比例超过90%，需关注汇率波动及贸易摩擦等风险。

2022年，公司医疗器械板块收入为12.61亿元，同比下降18.94%；由于公司医疗器械板块利润主要来自超思电子，下文重点分析超思电子。

2022年，超思电子采购模式及采购结算模式相比上年无变化。超思电子通过年度招标确定供应商和采购价格，日常根据销售预测和销售订单采购物料。采购结算方面，超思电子大部分原材料供应商（98%）付款方式为月结30天、60天，很小一部分电子料供应商有预付订金，货到付款。外采供应商基本是预付一定比例订金，货到30天付尾款。

销售方面，超思电子的销售网络遍布全球，主要通过海内外批发商和代理商销售至全球的医院、诊所和医疗器械店，在美国、加拿大、印度和新加坡均设有全资子公司，可直接对接本地市场二三级代理商以及终端客户，其中美国超思实现线下连锁药店商超直营以及线上亚马逊直营，印度超思实现线下医疗器械店直营及线上亚马逊直营，德国超思通过本地仓储已辐射了欧盟近三百多个二、三级代理商及零售终端，并实现了线上亚马逊、Ebay直营，跟随全球化电商发展的趋势，同步运作速卖通及阿里巴

巴国际站的开通经营。2022年，相继在印度、美国开通独立新账号并已进入试销阶段；国内市场，除了在天猫和京东自营平台开设了线上直营店，同时启动新媒体渠道运营，加快新媒体运营销售上量。

销售结算模式方面，超思电子绝大部分客户款到发货，部分VIP客户会给予一定的信用账期，

2022年，公司血氧仪产能同比增长44%，但随着下游需求恢复常态化，公司血氧仪产量及销量分别同比下降14.77%和28.65%，销售均价略有上涨，同比上涨2.80%，但血氧仪销售金额同比下降26.50%；产能利用率大幅降低但仍在100%以上，产销率有所下降但仍保持100%以上。

#### 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压力，同时，也需关注未来产能消化压力。**

截至2022年末，公司主要在建项目如下表所示，公司主要在建项目总投资9.96亿元，截至2022年末已投入2.77亿元，仍需投入7.19亿元，资金来源是项目贷款及自有资金，存在一定资金支出压力。

“山东红日康仁堂项目”是公司第八大生产基地，占地100亩，建成之后将年提取单味中药材1万吨的提取能力，年产中药饮片3500吨，中药配方颗粒3200吨，预计2023年达到试生产状态，需关注未来产能消化压力。

表12 截至2022年末公司主要在建项目情况（支付口径）（单位：万元、%）

项目名称	预计总投资	截至2022年末已投资额	2023年拟投资额	截至2022年末已投资比例	2023年后仍需投资金额
山东红日药业项目	55600.00	25663.83	9800.00	46.16	20136.17
湖州展望天明改扩建项目	44000.00	2076.26	9500.00	4.72	32423.74
<b>合计</b>	<b>99600.00</b>	<b>27740.09</b>	<b>19300.00</b>	<b>--</b>	<b>52559.91</b>

资料来源：公司提供

#### 6. 经营效率

**2022年，公司经营效率指标均有所下降。**

从经营效率指标看，2022年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分

别为1.84次、1.60次和0.55次，均同比下降。与同行业公司对比，公司经营效率指标处于行业中游水平。

表 13 2022 年同行业公司经营效率对比（次）

证券简称/公司名称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
天士力控股集团有 限公司	1.89	7.87	0.37
奇正藏药	2.63	30.77	0.36
贵州百灵	1.73	2.28	0.53
<b>公司</b>	<b>1.60</b>	<b>1.93</b>	<b>0.55</b>

资料来源：Wind

### 7. 未来发展

**公司发展战略稳健可行，具有自身经营特色，有利于未来几年公司的持续健康发展。**

中药配方颗粒方面，新政策正式实施后，行业处于新旧标准转换阶段，短期面临一定的压力，公司作为配方颗粒行业的先行者，将持续优化核心关键技术，加强生产和质量控制，充分发挥科研优势、产品优势、道地药材优势、产能布局优势、全品种溯源技术优势等先发优势，快速推进国省标的开发、申报和备案工作。成品药方面，公司将聚焦包括重症、心脑血管系统、呼吸系统疾病、神经退行性疾病、抗肿瘤五大领域的产品研发，进一步丰富产品结构，拓展营销渠道，推动现有成熟产品业绩稳步增长和依诺肝素钠注射液、那屈肝素钙注射液等新上市产品放量。医疗器械业务方面，推动产品开发和产业化，丰富产品类型，推进海外新市场开发及跨境电商的发展，提高品牌知名度，扩大国内市场覆盖率。另外，公司将推进原辅料业务、医疗健康服务和药械供应链等业务的发展。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2022年度财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2023年一季度财务数据未经审计。本报告2020年、2021年及2022年财务数据均取自各期审计报告期末数/本期数。

截至2022年末，公司合并范围内直接控股的子公司共14家。2022年，公司合并范围新增直接控股子公司1家（投资新设），减少间接控股子公司3家（注销2家，转让1家）；公司合并范围变化不大，财务数据可比性较强。

截至2022年末，公司合并资产总额126.31亿元，所有者权益84.63亿元（含少数股东权益1.73亿元）；2022年，公司实现营业总收入66.50亿元，利润总额7.16亿元。

截至2023年3月末，公司合并资产总额126.10亿元，所有者权益86.39亿元（含少数股东权益1.76亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入16.59亿元，利润总额2.14亿元。

### 2. 资产质量

**截至2022年末，公司资产规模同比增长，资产结构相对均衡；公司应收账款和存货占流动资产的比例较高，对营运资金形成较大占用。**

截至2022年末，公司合并资产总额较上年末有所增长。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年末变化不大。

表 14 2021 - 2022 年及 2023 年 3 月末公司资产主要构成（亿元、%）

科目	2021 年		2022 年		2023 年 3 月		2022 年末各科目金额同比变动（%）
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
<b>流动资产</b>	<b>68.06</b>	<b>58.64</b>	<b>73.85</b>	<b>58.47</b>	<b>73.84</b>	<b>58.56</b>	<b>8.51</b>
货币资金	13.16	19.33	12.06	16.33	13.00	17.61	-8.34
应收账款	35.07	51.52	33.72	45.66	31.29	42.37	-3.83
存货	13.05	19.17	22.14	29.98	24.16	32.72	69.70
<b>非流动资产</b>	<b>48.01</b>	<b>41.36</b>	<b>52.46</b>	<b>41.53</b>	<b>52.26</b>	<b>41.44</b>	<b>9.26</b>
固定资产	25.50	53.11	27.24	51.94	29.21	55.89	6.84
商誉	7.16	14.91	7.16	13.65	7.16	13.70	0.00
<b>资产总额</b>	<b>116.07</b>	<b>100.00</b>	<b>126.31</b>	<b>100.00</b>	<b>126.10</b>	<b>100.00</b>	<b>8.82</b>

注：表中流动资产和非流动资产占比为占资产总额的比重，各科目占比为占流动资产/非流动资产的比重

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

截至2022年末，公司流动资产较上年末有所增长，主要系存货增长所致。公司流动资产主要构成见上表。

截至2022年末，公司货币资金较上年末下降8.34%。货币资金中有0.23亿元受限资金，受限比例为1.90%，主要为各类保证金。

截至2022年末，公司应收账款账面价值较上年末下降3.83%。应收账款余额中，账龄在1年以内的占78.17%，1~2年的占14.48%；应收账款累计计提坏账3.76亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为3.45亿元，占比为9.21%，集中度较低。

截至2022年末，公司存货较上年大幅增长，主要系配方颗粒生产基地增加以及配方颗粒销售下降导致库存增加所致，成品药及医疗器械存货也有所增加。存货主要由库存商品（占50.48%）、原材料（占19.83%）和自制半成品（占18.63%）构成；存货累计计提跌价准备0.20亿元，计提比例很低。

(2) 非流动资产

截至2022年末，公司非流动资产较上年末有所增长。

截至2022年末，公司固定资产较上年末增长6.84%。按账面价值，固定资产主要由房屋建筑物（占53.99%）、生产设备（占24.01%）和电子设备（占16.69%）构成，累计计提折旧11.61亿元；固定资产成新率71.35%，成新率尚可。

截至2022年末，公司商誉较上年末无变化。2022年，公司未计提商誉减值准备，以前年度计提的商誉减值准备共计5.79亿元，主要为超思电子和湖州展望药业有限公司。公司商誉规模较大，仍需关注未来可能存在的商誉减值风险。

截至2022年末，公司所有权受到限制的资产为3.88亿元，占资产总额的比例为3.07%，受限比例很低。

表 15 截至 2022 年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额比例 (%)	受限原因
货币资金	0.23	0.18	各类保证金
应收票据	0.02	0.02	票据池质押
存货	0.15	0.12	借款抵押
固定资产	2.02	1.60	借款抵押
无形资产	0.18	0.14	借款抵押
应收款项融资	0.03	0.02	应收账款保理
在建工程	1.24	0.98	借款抵押
<b>合计</b>	<b>3.88</b>	<b>3.07</b>	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2023年3月末，公司合并资产总额126.10亿元，较上年末下降0.16%，较上年末变化不大。其中，流动资产占58.56%，非流动资产占41.44%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年末变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

**截至 2022 年末，公司所有者权益同比增长。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性一般。**

截至2022年末，公司所有者权益84.63亿元，较上年末增长6.42%。其中，归属于母公司所有者权益占比为97.96%，少数股东权益占比为2.04%。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36.24%、7.11%、0.01%和53.48%。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3月末，公司所有者权益86.39亿元，较上年末增长2.08%，较上年末变化不大。

(2) 负债

**截至2022年末，公司负债和债务规模均有所增长，公司债务以长期债务为主，债务负担较轻。**

截至2022年末，公司负债总额41.68亿元，较上年末增长14.03%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占64.25%，非流动负债占35.75%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

表16 公司负债总额构成(亿元、%)

科目	2021年末		2022年末		2023年3月末		2022年末各科目金额同比变动(%)
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
<b>流动负债</b>	<b>20.58</b>	<b>56.31</b>	<b>26.78</b>	<b>64.25</b>	<b>23.82</b>	<b>59.97</b>	<b>30.11</b>
应付账款	5.90	28.66	8.49	31.71	9.11	38.27	43.97
其他应付款(合计)	6.97	33.84	7.33	27.39	7.83	32.89	5.29
一年内到期的非流动负债	1.46	7.09	4.36	16.28	2.41	10.13	198.76
<b>非流动负债</b>	<b>15.97</b>	<b>43.69</b>	<b>14.90</b>	<b>35.75</b>	<b>15.90</b>	<b>40.03</b>	<b>-6.69</b>
长期借款	8.53	53.42	7.47	50.15	8.54	53.74	-12.40
应付债券	6.05	37.90	5.98	40.14	5.98	37.63	-1.17
<b>负债总额</b>	<b>36.55</b>	<b>100.00</b>	<b>41.68</b>	<b>100.00</b>	<b>39.71</b>	<b>100.00</b>	<b>14.03</b>

注:表中流动负债和非流动负债占比为占负债总额的比重,各科目占比为占流动负债/非流动负债的比重

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

截至2022年末,公司流动负债较上年末增长30.11%,主要系应付账款及一年内到期的长期借款增长所致。公司流动负债主要构成如上表所示。

截至2022年末,公司应付账款8.49亿元,较上年末增长43.97%,主要系采购账期加长所致。应付账款主要为应付材料及其他商品款、工程款和设备款等。

截至2022年末,公司其他应付款(合计)7.33亿元,较上年末增长5.29%。公司其他应付款主要由保证金和其他费用类构成。

截至2022年末,公司一年内到期的非流动负债4.36亿元,较上年末增长198.76%,主要系一年内到期的长期借款增加所致。

截至2022年末,公司非流动负债14.90亿元,较上年末下降6.69%。公司非流动负债主要构成见上表。

截至2022年末,公司长期借款7.47亿元,较上年末下降12.40%,主要系部分转入一年内到期的长期借款所致;长期借款主要由抵押借款(占57.06%)、保证借款(占19.96%)和信用借款(占22.87%)构成。从期限分布看,1~2年的占29.49%、2~3年到期的占11.49%,3年及以上到期的占59.02%。

截至2022年末,公司应付债券5.98亿元,较上年末变化不大。

有息债务方面,截至2022年末,公司全部债务21.26亿元,较上年末增长7.39%。债务结构方面,短期债务占33.06%,长期债务占66.94%,以长期债务为主,其中,短期债务7.03亿元,较上年末增长54.54%,主要系一年内到期的非流动负债增加所致;长期债务14.23亿元,较上年末下降6.67%。从债务指标来看,截至2022年末,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为33.00%、20.08%和14.40%,较上年末分别提高1.51个百分点、提高0.14个百分点和下降1.70个百分点。公司债务负担较轻。

截至2023年3月末,公司负债总额39.71亿元,较上年末下降4.71%。其中,流动负债占59.97%,非流动负债占40.03%。公司流动负债与非流动负债相对均衡,负债结构较上年末变化不大。

截至2023年3月末,公司全部债务19.34亿元,较上年末下降9.02%。债务结构方面,短期债务占21.20%,长期债务占78.80%,以长期债务为主,其中,短期债务4.10亿元,较上年末下降41.67%,主要系对到期债务进行了偿付所致;长期债务15.24亿元,较上年末增长7.10%。从债务指标来看,截至2023年3月末,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为31.49%、18.30%和15.00%,较上年末分别下降1.50个百分点、下降1.78个百分点和提高0.60个百分点。

截至报告出具日公司存续债券如下表所示。

表 17 截至报告出具日公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
21 红日 01*	2024-08-23	6.00
合计	--	6.00

注：用\*标出的债券均附带回售条款，所列到期日为回售日  
资料来源：Wind

#### 4. 盈利能力

2022 年，公司收入规模和利润总额有所下降；费用控制能力有所下降，期间费用仍对利润形成较大侵蚀。

2022 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“八、经营分析”章节。

从期间费用看，2022 年，公司费用总额为 30.45 亿元，同比下降 8.46%，主要系公司加强成本控制、销售费用下降所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 76.18%、14.29%、7.77% 和 1.76%，以销售费用为主。其中，销售费用同比下降主要系调剂服务费下降所致；管理费用略有下降；研发费用同比增长主要系公司加强研发投入，材料费用等增加所致；财务费用同比小幅下降。2022 年，公司期间费用率为 45.79%，同比提高 2.42 个百分点，公司期间费用控制能力有所下降，期间费用对公司利润仍存在较大侵蚀。

2022 年，公司信用减值损失（绝对值）为 0.79 亿元（2021 年为 0.89 亿元），占营业利润的比例为 11.14%，对营业利润存在一定影响。截至 2022 年末，公司信用减值损失主要为应收账款坏账损失（占 70.90%）和长期应收款坏账损失（占 22.56%）。

表 18 公司盈利能力变化情况

项目	2021 年	2022 年	同比变动 (%)
营业总收入（亿元）	76.71	66.50	-13.30
利润总额（亿元）	8.54	7.16	-16.13
营业利润率（%）	56.94	56.80	-0.14 个百分点
总资本收益率（%）	7.26	6.52	-0.74
净资产收益率（%）	8.44	7.34	-1.10

<sup>2</sup> 期间费用率=期间费用/营业总收入\*100%

销售费用（亿元）	26.16	23.20	-11.33
管理费用（亿元）	4.51	4.35	-3.41
研发费用（亿元）	2.03	2.37	16.39
财务费用（亿元）	0.56	0.54	-5.19

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2022 年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降。与所选公司比较，公司盈利能力处于中游水平。

表 19 2022 年同行业公司盈利情况对比

证券简称/公司名称	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	59.94	-1.66	-8.82
奇正藏药	84.15	9.78	13.86
贵州百灵	60.12	3.68	3.40
公司	57.73	6.22	7.34

资料来源：Wind

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 16.59 亿元，同比下降 4.23%；实现利润总额 2.14 亿元，同比下降 24.65%，主要系收入同比下降及费用增加所致。

#### 5. 现金流

2022 年，公司经营活动现金净流入规模同比大幅增长，收入实现质量有所提高；投资活动现金流仍为净流出状态；筹资活动前现金流由净流出转为净流入；筹资活动现金流为净流出。

从经营活动来看，2022 年，公司经营活动现金流入略有增长，同比变化不大；经营活动现金流出略有下降。受以上因素综合影响，2022 年，公司经营活动现金净流入同比大幅增长。2022 年，公司现金收入比为 110.91%，同比提高 15.73 个百分点，主要系以前年度的销售款项逐步收回所致。

从投资活动来看，2022 年，公司投资活动现金流入同比变化不大；投资活动现金流出同比增长 12.51%，主要系公司构建资产支出增加所致。受以上因素综合影响，2022 年，公司投资活动现金净流出量同比增长 13.42%。

2022年，公司筹资活动前现金流由净流出转为净流入。

从筹资活动来看，2022年，公司筹资活动现金流入同比下降47.32%，主要系取得借款减少所致；筹资活动现金流出同比下降13.12%，主要系偿还债务支付的现金减少所致。2022年，公司筹资活动现金净流出1.51亿元，同比净流入转为净流出。

2023年1-3月，公司经营活动现金流量净额为3.59亿元，投资活动现金流量净额为-0.66亿元，筹资活动现金流量净额为-1.76亿元。

表 20 公司现金流情况

项目	2021年	2022年	同比增长率(%)
经营活动现金流入小计	77.09	79.16	2.69
经营活动现金流出小计	73.17	71.71	-2.00
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>3.92</b>	<b>7.45</b>	<b>90.33</b>
投资活动现金流入小计	0.50	0.51	0.92
投资活动现金流出小计	6.93	7.79	12.51
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-6.42</b>	<b>-7.28</b>	<b>13.42</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>-2.51</b>	<b>0.17</b>	--
筹资活动现金流入小计	16.21	8.54	-47.32
筹资活动现金流出小计	11.56	10.05	-13.12
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>4.65</b>	<b>-1.51</b>	--
现金收入比(%)	95.18	110.91	15.73个百分点

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 6. 偿债指标

2022年，公司短期偿债能力指标及长期偿债能力指标有所变动。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。

表 21 公司偿债能力指标

项目	项目	2021年	2022年
短期偿债能力	流动比率(%)	330.68	275.79
	速动比率(%)	267.30	193.12
	经营现金/流动负债(%)	19.03	27.83
	经营现金/短期债务(倍)	0.86	1.06
	现金类资产/短期债务(倍)	3.30	1.96
长期偿债能力	EBITDA(亿元)	11.98	11.23
	全部债务/EBITDA(倍)	1.65	1.89
	经营现金/全部债务(倍)	0.20	0.35
	EBITDA/利息支出(倍)	23.91	14.99
	经营现金/利息(倍)	7.82	9.95

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2022年末，公司流动比率与速动比率均有所下降，流动资产对流动负债的保障程度降低；公司经营现金流动负债比率同比提高；公司经营现金/短期债务同比提高；公司现金短期债务比有所下降，现金类资产对短期债务的保障程度下降。

2022年，公司EBITDA为11.23亿元，同比下降6.24%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧(占24.29%)、摊销(占5.73%)、计入财务费用的利息支出(占6.20%)、利润总额(占63.78%)构成。2022年，公司EBITDA利息倍数下降，EBITDA对利息的覆盖程度下降；公司全部债务/EBITDA提高，EBITDA对全部债务的覆盖程度下降；经营现金/全部债务提高，经营现金对全部债务的保障程度提高；经营现金/利息支出提高，经营现金对利息支出的保障程度提高。

对外担保方面，截至2023年3月末，公司无对外担保。

未决诉讼方面，截至2023年3月末，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2023年3月末，公司共计获得银行授信额度35.83亿元，未使用额度17.12亿元，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。

## 7. 公司本部财务分析

公司本部资产构成以非流动资产为主，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。公司本部营业总收入规模小。

截至2022年末，公司本部资产总额69.69亿元，较上年末变化不大。其中，流动资产25.18亿元(占比36.14%)，非流动资产44.50亿元(占比63.86%)。从构成看，流动资产主要由应收账款(占18.73%)、一年内到期的非流动资产(占13.37%)和其他流动资产(占47.45%)构成；非流动资产主要由长期股权投资(占77.49%)构成。截至2022年末，公司本部货币资金为1.86亿元。

截至2022年末，公司本部负债总额13.71亿元，较上年末增长5.44%。其中，流动负债6.60亿元（占比48.11%），非流动负债7.12亿元（占比51.89%）。从构成看，流动负债主要由应付票据（占10.61%）、一年内到期的非流动负债（占22.34%）和其他流动负债（占52.91%）构成；非流动负债主要由长期借款（占15.48%）和应付债券（占84.04%）构成。公司本部2022年资产负债率为19.68%，较2021年提高0.76个百分点。

截至2022年末，公司本部全部债务9.59亿元。其中，短期债务占26.19%、长期债务占73.81%。截至2022年末，公司本部短期债务为2.51亿元。截至2022年末，公司本部全部债务资本化比率14.63%，公司本部债务负担轻。

截至2022年末，公司本部所有者权益为55.97亿元，较上年末增长0.39%，所有者权益稳定性较强。在归属公司本部所有者权益中，实收资本为30.04亿元（占53.67%）、资本公积合计9.93亿元（占17.75%）、未分配利润合计13.37亿元（占23.89%）、盈余公积合计2.62亿元（占4.69%）。

2022年，公司本部营业总收入为7.32亿元，利润总额为1.57亿元。同期，公司本部投资收益为0.07亿元。

现金流方面，2022年，公司本部经营活动现金流净额为-2.70亿元，投资活动现金流净额3.11亿元，筹资活动现金流净额-1.41亿元。

截至2022年末，公司本部资产占合并口径的55.17%；公司本部负债占合并口径的32.90%；公司本部全部债务占合并口径的45.12%；公司本部所有者权益占合并口径的66.14%。2022年，公司本部营业总收入占合并口径的11.01%；公司本部利润总额占合并口径的21.94%。

## 十、债券偿还能力分析

截至2023年3月末，公司存续债券为“21红日01”，债券余额为6.00亿元。截至2022年末，公司现金类资产为13.77亿元，为待偿债券余额的2.30倍；2022年公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为79.16亿

元、7.45亿元、11.23亿元，为待偿债券余额的13.19倍、1.24倍和1.87倍。截至2022年末，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”由兴城集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

### 1. 兴城集团概况

兴城集团原名为成都市兴城投资有限公司（以下简称“兴城公司”），是成都市国有资产监督管理委员会（以下简称“成都市国资委”）于2009年3月投资30.00亿元成立的国有独资企业。2003年，成都市政府成立了兴南投资有限责任公司（以下简称“兴南公司”）和兴东投资有限责任公司（以下简称“兴东公司”），分别为成都市南部和东部新区起步区城市基础设施建设项目的投融资主体。2008年，兴南公司和兴东公司以新设合并方式组建为兴城公司，成为成都市城市建设和经营的投融资主体；2012年2月，兴城公司更名为现名。2012年4月1日，成都市国资委对公司增资25.25亿元。2018年9月，成都市政府将成都建工集团有限公司（以下简称“成都建工”，原名“成都建筑工程集团总公司”）出资人由成都市国资委变更为兴城集团。2019年3月，兴城集团通过股权收购取得红日药业和中化岩土集团股份有限公司（股票代码：002542.SZ，以下简称“中化岩土”）的实际控制权，将上述公司纳入合并范围。2020年7月，兴城集团完成对成都农村商业银行股份有限公司（以下简称“成都农商行”）的股权收购，并于2020年12月31日将成都农商行纳入合并范围。截至2022年末，兴城集团注册资本为55.25亿元，实收资本为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。

兴城集团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。

截至2022年末，兴城集团本部设董事会办公室、集团办公室、财务部和投资发展部等职能部门。截至2022年6月末，兴城集团纳入合并范围的二级子公司共20家。

截至2021年末，兴城集团资产总额9419.91亿元，所有者权益1249.55亿元（少数股东权益627.91亿元）。2021年，兴城集团实现营业总收入1970.74亿元，利润总额79.53亿元。

截至2022年6月末，兴城集团资产总额10582.84亿元，所有者权益1335.66亿元（少数股东权益681.07亿元）。2022年1—6月，兴城集团实现营业总收入781.52亿元，利润总额46.32亿元。

兴城集团注册地址：成都市高新区濯锦东路99号；法定代表人：任志能。

## 2. 企业信用记录

根据兴城集团提供的企业信用报告（自主查询版，统一社会信用代码：915101006863154368），截至2023年1月28日，兴城集团本部无未结清和已结清的关注或不良信贷记录，过往债务履约情况良好。

根据兴城集团过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，兴城集团无逾期或违约记录。

截至2023年2月9日，联合资信未发现兴城集团本部被列入全国失信被执行人名单。

## 3. 经营分析

**2019—2021年，受建筑施工、房地产销售和建材物流业务收入增长和新增银行业务收入综合影响，兴城集团营业总收入持续快速增长，综合毛利率波动增长。**

随着合并范围的扩大，兴城集团业务板块呈多元化发展。2019—2021年，兴城集团营业总收入规模快速增长，年均复合增长76.48%。2021年，兴城集团营业总收入较上年增长169.97%，主要系建筑施工、房地产销售和建材物流业务收入增长和新增银行业务收入所致。2019—2021年，受建筑施工业务规模扩大影响，兴城集团建筑施工业务收入持续增长，2021年，建筑施工业务收入较上年增长53.10%。2019年，兴城集团将红日药业纳入合并范围，新增医药制造及销售和设备租赁及销售板块，对兴城集团营业总收入形成有益补充。2020年，兴城集团医药制造及销售收入较上年增长63.91%，主要系2019年兴城集团未将红日药业全年收入纳入合并所致，2021年该业务收入稳步增长。2021年，兴城集团往年开盘房地产项目结转收入增加，房地产开发销售收入较上年增长366.26%。兴城集团其他收入在营业总收入中占比较小。

表 22 兴城集团营业总收入构成及毛利率情况

业务板块	2019年			2020年			2021年		
	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)
建筑施工	518.98	82.01	5.99	565.74	77.50	6.26	866.15	43.95	7.68
房地产开发销售	35.54	5.62	41.73	47.70	6.53	55.63	222.40	11.29	15.77
房产租赁	5.14	0.81	77.83	--	--	--	--	--	--
酒店旅游	1.76	0.28	86.69	1.94	0.27	83.32	2.64	0.13	61.37
建材物流	22.47	3.55	7.81	38.60	5.29	4.25	539.15	27.36	0.86
医药制造及销售	39.43	6.23	61.24	64.63	8.85	56.60	76.56	3.88	57.50
设备租赁及销售	2.29	0.36	38.08	2.16	0.30	30.05	1.04	0.05	16.85
银行业务	--	--	--	--	--	--	250.27	12.70	47.28
其他业务	7.18	1.14	43.51	9.21	1.26	74.38	12.52	0.64	71.14
<b>合计</b>	<b>632.79</b>	<b>100.00</b>	<b>12.86</b>	<b>729.99</b>	<b>100.00</b>	<b>14.97</b>	<b>1970.74</b>	<b>100.00</b>	<b>14.17</b>

注：1. 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. 2020年起，房地产开发销售收入中含房产租赁收入  
资料来源：兴城集团提供

毛利率方面，2019—2021年，兴城集团综合毛利率波动增长。2021年，兴城集团房地产开发销售业务毛利率较上年下降39.86个百分点，主

要系当年结转收入的楼盘中人才公寓项目占比增加、毛利率降低所致。同期，兴城集团建材物流业务毛利率较上年下降3.39个百分点，主要系

兴城集团全面提供供应链综合管理服务使得前期成本较高所致。

2022年1—6月，兴城集团实现营业总收入781.52亿元。同期，兴城集团利润总额46.32亿元，营业利润率为24.84%。

#### 4. 财务概况

##### (1) 资产质量

受合并范围扩大影响，兴城集团资产规模快速增长。2020年合并成都农商银行后，兴城集团资产结构发生重大变化，以银行类资产为

主。成都农商银行债权投资资产发生减值规模较大。兴城集团应收类款项规模较大，且坏账比例较高，对兴城集团资金形成一定占用。兴城集团整体资产质量尚可。

2019—2021年末，受合并范围扩大影响，兴城集团资产总额快速增长，年均复合增长109.99%。截至2021年末，兴城集团合并资产总额较年初增长20.66%。2020年末，成都农商银行合并后，兴城集团资产结构发生变化，非流动资产占比上升，截至2021年末，兴城集团资产结构以非流动资产为主。

表 23 兴城集团资产主要构成情况

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 6 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
货币资金	235.04	11.00	635.18	8.14	701.53	7.45	845.27	7.99
拆出资金	--	--	222.70	2.86	271.31	2.88	129.58	1.22
交易性金融资产	--	--	429.23	5.50	418.12	4.44	520.76	4.92
应收账款	228.60	10.70	208.47	2.67	232.98	2.47	250.59	2.37
其他应收款	85.07	3.98	107.17	1.37	73.11	0.78	54.18	0.51
买入返售金融资产	--	--	139.14	1.78	148.79	1.58	291.53	2.75
存货	682.07	31.93	476.98	6.11	609.98	6.48	659.07	6.23
合同资产	--	--	361.14	4.63	534.87	5.68	566.72	5.36
<b>流动资产</b>	<b>1270.56</b>	<b>59.48</b>	<b>2655.96</b>	<b>34.02</b>	<b>3135.89</b>	<b>33.29</b>	<b>3465.77</b>	<b>32.75</b>
债权资产	--	--	1322.44	16.94	1844.16	19.58	2086.38	19.71
发放贷款及垫款	--	--	2556.34	32.74	2924.29	31.04	3457.73	32.67
投资性房地产	187.51	8.78	206.87	2.65	242.96	2.58	242.77	2.29
在建工程	408.88	19.14	560.46	7.18	728.65	7.74	807.14	7.63
<b>非流动资产</b>	<b>865.60</b>	<b>40.52</b>	<b>5151.20</b>	<b>65.98</b>	<b>6284.03</b>	<b>66.71</b>	<b>7117.08</b>	<b>67.25</b>
<b>资产总额</b>	<b>2136.16</b>	<b>100.00</b>	<b>7807.15</b>	<b>100.00</b>	<b>9419.91</b>	<b>100.00</b>	<b>10582.84</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据兴城集团财务报表整理

2019—2021年末，兴城集团流动资产持续增长，年均复合增长57.10%。截至2021年末，兴城集团流动资产较年初增长18.07%。

2019—2021年末，兴城集团货币资金持续增长，年均复合增长72.76%。截至2021年末，兴城集团货币资金较年初增长10.45%，主要由银行存款（占51.17%）和法定存款准备金（占41.28%）。兴城集团受限货币资金302.25亿元，主要为法定存款准备金和保证金受限，受限比例为43.08%。

2019—2021年末，兴城集团应收账款波动

增长，年均复合增长0.95%。截至2021年末，兴城集团应收账款较年初增长11.76%，主要系应收项目工程款增加所致。从账龄来看，截至2021年末，兴城集团采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，账龄为1年以内（含1年）的占65.44%、1~2年（含2年）的占14.04%、2~3年（含3年）的占7.57%、3年以上的占12.95%，账龄集中于3年以内。从集中度来看，兴城集团前五名应收账款合计占13.23%，集中程度低。兴城集团应收账款累计计提坏账准备42.14亿元，坏账比例为15.32%，主要为对成

都建工的涉诉事项导致回款风险及账龄较长的部分工程款计提坏账。

2019—2021 年末，兴城集团其他应收款波动下降，年均复合下降 7.29%。截至 2021 年末，兴城集团其他应收款较年初下降 31.78%，主要系收回对关联方成都建工地产开发有限责任公司（以下简称“地产公司”）关联款项（43.70 亿元）所致。从集中度来看，兴城集团前五名其他应收款合计占比为 22.40%，集中程度较低。

2019—2021 年末，兴城集团存货波动下降，年均复合下降 5.43%。截至 2021 年末，兴城集团存货较年初增长 27.88%，主要由房地产项目成本（占 87.93%）构成。兴城集团累计计提存货跌价准备 2.79 亿元。

2019—2021 年末，兴城集团非流动资产快速增长，年均复合增长 169.44%。截至 2021 年末，兴城集团非流动资产较年初增长 21.99%。

2019—2021 年末，兴城集团投资性房地产持续增长，年均复合增长 13.83%。截至 2021 年末，兴城集团投资性房地产较年初增长 17.44%，主要系自用房地产和存货转入所致。兴城集团投资性房地产由房屋、建筑物（占 97.34%）和土地使用权（占 2.66%）构成。

2019—2021 年末，兴城集团在建工程持续增长，年均复合增长 33.49%。截至 2021 年末，兴城集团在建工程较年初增长 30.01%，主要系基础设施建设项目投入增加所致。兴城集团在建工程主要为东部片区、南部片区、新客站项目、成都市环城生态区生态修复综合项目和天府文化公园项目等基础设施建设项目投入。

截至 2021 年末，兴城集团受限资产总额 1005.29 亿元，主要为货币资金（占 30.07%）、债权投资（占 37.27%）和存货（占 19.43%）受限，资产受限比例为 10.67%。

截至 2022 年 6 月末，兴城集团合并资产总额较上年末增长 12.35%，主要系货币资金、交易性金融资产、买入返售金融资产、发放贷款及垫款和债权投资增长所致。

## （2）资本结构

**兴城集团所有者权益持续快速增长，少数**

**股东权益占比大，所有者权益稳定性一般。**

2019—2021 年末，兴城集团所有者权益持续快速增长，年均复合增长 36.26%。截至 2021 年末，兴城集团所有者权益较年初增长 12.15%，主要系少数股东权益增长所致。兴城集团所有者权益由实收资本（占 19.21%）、其他权益工具（占 9.20%）、资本公积（占 10.70%）和少数股东权益（占 50.25%）构成，兴城集团所有者权益稳定性一般。

截至 2021 年末，兴城集团实收资本较上年末增长 334.36%，主要系资本公积转入所致。2019—2021 年末，兴城集团其他权益工具变动不大，截至 2021 年末，兴城集团其他权益工具为 115.00 亿元，主要为发行的永续期债券和永续债。2019—2021 年末，兴城集团资本公积波动下降，年均复合下降 23.75%。截至 2021 年末，兴城集团资本公积较年初下降 50.16%，主要系调增实收资本所致。除此之外，2021 年，兴城集团收到成都市财政国库支付中心拨付的 31.81 亿元项目资本金和天府实验室及基础配套项目 15.00 亿元地方政府一般债，均增加资本公积。2019—2021 年末，兴城集团未分配利润持续增长，年均复合增长 12.16%。2019—2021 年末，兴城集团少数股东权益持续增长，年均复合增长 89.78%。截至 2021 年末，兴城集团少数股东权益较年初增长 14.10%，主要系子公司引入外部投资者及上市子公司净资产增长所致。

截至 2022 年 6 月末，兴城集团所有者权益 1335.66 亿元，较上年末增长 6.89%，主要系资本公积和少数股东权益增长所致。兴城集团实收资本较上年末无变动，资本公积较上年末增长 18.64%，主要系兴城集团及子公司收到财政拨款所致。总体看，兴城集团所有者权益结构较上年末变动不大。

**兴城集团全部债务快速增长，整体债务负担较重，债务结构以长期债务为主。**

2019—2021 年末，兴城集团负债总额快速增长，年均复合增长 136.31%。截至 2021 年末，兴城集团负债总额较年初增长 22.07%，主要系

流动负债增长所致。2020年末，成都农商银行合并后，兴城集团负债结构发生变化，流动负

债占比上升，截至2021年末，兴城集团负债结构以流动负债为主。

表 24 兴城集团负债主要构成情况

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 6 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)						
短期借款	101.50	6.94	87.41	1.31	131.42	1.61	143.77	1.55
向中央银行借款	--	--	94.43	1.41	337.21	4.13	424.51	4.59
应付账款	402.42	27.50	448.48	6.70	632.93	7.75	636.06	6.88
卖出回购金融资产款	--	--	94.49	1.41	15.54	0.19	77.47	0.84
吸收存款及同业存放	--	--	4038.26	60.34	4662.78	57.07	5158.68	55.79
一年内到期的非流动负债	120.74	8.25	203.74	3.04	174.65	2.14	217.96	2.36
合同负债	--	--	139.55	2.09	75.85	0.93	120.15	1.30
<b>流动负债</b>	<b>826.74</b>	<b>56.50</b>	<b>5295.78</b>	<b>79.12</b>	<b>6307.42</b>	<b>77.20</b>	<b>7078.28</b>	<b>76.55</b>
长期借款	310.92	21.25	593.20	8.86	739.11	9.05	757.93	8.20
应付债券	222.17	15.18	147.02	2.20	265.94	3.25	293.15	3.17
长期应付款	65.32	4.46	124.34	1.86	190.75	2.33	151.50	1.64
其他非流动负债	0.20	0.01	489.05	7.31	618.07	7.56	839.06	9.07
<b>非流动负债</b>	<b>636.42</b>	<b>43.50</b>	<b>1397.17</b>	<b>20.88</b>	<b>1862.94</b>	<b>22.80</b>	<b>2168.90</b>	<b>23.45</b>
<b>负债总额</b>	<b>1463.16</b>	<b>100.00</b>	<b>6692.96</b>	<b>100.00</b>	<b>8170.36</b>	<b>100.00</b>	<b>9247.18</b>	<b>100.00</b>

注：表中长期应付款含长期应付款和专项应付款  
资料来源：联合资信根据兴城集团财务报表整理

2019—2021 年末，兴城集团流动负债快速增长，年均复合增长 176.21%。截至 2021 年末，兴城集团流动负债较年初增长 19.10%，主要系向中央银行借款、应付账款、吸收存款及同业存放增长所致。

2019—2021 年末，兴城集团短期借款波动增长，年均复合增长 13.79%。截至 2021 年末，兴城集团短期借款较年初增长 50.34%，主要由保证借款(占 46.59%)和信用借款(占 49.90%)构成。

2019—2021 年末，兴城集团应付账款持续增长，年均复合增长 25.41%。截至 2021 年末，兴城集团应付账款较年初增长 41.13%，主要系建筑施工业务规模增长所致。

2019—2021 年末，兴城集团一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 20.27%。截至 2021 年末，兴城集团一年内到期的非流动负债较年初下降 14.28%，主要由一年内到期的长期借款(占 39.66%)和一年内到期的应付债券(占 47.55%)构成。

截至 2021 年末，兴城集团合同负债较年初下降 45.65%，主要系预收工程承包项目款项和预收购房款项减少所致。兴城集团合同负债主要由预收工程承包项目款项、预收购房款和预收货款等构成。

2019—2021 年末，兴城集团非流动负债持续增长，年均复合增长 71.09%。截至 2021 年末，兴城集团非流动负债较年初增长 33.34%，主要系长期借款、应付债券和其他非流动负债增长所致。

2019—2021 年末，兴城集团长期借款快速增长，年均复合增长 54.18%。截至 2021 年末，兴城集团长期借款较年初增长 24.60%。兴城集团长期借款主要由保证借款(占 42.72%)和信用借款(占 39.32%)构成。

2019—2021 年末，兴城集团应付债券波动增长，年均复合增长 9.41%。截至 2021 年末，兴城集团应付债券较年初增长 80.90%，主要系新发行债券所致。

2019—2021 年末，兴城集团长期应付款持续增长，年均复合增长 70.89%。截至 2021 年末，长期应付款较年初增长 53.41%，主要系应付项目专项债和基础设施建设专项拨款增加所致。本报告已将长期应付款中有息部分纳入长期债务核算。

2019—2021 年末，兴城集团全部债务快速增长，年均复合增长 49.97%，短期债务占比持续提升。截至 2021 年末，兴城集团全部债务 1824.21 亿元，较年初增长 37.07%，其中短期债务占 38.82%，较年初提高 0.98 个百分点，债务结构以长期为主。从债务指标来看，2019—2021 年末，兴城集团资产负债率持续增长，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均波动提高。截至 2021 年末，兴城集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 86.73%、59.35%和 47.18%。分别较年初提高 1.01 个百分点、4.92 个百分点和 4.57 个百分点。若考虑计入“其他权益工具”的可续期债券，上述指标分别为 87.96%、63.09%和 52.04%。兴城集团整体债务负担较重。

截至 2022 年 6 月末，兴城集团负债总额 9247.18 亿元，较上年末增长 13.18%，主要系吸收存款及同业存放和其他非流动负债增长所致，负债结构较上年末变动不大。截至 2022 年 6 月末，兴城集团全部债务为 2126.32 亿元，较上年末增长 16.56%，兴城集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较上年末提高 0.64 个百分点、2.07 个百分点和 0.19 个百分点至 87.83%、61.42%和 47.37%。若考虑计入“其他权益工具”的可续期债券，上述指标分别为 88.49%、64.94%和 52.27%。兴城集团整体债务负担较重。

从有息债务到期分布情况来看，截至 2021 年末，兴城集团于 2022 年、2023 年和 2024 年到期的有息债务（不含成都农商银行负债、应付票据）分别为 316.15 亿元、291.66 亿元和 349.75 亿元，债务到期分布较均匀。

### （3）盈利能力

兴城集团业务板块多元化发展，营业总收

入快速增长，费用控制能力一般，兴城集团整体盈利能力较强。

2019—2021 年，兴城集团营业总收入年均复合增长 76.48%，同期，兴城集团营业成本年均复合增长 68.10%。2021 年，兴城集团营业总收入较上年增长 169.97%，主要系新增银行业务收入和房地产销售、建筑施工及建材物流业务收入增长所致。同期，兴城集团营业成本较上年增长 151.03%，增幅低于营业总收入。

2019—2021 年，兴城集团期间费用持续增长，年均复合增长 57.17%。2021 年，兴城集团期间费用主要由销售费用（占 24.70%）、管理费用（占 49.99%）和财务费用（占 15.55%）构成。2019—2021 年，兴城集团期间费用占营业总收入的比重分别为 8.51%、9.03%和 6.75%，若考虑资本化利息，兴城集团费用控制能力一般。

2019—2021 年，兴城集团利润总额持续增长，年均复合增长 122.87%。

表 25 兴城集团盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—6 月
营业总收入	632.79	729.99	1970.74	781.52
营业成本	551.44	620.73	1558.23	583.05
期间费用	53.87	65.92	133.09	58.76
其中：管理费用	17.50	22.17	66.53	28.96
财务费用	13.89	12.71	20.69	12.64
利润总额	16.01	39.89	79.53	46.32
营业利润率（%）	11.73	13.49	19.96	24.84
总资本收益率（%）	1.79	2.01	2.75	--
净资产收益率（%）	1.59	2.82	4.76	--

资料来源：联合资信根据兴城集团财务报表整理

从盈利指标看，2019—2021 年，兴城集团营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均持续提升。2021 年，兴城集团营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别较上年提升 6.48 个百分点、0.74 个百分点和 1.93 个百分点。兴城集团整体盈利能力较强。

2022年1—6月，兴城集团实现营业总收入781.52亿元，利润总额为46.32亿元。

(4) 现金流分析

受建筑施工和建材物流业务规模增大、回款增加及新增银行业务影响，2021年兴城集团经营活动现金流由净流出转为净流入，兴城集团收入实现质量较高；兴城集团投资活动现金流持续净流出；随着项目建设投入的持续增加，兴城集团未来外部融资需求大。

表 26 兴城集团现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—6月
销售商品、提供劳务收到的现金	558.96	808.74	1399.34	715.95
收到其他与经营活动有关的现金	126.95	107.19	204.87	49.86
经营活动现金流入小计	686.31	918.30	2603.31	1719.17
购买商品、接受劳务支付的现金	578.92	815.67	1586.34	711.69
支付其他与经营活动有关的现金	138.73	126.36	96.74	139.13
经营活动现金流出小计	771.20	1014.28	2398.66	1582.66
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>-84.90</b>	<b>-95.98</b>	<b>204.66</b>	<b>136.50</b>
收回投资收到的现金	4.87	18.30	759.22	495.56
收到其他投资活动有关的现金	0.18	91.97	19.68	3.20
投资活动现金流入小计	11.23	112.88	782.81	512.29
投资支付的现金	17.23	13.11	1245.84	721.42
投资活动现金流出小计	62.02	118.80	1291.04	777.32
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-50.79</b>	<b>-5.92</b>	<b>-508.23</b>	<b>265.03</b>
取得借款收到的现金	489.53	626.65	1961.95	1081.09
筹资活动现金流入小计	618.88	892.05	2085.08	1246.05
筹资活动现金流出小计	381.55	481.55	1729.46	864.72
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>237.33</b>	<b>410.50</b>	<b>355.62</b>	<b>381.32</b>
现金收入比（%）	88.33	110.79	71.01	91.61

资料来源：联合资信根据兴城集团财务报表整理

经营活动现金流方面，2019—2021年，兴城集团经营活动现金流入量持续增长，年均复合增长94.76%，主要系建筑施工和建材物流业务规模增大、回款增加及新增银行业务所致。兴城集团经营活动现金流入主要为营业务回款、财政性建设资金拨款和代建业务拨付项目

资本金等。同期，兴城集团现金收入比分别为88.33%、110.79%和71.01%，2021年兴城集团现金收入比较上年下降39.78个百分点，主要系子公司成都建工和人居地产将以前年度预收款结转收入所致，整体看，兴城集团收入实现质量较高。2019—2021年，兴城集团经营活动现金流出量持续增长，年均复合增长76.36%，主要系支付施工工程款和建设项目开发投入增长和新增银行业务所致。2019—2021年，兴城集团经营活动现金流由净流出转为净流入。

投资活动现金流方面，2019—2021年，兴城集团投资活动现金流入量持续大幅增长，年均复合增长734.86%。2019年，兴城集团投资活动现金流入规模较小；2020年，兴城集团投资活动现金流入主要为合并成都农商银行增加的货币资金大于兴城集团投资成都农商银行支出资金的金额；2021年，兴城集团投资活动现金流入规模大，主要系成都农商银行业务开展。2019—2021年，兴城集团投资活动现金流出量持续增长，年均复合增长356.24%。2019年，兴城集团投资活动现金流出主要为棚改项目产生的拆迁支出；2020年，兴城集团投资活动现金流出主要为项目建设款和委托贷款支出；2021年，兴城集团投资活动现金流出规模大，主要系成都农商银行业务开展。2019—2021年，兴城集团投资活动现金流持续净流出，且2021年净流入规模较大。

筹资活动现金流方面，2019—2021年，兴城集团筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长83.55%，主要用于建设项目持续投入和偿还到期债务。未来随着兴城集团项目建设投入的持续增加，兴城集团外部融资需求大。

2022年1—6月，兴城集团经营活动现金净流入136.50亿元，投资活动现金净流出265.03亿元，筹资活动现金净流入381.32亿元。

(5) 偿债指标

兴城集团短期偿债指标表现强，长期偿债指标表现较强，兴城集团间接融资渠道畅通，或有负债风险可控。

从短期偿债指标看，2019—2021年末，兴城集团流动比率和速动比率均持续下降。2019—2021年末，兴城集团现金短期债务比波动增长。截至2021年末，扣除受限货币资金后兴城集团现金短期债务比为1.19倍。截至2022年6月末，兴城集团流动比率、速动比率和现金短期债务比较上年末均有所下降。兴城集团短期偿债指标表现强。

从长期偿债指标看，2019—2021年，兴城集团EBITDA持续增长。同期，兴城集团EBITDA利息倍数持续增长，全部债务/EBITDA持续下降。兴城集团长期偿债指标表现较强。

表 27 兴城集团偿债指标

项目	2019年(末)	2020年(末)	2021年(末)	2022年6月(末)	
短期偿债指标	流动比率(%)	153.68	50.15	49.72	48.96
	速动比率(%)	71.18	41.15	40.05	39.65
	现金短期债务比(倍)	1.03	2.14	1.62	1.49
长期偿债指标	EBITDA(亿元)	37.73	63.88	118.75	--
	全部债务/EBITDA(倍)	21.50	20.84	15.36	--
	EBITDA/利息支出(倍)	0.80	1.00	1.75	--

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

截至2022年末，兴城集团共获得银行授信额度<sup>3</sup>3345.77亿元，已使用额度1165.49亿元，尚未使用额度2180.28亿元，兴城集团间接融

资渠道畅通。

截至2022年末，兴城集团对外担保余额合计22.97亿元，占2022年6月末所有者权益的比重为1.72%。成都和能兴城人居科技有限公司为兴城集团联营企业，其他对外担保对象均为国有企业，其中对成都中电熊猫显示科技有限公司的担保设置反担保措施，兴城集团或有负债风险可控。

表 28 截至2022年末兴城集团对外担保情况

被担保方	担保余额(万元)	担保期限
成都中电熊猫显示科技有限公司	100000.00	2018.08—2028.08
成都和能兴城人居科技有限公司	5492.04	2021.08—2029.08
广州宏耀房地产开发有限公司	30520.00	2019.03—2023.09
招商兴城国际展会中心有限公司	3663.00	2021.11—2036.11
成都都江堰投资发展集团有限公司	90000.00	2022.03—2025.03
合计	229675.04	--

资料来源：公司提供

截至2022年末，兴城集团持有中化岩土226556889股股份被质押，质押股数占兴城集团所持股份的比例为42.86%。兴城集团持有红日药业243820162股股份被质押，质押股数占兴城集团所持股份的比例为36.50%。兴城集团持有上市子公司的股权质押比例较高。

截至2022年6月末，兴城集团合并范围内重大未决诉讼情况见下表，大部分为兴城集团子公司作为原告的建设工程施工合同纠纷案件。

表 29 截至2022年6月末兴城集团合并口径主要涉诉情况

序号	原告方	被告方	金额(万元)	诉讼阶段	案件事由
1	成都建工集团有限公司	成都英英房地产开发有限公司等	80585.78	一审	施工合同纠纷
2	成都建工第四建筑工程有限公司	四川眉山博氏置业有限公司	29103.13	待申请执行	施工合同纠纷
3	成都建工第四建筑工程有限公司	成都鼎帝汽车贸易有限责任公司等	24264.25	待申请执行	施工合同纠纷
4	成都建工第三建筑工程有限公司	四川本鑫蓉盛建设工程管理有限公司	21079.88	二审	施工合同纠纷
5	成都建工集团有限公司	成都泰合华信投资有限公司	16919.78	申请强制执行	施工合同纠纷
6	成都建工第九建筑工程有限公司	四川蜀道实业发展有限责任公司等	9315.24万元及利息	一审	施工合同纠纷
7	成都建工第一建筑工程有限公司	湖南省湘徽建筑工程有限公司等	12337.21	一审	其他合同纠纷
8	成都建工第九建筑工程有限公司	遂宁凯合置业有限公司	12308.10	强制执行	施工合同纠纷

<sup>3</sup> 公司共获得银行授信额度3345.77亿元中包含成都农商银行对公司的授信，截至2022年末，成都农商银行对公司授信额

度为154.49亿元，已使用授信额度为71.27亿元。

9	成都建工第九建筑工程有限公司	四川省金华房地产开发有限公司	11193.98	案件受理	施工合同纠纷
10	成都建工第五建筑工程有限公司	江油市军魂房地产开发有限公司	11150.42	案件受理	施工合同纠纷
11	成都建工第二建筑工程有限公司	成都金泉房地产开发有限公司	10867.52	一审	施工合同纠纷
12	成都建工第一建筑工程有限公司	成都昌鑫置业有限公司等	10289.98	一审	施工合同纠纷
13	成都建工第二建筑工程有限公司	绿地集团海口置业有限公司	12461.14	案件受理	施工合同纠纷
14	成都建工第四建筑工程有限公司	成都鑫博泰房地产开发有限公司等	11536.74	已开庭、未裁决	施工合同纠纷
15	成都建工第四建筑工程有限公司	资阳市亿联房地产开发有限公司等	12874.30	案件受理	施工合同纠纷
16	成都建工集团有限公司	遵义恒大黔贵房地产开发有限公司	16857.89	案件受理	施工合同纠纷
17	成都建工第四建筑工程有限公司	自贡鑫茂置业有限公司等	18754.61	案件受理	施工合同纠纷
18	成都建工第四建筑工程有限公司	自贡鑫茂置业有限公司等	27607.89	案件受理	施工合同纠纷
19	成都建工第四建筑工程有限公司	成都鑫博泰房地产开发有限公司等	15469.39	提起诉讼	施工合同纠纷
20	成都建工第四建筑工程有限公司	成都鑫博泰房地产开发有限公司等	16344.81	提起诉讼	施工合同纠纷
21	成都建工第五建筑工程有限公司	南充鹏富房地产开发有限公司等	52188.49 万元 及利息	案件受理	施工合同纠纷
22	成都建工第五建筑工程有限公司	眉山恒大盛鑫房地产开发有限责任公司	40016.27 万元 及利息	案件受理	施工合同纠纷
23	成都建工第六建筑工程有限公司	广汉东泰房地产开发有限公司	14422.32	一审	施工合同纠纷
24	成都建工第六建筑工程有限公司	唐山市博志房地产开发有限公司	13881.06	一审	施工合同纠纷
25	成都建工第八建筑工程有限公司	眉山隆和旅游开发有限公司	43387.98	待开庭	施工合同纠纷
26	成都建工第八建筑工程有限公司	惠州蓝光和骏置业有限公司等	10986.81	提起诉讼	施工合同纠纷
27	成都建工第八建筑工程有限公司	惠州市和胜置业有限公司等	16840.60	提起诉讼	施工合同纠纷
28	成都建工集团有限公司	新密银基房地产有限公司、李东晓	11504.22	案件受理	施工合同纠纷
29	成都建工集团有限公司	江西运发实业有限公司等	11592.70	一审	施工合同纠纷
30	成都建工第七建筑工程有限公司	资阳万鑫房地产开发有限公司	14473.34 万元 及利息	案件受理	施工合同纠纷
31	湖南温商联合房地产开发集团有限公司	成都建工第一建筑工程有限公司	39000.00	已结案	施工合同纠纷
32	香港恒通有限公司	强劲国际工程有限公司	30369.73 万港币	仲裁结算	施工合同纠纷
33	强劲国际工程有限公司	香港恒通有限公司	97004.42 万港币	仲裁结算	施工合同纠纷

资料来源：兴城集团提供

## 5. 担保效果评价

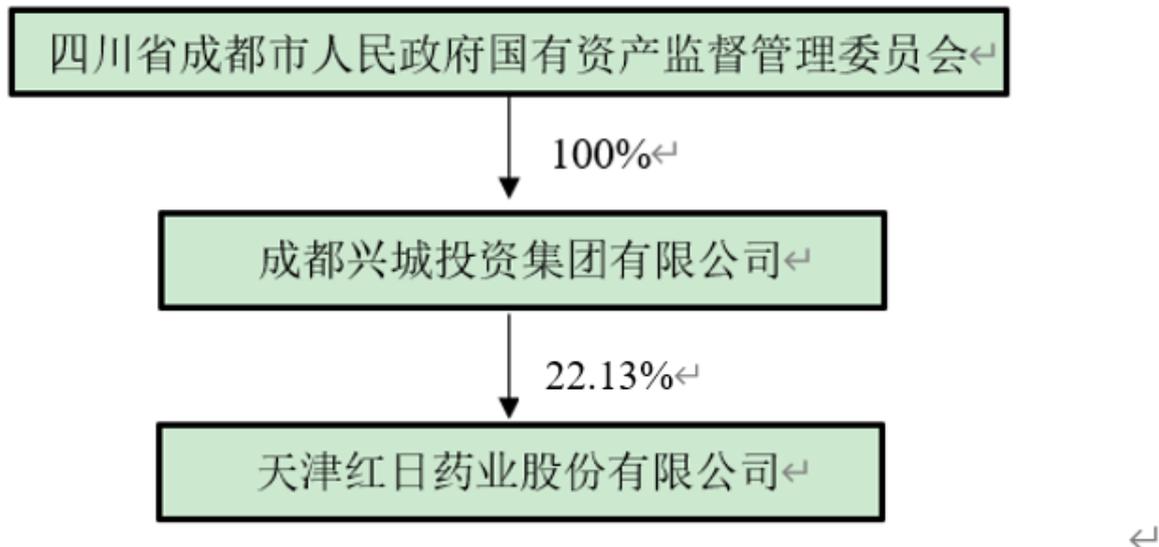
兴城集团是成都市国资委成立的国有独资企业，资产规模较大，在股东背景、行业地位和资金拨付等方面都具有很强的竞争优势，综合实力强，其担保对“21红日01”信用状况具有显著提升作用。

以2022年6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0.57%，占所有者权益总额的0.48%，占比很低。2021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433.89倍，覆盖程度高。

## 十一、结论

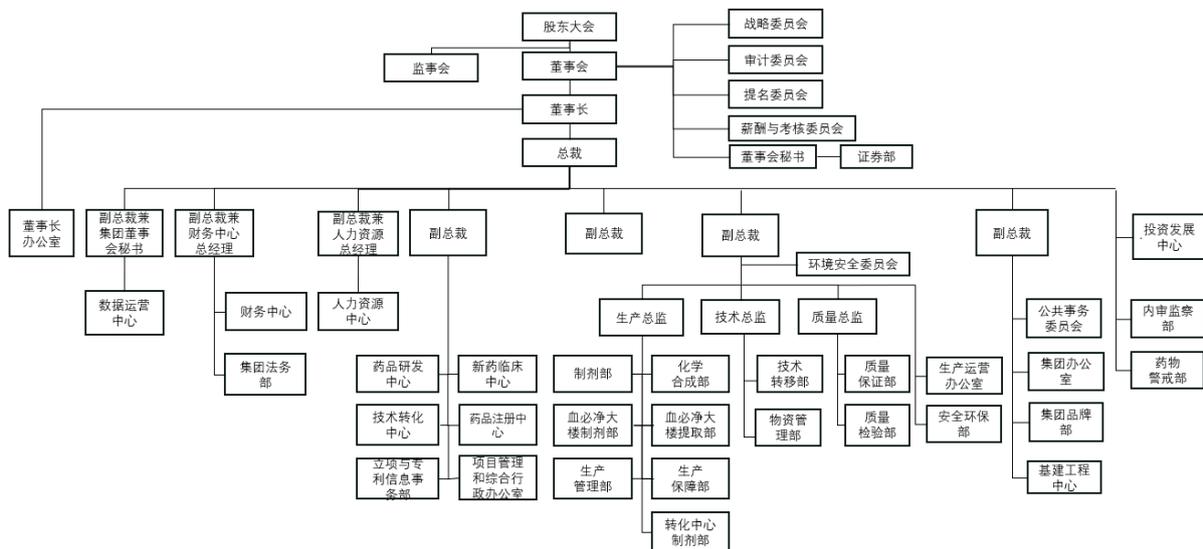
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“21红日01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月末天津红日药业股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月末天津红日药业股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

### 附件 1-3 截至 2022 年末天津红日药业股份有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	主要业务	注册资本 (亿元)	直接持股比 例 (%)	间接持股比 例 (%)	取得方式
1	北京康仁堂药业有限公司	中药配方颗粒	1.25	100.00	--	非同一控制下企业合并
2	北京超思电子技术有限责任公司	医疗器械仪器仪表、电子产品销售、相关进出口	0.66	100.00	--	非同一控制下企业合并

资料来源：联合资信根据公司年报整理

### 附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	13.08	15.02	13.77	14.54
资产总额 (亿元)	101.80	116.07	126.31	126.10
所有者权益 (亿元)	73.92	79.52	84.63	86.39
短期债务 (亿元)	8.10	4.55	7.03	4.10
长期债务 (亿元)	3.62	15.25	14.23	15.24
全部债务 (亿元)	11.72	19.80	21.26	19.34
营业总收入 (亿元)	64.88	76.71	66.50	16.59
利润总额 (亿元)	6.83	8.54	7.16	2.14
EBITDA (亿元)	9.31	11.98	11.23	--
经营性净现金流 (亿元)	1.97	3.92	7.45	3.59
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	2.58	2.34	1.84	--
存货周转次数 (次)	2.44	2.37	1.60	--
总资产周转次数 (次)	0.70	0.70	0.55	--
现金收入比 (%)	95.15	95.18	110.91	118.91
营业利润率 (%)	55.66	56.94	56.80	56.32
总资本收益率 (%)	6.89	7.26	6.52	--
净资产收益率 (%)	7.57	8.44	7.34	--
长期债务资本化比率 (%)	4.67	16.09	14.40	15.00
全部债务资本化比率 (%)	13.68	19.93	20.08	18.30
资产负债率 (%)	27.39	31.49	33.00	31.49
流动比率 (%)	244.19	330.68	275.79	310.03
速动比率 (%)	183.62	267.30	193.12	208.58
经营现金流动负债比 (%)	8.40	19.03	27.83	--
现金短期债务比 (倍)	1.62	3.30	1.96	3.55
EBITDA 利息倍数 (倍)	29.52	23.91	14.99	--
全部债务/EBITDA (倍)	1.26	1.65	1.89	--

注: 1. 公司合并口径 2023 年一季度财务报表未经审计; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

**附件 2-2 主要财务数据及指标** (公司本部/母公司口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	1.45	2.86	1.86	/
资产总额 (亿元)	59.48	68.76	69.69	/
所有者权益 (亿元)	51.95	55.76	55.97	/
短期债务 (亿元)	4.15	1.63	2.51	/
长期债务 (亿元)	2.29	9.50	7.08	/
全部债务 (亿元)	6.44	11.13	9.59	/
营业总收入 (亿元)	3.47	5.10	7.32	/
利润总额 (亿元)	6.37	4.80	1.57	/
EBITDA (亿元)	--	--	--	/
经营性净现金流 (亿元)	-1.58	-0.88	-2.70	/
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	62.31	5.58	2.26	/
存货周转次数 (次)	1.95	3.38	3.13	/
总资产周转次数 (次)	0.06	0.08	0.11	/
现金收入比 (%)	62.93	76.19	71.95	/
营业利润率 (%)	29.10	28.28	41.21	/
总资本收益率 (%)	11.43	7.66	2.94	/
净资产收益率 (%)	12.59	8.65	2.57	/
长期债务资本化比率 (%)	4.22	14.55	11.23	/
全部债务资本化比率 (%)	11.03	16.64	14.63	/
资产负债率 (%)	12.67	18.92	19.68	/
流动比率 (%)	249.07	564.14	381.71	/
速动比率 (%)	223.43	541.13	352.81	/
经营现金流动负债比 (%)	-30.30	-25.47	-40.94	/
现金短期债务比 (倍)	0.35	1.75	0.74	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	/
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	/

注: 1. 公司未披露本部 2023 一季度财务报表; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

### 附件 2-3 担保方主要财务指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	241.71	1075.69	1144.75	1379.55
资产总额（亿元）	2136.16	7807.15	9419.91	10582.84
所有者权益（亿元）	673.00	1114.20	1249.55	1335.66
短期债务（亿元）	235.55	503.58	708.19	924.20
长期债务（亿元）	575.52	827.28	1116.02	1202.12
全部债务（亿元）	811.07	1330.86	1824.21	2126.32
营业总收入（亿元）	632.79	729.99	1970.74	781.52
利润总额（亿元）	16.01	39.89	79.53	46.32
EBITDA（亿元）	37.73	63.88	118.75	--
经营性净现金流（亿元）	-84.90	-95.98	204.66	136.50
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	88.33	110.79	71.01	91.61
存货周转次数（次）	11.73	13.49	19.96	24.84
总资产周转次数（次）	1.79	2.01	2.75	--
现金收入比（%）	1.59	2.82	4.76	--
营业利润率（%）	46.10	42.61	47.18	47.37
总资本收益率（%）	54.65	54.43	59.35	61.42
净资产收益率（%）	68.49	85.73	86.73	87.38
长期债务资本化比率（%）	153.68	50.15	49.72	48.96
全部债务资本化比率（%）	71.18	41.15	40.05	39.65
资产负债率（%）	-10.27	-1.81	3.24	--
流动比率（%）	1.03	2.14	1.62	1.49
速动比率（%）	21.50	20.84	15.36	--
经营现金流动负债比（%）	0.80	1.00	1.75	--
现金短期债务比（倍）	88.33	110.79	71.01	91.61
全部债务/EBITDA（倍）	11.73	13.49	19.96	24.84
EBITDA 利息倍数（倍）	1.79	2.01	2.75	--

注：1. 担保方分析及数据中，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. 长期应付款中有息部分和租赁负债纳入长期债务核算；3. 2022年半年度财务报表未经审计，相关指标未年化  
资料来源：联合资信根据担保方财务报告和提供资料整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率= [ (本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) - 1 ] × 100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据 + 平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入 × 100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业总收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业总收入 × 100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

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