跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]908 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中国中药控股有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“16中药控股MTN001”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

中国中药控股有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA	评级展望：稳定
上次评级结果：AAA	评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 中药控股 MTN001	25 亿元	2016/11/16-2019/11/16	AAA	AAA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 20 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	6.97	21.38	34.23
资产总额(亿元)	155.99	179.09	210.37
权益总额(亿元)	30.58	114.95	127.56
短期债务(亿元)	5.15	16.00	10.01
长期债务(亿元)	6.71	8.50	29.09
全部债务(亿元)	11.86	24.50	39.10
营业额(亿元)	57.50	63.21	65.33
所得税前溢利(亿元)	10.48	13.81	13.04
EBITDA(亿元)	14.08	17.64	17.12
经营活动使用之现金净额（亿元）	9.18	6.00	14.65
毛利率(%)	54.35	57.51	54.35
净资产收益率(%)	28.93	10.13	8.52
资产负债率(%)	80.40	35.82	39.36
全部债务资本化比率(%)	27.95	17.57	23.46
流动比率(%)	42.40	152.05	230.13
经营现金流动负债比(%)	8.45	13.12	41.77
全部债务/EBITDA(倍)	0.84	1.39	2.28
EBITDA 利息倍数(倍)	22.32	25.02	23.31

注：2014~2015 年财务数据为假设公司于 2013 年 1 月 1 日完成收购同济堂集团及江阴天江集团之事项并将其纳入合并范围，并依照香港财务报告准则编制。

分析师

刘 强　孔祥一　李 明　刘 然

邮箱：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

评级观点

中国中药控股有限公司（以下简称“公司”）作为中国医药集团总公司（以下简称“国药集团”）中医药运营平台，主要从事中药产品研发、生产和销售。跟踪期内，公司保持了在品牌知名度、股东支持方面的优势，随着优质资产的不断并入，公司资产和收入规模持续增长，整体盈利能力强。同时，联合资信评估有限公司（以下称“联合资信”）也关注到随着国家深化医药体制改革，药品价格面临下行压力，公司资产中无形资产和商誉占比高，应收账款和其他应收款金额大等因素对其经营及发展可能带来的不利影响。

未来，公司将重点建设四大核心业务板块：现代中药板块、中药饮片中药配方颗粒板块、中医药健康综合体板块、医疗产业板块，计划将公司打造成为中成药制造龙头企业。

综合考虑，联合资信维持公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16 中药控股MTN001”AAA的信用等级。

优势

1. 公司拥有“仙灵”、“同济堂”、“仙灵骨葆”、“德众”四个中国驰名商标，“冯了性”、“德众”、“同济堂”3个中华老字号品种以及“冯了性风湿跌打药酒”、“少林跌打止痛膏”、“源吉林甘和茶 ”3个非物质文化遗产产品，具有品牌优势，另有8个独家的国家基本药物品种。
2. 作为国药集团中医药运营平台，公司发展得到了股东在战略、品牌、研发、渠道及资金等多方面的支持。
3. 2013 年，公司收购了国药集团同济堂（贵州）制药有限公司，2015 年，公司收购了江阴天江药业有限公司（以下简称“天江药业”），天江药业中药配方颗粒市场占有率约为 60%，排名第一，随着优质资产

的不断并入，公司资产及收入规模持续增长，整体盈利能力强。

4. 跟踪期内，公司收购了上海同济堂药业有限公司（以下简称“上海同济堂”）和贵州同济堂中药饮片有限公司，进一步整合上游资源，扩大了饮片产业布局，2016 年，上海同济堂净利润为 0.46 亿元，提高了公司的盈利能力。

关注

1. 受招标降价、二次议价、医保控费等不利因素影响，跟踪期内，公司大部分产品的营业额均出现不同程度下滑，尤其是仙灵骨葆胶囊、颈舒颗粒、润燥止痒胶囊、风湿骨痛胶囊等独家基药品种，下滑幅度较大。
2. 公司应收账款及其他应收款规模大，近三年占总资产的比例在10%以上，对资金形成一定占用。
3. 2016年，公司对天江药业收购时可辨认净资产的公允价值进行了重新评估，经过重新评估天江药业无形资产增加30.40亿元（其中生产许可及专利增加11.7亿元，客户关系增加2.80亿元，新增品牌15.90亿元），同时，因重新评估，公司商誉减少20.83亿元，调整后，无形资产和商誉分别为67.64亿元和34.56亿元，规模大，均存在一定减值风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由中国中药控股有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国中药控股有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于中国中药控股有限公司主体长期信用及“16中药控股MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

中国中药控股有限公司（以下简称“公司”或“中国中药”），前身为佛山市政府全资控股的荣山国际有限公司，该公司于1992年在香港注册成立，于1993年4月在香港联交所上市，代码0570.HK。2008年11月29日，荣山国际有限公司与Sureplan Limited签订协议，同意以30000万港币收购Smartpoint International Limited全部股权，实质收购标的为广东环球制药有限公司（以下简称“环球制药”）、山东鲁亚有限公司全部股权，通过吸收合并成功将盈天医药集团有限公司（以下简称“盈天医药”）国内资产装入荣山国际有限公司，并于2009年9月4日，更名为盈天医药集团有限公司；2010年1月30日，环球制药与何兆坚先生签订协议，按人民币11600.00万元收购何兆坚持有的佛山市安宁有限公司93%股权，收购完成后盈天医药间接持有佛山德众药业有限公司100%股权。2012年11月，国药集团与佛山市政府签订“战略合作框架协议”，以盈天医药为管理平台，打造百亿中药板块。2013年2月28日国药集团向佛山市政府收购其持有的10.16亿股公司股权，成为公司第一大股东，公司成为央企控股企业。2013年5月，公司以26.40亿元收购国药集团同济堂（贵州）制药有限公司（以下简称“贵州同济堂”）100%股权。2013年11月，公司正式更名为“中国中药有限公司”，股票简称为“中国中药”。2015年5月12-14日公司完成配售175209万股新股，融资港币约82亿元（约为人民币65.67亿元）并于8月成功并购江阴天江药业有限公司（以下简称“天江药业”）87.3%的股权，协议对价为人民币87.36亿元，奠定了公司在中药行业的龙头地位，变更后公司股份数目增至428599万股。2015年11月5日收购完成天江药业87.3%股权后与华宝信托有限责任公司签订信托人认购协议，信托人代表买方分别认购并持有8014万股股份及11760万股股份，每股发行价为4.21港币，变更后，公司股份数目增至448374万股。2016年7月，公司更为现名。

受股价波动影响，公司分别于2016年3月29日开始至2016年5月31日进行股票回购15次，共计回购5224.2万股，回购股份全部注销；变更后，公司股份数目减至443150万股。截至2016年底，国药集团香港有限公司持有公司36.43%股份，是公司第一大股东，最终控股方为中国医药集团总公司。

公司主营业务包括成品药及中药配方颗粒，具体而言包含呼吸及鼻部用药类、风湿骨伤类、心脑血管类、抗生素类、抗肿瘤类、中药材销售、中药配方颗粒等。截至2016年底，公司设研发中心、采购中心、生产中心、营销中心、战略与运营管理部、中医药健康事业部、投资部、人力资源中心、财务中心、政府与法律事务部等部门。

截至2016年底，公司合并资产总额210.37亿元，权益总计127.56亿元（非控股权益11.68亿元）；2016年，公司实现营业额65.33亿元，除税前溢利13.04亿元。

公司注册办事处及主要营业地点位于香港湾仔轩尼诗道288号英皇集团中心1601室。董事局主席：吴宪先生。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续期内中期票据为“16中药控股MTN001”，发行金额为25亿元，期限为3年。

截至目前，公司上述债券募集资金按照募集资金用途已使用金额为16.66亿元，剩余8.34亿元。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业分析

1. 行业概况

公司主要经营成品药及中药配方颗粒，属于医药工业行业。医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20 世纪 70 年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。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，因此医药制造业具有防御性特征，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。国家统计局公布的数据显示，2016 年中国医药工业规模以上企业实现主营业务收入 29635.86 亿元，同比增长 9.92%，全年利润总额 3216.43 亿元，同比增长 15.57%。

总体看，中国医药行业发展迅速，随着医疗改革体系逐渐成熟，中国医药制造业的经济效益呈现较好的发展态势。

表 1　医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元、%）

	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率
化学药品原料药制造	4240.35	311.82	7.35	4614.21	351.03	7.61	5034. 90	445. 25	8.84%
化学药品制剂制造	6303.71	733.92	11.64	6816.04	816.86	11.98	7534. 70	950. 49	12.61%
中药饮片加工	1495.63	105.25	7.04	1699.94	123.9	7.29	1956. 36	138. 27	7.07%
中成药制造	5806.46	597.93	10.3	6167.39	668.48	10.84	6697. 05	736. 28	10.99%
生物药品制造	2749.77	321.84	11.7	3164.16	386.53	12.22	3350. 17	420. 10	12.54%
卫生材料及医药用品制造	1662.32	152.39	9.17	1858.94	169.86	9.14	2124. 61	191. 75	9.03%
制药专用设备制造	158.86	18.26	11.49	182.02	19.00	10.44	172. 60	15. 80	9.15%
医疗仪器设备及器械制造	2136.07	219.29	10.27	2382.49	232.56	9.76	2765. 47	318. 49	11.52%
医药工业	**24553.16**	**2460.69**	**10.02**	**26885.19**	**2768.23**	**10.3**	**29635. 86**	**3216. 43**	**10.85%**

资料来源：国家统计局

2. 中药子行业

中药即按中医理论的用药，为中国传统中医特有药物。中药包括中药材、中药饮片、中成药，为中药行业的三大支柱。其中中药材是中药饮片和中成药的原料。

中国中药行业进入 21 世纪后增长迅速，行业规模、工业化水平显著提高。中成药制造和中药饮片加工子行业销售收入呈稳定增长态势，2013～2015 年复合增长率分别达到 10.38%与 16.18%。2016 年，中成药制造行业实现营业收入 6697.05 亿元，同比增长 8.59%；实现利润总额 736.26 亿元，同比增长 10.14%。2016 年，中药饮片加工行业实现营业收入 1956.36 亿元，同比增长 15.08%；实现利润总额 138.27 亿元，同比增长 11.60%。

随着中国居民人均收入不断提高，中药产品实际消费增速加快，一方面源于医疗消费的整体推高，另一方面，人均收入提高带来的消费升级使人们更重视药物不良反应及副作用、疾病预防与保健、日常养生及滋补需求。

目前国内有中药企业 2000 多家，规模普遍较小，高技术含量与高附加值产品缺乏，低水平重复生产现象严重。

六、基础素质分析

1. 产权情况

截至2016年底，国药集团香港有限公司持有公司36.43%股份，是公司第一大股东，最终控股方为中国医药集团总公司。

2. 企业规模与竞争力

公司旗下包括原“盈天医药”、“贵州同济堂”、“天江药业”三大企业集群。公司拥有多个有影响力的品牌，传承了自明代以来开创的“梁仲弘腊丸馆”、“冯了性”、“同济堂”、“源吉林”等祖铺老号，拥有“仙灵”、“同济堂”、“仙灵骨葆”、“德众”等四个中国驰名商标，“冯了性”、“德众”、“同济堂”3个中华老字号品种以及“冯了性风湿跌打药酒”、“少林跌打止痛膏”、“源吉林甘和茶 ”3个非物质文化遗产产品，公司生产销售近700余种中药配方颗粒，另有8个独家的国家基本药物品种。

公司子公司天江药业，是首个进入中药配方颗粒研发和生产领域的企业，处于行业领导地位，市场占有率约 60%，为中国最大的配方颗粒制造企业，是国家首批“中药配方颗粒试点生产企业”、“中药饮片改革试点单位”，首个通过国家 GMP 认证的中药配方颗粒生产企业，国家级高新技术企业。

总体看，公司作为国药集团中医药运营平台，得到国药集团多方面支持，公司拥有品牌优势，在细分市场具有较强竞争力。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、高级管理人员等方面无重大变化。

八、重大事项

2015 年 10 月，公司通过发行股份及支付现金方式收购天江药业 87.3%股权，协议对价人民币 87.36 亿元（经公允价值调整后的对价约为 87.58 亿元）。2015 年 5 月，公司完成配售 17.52 亿股新股，融资港币约 82 亿元（约人民币 656668.60 万元），2015 年 11 月，公司向天江药业其中两名原始股东（谭登平先生及周嘉琳女士）配售 197749762 股新股，融资港币约 83292.20 万元，其余部分通过银行贷款约人民币 10 亿元及公司自有资金约 56721.50 万元支付。该重大资产重组已于 2015 年 10 月底完成。

天江药业是国家药监局批准的首家从事中药配方颗粒试点制造企业之一，是国内首家获得国家 GMP 认证的中药配方颗粒生产企业。天江药业中药配方颗粒市场占有率排名第一，约为 60%，产品盈利能力较强。

表 2 天江药业主要财务数据（单位：亿元）

	2014 年	2015 年	2016 年
资产总值	34.42	43.28	72.51
负债总值	9.54	10.95	30.44
收入	31.40	36.24	44.11
利润总额	6.98	8.97	11.41

资料来源：公司提供

总体看，公司收购天江药业，进一步丰富了产品线，公司中药配方颗粒竞争实力明显增强，有利于该业务板块的良好发展。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业额保持增长。2016 年营业额 65.33 亿元，同比增长 3.35%。其中，中药配方颗粒和成品药分别占 66.72%和 33.28%。分板块看，2016 年中药配方颗粒营业额同比增长 21.42%，受到医保控费导致的销量下降和招标降价的影响，成品药营业额同比下降 20.40%。

毛利率方面，2016 年，公司毛利率小幅上升。分板块看，中药配方颗粒毛利率持续上升，2016 年为 59.56%，较上年提高 4.47 个百分点，主要由于部分销售转为直接面向医院，价格提高；受到销量下降及价格下调的影响，成品药毛利率持续下降，2016 年为 54.81%，较上年下滑 5.88 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司营业额保持增长，毛利率稳中有升，整体保持较强的盈利能力。联合资信关注到，受医药行业政策变动影响，公司 2016 年成品药销售有一定下滑；若未来公司不能及时采取相应措施应对药品价格下调，将对公司整体盈利能力造成一定影响。

表 3 2014~2016 年公司经营情况（单位：亿元、%）

分行业	2014 年			2015 年			2016 年		
	营业额	占比	毛利率	营业额	占比	毛利率	营业额	占比	毛利率
中药配方颗粒	31.00	53.91	47.80	35.90	56.80	55.09	43.59	66.72	59.56
成品药	26.50	46.09	62.00	27.31	43.20	60.69	21.74	33.28	54.81
合计	**57.50**	**100.00**	**54.35**	**63.21**	**100.00**	**57.51**	**65.33**	**100.00**	**57.98**

资料来源：公司提供

注：2014 年为模拟数据，口径与 2015 年一致。

（1） 成品药业务

公司成品药板块主要业务为生产中成药制剂，包括少量化学药，剂型包括胶囊剂、片剂、颗粒剂、酒剂、口服溶液剂、软膏剂、粉针剂等 19 种；共拥有 530 多个药品生产批件，可生产 979 个成药产品，其中国家医保目录品种数 282 个，国家基本药物品种数 106 个，拥有仙灵骨葆胶囊、鼻炎康片、玉屏风颗粒、颈舒颗粒、润燥止痒胶囊、枣仁安神胶囊、风湿骨痛胶囊、七厘胶囊 8 个独家基药品种。跟踪期内，营业额下降的主要原因是（1）经销商受医保控费和“两票制”的影响压缩库存，减少对公司产品的采购量；（2）向医院销售的核心临床品种中标价格有所下跌，个别品种因安徽省、浙江省宁波市和江苏苏北地区实施二次议价而弃标。

表 4　公司成品药十大产品概况

产品名称	治疗领域	是否独家	医保情况	是否进入基药目录
仙灵骨葆胶囊/片	骨科	是	医保甲类	是
玉屏风颗粒	儿科、呼吸科、耳鼻喉科、皮肤科	是	医保甲类	是
颈舒颗粒	骨科、康复科	是	医保甲类	是
润燥止痒胶囊	皮肤科	是	医保乙类	是
鼻炎康片	内科、耳鼻咽喉科	是	医保甲类	是
圣通平（硝苯地平缓释片 I）	心血管科	否	医保乙类	是
风湿骨痛胶囊	风湿免疫科、骨科	是	医保乙类	是
枣仁安神胶囊	神经内科、精神科	是	医保乙类	是
冯了性风湿跌打药酒	骨科	是	否	否
高德（注射用头孢地嗪）	感染科、呼吸科、泌尿科等	是	医保乙类	否

资料来源：公司提供

原材料采购

公司成品药产品主要原材料为淫羊藿、黄芪、酸枣仁和三七等中药材，其中淫羊藿和酸枣仁主要向农户采购。

跟踪期内，公司采购策略无重大变化。从采购集中度来看，2016 年公司前 5 名供应商采购金额合计占总采购金额的比重为 31.64%，集中度尚可。

表5　2016年公司成品药板块向前五名供应商采购情况

（单位：万元、%）

供应商	采购品种	采购额	比重
陇西县志奇中药材加工厂	黄芪、党参、当归、炒白术、防风	5879.95	10.85
湖北清大中药饮片有限公司	当归、川芎、天麻，红花	3448.16	6.36
深药（亳州）现代中药饮片科技有限公司	黄芪、麸炒白术、防风、知母、丹参	3290.16	6.07
安徽阜阳新特药业有限责任公司	鹿角、赤芍、新疆紫草、山药、红花、肉苁蓉	2439.41	4.50
云南七丹药业股份有限公司	三七	2096.00	3.87
合计	--	**17153.68**	**31.64**

资料来源：公司提供

产品生产

公司分别于广东佛山、贵州贵阳、江苏江阴、安徽宣城和亳州、山东济宁和临沂、甘肃陇西、四川绵阳和青海西宁建有生产基地，所有生产线均按照法规要求通过 GMP 认证。公司在广东地区率先实施集团共用提取车间，开展集约化自动监控中药提取技术，在中药提取、设备与工艺、双层压片、干法制粒、喷浆制粒等技术领域有领先优势。近年来公司通过机器代人行动，引进全自动包装入盒生产线、自动无尘物料分配系统等设备，有效提升生产效率和降低制造费用。现阶段，公司每年可处理及提取中药材 68000 吨，年产颗粒剂 102 亿包、片剂 56.5 亿片、胶囊剂 36.5 亿粒。2016 年底，受招标降价、二次议价、医保控费以及市场竞争等不利因素影响，仙灵骨葆产量有所下降。

表 6　近年来公司成品药主要产品生产情况

产品名称		2014 年	2015 年	2016 年
仙灵骨葆（亿粒）	产能	15.80	15.80	15.80
	产量	14.70	14.47	13.76
	产能利用率	93.00%	91.60%	87.10%
玉屏风颗粒（亿袋）	产能	3.00	3.00	3.00
	产量	2.20	2.30	2.51
	产能利用率	73.33%	76.67%	84%
鼻炎康片（亿片）	产能	28.00	28.00	28.00
	产量	15.96	13.18	14.10
	产能利用率	57%	47.07%	50.36%

资料来源：公司年报

产品销售

跟踪期内，公司销售模式无重大变化。目前，公司营销团队人员已达 3000 人左右，营销网络已覆盖全国 31 个省（市）。2016 年，受两票制等政策影响，前五名客户销售额占比为 47.59%，集中度高。

表7　2016年公司成品药板块向前五名客户销售情况

客户	销售额（万元）	比重
广州医药有限公司	41442.24	19.06%
广州志向医药有限公司	40025.19	18.41%
华东医药股份有限公司	8207.32	3.77%

广东通用医药有限公司	7012.98	3.23%
佛山创美药业有限公司	6781.63	3.12%
合计	**103469.36**	**47.59%**

资料来源：公司提供

2016 年，受招标降价、二次议价、医保控费以及市场竞争等不利因素影响，除鼻炎康片外，其他产品营业额均有不同程度下滑。

表 8　近年来公司成品药产品营业额情况

（单位：万元）

产品名称	2014 年	2015 年	2016 年
仙灵骨葆	85035.80	86218.80	55010.36
玉屏风颗粒	25004.90	27113.90	25758.95
颈舒颗粒	20053.40	22491.20	12323.64
润燥止痒胶囊	15845.50	20250.30	16093.03
鼻炎康片	25584.10	16870.60	21541.30
圣通平	8730.30	9951.40	8568.93
风湿骨痛胶囊	52790	7367.10	4896.98
枣仁安神胶囊	5790.90	7118.30	6877.38
冯了性风湿跌打药酒	8158.50	6594.20	3880.80
高德	8711.30	5932.50	4933.21
其他产品	56851.70	63143.10	57547.53
合计	**265045.40**	**273051.40**	**217432.10**

资料来源：公司提供

产品研发

跟踪期内，公司在研项目无重大变化。2015 年公司获得 3.2 类化学新药伪麻非索缓释胶囊和宫炎平胶囊的生产批件，两个品种分别是国内首家运用先进的小丸膜包衣缓释技术研制的新型复方制剂和药典收载的经典中成药的改剂型产品，伪麻非索缓释胶囊 2016 年已投入生产，宫炎平胶囊因工艺问题尚未投产。截至 2016 年底，公司（不含天江药业）申请专利共计 253 项，其中实用新型 77 项，外观设计 79 项，发明专利 97 项；获得授权专利共计 266 项，其中实用新型 103 项，发明专利 84 项。2016 年，公司研发投入有所减少。

表 9　近年来公司成品药研发投入情况

（单位：亿元、%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
研发投入	0.72	0.82	0.52
占成品药营业额比重	2.72	3.00	2.34

资料来源：公司提供

（2）中药配方颗粒

公司中药配方颗粒板块主要运营主体为天江药业。截至目前，天江药业中药配方颗粒产品超 700 种，基本涵盖了中医临床使用频率最高的所有品种。2016 年，天江药业实现销售收入 44.11 亿元，同比增长 21.7%；同期的净利润为 9.73 亿元，同比增长 27.41%。收购天江药业后，大幅提升了公司在中药配方颗粒市场的竞争力，有利于公司和天江药业在原材料采购、生产、研发及销售渠道等多方面发挥协同效应。

原材料采购方面，天江药业产品的原材料为各种中药材，品种超过 700 种。2016 年，天江药业药材采购总量 17252 吨，同比增长 37.5%；采购均价同比上浮 3.5%，同期的总采购金额为 12.09 亿元，同比增长 42.3%。

表10　2016年天江药业向前五名供应商采购情况

供应商	采购额（亿元）	比重（%）
安徽省永香中药饮片有限公司	17498.23	9.00
孝感市欣丰药业有限公司	12303.06	6.33
临沂金泰药业有限公司	11197.61	5.76
北京和利康源医疗科技有限公司	9741.75	5.01
亳州市君海药业销售有限公司	9714.19	5.00
合计	**60454.84**	**31.10**

资料来源：公司提供

生产方面，跟踪期内，受益于中药配方颗粒市场良好的发展态势，2016 年天江药业中药配方颗粒产量大幅提升，同比增长达到 41.04%，产能利用率增加 5.29 个百分点。为了在配方颗粒政策开放前抢占市场，公司计划扩张产能，公司正在积极筹备高明分公司二期生产线，为扩充广东一方制药有限公司中药配方颗粒的前期提取产能做准备。目前该项目尚处

于筹备阶段，预计 2018 年建成投产。

表 11　近年来公司中药配方颗粒生产情况（单位：吨）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
产能	10000.00	16000.00	21000.00
产量	9010.13	11364.12	16028.00
产能利用率	90.00%	71.03%	76.32%

资料来源：公司提供

销售方面，截至 2016 年底，天江药业的营销团队人员已达 789 人左右，天江中药配方颗粒已在国内 34 个省、自治区及直辖市的 10368 家中医医疗机构使用，在国内三甲中医院的覆盖率达到 95%。此外，在传统渠道之外，天江药业还将推进网络营销渠道建设，2015 年完成了其微信平台建设，定期推送行业及产品相关信息，以扩大客户群；截至目前微信粉丝关注人数已达到 22617 人。国际市场方面，中药配方颗粒产品已覆盖亚、非、欧、美等 28 个国家和地区。2016 年，天江药业客户集中度不高。

表12　2016年天江药业向前五名客户销售情况

供应商	销售额（亿元）	比重（%）
河北省安国一方中药材有限公司	22716.75	5.21
安徽亚泰药业有限公司	8009.76	1.84
山西省中医院	7435.50	1.71
湖南民达医药有限责任公司	7327.17	1.68
河南中医学院第一附属医院	5735.17	1.32
合计	**51224.35**	**11.75**

资料来源：公司提供

研发方面，截至目前，天江药业已承担并完成了国家发改委“高技术产业化示范工程”，科技部“星火计划”、“火炬计划”等 33 项国家级科研课题及项目，并出版了《中药浓缩颗粒的临床运用与研究》等专著 7 部，荣获了“国家科技进步二等奖”等荣誉，拥有中药配方颗粒产业化关键技术自主知识产权。天江药业申请专利共计 97 项，其中实用新型 21 项，外观设计 3 项，发明专利 73 项；获得授权专利共计 38 项，其中实用新型 13 项，发明专利 25 项。

2. 未来发展

未来，公司将重点建设四大核心业务板块：现代中药板块、中药饮片中药配方颗粒板块、中医药健康综合体板块、医疗产业板块，计划将中国中药打造成为国内制药行业中规模最大、产业链最全、品种最丰富、效益最好的中成药制造龙头企业。

截至 2016 年底，公司主要在建项目涉及山东一方制药有限公司、安徽天祥药业有限公司和贵州同济堂三个主体，全部围绕主业展开，计划投资额 10.33 亿元，截至 2016 年底已经投资 5.90 亿元，2017 年～2019 年分别计划投资 0.90 亿元、2.00 亿元和 1.53 亿元。

总体看，公司未来发展战略围绕自身经营特点制定，主业突出，有利于公司扩展经营规模，提升盈利水平，从而确保市场领导地位。

表 13　截至 2016 年底公司主要在建项目投资计划（单位：亿元）

项目名称	计划投资额	计划完工日期	截至 2016 年底已投金额	未来资金投入计划			资金来源
				2017 年	2018 年	2019 年	
山东一方制药有限公司中药配方颗粒制造中心项目	50262.38	2019.12	11000.00	4000.00	20000.00	15262.38	自筹、发债资金
安徽天祥药业有限公司年提取中药材 10000 吨项目	15000.00	2018.04	13000.00	2000.00	0	0	自筹
贵州同济堂骨科基地	38000.00	2017.12	35000.00	3000.00	0	0	自筹
合　计	**103262.38**	**--**	**59000.00**	**9000.00**	**20000.00**	**15262.38**	**--**

资料来源：公司提供

十、财务分析

公司提供了2013～2015年模拟财务报表，该模拟报表假设公司于2013年1月1日完成收购同济堂集团及江阴天江集团之事项并将其纳入合并范围，经天职会计师事务所有限公司审计，审计意见为：该等模拟合并财务报表已根据香港财务报告准则，真实及公平地反映公司于2013年、2014年及2015年12月31日的财务状况及公司截至2013年、2014年及2015年12月31日止年度的财务表现和现金流量，并已按照香港《公司条例》妥为编制。公司提供了2016年财务报表，德勤•关黄陈方会计师行对该财务报表的审计意见为：合并财务报表均已按照香港会计师公会颁布之香港财务报告准则真实公平地反映了公司2016年12月31日之合并财务状况及截至该日止年度之合并财务表现及其合并现金流量，并已按照香港公司条例妥善编制。

合并范围变动方面，2015年底，公司合并范围内附属企业共计35家；截至2016年底，公司通过收购使得合并范围新增三家附属企业，分别为华颐药业有限公司（以下简称“华颐药业”）、上海同济堂药业有限公司（以下简称“上海同济堂”）和贵州同济堂中药饮片有限公司（以下简称“同济堂中药饮片”）。

截至2016年底，公司合并资产总额210.37亿元，权益总计127.56亿元（非控股权益11.68亿元）；2016年，公司实现营业额65.33亿元，除税前溢利13.04亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模稳步增长。截至2016年底，公司资产总额210.37亿元，同比增长17.46%；其中流动资产和非流动资产分别占38.36%和61.64%。

（1）流动资产

截至2016年底，公司流动资产合计80.70亿元，同比增长16.02%，主要由应收账款及其他应收款项（占33.66%）、存货（占23.47%）、银行存款和现金及现金等价物（合计占42.45%）等构成。

截至2016年底，公司应收账款及其他应收款为27.16亿元，同比下降21.98%；其中应收账款19.00亿元，应收票据7.57亿元。从账龄来看，截至2016年底，公司应收账款及其他应收款账期（扣除呆账拨备后）在0至90天的占48.69%（2015年底占74.58%）；91至180天的占27.50%，181至365天及365天以上的合计占23.81%，账期有所拉长。从集中度来看，前五名占比为10.67%，集中度较低。2016年，公司计提的呆账拨备为1.41亿元，计提比例为7.44%，计提比例较充分。

截至2016年底，公司存货为18.94亿元，同比增长53.27%；其中在制品占37.32%，制成品占42.40%，原材料占20.27%。由于公司生产所用原材料的采购价格有所上升，因此存货价值也有所增加。考虑到中药材价格波动较大，公司存货存在减值风险。

截至2016年底，公司银行存款和持有的现金及现金等价物为34.26亿元，公司现金和原到期日为三个月及以下的短期存款合计21.47亿元，原到期日为六个月的定期存款10.50亿元，截至2016年底，公司使用受限部

分的金额为 0.02 亿元。

（2）非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产为 129.66 亿元，同比增长 18.38%，主要由商誉（占 26.66%）、无形资产（占 52.17%）和物业、厂房及设备（占 15.57%）构成。

根据公司提供的 2016 年审计报告，公司于 2016 年度更新了识别和厘定因收购天江药业而产生的其他无形资产公允价值，将天江药业于收购日的其他无形资产公允价值由 27.92 亿元调整为 58.27 亿元，包括无限使用年期的生产保护权及商标分别为 21.66 亿元和 15.95 亿元，有限使用年期的客户关系 20.67 亿元。截至 2016 年底，公司无形资产 67.64 亿元，累计折旧和摊销 3.77 亿元；其中产品保护权占 39.49%、商标占 29.39%、客户关系占 30.90%。

经上述调整后，天江药业于收购日的可辨认净资产由 52.56 亿元增加至 76.03 亿元，导致 2016 年底公司商誉 34.56 亿元，较之前变化很大，但构成仍以天江药业（占 63.92%）和贵州同济堂（占 21.21%）为主，且商誉未发生减值情况。

截至2016年底，公司物业、厂房及设备20.19亿元，同比增长36.27%；其中楼宇11.21亿元，厂房、机器及设备3.51亿元，在建工程3.39亿元。

截至2016年底，公司使用受限的资产0.12亿元，受限比例低。

总体看，跟踪期内，公司资产规模不断增长，资产构成以非流动资产为主，应收账款、无形资产和商誉占比较大，存在资金占用和减值风险；考虑到医药行业账款回收特点及公司货币资金充裕，公司整体资产质量较好。

2. 负债及所有者权益

截至 2016 年底，公司负债合计 82.81 亿元，同比增长 29.10%，主要来自非流动负债的增加。截至 2016 年底，公司流动负债和非流动负债分别占 42.35%和 57.65%。

截至 2016 年底，公司流动负债同比下降 23.34%至 35.07 亿元，其中应付账款及其他应付款项占 65.69%，银行及其他贷款（占 28.56%）。

截至 2016 年底，公司非流动负债 47.74 亿元，同比增长 159.47%，主要系公司 2016 年发行的 25 亿元中期票据所致。

截至2016年底，公司应付账款及其他应付款项为23.04亿元，主要由应付账款（占37.00%）、其他应付款项（占17.29%）、应付营运开支（占13.74%）、已收按金（占12.15%）等构成。截至2016年底，公司应付账款为8.52亿元，同比增长67.39%，主要系公司对中药材进行提前备货所致。

截至2016年底，公司银行及其他贷款（短期+中长期）为14.24亿元。从期限结构看，公司1年内或要求时需偿还的贷款金额占贷款总额的70.31%，计入流动负债中的“银行及其他贷款”科目；截至2016年底，公司1年以上但3年内需偿的贷款金额为4.23亿元，同比下降50.24%，计入非流动负债中的“银行贷款”科目。总体看，公司银行及其他贷款期限较短。

2016年公司发行了25亿元中期票据，年底有息债务总额同比增长59.57%至39.10亿元，长期债务占比提升至74.39%。从债务指标来看，截至2016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39.36%、23.46%和18.57%，分别同比提高3.54个百分点、5.89个百分点和11.68个百分点。

总体看，跟踪期内，公司有息债务规模增长，受益于所有者权益规模的提升，整体债务负担较轻。

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长。截至 2016 年底，公司所有者权益 127.56 亿元，同比增长 10.97%，随着公司并购的增加，非控股权益为 11.68 亿元，同比增长 120.79%。截至 2016 年底，归属于母公司的权益中，股本和保留溢利分别占 84.65%和 15.35%。

截至2016年底，公司股本为98.10亿元。公

司分别于2015年5月12日和2015年5月14日以每股4.68港元（约人民币3.75元）配发及发行1538425000股和213674000股普通股。此外，公司于2015年11月5日以每股4.21港元（约人民币3.37元）配发及发行197749000股普通股予谭登平先生及周嘉琳女士。来自股份发行的所得款项净额合计人民币72.00亿元。

总体看，跟踪期内公司所有者权益规模相对稳定；股本占比高，权益结构稳定性较好。

3. 盈利能力

公司合并同济堂后对原盈天和同济堂的营销队伍进行整合，协同效应显著，2016年公司实现营业额65.33亿元，同比增长3.35%。2016年销售成本为27.45亿元，同比增长2.20%；毛利率为57.98%。

公司其他收入主要为政府补助和银行存款利息收入，2016年为0.82亿元，其中政府补助占78.36%。公司其他收益及亏损主要包括汇兑收益净额和减值损失，2016年为0.08亿元。

随着公司业务规模的扩张，各项支出相应增加。2016年，公司期间费用[1]为25.59亿元，占营业额的比重为39.17%。由于公司在医院及零售终端收入占比较大，销售及分销成本金额高，占期间费用的比重在75%以上。考虑到新产品推广上市和销售渠道下沉，公司销售及分销成本将进一步增加。总体看，公司期间费用对利润侵蚀较大，影响了公司的盈利水平。

2016年，公司除税前溢利为13.04亿元，主要来自经营业务溢利。

从盈利指标来看，2016年，随着公司权益规模的增长，公司净资产收益率和总资本收益率均呈下降趋势，分别为8.52%和6.96%；公司整体盈利能力较好。

总体看，公司医药主业突出，营业额小幅提升，盈利能力保持较好水平，期间费用对利润侵蚀较大。

4. 现金流及保障

2016年，公司营运资金变动前之经营溢利上升至17.16亿元。公司经营业务所产生的现金为16.69亿元，同比增长101.57%，系受益于应收账款及其他应收款项的下降。2016年，公司经营活动产生之现金净额为14.65亿元，同比增长144.17%。

2016年公司投资活动现金流量净额为-25.00亿元，主要用于收购附属公司（13.28亿元），即支付2015年收购天江药业的对价尾款、2016年收购华颐药业、吉林百琦、上海同济堂、同济堂中药饮片之对价，和存放定期存款（10.50亿元）。

随着资金需求的增加，公司利用多种渠道进行融资，包括向银行借款、发行新股和发行债券。2016年，公司融资活动所产生现金净额业务所得之现金净额为11.28亿元，其中发行中期票据25亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营性现金流入大幅增长，对外投资规模较大，存在一定资金需求。

5. 偿债能力

短期偿债能力方面，2014～2016年，公司流动比率和速动比率持续提高，截至2016年底，公司流动比率与速动比率分别为230.13%和176.12%。近三年经营现金流动负债比分别为8.45%、13.12%和41.77%，总体看，公司短期偿债能力较强。

长期偿债能力方面，2014～2016年，随着年度溢利的不断上涨，公司EBITDA也随之上升，分别为14.08亿元、17.64亿元和17.12亿元。同期，公司EBITDA利息倍数分别为22.32倍、25.02倍和23.31倍，全部债务/EBITDA分别为0.84倍、1.39倍和2.28倍。公司长期偿债能力较强。

截至2016年底，公司在境内共获得各银行授信额度折合19.16亿元，已使用额度3.60亿元，未使用额度15.56亿元；境外共获得各家银行授信额度12.00港币亿元，已使用12.00亿元港币。

[1] 期间费用=销售及分销成本+行政支出+财务费用，2016年行政支出中包含研发支出1.87亿元。

此外，公司为香港上市企业，具备直接融资渠道。

截至2016年底，公司不存在对外担保情况。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的说明文件，公司维持良好信用记录，无违约记录及不良贷款。

7. 抗风险能力

作为国药集团中医药运营平台，公司在发展过程中得到股东大力支持，公司拥有多个知名品牌，具备一定品牌优势，近年来保持较快发展，整体抗风险能力很强。

十一、存续期内债券偿还能力

目前公司存续期内中期票据为“16 中药控股 MTN001”，发行额度为 25 亿元。

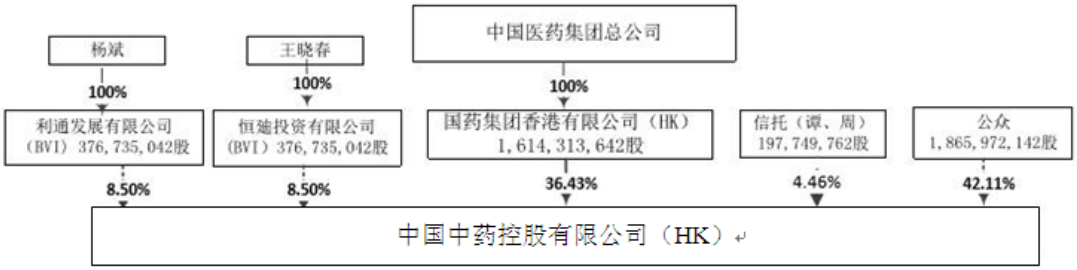
截至2016年底，公司现金类资产（剔除受限制货币资金）34.21亿元，为中期票据发行额度的1.37倍。公司现金类资产对中期票据的的覆盖程度较好。

2016年，公司现金类资产对中期票据的保障倍数为1.37倍。公司现金类资产对存续期内中期票据的保障能力较强。

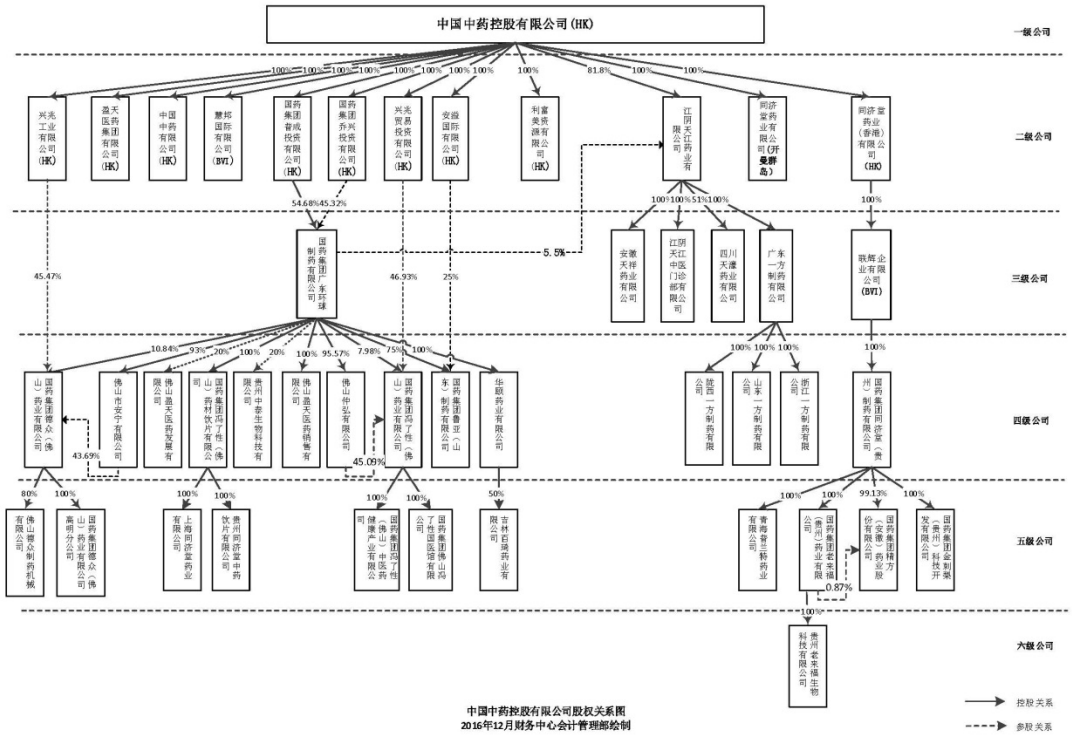
十二、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AAA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16 中药控股 MTN001”AAA 的信用等级。

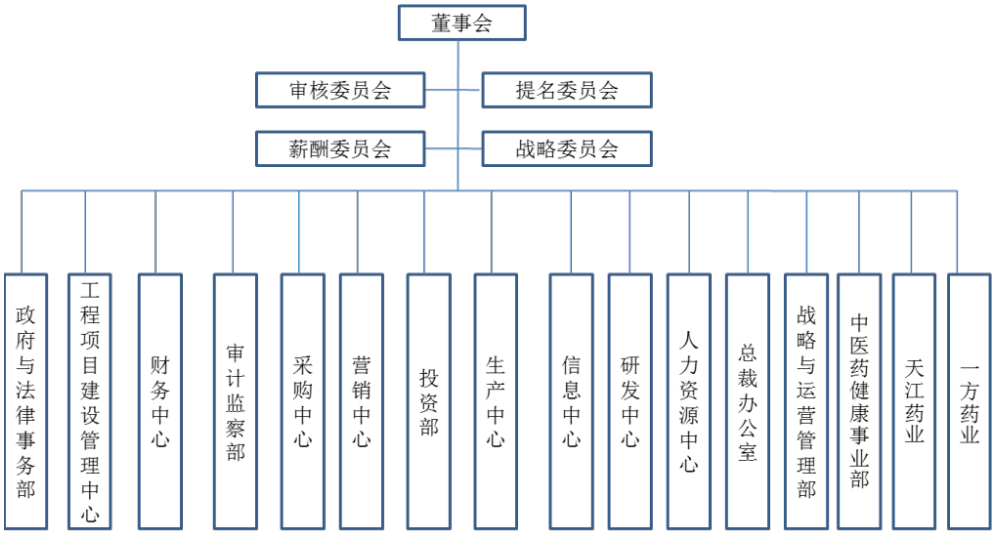
附件 1-1　截至 2016 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2016 年底公司各级子公司结构图



附件 1-3　截至 2016 年底公司组织机构图



附件2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	6.97	21.38	34.23
资产总额(亿元)	155.99	179.09	210.37
权益总额(亿元)	30.58	114.95	127.56
短期债务(亿元)	5.15	16.00	10.01
长期债务(亿元)	6.71	8.50	29.09
全部债务(亿元)	11.86	24.50	39.10
营业额(亿元)	57.50	63.21	65.33
所得税前之溢利(亿元)	10.48	13.81	13.04
EBITDA(亿元)	14.08	17.64	17.12
经营活动使用之现金净额(亿元)	9.18	6.00	14.65
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.57	3.01	2.28
存货周转次数(次)	2.45	2.32	1.75
总资产周转次数(次)	0.38	0.38	0.33
毛利率(%)	54.35	57.51	54.35
总资本收益率(%)	22.33	8.85	6.96
净资产收益率(%)	28.93	10.13	8.52
长期债务资本化比率(%)	17.99	6.89	18.57
全部债务资本化比率(%)	27.95	17.57	23.46
资产负债率(%)	80.40	35.82	39.36
流动比率(%)	42.40	152.05	230.13
速动比率(%)	32.45	125.05	176.12
经营现金流动负债比(%)	8.45	13.12	41.77
EBITDA 利息倍数(倍)	22.32	25.02	23.31
全部债务/EBITDA(倍)	0.84	1.39	2.28

注：2014~2015 年财务数据为假设公司于 2013 年 1 月 1 日完成收购同济堂集团及江阴天江集团之事项并将其纳入合并范围，并依照香港财务报告准则编制。

附件 3　主要财务指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
增长指标	
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	
营业额年复合增长率	
所得税前之溢利年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业额/应收账款及其他应收款平均值
存货周转次数	销售成本/存货平均值
总资产周转次数	营业额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	（本年度溢利+费用化利息支出）/（权益总额+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	本年度溢利/权益总额×100%
毛利率	毛利/营业额×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+权益总额）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+权益总额）×100%
担保比率	担保余额/权益总额×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-物业存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动产生的现金净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注：公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制

现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+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其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	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	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	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	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在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　评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

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。