

# 四川科伦药业股份有限公司 2018 年面向合格投资者公 开发行公司债券（第二期）、2019 年面向合格投资者公 开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2020）

---

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：程方誉 fycheng@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 22 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪1144 号

## 四川科伦药业股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，将评级展望由正面调整为稳定；  
维持“18 科伦 02”和“19 科伦 01”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十二日

**评级观点：**中诚信国际维持四川科伦药业股份有限公司（以下简称“科伦药业”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，将评级展望由正面调整为稳定；维持“18科伦02”和“19科伦01”的债项信用等级为 **AA+**。本次评级展望调整为稳定主要基于2019年公司市场费用及研发投入增加导致期间费用上升，净利润有所下降，另外新冠疫情等因素亦对公司盈利能力产生一定影响，但整体经营情况趋于稳定，后续仍保持一定规模的研发投入亦对其未来业绩增长奠定良好基础。中诚信国际也肯定了公司大输液行业龙头地位稳固，研发实力较强，创、仿产品储备丰富，2019年收入规模持续增长，非输液制剂业务发展势头良好以及融资渠道较为通畅等因素令其保持了较强的信用实力；同时，中诚信国际也关注到偿债指标有所弱化，债务结构有待优化，面临一定短期偿债压力等因素对其经营及整体信用状况的影响。

### 概况数据

科伦药业（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	279.88	293.61	314.85	325.76
所有者权益合计（亿元）	119.82	129.64	139.06	138.27
总负债（亿元）	160.06	163.97	175.79	187.49
总债务（亿元）	113.96	111.27	117.85	135.66
营业总收入（亿元）	114.35	163.52	176.36	35.38
净利润（亿元）	8.11	12.67	10.22	0.31
EBIT（亿元）	16.77	19.47	18.41	--
EBITDA（亿元）	24.83	29.36	29.16	--
经营活动净现金流（亿元）	11.03	29.54	22.17	-1.50
营业毛利率(%)	51.31	59.56	60.18	50.98
总资产收益率(%)	6.53	6.79	6.05	--
资产负债率(%)	57.19	55.85	55.83	57.56
总资本化比率(%)	48.75	46.19	45.87	49.52
总债务/EBITDA(X)	4.59	3.79	4.04	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.58	4.66	4.99	--

注：中诚信国际根据2017-2019年审计报告及2020年一季度未经审计的财务报表整理。

### 正面

■ **大输液行业龙头地位稳固。**2019年以来，公司大输液产品产销量保持国内第一，生产基地遍布全国14个省份，较好地覆盖了东北、华东、华中、华南和西南地区等销售市场，市场占有率持续提升，国内大输液行业龙头地位稳固。

■ **研发实力较强，创、仿产品储备丰富。**2019年以来，公司继续围绕抗肿瘤、抗感染、肝病、中枢神经类和肠外营养液等领域开展药物研发，截至2020年4月15日，已启动了482项药物研究，其中364项仿制药（含一致性评价品种）、22项改良创新药、49项创新小分子药物与47项生物技术药物，研发实力较强，在研产品储备丰富。

### 同行业比较

2019年部分医药制造企业主要指标对比表（亿元、%）					
公司名称	营业总收入	净利润	总资产	所有者权益	资产负债率
石四药集团	46.36（亿港元）	11.37（亿港元）	77.24（亿港元）	51.87（亿港元）	32.85
华润双鹤	93.81	10.66	112.77	86.77	23.06
辰欣药业	41.13	5.15	55.34	45.74	17.35
科伦药业	176.36	10.22	314.85	139.06	55.83

注：“石四药集团”为“石四药集团有限公司”简称；“华润双鹤”为“华润双鹤药业股份有限公司”简称；“辰欣药业”为“辰欣药业股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
18科伦02	AA+	AA+	10.00	10.00	2018/10/25~2023/10/25（2+2+1）
19科伦01	AA+	AA+	8.50	8.50	2019/04/23~2024/04/23（2+2+1）

### ■ 2019年收入规模持续增长，非输液制剂业务发展势头良好。

2019年，公司实现营业总收入176.36亿元，同比增长7.86%，其中受益于新品上市及加大市场投入，非输液制剂业务收入同比增长28.73%。近年来，公司已实现41项仿制药连续获批上市，16个品种通过一致性评价，为其业绩增长奠定良好基础。

■ **融资渠道较为畅通。**公司为A股上市公司，股权及债权融资渠道畅通，2020年3月末公司未使用授信额度为42.21亿元，备用流动性充足。

### 关注

■ **期间费用持续增长，净利润同比有所下降。**受市场推广力度加强及研发投入增加的影响，公司期间费用持续增长，对利润形成侵蚀，2019年净利润同比有所下降。2020年一季度，受疫情等因素影响，盈利能力下滑。

■ **偿债指标有所弱化，面临一定短期偿债压力。**2019年以来，公司盈利和获现能力略有下滑，相关偿债指标有所弱化；同时债务规模持续增长且公开债务于2020年集中到期，当年待偿还公开债务规模为48.87亿元（含回售选择权），此外，2020年3月末公司短期债务为100.32亿元，债务结构有待优化，面临一定短期偿债压力。

### 评级展望

中诚信国际认为，四川科伦药业股份有限公司信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量、偿债能力显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**原材料价格超预期上行、产品价格超预期下行、超预期停产、建设项目和研发效益不及预期令净利润出现大幅亏损，财务杠杆大幅攀升，流动性恶化或其他导致信用水平显著下降的因素。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

本次跟踪债项募集资金用途均为偿还有息债务及补充流动资金，募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致，且已全部使用。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全

球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球

主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

**医药行业运行态势整体良好，近年来各项医改政策及实施细则密集出台，有利于提升行业规范化程度，并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境**

随着经济增长和人口老龄化的加快，我国医药行业持续发展，根据国家统计局的数据显示，2019 年前三季度医药工业整体经济平稳运行，全国医药工业企业实现营业收入 19,734.7 亿元，同比增长

8.4%；实现利润总额 2,628.1 亿元，同比增长 10.8%。

**表 1：2019 年前三季度全国医药工业收入构成情况**  
(亿元、%)

行业名称	营业收入	同比增长	利润总额	同比增长
化学药品原料药制造	2,768.7	5.5	325.1	8.7
化学药品制剂制造	6,918.7	11.8	950.4	14.4
中药饮片加工	1,419.0	-1.8	122.1	-20.3
中成药生产	3,377.1	7.9	431.4	4.7
生物药品制造	1,835.1	10.3	376.1	20.8
卫生材料及医药用品制造	1,309.7	8.9	135.9	16.4
制药专用设备制造	118.1	10.2	2.4	205.6
医疗仪器设备及器械制造	1,988.3	7.6	284.9	14.8
<b>合计</b>	<b>19,734.7</b>	<b>8.4</b>	<b>2,628.1</b>	<b>10.8</b>

注：因采用四舍五入的取数原则，合计数可能存在尾差。

资料来源：公开数据整理

2019 年以来随着“4+7”扩面、新版医保目录、重点药品监控、新版药品管理法以及药品优先审评审批政策等一系列重磅政策法规的发布，通过医保、医药和医疗的联动，医药行业改革进一步推进与深化。2019 年新医保目录调整及药品集采落地和扩面等，使得药品费用显著降低；同时，一致性评价范围扩大等政策，有助于整体提升仿制药品质量，加速原研药替代。预计未来行业将向鼓励研发创新并向治疗性品种倾斜的方向发展。随着医药行业调控力度的不断加强，行业规范化程度或将进一步提高，为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。

**表 2：2019 年以来医改重要政策一览**

发布时间	部门	政策名称	政策概述	对行业影响
2019年1月	国务院	《关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	进行带量采购，量价挂钩，以量换价，形成药品集中采购价格。通过招标、议价、谈判等不同形式确定集中采购品种。	药价明显降低，降低企业交易成本，引导医疗机构规范用药，探索完善药品集中采购机制和以市场为主导的药品形成机制。
2019年7月	国家卫健委	《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》	制定省级和各医疗机构目录；加强目录外药品的处方管理。	辅助用药将受到极大限制，目录内药品将被严格管理。
2019年9月	国家医保局	《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》	在全国范围内推广国家组织药品集中采购和使用试点集中带量采购模式。	使全国符合条件的医疗机构能够提供质优价廉的试点药品，进一步降低群众用药负担。
2019年10月	国家卫健委等	《第一批鼓励仿制药品目录》	纳入目录的品种有33个，包括多种抗癌药、帕金森药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等，属于国内专利到期和即将到期、尚没有提出注册申请，或临床供应短缺（竞争不充分）以及企业主动申报的药品。	有利于促进仿制药研发，提高药品供应保障能力。
2019年10月	国家药监局	《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》	对参比制剂、处方工艺技术、原辅料质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、	有助于提升注射剂仿制药的质量水平，促进产业升级和结构调整。

		求意见稿》	无开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求。	
2019年11月	国家发改委	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	在医药领域，鼓励类目8项，包括儿童药、短缺药的生产和生产，重大疾病防治疫苗、抗体药物、基因治疗药物、细胞治疗药物、重组蛋白质药物、核酸药物、数字化医学影像设备、人工智能辅助医疗设备、高端放射治疗设备等；限制类目6项，包括新建紫杉醇(配套红豆杉种植除外)、植物提取法黄连素(配套黄连种植除外)生产装置等。淘汰类目13项，包括铅锡软管、单层聚乙烯软管(肛肠、腔道给药除外)等。	推动制造业高质量发展，引导产业升级转型。
2019年11月	国家医保局、人力资源社会保障部	《关于将2019年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》	2019年《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》共收录药品2,709个，与2017年版相比，调入药品218个，调出药品154个，净增64个。	医保目录药品结构明显优化，保障能力显著提升；药品费用显著降低；突出鼓励创新的导向。
2019年12月	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《全国药品集中采购文件》	第二批国家组织药品集中采购和使用工作正式启动，此次参与带量采购的共有33个药品品种，50个品种，将于2020年1月17日在上海开标。	今年9月起，中标药品从11个试点城市向全国扩容，25个中标药品在原来的降价基础上平均再降25%。

资料来源：公开资料整理

**疫情期间，随着疫情防控和治疗的持续进行，相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求增加；同时，国家和金融机构出台的一系列政策和措施为医药企业提供了良好的行业发展和融资环境**

2020年初新型冠状病毒疫情的爆发直接带动医药和医疗用品相关产业的需求与生产。疫情具有短期冲击大的特点，预计其对我国医药工业和医药流通行业2020年第一季度的销售规模数据影响较大，后期随着疫情控制对医药行业的影响减弱。随着疫情防控和治疗的持续进行，相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求量亦随之增加，医药和医疗用品相关行业已提前复工保证生产。针对国内医疗物资需求大且紧缺，我国不断加大医疗物资全球采购；同时，叠加消费者恐慌性抢购推升零售及网上药店的相关防控物资的消费量，受上述因素影响，预计疫情相关产品的医药工业和医药流通市场规模或将增长，不过疫情期间，交通运输受阻、医院普通门诊量和住院人数下降等因素，对医药工业和医药流通市场形成一定冲击。

自疫情爆发以来，国家和金融机构紧急出台了一系列政策和措施：为新型冠状病毒疫情防治工作、患者救治工作以及相关经费问题提供了良好的保障；针对加快医疗器械审批速度，国家药监局发布了《关于印发医疗器械应急审批程序的通知》，有利于医疗器械产品快速上市抗击疫情；各金融机构

信贷政策亦向医药企业倾斜，积极支持医药企业开发、生产和销售疫情防控所需品，对抗击疫情的相关医药企业开辟绿色通道、加大信贷支持、降低融资成本以及提供保险保障等。

**2019年以来，公司继续保持了国内大输液龙头企业地位，输液产品销售规模持续增长，国际业务快速发展；随着新增产能的陆续释放及新获批产品的逐步上市，市场占有率有望进一步提升；2020年一季度，疫情对公司输液产品的销售形成冲击**

科伦药业是我国大输液行业中品种最为齐全、包装形式最为完备的医药制造企业之一，已经形成了从上游的原料合成、中游的生产研发至下游覆盖全国范围的销售及服务网络的业务链，截至2019年末，拥有127个品种共297种规格的输液产品。2019年以来，公司继续优化产品结构，提升可立袋等软塑产品销售占比，重点推进密闭式安全输液产品进入基层医疗机构，促进新批重点品种加快准入和市场覆盖，并加大对终端客户的开发力度，2019年销售各类输液产品45.17亿瓶/袋，实现收入104.60亿元，分别同比增长0.44%和5.86%，市场占有率持续提升，保持了在输液领域的绝对领先地位。此外，公司肠外营养输液产品新生产线于2019年末投产，新增产能释放有助于公司未来市场占有率的进一步提升。**中诚信国际关注到**，在输液市场总容量缩减及行业呈现寡头竞争的背景下，公司大输液产品

销量保持增长，但未来销量实现大幅增长的难度明显加大。

产业布局方面，截至 2020 年 3 月末，公司在四川、云南、辽宁、浙江、湖南等 14 个省份建立了输液生产基地，较好地覆盖了东北、华东、华中、华南和西南地区等销售市场，基本形成了全国性产业布局，较好地满足了输液产品的市场需求特点，有效消除了销售运输半径的制约。国际市场方面，公司不断推动国际化战略实施，2019 年科伦 KAZ 药业有限责任公司新增 1,000 万瓶/年大输液产能，同时加大对俄罗斯和中亚地区的市场开拓力度，其中在俄罗斯地区有 2 个产品新获批、7 个产品申请注册，为未来进一步市场开拓奠定基础。2019 年，公司实现海外销售收入 12.41 亿元，同比增长 70.15%，国际业务快速发展。

中诚信国际关注到，受疫情影响，非疫情相关产品医院门诊用量大幅下降，对公司输液产品销售形成冲击，2020 年一季度，公司输液板块收入同比大幅下降，随着疫情的好转，输液产品销售逐步恢复，需关注疫情对全年输液产品销量及盈利情况的影响。

表 3：近年来公司主营业务收入区域分布情况（亿元）

地区	2017	2018	2019	2020.1~3
西南	36.29	47.13	49.30	10.46
华东	20.29	30.86	33.02	7.22
华中	19.60	27.32	29.15	5.17
华北	19.98	30.49	28.98	5.63
东北	7.07	9.60	11.14	1.96
西北	6.76	8.54	8.96	1.67
出口	3.31	7.29	12.41	2.48
合计	113.31	161.23	172.96	34.59

注：因采用四舍五入的取数原则，合计数可能存在尾差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 受益于制剂新品的陆续上市以及市场投入加大等，2019 年公司非大输液板块收入同比增长，非大输液制剂业务发展势头良好，但受市场竞争降价等影响，原料药中间体业务净利润大幅下滑

公司非输液板块主要从事抗生素中间体及原料药、制剂和医药包材等的研发、生产和销售。截

至 2019 年末，公司非输液业务共有 399 个品种 642 种规格的其它剂型医药产品、52 个品种共 54 种规格的原料药、10 个品种的抗生素中间体和 4 个品种共 7 个规格的医疗器械。受益于制剂新品的陆续上市以及市场投入加大等，2019 年公司非输液板块收入同比增长，在整体收入和利润结构上占有重要地位。

原料药中间体方面，公司中间体业务主要由子公司伊犁川宁生物技术有限公司（以下简称“伊犁川宁”）运营，主要产品为硫氰酸红霉素、头孢和青霉素等。2019 年，伊犁川宁产能充分释放，但为优化市场竞争格局，战略性降低产品价格，导致其主营业务收入和净利润分别同比下降 8.64% 和 89.08% 至 28.77 亿元和 0.65 亿元。2020 年一季度，受益于产品价格回升及销量增加，伊犁川宁收入同比增长 30.44% 至 10.56 亿元，但因价格尚未回升至去年同期平均水平，净利润仍同比下降 80.67% 至 0.22 亿元。中诚信国际认为，随着行业产能出清，上述产品的价格有望逐步恢复，伊犁川宁的盈利亦将改善，但未来产品价格的变化及其对盈利稳定性的影响需持续关注。

公司原料药业务主要由下属四川科伦药业股份有限公司邛崃分公司（以下简称“邛崃分公司”）、四川新迪医药化工有限公司（以下简称“新迪医化”）和广西科伦制药有限公司（以下简称“广西科伦”）负责运营，其中邛崃分公司和广西科伦部分产品与川宁二期对接。2019 年以来，公司持续优化产品工艺以降低成本减少亏损，提高设备利用率和生产饱和度，扩大销售渠道及开发吸收新品种，但目前收入规模较小，盈利能力较弱。

非输液制剂方面，得益于新品上市及公司加大市场投入，2019 年非输液制剂板块实现收入 36.78 亿元，同比增长 28.73%，收入规模提升。重点产品方面，公司不断推进终端市场销售，2019 年拥有塑料水针、康复新、青霉素粉针、血液置换液、腹膜透析液等多个收入过亿的非输液制剂产品。此外，2019 年以来公司共有 16 个品种（包含输液产品等）



获批上市，公司积极开展科瑞舒等新品种的销售覆盖工作，当年主要新药实现收入 16.13 亿元，同比增长 106.90%，新品销售情况较好。受益于中标全国集采，2019 年草酸艾司西酞普兰片在 8 个省份中标，销量增长带动该品种实现销售收入 3.29 亿元，同比增长 58.28%；2020 年 1 月公司盐酸克林霉素胶囊等 5 个产品中标第二批全国集采，将进一步提升非输液制剂的收入水平。此外，公司推进 OTC 布局，2019 年实现了鱼腥草合剂、阿莫西林、福多司坦的 OTC 市场销售。

**表 4：2019 年以来公司获批上市的产品**

产品名称	用途	获批时间
氢溴酸西酞普兰胶囊	抗抑郁	2019.01.16
碳酸氢钠林格注射液	体液平衡	2019.05.29
肝素钠封管注射液	抗凝血	2019.11.04
阿哌沙班片	抗凝血	2019.11.04
羟乙基淀粉 130/0.4 电解质注射液	胶体类血容量扩充剂	2019.12.26
吉非替尼片	抗肿瘤	2019.12.06
唑来膦酸注射液(4mg/100ml)	骨肿瘤	2020.01.14
福多司坦片	祛痰	2019.05.27
阿昔洛韦片	抗感染	2019.02.26
氟康唑片	抗感染	2019.02.26
头孢氨苄胶囊	抗感染	2019.04.01
注射用头孢硫脒	抗感染	2020.04.14
盐酸莫西沙星氯化钠注射液	抗感染	2019.04.25
阿莫西林颗粒	抗感染	2019.12.07
奥硝唑片	抗感染	2020.01.09
盐酸普罗非班氯化钠注射液	心血管用药 (ACS)	2020.01.21

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

此外，中诚信国际关注到，国家相继出台以降价为主要导向的集中招标、药品零加价及差别定价等药品价格管理制度和药品流通环节价格管理的暂行办法以及环保政策，药品降价成为趋势。中诚信国际将对公司产品价格变动等对其盈利能力和行业政策对公司未来发展的影响保持持续关注。

### 研究实力较强，创、仿在研产品储备丰富，2019 年以来，公司继续加大研发投入，多项产品获批上市

目前，公司拥有国家级企业技术中心等五大国家级创新平台，同时，配置齐全和经验丰富的专业研发团队亦为技术创新和产品开发提供了较强的实力支撑。2019 年公司研发投入为 13.51 亿元，同

比增长 21.24%，占营业总收入的 7.66%，研发投入较高。截至 2020 年 4 月 15 日，公司启动了面向国内外市场的 482 项药物研究，其中，364 项仿制药（含一致性评价品种）、22 项改良创新药、49 项创新小分子药物与 47 项生物技术药物，在研产品储备丰富。

**表 5：2019 年以来公司主要在研产品情况**

产品名称	注册分类	功能主治/适应症	目前研发进展
KL070002 胶囊	化药 1 类	肿瘤	临床 I 期
JAK 抑制剂 KL130008 胶囊	化药 1 类	类风湿	临床 I 期
KL280006 注射液	化药 1 类	镇痛	临床 I 期
KL060332 胶囊	化药 1 类	乙肝	临床 I 期
KL100137 脂肪乳注射液	化药 1 类	麻醉	获批临床
重组抗表皮生长因子受体(EGFR)人鼠嵌合单克隆抗体注射液	生物制品 2 类	结直肠癌	临床 III 期
注射用重组人血小板生成素拟肽-Fc 融合蛋白	生物制品 7 类	血小板减少症	启动临床研究
注射用 A166	生物制品 1 类	乳腺癌、胃癌	临床 I 期 (中/美)
KL-A167 注射液	生物制品 1 类	肿瘤免疫	临床 II 期
重组抗 VEGFR2 全人源单克隆抗体注射液	生物制品 2 类	胃癌	临床 I 期
SKB264	生物制品 1 类	肿瘤	启动临床研究
KL-A293 注射液	生物制品 1 类	肿瘤	获批临床

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

仿制药方面，2019 年以来公司继续围绕抗肿瘤、抗感染、中枢神经类和肠外营养液等高端仿制药领域展开布局。2019~2020 年 4 月 15 日期间共有 44 项药物申报生产，16 项药物获批上市；截至期末，共有 41 项仿制药物获批上市，并首次进入肿瘤、心脑血管 2 个重大疾病领域，其中 16 项通过仿制药一致性评价；16 个品种进入临床阶段。

创新药方面，2019 年以来公司在研品种继续集中于肿瘤、肝病和感染等领域，其中 KL060332 胶囊（化学药品 I 类）、注射用 SKB264（生物制品 I 类）和 KL-A293 注射液（生物制品 I 类）已获批临床，SKB264 获 FDA 批准并启动美国临床 I 期研究，研发进展较为顺利。

中诚信国际认为，持续较大的研发投入使公司

形成了较强的研究实力，储备了丰富的在研产品，近几年来新产品的不断上市为非输液制剂的发展奠定了良好的基础，但新药在市场开拓及盈利情况等方面需加以关注。

### 未来公司继续实施“三发驱动，创新增长”的发展战略，主要在建工程接近尾声，未来投资支出较小

公司将继续实施“三发驱动，创新增长”的发展战略，通过持续的产业升级和产品结构调整，保持在输液领域的绝对领先地位；通过对优质资源的创新性开发利用，构建从中间体、原料药到制剂的抗生素全产业链竞争优势；通过研发体系的建设和多元化的技术创新，积累稳定发展的驱动力量。

截至 2020 年 3 月末，公司在建项目计划投资 6.50 亿元，已完成投资 4.78 亿元，未来投资支出较小。

表 6：截至 2020 年 3 月末主要在建项目进展情况（亿元）

项目名称	计划投入	已投入
川宁生物环保补强及公用系统填平补齐/改造升级项目	2.38	1.89
川宁生物热电系统填平补齐及改造升级项目	0.83	0.52
喷雾干燥车间菌渣低温干燥项目	0.82	0.51
青山大容量注射剂生产线(1901)	0.60	0.40
川宁生物 GCLE 提取车间新增膜系统项目	0.50	0.22
邛崃高活性原料药车间	0.48	0.45
岳阳新建 A291 生产线	0.39	0.32
湖北小容量注射剂车间 C 线增加产能改造工程	0.30	0.28
江西异地改扩建新厂二期项目	0.20	0.19
<b>合计</b>	<b>6.50</b>	<b>4.78</b>

资料来源：公司提供

## 财务分析

以下分析基于经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年财务报告和未经审计的 2020 年一季度财务报表，各期财务数据均为审计报告期末数。中诚信国际在分析时将公司计入“其他流动负债”中的短期融资券、超短期融资券调至短期债务。

受益于新药陆续上市、输液产品结构调整以及市场投入加大等，2019 年公司营业总收入同比增长，毛

### 利率亦有所提升，但费用侵蚀导致净利润有所下降；2020 年一季度，疫情等影响令其盈利水平下滑

受益于新药陆续上市、输液产品结构调整以及市场投入加大等，2019 年公司营业总收入同比增长 7.86%，毛利率亦有所提升，但增幅趋缓。具体来看，公司大输液产品市场占有率不断提升，当年收入实现增长，但由于成本上升，毛利率略有下滑；受益于非输液新药及重点高毛利品种实现迅速放量，2019 年非大输液产品收入和毛利率均实现增长。但中诚信国际关注到，受新冠疫情等影响，2020 年一季度公司收入和毛利率同比明显下滑。

表 7：公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1~3
大输液产品	75.79	98.80	104.60	18.08
非大输液产品	37.52	62.42	68.36	16.52
其他	1.04	2.30	3.40	0.78
<b>营业总收入</b>	<b>114.35</b>	<b>163.52</b>	<b>176.36</b>	<b>35.38</b>
	2017	2018	2019	2020.1~3
大输液产品	63.70	71.18	70.83	68.07
非大输液产品	27.61	42.68	46.06	34.07
<b>营业毛利率</b>	<b>51.31</b>	<b>59.56</b>	<b>60.18</b>	<b>50.98</b>

资料来源：公司提供

受业务拓展以及销售力度加大等影响，2019 年公司销售费用同比增长 9.40%，生产规模扩大、研发投入大幅增加及技术改造令管理费用同比增长 30.39%，期间费用率上升，费用控制能力有待改善。受费用侵蚀影响，2019 年公司经营性业务利润略有下滑，利润总额和净利润亦随之减少。2020 年一季度，受疫情以及伊犁川宁产品价格等影响，经营性业务利润和利润总额均同比下滑。盈利指标方面，2019 年公司 EBIT 和 EBITDA 同比下降，相关盈利指标有所弱化。2020 年 4 月 28 日，公司披露公告称，2020 年 1~6 月业绩预减，归属净利润约 0 元~3.64 亿元，同比下降 50%~100%。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	30.74	59.87	65.50	10.07
管理费用	14.50	17.16	22.37	5.95
期间费用合计	50.77	83.34	93.60	18.00
期间费用率	44.40	50.97	53.07	50.90
经营性业务利润	6.97	13.34	12.38	0.26

资产减值损失合计	3.06	1.13	1.31	0.12
投资收益	7.88	1.47	1.74	0.36
营业外损失	0.16	0.23	0.21	0.15
利润总额	11.41	13.33	12.56	0.32
净利润	8.11	12.67	10.22	0.31
EBIT	16.77	19.47	18.41	--
EBITDA	24.83	29.36	29.16	--
EBITDA 利润率	21.71	17.96	16.54	--
总资产收益率	6.53	6.79	6.05	--

注：营业外损益为“营业外收入”和“营业外支出”的合计；资产减值损失合计包含“信用减值损失”和“资产减值损失”；“管理费用”包含“研发费用”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2019 年以来公司总资产、总负债同步增长，财务杠杆水平上升，以短期为主的债务结构有待调整

2019 年以来公司总资产保持增长态势，2020 年 3 月末以固定资产和长期股权投资为主的非流动资产占比 53.41%，资产结构整体较为均衡。2019 年以来，公司长期股权投资不断增长，主要系对石四药集团有限公司等其他联营、合营企业追加投资等所致；固定资产规模整体较为稳定。此外，公司应收账款规模一直处于较高水平，2019 年末同比增长，主要是经营规模扩大以及下游回款速度放缓所致，当年计提坏账 0.67 亿元，截至 2020 年 3 月末账龄在一年以内的应收账款占比约为 91.94%；受业务特性影响，存货规模亦较大，由于伊犁川宁产能释放，农副产品收储增加，2019 年以来存货持续增长，**中诚信国际认为**，公司应收账款和存货对资金形成一定占用，资金周转效率需持续关注。货币资金主要为银行存款，2020 年公司发行疫情防控债并取得防控专项贷款，3 月末货币资金增幅较大，公司受限资金规模较小，2019 年末为 0.56 亿元。

公司有息债务是总负债的主要构成，随着工程建设、新药研发以及对外投资等方面的资金需求增加，2019 年以来总债务规模呈上升态势，其中以短期债务为主，截至 2020 年 3 月末，短期债务/总债务为 73.95%，债务结构有待优化。此外，受“两票制”及产品结构调整等影响，计入其他应付款的应

付市场开发和维护费增加亦推升公司总负债规模。

2019 年末，公司所有者权益同比增长 7.27%，主要系利润积累以及少数股东权益增加所致，当年现金分红 6.03 亿元。2019 年公司转让全资子公司伊犁川宁 11.51% 的股权，交易对价 5.12 亿元，年末少数股东权益大幅增加；2020 年 2 月，雅安市国有资产经营有限责任公司（以下简称“雅安国资”）通过司法裁定划转方式取得潘慧和魏兵合计持有的公司 72,792,422 股股份（已办理完过户登记手续）<sup>1</sup>，占公司总股本的 5.06%，同时受其他部分少数股东退出影响，3 月末少数股东权益略有下降，导致同期末所有者权益同步下降。受负债及债务规模大幅增长影响，2020 年 3 月末公司资产负债率和总资本化比率有所上升。

表 9：公司主要资产、负债和资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	12.31	18.26	22.53	31.04
应收账款	48.62	56.79	64.81	64.55
存货	25.00	29.73	33.86	34.01
固定资产	110.65	112.60	113.40	112.10
长期股权投资	21.38	23.06	27.62	28.45
总资产	279.88	293.61	314.85	325.76
总负债	160.06	163.97	175.79	187.49
短期债务	79.00	56.77	96.39	100.32
总债务	113.96	111.27	117.85	135.66
未分配利润	62.83	71.22	76.19	76.41
少数股东权益	1.79	2.01	7.18	6.98
所有者权益合计	119.82	129.64	139.06	138.27
资产负债率	57.19	55.85	55.83	57.56
总资本化比率	48.75	46.19	45.87	49.52

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2019 年以来公司盈利及获现能力减弱，部分偿债指标有所弱化，面临一定短期偿债压力

2019 年，受储备原材料增加等影响，公司经营活动净现金流同比下降 24.95%；2020 年一季度，营业收入下降，储备材料款增加令经营活动净现金流由正转负。同期投资活动现金流保持净流出态势，流出规模增加主要为对联营、合营企业的投资；

<sup>1</sup> 雅安国资通过司法执行裁定从潘慧女士处取得公司股份 8,316 万股，占公司总股本的 5.78%，其中，62,710,948 股（占公司总股本的 4.36%）已于 2020 年 2 月在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理完成过户登记手续，其余 20,449,052 股（占公司总股本的 1.42%）于 2020 年 5 月办理完成过户登记手续。雅安国资通

过司法执行裁定自魏兵处取得公司股份 10,081,474 股（占公司总股本的 0.70%）且已于 2020 年 2 月在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理完成过户登记手续。截至 2020 年 3 月末，完成过户股份合计 72,792,422 股（占公司总股本 5.06%）。

由于买卖理财产品现金净流入减少，2020年一季度投资活动现金净流出规模同比增大，目前公司无重大在建拟建项目，未来固定资产投资支出或将处于较低水平。筹资活动现金流方面，2019年受益于较强的经营获现能力，公司筹资活动现金流仍呈净流出状态，2020年一季度疫情防控融资增加令筹资活动净现金流由负转正。偿债指标方面，2019年以来盈利能力和经营获现能力的下降使得部分偿债指标有所弱化，同时考虑到多期债券将于今年到期或进入回售期，公司或将面临一定短期偿债压力。

**表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、%）**

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	11.03	29.54	22.17	-1.50
投资活动净现金流	-22.79	-9.59	-13.59	-5.94
筹资活动净现金流	12.11	-13.82	-4.68	16.08
EBITDA 利息保障倍数	4.58	4.66	4.99	--
经营活动净现金流/利息支出	2.03	4.69	3.79	--
总债务/EBITDA	4.59	3.79	4.04	--
经营活动净现金流/总债务	0.10	0.27	0.19	-0.04*
货币资金/短期债务	0.16	0.32	0.23	0.31

注：带“\*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司公开债务于 2020 年集中到期，但畅通的股权融资渠道和稳定的银行授信能为整体偿债能力提供支持

截至 2020 年 3 月末，公司共获得授信额度 87.08 亿元，其中尚未使用授信额度为 42.21 亿元，备用流动性较为充裕。公司为 A 股上市公司，股权融资渠道较畅通。

截至 2019 年末，公司受限资产账面价值为 11.50 亿元，主要为固定资产、无形资产、应收票据和货币资金，账面价值分别为 9.67 亿元、0.96 亿元、0.31 亿元和 0.56 亿元，上述资产合计占期末总资产的比重为 3.65%，受限规模较小。同期末，公司无对外担保（不含对合并范围内的子公司担保）和重大未决诉讼。

截至 2020 年 5 月 27 日，公司实际控制人刘革新持有公司 26.33% 的股份，其中 54.78% 被质押，占公司总股份的 14.42%。

从存续债到期分布来看，2020 年为公司偿债高峰，若 18 科伦 02 于回售到期日回售，2020 年待偿还金额为 48.87 亿元，短期内偿债规模较大，面临一定偿债压力。

**表 11：截至报告出具日公司公开债务情况（亿元）**

债券简称	起息日	到期日/ 回售日	存续 金额
17 科伦 02	2017/07/19	2020/07/19	5.87
17 科伦 MTN001	2017/08/31	2020/08/31	14.00
18 科伦 02	2018/10/25	2020/10/25	10.00
17 科伦 MTN002	2017/10/30	2020/10/30	5.00
20 科伦（疫情防控债）SCP001	2020/02/06	2020/11/02	8.00
20 科伦 SCP002	2020/05/13	2020/11/05	6.00
18 科伦 MTN001	2018/01/26	2021/01/26	5.00
19 科伦 01	2019/04/23	2021/04/23	8.50
20 科伦（疫情防控债）MTN001	2020/02/14	2022/02/14	12.00
17 科伦 01	2017/03/13	2022/03/13	7.20
<b>合计</b>	--	--	<b>81.57</b>

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

**过往债务履约情况：**根据公开资料及公司提供的企业信用报告和相关资料，截至 2020 年 6 月 17 日，公司在公开市场无信用违约记录，借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

### 外部支持

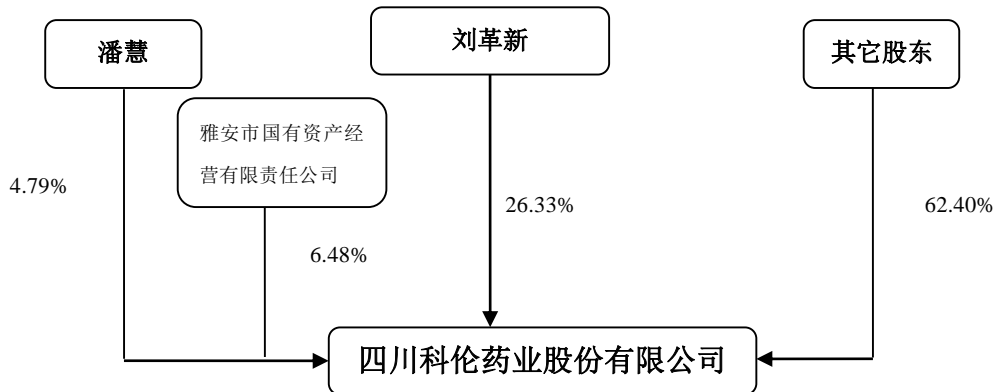
#### 自然人股东对公司的支持意愿很强，但对当地政府和金融机构等资源协调能力较为有限

公司实际控制人为自然人刘革新，除科伦药业外，还为四川科伦实业集团有限公司（以下简称“科伦实业”）的实际控制人。科伦实业主要从事医疗器械、医药流通等业务，2019 年末总资产为 52.87 亿元，所有者权益为 3.03 亿元，实现营业总收入 83.80 亿元，净利润 1.46 亿元。科伦药业系实际控制人控制的核心企业，其信用恶化对实际控制人信誉影响很大，实际控制人对其支持意愿极强。但由于公司实际控制人为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力有限，且其所持公司股份过半被质押，整体支持力度有限。

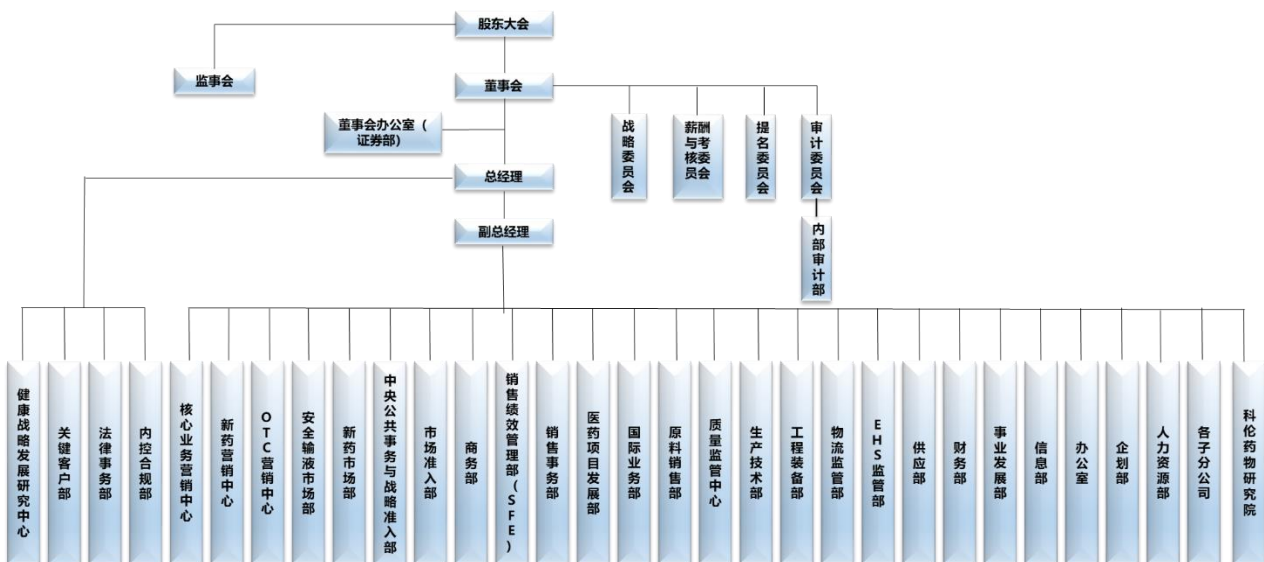
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持四川科伦药业股份有限公司的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，将评级展望由正面调整为稳定；维持“18 科伦 02”和“19 科伦 01”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

## 附一：四川科伦药业股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 5 月末）



注：2020 年 5 月 14 日，公司发布公告称潘慧女士所持公司 20,449,052 股已解除质押和司法冻结并完成了过户至雅安市国有资产经营有限责任公司名下的登记手续。完成过户登记后，潘慧女士持有公司 69,020,946 股，占总股本的 4.79%；雅安市国有资产经营有限责任公司持有公司的股份为 93,241,474 股，占总股本的 6.48%。



资料来源：公司提供

## 附二：四川科伦药业股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	123,142.73	182,582.96	225,342.54	310,393.54
应收账款净额	486,207.69	567,884.96	648,065.87	645,465.07
其他应收款	7,301.32	14,756.48	35,287.48	26,700.27
存货净额	250,048.38	297,343.31	338,622.81	340,147.29
长期投资	213,771.11	230,630.04	276,244.59	284,455.21
固定资产	1,106,516.86	1,125,990.07	1,133,963.14	1,121,046.56
在建工程	108,899.24	82,293.35	78,240.16	71,868.38
无形资产	104,703.64	92,071.23	94,187.42	93,242.47
总资产	2,798,816.05	2,936,088.30	3,148,537.37	3,257,630.28
其他应付款	195,147.55	269,491.41	302,616.46	259,235.25
短期债务	789,975.52	567,728.45	963,861.67	1,003,170.50
长期债务	349,645.88	544,946.39	214,655.66	353,434.69
总债务	1,139,621.40	1,112,674.84	1,178,517.33	1,356,605.19
净债务	1,016,478.67	930,091.88	953,174.79	1,046,211.65
总负债	1,600,570.84	1,639,676.37	1,757,933.03	1,874,945.05
费用化利息支出	53,606.47	61,384.36	58,482.58	--
资本化利息支出	632.71	1,624.00	-	--
所有者权益合计	1,198,245.21	1,296,411.93	1,390,604.34	1,382,685.22
营业总收入	1,143,494.88	1,635,179.02	1,763,626.70	353,761.70
经营性业务利润	69,672.86	133,414.60	123,838.24	2,550.88
投资收益	78,781.18	14,668.30	17,404.61	3,570.10
净利润	81,108.26	126,748.40	102,154.13	3,110.73
EBIT	167,734.10	194,724.80	184,111.97	--
EBITDA	248,300.43	293,623.20	291,619.34	--
经营活动产生现金净流量	110,252.08	295,350.70	221,673.76	-14,977.91
投资活动产生现金净流量	-227,870.89	-95,899.96	-135,933.31	-59,438.11
筹资活动产生现金净流量	121,148.48	-138,188.55	-46,798.98	160,824.94
资本支出	147,716.85	132,918.16	133,103.53	30,638.90
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	51.31	59.56	60.18	50.98
期间费用率(%)	44.40	50.97	53.07	50.90
EBITDA 利润率(%)	21.71	17.96	16.54	--
总资产收益率(%)	6.53	6.79	6.05	--
净资产收益率(%)	6.92	10.16	7.60	0.90*
流动比率(X)	0.98	1.22	0.96	1.04
速动比率(X)	0.77	0.93	0.73	0.81
存货周转率(X)	2.40	2.42	2.21	2.04*
应收账款周转率(X)	2.72	3.10	2.90	2.19*
资产负债率(%)	57.19	55.85	55.83	57.56
总资本化比率(%)	48.75	46.19	45.87	49.52
短期债务/总债务(%)	69.32	51.02	81.79	73.95
经营活动净现金流/总债务(X)	0.10	0.27	0.19	-0.04*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.14	0.52	0.23	-0.06*
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.03	4.69	3.79	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	4.59	3.79	4.04	--
总债务/EBITDA(X)	0.31	0.52	0.30	--
EBITDA/短期债务(X)	4.58	4.66	4.99	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	51.31	59.56	60.18	50.98
EBIT 利息保障倍数(X)	44.40	50.97	53.07	50.90

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入“其他流动负债”的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务；3、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。



## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。