跟 踪 评 级 公 告

联合 [2016]675 号

陕西必康制药集团控股有限公司：

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

陕西必康制药集团控股有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

陕西必康制药集团控股有限公司公开发行的“15 必康债”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年 六月二十二日

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

陕西必康制药集团控股有限公司
公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 必康债	8 亿元	5 年	AA	AA	2015 年 9 月 6 日

跟踪评级时间：2016 年 6 月 22 日

主要财务数据：

项　目	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	31.63	51.53
所有者权益(亿元)	13.74	24.92
长期债务(亿元)	0.75	14.08
全部债务(亿元)	3.27	18.09
营业收入(亿元)	18.06	20.23
净利润(亿元)	4.84	5.68
EBITDA(亿元)	6.36	7.49
经营性净现金流(亿元)	4.37	6.85
营业利润率(%)	57.58	60.16
净资产收益率(%)	20.98	29.40
资产负债率(%)	56.56	51.65
全部债务资本化比率(%)	19.22	42.07
流动比率	0.82	1.59
EBITDA 全部债务比	1.95	0.41
EBITDA 利息倍数(倍)	93.50	19.44
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.80	0.94

注：本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对陕西必康制药集团控股有限公司（以下简称“陕西必康”或“公司”）的跟踪评级，反映了公司作为一家现代化大型医药制药企业，在市场定位、产品种类、营销模式等方面仍然具备一定的竞争优势。跟踪期内，公司适应市场需求，积极调整产品结构，资产规模、收入规模及盈利能力有所提升，整体生产经营状况稳定。同时联合评级也关注到，公司研发投入较低、管理水平有待提高、产品质量风险、面临较大资金支出压力、债务负担大幅加重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2015 年 12 月，公司通过借壳江苏九九久科技股份有限公司（以下简称“九九久”）上市成功，进一步扩大生产规模，直接融资能力得到显著提升，有效缓解债务压力；同时，公司品牌知名度也获得有效提升。

基于对公司主体及公司债券偿还能力的综合评估，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15必康债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．跟踪期内，公司成功借壳上市，直接融资能力与品牌知名度大幅提升。

2．公司适应市场需求，积极调整产品结构，营业收入及盈利能力均有所提升，经营活动现金流状况良好。

3．公司主要原材料采购均价明显下降，有利于公司成本控制。

关注

1．公司在建工程规模较大，未来资金支出压力较大。

2．研发投入增幅低于销售收入增幅，整

体研发投入有待提升。

3．跟踪期内，由于公司债券的发行，公司债务负担大幅加重。

分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

郑　鹏

电话：010-85172818

邮箱：zhengp@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

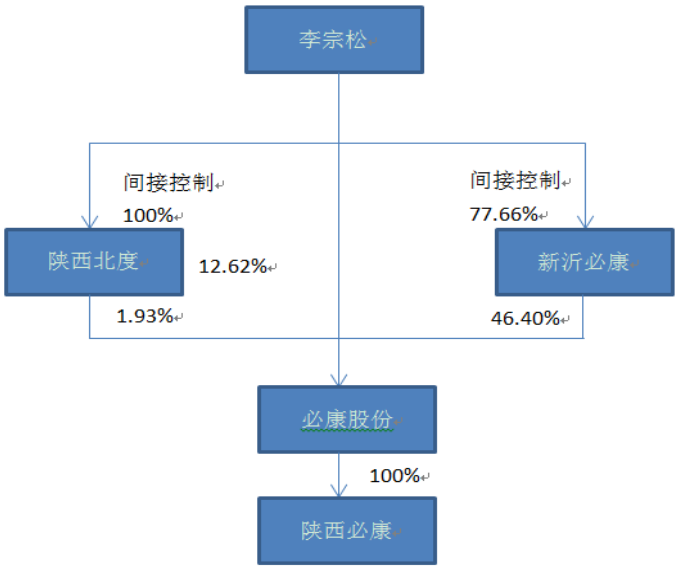
陕西必康制药集团控股有限公司（以下简称“陕西必康”或“公司”）前身为陕西必康制药有限责任公司，2013年3月更为现名。公司初始注册资本总额为1,100万元，李宗松持股80%、谷晓嘉持股20%。

2015年2月，深圳市创新投资集团有限公司（以下简称“深创投”）、上海萃竹股权投资管理中心（有限合伙）（以下简称“上海萃竹”）对公司增资，公司注册资本增至108,350.04万元；同时，新沂必康新医药产业综合体投资有限公司（以下简称“新沂必康”）将其持有的公司11.15%的股权转让给北京阳光融汇医疗健康产业成长投资管理中心（有限合伙）（以下简称“阳光融汇”），将11.11%的股权转让给华夏人寿保险股份有限公司（以下简称“华夏人寿”）。

2015年12月，公司全体股东以其持有的陕西必康的股权用于认购江苏九九久科技股份有限公司（以下简称“九九久”）发行的股份，并于2015年12月15日在商洛市工商行政管理局完成了相关股权变更的工商登记手续。陕西必康成为九九久的全资子公司，注册资本未发生变化。九九久更名为江苏必康制药股份有限公司（股票简称：必康股份；股票代码：002411.SZ），此次股权变更由瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）于2015年12月16日出具瑞华验字[2015]41040010号验资报告进行审验。

截至2016年4月底，公司注册资本108,350.04万元，必康股份持有公司100%的股权，为公司的控股股东；李宗松为公司的实际控制人。公司股权结构如下图所示。

图1　截至2016年4月底公司股权结构图



资料来源：联合评级整理

经营范围：中药材收购；大容量注射剂、小容量注射剂、片剂、颗粒剂、糖浆剂、软胶囊剂、软膏、乳膏、口服液、口服溶液、胶囊剂的生产（药品生产许可证有效期至 2020 年 12 月 31 日）。

截至 2015 年底，公司下设财务部、资金部、质量部、生产基地、项目部等 17 个职能部门（详见附件 1）。截至 2015 年底，下设全资二级子公司 9 家，控股二级子公司 3 家，较年初减少 2 家。截至 2015 年底，公司员工共 3,600 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 51.53 亿元，负债合计 26.62 亿元，所有者权益（含少数股东权益）24.92 亿元，其中归属于母公司所有者权益 24.80 亿元。2015 年公司实现营业收入 20.23 亿元，净利润（含少数股东损益）5.68 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 5.68 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.85 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.84 亿元。

公司注册地址：陕西省山阳县城东；法定代表人：李宗松。

二、债券发行及募集资金使用情况

根据中国证监会于 2015 年 11 月 25 日“证件许可[2015]2727 号”文核准。公司于 2015 年 12 月 7 日公开发行公司债券（以下简称“本次债券”）。本次债券募集资金 8 亿元，债券期限为 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，起息日为 2015 年 12 月 7 日。本次债券简称:“15 必康债”,于 2015 年 12 月 31 日在上海证券交易所上市,债券代码:“136070.SH”。本次债券利率 4.68%，采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

截至 2016 年 5 月底，本次公开发行公司债券募集资金已经使用完毕，本次债券发行总额为 8 亿元，扣除各项发行费用后，实际募集资金净额为 7.92 元，其中 2.91 亿元用于补充公司流动资金，5.00 亿元用于补充公司子公司必康制药新沂集团控股有限公司（原必康制药江苏有限公司，以下简称“必康新沂”）流动资金。截至 2016 年 5 月底，本次债券尚未到达第一个付息日。

三、行业分析

公司主营业务为中成药制造和销售，属于中医药行业。

1. 医药行业概况

中药行业是我国医药行业的重要组成部分，随着人们健康观念的转变以及中药现代化进程的推进，相对于西药等化学药，中药以其源于天然、毒副作用小、疗效显著、价格相对经济的优势，正日益受到人们的关注。进入 21 世纪以来发展迅速，中药产业产值在“十一五”期间年复合增长率高达 22%，高于整个医药行业的增长率。

中药按其是否经过加工或加工程度不同可依次分为中药材、中药饮片和中成药三个环节。中药行业产业链包括上游的中药材、中药饮片，中游的中药材加工和中成药制造，下游主要供给于内需和出口。从价值分布情况来看，中药产业链上游的毛利率较高，其中中药材贸易毛利率约为 44%，中药饮片毛利率约为 38%，而中药配方颗粒则达到了 45%左右；中成药制造企业的毛利率各企业之间差异较大，平均毛利率为 34%左右；医药流通毛利率一般在 5%~9%左右。中成药位于中药产业链的中游，是产业链中最关键的组成部分。

近年来主要中药材品种出现供过于求的局面，同时受国内宏观和微观低迷大环境的影响，2015 年大部分中药价格延续了 2014 年低迷的态势。从主要中药材品种价格来看，2015 年太子参价格基本维持了稳定且相对合理的水平，全年市场价格维持在 40~60 元/千克；虫草价格在上半年维持稳定，下半年稍有回升；进口西洋参因供不应求市场价格保持上涨；三七价格自 2010 年初以来除 5 月份出现较大下降外，一直呈波动上涨态势，从 2012 年 3 月份开始，三七市场供求失衡状况加剧，价格迅速上涨，触及 790 元/公斤高点，2013~2015 年，三七因供求关系逆转，价格不断下降；丹参价格自 2013 年起保持相对稳定。整体上看，2015 年中药材价格仍持续走低，中药材价格走

势有利于中成药企业控制成本。

从下游情况看，受人口老龄化、医疗保障体系逐步完善等因素的影响，中药需求较为旺盛。根据《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》指出，2001~2020 年是快速老龄化阶段，我国已经进入老龄化社会，2015 年 65 周岁及以上人口 13,755 万人，占总人口的 10.1%，老年人口的增多，必然会带动药品、保健品消费的增加，从而刺激中药材、中药饮片及中成药等中药产品特别是滋补营养类中药产品（如人参等）的需求。同时，2009 年以来，我国政府推出的新医改方案，持续建设及完善覆盖城乡居民的医疗保障体系，扩大基本医疗保险覆盖面。

价格方面，2014 年国内药品降价趋势相对温和。国家统计局数据显示，2014 年 12 月末我国中西药品及保健类药品商品零售价格指数为 101.5，较年初的 102.1 下降了 0.6 个点，整体零售价格呈现逐月下降态势。在医保筹资压力影响下，价格下降是基药招标的主要发展趋势，2015 年药品降价效应进一步显现。

总体看，中药行业上游原材料价格波动较大，下游需求较为旺盛，药品整体价格呈下降趋势。

2．行业发展竞争格局

目前国内中药企业同质化竞争较为严重，且多数为中小企业，销售收入达到十亿的大型中药企业数目相对较少，产业集中度较低。从竞争力情况来看，拥有自有品牌和核心专利的中药企业在同业竞争中具有较大优势。目前我国中药行业已形成一批知名品牌企业，如同仁堂、天士力、云南白药、东阿阿胶等，拥有众多享誉市场的产品。上述企业大多拥有全流程产业链：在上游建立自有原料基地，并积极向产业链下游延伸。部分企业除与多家医院等销售终端建立稳定合作关系，还拥有控股的医院资产，如康美药业、益佰制药、华润三九等。此外，很多企业还积极发展其它产品，如西药或者保健品、药妆、医疗器械等。鉴于中药行业的市场空间大、发展迅速，加之大型企业往往具有相对独立、稳定的销售渠道，且中药产品具有一定的地理区域性特征，因此，行业内优势企业之间的直接竞争程度较低。目前阶段，中药行业的大型企业之间多致力于维系技术交流、建立良好的沟通关系，一方面是为了自身的迅速壮大，另一方面也是为了引导行业向规范化、标准化的道路上发展。总体看来，优势企业间产生直接市场竞争的程度较低。

同时，中药也呈现出行业市场化程度较高的特点。积极的国家产业政策为中医药行业的发展创造了宽松的政策环境，总体来看，在规范市场准入、炮制工艺、原材料及产品质量的前提下，中药行业市场的竞争环境，特别是产品价格相对透明，竞争参与者均可以通过不同渠道，从公开市场获得不同时间、不同地区、不同种类的中药价格信息，部分专业信息平台甚至形成了专业化的价格指数，为行业产品的综合价格变化情况提供参考。

总体看，我国中医药行业经过数千年的传承发展，目前呈现行业的市场化程度较高、直接竞争程度较低的特点。

3．行业关注

我国中药企业研发和创新能力薄弱

目前我国中药企业每年投入研发的费用平均约占销售收入的 1.5%左右，远远低于美国市场 17%~18%的研发投入水平，较低的研发投入导致中药企业研发能力薄弱。从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。我国中药行业研发以企业为主的机制尚未形成，研发投入不足，严重制约了我国中药制造业国际竞争力的提高。此外，中药产业长期存在“重销售、轻研发”的现象，企业创新能力严重不足，产品不能按现代科学技术对有效成份的作用机理和靶向部位进行明确，使中药产品很难进入国际市场，也一定程度

制约了中药制药企业的发展。

药品降价将会影响中药制造企业利润水平

目前我国药品定价采取政府定价、政府指导价、市场调节价三种定价方式，其中列入国家基本医疗保险目录的 1,000 多种药品与医保药品目录以外具有垄断性生产、经营的药品实行政府定价和指导价；其他药品实行市场调节价。自 1997 年以来，我国连续约 30 次下调部分药品的最高零售价格，但由于医药产品特殊的价值分配关系，国家对医药零售价格的下调不可避免地转嫁给医药生产企业。从长期看，国家发改委将着手从体制上解决药价虚高的问题，但降价将直接影响到中药生产企业的经济效益。

品牌壁垒

中药行业中产品的差异通常表现在药品适应症、药品质量、药品包装、药品外形、药品疗效及售后服务上，它使同一产业内不同企业的产品减少了可替代性，使顾客对某一药品产生忠诚度，形成品牌基础。此外，药品服用者尤其是中成药服用者用药习惯一般比较稳定，对使用中的品牌忠诚度较高，在顾客对现有品牌已经产生偏好的情况下，新建的中药企业为了改变消费者的选择习惯，获取客户信任并建立其对新建企业品牌的忠诚，必须付出巨额的营销费用，并且需要经历较长的品牌培育期。因此，买方“先入为主”的观念和现有中药企业创立的“先发优势”往往使行业新进入者支付高昂代价，构成了中药行业的品牌壁垒。

总体来看，由于我国医疗卫生体系的逐步完善，居民用药需求的增长趋于稳定，药品流通市场销售增速有所放缓，致使对行业发展产生较大压力，促使行业内企业对经营模式进行调整，并推动电子商务和医药流通行业合作发展。

四、管理分析

截至 2016 年 3 月底，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化。目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作良好。

五、经营情况

1．经营概况

2015 年，公司营业收入为 20.23 亿元，同比增长 12.04%，主要系公司 GMP（药品生产质量管理规范）改造完成，产品供应充足以及市场对安胃胶囊、八正片、补肾强身胶囊等药品需求增加所致；实现营业利润 6.90 亿元，同比增长 16.85%；实现净利润 5.68 亿元，同比增长 17.49%。

从具体产品收入构成来看，2014~2015 年，公司片剂、胶囊、颗粒剂、口服液[1]和溶液剂的收入金额合计占主营业务收入总额的比例分别为 97.80%和 99.41%。由于市场需求以及公司为保证整体利润调整各类产品结构，各产品收入占比有所变化。2015 年，公司片剂、胶囊和溶液剂收入的占比有所上升，颗粒剂和口服液收入的占比均下降。

[1]片剂主要为风痛宁片、复方丹参片、八正片；颗粒剂主要为小儿化痰止咳颗粒、银翘解毒颗粒、小儿感冒颗粒；胶囊主要为五酯软胶囊、安胃胶囊、补肾强身胶囊；口服液主要为枸橼酸铁铵维 B1 糖浆Ⅱ。

表 1　2014~2015 年公司营业收入情况（单位：亿元，%，百分点）

产品名称	2014 年			2015 年			收入变化	毛利率变化
	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率		
片剂	6.27	34.70	53.09	7.74	38.26	62.11	23.44	增长 9.02
胶囊	2.35	13.01	85.43	4.36	21.53	82.25	85.53	下降 3.18
颗粒剂	5.02	27.81	43.06	4.62	22.85	35.72	-7.97	下降 7.34
口服液	2.71	14.98	76.62	1.72	8.48	76.37	-36.53	下降 0.25
溶液剂	1.32	7.30	62.85	1.68	8.29	61.26	27.27	下降 1.59
其它	0.40	2.20	52.95	0.12	0.59	55.38	-70.00	增长 2.43
合计	**18.06**	**100.00**	**58.75**	**20.23**	**100.00**	**61.44**	12.02	**增长 2.69**

资料来源：公司审计报告

从毛利率情况来看，2015 年公司片剂毛利率从 53.09%上升至 62.11%，主要是系公司将部分片剂产品的包装规格进行调整，产品价格大幅上升所致；胶囊毛利率由 85.43%下降至 82.25%，主要系胶囊成本大幅上升所致，但胶囊成本在胶囊产品成本构成中占比较小，胶囊材料成本的增加对产品成本影响较小，公司胶囊产品仍保持较高的毛利水平；颗粒剂毛利率由 43.06%下降至 35.72%，主要系受供应商提升原材料价格影响，颗粒剂成本上升所致；口服液和溶液剂毛利率分别保持在 76%和 60%以上，较上年变化不大，均保持较高水平。2015 年，公司综合毛利率由 58.75%上升 2.69 个百分点至 61.44%，综合毛利率仍保持了较高水平。

总体看，公司主营业务突出，收入规模稳定增长，综合毛利率仍保持较高水平。

2．采购情况

公司确定了“以产订采”的采购模式。付款方式为压批付款，滚动结算。原材料检验方面，材料进厂后，物料管理员会同质保部依“装箱单”核对材料名称、规格并清点数量；质保部针对不同批号进行抽样，并依据药典标准进行检验，检验结果出具检验报告；中药材现场进行药材性状的真伪鉴别，并出具检测报告；物料管理人员依据合格的检验报告办理入库手续。

公司原材料主要由中药材、辅料、包材构成，占总成本的比重分别为 59.21%、14.84%和 24.01%。

从采购量看，2015 年，随着公司销售规模的扩大，原材料采购量较大幅增长 90.63%至 27.47 万吨，由于需求较大的新药材所需原材料成分构成变化较大影响，中药材采购量增长 41.07%至 1.58 万吨，辅料采购量较上年下降 20.00%至 1.40 万吨，由于公司片剂产品更换包装，包材采购量大幅增长至 22.40 万吨。其他材料主要为燃煤等。

从采购价格看，主要原材料采购均价均有所下降，其中，近两年受市场上中药材价格下降影响影响，中药材和辅料采购均价分别较上年下降 23.27%和 17.14%至 24.40 元/kg 和 5.80 元/kg，上游化工、造纸等行业景气度下滑影响，公司包材的采购均价逐年下降。主要原材料价格下降有利于公司成本控制。

表 2　2014~2015 年公司原材料采购情况

原材料	2014 年		2015 年		采购量变化率	采购均价变化
	采购量	采购均价	采购量	采购均价		
中药材	1.12 万吨	31.80 元/kg	1.58 万吨	24.40 元/kg	41.07%	-23.27%
辅料	1.75 万吨	7.00 元/kg	1.40 万吨	5.80 元/kg	-20.00%	-17.14%
包材	11.54 亿个	0.12 元/个	22.40 亿个	0.08 元/个	94.11%	-33.33%
其他	--	--	2.09 万吨	601 元/吨	--	--

资料来源：公司提供

从供应商集中度来看，2015 年公司前五名采购客户采购金额合计 3.25 亿元，较上年下降 1.38

亿元，占采购总额的比重由 67.29%下降至 50.01%，供应商集中度有所下降，但仍处于较高水平，供应商集中对原材料提供形成保障，有利于提高生产效率，但未来若上游供应商出现断货情况，公司将面临原材料短缺风险。

表 3　2015 年公司前五大供应商情况（单位：亿元，%）

供应商名称	采购金额	占采购总额比重
安徽盛海堂中药饮片有限公司	1.22	18.86
太安堂（亳州）中药饮片有限公司	0.64	9.93
亳州市宏宇中药饮片有限公司	0.48	7.32
安徽珍宝岛医药药材贸易有限公司	0.46	7.10
亳州市长生中药饮片有限公司	0.44	6.80
合计	**3.25**	**50.01**

资料来源：公司提供

总体看，公司主要原材料采购量均有所增长，采购均价明显下降，有利于公司成本控制，同时公司原材料供应商集中度较高。

3．生产情况

公司主要产品为风痛宁片、复方丹参片、小儿化痰止咳颗粒、银翘解毒颗粒、小儿感冒颗粒、枸橼酸铁铵维 B1 糖浆Ⅱ、五酯软胶囊、安胃胶囊、八正片和补肾强身胶囊等 10 类产品。2015 年公司各产品生产量可在同剂型药品之间进行调整，公司采取“以销定产”的生产模式，公司依据下游需求变化，积极调整产品结构，集中资源发展胃胶囊、八正片和补肾强身胶囊三个产品。

产能方面，2014~2015 年，公司产能较为稳定，其中胶囊（含软硬胶囊）理论产能 136,000 万粒，颗粒剂理论产能 160,000 万袋，片剂理论产能 10,070,000 万片，口服液理论产能 60,000 万支，产能规模能够满足公司生产销售需求。从产能利用率来看，胶囊产品产能利用率达到 98.61%，颗粒剂、片剂和口服液产能利用率分别为 38.37%、43.76%和 33.69%，总体看，公司部分剂型产品产能利用率有待提升。

表 4　截至 2015 年末公司康各剂型产品产能情况

类别	单位	理论产能	产量	产能利用率（%）
胶囊（含硬胶囊与软胶囊）	万粒	136,000.00	134,109.45	98.61
颗粒剂	万袋	160,000.00	61,390.03	38.37
片剂	万片	1,070,000.00	468,220.8	43.76
口服液	万支	60,000.00	20,214	33.69

资料来源：公司提供
注：上述理论产能系根据生产线关键设备的每小时产能，按照假设每天工作八小时，每年工作 300 天计算得出。实际生产过程中，受到生产线维护、生产品类切换等因素的影响，实际产能通常低于理论产能。

产量方面，2014~2015 年，由于公司采取以销定产的销售策略，各主要产品产量随着销量的波动而波动，安胃胶囊、八正片和补肾强身胶囊，产品产量大幅增长，受益于产品包装升级，小儿感冒颗粒产量有所增长，其余风痛宁片、复方丹参片、小儿化痰止咳颗粒、银翘解毒颗粒、枸橼酸铁铵维 B1 糖浆Ⅱ和五酯软胶囊产量则大幅下降。2016 年，由于供应商重庆市全新祥盛生物制药有限公司提供的枸橼酸铁铵维 B1 糖浆Ⅱ原材料不合格，陕西必康原材料被召回且枸橼酸铁铵维 B1 糖浆Ⅱ产品停止生产。公司七种主要产品的产量情况如下表所示。

表 5　2014~2015 年公司主要十类产品产量情况

产品	单位	2014 年	2015 年
风痛宁片	万片	30,003.84	28,008.72
复方丹参片	万片	227,243.52	4,129.92
小儿化痰止咳颗粒	万袋	15,491.04	840.72
银翘解毒颗粒	万袋	15,354.13	1,301.87
小儿感冒颗粒	万袋	12,789.63	18,282.10
枸橼酸铁铵维 B1 糖浆Ⅱ	万瓶	1,410.85	637.59
五酯软胶囊	万粒	9,108.50	5,540.83
安胃胶囊	万粒	6,436.8	75,467.52
八正片	万片	4,967.52	42,206.74
补肾强身胶囊	万粒	13,721.24	53,101.09

资料来源：公司提供

由于市场需求及公司产能规模较大等原因，公司未来将执行双班生产，主要集中于片剂、颗粒和硬胶囊剂生产，其它剂型需求量较小，暂时保持现有生产情况。

总体看，公司产能稳定，受公司营销需求影响，公司调整生产结构，各产品产量变化较大，未来以生产颗粒、片剂和硬胶囊型产品为主。

4．销售情况

从公司主要产品销量情况来看，风痛宁片销量略有减少；由于调整产品结构，复方丹参片和银翘解毒颗粒销量大幅下降，分别较上年下降 98.08%和 92.27%；小儿化痰止咳颗粒是国家重点监控产品，故公司只保证个别重点客户的需求，产量持续下降，2015 年仅销售 856.08 万袋；五酯软胶囊因个别省份在招标过程中价格未达公司要求，公司为保证利润减少该产品产量，导致产品销量持续下降；枸橼酸铁铵维 B1 糖浆Ⅱ由于原材料召回问题，销量大幅减少。根据市场需求，公司 2014 年新增补肾强身胶囊、八正片、安胃胶囊等新药产品销售，新产品市场认可度较好，2015 年销量较上年分别上涨了 2.86 倍、7.33 倍和 10.78 倍，带动了收入规模的扩大。从产销率看，2015 年公司各类产品产销率均达到 90%以上，公司产销率较好。具体销量情况如下表所示：

表 6　2014~2015 年公司产品销量及产销率情况

产品	单位	2014 年		2015 年	
		销量	产销率（%）	销量	产销率（%）
风痛宁片	万片	29,805.12	99.34	28,322.64	101.12
复方丹参片	万片	227,211.84	99.99	4,360.32	105.58
小儿化痰止咳颗粒	万袋	15,476.52	99.91	856.08	101.83
银翘解毒颗粒	万袋	15,295.21	99.62	1,181.99	90.79
小儿感冒颗粒	万袋	13,112.98	102.53	18,269.42	99.93
枸橼酸铁铵维B1糖浆Ⅱ	万瓶	1,399.00	99.16	644.36	101.06
五酯软胶囊	万粒	9,168.34	100.66	5,566.75	100.47
安胃胶囊	万粒	6,410.88	99.60	75,499.2	100.04
八正片	万片	5,069.76	102.06	42,206.74	100.00
补肾强身胶囊	万粒	13,776.54	100.40	53,137.04	100.07

资料来源：公司提供

从产品价格看，2015 年，除银翘解毒颗粒销售价格略有下降外，其他产品价格大部分稳定上升；其中风痛宁片上涨 5.26%，复方丹参片上涨 5.34%，小儿化痰止咳颗粒上涨 5.29%，小儿感冒颗粒上涨 15.08%，枸橼酸铁铵维 B1 糖浆Ⅱ上涨 5.30%，五酯软胶囊上涨 6.24%，安胃胶囊、八

正片和补肾强身胶囊价格比较稳定。

表 7　2014~2015 年公司主要产品的价格情况（单位：元）

主要产品	单位	2014 年	2015 年
风痛宁片	每万片	6,697.14	7,049.15
复方丹参片	每万片	730.77	769.80
小儿化痰止咳颗粒	每万袋	7,792.58	8,205.13
银翘解毒颗粒	每万袋	5,848.86	5,361.76
小儿感冒颗粒	每万袋	6,199.39	7,134.50
枸橼酸铁铵维 B1 糖浆Ⅱ	每万瓶	124,507.55	131,111.11
五酯软胶囊	每万粒	16,349.11	17,369.24
安胃胶囊	每万粒	2,625.00	2,624.71
八正片	每万片	8,250.00	8,014.64
补肾强身胶囊	每万粒	3,666.67	3,666.69

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，公司销售模式为下游商业公司买断模式，但由于产品种类丰富，下游合作商业公司较多，客户集中度较低。2015 年主要合作客户有陕西御隆药业有限责任公司、南京健耀医药贸易有限公司和重庆奥克大华医药有限公司等，均以银行电汇方式结算，销售渠道畅通。2015 年公司前五名客户集中度由 2014 年的 3.58%大幅提升至 19.64%，主要系公司为了规避资金回笼风险，对一级商业渠道进行整合所致。客户集中度大幅提高一定程度提高了公司集中销售的风险。2015 年公司前五大客户情况如下表所示。

表 8　2015 年公司前五名客户情况 （单位：亿元，%）

销售商名称	销售金额	占销售总额比重
陕西御隆药业有限责任公司	1.00	4.94
南京健耀医药贸易有限公司	0.94	4.67
重庆奥克大华医药有限公司	0.72	3.56
江西康力药品物流有限公司	0.67	3.30
陕西金邦医药有限公司	0.64	3.17
合计	**3.97**	**19.64**

资料来源：公司提供

总体看，公司主要产品价格稳定上升；由于产品结构调整，各产品销量变化较大。下游商业公司买断模式确保了公司销售渠道的畅通，且公司产品线丰富，客户集中度不高。

5．研发投入

公司设立有独立的研发机构“必康制药集团新药研发中心”（以下简称“研发中心”），是以中药、化学药及原料药、保健食品和大健康食品研制和开发为主的研究机构。研发中心所下设中药室、化学合成室、制剂室、保健品室及分析测试中心和新药信息中心等。2015 年，公司研发技术人员无变化，研发情况较为稳定。研发人员共 36 人，从技术层面来看，公司共有高级研发人员 6 人、中级研发人员 13、一般技术人员 17 人；从学历构成来看，公司共有博士 2 人、硕士 12 人，其余人员均为本科以上学历。

研发中心配备有 Agilent1260 和 1120 液相色谱仪、岛津 10Atvp 液相色谱仪、戴安 UltiMate3000 液相色谱仪，配有二极管阵列（DAD）、SPD－6V 紫外可见等检测器；Agilent GC7820 气相色谱仪，TU-1800S 紫外可见分光光度计，全自动电位滴定仪，进口旋转蒸发仪，YSEI 药物稳定性试

验箱，自动旋光测定仪，荧光检测仪，BECKMANJ－6 冷冻高效离心机，CHRIST 冷冻干燥箱等。研发中心仪器设备齐全，基础条件较好。

研发中心主要进行新药工艺研究开发、质量研究和安全性研究，主要研究领域包括抗艾滋病、肝病、降血脂、镇痛、糖尿病等。公司目前在研的新药包括阿托伐他汀钙原料及片剂、替加环素原料及冻干粉、莫西沙星原料及滴眼液、甲磺酸伊马替尼原料及片剂、盐酸替卡格雷原料及片剂、达比加群酯原料药及胶囊等。

公司近两年管理费用中研发费用及其他分别为 0.18 亿元和 0.21 亿元，占营业收入的比重分别为 0.96%和 1.04%。研发投入增长幅度小于销售收入增幅，整体研发投入有待提升。

总体看，公司研发机构人员素质较高，设备较为齐全。但从近两年的研发投入来看，其表现与销售增幅不匹配，公司研发投入有待提升。

6．重大项目

公司重大的在建项目为“制药生产线技改搬迁项目”，该项目建设地位于江苏新沂经济开发区，项目建设规划占地面积约 544.86 亩，项目建设按照 GLP、GCP、GMP、GSP 标准，建设内容主要涉及生产车间、危险品仓库、蒸汽分配站及配套设施用房的建设；生产设备的购置、安装与调试；厂区围墙、道路、绿化、管网等室外公用工程；预计总投资 46.52 亿元，其中，建设投资 43.05 亿元，铺底流动资金 3.47 亿元。根据公司的投资计划，项目所需资金由建设单位自筹解决 40%以上，即项目资本金率不低于 40%。

截至 2015 年末，公司已投入 23.21 亿元，尚需投入 23.31 亿元。项目预计于 2017 年末建成。项目建成后预计可年产医疗器械（一次性输液器、无菌手套等）3,320 万袋（盒），片剂 23,220 万瓶（袋），颗粒剂 2,900 万盒，硬胶囊剂 4,200 万盒（瓶），口服液、外用液体 3,750 万瓶（盒），糖浆剂 2,160 万瓶（盒），软膏 400 万支，软胶囊剂 5,000 万盒，眼科用药 24,500 万盒，中药提取 6,600 吨，激素（针剂、滴眼剂）3,500 万盒，大输液 3,150 万瓶，小容量注射剂 2,500 万盒，西林瓶冻干、粉针针剂 160 万支，预充填针剂 320 万支的生产规模。考虑到 2015 年公司颗粒、片剂和口服液产能利用率较低，在建工程完工后产能增大，公司部分产品剂型存在一定产能过剩风险。

此外，公司 2015 年新增陕西山阳基地的改造项目，预计投资 58.10 亿元，截至 2015 年末，已完成投资 3.8 亿元，未来三年尚需投入 54.30 亿元，未来面临较大资金支出压力。公司在建项目情况如下表所示。

表 9　公司未来三年在建项目情况　（单位：亿元）

项目名称	施工进度	资金来源	计划投资	截至 2015 年末已完成投资	计划投资金额		
					2016 年	2017 年	2018 年
制药生产线技改搬迁项目	2017 年 2 月试生产	企业自筹	46.52	23.21	17.70	5.61	--
山阳基地二期项目（制剂）	2016 年 6 月末试生产	企业自筹	4.80	2.91	1.89	--	--
山阳基地提取扩建项目	2016 年 3 月开始设计；2016 年 6 月动工；2017 年 3 月试生产；2017 年 6 完成认证	企业自筹	3.30	--	2.80	0.50	--
山阳基地三期项目	2016 年 5 月开始设计；2016 年 8 月动工；2018 年 10 月全投产	企业自筹	50.00	--	5.00	30.00	15.00
合计	--	--	**104.62**	**26.12**	**27.39**	**36.11**	**15.00**

资料来源：公司提供

总体看，公司目前在建项目投资规模较大，未来资金支出压力较大；未来项目建成后，公司主要产品产能将大幅增加，预计公司销售规模将进一步扩大。

7．重大事项

2015 年 12 月，九九久经中国证券监督管理委员会《关于核准江苏九九久科技股份有限公司向新沂必康新医药产业综合体投资有限公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2015]2914 号）同意，向新沂必康、阳光融汇、华夏人寿、上海萃竹、陕西北度新材料科技有限公司（以下简称“陕西北度”）、深创投发行股份，购买其持有的公司 64.2445%、11.1500%、11.1112%、8.5967%、2.6754%、2.2222%的股权。同时向李宗松、周新基、陈耀民、薛俊、何建东非公开发行股票募集配套资金，募集资金总额不超过本次交易总额的 25%。交易完成后，九九久持有公司 100%股权。2016 年 2 月，九九久名称变更为江苏必康制药股份有限公司。2016 年 3 月，上述变更事项工商登记变更手续已办理完毕。

总体看，公司控股股东作为上市公司，可以通过直接融资在二级市场上进行筹资，能够有效减轻公司债务压力，提高公司品牌知名度，提升公司效益。但联合评级也关注到，公司与九九久在业务、人员、资产上需要进一步整合，存在一定的整合风险。

8．经营关注

研发投入不足风险

公司 2014~2015 年研发投入金额分别为 0.53 亿元和 0.62 亿元，占营业收入的比重分别为 2.95%和 3.05%。公司 2014~2015 年销售增幅分别为 15.33%和 12.02%，研发投入增幅低于销售增幅，整体研发水平不高。未来，随着公司产能的不断扩大，公司若不能开拓新产品，其产销量增速或将受到限制。

药品质量风险

原材料和药品质量直接关系到患者的生命安全，因此质量控制是中药企业生产和管理的重中之重。2015 年陕西必康供应商重庆市全新祥盛生物制药有限公司（以下简称“祥盛生物制药”）提供的原材料因质量问题被召回，导致枸橼酸铁铵维 B1 糖浆Ⅱ停产，进而影响到陕西必康声誉及生产经营状况。

经营管理风险

公司重大资产重组实施完毕后，伴随公司投资项目的实施和规模的壮大，思想观念、产品结构、市场领域、资产规模、员工队伍都将发生变化，公司组织结构和管理体系趋于复杂化，公司的经营决策、风险控制的难度增加，对公司管理团队的管理水平及驾驭经营风险的能力带来挑战。

资金压力带来的风险

公司在建工程规模较大，未来面临较大规模资金支出压力。若公司未来融资渠道不畅，无法满足公司融资需求，将对未来公司生产经营产生不利影响。

9．未来发展

在资源整合方面，公司将在未来两至三年进一步强化在眼科、儿科和心脑血管领域的产品，加强在这些领域内的产品深度，增强产品竞争力；同时新增在抗肿瘤、妇科、骨科等领域的产品，扩大公司产品的治疗领域，提升核心竞争力。在重点产品上，公司要确保博士宝宝儿童药系列进入行业内第一梯队品牌序列；同时打造唯正重点产品系列，包括补血补益系列、感冒清热解毒系列药、风湿骨病系列、心脑血管系列、消化系列、泌尿系列等核心产品，迅速抢占成熟市场，使

之成为国内基层医疗机构用药系列产品主导品牌。

在渠道整合方面，公司将全力开发以中小连锁、单体药店、村卫生室、诊所为主的第三终端市场，并以全国大型连锁药店进行战略合作快速向第二终端靠近；以国家医保和国家基药产品向大中城市、县级医院处方药市场的第一终端迈进。

在终端整合方面，公司将进一步在全国健全营销网络体系，不断强化商业渠道的梳理，与医院、商业渠道、零售连锁建立良好的合作关系；实现从医院、社区到乡村诊所，从中小连锁到单体药店的全面覆盖；形成了多层次、立体化、全辐射的营销网络，形成集约式的商业合作模式，通过强大的资金后盾战略联盟解决了散小乱的现状。

总体看，公司战略发展规划清晰，发展目标明确。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2014~2015 年财务报表已由瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并对审计报告出具了标准无保留的审计意见。公司执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》及其后颁布的相关规定（“新会计准则”）的要求。

近两年公司合并报表范围有所变化，2014 年公司合并范围新增 2 家公司，因处置减少 1 家公司；2015 年公司合并范围因《委托管理协议》到期而未续签减少 1 家公司；属于同一控制下企业合并的事项，公司按照会计准则均已追溯至 2012 年，合并报表范围的变化对公司财务数据可比性影响较小。截至 2015 年底，公司合并报表的子公司共 14 家。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 51.53 亿元，负债合计 26.62 亿元，所有者权益（含少数股东权益）24.92 亿元，其中归属于母公司所有者权益 24.80 亿元。2015 年公司实现营业收入 20.23 亿元，净利润（含少数股东损益）5.68 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 5.68 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.85 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.84 亿元。

2．资产质量

截至2015年底，公司资产总额51.53亿元，较年初大幅增长62.90%，主要位非流动资产规模大幅增长。资产总额中，流动资产和非流动资产分别占比37.56%和62.44%，资产构成仍以非流动资产为主。

流动资产

截至2015年底，公司流动资产合计19.36亿元，较年初增长38.69%，主要系货币资金及应收账款规模的扩大所致；主要由货币资金（占比54.95%）和应收账款（占比36.70%）构成。其余的流动资产主要包括预付款项、其他应收款及存货等，占比均未超过5%，占比较小。

截至2015年底，货币资金10.64亿元，较年初大幅增长173.33%，主要系公司2015年12月发行8亿元公司债券（期限5年）募集资金到账所致。其中使用受限的货币资金2.14亿元，占比为20.12%，全部为公司向银行申请开具无条件、不可撤销的担保函所存入的保证金。

截至2015年底，公司应收账款账面价值为7.10亿元，较年初增长47.46%，主要系公司通过新版 GMP 认证后，为扩大糖浆剂型产品及其他产品的销售和配送，同时原有商业销量递增客户申请增加账期，经公司商业评估增加一级商业资信额度延长账期所致。公司已对应收账款计提坏账准备0.56亿元，计提比例7.34%，计提较为充分。从账龄结构上看，应收账款1年以内占比95.84%，平均账龄时间较短，出现坏账风险的可能性小。

非流动资产

截至2015年底，公司非流动资产合计32.17亿元，较年初大幅增长82.01%，主要来自在建工程的增长。公司非流动资产主要由固定资产（占比9.73%）、在建工程（占比74.03%）及其他非流动资产（占比9.04%）构成。

截至2015年底，公司固定资产原值6.33亿元，较年初增长2.26%。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比53.71%）、机器设备（占比41.39%）、运输设备（占比3.16%）、电子设备（占比0.78%）、办公设备（占比0.92%）组成。截至2015年底，固定资产账面价值3.13亿元，累计折旧3.18亿元，公司计提减值准备237.52万元，固定资产成新率为49.45%，成新率较低。

截至2015年底，公司在建工程合计23.82亿元，较年初大幅增长97.48%，主要系公司山阳基地二期改扩建项目、糖浆车间 GMP 改造项目、子公司必康制药新沂现有车间 GMP 改造、必康新沂开发区综合体工业厂房增加所致。

截至2015年底，公司其他非流动资产2.91亿元，全部为当年新增，系公司支付山阳基地二期建设项目预付工程款增加所致。

截至2015年底，公司受限制资产账面价值为2.14亿元，主要是公司开具不可撤销担保函，存入的保证金2.14亿元，受限比例较小。

总体来看，跟踪期内，公司资产仍以非流动资产为主，资产构成较为稳定；应收账款增长较快，在建工程占比进一步加大，但公司现金类资产较为充足，整体资产质量尚可。

3．负债和所有者权益

负债

截至2015年底，公司负债合计26.62亿元，较年初大幅增长48.75%，主要来自非流动负债的增长，其中流动负债和非流动负债分别占比45.65%和54.35%，构成仍以非流动负债为主。

在流动负债方面，截至2015年底，公司流动负债合计12.15亿元，较年初大幅下降28.27%，主要来自于其他应付款的减少，公司流动负债主要由应付票据（占比16.46%）、应付账款（占比24.18%）、其他应付款（占比18.71%）和其他流动负债（占比12.46%）构成。

截至2015年底，公司应付票据合计2.00亿元，较年初下降0.02亿元。

截至2015年底，公司应付账款合计2.94亿元，较年初大幅增长159.36%，主要系随着业务规模的扩大，公司物资采购金额增加所致。从账龄上看，1年以内应付账款为2.77亿元，占比94.22%。

截至2015年底，公司其他应付款为2.27亿元，较年初下降52.31%，主要系部分其他应付款转增资本公积所致。从账龄看，主要为3年以上的其他应付款占比61.17%，主要为公司向红杉资本顾问咨询（北京）有限公司和海纳百川投资管理咨询（上海）有限公司的未到期借款。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债1.51亿元，其中一年内到期的长期借款0.63亿元，一年内到期的融资租赁款0.88亿元。

在非流动负债方面，截至2015年底，公司非流动负债合计14.47亿元，较年初大幅增长14.15倍，主要来自于长期借款、应付债券和长期应付款的增长；主要由长期借款（占比34.04%）、应付债券（占比54.75%）和长期应付款（占比8.51%）构成。

截至2015年底，公司长期借款4.93亿元，较年初增长556.67%，主要系必康新沂增加招商银行长期借款所致。其中抵押借款4.38亿元，占比88.84%；保证借款0.55亿元，占比11.16%，0.4亿元将于2018年到期，0亿元将于2019年到期，公司短期内集中偿付压力较小。

截至2015年底，公司新增应付债券7.92亿元，为公司2015年12月发行的“15必康债”；新增长

期应付款1.23亿元，全部为应付融资租赁款。

截至2015年底，公司全部债务合计18.09亿元，较年初大幅增长453.21%，主要来自长期债务的增长，其中短期债务4.01亿元，较年初增长59.29%、长期债务14.08亿元，较年初增长1,777.01%，短期债务和长期债务分别占比22.17%和77.83%。截至2015年底，公司资产负债率为51.65%，较年初下降4.91个百分点；全部债务资本化比率为42.07%，较年初上升22.85个百分点；长期债务资本化比率为36.10%，较年初上升30.92个百分点。公司整体债务负担明显加重，但仍处于合理水平。

总体看，跟踪期内，由于成功发行公司债券，公司负债规模有所增长，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 24.92 亿元，较年初增长 81.31%，主要系公司增资扩股所致。截至 2015 年底，公司所有者权益中归属于母公司的所有者权益为 24.80 亿元，少数股东权益为 1.20 亿元。归属于母公司的所有者权益中实收资本 10.84 亿元（占比 43.49%），资本公积 6.02 亿元（占比 24.15%），盈余公积 3.49 亿元（占比 14.02%），未分配利润 4.45 亿元（占比 17.87%）。公司所有者权益中，资本公积和实收资本占比较大，权益结构稳定性较好。

总体看，跟踪期内，由于增资扩股，公司所有者权益大幅增长，且权益结构稳定性较好。

4．盈利能力

2015年，受益于需求增长，公司实现营业收入20.23亿元，同比增长12.04%；公司营业成本也相应增至7.80亿元，同比增长4.70%；实现利润总额6.87亿元，同比增长17.46%；实现净利润5.68亿元，实现归属母公司所有者的净利润5.68亿元。公司营业利润率较上年上升2.59个百分点至60.17%。

在期间费用方面，2015年公司期间费用总额5.03亿元，较上年增长11.29%，主要来自财务费用增长。公司费用构成中，销售费用占比69.33%；管理费用占比24.74%；财务费用占比5.93%。2015年，公司销售费用为3.49亿元，较上年下降3.14%；管理费用为1.25亿元，较上年增长34.11%，主要由于公司支付给中介结构的费用及职工薪酬增长所致；公司财务费用由上年的-83.40万元大幅增长至2,985.87万元，主要系公司2015年债务规模增长使得利息支出大幅增加所致。2015年，公司费用收入比较上年下降0.17个百分点至24.87%，处于行业合理水平。

在盈利能力指标方面，2015年公司主营业务毛利率由上年的58.75%升至61.44%，营业利润率由上年的57.58%上升至60.17%。2015年公司利润总额同比增长17.49%，带动公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别较上年提升1.40个百分点、2.48个百分点和8.42个百分点，分别为19.54%、16.96%和29.40%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模和盈利水平保持平稳增长，盈利能力较强。

5．现金流

从经营活动来看，2015年，公司经营活动流入现金21.98亿元，较上年小幅增长1.94%；公司经营活动流出现金15.13亿元，较上年下降11.99%，主要系购买商品及、接受劳务延长资金支付账期所致。受上述因素影响，2015年公司经营活动产生的现金净流入6.85亿元，较上年大幅增长56.73%；现金收入比为101.76%，较上年的107.61%下降5.85个百分点，但收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2015年，公司投资活动流入现金0.23亿元，较上年减少75.72%，主要系公司赎回理财产品的现金流入减少所致；公司投资活动流出现金18.40亿元，较上年增长9.01%，主要为公司在建项目较多导致现金流出所致。受上述因素影响，2015年公司投资活动产生的现金流

量净流出18.17亿元，较上年多流出14.03%。

从筹资活动来看，2015年，公司筹资活动流入现金为28.97亿元，较上年增长10.12%，主要系公司发行8亿元“15必康债”所致，其中发行债券收到现金7.92元，取得借款收到现金5.83亿元，主要由取得银行借款和融资租赁回售收到的现金构成；公司筹资活动流出现金12.81亿元，较上年大幅下降27.86%，主要系分配股利支付的现金减少所致。受上述因素影响，2015年公司筹资活动产生的现金流量净额为16.16亿元，较上年增长88.98%。

总体看，公司经营活动现金流量规模保持稳定，收入实现质量尚可；公司经营性净现金流无法满足资金需求，仍有较大的外部融资需求。

6．偿债能力

截至2015年底，公司全部债务较年初大幅增长453.26%至18.09亿元，其中短期债务4.01亿元，较年初增加59.29%；长期债务14.08亿元，较年初增长1,777.01%。

从短期偿债指标看，随着公司流动资产的增长，2015年底公司流动比率由上年底的0.82倍上升到1.59倍，速动比率由上年底的0.77倍上升到1.54倍。2015年底，公司现金类资产规模较上年底大幅增长，现金短期债务比由上年底的1.56倍上升到2.69倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较高。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2015年，公司 EBITDA 为7.49亿元，较上年增长17.63%，主要系2015年公司收入规模增大带动利润总额随之增加所致。2015年，公司 EBITDA 由折旧（占比4.09%）、摊销（占比1.69%）、计入财务费用的利息支出（占比2.41%）和利润总额（占比91.81%）。2015年，公司 EBITDA 利息倍数由2014年的93.50倍下降至19.44倍，EBITDA 全部债务比由2014年的1.95倍下降至0.41倍，EBITDA 对全部债务的保障能力有所下降，但仍处于较强水平。

截至 2016 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2016 年 3 月底，公司无重大诉讼情况。

截至 2015 年底，公司获得银行授信额度为 7.95 亿元，其中尚未使用的授信额度为 1.10 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1061102400000240R），截至 2016 年 5 月 6 日，公司已还清的债务信息概要中，存在 5 笔不良类贷款信息记录、21 笔关注类贷款信息记录；公司无未结清的信贷信息记录。

总体看，跟踪期内，公司现金类资产较为充足，整体偿债能力仍然较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达10.79亿元，约为“15必康债”债券本金（8亿元）的1.35倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达24.92亿元，约为债券本金（8亿元）的3.12倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15必康债”债券的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司 EBITDA 为7.49亿元，约为债券本金（8亿元）的0.94倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入21.98亿元，约为债券本金（8亿元）的2.75倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内知名医药生产企业之一，核心产品的市场竞争力强，在行业地位、业务规模、营销渠道和盈利能力等方面具有的优势，联合评级认为，公司对“15必康债”债券的偿还能力仍然较强。

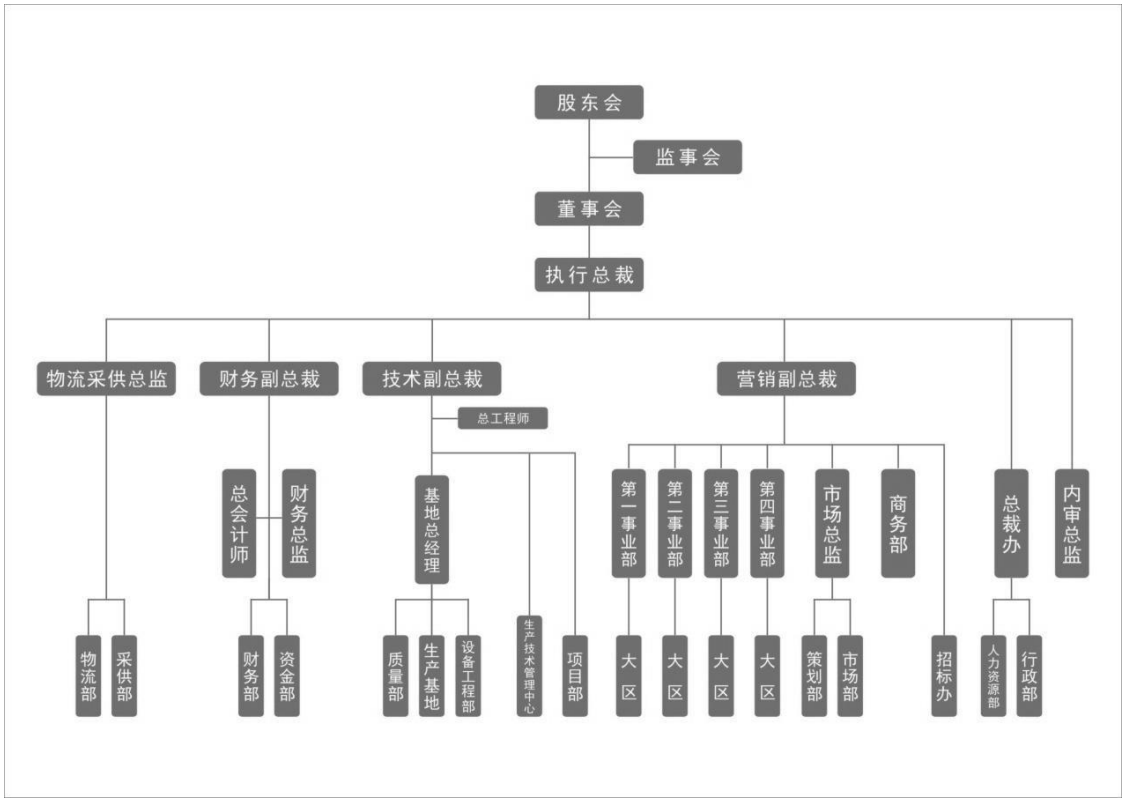
八、综合评价

踪期内，公司适应市场需求，积极调整产品结构，资产规模、收入规模及盈利能力有所提升，整体生产经营状况稳定。同时联合评级也关注到，公司研发投入较低、管理水平有待提高、产品质量风险、面临较大资金支出压力、债务负担大幅加重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2015 年 12 月，公司通过借壳江苏九九久上市成功，进一步扩大生产规模，直接融资能力得到显著提升，有效缓解债务压力；同时，公司品牌知名度也获得有效提升。

基于对公司主体及公司债券偿还能力的综合评估，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 必康债”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　陕西必康制药集团控股有限公司
组织结构图



附件 2　陕西必康制药集团控股有限公司
主要财务指标

项　目	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	31.63	51.53
所有者权益(亿元)	13.74	24.92
短期债务(亿元)	2.52	4.01
长期债务(亿元)	0.75	14.08
全部债务(亿元)	3.27	18.09
营业收入(亿元)	18.06	20.23
净利润(亿元)	4.84	5.68
EBITDA(亿元)	6.36	7.49
经营性净现金流(亿元)	4.37	6.85
应收账款周转次数（次）	3.69	3.14
存货周转次数（次）	7.88	10.20
总资产周转次数（次）	0.44	0.49
现金收入比率（%）	107.61	101.76
总资本收益率（%）	18.13	19.54
总资产报酬率（%）	14.48	16.96
净资产收益率（%）	20.98	29.40
主营业务毛利率（%）	58.75	61.45
营业利润率（%）	57.58	60.17
费用收入比（%）	25.04	24.87
资产负债率（%）	56.56	51.65
全部债务资本化比率（%）	19.22	42.07
长期债务资本化比率（%）	5.18	36.10
EBITDA 利息倍数（倍）	93.50	19.44
EBITDA 全部债务比（倍）	1.95	0.41
流动比率（倍）	0.82	1.59
速动比率（倍）	0.77	1.54
现金短期债务比（倍）	1.56	2.69
经营现金流动负债比率（%）	25.82	56.42
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.64	0.94

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注：　现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的交易性金融资产+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交易性金融负债+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。