跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]797 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”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年 六月 二十三日

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 2017 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	2016 年 6 月 22 日

跟踪评级时间：2017 年 6 月 23 日

主要财务数据

项　目	2015 年	2016 年
资产总额(亿元)	51.53	135.73
所有者权益(亿元)	24.92	30.73
长期债务(亿元)	14.97	30.43
全部债务(亿元)	18.98	31.87
营业收入(亿元)	20.23	24.05
净利润(亿元)	5.68	7.05
EBITDA(亿元)	7.49	10.21
经营性净现金流(亿元)	6.85	13.57
营业利润率(%)	60.17	61.30
净资产收益率(%)	29.40	25.35
资产负债率(%)	51.65	77.36
全部债务资本化比率(%)	43.24	50.91
流动比率（倍）	1.59	1.02
EBITDA 全部债务比（倍）	0.39	0.32
EBITDA 利息倍数(倍)	19.44	4.37
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.94	1.28

注：本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异，EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，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”）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。2016 年，公司适应市场需求，积极调整产品结构，整体生产经营状况良好，营业收入和净利润均有所增长，经营活动现金流状况大幅改善；受股东拨付资金和非公开发行公司债券的影响，公司资产规模大幅提升。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到，行业政策逐渐收紧、在建项目资金支出压力较大、产品召回事件、债务规模增长较快等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着山阳基地及必康新沂项目的建成投产，公司收入规模及盈利水平有望进一步提升。

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．公司积极调整产品结构，营业收入和净利润有所增长，经营活动现金流状况良好。

2．2016年，公司胶囊类产品生产规模进一步扩大，摊薄单位生产成本，胶囊类产品毛利率有所上升。

3．股东对公司拨付资金较多，对公司经营发展和资金需求形成有力支撑。

关注

1．受行业政策影响，公司主要产品价格均有所下降；原材料价格波动较大，成本控制压力较大。

2．公司债务规模增长较快，债务负担有所加重。

3. 公司在建项目投资规模较大，面临着较大的资金支出压力。

分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

孙林林

电话：010-85172818

邮箱：sunll@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

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

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

联合信用评级有限公司

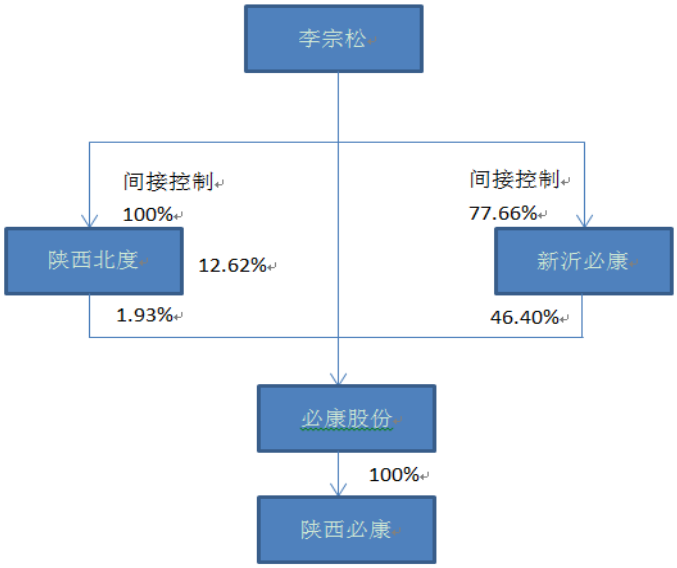
一、主体概况

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，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）。

截至2017年3月底，公司注册资本10.84亿元，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。

图1　截至2017年3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 2017 年 3 月底，公司下设财务部、资金部、质量部、生产基地等 18 个职能部门（详见附件 1）；下设子公司 14 家；拥有员工共 3,600 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 135.73 亿元，负债合计 105.00 亿元，所有者权益（含少数股东权益）30.73 亿元，其中归属于母公司所有者权益 29.68 亿元。2016 年，公司实现营业收入 24.05 亿元，净利润（含少数股东损益）7.05 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 7.05 亿元；经营活动产生的现金流量净额 13.57 亿元，现金及现金等价物净增加额 35.63 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“证监许可[2015]2727 号”文核准。公司于 2015 年 12 月 7 日公开发行公司债券陕西必康制药集团控股有限公司 2015 年公司债券（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。本次债券于 2015 年 12 月 31 日在上海证券交易所上市，债券简称为“15 必康债”，债券代码为“136070.SH”。本次债券发行利率为 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。

截止 2017 年 3 月 31 日，累计使用募集资金 791,991,872.00 元，本次债券募集资金用途为补充流动资金，与募集说明书的承诺用途一致；累计支付手续费 866.00 元；累计收到银行利息收入 20,292.97 元；募集资金余额为 27,554.97 元（含存款利息）。“15 必康债”已于 2016 年 12 月 5 日支付第一期利息 3,744.00 万元。

三、行业分析

1. 中医药行业概况

中药行业是我国医药行业的重要组成部分，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。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。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在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。

中药材价格易受供求关系影响，种植面积减少、产量欠丰、气候变化、人为炒作等多个因素造成近年来我国部分中药材价格出现较大波动。2016 年，随着部分价格下行压力较大的中药材减少种植面积、2015 年新药典颁布及部分产地天气影响，中药材供求关系有所改善，从主要中药材品种价格来看，辽五味受常年供应不足影响，2016 年涨幅达 133%左右；党参受天气干旱减产影响，涨幅近 125%；草果涨幅则接近 178%；即便是近年来过剩的三七，价格自 2016 年年初到 2016 年 10 月涨幅超过 120%。

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，2016 年 65 周岁及以上人口 15,003 万人，占总人口的 10.80%，较上年提升了 0.70 个百分点，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。2016 年 10 月国务院印发了《“健康中国 2030”规划纲要》提出到 2030 年，我国主要健康指标进入高收入国家行列，人均预期寿命较目前再增加约 3 岁达到 79 岁，健康科技创新整体实力位居世界前列等战略目标，未来需求有望进一步扩大。

价格方面，国家统计局数据显示，2016 年 12 月，全国中西药品及医疗保健用品类商品零售价格指数环比增长 0.4%，同比增长 5.9%；1~12 月同比分别有 2~5 个百分点的增长。

总体看，2016 年中药行业上游原材料价格涨幅较大，下游需求较为旺盛，药品整体价格呈增长趋势。

2. 行业发展竞争格局

中药行业发展比较缓慢，“五多五少”是该行业目前最简单的概括，即生产厂家多、规模小；规格品种多、产量少；作坊式生产多、工业化生产少；生产设备简陋的多、现代化设备少；产品地区流通多、全国流通少。随着我国政府对中药产业的不断重视以及相关支持政策的制定，我国中药生产市场正在逐渐规范，行业集中度不断提高。根据智研咨询发布的《2016~2022 年中国中药饮片市场深度调查及发展趋势研究报告》，2010 年修订的新版 GMP 标准的推出使得众多中药饮片生产企业的经营门槛大幅提高，整体行业收入增速也下降至 2015 年的 12.49%，2016 年 1~6 月较上年同期增长 13.03%。从中药饮片行业主营业务收入占医药制造业主营业务收入的比重来看，其占比由 2011 年的 5.72%上升至 2016 年的 6.35%，中药饮片行业在医药产业的市场地位不断提高。

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. 行业政策

2012 年以来，国家对医药行业的调控力度不断增强，相应规划及指导意见的提出对于整个行业规范化程度的提高和医药领域实现转型提供了良好的宏观环境。2014 年，政府工作报告中提出要推进医改向纵深发展，扩大城市公立医院综合改革试点，创新社会资本办医机制和巩固完善基本医药制度。2015 年，李克强总理提出取消绝大部分药品政府定价，破除以药养医，积极发展中医药和民族医药产业。2016 年，国务院提出深化医疗改革，在全国近 200 个城市推行分级诊疗制度。

表 1　2016 年以来医药体制改革主要政策

《国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	国务院	要求化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价。	2016 年 3 月
《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	国务院	2016 年要新增 100 个试点城市，使全国试点城市达到 200 个；新增试点城市所有公立医院取消药品加成（中药饮片除外）；严格控制医疗费用不合理增长；加快推进分级诊疗制度建设。	2016 年 4 月
《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	国务院	建立科学合理的分级诊疗制度、规范高效的运行机制、以质量为核心、公益性为导向的医院考评机制；建立高效运行的全民医疗保障制度和规范有序的药品供应保障制度等	2016 年 12 月

《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》	八部委[1]	明确了“两票制”试点省份及时间表、要求药品集中招标采购中标企业必须承诺试行“两票制”、严格执行药品购销票据管理等内容	2017 年 1 月
《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	国务院	药品领域全链条、全流程的重大改革政策。主要内容包括：严格药品上市审批、加快已上市仿制药推进、推进上市许可持有人制度试点、推动药品流通企业转型、推进两票制及合理化用药等。	2017 年 2 月

资料来源：联合评级整理

总体看，上述一系列新医改政策的出台，明确了我国医疗卫生的公共品性质，强化政府责任与投入；引导我国医疗诊疗模式从“治疗”模式向“预防-治疗-康复”模式变化。未来新医改将进一步完善医药价格管理政策，进一步理顺医疗服务比价关系。同时，医保扩容对优质中药企业具有较大的提升促进作用。

4. 行业关注

（1）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。

（2）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。

（3）中药材价格上涨对生产企业带来成本压力

近年来，中药材价格出现较大幅度的波动，总体呈上涨趋势。药材价格上涨影响因素复杂且具有不可预测性，主要包括：绿色回归理念加上中药本身具有的预防、保健功效使得中药需求大增；乱采滥挖对野生中药材资源的破坏、国家对珍稀野生药材实行禁采和限采；中药材实际种植面积下降、资金炒作等。中药材价格每 3~4 年呈现一个周期，其价格波动将对中药生产企业形成一定的成本压力。

总体看，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。

[1]国务院深化医药卫生体制改革领导小组办公室、国家卫生和计划生育委员会、国家食品药品监督管理总局、国家发展和改革委员会、工信部、商务部、国家税务总局和国家中医药管理局。

四、管理分析

2016 年，公司董事周念松、董事石峰、监事刘瑜荣因股东退出原因离任；董事兼财务负责人屈江浩因个人身体健康需长期休养而离职；聘任伍安军为财务负责人，聘任刘玉明为董事，聘任史县武为监事。

上述人员变动未对公司生产经营及持续盈利能力造成重大影响，公司主要管理制度连续，管理运作正常进行。

五、经营情况

1. 经营概况

2016 年，公司营业收入为 24.05 亿元，同比增长 18.88%，主要系公司适应市场需求，加大了胶囊类产品（对五酯软胶囊、安胃胶囊、补肾强身胶囊）的供应所致；实现营业利润 8.06 亿元，同比增长 16.80%；实现净利润 7.05 亿元，同比增长 24.12%。

从具体产品收入构成来看，2015~2016 年，公司片剂、胶囊、颗粒剂、口服液[2]和溶液剂的收入金额合计占营业收入的比例分别为 99.41%和 99.48%。由于市场需求变化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。2016 年，除胶囊产品收入占比上升了 11.05 个百分点至 32.58%外，其余产品收入占比均有所下降。

表 2　2015~2016 年公司营业收入情况（单位：亿元，%）

产品名称	2015 年			2016 年		
	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率
片剂	7.74	38.26	62.11	8.23	34.23	62.53
胶囊	4.36	21.53	82.25	7.84	32.58	86.66
颗粒剂	4.62	22.85	35.72	5.47	22.74	28.81
口服液	1.72	8.48	76.37	1.06	4.41	60.59
溶液剂	1.68	8.29	61.26	1.26	5.52	70.17
其它	0.12	0.59	55.38	0.19	0.52	27.94
合计	**20.23**	**100.00**	**61.44**	**24.05**	**100.00**	**62.76**

资料来源：公司审计报告

从毛利率情况来看，2016 年公司片剂毛利率从 62.11%略增至 62.53%，胶囊毛利率由 82.25%提升至 86.66%，均主要系生产规模扩大，摊薄单位生产成本所致；颗粒剂毛利率由 35.72%下滑至 28.81%，主要系产品价格下滑明显所致；口服液毛利率由 76.37%下滑至 60.59%，系糖浆类产品召回所致；溶液剂毛利率由 61.26%提升至 70.17%。2016 年，公司综合毛利率由 61.44%提升至 62.76%，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

公司仍采用“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

[2]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。

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，2016 年占总成本的比重分别为 59.24%、13.64%和 25.10%。

从采购量看，2016 年，随着生产规模扩大，中药材采购量同比增长 18.35%至 1.87 万吨，辅料采购量同比增长 26.43%至 1.77 万吨，包材采购量同比大幅增长 49.73%至 33.54 亿个。其他材料主要为燃煤等。

从采购价格看，除包材外，主要原材料采购均价均有所上涨，其中，受市场上中药材价格上涨影响，中药材和辅料采购均价分别同比增长 4.10%和 6.55%至 25.40 元/kg 和 6.18 元/kg，公司包材的采购均价变化不大。由于公司主要原材料采购量和采购均价均有所增长，导致 2016 年公司整体采购成本同比增长 21.85%。

表 3　2015~2016 年公司原材料采购情况

原材料	2015 年		2016 年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价
中药材	1.58 万吨	24.40 元/kg	1.87 万吨	25.40 元/kg
辅料	1.40 万吨	5.80 元/kg	1.77 万吨	6.18 元/kg
包材	22.40 亿个	0.08 元/个	33.54 亿个	0.06 元/个
其他	2.09 万吨	601.00 元/吨	2.59 万吨	623.38 元/吨

资料来源：公司提供

从供应商集中度来看，2016 年公司前五大供应商采购金额合计 4.45 亿元，同比增长 36.92%，占采购总额的比重由 50.01%小幅上升至 51.66%，供应商集中程度较高。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 4　2016 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
供应商一	1.36	15.85
供应商二	1.23	14.27
供应商三	0.73	8.43
供应商四	0.65	7.53
供应商五	0.48	5.58
合计	**4.45**	**51.66**

资料来源：公司提供

总体看，2016 年，公司主要原材料采购量和采购均价均有所增长，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，各产品生产量可在同剂型药品之间进行调整。2016 年，公司仍采取“以销定产”的生产模式，依据下游需求变化，积极调整产品结构，集中资源发展安胃胶囊、八正片和补肾强身胶囊三个产品。产能方面，截至 2016 年底，公司胶囊（含软硬胶囊）理论产能 136,000 万粒/年，颗粒剂理论产能 160,000 万袋/年，片剂理论产能 1,070,000 万片/年，口服液理论产能 60,000 万支/年，产能规模较 2015 年

底无变化，能够满足公司生产销售需求。从产能利用率来看，截至 2016 年底，胶囊产品产能利用率达到 169.79%，同比提升 71.18 个百分点，主要系公司适应市场需求，调整生产结构（采用双班倒或三班倒）所致；颗粒剂产能利用率提升 6.96 个百分点至 45.33%；片剂产能利用率提升了 12.81 个百分点至 56.75%；公司调整产品结构，口服液产能利用率大幅下降了 30.37 个百分点至 3.32%。总体看，公司部分剂型产品产能利用率有待提升。

表 5　截至 2016 年末公司康各剂型产品产能情况

类别	项目	2015 年	2016 年
胶囊（含硬胶囊与软胶囊）	理论产能（万粒）	136,000.00	136,000.00
	产量（万粒）	134,109.45	230,919.05
	产能利用率（%）	98.61	169.79
颗粒剂	理论产能（万袋）	160,000.00	160,000.00
	产量（万袋）	61,390.03	72,524.85
	产能利用率（%）	38.37	45.33
片剂	理论产能（万片）	1,070,000.00	1,070,000.00
	产量（万片）	468,220.80	605,321.57
	产能利用率（%）	43.76	56.57
口服液	理论产能（万支）	60,000.00	60,000.00
	产量（万支）	20,214.00	1,991.25
	产能利用率（%）	33.69	3.32

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，2015~2016 年，各主要产品产量随着销量的波动而波动，其中风痛宁片、安胃胶囊、五酯软胶囊和补肾强身胶囊的产量大幅增长。2016 年，由于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”）提供的枸橼酸铁铵维 B1 糖浆Ⅱ原材料不合格，公司原材料被召回且枸橼酸铁铵维 B1 糖浆Ⅱ产品停止生产；受基本药物招标政策影响，导致产品利润率下降，公司调整了销售战略目标，复方丹参片停产不再销售。公司十种主要产品的产量情况如下表所示。

表 6　2015~2016 年公司主要十类产品产量情况

产品	单位	2015 年	2016 年
风痛宁片	万片	28,008.72	36,588.24
复方丹参片	万片	4,129.92	0.00
小儿化痰止咳颗粒	万袋	840.72	2,131.32
银翘解毒颗粒	万袋	1,301.87	5,592.96
小儿感冒颗粒	万袋	42,524.11	42,063.67
枸橼酸铁铵维 B1 糖浆II	万瓶	637.59	0.00
五酯软胶囊	万粒	5,540.83	14,609.16
安胃胶囊	万粒	75,467.52	131,557.82
八正片	万片	42,206.74	36,031.78
补肾强身胶囊	万粒	53,101.09	84,752.06

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，受市场需求变动影响，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，枸橼酸铁铵维 B1 糖浆Ⅱ由于原材料召回问题，销量为负；复方丹参片由于公司调整了销售战略目标，年内停产；小儿感冒颗粒销量略有下降（-0.88%）；八正片销量下滑明显，同比下降 14.97%；除此之外的产品销量都有不同程度的增长，其中增幅前三的产品为银翘解毒颗粒（同比增长 380.16%）、五酯软胶囊（同比增长 161.93%）和小儿化痰止咳颗粒（同比增长 151.75%）。从产销率看，2016 年公司各类产品产销率均达到 90%以上，公司产销情况较好。

表 7　2015~2016 年公司产品销量及产销率情况

产品	单位	2015 年		2016 年	
		销量	产销率（%）	销量	产销率（%）
风痛宁片	万片	28,322.64	101.12	36,536.40	99.86
复方丹参片	万片	4,360.32	105.58	0.00	0.00
小儿化痰止咳颗粒	万袋	856.08	101.83	2,155.20	101.12
银翘解毒颗粒	万袋	1,181.99	90.79	5,675.40	101.47
小儿感冒颗粒	万袋	42,430.42	99.93	42,056.93	99.98
枸橼酸铁铵维 B1 糖浆Ⅱ	万瓶	644.36	101.06	-33.38	0.00
五酯软胶囊	万粒	5,566.75	100.47	14,581.08	99.81
安胃胶囊	万粒	75,499.20	100.04	131,378.11	99.86
八正片	万片	42,206.74	100.00	35,888.69	99.60
补肾强身胶囊	万粒	53,137.04	100.07	84,752.06	100.00

资料来源：公司提供

从产品价格看，2016 年，公司产品价格全线下滑，其中降幅前三的产品为小儿感冒颗粒、银翘解毒颗粒和小儿化痰止咳颗粒，价格分别同比下降 6.59%、4.86%和 4.59%。

表 8　2015~2016 年公司主要产品的价格情况（单位：元）

主要产品	单位	2015 年	2016 年
风痛宁片	每万片	7,049.15	6,833.39
复方丹参片	每万片	769.80	0.00
小儿化痰止咳颗粒	每万袋	8,205.13	7,828.64
银翘解毒颗粒	每万袋	5,361.76	5,101.23
小儿感冒颗粒	每万袋	6,454.41	6,029.29
枸橼酸铁铵维 B1 糖浆Ⅱ	每万瓶	131,111.11	131,111.08
五酯软胶囊	每万粒	17,369.24	16,817.62
安胃胶囊	每万粒	2,243.34	2,165.24
八正片	每万片	6,850.12	6,771.23
补肾强身胶囊	每万粒	3,133.92	3,021.02

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。2016 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，账期一般在 3~4 个月，均以银行电汇方式结算，销售渠道畅通。2016 年公司前五名客户集中度由 2015 年的 19.64%下降至 18.69%，客户集中度仍处于较低水平。

表 9　2016 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
客户一	1.67	6.96
客户二	0.78	3.25
客户三	0.75	3.13
客户四	0.65	2.68
客户五	0.64	2.67
合计	**4.49**	**18.69**

资料来源：公司提供

总体看，公司主要产品价格均小幅下滑；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，客户集中度仍较低。

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。公司现有研发人员共 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 人、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。公司近两年研发投入分别为 0.08 亿元和 0.65 亿元，占营业收入的比例分别为 0.40%和 2.70%，整体研发投入规模有待提升。

截至 2016 年底，公司在研项目及最新研发成果如下：

（1）莫西沙星原料及滴眼液

莫西沙星为喹诺酮类抗生素，主要用于治疗患有上呼吸道和下呼吸道感染的成人。莫西沙星原料及莫西沙星滴眼液的整个研究工作已基本完成，并已完成莫西沙星原料三批中试生产，符合美国药典质量标准。目前在进行莫西沙星滴眼液无菌验证和包材相容性研究。

（2）盐酸替卡格雷原料及片剂

盐酸替卡格雷是英国阿斯利康（AstraZeneca Plc）研制的一种新型的、具有选择性的小分子抗凝血药，用于减少急性冠脉综合征（ACS）患者的心血管死亡和心脏病发作几率。公司对替卡格雷原料合成工艺研究已基本完成，中试生产在安排中。

（3）益气明目颗粒

益气明目颗粒用于治疗气虚血瘀、肝肾亏损、视物昏花的眼底病，视网膜脉络膜病变如老年性黄斑变性、视网膜色素变性、糖尿病视网膜病变、视神经病变等。公司对该项目的质量标准研究工作已基本完成，委托湖北医工院进行的毒理研究工作进展顺利。

（4）环孢素眼用乳剂

美国 FDA 于 2002 年 12 月 26 日首先批准 ALLERGAN 公司研制的环孢素眼用乳剂（0.05%）上市，商品名为 Restasis，这也是 FDA 批准的第一个针对性治疗干眼的新药。公司研制的环孢素眼用乳剂，处方与国外上市产品（RestasisTM）基本相同，该项目已完成三期临床试验，正在进

行统计工作。

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，公司研发投入规模有待提升。

6．重大项目

截至 2016 年底，公司在建项目合计计划投资额 157.46 亿元，已投资额 40.38 亿元。

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 2016 年底，公司对该项目已投入 30.63 亿元，尚需投入 15.89 亿元。项目预计于 2017 年底建成。项目建成后预计可达到年产医疗器械（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 2016 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。

山阳基地三期项目建设地位于陕西省山阳县，项目总投资 50.00 亿元。项目占地面积 860 亩，总建筑面积 31.8 万平方米。主要建设中成药数字工厂 50,000 平方米，植物提取中心 12,000 平方米，大数据中心 4,000 平方米，中药材战略储备库 45,000 平方米，中医药研发中心 64,000 平方米，智能物流中心 100,000 平方米，中医智慧体验中心 33,000 平方米及其他相关配套设施 10,000 平方米，购置安装生产线、仓储、物流及大数据交易设备 11,000 多台（套）。项目于 2016 年 10 月开工建设。C 区中药数字工厂、智能萃取中心主体钢构已建设完成，并完成了楼梯间及周边砖墙砌体及外墙粉刷，办公大楼桩基施工中，餐饮中心基础施工完毕。A 区 B 区回填碾压中。项目预计 2018 年 12 月建设完成，2019 年投产。项目正式运营生产后，可实现年均销售收入 847,000.00 万元，年均利润总额 168,837.80 万元，年均净利润 126,628.30 万元。

此外，公司 2016 年新增必康大健康智慧体验培训中心项目，预计投资 43.00 亿元，截至 2016 年末，已完成投资 1.50 亿元，未来三年尚需投入 41.50 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 10　公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划投资额	截至 2016 年底已投资额	未来投资计划		预计完工时间
			2017	2018	
制药生产线技改搬迁	46.52	30.63	15.00	--	目前已完成厂房及基础设施建设，以及部分厂房的生产线设计，预计 2017 年 8 月投产试运行
山阳基地二期（制剂）	4.80	4.65	--	--	2016 年 6 月底试生产
山阳基地提取扩建	3.30	0.50	2.80	--	2016 年 3 月开始设计；2016 年 6 月动工；2017 年 12 月试生产；2018 年 4 月完成认证
山阳基地三期（中药材储备库暨大数据平台）	50.00	2.00	30.00	15.00	2016 年 5 月开始设计；2016 年 8 月动工；2018 年 10 月全投产

必康大健康智慧体验培训中心	43.00	1.50	18.00	15.00	2016 年 10 月动工；2019 年 10 月达产
必康工业云数据中心	7.00	0.80	3.60	2.60	2016 年 10 月动工；2018 年 10 月达产
必康大健康彩印包装	2.84	0.30	2.50	--	2016 年 10 月动工；2017 年 10 月达产
合计	**157.46**	**40.38**	**71.90**	**32.60**	--

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，公司可能面临一定产能过剩风险。

7．经营关注

（1）研发投入不足风险

公司近两年研发投入分别为 0.08 亿元和 0.65 亿元，占营业收入的比例分别为 0.40%和 2.70%，整体研发投入规模有待提升。

（2）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 年公司供应商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，进而影响到公司声誉及生产经营状况。

（3）价格波动风险

中药材受供求关系影响波动较大，且一些因素（如极端天气等）不能提前预测，加之公司采购集中度较高；未来中药材价格波动如继续 2016 年的趋势，将会对公司持续稳定经营及盈利能力造成一定影响。

8．未来发展

公司将进一步强化在眼科、儿科和心脑血管领域的产品；同时新增在抗肿瘤、妇科、骨科等领域的产品。在重点产品上，除维持博士宝宝儿童药系列进入行业内第一梯队品牌序列外，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，成为国内基层医疗机构用药系列产品主导品牌。

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，并与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。

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；力争实现从医院、社区到乡村诊所，从中小连锁到单体药店的全面覆盖。

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 2015~2016 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。

从合并范围变化来看，2016 年，公司合并范围内子公司新增 2 家，分别为南通必康新宗医疗服务发展有限公司和南通必康医养产业发展有限公司；减少 2 家，分别为江苏必康新阳医药有限公司和武汉武景医药有限公司。截至 2016 年底，公司合并报表的子公司共 14 家。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 135.73 亿元，负债合计 105.00 亿元，所有者权益（含少数股东权益）30.73 亿元，其中归属于母公司所有者权益 29.68 亿元。2016 年，公司实现营业收入 24.05 亿元，净利润（含少数股东损益）7.05 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 7.05 亿元；经营活动产生的现金流量净额 13.57 亿元，现金及现金等价物净增加额 35.63 亿元。

2. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额135.73亿元，较年初大幅增长163.38%，主要为流动资产规模大幅增长所致。资产总额中，流动资产和非流动资产分别占比55.59%和44.41%，流动资产占比较年初提升18.03个百分点，资产结构变为以流动资产为主。

（1）流动资产

截至2016年底，公司流动资产合计75.45亿元，较年初增长289.77%，主要系货币资金及其他流动资产增长所致；主要由货币资金（占比58.86%）、应收账款（占比8.26%）和其他流动资产（占比30.95%）构成。

截至2016年底，公司货币资金44.41亿元（主要为银行存款44.12亿元），较年初大幅增长317.56%，主要系公司2016年非公开发行债券（“16必康债”，规模20.00亿元）及子公司必康制药新沂集团控股有限公司（以下简称“必康新沂”）使用必康股份非公开发行债券募集资金所致。使用受限的货币资金合计0.29亿元，占比为0.65%；其中0.14亿元为长期借款保证金，0.15亿元为承兑汇票保证金。

截至2016年底，公司应收账款账面价值为6.23亿元，较年初下降12.29%，主要系公司严格执行账期管理，加大回款力度所致。公司已对应收账款计提坏账准备0.55亿元，计提比例8.11%，计提较为充分。从账龄结构上看，应收账款1年以内占比93.69%，账龄较短；按年末余额计，前五名合计占比30.14%。

截至2016年底，公司其他流动资产为23.35亿元（其中银行理财23.25亿元），较年初大幅增加23.32亿元，主要系子公司必康新沂使用必康股份非公开发行股份募集资金购买银行理财所致。

（2）非流动资产

截至2016年底，公司非流动资产合计60.28亿元，较年初大幅增长87.34%，主要来自在建工程的增长。公司非流动资产主要由在建工程（占比78.95%）和其他非流动资产（占比11.22%）构成。

截至2016年底，公司在建工程合计47.59亿元，较年初大幅增长99.77%，主要系随着子公司必康新沂开发区综合体工业厂房、嘉安健康酒店工程、嘉安健康办公楼 A 段、嘉安健康信息中心项目推进，资金投入增加所致。

截至2016年底，公司其他非流动资产6.76亿元，较年初大幅增长132.33%，主要系预付工程款增加了2.30亿元以及新增798.04万元预付设备款、1.47亿特许经营权所致。

截至2016年底，公司受限制资产账面价值合计为9.42亿元，占总资产比例为6.94%；其中0.29亿元为银行长期借款保证金和承兑保证金，8.51亿元为在建工程，其余为固定资产和无形资产。

总体来看，2016年末，公司资产规模大幅增长，流动资产占比大幅提升，货币资金充足；在建工程持续投入，整体资产质量较高。

3．负债和所有者权益

（1）负债

截至2016年底，公司负债合计105.00亿元，较年初大幅增长294.50%，主要来自流动负债的增长，其中流动负债和非流动负债分别占比70.69%和29.31%，流动负债占比较年初上升了25.04个百分点。

在流动负债方面，截至2016年底，公司流动负债合计74.22亿元，较年初大幅增长510.92%，主要来自于其他应付款的增加，公司流动负债主要由应付账款（占比5.82%）和其他应付款（占比84.27%）构成。

截至2016年底，公司应付账款合计4.32亿元，较年初大幅增长47.17%，主要系随着业务规模的扩大，公司物资采购金额及应付工程款增加所致。从账龄上看，1年以内应付账款为3.30亿元，占比76.39%。

截至2016年底，公司其他应付款为62.54亿元（其中关联方款项往来59.88亿元），较年初大幅增长2,650.85%，主要系子公司必康新沂收到必康股份非公开发行股份配套募集资金22.85亿元和必康股份非公开发行债券募集资金30.00亿元所致。从账龄看，超过一年的重要其他应付款为830.52万元，占比极低。

在非流动负债方面，截至2016年底，公司非流动负债合计30.78亿元，较年初大幅增长112.75%，主要来自于应付债券的增长；主要为应付债券（占比90.38%）。

截至2016年底，公司应付债券为27.82亿元，为“15必康债”和2016年发行的“16必康债”。

截至2016年底，公司全部债务合计31.87亿元，较年初大幅增长67.90%，主要来自长期债务的增长，其中短期债务1.43亿元、较年初下降64.27%，长期债务30.43亿元、较年初增长103.35%，短期债务和长期债务分别占比4.50%和95.50%。截至2016年底，公司资产负债率为77.36%，较年初上升了25.71个百分点；全部债务资本化比率为50.91%，较年初上升7.67个百分点；长期债务资本化比率为49.76%，较年初上升12.23个百分点。公司整体债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

总体看，2016年末，由于股东资金划付以及成功发行公司债券，公司负债规模大幅增长，负债结构转为以流动负债为主；公司债务规模大幅增加，以长期债务为主，债务负担加重。

（2）所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 30.73 亿元，较年初增长 23.33%，主要系未分配利润增长所致。截至 2016 年底，公司所有者权益中归属于母公司的所有者权益为 29.68 亿元，少数股东权益为 1.05 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 36.50%），资本公积 6.06 亿元（占比 20.42%），盈余公积 4.21 亿元（占比 14.20%），未分配利润 8.57 亿元（占比 28.87%）。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，2016 年末，公司所有者权益有所增长，权益结构稳定性较好。

4．盈利能力

2016年，受益于下游需求增长，公司实现营业收入24.05亿元，同比增长18.88%；公司营业成本也相应增至8.96亿元，同比增长14.84%；实现利润总额8.43亿元，同比增长22.68%；实现净利润7.05亿元，实现归属于母公司所有者的净利润7.05亿元。

在期间费用方面，2016年公司期间费用总额7.04亿元，同比增长39.81%，主要来自销售和财务费用增长。公司费用构成中，销售费用占比62.91%，管理费用占比21.49%，财务费用占比15.60%。2016年，公司销售费用为4.43亿元，同比增长26.87%，主要系市场推广费、运输费及差旅费增加

所致；管理费用为1.51亿元，同比增长21.46%，主要系研发费用大幅增长所致；财务费用为1.10亿元，同比增长267.55%，主要系发行债券带来利息支出增加所致。2016年，公司费用收入比较上年上升4.38个百分点至29.25%，公司期间费用对利润存在一定侵蚀。

2016年公司投资收益为0.43亿元，占营业利润的比例为5.40%，同比大幅增长396.57倍，主要系购买理财产品取得的收益。

2016年公司营业外收入为0.45亿元（其中政府补助0.43亿元），占利润总额的比例为5.37%，同比增长1,280.74%，主要系政府补助大幅增长所致。

在盈利能力指标方面，2016年公司营业利润率由上年的60.17%提升至61.30%。由于2016年公司债务和所有者权益大幅增长，使得公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别较上年降低3.77个百分点、6.52个百分点和4.05个百分点，分别为15.77%、10.44%和25.35%。

总体看，2016 年，公司收入规模持续增长，盈利能力较强；公司期间费用对利润存在一定侵蚀。

5．现金流

从经营活动来看，2016年，公司经营活动流入现金29.61亿元，同比增长34.72%，主要系公司加大回款力度所致；公司经营活动流出现金16.04亿元，同比增长6.04%，主要系生产规模扩大导致对外采购及支付的税费增加所致。受上述因素影响，2016年公司经营活动产生的现金净流入13.57亿元，较上年大幅增长98.02%；现金收入比为119.75%，较上年提升了17.99个百分点，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2016年，公司投资活动流入现金48.46亿元，同比增长209.97倍，主要系新增理财产品现金流入47.37亿元所致；公司投资活动流出现金92.84亿元，同比增长404.48%，主要系新增理财产品现金流出70.62亿元所致。受上述因素影响，2016年公司投资活动产生的现金流量净流出44.38亿元，净流出额同比增长144.22%。

从筹资活动来看，2016年，公司筹资活动流入现金为76.83亿元，同比增长165.25%，主要系子公司必康新沂收到非公开发行股份配套募集资金22.85亿元，及收到必康股份非公开发行债券募集资金30.00亿元所致。公司筹资活动流出现金10.39亿元，同比下降18.82%，主要系分配股利支付的现金减少所致。受上述因素影响，2016年公司筹资活动产生的现金流量净额为66.44亿元，同比增长311.10%。

总体看，2016年，公司经营活动现金净额大幅增长，收入实现质量较高；投资活动净现金流出规模高于经营性净现金流入规模；筹资活动现金流入主要是股东的拨付资金所产生。

6．偿债能力

从短期偿债指标看，由于流动资产增速不及流动负债增速，截至2016年底，公司流动比率由年初的1.59倍下降至1.02倍，速动比率由年初的1.54倍下降至1.01倍。2016年，公司现金类资产规模较上年大幅增长，现金短期债务比由上年的2.69倍提升至30.99倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度很高，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2016年，公司 EBITDA 为10.21亿元，同比增长36.39%，主要系利润总额增加所致。2016年，公司 EBITDA 由折旧（占比3.27%）、摊销（占比1.01%）、计入财务费用的利息支出（占比13.14%）和利润总额（占比82.58%）构成。2016年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的19.44倍大幅下降至4.37倍，EBITDA 全部债务比由上年的0.39倍下降至0.32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 2017 年 3 月底，公司无对外担保事项和重大未决诉讼事项。

截至 2017 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 9.55 亿元，已使用授信额度 1.95 亿元，未使用授信额度 7.60 亿元。

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 2017 年 5 月 5 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；1 笔欠息。未结清的信贷信息记录概要中无不良或关注类信贷信息。

总体看，公司现金类资产较为充足，资产流动性进一步加强，整体偿债能力仍属很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2016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44.44亿元，约为“15必康债”债券本金（8.00亿元）的5.56倍，公司现金类资产对本次债券的覆盖程度较高；净资产达30.73亿元，约为债券本金（8.00亿元）的3.84倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15必康债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2016年，公司 EBITDA 为10.21亿元，约为债券本金（8.00亿元）的1.28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2016年经营活动产生的现金流入29.61亿元，约为债券本金（8.00亿元）的3.70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很强。

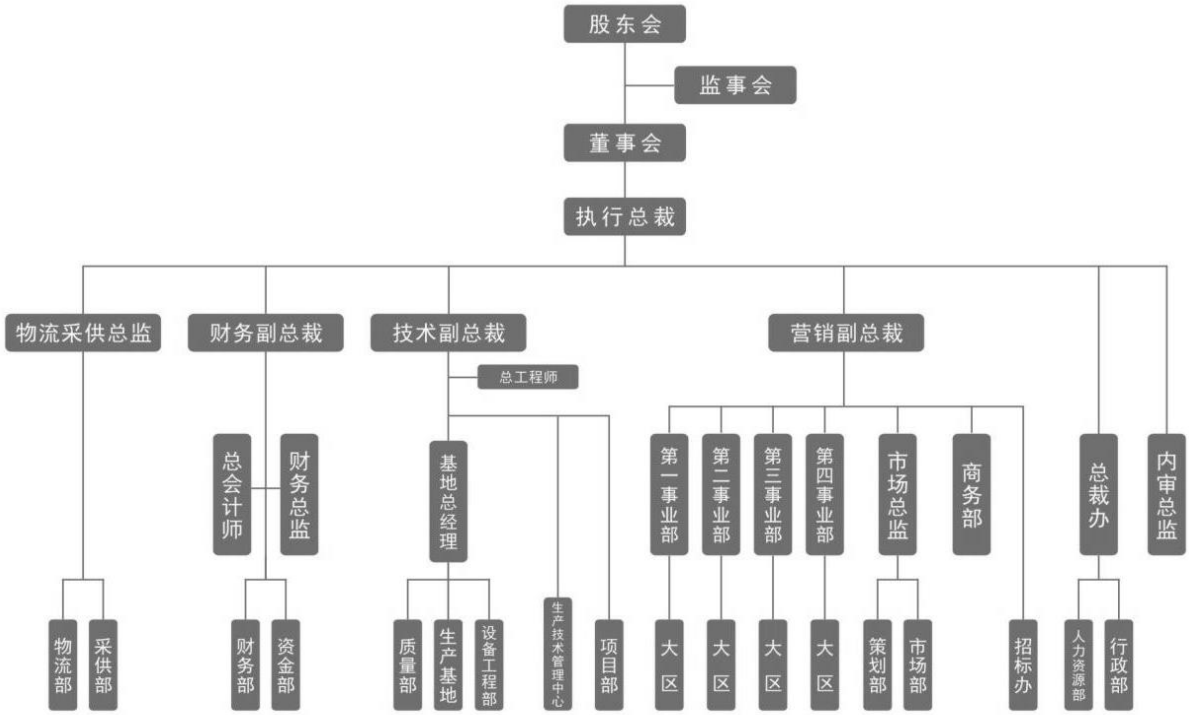
八、综合评价

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。2016 年，公司适应市场需求，积极调整产品结构，整体生产经营状况良好，营业收入和净利润均有所增长，经营活动现金流状况大幅改善；受股东拨付资金和非公开发行公司债券的影响，公司资产规模大幅提升。同时，联合评级也关注到，行业政策逐渐收紧、在建项目资金支出压力较大、产品召回事件、债务规模增长较快等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着山阳基地及必康新沂项目的建成投产，公司收入规模及盈利水平有望进一步提升。

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”，评级展望为“稳定”；“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	2015 年	2016 年
资产总额(亿元)	51.53	135.73
所有者权益(亿元)	24.92	30.73
短期债务(亿元)	4.01	1.43
长期债务(亿元)	14.97	30.43
全部债务(亿元)	18.98	31.87
营业收入(亿元)	20.23	24.05
净利润(亿元)	5.68	7.05
EBITDA(亿元)	7.49	10.21
经营性净现金流(亿元)	6.85	13.57
应收账款周转次数（次）	3.14	5.84
存货周转次数（次）	10.20	12.84
总资产周转次数（次）	0.49	0.26
现金收入比率（%）	101.76	119.75
总资本收益率（%）	19.54	15.77
总资产报酬率（%）	16.96	10.44
净资产收益率（%）	29.40	25.35
主营业务毛利率（%）	61.45	62.76
营业利润率（%）	60.17	61.30
费用收入比（%）	24.87	29.25
资产负债率（%）	51.65	77.36
全部债务资本化比率（%）	43.24	50.91
长期债务资本化比率（%）	37.53	49.76
EBITDA 利息倍数（倍）	19.44	4.37
EBITDA 全部债务比（倍）	0.39	0.32
流动比率（倍）	1.59	1.02
速动比率（倍）	1.54	1.01
现金短期债务比（倍）	2.69	30.99
经营现金流动负债比率（%）	56.42	18.29
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.94	1.28

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。