

信用等级公告

联合[2015]487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陕西必康制药集团控股有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，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拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任

二零一五年九月六日

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

2015 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 8 亿元

债券期限：不超过 5 年期

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2015 年 9 月 6 日

主要财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	36.51	50.11	31.63	32.02
所有者权益(亿元)	24.74	32.38	13.74	21.47
长期债务(亿元)	0.00	0.85	0.75	0.75
全部债务(亿元)	2.96	4.71	3.27	3.27
营业收入(亿元)	12.84	15.67	18.06	7.76
净利润(亿元)	3.52	7.68	4.84	1.91
EBITDA(亿元)	5.59	9.53	6.36	--
经营性净现金流(亿元)	4.36	3.54	4.37	1.32
营业利润率(%)	60.79	59.62	57.58	59.46
净资产收益率(%)	--	26.90	20.98	10.87
资产负债率(%)	32.25	35.39	56.56	32.96
全部债务资本化比率(%)	10.68	12.70	19.22	13.22
流动比率	1.92	2.05	0.82	1.52
EBITDA 全部债务比	1.89	2.02	1.95	--
EBITDA 利息倍数(倍)	143.19	80.64	93.50	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.70	1.19	0.80	--

注：①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；②本报告中数据如无特别注明均为合并口径；③2015 年半年报财务数据未经审计，相关指标未经年化；④本报告采用三年连审审计报告，缺少可比较的 2011 年财务数据，2012 年部分指标无法计算。

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”）的评级反映了其作为现代化大型医药制药企业，在市场定位、产品种类、营销模式等方面存在的优势；同时联合评级也关注到研发投入低以及公司权益结构波动较大等因素对公司经营发展带来不利影响。

目前，上市公司江苏九九久科技股份有限公司（以下简称“九九久”）正在进行重大资产重组，公司拟通过借壳上市进一步扩大生产规模。若此次重组事项进展顺利，公司直接融资能力将得到显著提升，可有效缓解债务压力；同时，公司品牌知名度也将获得有效提升，品牌效益得以凸显。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司市场定位在第三终端市场，覆盖范围广，随着乡镇和基层医疗市场需求的不断释放，第三终端市场受益显著。
2. 公司共拥有超过400个药品生产批准文号，掌握独家品规近20个。产品种类丰富、全面，产品结构调整灵活。
3. 公司采取经销商买断的销售模式，并且对药品的销售推广进行跟踪，销售渠道畅通。
4. 公司拟借壳上市，该事项已经中国证券监督管理委员会受理，若公司顺利上市，直接融资能力与品牌知名度将得以大幅提升。

关注

1. 我国医药企业普遍存在研发和创新

能力薄弱问题；公司研发投入表现差于营业收入增长，整体研发水平不高，新产品开拓能力有限。

2. 2014年公司决定发放股东红利共计23.83亿元，权益结构波动较大，对公司资产流动性与偿债能力带来一定影响。

3. 公司借壳上市仍需证监会核准，结果仍存在不确定性；且上市后公司将面临资产整合风险，若整合无法达到预期效果，或将影响公司业绩。

分析师

刘洪涛

电话：010-85172818

邮箱：liuht@unitedratings.com.cn

刘 畅

电话：010-85172818

邮箱：liuc@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

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与陕西必康制药集团控股有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与陕西必康制药集团控股有限公司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，未因陕西必康制药集团控股有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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公司相关资料主要由陕西必康制药集团控股有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券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，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%。经历次增资以及股权转让变更后，截至2008年7月，公司注册资本增至25,500万元，李宗松持股100%。

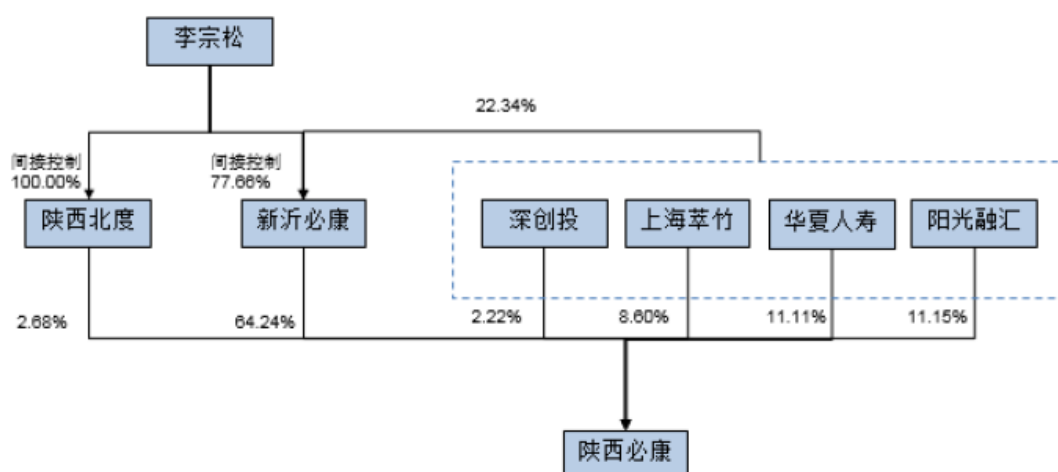
公司于2008年进行红筹架构的建立，2008年6月，李宗松通过其侄子李京昆（加拿大国籍）设立了必康制药控股有限公司（以下简称“必康开曼”），又通过必康开曼在英属维尔京群岛设立了必康国际控股有限公司（以下简称“必康国际”），通过必康国际在香港设立了香港必康国际有限公司（以下简称“香港必康”），2008年9月，李宗松将其所持陕西必康100%股权转让给香港必康，公司由内资企业变更为外资企业。2010年11月，李宗松通过李京昆在英属维尔京群岛设立了建鑫投资有限公司（以下简称“建鑫投资”）。2012年2月，李京昆将其持有的必康开曼100%股权转让给建鑫投资。至此，红筹架构的建立全部完成。经历次增资后，截至2013年末，公司注册资本93,729万元。2013年3月，公司更为现名。

2014年12月陕西北度新材料科技有限公司（以下简称“陕西北度”）对公司增资，注册资本增至96,627.84万元，公司企业类型由外资企业变更为中外合资企业。2015年2月，香港必康将其持有的陕西必康97%的股权转让给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”）。公司企业类型由中外合资企业变更为内资企业，完成红筹架构的解除。

2015年2月，深圳市创新投资集团有限公司、上海萃竹股权投资管理中心（有限合伙）对公司增资，公司注册资本增至108,350.04万元；同时，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”）。

经历次股权转让变更后，截至2015年6月末，公司注册资本108,350.04万元，新沂必康持有公司64.24%的股权，为公司的控股股东；李宗松通过间接持有新沂必康77.66%股权和间接控制陕西北度100%股权间接控制公司66.92%的股权，为公司的实际控制人（公司股权结构如下图所示）。

图1 截至2015年6月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

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2015年12月31日）。

截至 2015 年 6 月末，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 6 月末，公司合并范围内共有员工共 3,582 人；纳入合并范围的子公司共 14 户。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 31.63 亿元，负债合计 17.89 亿元，所有者权益（含少数股东权益）13.74 亿元。2014 年公司实现营业收入 18.06 亿元，净利润（含少数股东损益）4.84 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.37 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.01 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 32.02 亿元，负债合计 10.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益）21.47 亿元。2015 年上半年公司实现合并营业收入 7.76 亿元，净利润（含少数股东损益）1.91 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.32 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.41 亿元。

公司注册地址：山阳县城东；法定代表人：李宗松。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“陕西必康制药集团控股有限公司 2015 年公司债券”，本次债券发行规模不超过 8 亿元，面值为 100 元，按面值平价发行。本次债券发行期限为不超过 5 年期。本次债券为固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。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。本次债券的发行方式为面向合格投资者公开发行。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券所募集资金将用于补充公司流动资金。

三、行业分析

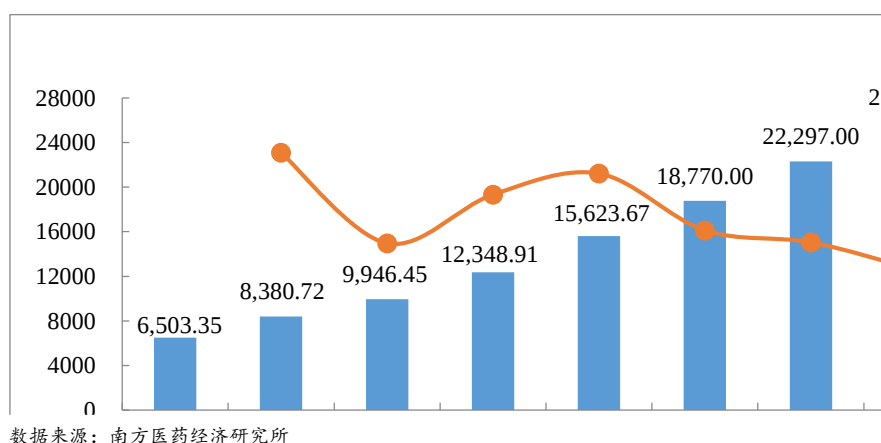
公司主营业务为中成药、化学药产品的生产销售，收入主要来自医药制造行业。

1. 行业概况

医药行业从运营情况来看，主要分为医药工业和医药商业两大类，其中医药工业可分为七种子行业，分别为：化学原料药制造业、化学制剂制造业、生物制剂制造业、医疗器械制造业、卫生材料制造业、中成药制造业、中药饮片制造业。医药业行业与民众健康密切相关，是我国国民经济的重要组成部分，其行业高增长和高收益性非常突出。进入 21 世纪以来，我国医药业行业保持快速增长势头，行业总产值增长率均高于同期 GDP 增长率。

改革开放 30 年来，我国药品监督管理不断规范，促进了医药工业快速发展。医药工业总产值从 1978 年的 79 亿元增加到 2013 年的过 2 万亿元，2014 年超过 2.5 万亿元，30 多年增长超过 250 多倍。2007~2014 年，中国医药工业总产值呈现平稳增长趋势。中国医药工业总产值由 2007 年的 6,503.35 亿元增至 2014 年的 25,798.00 亿元，复合增长率达 21.76%。

图2 2007~2014年中国医药工业总产值变化（亿元，%）

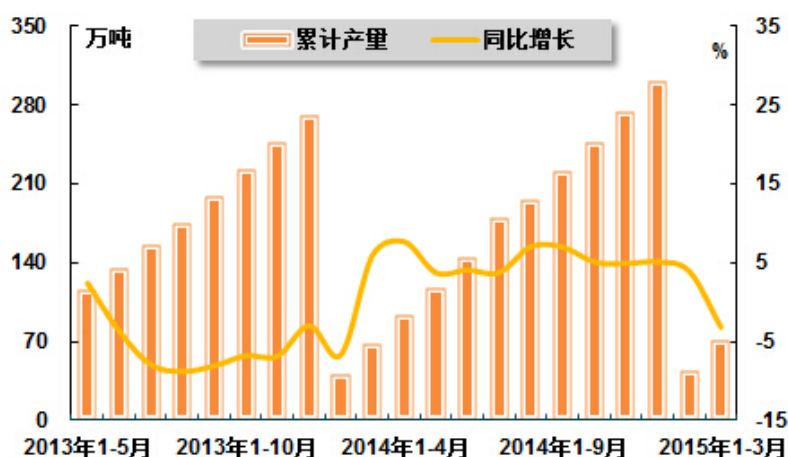


随着经济发展和居民生活水平的提高，医药产业在全国的地位逐渐升高，医药工业总产值占GDP的比重也不断上升，由2007年的2.53%上升至2014年的4.05%，总体上看比重上升的幅度较大。从未来看，由于国内和国际市场对药品市场需求和消费将继续增加，这将使得医药行业大力发展，在国民经济中的地位不断提升。

化学药

化学制药行业占我国医药行业总产值的比例近50%，是其最重要的组成部分。近年来，随着医疗卫生体制改革的推进、国家基本药物目录的建立和发展，行业规范性不断增强，产业集中度逐渐提高。化学制药产业按照工艺流程主要为原料药及化学制剂。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。化学原料药年销售额自2006年的1,258.50亿元增长到2014年的4,240.35亿元，年均复合增长率达到16.40%。2015年1~3月化学原料药销售额为1,016.80亿元，较2013年上升11.01%。但近年来伴随环保标准的提高以及全球经济环境低迷以及人民币升值压力的长期存在，国际市场对于化学原料药的需求有所下降。2014年初，随着欧美经济的缓慢复苏，部分化学药品原药企业的海外订单状况有所恢复，化学药品原药产量增速扭负为正，但日趋严格的环保标准仍在不断挤压企业的利润空间，化学药品原药产量仍处于低速增长状态。2014年全年，我国生产化学原料药301.0万吨，同比增长5.1%。而2015年年初，由于产能过剩的局面仍未发生根本改变，化学药品原药产量进一步萎缩，2015年1~3月，生产化学药品原药70.2万吨，同比下降3.2%。

图3 2013年5月~2015年3月化学药品原药产量及其增速走势



数据来源：联合评级搜集整理

化学制剂处于医药产业链下游，经济附加值较化学原料药更高，也是我国化学原料药企业转型升级的主要目标，但我国化学制剂产业同北美、欧盟地区的国家相比仍存在很大差距，主要是受到科研经费和技术水平的制约，我国的制剂药产品仍以仿制药为主，且多为临床常有药品，因此受到国家较为严格的价格管制和行业监管。但研发能力突出、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。2006年至2014年，我国化学制药企业实现的主营业务收入由1,382.54亿元增至6,303.71亿元，年复合增长率为20.88%；利润总额由115.05亿元增至722.92亿元，年复合增长率为25.83%。2015年1~3月化学制剂销售额为1,589.60亿元，同比上升11.72%；利润总额为187.97亿元，同比增长13.86%。

中药

中药行业是我国医药行业的重要组成部分，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。中药饮片和中成药销售收入占整个医药行业的比重较稳定，2014年分别为4.28%和24.30%。2014年中药饮片和中成药的行业营业收入分别为1,498.63亿元和5,806.46亿元，同比增速分别达到15.72%和13.14%，增速较2013年有所放缓。

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；下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。

图 4 我国中药行业产业链情况



数据来源：联合评级搜集整理。GAP、GSP 均为相关认证简称。

中药行业是典型的药材资源依赖性行业，中药材价格上涨对中药企业带来一定的成本压力，但药材涨价对不同子行业影响不同。一般而言，对中药产业链上游企业（如中药材流通、中药饮片）来说，由于其产品随中药材价格随行就市，中药材涨价对其影响有限。而对于中成药制造企业，由于进入基本药物目录的中药品种定价受政府调控，随着中药原材料价格持续上涨，中成药原料和价格有倒挂的风险。此外，中药材涨价对具体企业也不尽相同，对拥有核心技术的中药生产企业，若其产品属于国家鼓励的自主定价产品，其对原料成本的转嫁能力较强，中药材涨价对其影响有限。

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，2014 年大部分中药价格延续了 2013 年下半年低迷的态势。2014 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，2013~2014 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，2014 年中药材价格走势有利于中成药企业控制成本。

整体来看，作为与民众健康相关的抗周期性行业，近年来医药工业及其子行业保持着良好的行业发展趋势。伴随居民消费意识和能力升级，医药工业行业面临良好的发展机遇，有利于销售规模的扩大和持续稳定发展。

2. 行业监管制度

医药行业的正常运行关系到国计民生，药品安全更关系着国民身体的健康，因此其质量的保障是国家有关部门必须严格把关的重点。国家在医药行业准入、生产经营等方面都制定了一系列的法律、法规，以加强对药品行业的监管。

药品生产许可、新药研发制度

依据《中华人民共和国药品管理法（2013 修正）》（中华人民共和国主席令第 8 号）的规定，开办药品生产企业，须经企业所在地省、自治区、直辖市人民政府药品监督管理部门批准并发给《药品生产许可证》，凭《药品生产许可证》到工商行政管理部门办理登记注册。无《药品生产许可证》的，不得生产药品。

研制新药，必须按照国务院药品监督管理部门的规定如实报送研制方法、质量指标、药理及毒理试验结果等有关资料和样品，经国务院药品监督管理部门批准后，方可进行临床试验。完成临床试验并通过审批的新药，由国务院药品监督管理部门批准，发给新药证书。生产新药或者已

有国家标准的药品的，须经国务院药品监督管理部门批准，并发给药品批准文号；但是，生产没有实施批准文号管理的中药材和中药饮片除外。药品生产企业在取得药品批准文号后，方可生产该药品。

药品生产质量管理体系制度

依据《中华人民共和国药品管理法（2013 修正）》（中华人民共和国主席令第 8 号）的规定，药品生产企业必须按照国务院药品监督管理部门依据本法制定的《药品生产质量管理规范》组织生产。药品监督管理部门按照规定对药品生产企业是否符合《药品生产质量管理规范》的要求进行认证；对认证合格的，发给认证证书。

2011 年 1 月，卫生部（现国家卫生和计划生育委员会）发布了《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》（新版 GMP）。新版 GMP 对药品生产企业的全面质量管理体系建设、从业人员素质、操作规程、药品安全保障、质量风险控制等方面进行了更为严格和细化的规定，对药品生产企业的生产设施及生产环境等提出了更为严格的要求。新版 GMP 提高了我国药品生产企业的准入门槛，有利于促进医药行业资源向优势企业集中，促进产业升级。

药品委托生产管理制度

根据《药品委托生产监督管理规定》（国家食品药品监督管理总局公告 2014 第 36 号）的规定，对符合一定条件的境内药品生产企业，经有权的各省、自治区、直辖市食品药品监督管理局批准，允许前述境内药品生产企业之间委托生产药品。其目的是可以充分利用现有生产条件，减少重复投资和建设，有利于优化资源配置，促进医药产业的结构调整。

药品注册管理制度

根据《药品注册管理办法》（国家食品药品监督管理局令第 28 号）的规定，药品注册是指国家食品药品监督管理局根据药品注册申请人的申请，依照法定程序，对拟上市销售药品的安全性、有效性、质量可控性等进行审查，并决定是否同意其申请的审批过程。药品注册申请包括新药申请、仿制药申请、进口药品申请及其补充申请和再注册申请。

药品生产标准管理制度

我国药品质量标准是指国家为保证药品质量所制定的质量指南、检验方法以及生产工艺等技术要求，包括《中华人民共和国药典》、药品注册标准和其它药品标准。国务院药品监督管理部门组织药典委员会，负责国家药品标准的制定和修订。

总体看，国家通过严格监管，促使我国医药行业质量标准与国际接轨，并通过质量管理要求倒逼医药行业结构的调整，从而提高行业的国际竞争力。

3. 行业体制改革政策

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。

表 1 近年来医药体制改革主要政策

政策名称	颁布单位	主要内容	实施时间
《关于深化医药卫生体制改革的意见》	中共中央、国务院	加快推进基本医疗保障制度建设；促进基本公共卫生服务逐步均等化；推进公立医院改革试点，推进公立医院补偿机制改革，加大政府投入，完善公立	2009 年 3 月 17 日

		医院经济补偿政策，逐步解决“以药补医”问题。	
《医药工业“十二五”发展规划》	工业和信息化部	增强新药创制能力；提升药品质量安全水平，全面实施新版 GMP，显著提升我国药品质量管理整体水平；鼓励中西部地区发展特色医药产业。	2012 年 1 月 19 日
《国家基本药物目录》(2012 版)	卫生部	新版基药目录药品品种扩容，从 2009 版时的 307 种增至 520 种，其中化学药品和生物制品 317 种，中成药 203 种。使用范围扩至二、三级医院，新增抗肿瘤药及血液病用药等重大疾病用药，并扩大了精神类疾病治疗药物的种类，充实了儿童专用药品。	2013 年 3 月 15 日
《发改委定价范围内的低价药品目录》	发改委	鼓励药企生产低价药积极性，减轻患者使用高价药的负担，国家取消 530 种药物的最高零售价，生产企业可在西药费用日均不超过 3 元、中成药日均费用不超过 5 元的前提下自主定价。公布的低价药品清单包含化药品种 280 个、中成药品种 250 个，共 530 个品种 1154 个剂型。	2014 年 5 月 8 日
《深化医药卫生体制改革 2014 年重点工作任务》	国务院	加快推动公立医院改革，推进公立医院规划布局调整，建立科学补偿机制，完善县级公立医院药品采购机制，完善中医药事业发展政策和机制；积极推动社会办医；扎实推进全民医保体系建设；巩固完善基本药物制度和基层运行新机制	2014 年 5 月 13 日
《关于印发推进药品价格改革意见的通知》	发改委	2015 年 6 月 1 日起取消绝大部分药品政府定价，同步完善药品采购机制，强化医保控费作用，强化医疗行为和价格行为监管，建立以市场为主导的药品价格形成机制。	2015 年 5 月 4 日

数据来源：联合评级搜集整理

上述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，强化了政府责任与投入；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。其中，新医改药品降价将加速医药行业的整合进程，有利于优势资源向优质公司聚集。新医改中，自主创新药品大多不在降价范围内，显示了国家对自主创新、医药研发的政策支持，具有研发优势的企业仍将获得高于平均利润水平的收益。

4. 行业关注

我国医药企业研发和创新能力薄弱

目前我国医药企业每年投入研发的费用约占销售收入 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医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。我国制药行业研发以企业为主的机制尚未形成，研发投入不足，严重制约了我国医药制造业国际竞争力的提高。

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。

药品降价将会影响医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医药生产企业的经济效益。

品牌壁垒

医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，新建的医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”的观念和现有制药企业创立的“先发优势”往往使行业新进入支付高昂代价，这高昂代价即构成了医药行业的品牌壁垒。

5. 行业发展

医药行业是我国国民经济的重要组成部分，是传统产业和现代产业相结合，一、二、三产业为一体的产业。对于保护和增进人民健康、提高生活质量，为计划生育、救灾防疫、军需战备以及促进经济发展和社会进步均具有十分重要的作用。

第三终端市场¹发展迅速

第三终端市场主要特点为覆盖广泛，产品以普药和基本药物等常备药物为主，消费者粘性强，客户忠诚度高。根据《2014 中国卫生和计划生育统计年鉴》的统计数据，近年来，我国基层医疗卫生机构数量从 2009 年的 88.2 万个上升至 2013 年的 91.5 万个，第三终端市场逐渐扩大。此外，随着新型农村合作医疗方案的不断推广，对农村居民的医疗保险和补贴覆盖率不断提高，农村市场的医疗需求得以不断释放，预期我国医疗资源仍将持续向乡镇和基层医疗倾斜，第三终端市场未来将显著受益。

产业整合

目前中国医药行业已经进入整体转型升级时期，加上新版药品生产质量管理规范和新版药品经营质量管理规范的颁布，大批不达标的中小企业兼并将面临淘汰，行业的变革和调整，带动了频繁的并购重组。2013 年由工信部等十二个部门联合发布的《关于加快推动重点行业企业兼并重组的指导意见》也指出，到 2015 年，前 100 家企业的销售收入占全行业的 50% 以上，基本药物主要品种销量前 20 家企业所占市场份额达到 80%，实现基本药物生产的规模化和集约化。

医药互联网发展

改革开放 20 多年，我国已经形成了比较完备的医药工业体系和医药流通网络，发展成为世界制药大国，位居世界第二。但受限于药品的特殊性，我国网络基础设施发展的不完善性以及国家相关政策法规的空白，导致我国“互联网+”医药发展长期处于初级阶段。且“互联网+”医药市场的规模相对较低，占整个医药市场的比例仅在 1.2% 左右，发展潜力巨大。2014 年医药电商规模

¹ 第一终端指全国县级以上的大型医院，第二终端指全国县级市以上的零售药店，第三终端指除中高端临床医院和大中城市零售药店之外的为患者提供医疗服务的各类终端，主要包括大中城市的社区卫生服务中心和服务站、厂矿医院和民营中小医院，县城的乡镇卫生院、药店和村诊所等。

46 亿元，与医药行业 2400 亿元的规模相比还不到 2% 的比例。2015 年预测数据分别为 68 亿元、占比 2%。

总体看，未来医药行业将伴随市场扩张的前提下，行业集中度不断提高，形成龙头企业带动效应；并得益于信息技术的优势，实现传统业态的变革，未来前景较好。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司成立于 1997 年，是集原料药、中成药及化学药品等生产和营销于一体的现代化大型医药企业集团，是国内目前制药行业拥有全剂型、品种数量最多的制药企业之一。自 2000 年起，公司将医药市场第三终端作为主要目标市场，进行全国布局。未来，公司将以第三终端为基础，逐步向第一终端、第二终端市场发展。

产品种类丰富、全面，产品结构调整灵活

公司产品线丰富且全面，拥有多个产品系列，覆盖心脑血管类、儿科类、清热解毒类、风湿关节类、妇科类、消化代谢类和眼科及五官科类等多个领域。公司现有生产线 10 条，包括：大容量注射液、小容量注射液、糖浆剂、口服液、颗粒剂、胶囊剂、片剂、软胶囊剂、软膏剂等 9 大剂型以及中药前处理及提取。目前，公司共拥有超过 400 个药品生产批准文号，掌握独家品规近 20 个，共有 266 个产品进入国家医保目录，有 7 个药品品种未进入国家医保目录，但进入了省级医保目录，主要产品类型以片剂、颗粒剂、胶囊及口服液为主。目前公司营业收入来源以中成药产品为主，注重在心脑血管类、儿科类、清热解毒类、风湿关节类、消化代谢类、眼科类等核心治疗领域的推广。公司已形成了以中成药产品为主导、化学药普药为基础的稳定的产品结构。

品牌优势与技术

公司拥有丰富的产品系列及品牌，其中“心荣”系列产品以其独特的修复心肌功能优势及确切的疗效在心脑血管领域取得了良好的口碑，而“唯正”与“博士宝宝”品牌则被认定为陕西省著名商标，其中“唯正牌五酯软胶囊”被授予陕西省名牌产品称号。

此外，公司在 2011 年 11 月由 CFDA 南方所发布的“中国医药权利榜”中，荣获“中国医药最具成长扩张力公司”奖项。另据 CFDA 南方所《医药经济报》发布的医药工业排名数据，2013 年与 2014 年，公司分获“2012 年度中国制药工业百强”与“2013 年度中国制药工业百强”的第 24 位与第 23 位。截至本报告出具日，公司及其子公司共取得 7 项发明专利、11 项实用新型专利以及 3 项外观设计专利；公司及其子公司共拥有 132 个商标。

总体看，公司市场定位准确，客户覆盖面较广；药品剂型丰富，种类齐全；在行业内具备一定的知名度。

2. 研发情况

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。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、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 Agilent 1260 和 1120 液相色谱仪、岛津 10Atrp 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。

公司近三年管理费用中研发费用及其他分别为 0.32 亿元、0.15 亿元和 0.18 亿元, 占营业收入的比重分别为 2.52%、0.96% 和 1.01%。研发投入表现差于销售增幅, 整体研发水平有待提升。

总体看, 公司研发机构人员素质较高, 设备较为齐全。但从近三年的研发投入来看, 其表现与销售增幅不匹配, 公司研发水平有待提升。

3. 人员素质

截至 2015 年 6 月末, 公司共有董事 7 名(含董事兼经理)、监事 3 名、高级管理人员 5 名, 其中总经理 1 名, 副总经理 4 名。

公司董事长李宗松先生, 现年 48 岁, 毕业于中山大学, 曾任香港友联投资置业有限公司投资部经理、深圳卓立投资集团业务执行总监、西安萃生企业集团副总裁等职位, 现任公司董事长等职务。

公司总经理香兴福先生, 现年 51 岁, 毕业于西安交通大学, 硕士学历, 曾任正大制药集团企管部经理及产品专员、西安萃生企业集团总裁助理及营销中心总经理、东隆集团副总裁等职位, 现任公司董事兼总经理等职务。

截至 2015 年 6 月末, 公司共有在职员工 3,582 人。从学历构成来看, 大专及以下学历占比 51.70%、本科学历占比 47.15%、硕士及以上学历占比 1.14%; 从职称构成来看, 管理人员占比 4.66%、研发人员占比 10.47%、生产人员占比 21.11%、销售人员占比 57.26%、财务人员占比 1.56%、其他人员占比 4.94%。

总体看, 公司高层管理人员经验丰富, 岗位布局合理, 符合公司发展情况。

五、公司管理

1. 治理结构

公司按照《中华人民共和国公司法》的要求建立了以股东会、董事会、监事会为基础的法人治理结构。

公司设股东会, 股东会由全体股东组成, 是公司的权力机构。股东会职权不得通过授权的形式由董事会或其他机构和个人代为行使。公司设董事会, 董事会由 7 名董事组成, 董事会设董事长 1 人。董事长由公司董事担任, 以全体董事的过半数选举产生。董事由股东会选举或更换, 任期 3 年。董事会会议应有过半数的董事出席方可举行。董事因故不能出席董事会会议, 可以书面委托其他董事代为出席及表决。董事会做出决议, 必须经全体董事的过半数通过。公司设监事会, 由 3 名监事组成, 其中 2 名由股东会选举产生, 1 名由职工代表大会选举产生。监事会对股东会负责。公司设总经理, 由董事会聘任或者解聘, 总经理对董事会负责, 总经理列席董事会会议。

总体看, 公司各项内部控制制度得到了有效执行, 整体治理运行情况良好。

2. 管理体制

公司下设采供部、项目部、策划部、招标办、市场部等 17 个职能部门，各部门职能明确。公司内部管理制度已基本建立健全，能够适应公司管理的要求和发展的需要，能够对编制真实、公允的财务报表提供合理的保证。公司内部控制制度制订以来，各项制度得到了有效的实施，保证了公司财务收支和经营活动的合法性和规范化。

公司按照集团管控模式，修订《集团公司下属公司管理制度》，明确总部与子公司的管理模式，建立健全总部日常管理体系，制定并执行销售、采购、仓储、运输、财务、资产、人力资源等管理制度。公司确定总部管理层职责分工，建立明确的分管汇报关系，并督促各管理中心和子公司细化工作标准，制定业务实施细则和操作流程。公司建立总经理办公会、经营分析会等内部会议体系，不断完善销售、采购、财务、质量、人力等内部信息收集、整理、汇报程序，保证公司日常经营管理信息的准确性、即时性、完整性。公司授权财务管理中心督察室监督检查制度执行，确保公司内部控制制度设计合理、执行有效，并进行事后评价和监督反馈。

采购供应管理方面，公司修订《采购管理制度》、《采供部管理制度》，全面梳理业务流程，规范请购、审批、供应商管理、购买、验收、付款、采购后评估等环节。公司建立集中采购机制，采购人员定期轮换，对于自产药品，供应管理部统一采购，对于代理药品按需采购。

生产仓储方面，公司按照 GMP 要求，修订完善《生产计划的编制和执行规程》、《生产指令的发布与领料程序》、《新产品投产的管理规定》、《安全生产管理制度》、《厂房卫生管理规程》、《生产人员行为准则》、《清场管理规程》等管理制度，明确生产计划、调度、安排、工具、安全生产、环境卫生、人员、现场管理等工作要求，公司生产技术管理中心负责对其下属各生产型子公司进行统一管理，并定期组织检查子公司生产质量情况，发现问题督促整改。

销售管理方面，公司制定《销售控制制度》、《退货管理制度》等，完善销售业务流程，确定销售政策和策略，明确销售、发货、收款等环节的职责和审批权限。公司营销管理中心承担产品市场销售管理职责。公司制定《销售规划》，不断推进销售计划及任务落实工作，销售任务分解落实至部门，由部门责任人督药销售任务完成。

质量管理方面，公司按照新版 GSP、GMP 要求，系统修订质量管理体系文件，进一步健全质量管理体系，对药品生产、采购、放行、贮存、销售、发运、运输等环节采取有效的质量控制措施，确保药品质量。修订《文件编制、审核、批准规程》，规范质量管理体系文件起草、修订、审核、批准、分发、保管等行为。修订《文件修订、撤销规程》，规范质量管理体系文件修改、撤销、替换、销毁等行为。

财务控制方面，公司修订完善《必康财务核算制度》、《财务核决权限》、《财务软件管理制度》、《会计核算原则》等基础财务控制制度，建立统一的会计核算制度，并重点加强对预算、应收账款、资产、投资、担保、关联交易、费用等财务控制。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

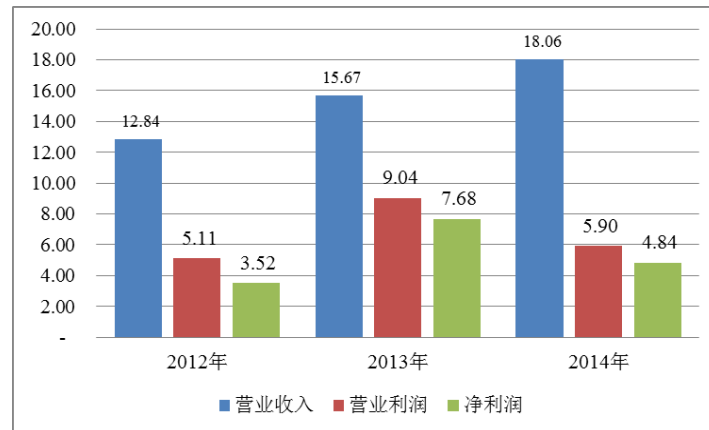
1. 经营概况

公司拥有独立完整的原材料采购、研究开发、生产、检测和销售体系。公司根据市场需求及自身情况、市场规则和运作机制，独立进行生产经营活动。近几年，公司展开了持续的业务扩张，先后收购了五景药业、西安交大药业（集团）有限公司（现“西安必康”）、江苏康宝制药有限公司（现“必康江苏”）等医药工业企业。公司借助自身规模及渠道优势，结合被收购企

业潜力较大的医药品种，在稳固并强化公司在第三终端市场优势的同时，进一步向第二终端与第一终端拓展，在市场拓展的同时保证了公司整体盈利能力的持续提升。

随着公司的不断扩张，公司营业收入近三年复合增长 18.58%，2014 年达到 18.06 亿元，呈稳步增长态势。从盈利水平来看，2013 年利润水平较高，主要为公司当年将其持有开封制药（集团）有限公司 29.07% 的股权受让确认投资收益所致；另一方面，近三年公司三费增速快于营业收入增速，导致利润表现略差于收入，2014 年公司营业利润和净利润分别为 5.90 亿元、4.84 亿元，如下图所示：

图 5 近三年公司营业收入及利润水平（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告

公司主营业务突出，近三年公司主营业务在营业收入中的占比均在 99.99% 以上，2014 年营业收入达 18.06 亿元。公司主营业务收入逐年增长，近三年复合增长率为 18.58%。分产品类型来看，近三年，公司片剂、胶囊、颗粒剂及口服液²的合计收入金额占营业收入总额的比例合计分别为 83.19%、86.83% 和 90.51%。上述四种主要类型的产品营业收入均呈逐年稳步增长态势，各剂型的收入占比相对平稳，片剂与颗粒剂合计占比超过 50%，如下表所示：

表 2 近三年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

产品名称	2012 年度		2013 年度		2014 年度	
	营业收入	收入占比	营业收入	收入占比	营业收入	收入占比
片剂	41,568.43	32.37	55,601.92	35.49	62,671.06	34.70
胶囊	13,089.50	10.19	17,060.24	10.89	23,501.05	13.01
颗粒剂	29,481.21	22.96	37,080.48	23.67	50,217.86	27.81
口服液	22,698.98	17.67	26,277.63	16.77	27,056.73	14.98
其他	21,589.92	16.81	20,628.44	13.17	17,146.85	9.49
合计	128,428.04	100.00	156,648.72	100.00	180,593.55	100.00

资料来源：公司审计报告

随着公司营业收入的持续增长，近三年公司主营业务利润也呈现逐年增长态势，三年复合增长 15.38%，2014 年主营业务利润达 10.61 亿元，各剂型利润贡献度相对平稳。近三年公司主要产品价格小幅波动，公司主营业务毛利率小幅下滑，但仍保持较高水平，2014 年为 58.75%，其中胶囊与口服液产品的毛利率水平相对较高，片剂与颗粒剂的毛利率逐年下降，主要系其价格降低、

² 片剂主要为风痛宁片、复方丹参片；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；口服液主要为枸橼酸铁铵维 B1 糖浆 II。

成本增长所致，近三年公司主营业务盈利情况如下表所示：

表 3 近三年公司主营业务盈利情况 （单位：万元、%）

产品名称	2012 年度			2013 年度			2014 年度		
	营业利润	利润占比	毛利率	营业利润	利润占比	毛利率	营业利润	利润占比	毛利率
片剂	28,196.00	35.38	67.83	33,789.20	35.49	60.77	33,269.21	31.36	53.09
胶囊	11,131.35	13.97	85.04	14,117.50	14.83	82.75	20,076.93	18.92	85.43
颗粒剂	14,449.67	18.13	49.01	18,122.26	19.03	48.87	21,624.93	20.38	43.06
口服液	16,412.77	20.60	72.31	19,043.50	20.00	72.47	20,731.43	19.54	76.62
其他	9,499.86	11.92	44.00	10,141.44	10.65	49.16	10,389.66	9.79	60.59
合计	79,689.65	100.00	62.05	95,213.90	100.00	60.78	106,092.15	100.00	58.75

资料来源：公司审计报告

2015 年上半年，公司实现营业收入 7.76 亿元；营业利润 2.11 亿元；净利润 1.91 亿元。

总体看，随着公司业务的逐步扩张，公司主营业务收入及利润逐年增长；各剂型产品占比相对稳定，盈利水平较高。未来公司仍将继续稳固并强化在第三终端市场优势，同时进一步向第二终端与第一终端拓展，盈利规模有望继续提升。

2. 采购情况

公司采购模式的制定主要基于以下考虑：①药品品种众多，生产量大，需保证原材料采购供应及时，避免出现断档；②根据 GMP 的相关要求，原材料供应商需保持相对稳定，以保障原材料质量，同时便于追责；③在保证原材料质量的同时，尽量降低采购成本，保障公司利润水平。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。原材料由供应商负责运输并承担相应的成本。

（1）中药材、原辅材料、包装物的采购

公司的中药材、原辅材料、包装物等材料采购由采供部统一负责。采供部在每年年末，会根据公司的发展规划、销售部门制定的次年销售预算，测算次年生产所需材料的用量汇总，并据此制定下一年的原材料采购计划。原材料采购采取招标方式，招标完成后公司与中标供应商签订年度框架性采购合同，后续采供部将依据生产计划按月向供应商下达具体订单，并协调匹配各生产基地和供应商的送货节奏，以保障生产需要。

（2）备品备件、零星材料、办公用品采购

对于备品备件、办公用品等较为次要的物品采购，由各使用部门每月提交申购计划，采供部按月以市场询价方式进行采购。

（3）工程物资、大宗物品的采购

对于工程物资等大宗物件的采购，公司管理层会依据经营现状及发展规划，综合确定拟实施的工程项目或需要采购的大宗物件，管理层计划确定后，由招标委员会统一负责进行招标采购。

公司在采购过程中，一般采用以下方式保证货源质量及供货价格的稳定：①优先选择与规模较大且声誉较好的大公司合作；②多家比价，药品原材料由招标委员会参与实施，全面比较价格、物流、质保、性能等重要指标；③一次性签订年度采购框架性协议，锁定优惠供货价格。若市场价格波动较大（偏离合同约定价格的 15%），双方可视市场情况另行谈判确定新的供货价格；④随时跟踪物料价格，在物料价格低点时与供货商沟通备货，降低采购单价。

供应商选择方面，公司坚持 5 条原则：1、供应商必须是合法经营的企业，拥有“三证一照”，即“营业执照、组织机构代码证、税务登记证、经营许可证”并及时进行年检。同时具有国家药

品监督管理局颁发的 GMP 证书及经营许可证。2、具有合规的生产场所、办公场所及国家规定达到药品储存条件的仓储设施。3、供应商必须要实力雄厚、资产优良，两年内无停产、整改、处罚等不良记录。4、在全国有合作两年以上的客户不低于 20 家。5、采供部会同质保部、生产部对供应商进行实地考察及并出具供应商审计报告，共同判定是否具有供货资格。

原材料检验方面，公司材料进厂后，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。

近三年，随着公司业务的快速拓展，公司原材料采购金额也呈逐年增长态势。从原材料构成来看，近年来中药材采购价格上涨，中药材采购金额占比逐步增加，2014 年占采购总额的 57.35%；辅料采购金额占比近三年较为平稳；受上游化工、造纸等行业景气度下滑影响，公司包材的采购金额占比逐年下降。近三年，公司采购情况如下表所示：

表 4 近三年公司产品的原材料采购情况（单位：万元、%）

原材料	2012 年		2013 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
中药材	10,856.31	33.38	20,407.16	49.63	35,549.99	57.35
辅料	7,786.71	23.94	9,692.71	23.57	12,496.82	20.16
包材	13,882.06	42.68	10,671.90	25.95	13,121.11	21.17
其他采购	-	-	347.25	0.84	819.66	1.32
合计	32,525.09	100.00	41,119.02	100.00	61,987.57	100.00

资料来源：公司提供

从供应商集中度来看，近三年，公司前五名采购客户采购金额占采购总额的比重分别为 47.64%、54.66%和 67.29%，供应商集中度有所提高，由于医药行业企业原材料供应商需保持相对稳定，公司供应商集中度较高属正常现象。近三年公司主要的合作供应商为西安中药饮片厂有限公司、临沂源缘药业有限公司、陕西中财印务有限公司等，原材料供应商情况如下表所示：

表 5 近三年公司前五大供应商（单位：万元、%）

年份	供应商名称	采购金额	占采购总额比重
2012 年	西安中药饮片厂有限公司	6,230.48	14.18
	临沂源缘药业有限公司	4,560.50	10.38
	西安爱国药业有限公司	3,560.22	8.11
	西安市西北复合包装有限公司	3,537.27	8.05
	西安智诚生物科技有限公司	3,040.80	6.92
合计		20,929.27	47.64
2013 年	西安中药饮片厂有限公司	15,136.28	28.13
	临沂源缘药业有限公司	5,413.94	10.06
	陕西博瑞医药有限责任公司	3,509.13	6.52
	陕西中财印务有限公司	2,695.19	5.01
	西安智诚生物科技有限公司	2,656.19	4.94
合计		29,410.73	54.66
2014 年	西安中药饮片厂有限公司	23,002.16	33.42
	临沂源缘药业有限公司	12,585.25	18.28
	陕西博瑞医药有限责任公司	4,325.39	6.28
	陕西三新化工原料有限公司	3,519.04	5.11
	陕西中财印务有限公司	2,891.40	4.20
合计		46,323.24	67.29

资料来源：公司提供

总体看，公司药品品种众多，“以产定采”的采购模式保障了公司的生产需要，整体采购规模较大。公司原材料供应商相对稳定，符合制药行业特征。但联合评级也关注到公司中药材的采购价格有所提升，或将吞噬公司部分利润。

3. 生产情况

公司产品线丰富且全面，拥有多个产品系列，覆盖心脑血管类、儿科类、清热解毒类、风湿关节类、妇科类、消化代谢类和眼科及五官科类等多个领域。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、五酯软胶囊等 7 类产品，如下表所示。近三年上述七种主要产品合计收入占营业收入比分别为 61.29%、55.11%、54.24%，主要产品收入占比随着公司产品种类的不断丰富及经营策略的调整呈逐年下降趋势，但总体收入占比仍较大。

表 6 公司主要产品情况

主要产品	分类	类型	用途
风痛宁片	中成药	片剂	祛风燥湿，散寒活血，舒筋止痛，风湿性关节炎和类风湿关节炎用药
复方丹参片	中成药	片剂	扩张冠状动脉，增加冠状动脉血流量，减慢心率，改善心肌缺氧之功效；可改善心脑血管急性症状和心电图缺血性的改变；可抑制血小板凝集，抑制血小板的释放反应，降低血粘度，降低血脂
小儿化痰止咳颗粒	中成药	颗粒剂	祛痰镇咳。用于小儿支气管炎所致的咳嗽、咯痰
银翘解毒颗粒	中成药	颗粒剂	辛凉解表，清热解毒。用于风热感冒，发热头痛，咳嗽，口干，咽喉疼痛
小儿感冒颗粒	中成药	颗粒剂	疏风解表，清热解毒。用于小儿风热感冒，症见发热、头胀痛、咳嗽痰黏、咽喉肿痛；流感见上述证候者
枸橼酸铁铵维 B1 糖浆 II	化学药	口服液	用于治疗各种原因引起的缺铁性贫血，如慢性失血、营养不良、妊娠、儿童发育期等
五酯软胶囊	中成药	胶囊	治疗急、慢性乙肝，能降低血清谷丙转氨酶，可用于慢性、迁延性肝炎谷丙转氨酶升高者

资料来源：公司提供

公司主要产品的产能按剂型划分为四大类：片剂、颗粒剂、胶囊及口服液。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，主要产品的产能情况如下表所示。生产计划主要根据销售事业部及商务管理中心的每月需货计划来制定。生产过程中的成本控制主要是通过每日生产批量的放大，降低损耗率、分摊人工成本。整体来看，公司各剂型产品中颗粒剂及片剂产能利用率接近饱和，其它剂型产品产能可满足市场需求。

表 7 截至 2015 年 6 月末公司产能情况

产品类别	单位	理论产能
胶囊（含硬胶囊与软胶囊）	万粒	136,000.00
颗粒剂	万袋	160,000.00
片剂	万片	1,070,000.00
口服液	万支	60,000.00

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。

近三年，公司生产熟练度不断提高，各生产环节衔接日渐紧凑，机器使用时间更加合理，七

种主要产品的产量稳步提升，仅小儿感冒颗粒 2014 年产量小幅下降，主要原因系 2014 年小儿感冒颗粒毛利率下降，公司调整生产安排，将更多的颗粒剂产能分配给毛利率较高的小儿化痰止咳颗粒和银翘解毒颗粒等产品，七种主要产品的产量情况如下：

表 8 近三年公司主要七类产品产量情况

产品	单位	2012	2013	2014
风痛宁片	万片	26,562.96	26,865.36	30,003.84
复方丹参片	万片	198,443.52	207,864.00	227,243.52
小儿化痰止咳颗粒	万袋	9,670.56	11,693.88	15,491.04
银翘解毒颗粒	万袋	9,317.84	11,582.19	15,354.13
小儿感冒颗粒	万袋	10,749.83	13,888.73	12,789.63
枸橼酸铁铵维 B1 糖浆 II	万瓶	1,319.76	1,401.22	1,410.85
五酯软胶囊	万粒	7,074.86	7,302.74	9,108.50

资料来源：公司提供

总体看，公司产品线丰富且全面，产能利用水平较高。七种主要产品的产量基本处于稳步提升态势，整体发展趋势较好。

4. 药品质量控制情况

质量控制标准

公司的产品及所使用的原材料均依据国家有关标准，并制定严格的企业内控质量标准，根据成品的控制项目相应增加原辅料的控制指标，确保了原辅料的质量，从而保证产品的质量与疗效。

公司药品的质量规格及标准严格执行《中华人民共和国药典》的法定技术指标。药品生产依据国家药监局 GMP 标准实施。公司根据不同产品的生产特点，建立了相应的质量保证体系，作为公司生产和业务发展的基础。质量保证体系包括质量保证机构、人员、过程及结果控制、整套质量管理文件及制度，内容涉及原材料的购入、半成品到产成品的生产过程和销售过程。

质量控制措施

（1）质量授权人制度管理

公司严格按 GMP 要求进行质量控制，严格执行药品的法定标准和各级质量责任制，并根据新版 GMP 要求建立了质量授权人制度，质量授权人职责如下：

- 1) 贯彻和执行药品质量管理法律、法规，组织和规范企业药品生产质量管理工作；
- 2) 建立和完善公司药品生产质量保证管理体系，并对该体系进行监控，确保其有效运作；
- 3) 负责每批物料及成品放行、质量管理文件、工艺验证和关键工艺参数、物料及成品内控质量标准、不合格品处理及偏差处理、依法实施召回时，药品调查评估报告和召回计划的审核批准，行使决定权；
- 4) 参与对产品质量有关键影响的事项：关键物料供应商的选取、关键生产设备的选取、生产、质量、物料、设备和工程等部门的关键岗位人员的选用、用户投诉的处理意见及其他对产品质量有关键影响的活动，并拥有否决权；
- 5) 对药品生产全过程进行有效监督，确保成品放行前符合各项要求；
- 6) 在药品生产质量管理过程中，应就企业生产质量管理存在的问题主动与食品药品监管部门沟通并报告。

（2）产品质量控制流程

公司质量控制流程严格按 GMP 要求进行，具体流程如下：物料供货商审核→物料进厂→检

验→合格→投入生产→中间产品检验→合格→下一工序→成品→检验合格→包装→审核放行入库后销售。对于入厂检验不合格的原辅料或没有文字内容的包装材料做出退回厂家处理或销毁处理，印有文字内容的包装材料必须进行销毁。必须销毁的不合格中间产品、成品及包装材料，凭借质保部门的不合格检验报告单，由仓库填写“不合格物料处理单”，经过审核批准后，在质量保证小组员工的监督下由仓库负责销毁，做好销毁记录。

因质量原因退回和收回的成品，涉及其它批号时，同时追查收回销毁处理，留有记录并归档处理。质量保证小组员工进行严格的质量过程监督控制，包括严格的供货商质量审核、环境监测、各质量控制点检查、工艺卫生、人员卫生、是否严格执行生产工艺等。对以上出现不合格现象都会进行相应的偏差调查，并及时采取必要的纠正和预防措施，避免类似的问题再次发生。

产品质量投诉处理

对于产品质量的投诉处理，公司制定了相应的处理程序，要求普通投诉尽可能当场解决，一般不超过三天；需要调查后答复的，十个工作日内必须向用户做出答复。若为已发生不良反应的用户投诉，应先检查和确认是否为公司产品且是否在有效期内，对于超过有效期的产品出现质量问题，公司不予解决，应向用户解释清楚；对于其他属于公司的药品严重不良反应投诉，需要核实用户投诉由质保部和生产部自查寻找原因，如查阅批生产记录、批检验记录、批留样质量情况等，查清原因、分清责任、提出整改措施。质保部视情节严重的提出处理意见，此外还须按《药品不良反应报告程序》向药监部门报告。

截至 2015 年 6 月末，公司未发生过重大产品质量投诉或其他药品质量事故。

总体看，公司在严格执行质量控制标准，质量控制措施与控制流程严谨，对产品质量投诉的处理到位。从事前、事中和事后全方面把控药品生产质量。整体看，公司药品质量控制情况较好。

5. 销售情况

定价模式

公司的产品定价方式分为三类：①公司有 266 个药品品种进入国家医保目录，此类产品由国家发改委核定药品最高零售价，公司在核定的价格范围内依据市场竞争及供求状况自行确定产品售价；②除进入国家医保目录的产品外，公司有 7 个药品品种未进入国家医保目录，但进入了省级医保目录，此类产品由各省市的物价管理部门核定药品最高零售价，公司在限价范围内依据市场竞争及供求状况自行确定产品售价；③除前两类药品外，公司剩余产品为公司自主定价的产品，公司根据产品生产成本、市场供求情况，自主确定产品价格，并报相关省市的物价主管部门备案。

表 9 近三年公司主要产品的价格情况

主要产品	单位	2012	2013	比上期增减 (%)	2014	比上期增减 (%)
风痛宁片	每万片	6,725.42	6,698.72	-0.40	6,697.14	-0.02
复方丹参片	每万片	660.39	709.05	7.37	730.77	3.06
小儿化痰止咳颗粒	每万袋	7,828.18	7,794.87	-0.43	7,792.58	-0.03
银翘解毒颗粒	每万袋	5,875.05	5,848.86	-0.45	5,848.86	0
小儿感冒颗粒	每万袋	6,229.49	6,204.77	-0.40	6,199.39	-0.09
枸橼酸铁铵维 B1 糖浆 II	每万瓶	125,223.03	124,555.56	-0.53	124,507.55	-0.04
五酯软胶囊	每万粒	16,577.73	16,420.52	-0.95	16,349.11	-0.43

资料来源：公司提供

如上表所示，公司的七种主要产品的价格保持稳定，变动幅度较小。其中，2013 年相比 2012 年，除复方丹参片价格上涨 7.37%外，其余产品价格均小幅下降，但下降幅度均小于 1%；2014

年相比 2013 年，复方丹参片价格上涨 3.06%，其他产品价格基本无变化。

销售模式及销量

公司的销售业务模式为下游商业公司（经销商）买断的销售模式，即公司的产品直接销售给商业公司，与商业公司直接进行货款结算，商业公司通过其销售渠道将药品最终销售至基层医院、药店、诊所等零售终端。公司委托第三方运输公司负责产品运输。公司产品销售范围覆盖各省，其中陕西、山东、四川、安徽等地的市场份额较大。销售结算方面，公司一般给予商业公司 2~3 个月的账期，以银行汇票进行结算。

对于药品的销售推广，公司通过组建专业的销售团队，对药店、诊所、基层医院、药品经销商进行跟踪服务，帮助主要产品在零售终端的促销、店员沟通等服务工作，使公司产品能够快速、全面地到达终端，使终端药店、诊所、基层医院在为患者提供药学服务时推荐使用公司产品。同时公司也通过促销、公关活动、患者教育等方式传播公司产品特点和适应症，树立公司品牌，提升患者选择公司产品的意愿，最终实现药品的推广销售。近三年，公司七种主要产品的销量基本处于增长态势，产销率均接近甚至超过 100%，如下表所示。

表 10 近三年公司产品销量及产销率情况

产品	单位	2012		2013		2014	
		销量	产销率 (%)	销量	产销率 (%)	销量	产销率 (%)
风痛宁片	万片	26,102.16	98.27	27,043.92	100.66	29,805.12	99.34
复方丹参片	万片	201,404.16	101.49	207,892.80	100.01	227,211.84	99.99
小儿化痰止咳颗粒	万袋	10,241.52	105.90	11,602.32	99.22	15,476.52	99.91
银翘解毒颗粒	万袋	9,091.73	97.57	11,702.74	101.04	15,295.21	99.62
小儿感冒颗粒	万袋	11,048.96	102.78	13,543.52	97.51	13,112.98	102.53
枸橼酸铁铵维 B1 糖浆 II	万瓶	1,311.76	99.39	1,402.27	100.07	1,399.00	99.16
五酯软胶囊	万粒	6,927.98	97.92	7,343.57	100.56	9,168.34	100.66

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，虽然公司销售模式为下游商业公司买断模式，但由于公司产品种类丰富，下游合作商业公司较多，近三年主要合作客户有河北慈航医药有限公司、陕西通达医药有限公司、甘肃天国医药有限公司等，客户稳定性较好，公司销售渠道畅通。近三年公司前五名客户集中度不高，三年均在 10%以下，如下表所示：

表 11 近三年公司前五名客户情况（单位：万元、%）

序号	客户名称	销售金额	占营业收入比重
2012 年	南京医药南通健桥有限公司	2,229.15	1.74
	四川本草堂药业有限公司	2,123.08	1.65
	山东阿卡迪亚药业有限公司	2,016.78	1.57
	河南华益药业有限责任公司	1,996.61	1.55
	陕西华远医药物流配送中心	1,955.27	1.53
	合计	10,320.89	8.04
2013 年	陕西通达医药有限公司	1,716.17	1.10
	河北慈航医药有限公司	1,632.75	1.04
	甘肃天国医药有限公司	1,628.19	1.04
	江苏可一医药有限公司	1,468.91	0.94
	河南华益药业有限责任公司	1,373.70	0.87
	合计	7,819.72	4.99
2014 年	河北慈航医药有限公司	1,649.93	0.91
	陕西通达医药有限公司	1,588.89	0.88

	甘肃天国医药有限公司	1,414.77	0.78
	山东阿卡迪亚药业有限公司	1,391.61	0.77
	河南永安医药有限公司	1,288.44	0.72
	合计	7,333.64	4.06

资料来源：公司提供

总体看，公司主要产品价格较为稳定，产品销量基本处于稳步提升趋势。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。整体看，公司销售情况较好。

6. 重大项目

公司重大的在建项目为“药品及医疗器械生产线搬迁项目”，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。根据建设单位的投资计划，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 2 月末，公司已投入 11.75 亿元。项目预计于 2017 年末建成。公司正在申请项目贷款 5 亿元，后续资金筹集主要以重组上市中募集配套资金（见下文重大事项）和公司 2015~2017 年税前利润作为资金筹集来源。

项目建成后公司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、粉针剂 160 万支，预充填针剂 320 万支的生产规模，总销售收入达 80 亿元。

总体看，生产线搬迁项目建成后，公司产品产能将有所扩张，以满足日益增长的需求。此外，公司盈利规模也将有所提升。

7. 重大事项

上市公司江苏九九久科技股份有限公司（以下简称“九九久”，证券简称“九九久”，股票代码“002411”）拟向公司 6 名股东发行股份购买其持有的陕西必康 100% 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%。此次交易构成上市公司重大资产重组及借壳上市，且构成关联交易。此次重大资产重组相关事项的生效和完成尚待取得中国证监会的核准。

此次发行的市场参考价确定为定价基准日前 120 个交易日上市公司股票的交易均价。发行价格确定为 7.80 元/股，不低于市场参考价的 90%。资产截至评估基准日的未经审计的陕西必康净资产账面价值为 18.90 亿元，预估值为 70.20 亿元，预估值较陕西必康净资产账面价值增值 51.30 亿元，增值率约为 271.43%，增值率较高。本次交易拟以收益法评估结果作为本次交易的定价参考依据，而收益法下前述市场及经营优势可以通过公司未来的预期收益充分体现，因此使收益法预估值与净资产账面价值产生偏离。资产的最终交易价格将在国融兴华出具的标的资产评估报告所确定的标的资产评估价值的基础上由交易双方协商确定。

根据前述标的资产的预估值，按照前述发行价格 7.80 元/股测算，发行股份的数量不超过 9.00 亿股。

本次重大资产重组中，九九久拟募集不超过 23.20 亿元配套资金，配套募集资金不超过本次交易总额的 25%。九九久拟通过锁价方式向李宗松、周新基、陈耀民、薛俊、何建东非公开发行股份募集配套资金，本次配套融资总额不超过 23.20 亿元，发行价格为 8.39 元/股，发行股份的数量不超过 2.77 亿股。配套募集资金扣除发行费用后，主要用于标的资产子公司必康江苏的制药生产线技改搬迁项目。

新沂必康和陕西北度承诺：陕西必康在 2015 年、2016 年及 2017 年实现的净利润分别不低于 5.50 亿元、6.30 亿元及 7.20 亿元（下称“承诺净利润”）。新沂必康和陕西北度承诺，如在利润补偿期间经审计标的资产累积实现净利润不足承诺净利润数的，则由新沂必康和陕西北度按其在本次交易中取得的上市公司股份的比例以股份的方式向上市公司补偿，股份补偿不足的以现金补偿。

自 2015 年 2 月 28 日至重组完成交割日（包括交割日当日）的期间为过渡期。如果重组能完成的前提下，上述过渡期内，公司产生的盈利或因其他原因增加的净资产，由九九久享有；产生的亏损或因其他原因减少的净资产，由新沂必康新医药产业综合体投资有限公司和陕西北度新材料科技有限公司承担。

2015 年 8 月 20 日，九九久收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）出具的《中国证监会行政许可申请受理通知书》（152546 号）。中国证监会依法对公司提交的《江苏九九久科技股份有限公司发行股份购买资产核准》行政许可申请材料进行了审查，认为该申请材料齐全，符合法定形式，决定对该行政许可申请予以受理。

总体看，公司通过借壳上市，能够减少交易成本、快速上市。若此次重大重组顺利完成，公司可通过直接融资在二级市场上进行筹资，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，此次重大重组尚待取得中国证监会的核准，结果仍存在不确定性，且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. 经营效率

近三年，公司应收账款余额随着销售规模的扩张而逐年增长，三年复合增长 26.41%，增速快于营业收入（18.58%的增速），应收账款周转次数有所降低，2014 年为 3.59 次；受益于公司存货管理能力的提升，存货三年复合下降 10.11%，而营业成本三年复合增长 23.64%，存货周转次数有所增加，2014 年为 7.91 次。2014 年，公司总资产较年初有所降低，而营业收入同比增加，总资产周转次数较年初提高至 0.44 次。

表12 2014年医药行业公司经营效率指标（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
力生制药	10.90	1.68	0.24
亚宝药业	9.50	2.99	0.59
现代制药	11.59	2.30	0.79
华海药业	3.88	1.82	0.58
海思科	60.78	5.46	0.45
康缘药业	2.90	4.93	0.68
必康制药	3.59	7.91	0.44

资料来源：Wind 资讯

注：本表上市公司营运数据引自 Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径存在一定差异。

如上表所示，从同行业上市医药企业来看，公司应收账款营运能力处于行业内同类上市公司

中等偏下水平；存货营运能力处于较高水平；总资产营运能力处于中等偏下水平。

总体看，由于公司采用经销商买断模式进行销售，存货周转水平较高；应收账款与总资产周转水平尚可，整体经营效率尚可。

9. 经营关注

研发能力不足风险

我国医药企业的研发不足确实较突出，国内医药企业的基础研究投入相对较少。公司近三年管理费用中研发费用及其他分别为 0.32 亿元、0.15 亿元和 0.18 亿元，占营业收入的比重分别为 2.52%、0.96%和 1.01%。研发投入表现差于销售增幅，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。

资产整合风险

九九久已公告重大资产重组事项，为发挥协同效应，从公司经营和资源配置等角度出发，公司和九九久需在客户资源管理、市场营销、技术研发、财务核算、人力资源管理等方进行一定程度的优化整合，以提高此次重组的绩效。本次交易后的整合能否顺利实施存在一定的不确定性，整合可能无法达到预期效果，从而影响公司业绩。

10. 未来发展

公司未来二至三年将以“夯基础、强管理、塑品牌”为指导思想，继续稳固第三终端的销售，保持第三终端的绝对优势；通过品牌的塑造快速提升第二终端销售量；通过专业化的学术推广，稳步向第一终端推进。

近年来公司通过对产品资源的整合、渠道的整合、终端的整合，现已打下坚实的基础。公司主要产品经营状况良好，销售增长较快。产品主要在第三终端市场销售，将逐步向第一、第二终端迈进。公司将在未来二至三年进一步强化眼科、儿科、心脑血管领域的产品，使产品在该领域内更有深度，具备更强的竞争力。补充缺失的抗肿瘤、妇科、骨科等领域的产品，使产品在治疗不同领域更加广泛，提升集团核心竞争力。促进渠道与终端的整合，实现公司利益最大化。

公司将坚持营销的规范化、专业化、流程化、制度化、体系化的发展方向。在各产品零售价格体系系统的前提下，继续坚持精准化营销，以客户利益为中心，销售各系统全心全意的为市场做好服务，最终实现客户利益、员工利益、公司利益的最大化。将信息化系统导入客户管理，调配专业的营销服务人才组成客服团队，重视客户资源的维护、积累、开发和利用，提升客服在公司的定位。

公司将继续采取“广告拉动+处方带（RX）+终端推（OTC）+终端抢（第三终端）”总体战略模式，以“必以良药、康健天下”为核心，塑造公司自有品牌终端形象；初步建立广泛的品牌知名度和美誉度，不断强化企业形象。

总体看，公司战略发展规划清晰，发展目标明确，“夯基础、强管理、塑品牌”的指导思想为公司持续健康发展提供了指引。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年财务报表已由瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，对三年连审的审计报告出具了标准无保留的审计意见。公司提供的 2015 年上半年财务报表未经审计。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。

近三年公司合并报表范围有所变化，2012 年公司合并范围新增 9 家公司；2013 年公司合并范围新增 2 家公司；2014 年公司合并范围新增 2 家公司，因处置减少 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。整体看，公司收购事项基本于 2012 年完成，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 6 月底，公司纳入合并范围的子公司共 14 户。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 31.63 亿元，负债合计 17.89 亿元，所有者权益（含少数股东权益）13.74 亿元。2014 年公司实现营业收入 18.06 亿元，净利润（含少数股东损益）4.84 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.37 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.01 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 32.02 亿元，负债合计 10.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益）21.47 亿元。2015 年上半年，公司实现合并营业收入 7.76 亿元，净利润（含少数股东损益）1.91 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.32 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.41 亿元。

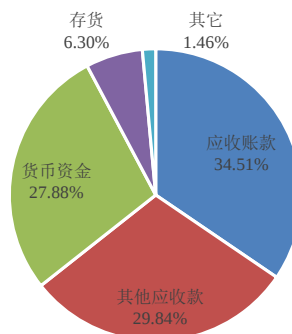
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模波动减少，年均复合下降 6.92%。截至 2014 年底，公司资产总额 31.63 亿元，其中流动资产占 44.12%，非流动资产占 55.88%，公司资产以非流动资产为主，主要系其他应收款及货币资金变动的影响，导致非流动资产占比波动上升。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产波动减少，年均复合下降 17.43%。截至 2014 年底，公司流动资产合计 13.96 亿元，较 2013 年底下降 59.19%，主要系 2014 年 12 月 22 日公司董事会决定分红 23.83 亿元，分别于 2014 年及 2015 年支付的影响；同时公司规范关联资金往来，逐步清理关联方往来余额的影响。公司流动资产主要以货币资金（占 27.88%）、应收账款（占 34.51%）、其他应收款（占 29.84%）和存货（占 6.30%）为主。

图6 截至2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金不断下降，年均复合降低 42.90%。截至 2014 年底，公司货币资金为 3.89 亿元，较 2013 年下降 52.20%，主要系 2014 年公司支付股东分红所致。截至 2014 年底，公司货币资金中银行存款占比为 81.34%；使用受限的货币资金占比为 18.50%，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存款。

2012~2014 年，公司应收账款波动增长，年均复合上升 20.48%，主要系随着覆盖全国的销售网络的逐步完善，公司的销售规模增长较快，应收账款余额随之增加。截至 2014 年底，公司应收账款 4.82 亿元。从账龄来看，2014 年公司应收账款 1 年以内占 94.93%，整体账龄较短。从应收账款质量来看，公司按照按账期计提坏账准备，针对 1 年到 4 年以上划分为 5 个阶段，分别按照 5%、10%、25%、50%和 100%计提坏账，截至 2014 年末公司累计计提坏账准备 0.41 亿元，结合款项账龄和公司的结算周期来看，公司的坏账准备计提充分。

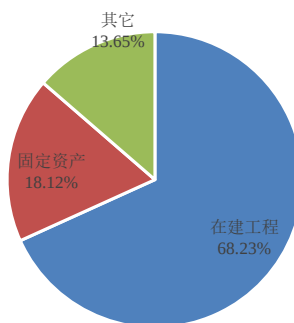
2012~2014 年，公司其他应收款波动增长，年均复合上升 5.43%。截至 2014 年底，公司其他应收款账面余额 4.17 亿元，较 2013 年大幅下降 78.62%，主要系因公司规范关联资金往来，逐步清理关联方往来余额。其他应收款中应收李宗松 1.85 亿元，对公司资金形成一定占用。从其他应收款信用组合构成来看，单项金额重大及关联方组合占 91.81%；公司针对账龄组合的其他应收款累计计提坏账减值准备 0.13 亿元，公司的坏账准备计提充分。

2012~2014 年，公司存货不断减少，年均复合下降 11.20%，主要系 2012 年公司在政府协调下，以折扣价格收购商洛市健达中药保健品有限公司全部中药材，避免其因无法支付农民药材款而引发的社会不稳定问题，随公司生产及库存科学管理，原材料余额不断下降。截至 2014 年底，公司存货账面价值为 0.88 亿元，主要是由原材料 0.39 亿元和库存商品 0.29 亿元构成。公司存货主要为中药材、成品药物和包装物，公司累计计提存货跌价准备 105.10 万元，主要系部分产品更换包装，导致相关产品的原包装材料报废所致；同时部分库存商品（药品）于 3 个月内到期；公司的存货跌价准备计提充分。

非流动资产

截至 2014 年底，公司非流动资产合计 17.68 亿元，近三年年均复合上升 4.99%。公司非流动资产以固定资产（占 18.12%）、在建工程（占 68.23%）和无形资产（占 7.57%）为主。

图7 截至2014年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司固定资产持续增长，年均复合增长 11.97%，主要为办公用的房屋建筑物和机器设备增加所致。截至 2014 年底，公司固定资产 3.20 亿元，其中房屋、建筑物占 70.63%，机器设备占 25.34%。截至 2014 年底，公司固定资产累计计提折旧 2.97 亿元，成新率为 51.86%，成新率较差。

2012~2014 年，公司在建工程呈持续大幅增长，年均复合增长 124.66%，截至 2014 年底，公司在建工程账面价值为 12.06 亿元，较上年末上升 16.96%，主要系公司建设江苏开发区综合体工

业厂房项目以及必康医药产业园二期扩建项目开工所致。

2012~2014 年，公司无形资产逐年下降，三年复合下降 9.16%，系摊销所致。截至 2014 年底，公司无形资产账面价值 1.34 亿元，占非流动资产的比重为 7.57%。无形资产主要为土地使用权，其期末账面价值占无形资产期末账面价值的 84.30%。截至 2014 年底，公司共计提无形资产减值准备 0.07 亿元，主要系非专利技术以及药品生产技术的减值。

截至 2015 年 6 月底，公司资产总额 32.02 亿元，较 2014 年底增长 1.21%，主要系经营规模持续扩大，导致应收票据及应收账款有所上升所致。同期公司资产总额中流动资产占 45.21%，较 2014 年底变化不大。

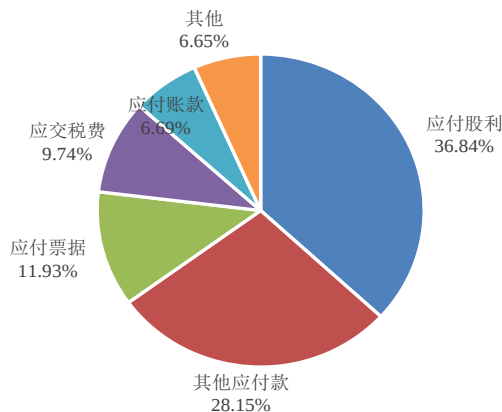
总体来看，2012~2014 年公司资产构成中流动资产占比波动下降，2014 年股东分红导致资产规模大幅下降，同时导致资产流动性下降。整体看，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2012~2014 年，公司负债持续增长，年均复合增长 23.27%，主要系公司经营规模不断扩大，导致负债规模增速较快所致。从负债结构上看，2012~2014 年公司流动负债占比分别为 90.39%、93.87%和 94.66%，呈波动上升趋势。截至 2014 年底，公司负债合计 17.89 亿元，其中流动负债占比为 94.66%，非流动负债占比为 5.34%，以流动负债为主。

截至 2014 年底，公司流动负债合计 16.94 亿元，近三年年均复合增长 26.16%。公司流动负债主要以应付票据（占 11.93%）、应付账款（占 6.69%）、应付股利（占 36.84%）、应交税费（占 9.74%）和其他应付款（占 28.15%）为主。

图8 截至2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司应付票据呈波动减少趋势，年均复合下降 16.50%，主要是公司采用银行承兑汇票结算，受到票据结算日期影响所致。截至 2014 年底，公司应付票据 2.02 亿元，其中由江苏新沂农村商业办理的差额承兑汇票 1.00 亿元，其中 0.50 亿元保证金，敞口 0.50 亿元，李宗松、谷晓嘉、魏福燕、马伟、新沂市远大建筑安装工程有限公司、江苏美鑫国际贸易有限公司为承兑汇票敞口提供连带责任保证。

2012~2014 年，公司应付账款呈持续减少趋势，年均复合下降 30.60%，主要是根据施工进度，公司支付工程款及材料款所致。截至 2014 年底，公司应付账款 1.13 亿元，较 2013 年下降 10.76%；从应付账款账龄构成来看，账龄为一年以内的占 84.44%；账龄超过一年以上的应付账款主要为应付材料款和设备款，账期超过一年的原因为未到付款期或供应商未催收。

2012~2014 年，公司应交税费呈波动上升态势，年均复合上升 18.73%，同公司经营规模扩大的趋势一致；应交税费主要系增值税、企业所得税及个人所得税。截至 2014 年底，公司应交税费为 1.65 亿元，较 2013 年下降 25.79%，主要系 2013 年公司处置开封制药（集团）有限公司 29.07% 的股权转让处置收益及当期确认的投资收益产生的应付税费 0.97 亿元，于 2014 年支付所致。

2014 年公司根据董事会决定，发放股东红利 23.83 亿元，2014 年应付股利余额为 6.24 亿元，将于 2015 年陆续支付完毕。

2012~2014 年，公司其他应付款呈波动增长趋势，年均复合上升 14.98%。截至 2014 年底，公司其他应付款为 4.77 亿元，较 2013 年下降 45.10%，主要系公司根据上市公司监管要求，不断清理关联方资金往来款项所致。截至 2015 年 2 月 28 日，关联方款项已经清理完毕。

2012~2014 年，公司非流动负债持续减少，年均复合下降 8.15%，截至 2014 年底，公司非流动负债 0.95 亿元，其中长期借款占 78.56%、递延所得税负债占 21.44%。

2012~2014 年，公司长期借款呈波动增长趋势，截至 2014 年底公司长期借款 0.75 亿元，较 2013 年下降 11.76%。2014 年长期借款全部为保证借款，应于 2018 年 3 月偿还，考虑到公司货币资金余额以及上市后续融资渠道较多，预计不存在集中还款压力。

2012~2014 年，公司递延所得税负债呈波动减少趋势，年均复合下降 57.47%。截至 2014 年底，公司递延所得税负债余额 0.20 亿元，主要是非同一控制下企业合并资产评估增值产生的应纳税暂时性差异，相应确认的递延所得税负债。

2012~2014 年，公司债务规模呈波动增长趋势，全部债务年均复合增长 5.16%。截至 2014 年底，公司全部债务 3.27 亿元，其中短期债务为 2.52 亿元，占 77.06%，公司有息债务以短期债务为主。从债务负担看，受近年来公司经营规模扩大导致负债规模扩大以及 2014 年股东分红导致所有者权益下降的影响，2012~2014 年公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均呈上升趋势，尤其 2014 年上述指标大幅增长，分别为 56.56%、19.22%和 5.18%，但整体债务负担较轻。

截至 2015 年 6 月底，公司负债合计 10.55 亿元，较年初下降 41.03%，主要系公司于 2015 年支付 2014 年经董事会决议的股东分红于当年未支付的部分。从负债结构上看，流动负债占比为 90.34%，占比较年初变化有所下降；非流动负债合计为 1.02 亿元，非流动负债占比为 9.66%。截至 2015 年 6 月底，公司全部债务合计 3.27 亿元，内部占比构成未变化。截至 2015 年 6 月底，受益于公司负债总额下降以及股东权益上升，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率有所下降，分别为 32.96%、13.22%和 3.38%，较年初债务负担有所下降。

总体看，公司债务以短期债务为主，但考虑公司货币资金覆盖债务程度较高，并且公司融资渠道较广，债务负担较轻。

所有者权益

近三年，公司所有者权益呈波动减少趋势，年均复合下降 25.46%，主要是 2014 年根据董事会决议，于当年发放股东红利所致。截至 2014 年底，公司所有者权益为 13.74 亿元，其中少数股东权益为 0.12 亿元；归属于母公司的所有者权益为 13.62 亿元，其中实收资本占 70.93%、资本公积占 5.12%、盈余公积占 21.29%、未分配利润占 2.66%。

2012~2014 年，公司实收资本小幅增长，年均复合上升 1.53%，主要系 2014 年陕西北度新材料科技有限公司增资所致。

2012~2014 年，公司资本公积波动减少，年均复合下降 3.51%，主要是近年来公司进一步收购少数股东权益，相应调整资本公积股本溢价。

2012~2014 年，公司未分配利润波动减少，年均复合下降 83.26%。截至 2014 年底，公司未分配利润为 0.36 亿元，较 2013 年下降 98.17%，主要系 2014 年董事会决议，分配股东红利 23.83 亿元所致。

截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益为 21.47 亿元，较 2014 年底大幅上升 56.21%，主要系收到股东注资，实收资本同资本公积有所增加所致。

总体看，近年来，公司所有者权益因股东分红，规模波动减少，但实收资本有所扩大。2014 年公司股东分红后，于 2015 年再次注资，公司权益结构中实收资本比例较高，结构较为稳定。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入分别为 12.84 亿元、15.67 亿元和 18.06 亿元。2012~2013 年营业收入大幅上升，主要是公司不断增加终端促销力度，原有主要产品销售规模及市场份额不断提高；同时公司药品种类不断丰富，新产品市场认可度较好，带动了收入规模的扩大。随着公司收入规模扩大，利润随之增加，近年来营业利润分别为 5.11 亿元、9.04 亿元和 5.90 亿元；2013 年营业利润较高，主要为 2013 年公司将其持有开封制药（集团）有限公司 29.07%的股权转让确认的处置收益 2.68 亿元以及权益法下确认的长期股权投资收益 0.99 亿元。受此影响，归属于母公司的净利润波动增长，分别为 3.52 亿元、7.68 亿元和 4.84 亿元；2013 年度公司净利润中投资收益贡献程度较大。

公司期间费用总额分别为 3.39 亿元、3.76 亿元、4.52 亿元，年均复合波动上涨 15.53%，主要是近年来随业务规模的扩张，销售费用不断增长。期间费用中销售费用、管理费用、财务费用年均复合变动分别为 22.72%、-4.74%和-44.39%。2014 年，公司期间费用总额 4.52 亿元，其中销售费用占 79.65%、管理费用占 20.53%、财务费用表现为收益。2012~2014 年，公司费用收入比分别为 26.38%、24.02%及 25.04%，费用收入比波动下降，公司费用占收入比例符合公司医药制造销售企业的特质，公司采用终端销售模式以及现金销售返利方式，因此销售费用收入比在行业中处于较低水平。

公司营业外收入主要为政府补助及其他营业外收入，规模较小，占公司利润总额不足 1%，对公司的经营不产生重大影响。

从盈利指标来看，2012~2014 年，公司营业利润率有所下降，分别为 60.79%、59.62%和 57.58%，主要系部分药品受到原材料价格及市场价格影响，毛利率下降所致；公司营业利润率高于行业平均水平。受到 2013 年投资收益的影响，总资本收益率从 2013 年的 24.08%下降到 2014 年的 18.13%；净资产收益率从 2013 年的 26.90%下降到 2014 年的 20.98%，总资产报酬率从 2012 年的 21.00%下降到 2014 年的 14.48%，但公司盈利能力仍处于较高水平（见下表）。

表13 2014年医药制造类上市公司盈利指标（单位：%）

证券简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
力生制药	54.56	3.18	2.97
亚宝药业	52.12	9.73	7.42
现代制药	46.07	17.57	9.88
华海药业	44.47	8.53	7.43
海思科	69.31	22.43	18.59
康缘药业	74.41	14.60	11.60
必康制药	58.75	20.98	14.48

资料来源：Wind资讯

注：本表上市公司盈利能力指标采用Wind，于本报告附表口径存在一定差异。

2015年1~6月，公司实现营业收入7.76亿元，公司营业利润率小幅上升，为59.46%。公司实现净利润1.91亿元，其中归属母公司的净利润为1.91亿元。

总体看，近年来公司营业收入规模较大，但公司费用增速高于营业收入增速，且营业利润率有所下降，但公司整体盈利能力仍处于较高水平。

5. 现金流

从经营活动来看，2012~2014年公司经营活动现金流量净额分别为4.36亿元、3.53亿元和4.37亿元，近年来经营活动现金流量净额持续保持3亿元以上，主要是公司科学管理应收下游客户款项的账期，结算周期一般为3个月。2014年公司经营活动现金流入21.56亿元，较2013年增长17.41%，经营活动现金流出17.19亿元，较2013年增长15.92%。从现金收入质量来看，近三年公司现金收入比波动下降，分别为116.85%、104.33%和107.61%，整体收入实现质量较好，

从投资活动来看，2012~2014年投资活动现金流量净额分别为-2.32亿元、-22.78亿元和-15.94亿元，投资活动现金流量净流出规模波动增加，主要是2013~2014年公司购建开发区综合体工业厂房项目，以及清理关联方款项所致。

从筹资活动来看，2012~2014年公司筹资活动现金流净额分别为-0.78亿元、15.22亿元和8.55亿元，筹资活动现金流净额变动规模较大主要为公司清理关联方往来款项，并于2014年支付部分股东分红所致。

2015年1~6月，公司经营活动现金流净额为1.32亿元；公司投资活动产生的现金流量净额为-0.01亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为-1.72亿元。

总体看，近年来公司现金收入质量水平较好，经营活动现金流量净流入额规模较大；但随着公司工程项目的投入，公司筹资需求将有所增加。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，由于资产构成中流动资产占比近年来发生变动，公司流动比率变动较大。2014年底，公司流动比率和速动比率分别为0.82倍、0.77倍，较2013年的2.05倍、2.00倍有所下降，主要系公司清理关联方款项及支付股东分红，导致流动资产大幅下降所致；2014年底，公司现金短期债务比为1.56倍，较2013年大幅下降，主要是货币资金由于支付股东分红而大幅下降所致。但是，由于货币资金对短期债务覆盖程度较高，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年公司资产负债率分别为32.25%、35.39%和56.56%，主要系负债规模上升以及2014年股东分红导致整体资产规模下降，但公司负债水平尚可；2012~2014年公司EBITDA分别为5.59亿元、9.53亿元以及6.36亿元，年均复合增长6.72%，与此同时，公司债务规模逐年增长，EBITDA对债务保障能力呈现逐年下降走势。2014年底，公司EBITDA利息倍数和EBITDA全部债务比分别为93.50倍和1.95倍，EBITDA对全部债务的保障能力较强。

截至2015年6月底，公司获得银行授信额度为3亿元，其中尚未使用的授信额度为1.05亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2014年底，公司受限制资产账面价值为0.76亿元，主要是公司开具不可撤销担保函，存入保证金0.72亿元。总体受限制资产占权益比例较小，未产生重大影响。

截至2015年2月底，公司对外担保事项的连带保证责任部分已经解除，余下部分债权债务关系亦已结清，不存在影响持续经营的对外担保事项。

上海般诺电子科技有限公司就公司与交通银行股份有限公司西安分行及山阳县农村信用合作联社等五家信用合作社借款纠纷执行异议，公司尚未收到最高人民法院发出的任何通知或者执行

的决定等法律文书，尚不能确定其具体的执行案由等详细情况。公司与上海般诺电子科技有限公司就公司分别于2009年与2011年签订的《债务清偿协议》，因此公司与上海易融因承担担保责任所产生的有关债权债务亦已结清。为避免该案件对公司造成任何不利影响，公司实际控制人李宗松已经出具承诺，如该案件的最终结果给公司造成任何经济损失的，李宗松将自公司承担相关经济损失之日起30日内以个人财产全额承担，且不会向公司进行追偿。因此，上海般诺执行异议案件不会对公司产生潜在不利影响。

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2015年3月11日，公司已还清的债务信息中，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。以上不良或关注类信贷的授信机构分别为交通银行、山阳县农村信用合作联社，授信机构均已正常收回款项（除一笔3,000万贷款还款方式为资产重组），对公司生产经营不会造成重大不良影响。

总体看，公司短期债务占比较高，但偿债压力不大，公司整体偿债能力较强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至2015年6月底，公司全部债务合计3.27亿元。本次拟发行公司债规模为8亿元，相对于公司目前的债务规模，本次债券发债额度较大，对公司整体债务负担影响较大。

以2015年6月底财务数据为基础，本次募集资金净额为8亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，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分别为28.96%、34.43%和46.36%，公司债务负担有所加重但仍属可控水平。

2. 本次债券偿债能力分析

以2014年底的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为21.56亿元，对本次债券发行额度（8亿元）的保护倍数为2.70倍；公司2014年EBITDA为6.36亿元，对本次债券发行额度（8亿元）的保护倍数为0.80倍。公司经营活动现金流入量和EBITDA对本次债券的保护程度较好。

综合以上分析，考虑到公司作为现代化大型医药制药企业，在市场定位、产品种类、营销模式等方面存在的优势，并且公司盈利能力较强，业务规模不断扩大等原因，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力较强。

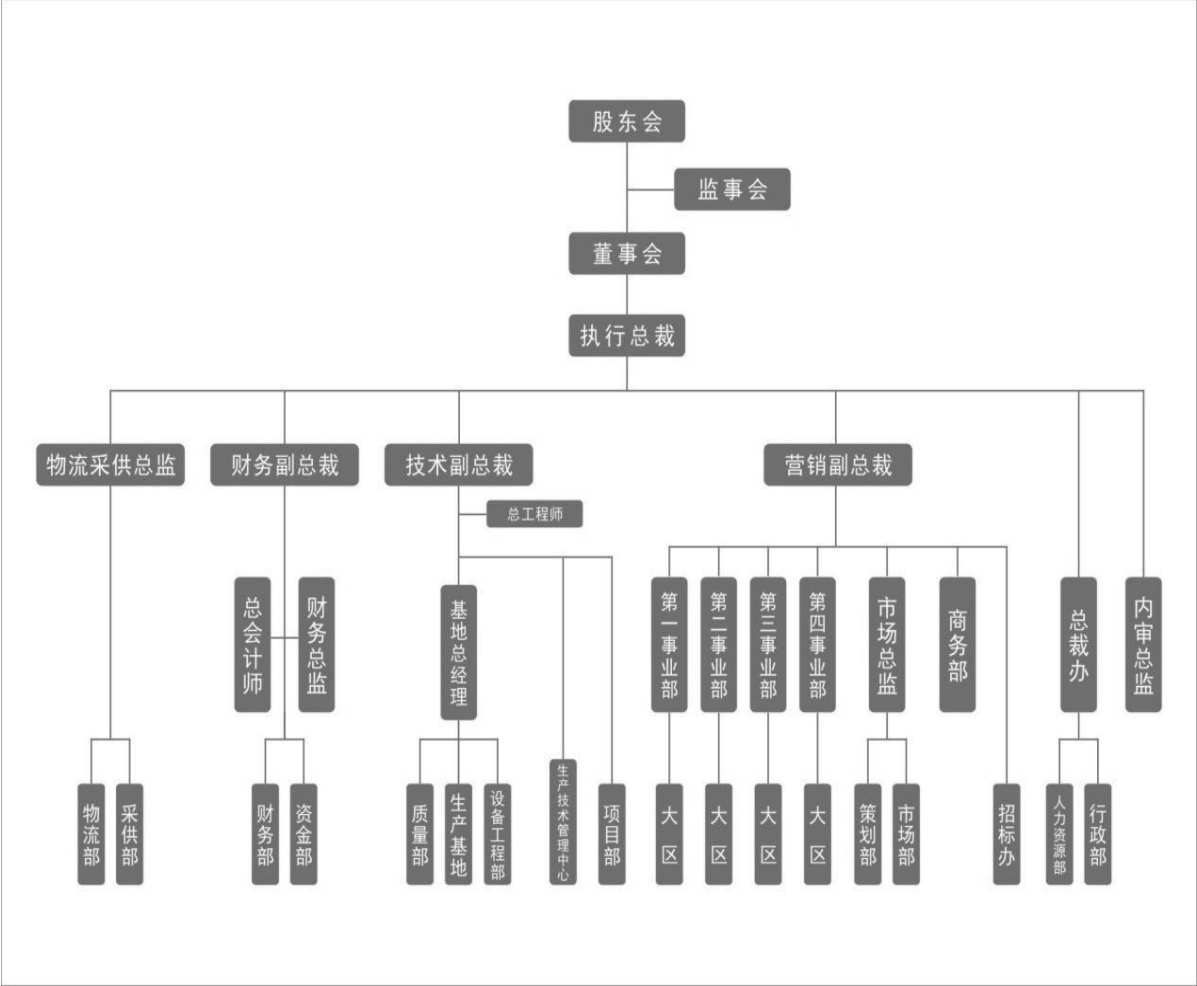
九、综合评价

作为现代化大型医药制药企业，公司在市场定位、产品种类、营销模式等方面存在一定优势；同时联合评级也关注到研发投入低以及公司权益结构波动较大等因素对公司经营发展带来不利影响。

目前，上市公司九九久正在进行重大资产重组，公司拟通过借壳上市进一步扩大生产规模。若此次重组事项进展顺利，公司直接融资能力将得到显著提升，可有效缓解债务压力；同时，公司品牌知名度也将获得有效提升，品牌效益得以凸显。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额(亿元)	36.51	50.11	31.63	32.02
所有者权益(亿元)	24.74	32.38	13.74	21.47
短期债务(亿元)	2.96	3.86	2.52	2.52
长期债务(亿元)	0.00	0.85	0.75	0.75
全部债务(亿元)	2.96	4.71	3.27	3.27
营业收入(亿元)	12.84	15.67	18.06	7.76
净利润(亿元)	3.52	7.68	4.84	1.91
EBITDA(亿元)	5.59	9.53	6.36	--
经营性净现金流(亿元)	4.36	3.54	4.37	1.32
应收账款周转次数(次)	--	3.90	3.69	--
存货周转次数(次)	--	5.81	7.88	--
总资产周转次数(次)	--	0.36	0.44	0.24
现金收入比率(%)	116.85	104.33	107.61	100.69
总资本收益率(%)	--	24.08	18.13	9.17
总资产报酬率(%)	--	21.00	14.48	6.64
净资产收益率(%)	--	26.90	20.98	10.87
主营业务毛利率(%)	62.05	60.78	58.75	--
营业利润率(%)	60.79	59.62	57.58	59.46
费用收入比(%)	26.38	24.02	25.04	31.27
资产负债率(%)	32.25	35.39	56.56	32.96
全部债务资本化比率(%)	10.68	12.70	19.22	13.22
长期债务资本化比率(%)	0.00	2.56	5.18	3.38
EBITDA 利息倍数(倍)	143.19	80.64	93.50	--
EBITDA 全部债务比(倍)	1.89	2.02	1.95	--
流动比率(倍)	1.92	2.05	0.82	1.52
速动比率(倍)	1.82	2.00	0.77	1.52
现金短期债务比(倍)	4.11	2.17	1.56	1.45
经营现金流动负债比率(%)	40.94	21.25	25.82	13.85
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.70	1.19	0.80	--

注：1、2015 年 1~6 月财务报告未经审计，相关指标未年化。

2、公司未提供 2015 年 1~6 月现金流量表补充材料，相关指标未计算。

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。

联合信用评级有限公司关于 陕西必康制药集团控股有限公司 2015 年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，联合评级将在本次债券存续期内，在每年陕西必康制药集团控股有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

陕西必康制药集团控股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。陕西必康制药集团控股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陕西必康制药集团控股有限公司的相关状况，如发现陕西必康制药集团控股有限公司或本次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债券的信用等级。

如陕西必康制药集团控股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，可宣布信用等级暂时失效，直至陕西必康制药集团控股有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布（交易所网站公布时间不晚于本公司网站），并同时报送陕西必康制药集团控股有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年九月六日