跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1593 号

山东未名生物医药股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

山东未名生物医药股份有限公司主体长期信用等级为 AA，并继续列入可能下调信用等级的评级观察名单

山东未名生物医药股份有限公司公开发行的“17 未名债”公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年 六 月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

山东未名生物医药股份有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：

跟踪评级结果：AA　**评级展望：**列入可能下调信用等级的评级观察名单

上次评级结果：AA　**评级展望：**列入可能下调信用等级的评级观察名单

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
17 未名债	8 亿元	5 年	AA	AA	2018 年 12 月 21 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 22 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	26.88	39.98	42.98	39.72
所有者权益（亿元）	25.27	29.20	28.27	28.17
长期债务（亿元）	0.01	7.91	8.80	8.76
全部债务（亿元）	0.01	9.06	13.45	10.21
营业收入（亿元）	12.65	11.62	6.65	1.26
净利润（亿元）	4.17	3.92	-0.93	-0.10
EBITDA（亿元）	5.18	5.34	0.57	-
经营性净现金流（亿元）	1.69	2.71	0.74	0.92
营业利润率（%）	75.53	77.07	83.92	86.07
净资产收益率（%）	17.83	14.40	-3.22	-0.35
资产负债率（%）	5.96	26.98	34.23	29.08
全部债务资本化比率（%）	0.04	23.69	32.24	26.59
流动比率（倍）	11.80	10.52	4.48	9.15
EBITDA 全部债务比（倍）	545.37	0.59	0.04	-
EBITDA 利息倍数（倍）	103.67	35.95	0.73	-
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.65	0.67	0.07	-

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；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、公司 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5、长期应付款、其他应付款中债务部分已计入债务及相关指标核算。

评级观点：

跟踪期内，山东未名生物医药股份有限公司（以下简称“未名医药”或“公司”）子公司山东未名天源生物科技有限公司（以下简称“未名天源”）停产搬迁，主要产品恩经复产销量大幅下降，导致公司销售收入大幅下降，加之期间费用对营业利润侵蚀严重，公司净利润出现亏损，经营活动现金净流入大幅下降，盈利能力和偿债能力大幅下降。此外，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司参股公司北京科兴生物制品有限公司股东纠纷仍未妥善解决、控股股东全部股权被司法轮候冻结、公司多次被出具监管函、实际控制人被列入失信被执行人名单以及非标审计意见等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司营销平台的整合，CMO 生产基地投产以及未名天源复产，公司收入水平和盈利能力有望恢复稳定。

基于对公司主体及公司债券偿还能力的综合评估，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA，并继续列入可能下调信用等级的评级观察名单；同时维持“17 未名债”的债项信用等级为 AA。

优势

1．目前我国生物制药行业受政府政策支持力度大，下游面临广泛的市场需求，公司所处行业面临良好的发展前景。

2．公司综合毛利率有所提高，且维持在较高水平，安福隆产销量均有所增长，销售收入大幅增长。

关注

1．由于子公司未名天源停产搬迁以及受行业政策影响，主要产品恩经复销售不畅，公司销售收入大幅下降；由于期间费用对营业利

润侵蚀严重，公司净利润出现亏损。

2．参股公司北京科兴的股东纠纷仍未解决，导致公司被出具保留意见的审计结论。

3．公司控股股东持有公司全部股权被司法轮候冻结，公司存在实际控制人变更风险；实际控制人被列入失信被执行人名单。

4．2018 年以来，公司接到监管部门多份问询函及监管函，公司治理水平有待提高。

分析师

叶维武
电话：010-85172818
邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

范　琴
电话：010-85172818
邮箱：fanq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）
Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

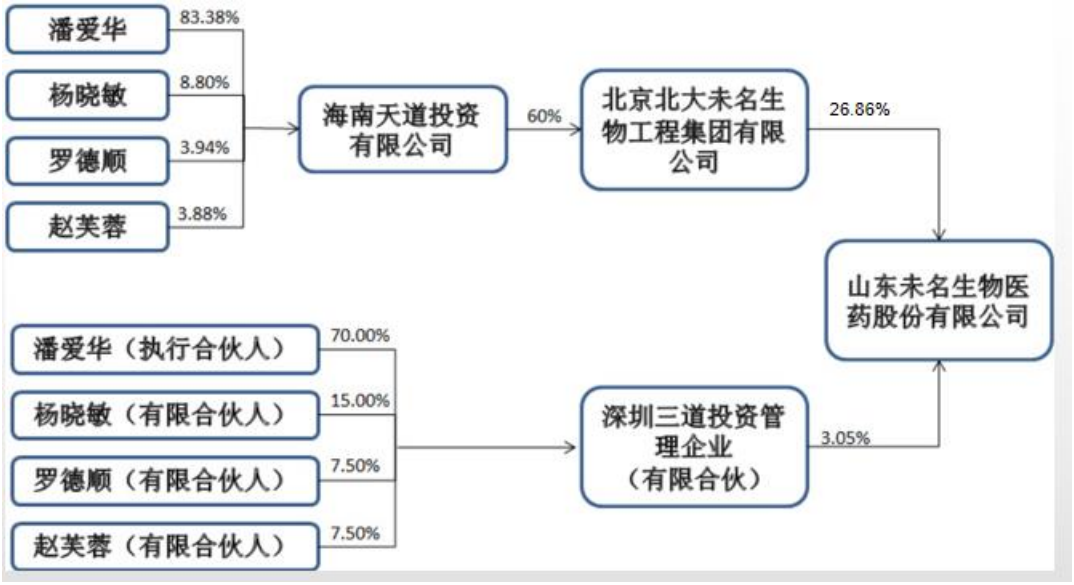
山东未名生物医药股份有限公司（以下简称“公司”或“未名医药”），前身系淄博万昌科技股份有限公司（以下简称“万昌科技”），初始注册资本 1,000 万元；2009 年 10 月，经山东省商务厅批准，万昌科技整体变更为股份公司，注册资本增加至 5,800 万元。2011 年 5 月，万昌科技实际发行人民币普通股 2,708 万股，首次公开发行后股本为 10,828 万股。万昌科技股票于 2011 年 5 月在深圳证券交易所中小企业板上市交易，股票简称“万昌科技”，股票代码“002581.SZ”。

未名生物医药有限公司（以下简称“未名医药（厦门）”）成立于 1998 年 12 月 10 日，成立时名称为“厦门北大之路生物工程有限公司”（以下简称“北大之路”），初始注册资本 5,000 万元，其中北京北大未名生物工程集团有限公司（以下简称“未名集团”）认缴 2,167.50 万元，占比 43.35%；后经多次增资及股权转让，截至 2014 年 4 月底，北大之路注册资本 13,136.90 万元。2014 年 9 月，北大之路更名为“未名生物医药有限公司”。

2015 年 9 月，经中国证券监督管理委员会核准，万昌科技以发行股份并支付现金的形式向未名医药（厦门）原全体股东购买其持有的未名医药（厦门）全部股权。未名医药（厦门）实现借壳上市，增发完成后公司注册资本变更为 65,973.56 万元。交易完成后，未名集团成为万昌科技控股股东。2015 年 10 月，万昌科技名称变更为现名，股票简称变更为“未名医药”，股票代码不变。截至 2019 年 3 月底，潘爱华、杨晓敏、罗德顺、赵芙蓉通过未名集团持有公司 26.86%的股份，通过深圳三道投资管理企业（有限合伙）持有公司约 3.05%的股份，合计持有公司约 29.91%的股份，为公司实际控制人，公司注册资本 65,973.56 万元。截至 2019 年 6 月 7 日，公司已质押股份数量为 2.57 亿股，质押比例为 38.89%，其中第一大股东质押数量累计 1.77 亿股，占其持股比例 99.80%；质押比例很高。

截至 2019 年 3 月底，公司控股股东北京北大未名生物工程集团有限公司持有的公司股份 1.77 亿股（占公司股份总数的 26.86%，占其持股的 100%）已被福建省厦门市湖里区人民法院全部轮候冻结，轮候期限为 36 个月。

图 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供
注：潘爱华、杨晓敏、罗德顺和赵芙蓉为一致行动人。

2018 年，公司经营范围无变更；组织结构精简为战略研究总部、产业投资总部、证券投资总部等 9 个部门（见附件 1）；合并范围未发生变动，拥有在职员工 942 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 42.98 亿元，负债合计 14.71 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 28.27 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 27.62 亿元。2018 年，公司实现营业收入 6.65 亿元，净利润（含少数股东损益）-0.93 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-0.96 亿元；经营活动现金流量净额为 0.74 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.71 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 39.72 亿元，负债合计 11.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益）28.17 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 27.49 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.26 亿元，净利润（含少数股东损益）-0.10 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.13 亿元；经营活动现金流量净额为 0.92 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.56 亿元。

公司注册地址：山东省淄博市张店区朝阳路 18 号；法定代表人：潘爱华。

二、本次债券概况及募集资金用途

公司于 2017 年 9 月 22 日公开发行“山东未名生物医药股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券”（以下简称“本次债券”）。本次债券募集资金 8 亿元，债券期限为 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，起息日为 2017 年 9 月 25 日。本次债券于 2017 年 10 月 20 日在上海证券交易所上市，债券简称为“17 未名债”，债券代码为“112593.SZ”。本次债券发行利率为 6.70%，采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

截至2019年3月31日，公司累计使用募集资金590,996,728.39元，使用用途为补充流动资金，与募集说明书的承诺用途一致；累计支付手续费4,971.06元；累计收到银行利息收入12,591,011.72元；募集资金余额为211,989,312.27元（含存款利息）。公司已于2018年9月25日支付利息0.54亿元。

三、行业分析

2018 年，公司主要收入仍来自药品制造，属于医药行业。

1．行业现状

医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长。2015~2017 年，医药制造行业收入和利润规模保持持续增长。国家统计局发布的数据显示，2018 年，中国医药行业收入增长依然稳定但利润增速有所放缓，全国规模以上医药制造业企业实现营业收入 24,264.7 亿元，同比增长 12.4%；其中主营业务收入 23,986.3 亿元，同比增长 12.6%；实现利润总额 3,094.2 亿元，同比增长 9.5%。

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段，医保控费对行业增长的边际冲击已有所减缓，在需求端的刺激下，2016 年起行业开始企稳回升；但从各子行业增速波动情况来看，行业开始表现出由总量增长向结构性增长转变，行业分化趋势愈加明显。

2．行业关注

（1）行业集中度低，兼并重组步伐加快，需关注商誉减值风险

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低，市场较为分散。随着环保监管趋严、一致性评价等政策调控，行业内资源不断向优势企业集中。与此同时，企业在兼并重组过程中存在一定整合风险和商誉减值风险，一旦整合不达预期，较易发生计提商誉减值情形。2018 年，多家医药行业上市公司发生商誉减值，对企业利润水平造成负面影响。

（2）研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿制药，新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。中国制药行业企业机制尚未形成，研发投入不足，严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

（3）一致性评价进程加快，将加速企业间分化

自 2016 年一致性评价工作启动以来，国家陆续出台多项配套细则，保障一致性评价工作持续推进。在配套政策支持方面，通过一致性评价的品种，药品监管部门允许其在说明书和标签上予以标注，并将其纳入《中国上市药品目录集》；对同品种药品通过一致性评价的药品生产企业达到 3 家以上的，在药品集中采购等方面，原则上不再选用未通过一致性评价的品种。仿制药一致性评价未来仍将成为医药制造企业工作的重点；同时，随着其他配套政策的逐步落实，企业间市场份额、盈利能力和整体竞争力的分化将愈加明显。

3．未来发展

未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求。同时，随着各项医改政策在生产端去产能和消费端调结构的各项医改政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，企业间分化将继续加大，具备规模优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升，行业将进入转型升级的新阶段。从中长期看，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

四、管理分析

2018 年，公司原财务总监方言、副总经理邢兆伍及监事熊玲媛任期届满离任；公司新聘任赖博闻为财务总监，选举于文杰为监事，聘任张一诺为副总经理兼任董事，聘任徐若然为联席总经理兼董事。其余高层管理人员未发生变动。

总体看，跟踪期内，公司高管人员有所变动，核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

2018 年，公司实现营业收入 6.65 亿元，较上年大幅下滑 42.83%，主要系 2018 年受各地药品招标议价影响，主要核心产品恩经复价格下降及子公司山东未名天源生物科技有限公司（以下简称“未名天源”）停产所致。受此影响，净利润较上年下降 123.60%，为-0.93 亿元。

2018 年，公司实现主营业收入 6.31 亿元，占营业收入的 95.01%，公司主营业务仍十分突出。分产品类型来看，2018 年，由于销量下滑，恩经复产品收入下降 29.27%至 5.06 亿元，占营业收入的比重提升 14.61 个百分点至 76.20%，仍为公司第一大收入来源。由于销量增长，安福隆收入增长 34.06%至 1.24 亿元，占营业收入的比重提升 10.73 个百分点至 18.71%。受停产影响，原甲酸三乙酯和原甲酸三甲酯收入分别大幅下滑 99.56%和 99.58%至 29.95 万元和 33.84 万元，占比分别下滑 5.85 个百分点和 6.84 个百分点至 0.05%和 0.05%；公司其他收入主要为原材料、技术转让、化工品等，规模较小，影响不大。

从毛利率看，2018 年恩经复毛利略有下滑但仍保持在很高水平，安福隆毛利率提升 7.41 个百分点至 68.84%，主要系生产规模扩大后单品成本下降，及成本较低的国产原材料使用比例上升所致；原甲酸三乙酯和原甲酸三甲酯毛利率变动较大主要系下半年停产所致。受上述因素影响，公司综合毛利率提升 7.16 个百分点至 85.17%。

表 1　近三年公司营业收入构成情况（单位：万元，%）

年份	2016			2017			2018		
项目	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
恩经复	80,031.18	63.27	94.04	71,593.78	61.59	93.55	50,639.40	76.20	92.42
安福隆	7,360.74	5.82	54.55	9,276.51	7.98	61.43	12,436.24	18.71	68.84
原甲酸三乙酯	11,317.57	8.95	38.19	6,855.95	5.90	36.21	29.95	0.05	19.00
原甲酸三甲酯	12,346.40	9.76	49.71	8,005.86	6.89	44.36	33.84	0.05	60.22
其他收入	15,432.06	12.20	44.14	20,509.57	17.64	58.37	3,319.95	5.00	36.61
合计	**126,487.94**	**100.00**	**76.33**	**116,241.66**	**100.00**	**78.01**	**66,459.38**	**100.00**	**85.17**

资料来源：公司提供

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.26 亿元，同比下降 14.25%，主要系受医改及医保控费影响，公司主要产品恩经复在部分地区等级医院限量使用，导致销量下滑所致；实现净利润-0.10 亿元，同比下降 111.90%。

总体看，2018 年，公司核心产品恩经复及原甲酸三乙酯、原甲酸三甲酯销售收入减少，导致营业收入及净利润均大幅减少；公司主营业务综合毛利率保持在较高水平。

2．业务运营

（1）恩经复和安福隆

采购情况

2018 年，恩经复的主要原材料仍为鼠颌下腺和人血白蛋白，采购模式仍为以产定采。2018 年，鼠颌下腺采购量下降 33.82%至 8,621.00 百对，主要系产量减少降低采购量所致；人血白蛋白采购量大幅增长 90.91%至 4,200.00 瓶，系人血白蛋白供应相对稀缺相应增加储备所致。采购价格方面，2018 年，鼠颌下腺采购均价上涨 2.60%至 7.11 元/对，主要系公司扩大向得率较高（价格亦较高）的供应商采购量所致；人血白蛋白采购价格略有下降。综合来看，鼠颌下腺采购金额下降

32.11%至 612.71 万元；人血白蛋白的采购金额增长 87.20%至 210.80 万元。

表 2　近三年恩经复主要原材料的采购情况

原材料	项目	2016 年	2017 年	2018 年
鼠颌下腺	采购量（百对）	15,379.00	1,3026.00	8,621.00
	采购价格（元/对）	6.43	6.93	7.11
	采购金额（万元）	988.28	902.53	612.71
人血白蛋白	采购量（瓶）	6,900.00	2,200.00	4,200.00
	采购价格（元/瓶）	496.09	490.00	480.48
	采购金额（万元）	342.30	107.80	201.80

资料来源：公司提供

2018 年，恩经复前五大供应商采购额合计占当期采购总额的比重下降 1 个百分点至 54%，集中度有所下降，但仍属较高。

安福隆的主要原材料是酸水解酪蛋白和酵母浸出粉。2018 年，为降低单品成本，在经过相关部门检验，验证结果符合生产工艺要求的前提下，公司当年仅采购工业级产品。2018 年，酸水解酪蛋白和酵母浸出份采购金额分别同比增长 102.92%和 180.90%至 229.50 万元和 12.50 万元。

表 3　近三年安福隆主要原材料的采购情况

原材料	项目	2016 年	2017 年	2018 年
酸水解酪蛋白	采购量（公斤）	400.00	380/290	1,700.00
	采购价格（元/公斤）	1,946.00	1,946.00/1,350.00	1,350.00
	采购金额（万元）	77.84	73.95/39.15	229.50
酵母浸出粉	采购量（公斤）	200.00	30/100	500
	采购价格（元/公斤）	650.00	650.00/250.00	250.00
	采购金额（万元）	13.00	1.95/2.50	12.50

资料来源：公司提供
注：2017 采购量及采购价中，前为生化级，后为工业级

2018 年，公司该板块采购结算方式及周期无较大变动。

总体看，2018 年，公司恩经复采购金额有所降低，采购集中度仍属较高；安福隆采购金额受采购结构变动影响大幅增长。

生产情况

2018 年，该板块生产模式未发生变化，仍为以销定产。产能方面，恩经复的年产能仍为 1,000.00 万支；产量下降 17.43%至 392.86 万支，主要系当年缩减销售计划后削减产量所致；受此影响，产能利用率下降 8.29 个百分点至 39.29%。2018 年，安福隆的年产能仍为 1,627.60 万支，产量增长 44.25%至 418.60 万支；产能利用率提升 7.89 个百分点至 25.72%。

表 4　近三年恩经复和安福隆的产能及产量情况

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
恩经复	产能（万支）	1,000.00	1,000.00	1,000.00
	产量（万支）	600.60	475.77	392.86
	产能利用率（%）	60.06	47.58	39.29
安福隆	产能（万支）	1,627.60	1,627.60	1,627.60
	产量（万支）	267.55	290.20	418.60
	产能利用率（%）	16.44	17.83	25.72

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司恩经复产量明显下滑，安福隆产量有所增长；但公司综合产能利用率处于较低水平。

销售情况

2018 年，受招标议价影响，恩经复的销售价格下降 3.49%至 130.49 元/支，销量大幅下滑 26.71%至 388.08 万支，主要系医保控费趋严，限制科室使用，行业整体需求下降所致。受此影响，2018 年，恩经复产销率下降 12.52 个百分点至 98.78%。

2018 年，公司根据市场需求，结合主要市场区域及配送费等情况，小幅调整各规格安福隆售价，其中：100 万国际单位的安福隆因已不是主要产品，销售价格较上年下降 3.84%至 12.53 元/支；300 万国际单位的安福隆价格基本稳定；500 万国际单位的安福隆销售价格增长 3.86%至 46.78 元/支。201 年，安福隆销量总体增长 37.86%至 415.14 万支，主要系 2018 年公司加强学术推广，多科室营销所致，产销率下降 4.60 个百分点至 99.17%。

表 5　近三年恩经复和安福隆的销售情况

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
恩经复	销量（万支）	626.53	529.54	388.08
	产销率（%）	104.32	111.30	98.78
	销售价格（元/支）	127.74	135.21	130.49
安福隆	销量（万支）	249.09	301.14	415.14
	产销率（%）	93.10	103.77	99.17
	销售价格（元/支；100 万单位/300 万单位/500 万单位）	12.50/32.95/46.12	13.03/31.25/45.04	12.53/31.02/46.78

资料来源：公司提供

2018 年，恩经复向前五大客户单位合计销售额占年度销售总额比例由 26.81%下降至 24.43%，集中度进一步降低；安福隆向前五大客户单位合计销售额占年度销售总额比例由 48.34%下降至 25.00%，集中度降至较低水平。

2018 年，公司销售结算方式及周期未有较大变动。

总体看，恩经复量价齐降，下游客户集中度较低；安福隆销量增长，不同规格售价变动不一，下游客户集中度降至较低水平。

（2）原甲酸三甲酯与原甲酸三乙酯

未名天源地处淄博市火车站南广场改造项目二期搬迁区域，应政府要求限期搬迁，2018 年 5 月 8 日起全面停止生产，导致该板块 2018 年收入大幅下滑。截至本报告出具日，该子公司仍处于停产状态。

未名天源已在安徽巢湖经济开发区设立全资子公司合肥北大未名生物制药有限公司，投资兴建 CMO 项目；并以设备评估后的公允价值与淄博鲁华泓锦新材料股份有限公司、淄博东部化工建设发展有限公司共同出资设立淄博鲁华天源生物医药有限公司，从事原甲酸三甲酯、原甲酸三乙酯、原乙酸三甲酯、LS 系列、TC 等产品的生产和销售。截至 2019 年 4 月，该合资公司完成了相关工商注册登记手续，并取得了淄博市张店区市场监督管理局颁发的《营业执照》。联合评级将持续关注上述事项，以评估其对公司信用水平的影响。

3．在建及拟建项目

截至 2018 年底，公司在建项目有生物经济孵化器项目和 CMO 生产基地等，规划总投资合计

8.01 亿元，尚需投资 4.52 亿元。

表 6　截至 2018 年底公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	目前状态	规划总投资	已投资金额	尚需投资
生物经济孵化器	在建	4.20	0.56	3.64
CMO 生产基地	在建	3.10	2.64	0.46
喷雾剂车间改造一期	在建	0.51	0.17	0.34
零星工程	在建	0.2	0.12	0.08
合计	--	**8.01**	**3.49**	**4.52**

资料来源：公司提供

总体看，目前公司在建工程存在一定资金支出压力。

4. 重大事项

（1）北京科兴

2017 年，公司与参股公司北京科兴生物制品有限公司（以下简称“北京科兴”）主要股东因公司重大发展问题产生矛盾（详见“17 未名债”2018 年跟踪评级报告），公司已于 2018 年 4 月 16 日向北京市海淀区人民法院提起关于案由“股东知情权纠纷”的诉讼请求，案号（2018）京 0108 民初 22373 号，诉求法院判决北京科兴完整提供 2017 年度相关财务账簿、财务报告等资料配合审计。北京市海淀区人民法院于 2018 年 7 月 13 日作出（2018）京 0108 民初 22373 号《民事判决书》，支持了公司的诉讼请求。北京科兴因不服北京市海淀区人民法院作出的判决，向北京市第一中级人民法院提起上诉；北京市第一中级人民法院于 2018 年 9 月 26 日作出（2018）京 01 民终 7838 号《民事判决书》，驳回了北京科兴的上诉，维持原判。判决生效后，中喜会计师事务所获取了北京科兴的财务报表、会计账簿并进行了查阅，获取了中诚信安瑞（北京）会计师事务所有限公司于 2019 年 4 月 3 日出具的北京科兴生物制品有限公司 2018 年度审计报告；除此之外，中喜会计师事务所未能获取其他的审计证据及实施必要的审计程序；因此无法就该项股权投资的账面价值以及确认的投资收益发表恰当的审计意见。

（2）未名天源

公司控股子公司未名天源地处淄博市火车站南广场改造项目二期搬迁区域，应政府要求限期搬迁，自 2018 年 5 月 8 日起停止生产。2018 年，未名天源经审计营业收入 0.34 亿元，净利润-0.31 亿元，对公司盈利水平的负面影响已经显现。目前已完成位于安徽巢湖半汤生物经济实验区的抗体药 CMO 项目一期工程，二期工程处于建设之中；合资公司厂区规划、工程设计、搬迁前期准备等工作正在抓紧进行，现有厂区生产装置将根据政府规划搬迁。

（3）监管情况

2018 年至本报告出具日，公司接到监管部门多份问询函及监管函，其内容包括：信息披露不及时（中小板监管函【2018】第 2 号、中小板监管函【2018】第 84 号、中小板监管函【2019】第 15 号）、业绩预告与实际情况误差较大（中小板监管函【2019】第 78 号）、子公司管理情况等。

总体看，北京科兴事项若不能妥善解决，公司未来对其的投资收益及股权投资将受到持续的不利影响；子公司未名天源停产已对公司收入、利润及现金流状况产生很大不利影响，公司治理水平有待提高。联合评级将持续关注上述事项进展情况，以评估其对公司信用水平的影响。

5．经营效率

2018 年，受收入大幅下降影响，公司应收账款周转次数由 2017 年的 2.44 次下降至 1.35 次；存货周转次数由 2017 年的 4.08 次下降至 1.93 次；总资产周转次数由 2017 年的 0.35 次下降至 0.16 次。

总体看，2018 年，公司整体经营效率有所下降。

6．经营关注

（1）公司现有产品集中度较高风险

公司目前主要药品为恩经复和安福隆，虽然公司也正在进行其他生物药品的研发，但由于生物制药具有研发周期长、审批和上市流程复杂的特点，短期内公司现有的药品结构不会发生较大变化。若未来神经损伤修复领域发现替代药品或者由于竞争激烈，公司目前药品的价格出现大幅下降，可能对公司的盈利产生较大影响。

（2）环保风险

随着国家及地方环保部门环保监管力度的提高、人们环保意识的增强，公司面临的环保压力和风险逐步加大，公司子公司上游企业受环保政策影响，主要原材料断供，处于暂时停产状态，如不能及时复产，将对公司营业收入及利润造成较大影响。

（3）子公司风险

北京科兴与公司的纠纷虽已判决但仍待执行；未名天源仍处于停产状态，复产时间待定；联合评级将持续关注上述事项，以评估其对公司盈利水平的影响。

（4）实际控制人变更风险

截至 2019 年 3 月底，公司控股股东北京北大未名生物工程集团有限公司持有的公司股份 1.77 亿股（占公司股份总数的 26.86%，占其持股的 100%）已被福建省厦门市湖里区人民法院全部轮候冻结，轮候期限为 36 个月。公司存在实际控制人变更风险。联合评级将持续关注上述事项，以评估其对公司正常运营的影响。

（5）管理风险

2018 年至本报告出具日，公司接到监管部门多份问询函及监管函。公司管理水平有待提高。

7．未来发展

2018 年，公司计划对外稳固市场细分客户，采取灵活机动的营销策略，提高公司收入和利润，对内积极推进技术创新和工艺改进，加快产品新适应症的研发及新产品研发与新项目。

具体措施为：第一，加强恩经复、安福隆尤其是干扰素喷雾剂“捷抚”的市场开发深度和广度，整合公司之间的营销平台，加强规范化销售管理，建立专业、高效的销售管理体系。第二，继续对神经生长因子进行深度开发，进行工艺改进，提高神经生长因子得率、降低单位产品能耗等；加快恩经复“糖尿病足”适应症的研发和临床试验及产品报批，深度挖掘视神经损伤、开发滴眼剂、水针剂等新适应症和新剂型。第三，完善 CMO 一期工程的验收及 GMP 验证工作，在总结经验的基础上稳步推进二期工程项目进度。同时，抓紧 CMO 项目的推介，引入科研力量和洽谈国际合作。第四、推进未名天源的产业合作项目，加快项目选址项目审批、建设等工作；同时与原下游客户保持密切联系，了解客户需求，制订复产后产品生产、销售计划，为恢复生产、销售做好相应准备。

总体看，公司未来发展战略目标明确，举措切实可行。

六、财务分析

公司 2018 年度财务报表已经中喜会计师事务（特殊普通合伙）审计，并出具了保留意见的审计报告。形成保留意见的主要原因为：因股东矛盾对 2018 年度的持续影响，中喜会计师事务所（特殊普通合伙）未能获取除中诚信安瑞（北京）提供的北京科兴 2018 年审计报告外，未能获取其他的审计证据及实施必要的审计程序，无法对北京科兴的投资收益 126,166,585.89 元及长期股权投资账面价值 434,744,029.57 元发表恰当的审计意见。2018 年，财政部发布《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），公司财务报表中若干比较报表数据已经过重新编排以符合报告格式要求。2018 年，公司合并范围未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。2019 年 1~3 月合并财务报表未经审计。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 42.98 亿元，负债合计 14.71 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 28.27 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 27.62 亿元。2018 年，公司实现营业收入 6.65 亿元，净利润（含少数股东损益）-0.93 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-0.96 亿元；经营活动现金流量净额为 0.74 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.71 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 39.72 亿元，负债合计 11.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益）28.17 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 27.49 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.26 亿元，净利润（含少数股东损益）-0.10 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 -0.13 亿元；经营活动现金流量净额为 0.92 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.56 亿元。

1．资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 42.98 亿元，较上年底增长 7.50%；其中，流动资产占 58.71%，较上年底下降 8.86 个百分点，非流动资产占 41.29%，以流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 25.23 亿元，较上年底下降 6.60%，主要系货币资金减少所致；公司流动资产主要由货币资金（占 61.25%）、应收票据和应收账款（占 25.55%）和其他流动资产（占 10.39%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 15.46 亿元，较上年底下降 14.90%，主要系预付款增加所致；主要由银行存款构成（占 99.68%），其余为库存现金和其他货币资金（信用证保证金）。

截至 2018 年底，公司应收票据和应收账款合计 6.65 亿元，其中应收票据和应收账款分别较上年底下降 40.63%和 6.36%。截至 2018 年底，公司应收票据 2.02 亿元，较上年底下降 40.63%，主要系公司票据贴现所致；应收账款 4.42 亿元，较上年底下降 6.36%，主要系公司加大催收力度所致。截至 2018 年底，公司按账龄法计提坏账准备的应收账款占其账面余额的 99.83%，其中账龄在一年以内的占 71.64%，1~2 年的占 22.04%，累计计提坏账准备 0.34 亿元，计提比例 7.05%；公司单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款占其账面余额的 0.16%，全额计提坏账准备；公司单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款占其账面余额的 0.01%，全额计提坏账准备。截至 2018 年底，公司应收账款前五名客户占应收账款余额的 18.68%，公司应收账款客户集中度较低。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 2.67 亿元，较上年底增长 291.06 倍，主要系当年新增医药中间体独家代理权采购款[1]1.00 亿元和定期存款 1.30 亿元（民生银行淄博分行 2 笔合计 0.80 亿

[1] 为应对医改目前对公司营业收入的影响，扩大收入来源，2018 年底，公司拟从美国 WastonIndustriesInc 引入 40 多个医药中间体的大中华区域独家代理权，子公司天津未名生物医药有限公司无对外贸易资质，委托北京浩思泰丽商贸有限公司进行产品引进代理，并于 2018

元和兴业银行 2 笔合计 0.50 亿元，以上定期存款本金及利息已于到期日回到存款帐户）所致。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 17.75 亿元，较上年底增长 36.88%，主要系其他非流动资产增加所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 24.49%）、固定资产（占 25.94%）、在建工程（占 19.75%）和其他非流动资产（占 20.49%）构成。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 4.35 亿元，较上年底下降 4.08%。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 4.61 亿元，较上年底基本稳定；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 58.63%）和机器设备（占 39.12%）构成，符合公司制造业行业特性；累计计提折旧 4.74 亿元，固定资产成新率 71.32%，成新率尚可。

截至 2018 年底，公司在建工程 3.51 亿元，较上年底增长 698.17%，主要系新增 CMO 生产基地 2.64 亿元所致。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产 3.64 亿元，较上年底增长 297.17 倍，主要系预付工程（孵化器项目主体工程、干扰素技改工程 和 CMO 基地工程 ）款大幅增加 1.40 亿元、预付设备款（预付工程相关）大幅增加 1.03 亿元、新增 9,950.00 万元预付技术转让款（单抗药物细胞株构建及临床前研究）所致。

截至 2018 年底，公司除其他货币资金 356.94 万元外，无所有权或使用权受到限制的资产。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 39.72 亿元，较上年底下降 7.59%，其中流动资产占 58.11%，非流动资产占 41.89%，资产结构较上年底变化较小。

总体看，2018 年底，公司资产规模略有增长，在建工程和预付款大幅增长，流动性大幅下降；公司受限资产规模较小，整体资产质量一般。

2．负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债总额 14.71 亿元，较上年底增长 36.39%，主要系借款大幅增加所致；其中，流动负债占 38.30%，非流动负债占 61.70%，仍以非流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债 5.64 亿元，较上年底增长 119.45%，主要系短期借款和应付账款增加所致；公司流动负债主要由短期借款（占 79.84%）和应付账款（占 5.80%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 4.50 亿元，较上年底增长 350.00%，主要系公司根据 2018 年资金需求，结合上年底融资环境，增加资金储备所致；其中保证借款 4.00 亿元（子公司未名生物医药有限公司的借款，由公司提供连带责任保证），信用借款 0.50 亿元。

截至 2018 年底，公司应付账款 0.33 亿元，较上年底增长 24.48%；公司应付账款 1 年以内的占比 85.16%。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 9.08 亿元，较上年底增长 10.44%；公司非流动负债主要为应付债券（占 87.35%）和长期应付款（占 9.63%）。

截至 2018 年底，公司应付债券 7.93 亿元，较上年底基本持平，为“17 未名债”。

截至 2018 年底，公司新增长期应付款 0.87 亿元，为应付融资租赁款（CMO 项目融资租赁设备）。

截至 2018 年底，公司全部债务 13.45 亿元，较上年底增长 48.45%，主要系银行借款增加所致；

年 12 月签订了《国外产品引进代理合同》，公司支付了独家代理权及产品引进款 1.00 亿元。由于中美贸易形势的变化，美国公司要求产品价格大幅度增长，同时受制于中国法律法规对医药相关产品引进的特殊要求，经各方协商一致，于 2019 年 1 月签订了《解除合作协议书》，预付款项已于 2019 年 1 月 22 日原路退回天津未名生物医药有限公司账户。

其中短期债务占 34.55%，长期债务占 65.45%。截至 2018 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 34.23%、32.24%和 23.75%，分别较上年底上升 7.25 个百分点、8.56 个百分点和 2.42 个百分点，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 11.55 亿元，较上年底下降 21.50%；其中流动负债占 21.84%，非流动负债占 78.16%，公司负债仍以非流动负债为主。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务总额 10.21 亿元，较 2018 年底下降 24.14%，其中短期债务占 14.19%，长期债务占 85.81%，短期债务占比下降 20.36 个百分点；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 29.08%、26.59%和 23.71%，较 2018 年底相比分别下降 5.15 个百分点、5.65 个百分点和 0.03 个百分点，较 2018 年底有所下降。

总体看，2018 年底，由于短期银行借款大幅增加，公司负债规模和债务规模均大幅增长，整体债务负担有所加重；2019 年 3 月底，公司偿还大部分短期借款，负债规模和债务规模均有所下降，整体债务负担有所减轻。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 28.27 亿元，较上年底增长下降 3.17%，主要系未分配利润减少所致。从权益结构来看，归属于母公司所有者权益占所有者权益的 97.70%，以股本、资本公积和未分配利润为主，占比分别为 8.30%、49.05%和 37.54%，公司所有者权益结构稳定性一般。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 28.17 亿元，较上年底基本稳定，所有者权益结构较上年底变化不大。

总体看，2018 年底，公司所有者权益规模略有减少，权益结构变化不大，稳定性一般。

3．盈利能力

2018 年，受未名天源停产及医药行业政策导致公司主要产品收入下滑影响，公司实现营业收入 6.65 亿元，较上年下降 42.83%；营业成本 0.99 亿元，较上年下降 61.45%；实现营业利润-0.81 亿元；实现净利-0.93 亿元；归属于母公司所有者的净利润-0.96 亿元。

从期间费用看，2018 年，公司费用总额 6.09 亿元，较上年增长 21.78%。其中，销售费用 3.95 亿元，管理费用 1.20 亿元，均较上年基本稳定；财务费用 0.48 亿元，较上年净收入大幅增长 1,074.51%，主要系短期借款大幅增长所致。2018 年，公司费用收入比为 91.60%，较上年上升 48.59 个百分点，期间费用对营业利润侵蚀严重。

2018 年，公司投资收益为 1.28 亿元，主要为对北京科兴的投资收益；占营业利润净值的 156.91%，对营业利润贡献很大；其他收益 867.67 亿元，全部系政府补助或奖励；营业外收入为 75.05 万元，公司营业利润对其他收益及营业外收入的影响较小。

从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率为 83.92%，较上年提升 6.85 个百分点；公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率较上分别大幅下降 13.18 个百分点、14.51 个百分点和 17.62 个百分点至-0.37%、-0.13%和-3.22%。总体看，公司盈利能力大幅下降。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.26 亿元，同比下降 14.25%，系原甲酸三乙酯、原甲酸三甲酯收入减少所致；实现净利润-0.10 亿元，同比下降 111.90%。

总体看，2018 年，公司收入大幅下降，净利润出现亏损；期间费用对营业利润侵蚀严重，投资收益对营业利润贡献很大，公司整体盈利能力大幅下降。

4．现金流

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入 11.87 亿元，较上年增长 14.45%；经营活动现金流出 11.13 亿元，较上年增长 45.23%，主要系大幅增加预付款所致。受上述因素影响，2018 年，经营活动产生的现金流大幅下降 72.54%至 0.74 亿元。2018 年，公司现金收入比 123.81%，较上年提升 39.02 个百分点，收入质量有所好转。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入 3.01 亿元，较上年增长 784.69 倍，主要系退出未兴（上海）企业管理中心（有限合伙），收回投资款所致；投资活动现金流出 9.14 亿元，较上年增长 700.74%，主要系为投入生物孵化器项目与合肥 CMO 项目所等所致。受上述因素影响，2018 年，投资活动产生的现金净流出 6.13 亿元，较上年净流出规模增长 439.71%。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入 4.50 亿元，较上年下降 50.82%；筹资活动现金流出 1.82 亿元，较上年增长 534.20%，主要系偿还债务所致。受上述因素影响，2018 年，公司筹资活动产生的净现金流入 2.68 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为 0.92 亿元，同比增长 19.65%；投资活动现金流量净额为-0.17 亿元，净流出规模同比下降 89.91%，筹资活动现金流量由上年同期的净流入 2.65 亿元转为净流出 3.31 亿元。

总体看，2018 年，公司经营活动现金流保持净流入，收入实现质量有所好转；经营活动现金流入不能满足其投资活动资金需求，有一定的外部融资需求。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，受流动负债规模增长影响，公司流动比率由上年底的 10.52 倍下降至 4.48 倍，速动比率由上年底的 10.28 倍下降至 4.40 倍，流动资产对流动负债的保护程度减弱，但仍属较高；由于短期债务增长，公司现金短期债务比由上年底的 18.79 倍快速下降至 3.76 倍，现金类资产对短期债务的保障能力减弱，但仍属较强。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 0.57 亿元，较上年大幅下降 89.40%，主要系盈利大幅减少所致；公司 EBITDA 由折旧（占 91.82%）构成；EBITDA 利息倍数由上年的 35.95 倍下降至 0.73 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.59 倍下降至 0.04 倍。整体看，公司长期偿债能力大幅下降。

截至 2019 年 3 月底，公司获得银行授信总额合计 1.50 亿元，其中未使用额度 0.20 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；同时，公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保事项；无重大未决诉讼事项。

截至本报告出具日，公司实控人潘爱华先生被列入失信被执行人名单，限制消费；公司控股股东有多条被执行记录。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（机构信用代码：G1037030300073120X），截至 2019 年 5 月 17 日，公司已还清信息概要中，有 1 笔关注类票据贴现，发生于 2003 年，金额为 50 元，对公司偿债能力影响极小。

总体看，跟踪期内，公司偿债能力大幅下降。

七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变

动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 14.38 亿元，约为“17 未名债”待偿债券本金（8 亿元）的 1.79 倍，公司现金类资产对“17 未名债”的覆盖程度较高；净资产达 28.17 亿元，约为“17 未名债”待偿债券本金（8 亿元）的 3.52 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“17 未名债”本金的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 0.57 亿元，约为“17 未名债”待偿债券本金（8 亿元）的 0.07 倍，公司 EBITDA 对“17 未名债”本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 11.87 亿元，约为“17 未名债”本金（8 亿元）的 1.48 倍，公司经营活动现金流入量对“17 未名债”的覆盖程度较高。

综合以上分析，公司对“17 未名债”的偿还能力很强。

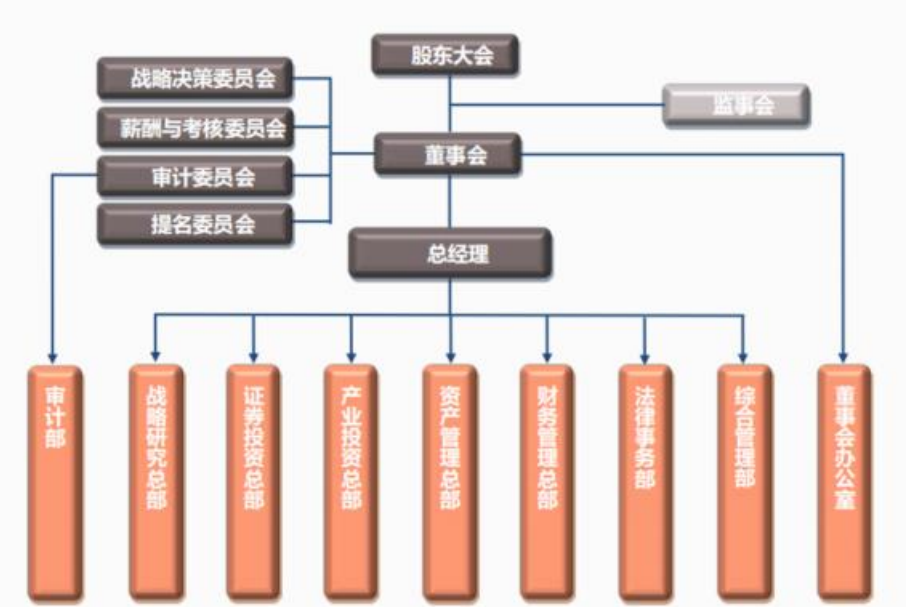
八、综合评价

跟踪期内，公司子公司未名天源停产搬迁，主要产品恩经复产销量大幅下降，导致公司销售收入大幅下降，加之期间费用对营业利润侵蚀严重，公司净利润出现亏损，经营活动现金净流入大幅下降，盈利能力和偿债能力大幅下降。同时，联合评级也关注到公司参股公司北京科兴股东纠纷仍未妥善解决、控股股东全部股权被司法轮候冻结、公司多次被出具监管函、实际控制人被列入失信被执行人名单以及非标审计意见等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司营销平台的整合，CMO 生产基地投产以及未名天源复产，公司收入水平和盈利能力有望恢复稳定。

基于对公司主体及公司债券偿还能力的综合评估，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA，并继续列入可能下调信用等级的评级观察名单；同时维持“17 未名债”的债项信用等级为 AA。

附件 1　山东未名生物医药股份有限公司
组织结构图



附件 2　山东未名生物医药股份有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	26.88	39.98	42.98	39.72
所有者权益（亿元）	25.27	29.20	28.27	28.17
短期债务（亿元）	0.00	1.15	4.65	1.45
长期债务（亿元）	0.01	7.91	8.80	8.76
全部债务（亿元）	0.01	9.06	13.45	10.21
营业收入（亿元）	12.65	11.62	6.65	1.26
净利润（亿元）	4.17	3.92	-0.93	-0.10
EBITDA（亿元）	5.18	5.34	0.57	-
经营性净现金流（亿元）	1.69	2.71	0.74	0.92
应收账款周转次数（次）	3.28	2.44	1.35	-
存货周转次数（次）	4.60	4.08	1.93	-
总资产周转次数（次）	0.50	0.35	0.16	0.03
现金收入比率（%）	77.24	84.79	123.81	122.46
总资本收益率（%）	17.62	12.81	-0.37	-
总资产报酬率（%）	18.09	14.37	-0.13	-
净资产收益率（%）	17.83	14.40	-3.22	-0.35
营业利润率（%）	75.53	77.07	83.92	86.07
费用收入比（%）	41.23	43.00	91.60	92.50
资产负债率（%）	5.96	26.98	34.23	29.08
全部债务资本化比率（%）	0.04	23.69	32.24	26.59
长期债务资本化比率（%）	0.02	21.33	23.75	23.71
EBITDA 利息倍数（倍）	103.67	35.95	0.73	-
EBITDA 全部债务比（倍）	545.37	0.59	0.04	-
流动比率（倍）	11.80	10.52	4.48	9.15
速动比率（倍）	11.30	10.28	4.40	8.97
现金短期债务比（倍）	2274.97	18.79	3.76	9.93
经营现金流动负债比率（%）	131.88	105.56	13.21	36.34
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.65	0.67	0.07	-

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；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、公司 2019 年 1 季报财务数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5、长期应付款、其他应付款中债务部分已计入债务计算。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注：　现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。