

# 信用等级公告

联合[2018]943 号

---

上海现代制药股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对上海现代制药股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

**上海现代制药股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”**

**上海现代制药股份有限公司拟公开发行的可转换公司债券的信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月十四日

---

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>

# 上海现代制药股份有限公司

## 公开发行可转换公司债券信用评级报告

本次可转换公司债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 20.35 亿元（含）

债券期限：6 年

转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2018 年 6 月 14 日

主要财务数据：

| 项目               | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 18 年 3 月 |
|------------------|--------|--------|--------|----------|
| 资产总额（亿元）         | 139.52 | 150.15 | 151.71 | 159.75   |
| 所有者权益（亿元）        | 57.87  | 69.38  | 76.48  | 79.06    |
| 长期债务（亿元）         | 29.86  | 30.95  | 19.16  | 18.42    |
| 全部债务（亿元）         | 50.49  | 52.30  | 43.16  | 43.87    |
| 营业收入（亿元）         | 89.88  | 91.26  | 85.18  | 31.09    |
| 净利润（亿元）          | 8.90   | 8.54   | 8.19   | 2.59     |
| EBITDA（亿元）       | 13.87  | 13.56  | 12.36  | --       |
| 经营性净现金流（亿元）      | 16.66  | 8.39   | 23.15  | 2.48     |
| 营业利润率（%）         | 34.09  | 34.81  | 41.72  | 46.78    |
| 净资产收益率（%）        | --     | 13.42  | 11.22  | 3.33     |
| 资产负债率（%）         | 58.53  | 53.79  | 49.59  | 50.51    |
| 全部债务资本化比率（%）     | 46.60  | 42.98  | 36.08  | 35.69    |
| 流动比率（倍）          | 1.18   | 1.35   | 1.28   | 1.29     |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.27   | 0.26   | 0.29   | --       |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 4.20   | 4.65   | 4.87   | --       |
| EBITDA/本次发债额度（倍） | 0.68   | 0.67   | 0.61   | --       |

注：1、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；2、如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3、本报告所涉及 2015 年数据均使用公司 2016 年年报所披露的经过追溯调整的 2016 年期初数及上期数，即假设 2015 年 1 月 1 日公司已完成对合并范围内主体的吸收合并，由于无法获得经过追溯调整的 2015 年期初数，故本报告未计算 2015 年周转率相关指标及总资产收益率、总资产报酬率、净资产收益率等相关指标；4、公司 2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；5、公司长期应付款主要为融资租赁款，已计入长期债务。

### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对上海现代制药股份有限公司（以下简称“公司”或“现代制药”）的评级，反映了公司作为中国医药集团有限公司（以下简称“国药集团”）旗下统一的化学药平台，公司在股东支持、品牌知名度、业务规模、药物种类、产业布局以及研发能力等方面具有的综合竞争优势。近年来，公司通过重大资产重组整合了国药集团旗下化学药业务，资产规模较大，整体经营情况较稳定，债务负担持续减轻，经营活动现金流状况良好。同时，联合评级也关注到医药行业政策变化加大、公司原料药收入规模下降、存货和应收账款规模较大以及存在短期偿债压力等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司内部整合力度的进一步加大、产品线的不断丰富以及与国药集团协同效应的强化，公司收入和盈利规模有望获得进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次可转换公司债券募投项目前景较好；从本次可转换公司债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款来看，本次可转换债券转股的可能性较大；考虑到未来转股因素，预计公司的资本结构有进一步优化的可能，偿债压力将得以减轻。

基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

### 优势

1. 公司作为为国药集团旗下统一的化学药平台，近年来得到了国药集团的较大支持。

2. 公司行业地位突出，研发能力较强，经营规模较大，药品类型丰富，主要药品品种市场知名度高。

3. 公司资源整合能力突出、“原料药+制剂药”的产业链优势明显，且通过与包括国药控股股份有限公司在内的分销商的合作，充分发挥了外部协同优势。

4. 公司负债水平不断降低，经营活动现金流状况良好。

## 关注

1. 药品审批、质量监管、药品招标、两票制全国推行、公立医院改革、医保控费等系列政策措施的实施，为整个医药行业的未来发展带来重大影响，使公司面临行业政策变化的风险。

2. 公司多个仿制药品种尚需完成仿制药的一致性评价工作，随着2018年限期的日益临近，若公司不能及时完成相关药品一致性评价，公司产品市场竞争力将受到影响。

3. 受国家“限抗、限辅、限麻”等行业政策影响，公司战略品种抗生素类药物原料药销售收入有所下降。

4. 公司短期存在偿债压力，债务结构有待优化；应收账款和存货规模有所增长，对运营资金形成一定占用。

## 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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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



范琴

## 一、主体概况

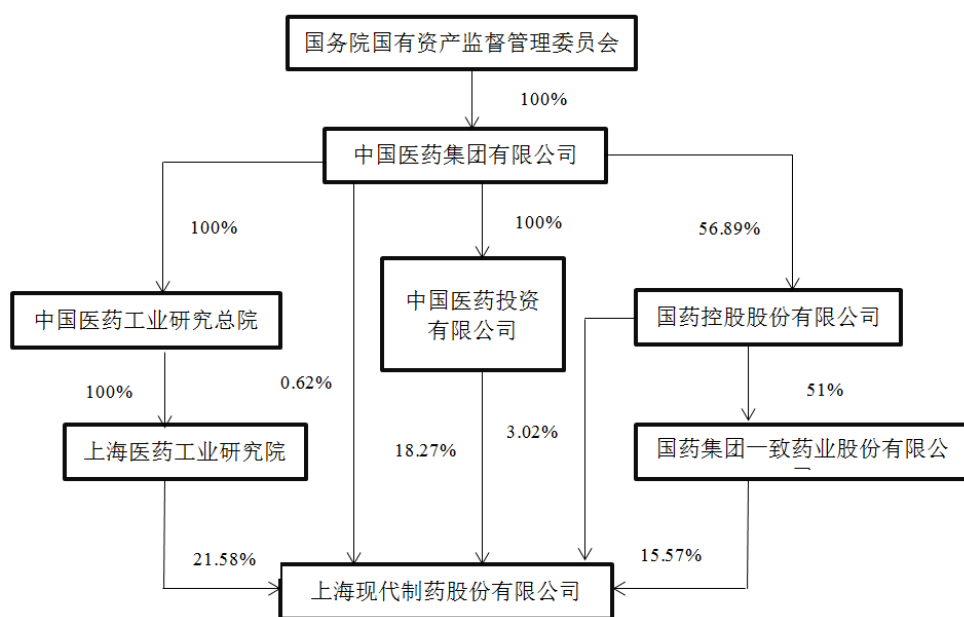
上海现代制药股份有限公司（以下简称“现代制药”或“公司”）的前身为上海现代制药有限公司，成立于1996年。经财政部2000年11月财企（2000）546号文批复以及前国家经济贸易委员会2000年12月国经贸企改（2000）1139号文批准，由上海医药工业研究院、上海现代药物制剂工程研究中心有限公司、上海广慈医学高科技公司、上海高东经济发展有限公司和上海华实医药研究开发中心作为发起人，上海现代制药有限公司整体变更为股份有限公司，注册资本由人民币1,000.00万元变更为人民币5,419.19万元，经上海立信长江会计师事务所验证，2000年12月在上海工商行政管理局办理了登记注册。

2004年5月16日，经中国证券监督管理委员会证监发行字（2004）70号核准，公司向社会公开发行人民币普通股3,300万股，每股面值1.00元，新增注册资本3,300万元，公司注册资本增加至人民币8,719.19万元，2004年6月在上海证券交易所上市，股票简称为“现代制药”，股票代码为“600420.SH”。

2016年，公司完成重大资产重组，新增11家合并范围内子公司，新增子公司于2016年完成股权过户和工商变更登记手续。2017年3月，公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项完成股份登记手续，公司注册资本由2.87亿元增加至5.55亿元。2016年经股东大会决议，公司以2017年3月21日总股本555,229,464股为基数向全体股东每10股转增10股，公司股份总额为1,110,458,928股。2017年11月，公司回购中国医药投资有限公司持有的公司691,496股股份并注销，公司股本总额由1,110,458,928股减少为1,109,767,432股。

截至2018年3月底，公司总股本为1,109,767,432股，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，第一大股东为上海医药工业研究院，持股比例为21.58%。

图1 截至2018年3月底公司股权结构情况



资料来源：公司提供

公司经营范围为：药品，保健品制造，药用原辅料，制药机械批售，药品、保健品等产品的研究开发、技术转让、技术咨询、技术服务、技术培训，货物进出口业务及技术进出口业务，生产：大蒜油软胶囊、卵磷脂软胶囊、深海鱼油软胶囊，自有设备租赁，自有房屋租赁。

截至 2017 年底，公司总部设有总裁办公室、战略规划部、公共事务部、信息部、法律事务部、安全环保与质量管理部等 12 个职能部门（见附件一）；公司纳入合并范围一级子公司 17 家，在职员工共 14,246 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 151.71 亿元，负债合计 75.23 亿元，所有者权益（含少数股东权益）76.48 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 61.73 亿元。2017 年，公司实现营业收入 85.18 亿元，净利润（含少数股东损益）8.19 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.16 亿元；经营活动现金流量净额为 23.15 亿元，现金及现金等价物净增加额 7.97 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 159.75 亿元，负债合计 80.69 亿元，所有者权益（含少数股东权益）79.06 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 63.47 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 31.09 亿元，净利润 2.59 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.73 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.48 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.07 亿元。

公司注册地址：上海市浦东新区建陆路 378 号；法定代表人：周斌。

## 二、本次可转换公司债券概况

### 1. 本次可转换公司债券概况

本次可转换公司债券名称为“上海现代制药股份有限公司公开发行可转换公司债券”（以下简称“本次可转债”），为可转换为公司 A 股股票的可转换公司债券，本次可转债及未来转换的 A 股股票拟在上海证券交易所上市。本次可转债总额不超过 20.35 亿元（含），具体发行数额将由公司股东大会授权公司董事会在上述额度范围内确定。本次可转债的期限为自发行之日起 6 年，每张面值为人民币 100 元，按面值发行；具体每一年的利率水平将由公司股东大会授权公司董事会根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构及主承销商协商确定。本次可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式。

本次可转债无担保。

本次可转债转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。

#### （1）转股条款

##### 初始转股价格的确定依据

本次可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日均价，具体转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐人（主承销商）协商确定。

前 20 个交易日公司股票交易均价=前 20 个交易日公司股票交易总额/该 20 个交易日公司股票交易总量

前一交易日公司股票交易均价=前一交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

##### 转股价格的调整方法及计算公式

在发行本次可转债之后，当公司因送红股、转增股本、增发新股、配股或派发现金股利等情况

（不包括因本次发行的可转债转股增加的股本）使公司股份发生变化时，将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

送股或转增股本： $P_1 = P_0 / (1+n)$ ；

增发新股或配股： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P_1 = P_0 - D$ ；

上述三项同时进行： $P_1 = (P_0 - D + A \times k) / (1+n+k)$ 。

其中： $P_0$ 为初始转股价， $n$ 为送股率， $A$ 为增发新股或配股价， $k$ 为增发新股或配股率， $D$ 为每股现金股利， $P_1$ 为调整后转股价。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股时期（如需）。当转股价格调整日为本次发行的可转债持有人转股申请日或之后，转换股票登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。

当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次发行的可转债持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次发行的可转债持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据当国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订。

#### 修正条款

在本次发行的可转债存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转债的股东应当回避。

修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者，同时修正后的转股价格不低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。

若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

#### （2）赎回条款

##### 到期赎回条款

在本次发行的可转债期满后 5 个交易日内，公司将赎回未实施转股的可转债。具体赎回价格提请股东大会授权董事会根据市场情况与保荐人（主承销商）协商确定。

##### 有条件赎回条款

转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：

①在转股期内，如果公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）。

②当本次可转债未转股余额不足 3,000 万元时。

当期应计利息的计算公式为： $I_A = B \times i \times t / 365$

$I_A$ ：指当期应计利息；

$B$ ：指本次可转换公司债券持有人持有的可转换公司债券票面总金额；

$i$ ：指可转换公司债券当年票面利率；

t: 指计息天数, 即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数(算头不算尾)。

若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形, 则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算, 调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

### (3) 回售条款

#### 有条件回售条款

在本次可转债的最后两个计息年度, 如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时, 可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值加当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股、配股或派发现金股利等情况(不包括因本次发行的可转债转股增加的股本)而调整的情形, 则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算, 在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况, 则上述“连续 30 个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

在本次可转债的最后两个计息年度, 可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次, 若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的, 该计息年度不能再行使回售权。可转债持有人不能多次行使部分回售权。

#### 附加回售条款

若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化, 根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的, 可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后, 可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售, 该次附加回售申报期内不实施回售的, 不能再行使附加回售权。

## 2. 本次可转换公司债券募集资金用途

本次可转换公司债券募集资金总额不超过人民币 20.35 亿元(含), 扣除发行费用后全部用于以下项目:

表 1 本次可转换公司债券募集资金用途(单位: 万元)

| 序号 | 项目名称              | 总投资额       | 拟以募集资金投入金额 |
|----|-------------------|------------|------------|
| 1  | 新型制剂产业战略升级项目      | 107,099.05 | 105,000.00 |
| 2  | 国药威奇达资源综合利用项目     | 11,323.76  | 10,500.00  |
| 3  | 威奇达中抗青霉素绿色产业链升级项目 | 29,115.12  | 26,950.00  |
| 4  | 偿还银行借款            | 61,050.00  | 61,050.00  |
| 合计 |                   | 208,587.93 | 203,500.00 |

资料来源: 公司提供

本次可转债募集资金少于拟募集资金投资总额的部分, 公司将利用自筹资金予以解决。在不改变本次募投项目的前提下, 公司董事会可根据项目的实际需求, 对上述项目的募集资金投入顺序和金额进行适当调整。本次公开发行募集资金到位之前, 公司将根据项目进度的实际情况以自筹资金先行投入, 并在募集资金到位之后予以置换。

### 三、行业分析

公司收入主要来源于化学原料药和化学制剂药业务，近三年上述业务收入合计占营业收入均在90%以上，故本部分行业分析主要聚焦化药行业。

#### 1. 行业概况

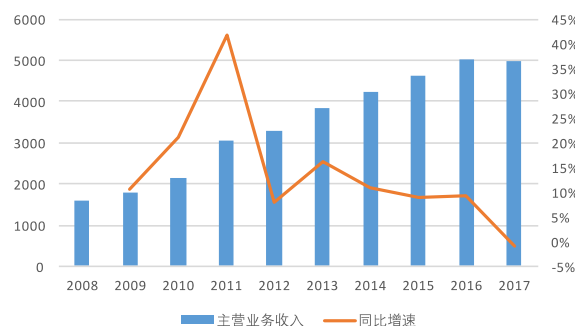
随着经济的增长和人口老龄化的加快，我国医药行业近年来保持了快速增长态势。我国目前已经形成包括化学原料药制造、化药制剂制造、中药材及中成药加工、兽用药制造、生物制品与生化药品制造等门类齐全的产业体系。2017年，全国医药制造业实现主营业务收入28,185.50亿元，同比增长12.50%。2017年，我国医药工业业绩总体向好，进入2018年，医药行业将继续保持温和增长。目前我国的医药行业与欧盟和北美国家相比尚处于成长阶段，医药企业在规模、资金和技术等方面较国际知名医药企业仍存在较大差距，行业未来仍有较大的增长空间。化药行业，可分为化学原料药行业及化学药品制剂行业。

##### （1）化学原料药行业

原料药又称活性药物成分（API），是由化学合成、植物提取或者生物技术所制备的各种药用的粉末、结晶、浸膏等，这些物质通过添加辅料可加工制成直接服用的制剂。化学药品原料药分为大宗原料药和特色原料药。其中大宗原料药指市场需求相对稳定、应用较为普遍、规模较大的传统药品原料药，包括抗生素类、维生素类、氨基酸类和激素类等。大宗原料药通常市场需求较大，不涉及专利问题，对应的制剂产品一般较成熟，市场集中度较高，且各厂商的生产工艺、技术水平差别并不明显，生产成本控制是厂商竞争的主要手段，故毛利率相对较低。特色原料药指处于专利保护的药品或专利保护期结束后药品的原料药，相比于大宗原料药，特色原料药品种较多，每个品种规模较小，附加值相对较高。目前我国抗感染类、维生素类、解热镇痛类、激素类等大宗原料药和他汀类、普利类、沙坦类等特色原料药在医药市场中份额较大。

随着全球药品市场的发展和欧美国家原料药生产企业向中国、印度等低成本地区的产业转移，目前中国已成为全球最大的原料药生产国和出口国，可生产化学原料药近1,500种，其中青霉素工业盐、维生素C、维生素E等多个品种产量位居世界第一。我国化学原料药年销售额从2008年的1,605.27亿元增长到2017年的5,034.90亿元，年均复合增长15.36%。尽管2012年来化药制剂行业的增速小幅放缓，但随着我国医药工业总产值的稳步增长，未来有研发实力、品种等优势制剂研发及生产企业，将通过自主研发、创新仿制等战略转型在竞争中保持领先。

图2 2008~2017年全国化学原料药主营业务收入（单位：亿元，%）



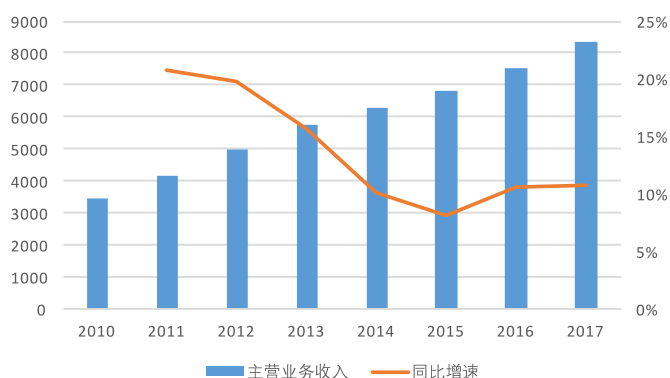
资料来源：公开资料，联合评级整理

整体看，我国化学原料药主营业务收入逐年增长，其中，特色原料药市场份额占比较大；2012年以来，化学原料药行业增速虽有放缓，但受创新仿制等战略转型的影响，未来，我国化学原料药的竞争优势有望进一步增强。

## （2）化学药品制剂行业

化学药品制剂行业，又称化学制剂药行业，是指直接制造用于人体疾病防治、诊断的化学药品制剂的行业。目前，我国已经具有较完整的化学制药工业体系，化学制药工业市场规模持续增长，成为国民经济的重要组成部分。化学制剂药行业是医药制造业最重要的分支之一。化学制剂药行业处于医药产业链下游，科技含量更高，利润相较化学原料药更为丰厚，是我国化学原料药企业转型升级的主要目标，但业内重复建设现象依然较为严重。另外，化学制剂药行业也是较为典型的资本密集和技术密集型行业，对新药研发的投入要求较高。由于受科研经费和技术水平等制约，我国的化学制剂药行业与北美、欧盟等地区的国家相比存在很大差距。按照创新程度区分，化学制剂药可分为专利药与仿制药，长期以来，国内制剂药产品以仿制药为主，且多为临床常用药品，因此一直是政府价格管理的重点。而随着监管趋严、市场竞争加剧，化学制剂药企业的资金压力和运营成本将增加，自身实力不足且缺乏创新的企业生存空间将被进一步压缩，但研发能力突出、营销能力强、产品稳定性好的品牌企业将在行业变革中表现出更强的竞争优势。2010~2017年，我国化学制剂药行业主营业务收入持续增长，其中，2010~2015年，受到经济结构转型等多重因素的共同影响，化学制剂药主营业务增速持续下滑；2015~2016年，随着医疗改革体制持续推进，国家对卫生支出的比重继续攀升，改革红利为医药市场提供了新的增长空间，增速有所回升。2017年，我国化学制剂药行业实现主营业务收入8,340.60亿元，同比增长12.90%；利润总额1,170.30亿元，同比增长22.1%。

图3 2010年~2017年全国化学制剂药行业主营业务收入（单位：亿元，%）



资料来源：公开资料，联合评级整理

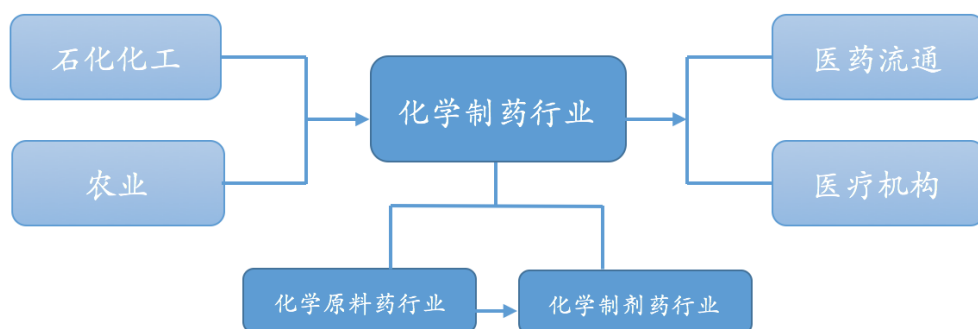
总体看，我国化学制药行业在2015年之前受经济结构转型等影响，增速有所放缓；2015年之后增速回升；我国制剂药与北美、欧盟等地区的国家相比研发能力、技术实力方面仍存在很大差距，未来仍有很大发展空间；我国化学制剂药行业内分化较为严重，随着监管力度趋严、市场竞争加剧，我国化学制剂药市场将淘汰落后企业，行业整体环境将进一步得到优化。

## 2. 行业上下游情况

### （1）化药行业上游

化药行业上游为精细化工行业，其初级产品来源于石化化工行业及农业。

图4 化药行业与上、下游行业之间的关联



资料来源：联合评级整理

化工行业和农业为原料药提供基础原料，化学原料药企业经过加工后，将原料药销售给化学制剂药行业，上游行业产品的价格变化会直接影响本行业的原材料成本。目前，我国基础化工和精细化工行业已进入成熟期，供应链完善，产品种类较为齐全，医药生产所需的化工原料大部分可以自主配套，仅少量品种仍依赖进口；与此同时，化工行业进入壁垒较低，产能充裕，市场竞争激烈，使得原料药行业拥有充足的原材料供应，采购价格相对稳定，产品品质不断提高。因此，未来石油价格的波动对化药制药企业的成本控制影响有限。近年化工行业主要原材料如石油的价格波动较大，对主要提取物产品价格有一定影响，具体如下图所示。

图5 2010~2018年4月NYMEX原油价格走势（单位：美元/桶）



资料来源：公开资料整理

2017年以来，农业主要产品价格走势以平稳或下跌为主，上涨品种较少。2015年12月国家提出农业供给侧改革以来，国家先后对玉米、大豆、小麦、稻谷等作物价格形成机制进行调整。目前来看，在天气因素保持稳定前提下，供给侧改革开始较早的玉米价格止跌上涨；小麦、稻米等处于改革初期的品种价格或将弱运行。此外，受到国际产需变化影响，国内油脂价格或将小幅走强。2017年农产品价格偏弱的局面有望在2018年开始分化，农产品行业价格波动给化学制药企业带来成本控制方面的压力。

从化药行业产业链来看，其子行业化学原料药行业处于子行业化学制剂药行业上游，化学制剂药企业对上游原料药企业具有一定的议价能力，特别是对一些产品单一或者对单一客户依赖程度高的原料药企业更是如此。但当原材料价格上涨时，化学原料药企业也能通过谈判将部分成本压力转移至下游。

总体看，我国化药行业上游供给基本稳定，其中石油价格与农产品行业的价格波动对化药企业的成本控制有一定影响，但当原材料价格上涨时，化学原料药企业也能通过谈判将部分成本压力转移至下游。

### （2）化药行业下游

化药行业的下游主要是药品销售终端和医药流通企业，直接客户是医药经销商，但是终端客户均是患者。目前在我国，医药销售渠道主要是各级医疗卫生机构，医疗终端的药品销售额在总销售中的占比近80%，这些医疗卫生机构销售的药品均需要通过各个省级药品集中采购平台来进行采购。2015年5月，发改委发布了《推进药品价格改革意见的通知》，提出除麻醉药品和第一类精神药品外，取消药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成。药品招标采购的中标价格高低直接决定了上游医药企业利润的多少。下游的医院药品市场对于本行业具有较强的议价能力。近年来，由于继续受到招标限价、严格控制药占比及取消药品加成等政策的影响，药品终端市场销售额增幅进一步走低，2017年，我国药品市场总销售额为16,118亿元，同比增长7.6%，增幅为近几年新低。药品销售终端增长的乏力将直接影响医药工业企业的收入增长，上下游的背离将进一步加大。药品制剂均为处方药，用药患者只有凭医生开具的处方才能进行购买，所以药品的最终消耗地点在医疗机构。我国医疗机构众多，地域分散，且单一机构药品用量不大，因此制药企业多依靠医药流通企业进行药品分销，并最终通过医院或其他医疗机构实现药品消耗。整体来说，医药制造企业对医药流通企业和医疗机构的依赖程度较高。

从终端需求来看，需求的波动对于化药的价格会有较大影响。根据国家统计局数据，截至2017年底，我国65周岁及以上人口总数已超过1.58亿人，占全国总人口数的11.40%，人口老龄化的日趋严重将直接导致我国药品消费需求的大幅提升。目前，在我国居民收入水平持续提升，人口老龄化趋势延续，医保体系不断健全，政府医药卫生支出不断增加的背景下，化学制剂行业发展迅速，并有望继续保持快速增长，化学制剂药行业快速增长会相应带来原料药需求的提升。我国已成为全球药品消费增速最快的地区之一，并且有望在2020年以前成为仅次于美国的全球第二大药品市场。

总体看，制剂药企业对医药流通企业和医疗机构的依赖程度较高；受人口老龄化日趋严重的影响，化药行业的终端需求波动对化药企业的价格影响较大；近几年随着民众支付能力提升、健康意识的增强、医疗保险扩容、人口老龄化进程，大众医疗需求持续增加；在供需两端拉动下，我国化药行业总体利润水平保持稳定增长。

## 3. 行业竞争

### （1）化学原料药行业竞争

从目前化学原料药行业的全球竞争格局来看，美国和欧洲拥有药品专利优势和工艺优势，发展中国家拥有成本优势，而发展中国家又以印度和中国为首，基于研究开发、生产工艺以及知识产权保护等多方面的差距，美国、欧洲等发达国家在附加值较高的专利药原料药领域占据主导地位；而中国、印度等国则在仿制药原料药市场中占较重要地位。随着中国、印度等发展中国家特色原料药厂商不断加大研发投入、改进生产技术、提高工艺水平，并投资改善生产设备形成专业化生产线，特色原料药市场现有格局也将逐渐发生变化。

2017年，随着全球经济明显回暖和我国经济发展好于预期，我国原料药产品进出口贸易在经过两年的调整后重现较快增长局面，进出口额再创新高，达到378.4亿美元，同比增长13.84%，在西药贸易中占比54.50%，较2010年降低16.00%。原料药出口方面，2017年我国原料药出口呈量价齐升态势，出口量达近年来最高点896.15万吨，同比增长8.33%；出口均价触底反弹，同比增长4.96%，较

上年价格有所好转。

随着原料药行业竞争的加剧，我国原料药生产企业已经从生产粗放型的低端中间体向精细型的中高端产品转变，不断向下游供应链延伸和转移，国内深加工能力在逐步增强。同时，国内企业也开始积极获取国际认证，原料药质量也有了较大提高。2017年，我国化学原料药主营业务收入已达5,034.90亿元，在全球原料药市场中的地位也越来越重要，出口产品主要以大宗原料药为主，其他小产品为辅。目前，我国原料药行业市场化程度较高，行业整体集中度较低，竞争激烈。此外，严格的环保要求对原料药企业提出了更高的生产要求。原料药行业处于整个制药工业金字塔底端，获利能力弱，面临不可避免的盈利波动和成长瓶颈，这就要求原料药企业进行产业升级，着力发展高毛利、高附加值的制剂药物。同时，随着全球老龄化、医药消费等方面的变化对医药制剂需求的加大，大型原料药厂商正加快向化学制剂行业的转型升级。

总体看，美国、欧洲在高附加值的专利原料药领域占据主导地位，中国、印度等发展中国家在特色原料药领域逐渐具有竞争优势；2017年，我国原料药产品进出口额再创新高；受化学原料药行业整体集中度低、竞争激烈、环保压力较大等影响，我国原料药企业需进一步加大研发投入，提升核心竞争力。

## （2）化学制剂药行业竞争

据统计，按销售收入计算，我国制药工业百强集中度从2005年的38.9%提升到2016年的47.2%，市场规模从2005年的1,451亿元增长到2016年的11,600亿元，扩大8倍，百强企业的集中趋势愈加明显，强者恒强的竞争格局逐渐清晰，与国家“十三五”规划要求深化供给侧改革，提升产业集中度的宏观发展战略相吻合。

从产品的角度来看，2016年，国家食品药品监督管理总局（CFDA）发布了过度重复药品的相关信息，国家食品药品监督管理总局对2012~2014年间已上市药品情况进行了梳理，按照已获批准文号企业数多于20家且在销批准文号企业数超过20家为筛选条件，共筛选出282个过度重复品种：监测统计的药品涵盖了2014年11月25日前国家食品药品监督管理总局批准上市的化学药品和生物制品，共计2,750个通用名品种。通过对样本医院3年间药品销售使用情况分析，所监测的药品中，基本上每种药品都有10家以上的品种在市场上销售，说明部分正常流通使用的药品存在严重的过度重复问题。由此可以看出，化学制剂行业内部的竞争也较为激烈，集中度仍有待提升。目前我国通过GMP的药企有5,000多家，绝大多数是仿制药企业，“小、散、乱”的现象比较突出，大量国产仿制药属低水平仿制，与原研制剂产品相比低效甚至无效。因此，国家推出一致性评价政策的初衷也是为了提高行业集中度以及行业利润率，最终促进医药行业发展。

仿制药一致性评价是耗时最长、难度最大，也是最具社会意义的一项工作。对医药产业而言，则是增强制药企业活力，增强市场研发力量的投入，最终实现医药产业结构的调整，促进中国药企走向国际，把中国的药推向世界。这也是仿制药一致性评价希望实现的两个目标：产业结构调整以及仿制药国际化。目前，大量国产仿制药属低水平仿制，质量低劣，与原研制剂相比安全低效甚至无效；国产仿制药行业平均毛利率仅为5~10%，远低于国际仿制药平均40~60%的毛利率；仿制药企面临洗牌，淘汰过剩产能，淘汰僵尸批文，提高行业集中度，提高行业利润率，最终促进医药行业发展。从目前情况来看，部分近期获批的创新药或通过一致性评价品种，已经呈现出了各地经销商激烈争夺代理权的情况，能否通过一致性评价将成为未来一段时间决定行业内企业生死存亡的要点。

总体看，我国化学制剂行业存在仿制药过度重复等问题，我国希望通过一致性评价政策实现产业结构调整、提升仿制药国际竞争力、加速仿制药放量以及替代原研药，因此，仿制药企业有望进一步提高行业集中度与行业利润率，最终促进医药行业健康发展。

#### 4. 行业政策

2016年3月5日，国务院办公厅发布《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，该意见开展仿制药质量和疗效一致性评价（以下简称一致性评价）工作，要求在2007年10月1日前批准的国家基本药物目录（2012年版）中，化药仿制药在首家通过一致性评价后3年内不通过评价的，不予再注册。2017年4月1日落实征求意见稿已改为“首家通过一致性评价，三年后不再受理其他企业同品种一致性评价申请”，时限要求严格。此举措对提升我国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力，都具有十分重要的意义。

2016年10月26日，国务院办公厅印发《关于开展第二次全国污染源普查的通知》，制药行业将成为污染源普查的对象之一。许多药品生产企业的既有排污装置难以达标，将直接抬高药品生产企业的生存门槛。

2017年1月9日，国务院医改办、国家卫计委等8部门联合颁布了《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》，并在全国推行。“两票制”是深化医药卫生体制改革、促进医药产业健康发展的重大举措，是规范药品流通秩序、压缩流通环节、降低虚高药价的重要抓手，是净化流通环境、打击违法行为、强化医药市场监督管理的有效手段，是保障城乡居民用药安全、维护人民健康的必然要求。

2017年2月14日，国务院办公厅印发《“十三五”国家药品安全规划》，该规划主要从4个原则出发，即维护公众健康，保障公众需求；深化审评审批改革，提升监管水平；鼓励研发创新，提高产品质量；加强全程监管，确保用药安全有效。此外，该规划还提出，到2020年，我国药品质量安全水平、药品安全治理能力、医药产业发展水平和人民群众满意度要明显提升；药品医疗器械标准不断提升；审评审批体系逐步完善；检查能力进一步提升；监测评价水平进一步提高；检验检测和监管执法能力得到增强；执业药师服务水平显著提高。

2017年6月20日，经国家食品药品监督管理总局局务会议审议通过《国家食品药品监督管理总局关于调整进口药品注册管理有关事项的决定》，该决定指出为鼓励新药上市，满足临床需求，将调整以下事项：一是允许同步研发申报；二是优化注册申报程序；三是取消部分进口药品在境外上市的要求。

2017年11月23日，发改委正式公布《短缺药品和原料药经营者价格行为指南》，该指南提醒相关经营者不得就短缺药品和原料药实施捏造散布涨价信息、串通操纵市场价格等违反《价格法》的行为。其目的是为了切实加强短缺药品和原料药市场价格监管，有效规范短缺药品和原料药经营者价格行为，维护市场价格秩序，建立药品和原料药购销公平竞争的市场环境，从而保护消费者利益。

总体看，政府对医药行业的调控力度不断加强，国家及地方政府的医药政策密集出台，政策面覆盖到医药各细分领域，不仅大部分对各领域的具体发展方向和目标进行了明确，也对实施方法进行了指导，这将有利于行业规范化程度的提高，并给医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。

#### 5. 行业关注

##### 原材料涨价、药品价格控制；医药制剂企业利润空间将受到挤压

随着各地环保部门监管力度的增强，部分原料药供应紧张，价格大幅上涨。对于制剂生产企业而言，由于药品价格受招标限价控制，无法将上游原料涨价的压力向下游传递，行业内企业面临盈利空间受到挤压的风险，更严重的是可能面临由于原料药断供导致的无法正常生产风险。

### 企业规模普遍偏小、产业集中度低、技术创新难

与国际大型制药企业相比，我国化药生产企业的整体规模偏小，行业集中度较低。由于缺乏规模效应，我国化药生产企业在装备升级、新产品研制、工艺创新、市场开发、管理水平提升等方面的投入不足，整体处于国际医药分工的低端，产品同质化程度较高，低端产能过剩，抵御风险能力较弱，行业发展瓶颈较为突出。

## 6. 未来发展

### 大型原料药厂商加快产业升级

原料药企业获利能力弱，面临不可避免的盈利波动和成长瓶颈，并且中国的环保、人力成本压力逐步显现，这将进一步要求原料药企业进行产业升级，向高毛利的制剂领域进军。同时，随着全球老龄化、医药消费等方面的变化对医药制剂需求的加大，大型原料药厂商正加快向制剂行业的转型升级。

### 仿制市场加大创新力度

在全球医药市场中，美国诞生了辉瑞、强生等医药巨头，国内随着医药集中度提升，也必将诞生部分寡头企业。国内一些医药企业，在原研药大市场、专利保护和国家优惠政策的刺激下，也开始布局医药创新领域，开始从“仿制药”向“创新药”战略转型。如西达本胺、阿帕替尼、埃克替尼等自主创新药产品陆续上市，中国企业投入大量研发费用扩充创新药产品线。另外，从政策面上来看，《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》落地、优先审评等一系列政策保障了创新药产业的发展方向。

### 制药企业生产、经营行为趋向规范化、法制化

随着两票制全面落地、全行业的营业税转为增值税等政策的出台，企业当下即面临财务账务、业务合法合规等问题，专业的CSO公司（合同销售公司）与生产企业合力并行将成为趋势，未来药品生产、流通有望透明化、阳光化。

总体看，未来大型原料药厂商将加快产业升级步伐，仿制药厂商将加大创新力度，制药企业生产、经营行为将趋于规范化、法制化，行业整体发展向好。

## 四、基础素质分析

### 1. 规模及竞争力

公司定位为国药集团旗下统一的化学药平台，近年来国药集团实施了对旗下化学药工业资产的整合，公司完成了对国药控股股份有限公司（以下简称“国药控股”）、国药集团一致药业股份有限公司（以下简称“国药一致”）和中国医药投资有限公司（以下简称“国药投资”）旗下的化学药资产的重组，重组完成后，公司拥有化学原料药、生化原料药、微生物发酵产品及片剂、胶囊剂、注射剂、颗粒剂等 30 多种剂型，拥有 1,921 个药品批准文号，19 个兽用疫苗批准文号；其中，在产药品 897 个品规，动物疫苗 18 个品规，销售规模过亿产品 21 个。

公司产品聚焦于“抗感染、抗肿瘤、心脑血管、麻醉精神类、代谢及内分泌”五大领域，核心产品硝苯地平控释片、人尿生化产品、达力新系列产品、达力芬系列产品、阿奇霉素系列产品、注射用甘露聚糖肽、青霉素和头孢菌素原料药及中间体等销往海内外。公司多个产品被列入国家“九五”重点科技攻关项目、国家级火炬计划项目、上海市高新技术成果转化项目、上海市火炬计划项目，并多次荣获国家重点新产品奖、上海市科技成果奖、上海市优秀新产品奖、上海市名牌产品和

上海市医药行业名优产品等。

从公司的资源整合优势来看，研发方面，公司形成了以母公司为统筹中心的多层次研发体系，实现研发资源的优势互补，减少重复科研投入，提高研发效率和成功率；产业链方面，形成了抗生素等产品从中间体、原料药到制剂产品一体化的完整产业链，产业链的上下游贯通，能有效降低成本提升利润；采购方面，在集中采购的框架下，公司的议价能力进一步提升，降低采购成本。

2017 年，公司开展重大项目 6 项，其中抗肿瘤药物 2 项，麻醉精神类药物 4 项，开展重点项目 13 项，涉及抗感染、抗肿瘤、麻醉精神类、内分泌等治疗领域。2017 年，公司完成申报生产批件 5 项，申报补充申请 29 项；获得新生产批件 2 项、补充申请注册批件 29 项、临床试验批件 19 项；知识产权方面，新申请专利 44 项，新授权专利 24 项。2017 年研发费用投入 3.38 亿元，占营业收入的比重 3.97%。

总体看，公司作为国药集团旗下化学药平台，在股东背景、产业布局、药品种类、研发能力等方面具有较强的竞争优势。

## 2. 人员素质

公司现有董事长 1 人，高级管理人员 8 人，其中总裁 1 人，副总裁 6 人，财务总监 1 人。公司高管人员在医药行业从业多年，熟悉公司经营管理特点和发展方向，拥有丰富的行业经验和企业管理经验。

公司董事长周斌，男，50 岁，博士研究生学历，研究员。历任上海医药工业研究院信息室主任、市场投资部部长、院长助理、副院长、党委书记、院长；中国医药集团有限公司副总经理、党委委员；现代制药董事长、总经理、总裁。曾兼任中国医药工业研究总院院长、党委书记、副董事长、董事长；国药控股股份有限公司董事；中国生物技术集团董事长；国药产业投资有限公司董事长；中国医药工业公司董事长。现任公司党委书记、董事长。

公司总裁杨军，男，52 岁，党校研究生学历，高级营销师。历任中国医药工业公司办公室秘书、供销处副处长、综合计划部经理、制剂部兼中药部经理、经营业务总部副经理、市内营销总监并兼任医院部经理；国药集团运营管理部副主任、主任、国际合作部主任；国药控股纪委书记。现任公司董事、总裁。

截至 2017 年底，公司在职员工 14,246 人，从文化程度看，硕士研究生及以上 341 人，占比 2.39%；本科生 3,065 人，占比 21.51%；专科生 3,283 人，占比 23.05%；中专及以下 7,557 人，占比 53.05%；从职能看，生产人员 8,412 人，占比 59.05%；销售人员 2,149 人，占比 15.08%；技术人员 1,273 人，占比 8.94%；财务人员 204 人，占比 1.43%；行政人员 2,208 人，占比 15.50%。

总体看，公司管理层具备多年的相关业务经历和企业管理经验；公司员工学历及岗位构成能够满足公司经营需要。

## 五、公司治理

### 1. 治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》以及其他有关规定，制订了《公司章程》，建立了股东大会、董事会、监事会以及在董事会领导下的管理层，并按照中国证监会《关于在上市公司中建立独立董事的指导意见》的精神建立了独立董事制度，形成了公司法人治理机构的基本框架。

公司设股东大会，由全体股东组成，股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由 9 名董事组成，其中独立董事 3 名；公司董事由股东大会选举或更换，任期 3 年；董事任期届满，可连选连任。公司董事会设董事长 1 人，董事会选举产生。董事会负责执行股东大会的决议，决定公司的经营计划和投资方案，并履行制定公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司设监事会，由 3 名监事组成；设监事会主席 1 人，由监事会选举产生；设职工监事 1 名，通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会主要负责对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，董事、经理和其他高级管理人员不得兼任监事。监事每届任期 3 年，监事任期届满，连选可以连任。

公司设总裁 1 名，由董事会聘任或解聘。总裁对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作。公司副总裁由总裁提名，经董事会聘任或解聘，协助总裁开展工作，对总裁负责。

总体看，公司法人治理结构健全，有利于公司规范经营和不断发展。

## 2. 管理体制

截至 2017 年底，公司总部设有总裁办公室、战略规划部、公共事务部、信息部、法律事务部、安全环保与质量管理部等 12 个职能部门；公司制订了较为完善的内部控制制度，同时公司制定相关管理制度对公司本部及下属子公司进行管理。

财务管理方面，公司制定了《公司会计管理制度》，适用于公司及其所有子公司和控股公司，从制度上保证会计核算和财务管理体系工作的规范化，并采取有效措施保证这些制度得到有效执行。

采购管理方面，公司制定了《物资采购实施办法》和《大宗物资招标采购实施办法》，办法中规定了采购原则、采购流程、供应商选择、合同审批和签订、采购跟踪和付款申请等具体操作办法，确保公司原材料采购的高效及时。

生产管理方面，公司制定了《生产计划制定和实施管理办法》、《特殊用途样品制备管理办法》、《新产品工艺确认及技术移交管理办法》，保障了生产计划的制定和实施。

关联交易方面，公司制定了《关联交易准则》，制定了关联交易的定义和范围、关联交易的审议程序和披露、保障关联交易公允性的其他措施、关联交易的决策权限，确保公司关联交易的公开、公平和公正。

总体看，公司部门设置合理，内部管理制度较健全，公司建立的管理措施对公司正常经营和规范运作起到了较好的保障作用。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司作为国药集团旗下的化学药平台，主要从事化学药品的研发、生产、销售等业务，产品范围涵盖抗感染药物、心脑血管药物、抗肿瘤药物、麻醉精神类药物、代谢及内分泌药物及大健康产品等治疗领域。2015~2017 年，公司营业收入波动减少，分别为 89.88 亿元、91.26 亿元和 85.18 亿元，年均复合减少 2.65%，其中 2017 年营业收入较上年减少 6.66%，主要系原料药收入下降所致；净利润分别为 8.90 亿元、8.54 亿元和 8.19 亿元，年均复合减少 4.11%，主要系费用逐年增加所致。

公司收入主要来源于原料药和制剂业务，近三年上述业务收入合计占营业收入均在 90%以上，公司主营业务突出。分业务板块来看，2015~2017 年，公司原料药业务收入合计分别为 38.91 亿元、41.29 亿元和 30.95 亿元，年均复合下降 10.81%，其中 2017 年同比减少 25.04%，主要系受国家“限抗、限辅、限麻”等行业政策影响，公司战略品种抗生素类药物原料药销售收入下降所致。2015~2017 年，公司制剂板块收入分别为 46.97 亿元、45.01 亿元和 51.40 亿元，年均复合增长 4.61%，其中 2017 年同比增长 14.20%，主要系公司核心制剂产品销量增长所致。

表 2 2015~2017 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 项目  | 2015 年 |        |       | 2016 年 |        |       | 2017 年 |        |       |
|-----|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|
|     | 收入     | 占比     | 毛利率   | 收入     | 占比     | 毛利率   | 收入     | 占比     | 毛利率   |
| 原料药 | 38.91  | 45.25  | 22.02 | 41.29  | 47.71  | 25.25 | 30.95  | 37.44  | 24.62 |
| 制剂  | 46.97  | 54.63  | 46.88 | 45.01  | 52.00  | 47.94 | 51.40  | 62.18  | 54.30 |
| 大健康 | 0.10   | 0.12   | 43.23 | 0.25   | 0.29   | 23.86 | 0.31   | 0.38   | 29.23 |
| 合计  | 85.98  | 100.00 | 35.62 | 86.55  | 100.00 | 37.05 | 82.66  | 100.00 | 43.09 |

资料来源：公司年报

从毛利率来看，近三年，公司原料药板块毛利率变动不大，分别为 22.02%、25.25%和 24.62%；制剂板块毛利率持续增长，分别为 46.88%、47.94%和 54.30%，其中 2017 年制剂板块毛利率较上年上升了 6.36 个百分点，主要系毛利较高的制剂产品收入占比大幅提高所致；从综合毛利率来看，近三年分别为 35.62%、37.05%和 43.09%，受到制剂板块收入占比大幅增加和毛利率提升的影响，2017 年综合毛利率较上年提高了 6.04 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 31.09 亿元，较上年同期增长 31.35%，主要系制剂收入增长所致；实现净利润 2.59 亿元，较上年同期增长 4.02%；公司 2018 年一季度业务情况较好。

总体看，公司主要收入来自于原料药和制剂，但是受到国家政策影响，原料药业务规模有所下滑；毛利率较高的制剂业务扩张，综合毛利率有所上升。

## 2. 采购

公司依据以产定采的方式，在采购工作中执行预算管理与计划管理，各生产主体的采购部门需根据每月生产计划及保证合理库存的要求，确定采购项目及数量，制定月采购计划。

从采购流程来看，首先由相关的仓库员根据生产管理中心下达的生产计划并核对库存后，提出采购申请，然后由生产部负责人、采购员、采购部负责人、厂区/中心负责人审核，审核通过后制定采购资金计划，对外进行询价、议价、比价后，挑选供应商，与供应商进行合同签订，在完成合同签订后，为确保按时到货，采购员要持续进行采购跟踪，确保物资及时供应，物资验收后，对不合格的物资进行退换货或者销毁，对合格的物资进行入库，最终完成付款。

公司对供应商的选择不得超出质量部门建立的合格供应商目录。质量管理部门根据实际生产需求，在采购交易发生前，会同相关部门对主要供应商的质量保障体系开展现场质量审计，审计合格后成为定点供应商。如已批准的供应商产品质量发生较大波动，质量管理部门立即向采购部门提出撤销该企业对该产品的定点供货资格。

公司产品生产所需的原材料主要包括原料、辅料和包装物。目前，原辅料和包装物的采购由各生产主体各自负责。2015~2017 年，在产品成本中，原料药的原辅包材料成本占总成本比重分别为 46.68%、48.33%和 53.78%；制剂的原辅包材料成本占总成本的 33.52%、30.23%和 36.61%；合计占总成本的 80.20%、78.56%和 90.39%。

表3 2015~2017年公司成本分种类占比情况（单位：亿元、%）

| 类别  |      | 2015 年 |        | 2016 年 |        | 2017 年 |        |
|-----|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|     |      | 成本额    | 占总成本比例 | 成本额    | 占总成本比例 | 成本额    | 占总成本比例 |
| 原料药 | 原辅包材 | 27.33  | 46.68  | 28.16  | 48.33  | 25.96  | 53.78  |
| 制剂  | 原辅包材 | 19.63  | 33.52  | 17.62  | 30.23  | 17.67  | 36.61  |
| 合计  |      | 46.96  | 80.20  | 45.78  | 78.56  | 43.63  | 90.39  |

资料来源：公司年报

在结算方面，公司与供应商主要采用现金和银行承兑汇票的方式结算，信用周期根据供应商的性质不同给予 90~180 天的信用周期。

在供应商集中度方面，2015~2017 年，前五名供应商采购额分别为 7.82 亿元、4.84 亿元和 7.33 亿元，占年度采购总额的比重分别为 14.53%、11.65%和 12.39%，公司采购集中度不高；其中前五名供应商采购额中关联方采购额分别为 3.76 亿元、0.78 亿元和 1.46 亿元，分别占年度采购总额的 6.99%、1.87%和 2.37%，关联采购少。

总体看，公司采购制度完善，能够保证原材料的质量，上游供应商集中度低，对上游供应商依赖较小。

### 3. 生产

公司产品主要聚焦抗感染、心脑血管、抗肿瘤、麻精药物、代谢及内分泌等五大治疗领域，下属独立法人药品生产企业 28 家，分布在全国 13 个省市的 28 个生产基地。公司常年生产品种约 800 个，涉及 28 个剂型（片剂、硬胶囊剂、小容量注射剂、粉针剂/含冻干粉针、颗粒剂、干混悬剂、口服溶液剂、软胶囊剂、丸剂、软膏剂、乳膏剂、滴鼻剂、滴耳剂、滴眼剂等）。公司下属药品生产企业严格按照国家新版 GMP 规范要求生产，严格执行质量内审制度，监控质量管理体系运行的有效性，识别并控制质量风险，确保产品质量安全。公司积极推进技术平台建设，提升技术优势和工艺水平，推进高端制剂开发，加强原料药制备技术能力。

目前，公司制剂类产品共有64个品种开展一致性评价，其中头孢呋辛酯片（250mg）第一批通过了仿制药质量和疗效一致性评价。其余部分处于CDE<sup>1</sup>审核阶段、部分处于BE<sup>2</sup>实验阶段、部分处于BE预实验阶段、部分处于前期研发阶段。

从公司主要产品的产能来看，2015~2017 年，头孢克洛缓释胶囊的产能从 1,250 万盒提升到了 1,650 万盒；醋酸奥曲肽注射液的产能从 400 万盒提升到了 600 万盒；头孢呋辛系列产能从 9,871 万盒减少到 8,570 万盒；阿莫西林的产能从 7,200 吨提升到了 10,000 吨；头孢克肟产能从 10,305 万盒提升到 10,512 万盒；其他主要产品产能未出现变化。从产量来看，2015~2017 年，公司主要产品产量根据市场需求变化均呈现波动变化。从产能利用率的情况来看，2017 年，除硝苯地平控释片和马来酸依那普利片的产能利用率分别达到了 98.06%和 84.32%外，其余部分主要产品的产能利用率均保持在 50%左右，部分主要产品的产能利用率在 30%左右，产能利用率的水平较低，主要系公司生产线为复合生产线，每条生产线能生产多种产品，产能统计时按单个产品的最大产能统计。

表 4 2015~2017 年公司主要产品的生产情况

| 产品类型    |        | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 硝苯地平控释片 | 产能（万盒） | 3,500  | 3,500  | 3,500  |

<sup>1</sup> 国家食品药品监督管理总局药品审评中心。

<sup>2</sup> 生物等效性，指在同样试验条件下试验制剂和对照标准制剂在药物的吸收程度和速度的统计学差异。

| 产品类型        |          | 2015 年   | 2016 年   | 2017 年   |
|-------------|----------|----------|----------|----------|
|             | 产量（万盒）   | 2,363    | 2,869    | 3,432    |
|             | 产能利用率（%） | 67.51    | 81.97    | 98.06    |
| 马来酸依那普利片    | 产能（万盒）   | 4,375    | 4,375    | 4,375    |
|             | 产量（万盒）   | 2,996    | 3,537    | 3,689    |
|             | 产能利用率（%） | 68.48    | 80.85    | 84.32    |
| 头孢克洛缓释胶囊    | 产能（万盒）   | 1,250    | 1,650    | 1,650    |
|             | 产量（万盒）   | 744      | 1,006    | 559      |
|             | 产能利用率（%） | 59.52    | 60.97    | 33.88    |
| 注射用甲泼尼龙琥珀酸钠 | 产能（万盒）   | 4,000    | 4,000    | 4,000    |
|             | 产量（万盒）   | 2,577    | 3,585    | 4,209    |
|             | 产能利用率（%） | 64.43    | 89.63    | 105.23   |
| 注射用甘露聚糖肽    | 产能（万盒）   | 600      | 600      | 600      |
|             | 产量（万盒）   | 308.20   | 301.05   | 257.04   |
|             | 产能利用率（%） | 51.37    | 50.18    | 42.84    |
| 醋酸奥曲肽注射液    | 产能（万盒）   | 400      | 600      | 600      |
|             | 产量（万盒）   | 160.57   | 201.46   | 167.07   |
|             | 产能利用率（%） | 40.14    | 33.58    | 27.85    |
| 头孢呋辛系列      | 产能（万盒）   | 9,871    | 8,875    | 8,570    |
|             | 产量（万盒）   | 5,396    | 4,937    | 5,263    |
|             | 产能利用率（%） | 54.67    | 57.61    | 61.41    |
| 头孢克肟        | 产能（万盒）   | 10,305   | 11,274   | 10,512   |
|             | 产量（万盒）   | 6,538    | 5,706    | 3,803    |
|             | 产能利用率（%） | 63.44    | 54.28    | 33.73    |
| 尿源生化制品      | 产能（MIU）  | 80,000   | 80,000   | 80,000   |
|             | 产量（MIU）  | 38,740   | 50,390   | 13,963   |
|             | 产能利用率（%） | 48.43    | 62.99    | 17.45    |
| 阿奇霉素        | 产能（吨）    | 400      | 400      | 400      |
|             | 产量（吨）    | 190.42   | 183.30   | 282.55   |
|             | 产能利用率（%） | 47.61    | 45.83    | 70.64    |
| 克拉维酸系列      | 产能（吨）    | 600.00   | 600.00   | 600.00   |
|             | 产量（吨）    | 352.00   | 704.13   | 602.18   |
|             | 产能利用率（%） | 58.67    | 117.36   | 100.36   |
| 阿莫西林        | 产能（吨）    | 7,200    | 10,000   | 10,000   |
|             | 产量（吨）    | 4,998.02 | 5,716.73 | 5,796.71 |
|             | 产能利用率（%） | 69.42    | 57.17    | 57.97    |

资料来源：公司年报

总体看，公司在全国布局生产基地，产品线丰富；公司有较多的产品已展开一致性评价；公司主要产品产能充足，产量上根据市场需求有所调整。

#### 4. 销售

公司主要采用“经销分销+招商代理+学术推广”的销售模式，已建立起遍布全国大部分省区的销售网络。经销分销方面主要同各大资质的药品经销分销商合作，覆盖全国的药品配送渠道；招代理方面通过代理商实现对国内大部分医院和零售终端的覆盖；公司自建以产品为基础的营销团队，开展专业化的学术推广。

公司制剂产品主要为处方药，非处方药占比较低，在终端的定价机制主要执行政府的招标定价。根据公司产品特性和销售经验，制剂产品的销售模式主要分为普药渠道销售与新药学术推广营销：

（1）普药产品由于其患者认知度高，故主要在药品流通领域实现销售。具体表现为：由商务人员综合考虑渠道覆盖资源与能力、市场地位、资信等多方面因素，在各省选定多家一级经销商，签订《年度经销协议书》，将产品销售给经销商。由于两票制的实施，公司与国药控股签订了“自家亲”战略合作协议，在市场化前提下加强与国内最大分销、配送商的合作，提升产品的市场占有率，拉动产品销售。为了保证资金回笼的安全性与及时性，在各省选择的均为具有资质的一级经销商，将普药产品最大限度的在药品流通领域提高铺货率，并建立分销渠道，通过各项宣传和拜访工作，实现产品快速动销与市场广覆盖；（2）新药产品由于其专业知识学术性较强，或者具有一定的临床使用特点，需要使用者（包括经销商销售人员、处方医师与患者）高度掌握产品的特点、使用方法及注意事项。此类产品的销售主要以学术推广来实现。具体表现为：与经销商（含医疗单位药品配送商）签订《年度经销（配送）协议》，由公司负责产品的学术推广工作，不定期的组织、参加各类全国性、区域性的专科学术会议市场活动，以使更多的专业人士熟知我们的产品。公司已在全国大多数省份配备了市场学术推广团队。

原料药销售方面：目标市场分国内、国际两大地区，国内销售额约占 60%，主要面向原料药终端客户销售；国际市场销售额约占 40%，分为注册市场和非注册市场两大渠道销售。

从结算方式来看，公司与下游客户的结算方式包括现金、银行承兑汇票等。公司对下游客户给予的信用期限不等，无授信期限的客户采用先款后货方式，授信客户根据客户的规模、信用情况、公司性质给予不同的信用周期，最长周期不超过 90 天。

从公司主要产品的销量来看，2015~2017 年，硝苯地平控释片和注射用甲泼尼龙琥珀酸钠销量持续增长，年均复合分别增长 20.86%和 13.95%，主要系加大心脑血管类药品和内分泌类药品的市场推广所致；头孢克肟销量持续下滑，年均复合下降 22.87%，主要系受到限制抗生素类用药政策的影响；其余主要产品受到市场需求波动和行业政策影响，产量均呈现波动变化。

从公司主要产品的产销率来看，头孢克洛缓释胶囊受到 2016 年产量大幅增长和 2017 年消化上年库存的影响，产销率出现较大幅度波动，从 2015 年的 106.20%下降至 2016 年的 83.24%，2017 年又上升至 129.03%；尿源生化制品受到 2016 年市场需求大幅下降，2017 年公司主动削减产量消化上年库存的影响，产销率从 2015 年的 92.92%下降至 2016 年的 39.88%，2017 年又上升至 191.65%。其余主要产品产销率都保持着较为稳定的水平，长期维持在 90%以上，产销率高。

表 5 2015~2017 年公司主要产品销量情况（单位：%）

| 项目              | 2015 年 |        |        | 2016 年 |        |        | 2017 年 |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                 | 产量     | 销量     | 产销率    | 产量     | 销量     | 产销率    | 产量     | 销量     | 产销率    |
| 硝苯地平控释片（万盒）     | 2,363  | 2,344  | 99.20  | 2,869  | 2,809  | 97.91  | 3,432  | 3,389  | 98.75  |
| 马来酸依那普利片（万盒）    | 2,996  | 3,030  | 101.13 | 3,537  | 3,398  | 96.07  | 3,689  | 3,465  | 93.93  |
| 头孢克洛缓释胶囊（万盒）    | 744    | 823    | 110.62 | 1,006  | 837    | 83.20  | 559    | 721    | 128.98 |
| 注射用甲泼尼龙琥珀酸钠（万盒） | 2,577  | 2,451  | 95.11  | 3,585  | 3,499  | 97.60  | 4,209  | 4,001  | 95.06  |
| 注射用甘露聚糖肽（万盒）    | 308.20 | 275.25 | 89.30  | 301.05 | 318.87 | 105.92 | 257.04 | 261.67 | 101.80 |
| 醋酸奥曲肽注射液（万盒）    | 160.57 | 163.95 | 102.11 | 201.46 | 194.25 | 96.42  | 167.07 | 166.02 | 99.37  |

|             |          |          |        |          |          |        |          |          |        |
|-------------|----------|----------|--------|----------|----------|--------|----------|----------|--------|
| 头孢呋辛系列（万盒）  | 5,396    | 5,640    | 104.52 | 4,937    | 5,114    | 103.59 | 5,263    | 5,448    | 103.52 |
| 头孢克肟（万盒）    | 6,538    | 7,006    | 107.16 | 5,706    | 5,848    | 102.49 | 3,803    | 4,168    | 109.60 |
| 尿源生化制品（MIU） | 38,740   | 35,998   | 92.92  | 50,390   | 20,962   | 41.60  | 13,963   | 2,5348   | 181.54 |
| 阿奇霉素（吨）     | 190.42   | 187.27   | 98.35  | 145.61   | 134.23   | 92.18  | 282.55   | 278.38   | 98.52  |
| 克拉维酸系列（吨）   | 352.00   | 359.00   | 101.99 | 704.31   | 657      | 93.32  | 602.18   | 592.97   | 98.47  |
| 阿莫西林（吨）     | 4,998.02 | 4,519.30 | 90.42  | 5,716.73 | 5,191.77 | 90.82  | 5,796.71 | 5,453.29 | 94.08  |

资料来源：公司年报

从销售集中度来看，2015 年~2017 年，公司前五名客户销售额分别 17.03 亿元、12.65 亿元和 10.04 亿元，分别占年度销售总额 18.95%、14.86%和 12.05%；其中关联方销售金额分别为 9.39 亿元、3.84 亿元和 0.00 亿元，占年度销售总额的比重为 10.45%、4.21%和 0.00%。受公司产品品种丰富、销售规模较大等因素影响，公司客户集中度较低，关联销售规模逐年减小。

总体看，近年来，公司建立了适合自身情况的销售体系，营销网络覆盖较广；公司采取以销定产的模式，主要产品销售情况良好，产销率高，客户集中度低。

## 5. 在建及拟建项目

公司目前重要的在建、拟建项目共四个，预计总投资额为 21.74 亿元，其中重要在建项目坪山基地建设项目已完成投资 5.68 亿元，项目建设仍需资金 1.31 亿元，项目资金来源于自有资金；其余三个重要拟建项目均为本次可转债的募投项目，项目建设资金总需求为 14.74 亿元。

表 6 截至 2017 年底公司主要在建、拟建项目情况（单位：万元）

| 项目                | 预计总投资             | 2017 年底<br>累计投资  | 未来所需投资            | 资金来源 |
|-------------------|-------------------|------------------|-------------------|------|
| 坪山基地建造项目          | 69,909.36         | 56,762.15        | 13,147.20         | 自有资金 |
| 新型制剂产业战略升级项目      | 107,099.05        | 0.00             | 107,099.05        | 可转债  |
| 威奇达资源综合利用项目       | 11,323.76         | 0.00             | 11,323.76         | 可转债  |
| 威奇达中抗青霉素绿色产业链升级项目 | 29,115.12         | 0.00             | 29,115.12         | 可转债  |
| <b>总计</b>         | <b>217,447.29</b> | <b>56,762.15</b> | <b>160,595.14</b> | --   |

资料来源：公司年报

总体看，公司未来资金需求较大；项目建成后将有助于公司产业升级。

## 6. 经营效率

2016~2017 年，公司应收账款周转次数分别为 7.84 次和 7.06 次，有所下降，主要系公司兼并重组众多企业，应收账款增长所致；总资产周转次数分别为 0.63 次和 0.56 次，有所下降；存货周转次数为 3.02 次和 2.52 次，有所下降。

总体看，公司经营效率有所降低。

## 7. 重大事项

2016 年，公司以 2015 年 9 月 30 日为评估基准日，现代制药向国药控股发行股份购买其持有的国药集团三益药业（芜湖）有限公司 51%股权、国药一心制药有限公司（以下简称国药一心）26%股权，向杭州潭溪投资管理有限公司发行股份购买其持有的国药一心 25%股权；现代制药向国药一致发行股份购买其持有的国药集团致君（深圳）制药有限公司 51%股权、国药集团致君（深圳）坪

山制药有限公司 51%股权、深圳致君医药贸易有限公司 51%股权、坪山基地经营性资产；现代制药向中国医药工业有限公司发行股份购买其持有的国药集团工业有限公司 100%股权、国药威奇达药业有限公司（以下简称“国药威奇达”）67%股权、国药集团汕头金石制药有限公司（以下简称“汕头金石”）80%股权、青海制药（集团）有限责任公司 52.92%股权、国药集团新疆制药有限公司 55%股权；现代制药向自然人韩雁林发行股份及支付现金购买其持有的国药威奇达 33%股权及国药集团大同威奇达中抗制药有限公司 33%股权，其中股份支付比例占支付韩雁林总对价的 95%，现金支付比例占支付韩雁林总对价的 5%；现代制药向杨时浩等 12 名自然人发行股份购买其持有的汕头金石 20%股权。上述资产评估值为 773,864.81 万元。

## 8. 经营关注

### （1）医药政策风险

近年来，随着医药体制改革不断深入，国家对医药行业的监管力度不断加大。药品审批、质量监管、药品招标、“两票制”全国推行、公立医院改革、医保控费等系列政策措施的实施，为整个医药行业的未来发展带来重大影响，使公司面临行业政策变化的风险。

### （2）一致性评价风险

根据国务院办公厅 2016 年 3 月 5 日颁布的《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》及国药食药监总局发布的与一致性评价有关的各项公告，化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，均须开展一致性评价。公司多个产品均需完成仿制药的一致性评价工作，随着 2018 年限期的日益临近，公司面临不能及时完成相关药品一致性评价的风险，将影响公司产品的市场竞争力。

### （3）原材料涨价风险

随着各地环保部门监管力度的增强，部分原料药供应紧张，价格大幅上涨。对于制剂生产企业而言，由于药品价格受招标限价控制，无法将上游原料涨价的压力向下游传递，公司面临盈利空间受到挤压的风险，更严重的是可能面临由于原料药断供导致的无法正常生产风险。

### （4）环保风险

近年来，环保政策趋严，2018 年 1 月 1 日，《环境保护税法》正式实施，将环保费改为环保税。以上法规的实施，均体现了国家加强环境保护、建设美丽中国的决心。因此，制药企业面临环保压力加大、环保工作难度提升和环保费用支出增加等风险。

## 9. 未来发展

公司未来经营发展计划如下：

研发方面，围绕着化学制药工业为主体，生物制药和大健康业务为两翼的三大业务格局，聚焦抗感染、心脑血管、抗肿瘤、麻精药物、代谢及内分泌五大领域，继续推进在产品种的仿制药一致性评价工作；跟进注射剂开展一致性评价后续政策，提前布局注射剂产品的一致性评价。

管理方面，进一步加强内部的协同与融合，推进营销领域的整合协同，持续强化一体化运营管控。通过推进企业间产业链的协同、进行企业间产能的协同配置、实施相同或类似生产工艺、技术的优化共享，实现资源有效利用，降低运营成本。落实大品种战略，全面提升大品种的市场规模和产品竞争力。

生产方面，持续健全安全生产责任体系，根据 MAH<sup>3</sup>制度的全面落实和 GMP、GSP 认证取消后

<sup>3</sup> 药品上市许可持有人制度，指拥有药品技术的药品研发机构、科研人员、药品生产企业等主体，通过提出药品上市许可申请并获得药品上市许可批件，并对药品质量在其整个生命周期内承担主要责任的制度。

的监管形势变化，完善质量及安全管理制度，加强对子公司的监督检查。

人才培养方面，公司围绕主营业务重点发展领域和新兴业务领域，培养复合型经营管理人才、科技人才，构建公司的人才资源管控体系。同时，公司进一步完善薪酬激励措施，推行人工成本管控，完善激励机制和约束机制，并且营造和优化有利于人才发展的制度环境、文化环境和工作环境。

总体看，公司对未来产业布局 and 经营方向有着明确的规划，且切实可行，经营发展成果可期。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年度财务报告经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准的无保留意见的审计报告。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和各项有关规定编制。公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

2016 年，公司完成重大资产重组，合并范围新增 10 家子公司，导致该报告期合并报表数据变动较大，2017 年公司合并范围无变化。考虑到 2015~2016 年公司合并范围变化较大，且新并入子公司规模很大，为增强可比性，本报告财务分析部分所涉及 2015 年数据均使用公司 2016 年年报所披露的经过追溯调整的 2016 年期初数及上期数，即假设 2015 年 1 月 1 日公司已完成对合并范围内主体的吸收合并。公司经过追溯调整后的财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 151.71 亿元，负债合计 75.23 亿元，所有者权益（含少数股东权益）76.48 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 61.73 亿元。2017 年，公司实现营业收入 85.18 亿元，净利润（含少数股东损益）8.19 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.16 亿元；经营活动产生的现金流量净额 23.15 亿元，现金及现金等价物净增加额 7.97 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 159.75 亿元，负债合计 80.69 亿元，所有者权益（含少数股东权益）79.06 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 63.47 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 31.09 亿元，净利润 2.59 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.73 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.48 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.07 亿元。

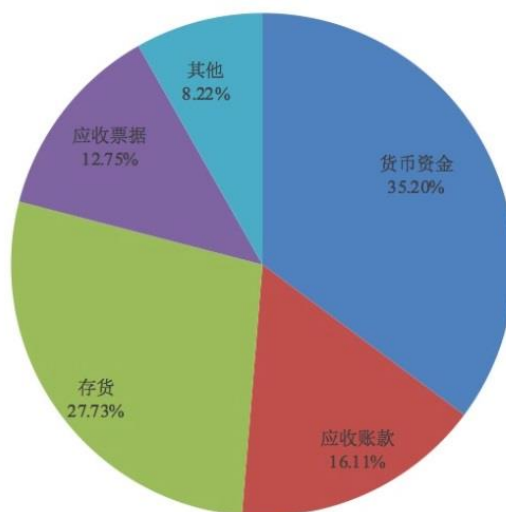
### 2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模持续增长，年均复合增长 4.28%。截至 2017 年底，公司资产总额 151.71 亿元，较年初增长 1.04%；其中流动资产占比 45.61%，非流动资产占比 54.39%，公司资产以非流动资产为主。

#### （1）流动资产

2015~2017 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长率为 11.77%。截至 2017 年底，公司流动资产 69.20 亿元，较年初增长 9.20%，主要系货币资金大幅增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占比 35.20%）、应收票据（占比 12.75%）、应收账款（占比 16.11%）和存货（占比 27.73%）构成，如下图所示。

图6 截至2017年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

公司货币资金主要为银行存款和其他货币资金。2015~2017 年，公司货币资金逐年大幅增长，年均复合增长 40.57%；截至 2017 年底，公司货币资金为 24.36 亿元，较年初增长 48.58%，主要系经营活动产生的现金流量净额大幅增加及完成重大资产重组，配套募集资金到位所致；公司货币资金中有 1.56 亿元银行承兑汇票保证金、贷款保证金，为受限货币资金，占货币资金总额的 6.39%，公司货币资金受限规模较小。

2015~2017 年，公司应收票据波动增长，年均复合增长率为 23.53%。截至 2016 年底，公司应收票据 11.97 亿元，较年初大幅增长 107.13%，主要系公司合并范围扩大所致。截至 2017 年底，公司应收票据 8.82 亿元，较年初减少 26.33%，主要系公司营业收入减少导致公司银行承兑票据减少所致；其中，银行承兑汇票 7.89 亿元（占比 89.48%），商业承兑汇票 0.93 亿元（占比 10.52%）。

2015~2017 年，公司应收账款波动增长，年均复合增长 3.82%。截至 2017 年底，公司应收账款账面价值为 11.15 亿元，较年初减少 6.36%，主要系公司营业收入减少所致。公司的应收账款全部按账龄分析法计提坏账准备，累计计提坏账准备 0.46 亿元，计提比例 4.31%，考虑到公司下游客户主要为信用资质良好的医药商业公司，坏账准备计提较为充分。从账龄来看，1 年以内的占比 98.13%，账龄较短。从集中度来看，按欠款方归集的前五名的应收账款合计占应收账款期末余额的 20.03%，集中度一般，且均为一年内到期的应收账款。

表7 截至2017年底公司按欠款方归集的前五大应收账款情况（单位：元、%）

| 前五大应收方 | 性质   | 账龄    | 金额             | 占应收账款余额的比例 | 计提坏账准备 |
|--------|------|-------|----------------|------------|--------|
| 第一名    | 非关联方 | 1 年以内 | 62,667,000.00  | 5.37       | 0.10   |
| 第二名    | 非关联方 | 1 年以内 | 53,641,677.39  | 4.59       | 0.03   |
| 第三名    | 非关联方 | 1 年以内 | 48,170,122.40  | 4.13       | 0.02   |
| 第四名    | 非关联方 | 1 年以内 | 46,000,000.00  | 3.94       | 0.03   |
| 第五名    | 非关联方 | 1 年以内 | 23,353,230.80  | 2.00       | 0.01   |
| 合计     | --   | --    | 233,832,030.59 | 20.03      | 0.20   |

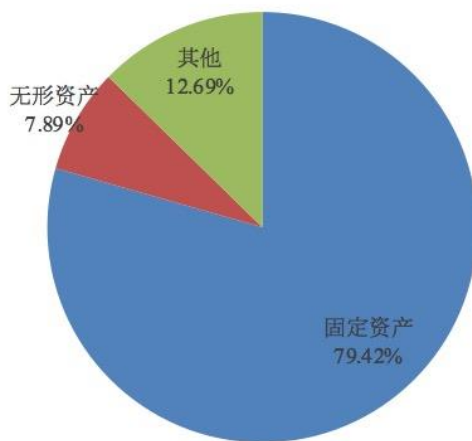
资料来源：公司年报

2015~2017 年，公司存货波动减少，年均复合减少 0.67%。截至 2016 年底，公司存货账面价值为 18.10 亿元，较年初减少 6.94%。截至 2017 年底，公司存货账面价值为 19.19 亿元，较年初上增长 6.03%，系公司部分品种增加备货量所致。公司存货主要由原材料（占比 34.67%）、在产品（占比 27.24%）、库存商品（占比 33.35%）构成；公司针对库存商品计提存货跌价准备累计 0.47 亿元，考虑到公司积极关注原材料供求趋势，建立合理的战略库存储备，并且通过集中采购大宗原材料来提升议价能力，公司总体库存管理良好，存货变现能力较强，存货跌价准备计提合理。

## （2）非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产波动减少，年均复合减少 0.97%；截至 2017 年底，公司非流动资产为 82.51 亿元，较年初减少 4.92%，主要系在建工程减少所致；公司非流动资产以固定资产（占比 79.42%）和无形资产（占比 7.89%）为主。

图7 截至2017年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2015~2017 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 1.90%。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值合计 65.53 亿元，较年初减少 2.81%；固定资产以房屋及建筑物（占比 46.54%）和机器设备（占比 42.68%）为主。截至 2017 年底，固定资产累计计提折旧 35.78 亿元，固定资产成新率为 66.80%，成新率一般。

2015~2017 年，公司无形资产波动减少，年均复合下降 3.26%。截至 2016 年底，公司无形资产 7.08 亿元，较年初增长 1.83%，变化不大。截至 2017 年底，公司无形资产 6.51 亿元，较年初减少 8.09%；公司无形资产主要包括土地使用权（占比 82.35%）和非专利技术（占比 12.16%）；无形资产已累计计提摊销 4.07 亿元。

受限资产方面，截至 2017 年底，公司受限资产包括货币资金、应收票据、固定资产、无形资产以及长期股权投资，账面价值合计 12.97 亿元，占总资产的比例 8.55%，受限资产规模较小，公司所有权或使用权受到限制的资产如下表所示：

表8 截至2017年底公司所有权或使用权受限的资产情况（单位：亿元、%）

| 项目   | 账面价值 | 占总资产比例 | 所有权或使用权受限制的原因   |
|------|------|--------|-----------------|
| 货币资金 | 1.56 | 1.03   | 银行承兑汇票保证金、贷款保证金 |
| 应收票据 | 0.17 | 0.10   | 开具银行承兑汇票质押票据    |

|        |       |      |                    |
|--------|-------|------|--------------------|
| 固定资产   | 5.48  | 3.61 | 贷款抵押及融资租赁抵押        |
| 无形资产   | 0.68  | 0.45 | 贷款抵押               |
| 长期股权投资 | 5.10  | 3.36 | 国药集团容生制药有限公司股权质押借款 |
| 合计     | 12.97 | 8.55 | --                 |

资料来源：公司年报

截至2018年3月底，公司资产合计159.75亿元，较年初增长5.30%；其中流动资产占比48.61%，较年初提高3.00个百分点，非流动资产占比51.39%，整体资产构成较年初变化不大。

总体看，近年来随着经营规模的扩大，公司资产规模稳步提升，资产构成以非流动资产为主；公司流动资产中货币资金、存货及应收账款规模较大；非流动资产以固定资产为主；公司资产受限规模较小；整体看，公司资产质量尚可。

### 3. 负债及所有者权益

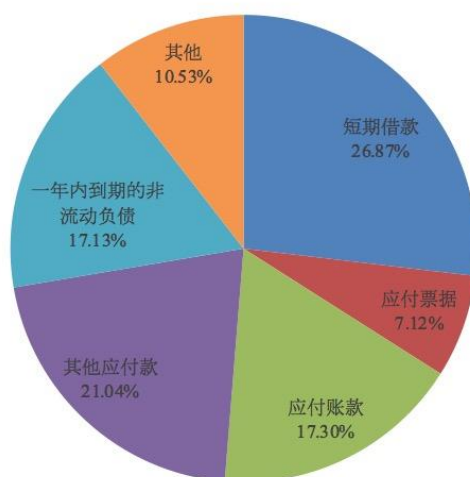
#### (1) 负债

2015~2017年，公司负债规模逐年减少，年均复合减少4.01%。截至2017年底，公司负债合计75.23亿元，较年初减少6.86%，主要系非流动负债大幅减少所致；其中流动负债与非流动负债占比分别为71.65%和28.35%，以流动负债为主。

#### 流动负债

2015~2017年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长7.32%。截至2017年底，公司流动负债合计53.90亿元，较年初增长14.42%，主要系其他应付款大幅增长所致；公司流动负债以短期借款（占比26.87%）、应付票据（占比7.12%）、应付账款（占比17.30%）、其他应付款（占比21.04%）以及一年内到期的非流动负债（占比17.13%）为主。

图8 截至2017年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2015~2017年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长18.97%。截至2017年底，公司短期借款为14.49亿元，较年初增长11.29%，主要系公司为补充流动资金使用信用借款大幅增加所致。公司短期借款由抵押借款（占比3.38%）、保证借款（占比49.77%）和信用借款（占比46.85%）构成。

2015~2017年，公司应付票据逐年减少，年均复合减少31.38%。截至2016年底，公司应付票据6.06亿元，较年初减少25.62%，主要系商业承兑汇票大幅减少所致。截至2017年底，公司应付票

据 3.84 亿元，较年初减少 36.69%，主要系期末公司开具的银行承兑汇票中未到期票据减少所致；公司应付票据包括应付银行承兑汇票（占比 0.17%）和应付商业承兑汇票（99.83%）。

2015~2017 年，公司应付账款波动减少，年均复合减少 1.09%。截至 2016 年底，公司应付账款 7.39 亿元，较年初减少 22.49%，主要系应付工程设备款减少所致。截至 2017 年底，公司应付账款 9.33 亿元，较年初增长 26.20%，主要系应付采购货款大幅增加所致。

2015~2017 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 45.17%。截至 2017 年底，公司其他应付款 11.34 亿元，较年初增长 39.44%，主要系制剂产品收入增长导致应付未付销售服务费相应增加所致。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 5.59%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 9.24 亿元，较年初增长 17.85%，主要系一年内到期的长期借款大幅增加所致。

### 非流动负债

2015~2017 年，公司非流动负债规模逐年减少，年均复合减少 21.78%。截至 2017 年底，公司非流动负债 21.32 亿元，较年初减少 36.64%，主要系长期借款及长期应付款大幅减少所致；相较于流动负债，公司非流动负债规模较小；非流动负债主要包括长期借款（占比 80.98%）、长期应付款（占比 8.80%）和递延收益（占比 7.76%）。

2015~2017 年，公司长期借款波动减少，年均复合减少 21.86%。截至 2017 年底，公司长期借款为 17.27 亿元，较年初大幅减少 39.40%，主要系公司部分长期借款临近到期计入一年内到期的非流动负债所致。公司长期借款 2019 年到期 4.43 亿元，2020 年到期 2.71 亿元，集中偿付压力不大。

2015~2017 年，公司长期应付款逐年减少，年均复合减少 24.73%。截至 2016 年底，公司长期应付款为 2.61 亿元，较年初减少 21.11%，主要系预收搬迁补偿款减少所致。截至 2017 年底，公司长期应付款为 1.88 亿元，较年初减少 28.19%，主要系融资租赁款减少以及公司已还清预收搬迁补偿款所致。

2015~2017 年，公司递延收益逐年减少，年均复合减少 14.36%。截至 2017 年底，公司递延收益 1.65 亿元，较年初减少 14.39%，主要系政府补助拨款及产品促销减少所致。

债务方面，2015~2017 年，公司全部债务规模波动减少，年均复合减少 7.55%。截至 2017 年底，公司全部债务合计 43.16 亿元，债务结构方面，公司短期债务占比 55.61%，长期债务占比 44.39%，以短期债务为主。债务比率方面，2015~2017 年，公司资产负债率分别为 58.53%、53.79%和 49.59%，全部债务资本化比率分别为 46.60%、42.98%和 36.08%；长期债务资本化比率分别为 34.04%、30.85%和 20.03%。整体看，公司债务以短期债务为主，债务结构有待调整；近几年公司整体债务负担有所减轻。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 80.69 亿元，较年初增长 7.26%；其中流动负债 60.14 亿元（占比 74.53%），较年初增长 11.57%，主要系短期借款和应付账款增加所致；非流动负债 20.55 亿元（占比 25.47%），较年初减少 13.32%。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 43.87 亿元；其中短期债务 25.46 亿元（占比 58.02%），长期债务 18.42 亿元（占比 41.98%），公司仍以短期债务为主。

总体看，近年来公司负债规模逐年减少，以流动负债为主；公司债务以短期债务为主，债务结构有待调整；受债务规模减小影响，公司整体债务负担有所减轻。

### （2）所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 14.96%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 76.48 亿元，较年初增长 10.22%，主要系股本以及未分配利润大幅增长所致。其中，股本

由 2.87 亿元增长至 11.09 亿元，主要系公司完成重大资产重组及配套募集资金到位所致；未分配利润较年初增长 17.92%。归属于母公司的所有者权益为 61.73 亿元（占比 80.72%），较年初增长 8.23%；归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（占比 17.98%）、资本公积（占比 41.47%）和未分配利润（占比 37.81%）构成，所有者权益稳定性尚可。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 79.06 亿元，权益结构较年初变动较小。

总体看，公司所有者权益逐年增长，以实收资本、资本公积以及未分配利润为主，权益稳定性尚可。

#### 4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入波动减少，分别为 89.88 亿元、91.26 亿元和 85.18 亿元，年均复合减少 2.65%。2017 年，受国家“限抗、限辅、限麻”等行业政策的影响，公司战略品种抗生素类药物原料药和中间体的销售收入下滑，导致公司营业收入较上年同期减少 6.66%。2015~2017 年，公司营业成本持续减少，分别为 58.55 亿元、58.27 亿元和 48.27 亿元，年均复合减少 9.21%。受公司节能降耗、降本增效以及调整公司产品战略结构等影响，2017 年，公司营业成本较上年减少 17.17%。2015~2017 年，公司营业利润波动减少，分别为 9.89 亿元、8.98 亿元和 9.46 亿元，年均复合减少 2.18%；公司净利润持续减少，三年分别为 8.90 亿元、8.54 亿元和 8.19 亿元，主要系公司营业收入减少、期间费用增加及营业外收入减少所致。

期间费用方面，2015~2017 年，随着经营规模不断扩大，公司期间费用逐年增长，年均复合增长 15.08%。2017 年，公司期间费用 27.34 亿元，较上年增长 22.99%，其中销售费用占比 54.50%、管理费用占比 35.58%、财务费用占比 9.92%，以销售费用和管理费用为主。2015~2017 年，公司销售费用分别为 9.18 亿元、10.10 亿元和 14.90 亿元，年均复合增长 27.38%；2017 年较上年增长 47.59%，主要系公司加大市场营销力度导致销售服务费增长所致；公司管理费用持续增长，年均复合增长 6.25%；公司财务费用波动减少，分别为 2.85 亿元、2.59 亿元和 2.71 亿元，年均复合减少 2.35%。2015~2017 年，公司费用收入比分别为 22.97%、24.36%和 32.10%，呈逐年上升的趋势，公司期间费用对利润有一定侵蚀，费用控制能力有待提升。

2015~2017 年，公司营业外收入分别为 1.01 亿元、1.61 亿元和 0.29 亿元，2017 年大幅减少主要系会计政策变更后，政府补助计入其他收益所致；占利润总额的比重为 3.05%，公司营业外收入主要为政府补助及废品收入所得，对利润总额贡献不大。

从盈利指标来看，2016~2017 年，公司营业利润率有所上升，分别为 34.81%和 41.72%；公司总资产收益率有所下降，分别为 3.72%和 3.99%；总资产报酬率分别为 9.17%和 8.00%，净资产收益率分别为 13.42%和 11.22%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 31.09 亿元，同比增长 31.36%；实现净利润 2.59 亿元，同比增长 3.93%。

总体看，近三年，公司营业收入有所减少，费用控制能力有待提升，整体盈利能力良好。

#### 5. 现金流

从经营活动来看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入波动减少，分别为 91.22 亿元、76.13 亿元和 86.80 亿元，年均复合减少 2.46%；公司经营活动现金流出逐年减少，分别为 74.57 亿元、67.75 亿元和 63.65 亿元，年均复合减少 7.61%；受上述因素影响，近三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 16.66 亿元、8.39 亿元和 23.15 亿元，年均复合增长 17.88%；2017 年公司经营活动现金

流量净额较上年增长 176.01%，主要系公司经营回款比例增加以及公司通过精细化管控实现降本增效导致购买商品支付现金较上年大幅减少所致。从收入实现质量来看，2015~2017 年，公司现金收入比分别为 98.01%、80.23%和 97.53%，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入逐年减少，年均复合减少 72.63%，分别为 6.02 亿元、8.03 亿元和 0.45 亿元，2017 年较上年大幅减少 94.39%，主要系公司 2017 年收回投资收到的现金及取得投资收益收到的现金减少所致。2015~2017 年，公司投资活动现金流出大幅减少，分别为 9.42 亿元、8.68 亿元和 1.84 亿元，年均复合减少 55.81%，2017 年大幅减少主要系工程、设备投入金额减少所致；受上述因素影响，2015~2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 3.40 亿元、0.65 亿元和-1.39 亿元。

从筹资活动来看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入逐年减少，分别为 39.41 亿元、37.87 亿元和 26.39 亿元，年均复合减少 18.17%；公司筹资活动现金流出分别为 50.86 亿元、40.47 亿元和 40.14 亿元，年均复合减少 11.16%；受以上因素影响，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-11.45 亿元、-2.60 亿元和-13.76 亿元，主要系公司经营性现金流表现良好，主动性降低融资规模，优化资本结构所致。

2018年1~3月，公司经营活动现金流净额2.48亿元，投资活动现金流净额-0.59亿元，筹资活动现金流净额0.22亿元。

总体看，近年来，公司经营活动现金流净额波动增加，收入实现质量一般；投资活动及融资活动保持现金净流出。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 1.18 倍、1.35 倍和 1.28 倍，公司流动资产能够完全覆盖流动负债；公司速动比率分别为 0.77 倍、0.96 倍和 0.93 倍，整体处于较好水平；公司现金短期债务比分别为 0.88 倍、1.33 倍和 1.38 倍，公司现金类资产对短期债务覆盖能力较好。整体看，公司短期偿债能力良好。

从长期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 13.87 亿元、13.56 亿元和 12.36 亿元，年均复合减少 5.62%，主要系利润总额逐年减少所致；截至 2017 年底，公司 EBITDA 中折旧、摊销、利息支出和利润总额的占比分别为 2.27%、0.01%、20.53%和 77.18%，以利润总额为主。从长期偿债能力指标看，近三年，EBITDA 利息倍数分别为 4.20 倍、4.65 倍和 4.87 倍，EBITDA 对利息的保障程度较高且持续上升；EBITDA 全部债务比分别为 0.27 倍、0.26 倍和 0.29 倍，EBITDA 对全部债务保障程度较低；整体看，公司长期偿债能力良好。

截至2017年底，公司无重大未决诉讼事项和对外担保事项。根据中国人民银行企业信用报告（G1023010300177070Q），截至2018年3月30日，公司已结清业务和未结清业务均无关注类和不良违约类信息，公司信用状况良好。

截至 2018 年 3 月 31 日，公司从各商业银行获得的银行授信总额为 95.80 亿元，其中已使用额度为 43.66 亿元，未用额度为 52.14 亿元，公司间接融资渠道良好。公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

总体看，考虑到公司作为国药集团旗下统一的化学药平台，在股东背景、经营规模、药品种类等方面的综合竞争优势，公司整体偿债能力很强。

## 八、本次可转换公司债券偿债能力分析

### 1. 本次可转换公司债券的发行对目前负债的影响

截至2018年3月底,公司全部债务为43.87亿元,本次债券预计发行总规模为不超过人民币20.35亿元,为目前公司全部债务的46.39%,对公司债务规模影响较大。

以2018年3月底财务数据为基础,假设本次债券募集资金净额为20.35亿元,本次债券各期全部发行完成后,在其它因素不变的情况下,公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率将上升至32.90%、44.82%和56.10%,较发债前分别上升14.01个百分点、9.13个百分点和5.59个百分点,债务负担有所加重,但仍处于合理水平。

### 2. 本次可转换公司债券偿债能力分析

以2017年相关财务数据为基础,公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为本次可转换公司债券发行额度(20.35亿元)的0.61倍和4.27倍,EBITDA与经营现金流入量对本次可转换公司债券的覆盖程度较高;经营活动现金净流量为本次公司债券发行额度(20.35亿元)的1.14倍,对本次可转换公司债券的覆盖程度较高。

从本次可转换公司债券的发行条款来看,由于公司做出了转股修正条款(任意连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价低于当期转股价格的80%时,公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决),可能会降低转股价;同时制定了赎回条款(到期赎回条款:在本次发行的可转债期满后5个交易日内,公司将赎回未实施转股的可转债。具体赎回价格提请股东大会授权董事会根据市场情况与保荐人协商确定;以及有条件赎回条款:公司A股股票连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%(含),或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足3,000万元时,公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券),有利于促进债券持有人转股。公司还制定了回售条款(有条件回售条款:公司A股股票在任何连续30个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时,可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司;附加回售条款:若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化,根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的,可转债持有人享有一次回售的权利),上述条款有利于鼓励投资者将持有的债券转股。本次可转换公司债券发行后,考虑到未来转股因素,预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能,同时,公司募投项目未来发展前景较好,进入运营期后会提升公司的盈利能力,综合来看,公司偿债能力将进一步增强。

## 九、综合评价

公司作为国药集团旗下统一的化学药平台,在股东支持、品牌知名度、业务规模、药物种类、产业布局以及研发能力等方面具有综合竞争优势。近年来,公司通过重大资产重组整合了国药集团旗下化学药业务,资产规模较大,整体经营情况较稳定,债务负担持续减轻,经营活动现金流状况良好。同时,联合评级也关注到医药行业政策变化加大、公司原料药收入规模下降、存货和应收账款规模较大以及存在短期偿债压力等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

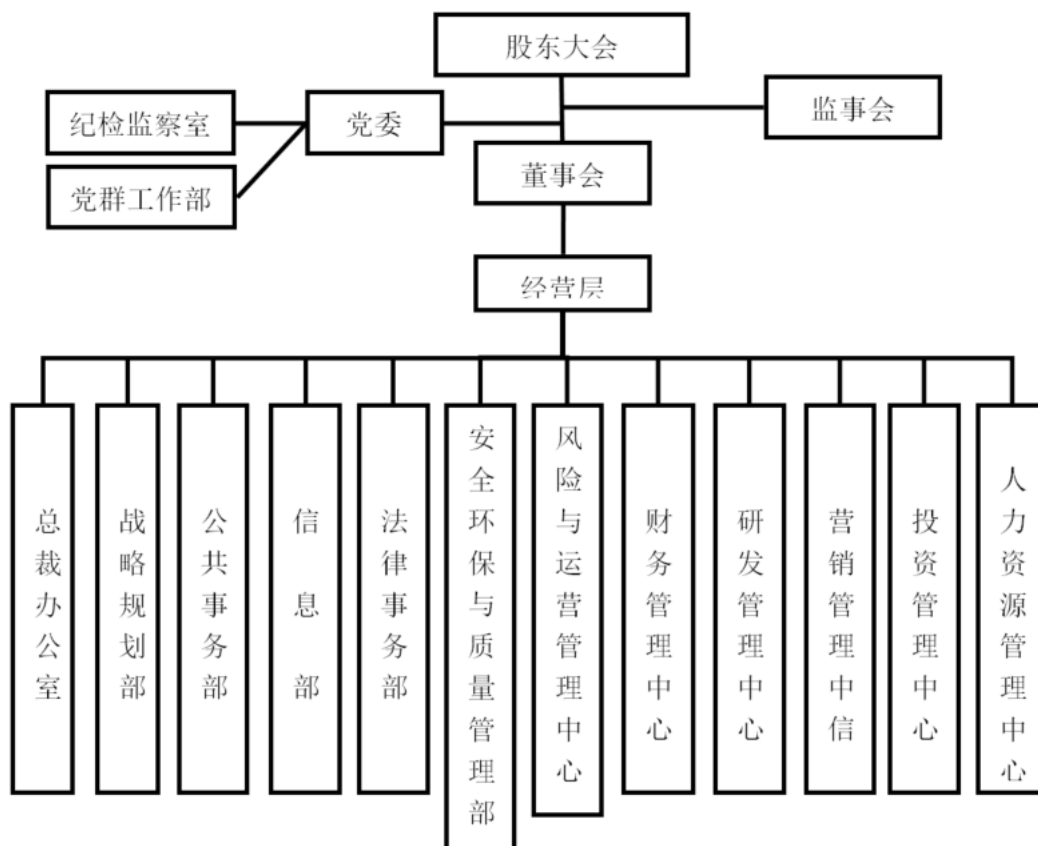
未来随着公司内部整合力度的进一步加大、产品线的不断丰富以及与国药集团协同效应的强化,

公司收入和盈利规模有望获得进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次可转换公司债券募投项目前景较好；从本次可转换公司债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款来看，本次可转换债券转股的可能性较大；考虑到未来转股因素，预计公司的资本结构有进一步优化的可能，偿债压力将得以减轻。

基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 上海现代制药股份有限公司组织结构图



## 附件 2 上海现代制药股份有限公司

### 主要财务指标

| 项目               | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 3 月 |
|------------------|--------|--------|--------|------------|
| 资产总额（亿元）         | 139.52 | 150.15 | 151.71 | 159.75     |
| 所有者权益（亿元）        | 57.87  | 69.38  | 76.48  | 79.06      |
| 短期债务（亿元）         | 20.64  | 21.35  | 24.00  | 25.46      |
| 长期债务（亿元）         | 29.86  | 30.95  | 19.16  | 18.42      |
| 全部债务（亿元）         | 50.49  | 52.30  | 43.16  | 43.87      |
| 营业收入（亿元）         | 89.88  | 91.26  | 85.18  | 31.09      |
| 净利润（亿元）          | 8.90   | 8.54   | 8.19   | 2.59       |
| EBITDA（亿元）       | 13.87  | 13.56  | 12.36  | --         |
| 经营性净现金流（亿元）      | 16.66  | 8.39   | 23.15  | 2.48       |
| 应收账款周转次数（次）      | --     | 7.84   | 7.06   | --         |
| 存货周转次数（次）        | --     | 3.02   | 2.52   | --         |
| 总资产周转次数（次）       | --     | 0.63   | 0.56   | 0.20       |
| 现金收入比率（%）        | 98.01  | 80.23  | 97.53  | 65.87      |
| 总资本收益率（%）        | --     | 9.41   | 8.56   | --         |
| 总资产报酬率（%）        | --     | 9.17   | 8.00   | --         |
| 净资产收益率（%）        | --     | 13.42  | 11.22  | 3.33       |
| 营业利润率（%）         | 34.09  | 34.81  | 41.72  | 46.78      |
| 费用收入比（%）         | 22.97  | 24.36  | 32.10  | 36.57      |
| 资产负债率（%）         | 58.53  | 53.79  | 49.59  | 50.51      |
| 全部债务资本化比率（%）     | 46.60  | 42.98  | 36.08  | 35.69      |
| 长期债务资本化比率（%）     | 34.04  | 30.85  | 20.03  | 18.89      |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 4.20   | 4.65   | 4.87   | --         |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.27   | 0.26   | 0.29   | --         |
| 流动比率（倍）          | 1.18   | 1.35   | 1.28   | 1.29       |
| 速动比率（倍）          | 0.77   | 0.96   | 0.93   | 0.95       |
| 现金短期债务比（倍）       | 0.88   | 1.33   | 1.38   | 1.29       |
| 经营现金流流动负债比率（%）   | 35.59  | 17.80  | 42.94  | 4.12       |
| EBITDA/本次发债额度（倍） | 0.68   | 0.67   | 0.61   | --         |

注：1、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；2、如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3、本报告所涉及 2015 年数据均使用公司 2016 年年报所披露的经过追溯调整的 2016 年年初数及上期数，即假设 2015 年 1 月 1 日公司已完成对合并范围内主体的吸收合并；4、公司 2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。5、公司长期应付款主要为融资租赁款，已计入长期债务。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

| 指标名称              | 计算公式                                                                                          |
|-------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>       |                                                                                               |
| 年均增长率             | (1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期 ×100%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1] ×100% |
| <b>经营效率指标</b>     |                                                                                               |
| 应收账款周转率           | 营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]                                                                |
| 存货周转率             | 营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]                                                                    |
| 总资产周转率            | 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%                                                                   |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                               |
| 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%                                                                 |
| <b>财务构成指标</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 / (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                                                                            |
| <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                                                                               |
| 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)                                                             |
| <b>本次公司债券偿债能力</b> |                                                                                               |
| 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

## 联合信用评级有限公司关于 上海现代制药股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年上海现代制药股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

上海现代制药股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。上海现代制药股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注上海现代制药股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现上海现代制药股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如上海现代制药股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至上海现代制药股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送上海现代制药股份有限公司、监管部门等。

