信用等级公告

联合[2016] 2479 号

联合资信评估有限公司通过对哈尔滨誉衡药业股份有限公司及其拟发行的 2017 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

哈尔滨誉衡药业股份有限公司

主体长期信用等级为

AA

哈尔滨誉衡药业股份有限公司

2017 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年十一月十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

哈尔滨誉衡药业股份有限公司
2017 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：
主体长期信用等级：AA
评级展望：稳定
本期中期票据信用等级：AA

本期中期票据发行额度：5 亿元
本期中期票据期限：3 年
偿还方式：按年付息，到期一次还本
发行目的：补充流动资金、偿还银行借款

评级时间：2016 年 11 月 15 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
现金类资产(亿元)	11.18	10.83	12.31	9.15
资产总额(亿元)	29.43	49.22	83.18	84.37
所有者权益(亿元)	24.78	31.02	34.73	38.92
短期债务(亿元)	--	7.90	17.91	17.01
长期债务（亿元）	--	--	3.00	9.61
全部债务(亿元)	--	7.90	20.91	26.62
营业收入(亿元)	13.08	19.06	26.81	20.91
利润总额 (亿元)	2.69	5.48	8.26	6.76
EBITDA(亿元)	3.37	6.79	10.65	--
经营性净现金流(亿元)	4.53	6.74	7.02	5.73
营业利润率(%)	75.56	61.62	61.76	57.75
净资产收益率(%)	9.26	14.69	20.19	--
资产负债率(%)	15.79	36.98	58.25	53.87
全部债务资本化比率(%)	--	20.30	37.58	40.62
流动比率(%)	342.29	106.60	51.56	50.78
经营现金流动负债比(%)	101.52	46.83	17.54	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	1.16	1.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	24.71	12.14	--

注：公司 2016 年前三季度财务数据未经审计，一年内到期的长期（非流动）负债未计入短期债务。

分析师

孔祥一　姜雨彤

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www. lhratings.com

评级观点

哈尔滨誉衡药业股份有限公司（以下简称“公司”或“誉衡药业”）主要从事药品的生产、研发和销售，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司通过外延式扩张使得收入及利润规模持续增长，主导产品市场份额领先，经营性净现金流稳定，盈利能力强等优势。同时联合资信也关注到药品招标限价、公司频繁实施高溢价收购使得商誉规模较大、自身研发实力弱等因素可能对公司经营发展带来的不利影响。

未来，公司将在专注现有制药业务的同时，打造慢病管理及大健康产业平台，同时加强生物制药领域的研发。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险较低，安全性较高。

优势

1. 近年来，公司通过外延式扩张，经营规模迅速扩大，收入及利润规模持续增长。
2. 公司多种产品被列入医保范围，主导产品骨瓜多肽、磷酸肌酸钠、葡萄糖酸钙锌口服液治疗领域涵盖骨科药物和营养类药物等，市场份额领先。
3. 公司收入实现质量良好，经营性净现金流稳步提升，且整体盈利能力较强。

关注

1. 近年来，医药改革深入推进，药品价格面临下行压力，可能对公司未来盈利能力产生影响。
2. 公司主要通过并购以及引进以获得储备产品，自身研发实力较弱。

3. 公司频繁实施高溢价收购，商誉规模较大，存在一定商誉减值风险，并购多个子公司，公司管理难度加大。
4. 公司有息债务规模增长较快，短期债务占比高。
5. 公司计划出售普德药业，公司收入和利润将有所下降。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与哈尔滨誉衡药业股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与哈尔滨誉衡药业股份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。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因哈尔滨誉衡药业股份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。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由哈尔滨誉衡药业股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、哈尔滨誉衡药业股份有限公司 2017 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

哈尔滨誉衡药业股份有限公司
2017 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

哈尔滨誉衡药业股份有限公司（以下简称“公司”或“誉衡药业”）前身是哈尔滨誉衡药业有限公司，始建于 2000 年 3 月，2008 年商务部以商资批[2008]659 号文《商务部关于同意哈尔滨誉衡药业有限公司变更为外商投资股份有限公司的批复》批准，由哈尔滨誉衡药业有限公司整体变更设立为股份有限公司，股本 10500 万股，注册资本 10500 万元。公司 2010 年 6 月上市，向社会发行人民币普通股（A 股）3500 万股（股票代码 002437.SZ）。2011 年 3 月 14 日，根据股东大会批准的 2010 年度权益分配方案，按总股本 14000 万股为基数，以资本公积向全体股东每 10 股转增 10 股，转增后公司的总股本变更为 28000 万股；2014 年 9 月 19 日，公司以截至 2014 年 6 月 25 日公司股份总数 28000 万股为基数，用资本公积向全体股东按每 10 股转增 15 股的比例转增股本，经本次转增股份后，公司注册资本为人民币 70000 万元；2014 年 10 月，公司通过非公开定向增发限制性股票方式增发 3189.025 万股，注册资本变为 7.32 亿元。

自成立以来，公司历经数次增资，截至 2016 年 9 月底，公司注册资本由 2008 年 10500 万元增至 219829 万元，哈尔滨誉衡集团有限公司为公司第一大股东（持股比例 42.63%），公司实际控制人为朱吉满、白莉惠，二人为夫妻关系。

公司经营范围：生产销售片剂、胶囊剂、颗粒剂、粉针剂(均为头孢菌素类)、粉针剂(激素类)、干混悬剂，小容量注射剂(含抗肿瘤药)、冻干粉针剂(含抗肿瘤药、头孢菌素类)、栓剂、原料药(秦龙苦素、炎琥宁、依托咪酯、氟比洛芬酯)。技术咨询、工艺技术转让、技术开发。(依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动)

截至 2016 年 9 月底，公司下设总经理办公室、财务部、人力资源部、生产运营中心管等 11 个职能部门。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 83.18 亿元，所有者权益合计 34.73 亿元（含少数股东权益 0.70 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 26.81 亿元，利润总额 8.26 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额 84.37 亿元，所有者权益 38.92 亿元（含少数股东权益 0.91 亿元）；2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 20.91 亿元，利润总额 6.76 亿元。

公司注册地址：黑龙江省哈尔滨市呼兰区利民经济技术开发区北京路29号；法定代表人：朱吉满。

二、本期中期票据概况

公司注册中期票据 10 亿元，本期计划发行 2017 年第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度 5 亿元，发行期限 3 年。本期募集资金用于补充流动资金、偿还银行借款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

在国内外需求疲软、传统产业调整带来的经济下行压力的背景下，2016 年上半年，中国继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策上，中国着力推进供给侧改革，通过减税降费和化解落后产能等方式推动产业升级。货币政策上，继续加强金融对实体经济的支持力度，完善宏观审慎管理框架，更多使用

定向和创新型货币工具保证流动性的合理充裕。

在上述政策背景下，中国经济保持稳定增长。2016 年 1~6 月份，中国国内生产总值（GDP）34.1 万亿元，同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构有所优化。具体来看，民间投资和制造业投资增速回落明显导致固定资产投资增速放缓，但消费需求保持平稳增长，进出口略显回稳向好趋势。同时，全国居民消费价格（CPI）指数在 2%左右小幅波动，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比降幅持续收窄，制造业采购经理指数（PMI）自 3 月份以来回升至荣枯线上方，就业形势总体稳定。

产业结构调整持续推进，第三产业是稳定经济增长的主要动力。2016 年 1~6 月，中国第一产业发展稳定；第二产业虽然面临着去产能和产业结构调整的双重压力，但出现企稳迹象；第三产业同比增速有所放缓，但仍是稳定经济增长的主要动力。

固定资产投资增速再创新低，拖累经济增速的提升。2016 年 1~6 月份，中国固定资产投资（不含农户）25.8 万亿元，同比增长 9.0%，增速继续放缓且再创新低，主要受民间投资、制造业投资增速进一步回落所致。其中房地产开发投资在经历了一季度的高增长后，投资增速出现回落，其稳定经济增长的作用有所下降；制造业投资继续回落，主要受工业去产能持续和内外需求不足影响所致，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化；基础设施投资增速进一步加快，成为避免固定资产投资增速过快下滑的重要支撑力量。

消费增速稳健增长，对经济增长构成支撑。2016 年 1~6 月份，中国社会消费品零售总额 15.6 万亿元，同比增长 10.3%，社会消费品零售总额增速保持稳健增长。其中生活必需品、休闲娱乐类消费和餐饮消费保持稳定快速增长，房地产市场的回暖带动了居住类相关产品消费增速的加快；同时中国消费结构继续呈向以“互联网+”为核心特征的新型消费业态发展的趋势，全国网上零售额占社会消费品零售总额的比例进一步增长。2016 年 1~6 月份，全国居民人均可支配收入同比增长 6.5%，居民可支配收入的稳定增长对消费稳定增长构成了支撑。

贸易呈企稳向好态势，但仍面临诸多不稳定因素。2016 年 1~6 月份，中国进出口总值 1.7 万亿美元，同比下降 8.8%，自 3 月份起累计降幅逐渐收窄，贸易呈企稳向好态势，但在世界经济低增长、国内外需求疲软的大背景下，中国外贸增长乏力；贸易顺差 2571 亿美元，同比变动不大。2016 年 6 月份，英国脱欧、国际贸易保护主义抬头等因素对外贸构成负面影响，外贸面临诸多不稳定因素。

在“去产能”的大背景下，为了推动经济结构转型，实现经济在 6.5%~7.0%增长、物价温和回升、就业市场稳定等 2016 年年度目标，2016 年下半年，政府将继续推进结构性改革，尤其是供给侧改革，加快新旧发展动能转换，通过实施积极的财政政策和稳健并灵活适度的货币政策，为经济平稳运行托底。在房地产、制造业和民间投资增长乏力的情形下，基础设施建设投资将成为稳定经济的主要动力，财政政策将会维持积极的基调；经济放缓、营改增以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升。为了给去产能、去杠杆的经济结构改革和经济发展提供流动性保障，预计货币政策仍会以灵活审慎的定向货币政策工具应对随时可能出现的国内外风险，维持国内流动性状况保持充裕。在地产销售回落、债券市场信用风险事件时有发生、外汇占款持续下降、私人部门信贷增长乏力等因素影响下，为达到 13%的社会融资规模和 M2 的增长水平年度目标，在汇率稳定以及资本流出规模不大的前提下，下半年存在降准的可能性。

2016 年下半年，预计固定资产投资或将在政府和政策的支持下出现改善；社会消费品零售总额仍会保持稳定增长，消费结构的升级也

有助于推动相关产业的优化升级；虽然短期内对外贸易状况仍难有明显改善，但对外贸易结构将进一步优化，有望培养出新的外贸增长点。总体看，预计2016年全年GDP增速为6.7%左右。

四、行业分析

1. 医药工业概况

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20世纪70年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

2010年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长。2015年，医药制造业实现主营业务收入26885.19亿元，同比增长9.02%；利润总额2768.23亿元，同比增长12.22%，总体保持了稳定增长的发展趋势。2016年1~6月，中国医药制造业实现主营业务收入13635.65亿元，同比增长10.14%，利润总额1449.67亿元，同比增长14.61%。

细分行业方面，从近三年增长速度看，生物生化品制造、卫生材料及医药用品制造、中成药制造以及中药饮片加工四个行业保持快速增长，收入规模年均增速保持在20%以上；从盈利能力看，化学药品制剂制造和中成药制造保持较高的销售利润率，化学药品原药制造和中药饮片加工盈利能力明显偏低。近年来医药行业效益有所分化，中成药制造总体保持快速增长，盈利能力较强。

总体看，中国医药行业规模增长迅速，随着医疗改革体系逐渐成熟，中国医疗产业的经济效益呈现较好的发展态势。

表1 医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元、%）

	2013年			2014年			2015年		
	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率
医药制造业合计	**20592.93**	**2071.67**	**10.06**	**23325.61**	**2322.20**	**9.96**	**26885.19**	**2768.23**	**10.30**
化学药品原料药制造	3819.88	284.74	7.45	4240.35	311.82	7.35	4614.21	351.03	7.61
化学药品制剂制造	5730.93	639.40	11.16	6303.71	733.92	11.64	6816.04	816.86	11.98
中药饮片加工	1259.35	94.18	7.48	1495.63	105.25	7.04	1699.94	123.90	7.29
中成药制造	5064.98	538.43	10.63	5806.46	597.93	9.79	6167.39	668.48	10.84

资料来源：国家统计局

主要子行业概况

从盈利情况来看，随着生产规模不断扩大，医药制造各子行业产品销售收入、利润总额保持持续增长，其中化学制剂药、化学原料药和中成药对整个行业的收入和利润贡献最大。

（1）化学原料药行业

随着国际上大量专利药的专利权到期，以及发达国家出于环保要求限制其化学原料药的生产，中国已成为原料药转移生产的主要受惠国，占全球19.3%的市场份额，位居首位，其中仿制原料药的市场份额更是高达37.8%。中国原料药产量与出口量均保持了快速增长，目前约占中国医药制造业生产总值的20%。从细分产品看，原料药出口分化明显，大宗原料药自2012年第四季度以来季度出口额持续负增长，呈现明显的出口颓势，而特色原料药出口保持快速增长，排名前十名的特色原料药中半数实现出口额强势增长，且以心脑血管用药为

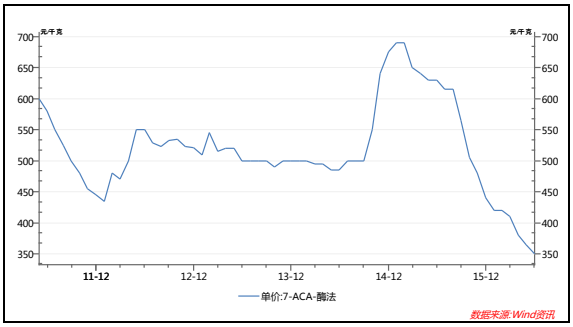
主。目前，中国出口的原料药中抗感染类、维生素类、解热镇痛类、激素等大宗原料药和他汀类、普利类、沙坦类等特色原料药在国际医药市场上占有相当的份额和地位。

中国化学原料药在产能规模和生产工艺上优势明显。经过多年的低价竞争，众多中小型企业被淘汰出局，目前原料药行业集中度较高，但产品生产耗能大，污染严重，产品结构仍以低端为主，且大部分原料药产能过剩严重，行业收益受国际市场波动及周期性波动影响明显，竞争激烈。

2011 年下半年以来，随着国内新建产能逐步释放，原料药行业产能过剩问题日益凸显，维生素 C、青霉素类等大宗原料药产品低价竞争现象明显，严重影响行业内企业的盈利情况。2015 年，中国化学药品原料药行业实现主营业务收入 4614.21 亿元，同比增长 9.83%，增速继续放缓；实现利润总额 351.03 亿元，同比增长 15.34%，销售利润率有所提高。

7-ACA 是头孢菌素抗生素的关键性中间体，已在国际抗生素市场上广泛使用，是头孢类系列产品头孢氨苄、头孢拉啶、头孢氢氨苄等抗生素的中间体，近年来，头孢菌素抗生素发展迅速，目前临床常用的头孢品种超过 30 个。头孢菌素品种几乎均为半合成产品，即利用发酵头孢菌素 C 的裂解物 7-ACA 加化学侧链缩合而成，故 7-ACA 是合成头孢菌素的关键性中间体。由于近年来头孢类抗生素价格波动较大，7-ACA 价格受到影响。同时受到国家卫生部自 2011 年起开始实施为期三年的全国抗菌药物临床应用专项整治活动和《抗菌药物临床应用管理办法》的影响，抗菌药物市场需求减少，导致抗菌药物市场竞争加剧。2010 年~2011 年，头孢类抗生素原料药以及中间体 7-ACA（酶法）的价格大幅下滑，2012 年~2013 年小幅回升后呈现底部震荡态势。2014 年 6 月起，7-ACA（酶法）价格有所回升，并于当年底回升至 675 元/千克。进入 2015 年，7-ACA（酶法）价格再次出现持续性下滑，截至 2016 年 9 月，7-ACA（酶法）价格已由 2015 年初的 690 元/千克下降至 340 元/千克。

图 1　7-ACA 酶法价格走势图（单位：元/千克）



资料来源：Wind 资讯

美罗培南是一种有非常广泛抗菌性及可供注射的抗生素，用于治疗多种不同的感染，包括脑膜炎及肺炎。它是一种 β 内酰胺类抗生素，属于碳青霉烯的分类下。经临床研究发现，美罗培南可有效对付耐甲氧西林金葡菌感染症，目前已成为临床抗感染性疾病的主要药物。

目前，美罗培南在中国的产业集中度较高。中国现有 7 家制药企业获得国家药监部门颁发的美罗培南生产批文，其中产量最大的 3 家企业依次为：海滨制药、浙江海正药业股份有限公司和石药集团中诺药业有限公司，这 3 家公司的美罗培南产量合计约占国内美罗培南总产量的近 9 成。

（2）化学药制剂行业

随着国内医药经济的快速增长，目前中国有能力生产的化学药品制剂共有 60 个剂型、4500 余个品种，产能居世界首位。近年来，化学药品制剂出口发展迅速，在国内医药市场复杂多变的形势下，对消化过剩产能、推动国内产业发展起到了积极作用。

据国家药监局统计，中国基本药物费用比重明显高于非基本药物。而随着基本药物目录为代表的国家药物政策的逐渐成型，中国通用名药品的发展将进入一个新阶段，未来化学药品制剂的需求量还将保持较快增长，疗效确切、价格低廉的国产普药及新药继续占有较大的市场份额，药品分类管理制度的实施将推动 OTC

药品进入快速发展阶段。但行业持续不断的调整势必难免，整个化学药品制剂行业在面临压力的同时也将会得到很大的发展机遇。

2015 年，中国化学药品制剂行业实现主营业务收入 6816.04 亿元，同比增长 9.28%；实现利润总额 816.86 亿元，同比增长 11.20%。2016 年 1~6 月，以化学药品制剂生产为主的企业，实现主营业务收入 3587.2 亿元，同比增长 11.1%，实现利润 452.8 亿元，同比增长 16.2%，增幅比 1-5 月收窄 0.2 个百分点；制剂产品出口交货值 66.5 亿元，同比降低 7.1%，降幅较 1-5 月收窄 7.8 个百分点；亏损企业增加了 11 家，亏损额增加了 2.8 亿元。

（3）中药子行业

中药即按中医理论的用药，为中国传统中医特有药物。中药包括中药材、中药饮片、中成药，为中药行业的三大支柱。其中中药材是中药饮片和中成药的原料。

中国中药行业进入 21 世纪后增长迅速，行业规模、工业化水平显著提高。中成药制造和中药饮片加工子行业销售收入从 2011 年至 2013 年复合增长率分别达到 22.44%与 21.46%，市场呈现稳定增长态势。2014 年，中成药制造行业实现营业收入 5806.46 亿元，同比增长 13.14%；实现利润总额 597.93 亿元，同比增长 9.29%。2015 年，中成药制造行业实现营业收入 6167.39 亿元，同比增长 5.69%；实现利润总额 668.48 亿元，同比增长 11.44%。

随着中国居民人均收入不断提高，中药产品实际消费增速加快，一方面源于医疗消费的整体推高，另一方面，人均收入提高带来的消费升级使人们更重视药物不良反应及副作用、疾病预防与保健、日常养生及滋补需求。

目前国内有中药企业 2000 多家，规模普遍较小，高技术含量与高附加值产品缺乏，低水平重复生产现象严重。

2. 医药商业概况

医药流通是指连接上游医药生产企业和下游经销商以及终端客户，通过流通过程中的交易差价及提供增值服务获取利润的一项经营活动。受宏观经济下行及行业竞争加剧等因素的影响，中国药品流通市场规模虽保持稳定增长但增速已开始下滑，2013~2015 年药品销售市场规模总体虽呈增长态势，但年均增速已从 16.70%下降至 12.89%，但仍远高于中国 GDP 的增速。

从整体规模看，根据商务部发布的《2015 年药品流通行业运行统计分析报告》，2015 年中国药品流通行业实现销售总额 16613 亿元，同比增长 10.2%，增幅回落 5 个百分点，其中药品零售市场 3323 亿元，同比增长 8.6%，增幅回落 0.5 个百分点。据国家食品药品监督管理总局统计，截至 2015 年 11 月底全国共有药品批发企业 13508 家；药品零售连锁企业 4981 家，下辖门店 204895 家，零售单体药店 243162 家，零售药店门店总数 448057 家 。

效益方面，2015 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 12625 亿元，同比增长 10.9%，增幅回落 4.5 个百分点；利润总额 283 亿元，扣同比增长 10.6%，增幅回落 4.2 个百分点；平均毛利率 6.9%，同比增加 0.1 个百分点；平均费用率 5.4%，同比增加 0.1 个百分点；平均利润率 1.7%，与上年基本持平；净利润率 1.4%。

从药品零售市场上看，2015 年，中国药品零售市场规模总体呈增长态势，但国家宏观经济增速放缓、基层医疗机构用药水平持续提升、药品零加成政策推广、药品零售企业经营成本上升，加之以互联网和移动终端购物方式为主的消费群体正在逐步形成，使得零售药店传统业务增长空间收窄、药品零售市场规模增长逐步放缓。2015 年，药品零售市场销售额为 3323 亿元，增幅由 2014 年的 9.1%降至 8.6%。“十二五”期间年均增长 13.1%，2015 年增长率数据显示，低于“十二五”期间年均增长率 4.5 个百分点。新版 GSP 在药品零售企业全面实施，对执业药师配备、信息技术等方面提出更高要求，使单体药店生存压力加大，但促进零售企

业连锁率和集中度有所提升。截至 2015 年 12 月 31 日，销售前 100 位药品零售企业门店总数达到 52012 家，占全国零售药店门店总数的 11.6%，销售总额 956 亿元，占零售市场总额的 28.8%，比上年上升 0.7 个百分点。其中销售额在 10 亿元以上的零售企业有 21 家，销售前 3 位企业销售额占全国零售市场总额的 6.7%，前 10 位企业占 15.9%，前 50 位企业占 25.7%，占比较上年均有不同程度上升。

从药品批发市场来看，2015 年药品批发企业主营业务收入前 3 位与上年相比增长 19.6%，前 10 位与上年相比增长 18.0%，前 50 位与上年相比增长 16.3%，前 100 位与上年相比增长 15.6%；增速与上年相比，分别回落 0.4、1.4、2.7、2.5 个百分点。大型药品批发企业增速高于行业平均水平，但增幅趋于缩小。2015 年前 100 位药品批发企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 68.9%,比上年提高 3.0 个百分点，其中前 3 位药品批发企业占 33.5%，比上年提高 2.6 个百分点，前 10 位企业占 46.9%，比上年提高 2.9 个百分点，前 50 位企业占 63.1%，比上年提高 3.1 个百分点；主营业务收入在 100 亿元以上的批发企业占同期全国医药市场总规模的 51.7%，比上年提高 2.9 个百分点。数据显示，药品批发企业集中度进一步提高，在市场上占有一定规模的药品批发企业其经营能力、营运能力和管理能力均得到有效提升。

从各主要区域市场来看，2015 年全国六大区域销售总额比重，分别为华东 37.9%、华北 16.4%、中南 22.9%、西南 12.8%、东北 5.4%、西北 4.6%；其中华东、华北、中南三大区域销售额占到行业销售总额的 77.2%，同比下降 0.5 个百分点。三大经济区域销售总额比重，分别为京津冀经济区占 14.1%、长江三角洲经济区占 22.7%、珠江三角洲经济区占 8.0%。2015 年销售额居前 10 位的省市，依次为北京、广东、上海、浙江、江苏、安徽、山东、河南、重庆、云南；10 省市销售额占全国销售总额的 63.8%，同比下降 0.5 个百分点。

2015 年，虽然面对复杂多变的国内外经济形势及市场竞争加剧的大环境，但随着国家医药卫生体制改革的稳步推进和“健康中国”战略的强力驱动，企业寻求战略转型的同时不断完善医药供应链与信息技术的结合，积极探索互联网与传统服务模式的融合。药品流通行业整体呈稳定增长态势、伴随着新一轮结构调整、产业升级及行业集中度的提升，未来医药流通行业将保持良好的发展态势。

3. 行业关注

行业集中度低

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在 20 世纪 80 年代初期只有 800 余家，2015 年底已经超过 7000 家。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右，与全球医药巨头 400～500 亿美元的业绩相比差距甚远。总体看，中国医药生产企业数量众多，产能过剩，大部分企业名牌产品少，品种雷同现象普遍。

研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿药，新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。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。中国制药行业企业机制尚未形成，研发投入不足，严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

药品降价

2014 年起，随着各省份基药招标开始，全国基药招标围绕着“降价”这一主旋律在进行推进。广东、福建、重庆等省份都采用“最低

价”的中标规则，吉林、湖南等地降价也是主要趋势，新版基药目录实施以来，新进目录基药价格均有一定降幅，个别省份创出历史新低。

2014 年 11 月 25 日，国家发改委下发《推进药品价格改革方案（征求意见稿）》（以下简称“征求意见稿”），欲取消药品最高零售限价，通过医保控费和招标采购，由市场竞争形成药品价格。根据征求意见稿，从 2015 年 1 月 1 日起，国家拟取消药品最高零售限价或出厂价格。2015 年 5 月，发改委联合卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局等部门共同推出《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，从 2015 年 6 月 1 日起取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成，其中对专利药、独家生产药品建立多方参与的谈判机制形成价格；对医保目录医保目录外的血液制品、国家统一采购的预防免疫药品、国家免费艾滋病抗病毒治疗药品和避孕药具，通过招标采购或谈判形成价格；麻醉药品和第一类精神药品，仍暂时实行最高出厂价格和最高零售价格管理。2015 年 10 月，国家卫生计生委（以下简称“卫计委”）等 16 个部门建立了协调机制，组织开展首批国家药品价格谈判试点工作，谈判主要针对的是国内专利药品和独家生产药品。2016 年 5 月 20 日，国家卫计委公布了首批国家药品价格谈判结果，其中有慢性乙肝一线治疗药物替诺福韦酯，非小细胞肺癌靶向治疗药物埃克替尼和吉非替尼，与此前公立医院的采购价格相比，这 3 种药的谈判价格降幅均在 50%以上。

从长期看，中国将着手从体制上解决药品价格虚高的问题，并进行了积极探索，预计未来药品价格将呈现下行趋势，对一些价格高昂的专利药和独家品种，预计价格将有较大降幅。

融资渠道单一，产业发展资金不足

制药业同其它行业相比具有高投入、高收益、高风险、高技术密集型等特点，特别是现在的一些基因工程等生物工程制药产业上述特点更为明显。目前，中国高科技制药产业的资金来源除股东投入以外，主要依靠银行贷款，

融资渠道狭窄。由于银行十分注重资金的安全性和流动性，高技术行业投资的风险使银行慎之又慎。因而制药企业融资能力不强，资金严重短缺。发展资金严重不足已经成为制药企业开发研制新药、更新设备、开拓市场的巨大障碍。

4. 行业政策

近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。医疗改革涉及公立医院改革、鼓励社会办医等多项内容；药品改革涉及药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容。总体看，医疗改革仍是主线，其推动的基本药物目录、全国医保目录，公立医院改革等政策，将促进医药需求量增长和支付制度的改进；药品改革将以强化经营监管、降低药品价格、提高药品质量为重点目标。

表 2　近年来相关医药政策汇总

发布时间	部门	相关政策	政策描述	对行业的影响
2013 年 1 月	卫生部	《2013 年卫生工作要点》	量化明确了相关指标：继续完善新农合制度；巩固完善基本药物制度；积极推进公立医院改革，落实便民惠民服务措施。	持续推进医疗改革的基层建设，纠正基本药物以价格为采购依据的行业做法。
2013 年 2 月	国务院	《关于巩固完善基本药物制度和基层运行新机制的意见》	在经济技术标评审中，对药品质量、生产企业的服务和信誉等进行全面审查，将企业通过《药品生产质量管理规范（2010 年版）》（GMP）认证作为质量评价的重要指标。	强调新版 GMP 标准的重要性，有利于行业的升级与重组。

2013 年 2 月	食品药品监督管理局	《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励药物创新的意见》	进一步加快创新药物审评，实行部分仿制药优先审评，加强药物临床试验质量管理，鼓励研制儿童用药，制定配套措施，注重协调配合。	鼓励医药行业进行创新，有助于推进产品结构调整、提升行业集中度。
2013 年 2 月	卫生部	《药品经营质量管理规范》	供应链全程管控，全面质量管理与全员质量管理，强化冷链管理，药品储运环节全面实现温湿度自动监测、记录、跟踪、报警管理，药品流通管理的的信息技术应用以及质量管理要求进行了具体规定。	对药企要求更严，特别是增强了流通环节药品质量风险控制能力，这将是药品批发和零售企业的一次大洗牌，促使医药商业集中度提升。
2013 年 3 月	卫生部	2012 年版《国家基本药物目录》	药品品种扩容，新版基药目录在原来 09 版 307 种的基础上扩容至 500 多种，中西药各增加 100 种左右新版基药。目录适用范围不仅限于基层使用，亦扩展至二、三级医院并明确使用比例。注重与医保（新农合）支付能力相适应，确保基本药物较高的比例报销。	奠定了实施基本药物制度的基础。新目录中化学药品和生物制品数量与世界卫生组织现行推荐的基本药物数据相近，能够更好服务基层医疗卫生机构。扩展目录适用范围有利于基药产品的放量。
2013 年 7 月	国务院	《深化医药卫生体制改革 2013 年主要工作安排》	2013 年医改指导性文件，积极推进“十二五”医改规划，统筹基本公共卫生服务均等化、医疗卫生资源配置、医疗卫生信息化、药品生产流通和医药卫生监管体制等方面的配套改革。	全面实施“十二五”医改规划，巩固已有成果，在重点领域和关键环节取得新突破。
2013 年 12 月	国家卫生和计划生育委员会	《关于加快发展社会办医的若干意见》	将社会办医纳入区域卫生规划统筹考虑，优先支持社会资本举办非营利性医疗机构，鼓励社会资本举办中医专科医院。	促进多元化医疗体系的发展，有助于有实力医药企业向产业链的下游拓展，参与公立医院改革和民营医院建立。
2014 年 3 月	卫生计生委、财政部、中央编办、发改委、人社部	《关于推进县级公立医院综合改革的意见》	全面推进公立医院改革	促进多元化医疗体系的发展，有助于有实力医药企业向产业链的下游拓展，参与公立医院改革和民营医院建立。
2015 年 4 月	食品药品监督管理局	《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	对信息服务备案、互联网食品药品经营者、第三方交易平台经营者等给出经营要求和监督管理规范。	鼓励医药流通电商化，提升了企业开展互联网药品经营的积极性，推动医药电商企业快速扩容。
2015 年 5 月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	充分发挥公立医院公益性质和主体作用，切实落实政府办医责任，着力推进管理体制、补偿机制、价格机制、人事编制、收入分配、医疗监管等体制机制改革；统筹优化医疗资源布局、构建合理就医秩序、推动社会办医。	药占比进一步下降利好零售和批发终端；用药结构会面临调整，医疗服务价格有望提升；医疗信息化程度加深。
2015 年 5 月	发改委、卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局	《关于印发推进药品价格改革意见的通知》	2015 年6 月1 日起取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成。	原享有单独定价的高价基药企业会受到影响，竞争可能会使其降低价格以便通过招标。

2015年10月	国务院办公厅	《关于第一批取消62项中央指定地方实施行政审批事项的决定》	涉及医疗领域的项目包括取消基本医疗保险定点零售药店资格审查。	有利于品牌连锁药店跨省拓展及业绩增长，业内整合重组将更加频繁。
2015年10月	十二届人大十七次会议	《关于授权国务院开展药品上市许可持有人制度试点和药品注册分类改革试点工作的巨鼎（草案）》	明确药品上市许可人制度和药品注册分类改革的试点区域，调整国外上市而为再国内上市药品回国审批标准。	将会允许研发机构取得药品批准文号；大力支持创新能力强的药企，鼓励其药品国内上市。
2015年11月	发改委、卫生计生委、人社部、财政部、国家中医药管理局	《关于控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见》	取消药品加成政策，推进药品市场化定价；加强医疗费用控制	独家药品生产企业盈利状况有望 改善；其他药品生产企业竞争加 剧，盈利状况可能恶化
2016年4月	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	提出全面深化公立医院改革、健全全民医保体系、大力发展社会办医、健全药品供应保障机制、完善分级诊疗体系、深化基层医疗卫生机构综合改革和统筹推进各项改革等 7 方面 27 项改革任务	明确了 2016 年的工作重点，城乡居民大病保险制度、大病保险试点扩大有利于医药市场扩大。
2016年5月	卫计委、发改委、工信部等 7 部门	《关于做好国家谈判药品集中采购的通知》	提出实行集中挂网采购、完善配送结算服务、开展临床综合评价、完善医保支付范围管理办法，做好国家药品谈判试点与医保支付政策衔接等内容。	药品集中采购，逐步扩大价格谈判试点范围，旨在降低药品虚高价格，将对高价药的价格形成压力。

资料来源：联合资信整理

5. 未来发展

从短期看，各级政府将逐渐加大对医改的资金支持，政府投入的加大将有效拉动未来医药医疗需求；药品价格将呈现下降趋势，高价药将面临价格大幅下滑的风险。从中期看，医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

总体看，各项行业政策的出台和实施，使医药企业在研发、生产等各环节上的运作方式都面临重大调整，行业资源将进一步向优势企业集中；支付体系改革将有利于医药市场进一步扩容；药品价格改革将使药价面临下降风险。医药改革将对行业未来发展产生深远影响。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2016年9月底，公司注册资本21.98亿元，哈尔滨誉衡集团有限公司为公司第一大股东（持股比例42.63%），公司实际控制人为朱吉满、白莉惠，二人为夫妻关系。

2. 企业规模与竞争力

公司主要产品包括化学药品、中药制剂，下属生产主体包括誉衡药业本部、澳诺（中国）制药有限公司（以下简称“澳诺制药”，公司持股 100.00%）、哈尔滨蒲公英药业有限公司（以下简称“蒲公英药业”，公司持股 75.00%）、山东誉衡药业有限公司（以下简称“山东誉衡”，公司持股 100.00%）、山西普德药业股份有限公司（以下简称“普德药业”，公司持股 100.00%）、哈尔滨莱博通药业有限公司（以下简称“莱博

通”，公司持股 100.00%）、海南华拓天涯制药有限公司（以下简称“华拓天涯”，公司持股 51.00%）、启东华拓药业有限公司（以下简称“启东华拓”，公司持股 100.00%）。近年来，公司通过外延并购、合作代理、自主研发、海外引进等多种方式丰富产品线，实现了由骨科治疗领域向现有心脑血管等治疗领域的拓展，形成了包括心脑血管领域（磷酸肌酸钠、安脑丸/片、硫酸氢氯吡格雷片、银杏达莫注射液）、骨骼肌肉领域（鹿瓜多肽注射液）、营养用药领域（葡萄糖酸钙锌口服液、DNA、注射用 12 种复合维生素）等多个产品集群的格局，具有一定综合业务和规模优势。

公司主要产品鹿瓜多肽、磷酸肌酸钠在细分领域市场均位于龙头地位；公司主要产品葡萄糖酸钙锌口服溶液在细分领域市场位于首位，根据 CFDA 南方医药经济研究所发布的《2015 年度中国医药市场发展蓝皮书》，葡萄糖酸钙锌口服溶液位列“2014 年天猫医药馆钙制剂用药前 10 品牌排名”第 6 位。根据 CFDA 南方医药经济研究所发布的《2015 年度中国医药市场发展蓝皮书》，安脑片位列“城市公立医院中成药用药市场神经系统疾病用药 Top10 产品市场份额”第 7 位。公司获“2014 年度中国制药工业百强榜”第 81 位、“2015 中国化学制药行业工业企业综合实力百强第 82 位”。根据 IMS Health 发布的《2015 年度中国本土企业医院市场》数据，2015 年，公司终端样本医院的销售额及市场份额位列第九位。

总体看，公司通过一系列并购和合作，产品线不断丰富，主要产品具有较高的市场份额，在细分市场具有竞争优势。

3. 人员素质

截至2016年9月底，公司共有董事长、副董事长、总经理、副总经理、财务总监等高级管理人员共9人，公司核心管理团队业务和管理经验丰富。

公司董事长朱吉满先生，1964年4月出生，EMBA，无境外永久居留权。曾任公司总经理；现任公司董事长、誉衡经纬执行董事、蒲公英董事、广州新花城董事、誉衡投资董事长、誉衡基因董事长、娜丝宝执行董事、西安嘉运妇产医院有限公司董事、誉衡集团董事、誉衡国际执行董事、健康科技董事、Bright Vision董事、China Gloria董事、珠海睿途恒通投资管理有限公司执行董事兼经理、宁波睿途恒通投资管理有限公司执行董事兼经理、佰美基因董事、朱李叶董事长、上海陆道智城文化创意产业集团股份有限公司独立董事。

公司副董事长王东绪先生，出生于1963年1月，EMBA，无境外永久居留权。曾任盛天立华董事、伟基欣华董事、山东誉衡执行董事；现任公司副董事长、誉衡集团董事兼总经理、健康科技董事、Bright Career董事、美迪康信董事、安博医药执行董事兼总经理、蒲公英总经理、广州新花城董事长、宁波瑞康昌乐投资管理有限公司执行董事兼经理。

公司财务总监刁秀强先生，出生于1977年9月，硕士研究生，美国注册管理会计师CMA，会计师，经济师，无境外永久居留权。曾任双鹤（北京）工业园财务负责人、山西晋新双鹤财务总监、威可多男装财务总监、公司财务副总监。现任公司董事、财务总监、誉衡投资董事。

截至2016年9月底，公司共有在职员工3017人。从专业构成来看，生产人员占62.38%、销售人员占12.89%、管理人员占5.90%、研发及技术人员占4.64%、财务人员占4.01%、其他人员占10.18%；从教育程度来看，硕士及以上学历占5.20%、本科学历占22.84%、大专学历占24.26%、大专以下占47.70%；从年龄构成来看，30岁以下的占34.31%、30至40岁的占40.90%、40至50岁的占18.33%、50岁以上的占6.46%。

总体看，公司高层管理人员管理经验丰富；公司员工以生产人员为主，岗位布局合理，符合公司发展情况。

4. 研发与创新

公司主要通过并购以及引进获得储备产品，公司本部负责国内大品种及国际合作产品的引进，子公司北京美迪康信医药科技有限公司（以下简称“美迪康信”）负责自主研发并为第三方提供技术服务，主要生产型子公司均设有研发部，负责仿制药的开发以及品种对接等工作。公司拥有一支由科研能力强，经营丰富、熟悉新药开发工作程序的技术骨干人员组成的科研队伍，科研人员 280 名左右，同时公司聘请多位行业专家参加指导公司的研发和技术工作。

对外合作方面，公司与中国医学科学院、军事医学科学院、吉林大学药学院、沈阳药科大学、南京工业大学制药与生命科学学院等国内多所大学及研究机构有良好合作关系，并与韩国保宁制药公司开展合作研发。同时，2014 年公司还投资 100 万美元，收购美国坎伯兰新兴技术公司（以下简称“坎伯兰”）股份 133334 股（占坎伯兰总股份的 12.5%），获得其产品在中国的独家优先授权。2015 年公司与上海药明康德新药开发有限公司（以下简称“药明康德”）签订了《生物医药战略合作框架协议》：公司拟在未来 5 年内累计出资 10 亿元，选定约 5 个拟研生物药，在药明康德的研发平台进行开发。

截至 2016 年 9 月底，公司在研国家新药品种 60 项，其中 1 类新药 3 项、3 类新药 25 项、仿制药（含 5 类及 6 类）32 项。2015 年，公司通过自主研发获得化药 3.1 类新药盐酸普拉格雷片及原料临床批件、化药 3+6 类阿哌沙班片及原料临床批件等多项临床批件。

表 3 公司主要在研项目进展情况

研发品种	类别	所处阶段
硫酸美迪替尼片及原料	国家 1 类新药	获得临床批件
秦龙苦素	国家 1 类新药	完成 III 期临床
GLS-010 注射液	国家 1 类新药	获得受理单
注射用米铂及原料	国家 3 类新药	获得新药证书、药品批准文号
米诺膦酸水合物片	国家 3 类新药	获得新药证书、药品批准文号

资料来源：公司提供

研发投入方面，公司近三年研发投入规模较小，分别为 0.72 亿元、0.78 亿元和 1.26 亿元，占营业收入的比重分别为 5.48%、4.11%和 4.70%。

截至 2016 年 9 月底，公司已获得授权专利 83 项，其中境外专利 3 项。

医药行业针对研发和新药上市领域出台了一致性评价等多项政策，对公司研发能力提出了更高要求。联合资信关注到，2015 年 CFDA 发布了《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》（2015 年第 117 号），针对相关政策，公司主动撤回了前期在研产品银杏内酯 B 注射液、左舒必利注射液、左舒必利片、注射用培美曲塞二钠等十余个品种。撤回产品的临床批件仍然有效，因此撤回注册申请不会对公司经营业绩产生较大影响。

总体看，公司研发投入规模较小，主要通过并购以及引进获得储备产品，自身研发实力较弱。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司严格按照《公司法》、《证券法》和其他有关规定，不断完善公司治理结构，建立健全内部控制制度，持续深入开展公司治理活动。

公司设股东大会，股东大会由全体股东组成，是公司的权力机构，对公司的重大事项进行审议和决策，并通过董事会对公司日常经营进行管理和监督。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由 9 名董事组成，其中 3 名为独立董事。董事会设董事长 1 名，副董事长 1 名，董事长为公司法定代表人。董事长和副董事长均由董事担任，董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。

公司设监事会，向全体股东负责，对公司重大事项、财务状况以及公司董事、高级管理

人员履职情况及公司的日常经营、财务进行监督。公司监事会由 3 名监事组成，包括 1 名监事会主席及 1 名职工监事。

公司设总经理 1 名，副总经理若干名，总经理和副总经理由董事会聘任或解聘，每届任期 3 年，任期届满连聘可以连任。总经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作等职权。

总体看，公司已建立起与现代企业相适应的决策监督制约机制，法人治理结构基本完善，组织机构设置和职能的分工符合内部控制的要求。

2．管理水平

近年来，公司不断优化组织结构，目前公司下设总经理办公司、财务部、人力资源部、生产运营中心、工程管理部、法务部、公共事务部、投资部、研发中心、行政部、信息管理部 11 个职能部门，各部门职能明确。

内部审计方面，为加强公司的内部审计工作，提高内部审计工作质量，保护投资者的合法权益，公司结合实际情况制定了《内部审计制度》。该制度规定，董事会下设立审计委员会，审计委员会成员全部由董事组成，其中独立董事应占半数以上并担任召集人，且至少有一名独立董事为会计专业人士；公司设立内部审计部门，对公司财务信息的真实性和完整性、内部控制制度的建立和实施等情况进行检查监督，内部审计部门对审计委员会负责，向审计委员会报告工作；内部审计部门保持工作独立性，依法审计，坚持原则，实事求是，客观公正；内部审计人员办理审计事项，与被审计单位或者审计事项有利害关系的，应当回避。

在分公司、子公司管理方面，公司制定了《分公司、子公司管理制度》，对分公司、子公司的经营管理、人事和薪酬管理、财务管理、重大事项管理和审计监督做出了详细规定。公司作为子公司的股东，按公司投入子公司的资本额享有对子公司的资产收益权、重大事项的决策权、高级管理人员（含董事、监事和经理层）的选择权和财务审计监督权等，分公司作为公司的下属机构，公司对其具有全面的管理权；公司将根据发展需要，对各分公司、子公司的经营、筹资、投资、费用开支等实行年度预算管理；各分公司、子公司不具有独立的股权处置权、重大资产处置权、年度预算外的对外筹资权、对外担保、对外投资权和对外捐赠权。

在对外投资方面，公司制定了《对外投资管理制度》。该制度规定，公司股东大会、董事会为公司对外投资的决策机构，各自在其权限范围内对公司的对外投资作出决策。董事会为领导机构，负责统筹、协调和组织对外投资项目的分析和研究，为决策提供建议。投资部对投资项目进行初步评估，提出投资建议，报董事会战略委员会初审，初审通过后，投资部对其提出的投资项目，应组织公司相关人员组建工作小组，对项目进行可行性分析并编制报告提交公司总经理办公会通过后，上报董事会，并根据相关权限履行审批程序。

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。

七、重大事项

近年来，公司不断通过外延式并购扩大经营规模，丰富产品结构，增强市场竞争力。公司先后收购了蒲公英药业、南京万川华拓药业限公司（以下简称“南京万川”）、澳诺制药、上海华拓医药科技发展有限公司（以下简称“上海华拓”）、普德药业等公司部分或全部股权。

公司于 2013 年 1 月以对价 2.1 亿元收购蒲公英药业 75%股权，2013~2015 年，蒲公英药业营业收入分别为 1.19 亿元、2.04 亿元和 1.32 亿元，净利润分别为 0.14 亿元、0.46 亿元和 0.52 亿元；公司于 2013 年 6 月以对价 4.2 亿元收购

澳诺制药[1]100%股权，2013~2015 年，澳诺制药营业收入分别为 0.67 亿元、1.27 亿元和 1.71 亿元，净利润分别为 0.26 亿元、0.49 亿元和 0.71 亿元；公司于 2014 年 2 月以对价 10.96 亿元购买上海华拓[2]98.86%股权，上海华拓承诺 2014~2016 年净利润分别不低于 1.06 亿元、1.33 亿元和 1.66 亿元，2014、2015 年上海华拓营业收入分别为 5.31 亿元和 7.38 亿元，净利润分别为 1.68 亿元和 2.30 亿元，超过承诺净利润；公司于 2014 年 4 月以 7.98 亿元收购南京万川 100%股权，2014、2015 年，南京万川营业收入分别为 3.40 亿元和 2.44 亿元，实现近利润 0.47 亿元和 0.29 亿元。

2015 年 2 月，公司以支付现金的方式收购胡成伟、拉萨普华领先投资有限公司（以下简称“拉萨普华”）、西藏富思特投资有限公司（以下简称“西藏富思特”）、天津宸瑞财富股权投资基金合伙企业（有限合伙）、天津元祥华创股权投资基金合伙企业（有限合伙）5 名普德药业股东合计持有的普德药业 85.01%的股权，购买资产的资金由公司自筹，分期支付。

普德药业主要从事化学药品、中西药复合制剂的研发、生产及销售，产品的疗效范围以心脑血管、微生物感染、肿瘤疾病、呼吸系统疾病和维生素及矿物质缺乏为主，涵盖神经系统、泌尿系统等。普德药业拥有 166 个药物品种，280 个药品生产批准文号，其中 85 个品种被列入国家医保目录（其中甲类品种 30 个，乙类品种 55 个），21 个品种被列入《国家基本药物目录》。普德药业经审计的 2013 年度、2014 年度归属于母公司的净利润分别为 15190.97 万元、17206.65 万元。

根据中和评估出具的中和评报字（2014）第 BJV1079 号《资产评估报告》，以 2014 年 12 月 31 日为评估基准日，普德药业经审计合并口径账面净资产合计为 79646.70 万元，收益法下净资产评估值 285642.00 万元，评估增值 205995.30 万元，增值率 258.64%。根据普德药业全部股权的评估情况，普德药业 85.01%股权对应的评估值为 242824.26 万元，经友好协商本次交易价格确定为 23.89 亿元。同时，胡成伟、拉萨普华及西藏富思特承诺 2015 年、2016 年、2017 年净利润分别不低于人民币 18909.00 万元、20799.90 万元、22879.89 万元。如果实际净利润低于上述承诺净利润，上述交易对方将按照《股权转让协议》的相关规定对公司进行补偿。截至 2015 年底，普德药业资产总额 11.72 亿元，所有者权益合计 9.89 亿元；2015 年实现营业收入 5.45 亿元，净利润 1.95 亿元，占公司净利润总额的 27.82%，超过承诺净利润。

2015 年 12 月 17 日，公司与北京立德九鼎投资中心（有限合伙）、厦门宝嘉九鼎投资管理中心（有限合伙）及宇鑫九鼎（厦门）投资管理中心（有限合伙）分别签署了《股权转让协议》，以 3.87 亿元收购该 3 名股东持有的普德药业 14.99%股权。截至目前，公司持有普德药业 100.00%的股权[3]。

为顺应转型，公司拟对现有产品结构进行调整，逐步聚焦到慢病和生物药领域，同时降低资产负债率，回笼资金以支持转型发展，2016 年 6 月 21 日，公司与山西仟源医药集团股份有限公司（以下简称“仟源医药”）签署了《关于山西普德药业有限公司股权转让框架协议》；2016 年 11 月 8 日，公司与仟源医药签署了《关于山西普德药业有限公司股权转让协议》，基于预评估结果，公司拟将普德药业 100%股权以 300108.96 万元的交易价格出售给仟源医药，仟源医药收购资金来源为 2016 年度非公开发行股票募集资金。

1 截至 2013 年底，澳诺制药资产总额 1.52 亿元，所有者权益 2.38 亿元，2013 年实现营业收入 0.67 亿元，净利润 0.26 亿元。
2股权款支付进度详见：九、财务分析的商誉部分。

[3]截至 2015 年 2 月公司已完成对普德药业 74.74%股权的收购，并于 2015 年 2 月将其纳入合并财务报表，但因胡成伟为普德药业董事长，其持有的普德药业 10.27%股份于 2016 年 4 月 8 日变更至公司名下，故交易实际完成日为 2016 年 4 月 8 日。根据协议约定，胡成伟持有的普德药业全部股权过户至公司之前，所产生的盈利由公司享有，因此，从财务并表口径判断，截至 2015 年底，公司实际收益比例为 100%。公司非同一控制下控股合并以及购买少数股东权益形成应付款合计 27.75 亿元，截至目前已付 19.67 亿元，余款将于 2017 年底之前分批支付。

以公司2015年底数据为基础测算（只考虑普德药业出售因素，假设评估30亿元），转让普德药业股权后，公司2016年底资产总额72.61亿元，所有者权益39.04亿元，2016年营业收入21.36亿元，净利润9.35亿元，商誉减少15.8亿元。截至目前，仟源医药非公开发行股票尚未获得证监会批准，本次交易存在较大不确定性，联合资信将持续关注本次交易的进展情况。

联合资信关注到，外延并购是公司发展主要动力。高溢价收购在公司合并报表层面形成较大规模商誉，未来存在减值可能；同时，持续并购对公司的管理和整合能力提出了更高要求。

八、经营分析

1. 经营现状

公司以药品的生产和销售为主要业务。近几年公司通过外延并购，产品结构得到一定丰富，除原主导产品鹿瓜多肽外，新增安脑丸/安脑片、葡萄糖酸钙锌、磷酸肌酸钠等产品，治疗领域行涵盖了心脑血管药物、骨科药物、营养类药物等。

表4　2013~2016年9月底公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2013年			2014年			2015年			2016年1~9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药制造	104009.65	79.52	88.19	157792.64	82.79	69.73	226883.51	84.62	67.25	161442.14	77.21	63.87
医药代理	25533.96	19.52	34.84	29244.80	15.34	29.11	35865.87	13.38	36.65	42289.52	20.23	40.68
医药研发及临床服务	867.23	0.66	53.36	1818.23	0.95	76.40	3510.26	1.31	95.23	690.25	0.33	-4.44
金融服务	--	--	--	--	--	--	211.93	0.07	86.67	502.00	0.24	96.19
其他业务	377.79	0.29	-50.93	1726.73	0.91	3.82	1650.96	0.62	11.10	4161.77	1.99	62.42
合计	**130788.62**	**100.00**	**77.14**	**190582.40**	**100.00**	**62.96**	**268122.53**	**100.00**	**63.20**	**209085.68**	**100.00**	**59.00**

资料来源：公司提供

从收入构成看，医药制造是公司最主要收入来源，近三年占营业收入的比重在80%左右；医药代理业务处于发展初期，规模较小。除医药制造和医药代理外，公司有少量医药研发与临床服务、金融服务和其他业务收入（包括房租收入、经销权收入、咨询服务收入），对公司整体收入贡献很小。

近年来，得益于外延式并购，公司收入规模快速增长。2013~2015年，公司分别实现营业收入13.08亿元、19.06亿元和26.81亿元。近三年，公司医药制造板块收入快速增长，年均复合增长47.69%；受益于合并范围新增普德药业，2015年实现营业收入22.69亿元，同比增长43.79%。2013~2015年，公司持续推进医药代理业务，营业收入年均复合增长率为18.52%，主要系公司代理品种逐年增加、相应收入增长所致；2015年，公司该板块实现营业收入3.59亿元，同比增长22.64%。

毛利率方面，近三年，公司综合毛利率波动下降，分别为77.14%、62.96%和63.20%。其中，公司医药制造业务毛利率呈下滑趋势，但仍保持在较高水平，2015年为67.25%，同比小幅下滑2.48个百分点，公司毛利率下降主要因销售模式由自营与医院结合向独家或分区代理转变所致；医药代理业务毛利率波动上升，2015年为36.65%，同比提高7.54个百分点。公司医药研发及临床服务、金融服务毛利率水平较高，2015年分别为95.23%和86.67%；其他业务盈利能力波动较大，近三年分别为-50.93%、0.91%和11.10%。

2016年1~9月，公司营业收入同比增长8.47%至20.91亿元，是2015年的77.98%。其中，医药制造板块实现营业收入16.14亿元，同比下降1.43%，占营业收入的比重为77.21%，仍然是公司最主要收入来源；同期，公司医药代理业务发展速度较快，实现营业收入4.23亿元，同比增长63.32%，占营业收入的比重上升至20.23%，主要由于公司代理品种增加所致。2016年1~9月，公司综合毛利率为59.00%，同比下滑4.85个百分点，主要受到成本增长较快的影响；医药制造板块毛利率为63.87%，较上年同期减少4.36个百分点；医药代理业务毛利率为40.68%，同比上升5.53个百分点。

总体看，受益于外延式扩张，公司收入规模大幅提升，盈利能力保持较高水平，整体经营状况良好。

2. 医药制造

公司医药制造板块业务主要通过公司本部，子公司澳诺制药、普德药业、蒲公英、山东誉衡，孙公司莱博通、华拓天涯、启东华拓等8个主体开展。

（1）原材料采购

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

在供应商的选择和管理方面，各生产主体的采购部门在国家药监局批准的企业内初步选定供应商，由质量管理部门会同相关部门对该等供应商的资质进行审核，初审合格后进入备选供应商名单。质量管理部门根据实际生产需求，在采购交易发生前，会同相关部门对主要供应商的质量保障体系开展现场质量审计，审计合格后成为定点供应商。如已批准的供应商产品质量发生较大波动，质量管理部门立即向采购部门提出撤销该企业对该产品的定点供货资格。

在结算方面，公司预付采购款较少，原辅料均为货到检验合格后付款；公司与供应商的货款结算周期一般在45天左右。

公司产品的原材料主要包括原料、辅料和包装物，目前，除大型生产设备和金额较大的包装物外，原、辅料的采购由各生产主体各自负责。公司原材料采购中，原料和包装物是主要采购物资。2015年，公司对原料和包装物的采购金额分别占总采购金额的73.58%和21.81%。

表5 公司2015年采购分种类占比情况

类别	占比
原料	73.58%
辅料	4.61%
包装物	21.81%
合计	**100.00%**

资料来源：公司提供

公司采购原料主要包括鹿骨、甜瓜籽、肌酐、磷酸肌酸钠二纳盐、葡萄糖酸钙/锌、复方头孢克洛、头孢米诺钠原料、吉西他滨、奥硝唑、长春西汀、克林霉素磷酸酯原料等；辅料主要包括空心胶囊、混合脂肪酸甘油酯、酒精、乳糖、微晶纤维素等。内包装主要包括安瓿、管制瓶、冻干胶塞（免洗溴化）、粉针胶塞、西林瓶、PVC/PE复合片等；外包装主要包括注射液外盒、注射液标签、塑托等。

鹿瓜多肽主要原料是鹿骨和甜瓜子，其中鹿骨采购来源于东北最大的养鹿基地长春市双阳区鹿乡，每批采购均有检疫报告，公司与供应商建立了长期合作关系，近年来原料采购价格稳定。

从供应商集中度来看，2013~2015年，公司前五名采购客户采购金额占医药制造板块采购总额的比重分别为44.15%、57.83%和61.06%，集中度有所提高。考虑到医药制造行业对产品质量要求高，为保证产品质量，企业倾向于选择供应商进行长期合作。公司磷酸肌酸钠二钠盐（一种中间体）主要向合作多年的公司采购。

表6　2015年公司前5大供应商情况

供应商名称	采购内容	采购金额（万元）	占采购总额比重（%）
供应商一	磷酸肌酸钠二钠盐	12696.00	43.09
供应商二	PVC/PE 复合片	1669.48	5.67
供应商三	乳酸	1394.87	4.73
供应商四	葡萄糖酸钙、锌	1256.01	4.26
供应商五	头孢米诺钠原料	971.75	3.30
合 计	--	**17988.11**	**61.06**

资料来源：公司提供

（2）产品生产

近年来公司通过外延并购不断丰富产品线，目前公司产品涵盖心脑血管、骨骼肌肉、营养剂、抗生素等领域，主要产品为磷酸肌酸钠、安脑丸/安脑片、银杏达莫注射液、鹿瓜多肽、葡萄糖酸钙锌口服溶液、头孢米诺钠。

表 7　公司主要产品情况

主要产品	生产主体	取得方式	主治功能
磷酸肌酸钠	莱博通	收购	心脏手术时加入心脏停搏液中保护心肌缺血状态下的心肌代谢异常
安脑丸/安脑片	蒲公英	收购	高热神昏，烦躁谵语，抽搐惊厥，中风窍闭，头痛眩晕
银杏达莫注射液	普德药业	收购	预防和治疗冠心病、血栓栓塞性疾病
头孢米诺钠	本部	授权	抗生素
葡萄糖酸钙锌口服溶液	澳诺制药	收购	营养剂
鹿瓜多肽	本部	购买	风湿、类风湿性关节炎、骨折的早期愈合、骨关节炎、腰腿疼痛及创伤恢复等

资料来源：公司提供

公司的生产计划严格按照客户需求及销售计划制定，以销定产。公司制定年度销售计划并分解制定月度生产计划，再根据生产产品的不同将生产任务分派给各生产主体；各生产主体分别将计划落实至各车间，制定作业计划。各生产主体会根据各个品种的不同市场情况保留不超过3个月的安全储备量。

产品质量方面，公司重视产品质量管理，严格按照国家《药品管理法》和《药品生产质量管理规范》（GMP）的相关要求进行生产线建设及组织生产，并对产品的制造过程、工艺纪律、卫生规范等执行情况进行监督管理。在整个生产过程中，各生产主体质量监督部门对关键生产环节的原料、中间产品、半成品、产成品的质量进行检验监控。

近三年，公司鹿瓜多肽产量存在波动；2014年，出于消化库存考虑，鹿瓜多肽产量同比下降10.49%，2015年鹿瓜多肽年产能提高至5000万支，产量亦较上年大幅提升，产能利用率达90.31%。公司分别自2013年底和2014年开始安脑丸/安脑片和葡萄糖酸钙锌口服液的生产线改造，2014年起安脑丸/安脑片和葡萄糖酸钙锌口服液的产能大幅提高，产能利用率水平较好。公司银杏达莫注射液市场占有率高，近年来销量获得较快增长，产能利用率保持较好水平，2015年达125.19%。公司头孢米诺钠的生产线除生产该产品外，也用于其他头孢类产品的生产，故产能利用率较低。目前，公司磷酸肌酸钠的产能利用率偏低，随着产品市场认可度的提升，未来产能利用率有望得到提升。公司除通过莱博通自产磷酸肌酸钠外，还为其他制药企业供应中间体，并通过南京万川进行代理销售，因此公司磷酸肌酸钠产品综合市场竞争实力较强。2016年1~9月，公司主要产品产量较为平稳，产能利用率亦无明显变化。

表8　2013~2016年9月底公司主要产品产能利用率情况（单位：%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~9 月		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
鹿瓜多肽（万支）	4500.00	4136.66	91.93	4500.00	3702.62	82.28	5000.00	4515.70	90.31	3000.00	2733.76	91.13

安脑丸（万丸）	2940.84	1566.66	53.27	4262.50	3155.74	74.03	4216.00	3163.00	75.02	3400.00	2346.68	69.02
安脑片（万片）	3240.00	2418.81	74.65	5400.00	4535.43	83.99	5400.00	3933.00	72.83	5280.00	5165.22	97.83
磷酸肌酸钠（万克）	--	--	--	2000.00	893.16	44.66	2592.00	1212.91	46.79	2160.00	902.21	41.77
银杏达莫注射液（万支）	--	--	--	--	--	--	3860.00	4832.28	125.19	3070.00	3659.07	119.19
葡萄糖酸钙锌（万支）	40404.00	32231.27	79.77	64696.32	46818.98	72.37	60000.00	59917.10	99.86	43727.00	42589.00	97.40
头孢米诺钠（万支）	800.00	551.50	68.94	800.00	285.19	35.65	1200.00	473.17	39.43	900.00	434.87	48.32

资料来源：公司提供
注：上述产能为标准产能；银杏达莫注射液产能小于产量主要因产能计算是按照理论天数得出，而实际产品需求量大，公司通过加班等方式扩大了产量。

表 9　近年来公司产品销售情况

项目	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1~9 月	
	销量	产销率（%）	销量	产销率（%）	销量	产销率（%）	销量	产销率（%）
鹿瓜多肽（万支）	3566.69	86.22	4199.37	113.42	3968.56	87.88	2729.05	99.83
安脑丸（万丸）	1079.65	68.91	2616.00	82.90	3860.00	122.04	2264.00	96.48
安脑片（万片）	1498.32	61.94	4098.00	90.36	4387.00	111.54	4917.00	95.19
磷酸肌酸钠（万克）	--	--	1227.42	137.43	1143.43	94.27	828.82	91.87
银杏达莫注射液（万支）	--	--	--	--	5049.41	104.49	4074.69	111.36
葡萄糖酸钙锌（万支）	30585.20	94.89	45085.63	96.30	51223.25	85.49	49085.00	115.25
头孢米诺钠（万支）	349.80	63.43	404.20	141.73	594.57	125.66	372.28	85.61

资料来源：公司提供

2013~2015年，随着公司销售力度的加大及各产品进入医保目录的增加，公司主要产品销量均得到增长。其中安脑丸、安脑片的销量增速较快，年均复合增长率分别达89.08%和71.11%，2015年销量分别为3860万丸和4387万片，分别同比增长47.55%和7.05%；头孢米诺钠销量年均复合增长31.37%，2015年销量为594.57万支，同比增长47.10%；传统产品鹿瓜多肽销量有所波动，2015年该产品销量同比下降5.50%。近三年，公司主要产品的产销率保持较高水平，2015年，安脑丸、安脑片、银杏达莫注射液和头孢米诺钠的产销率均超过100%。2016年1~9月，公司主要产品销量较为稳定，产销率保持较高水平。

总体看，近年来公司通过外延并购不断丰富产品种类，除个别产品外，产能利用较为充分，产销水平较高。受各地招标政策等影响，产销率波动较大。

（4）产品销售

公司产品的销售由各主体营销中心负责。销售模式方面，公司采用代理分销模式进行销售，即公司将药品发运到代理经销商，通过经销商分销配送，使药品进入医院。

公司主要采用先款后货的付款方式，少部分信用状况较高的客户根据实际情况经批准可赊销。公司与代理经销商签订年度《经销商购销协议书》，代理经销商在协议规定的区域内经销公司产品。另外，公司实行保证金制度，公司与代理经销商及其担保代理人签订了《购销合同》，代理经销商或者其担保代理人为其履行合同承担担保责任，如果公司在开具销售发票给代理经销商时，尚未收到代理经销商的货款，则应收的货款直接从代理经销商或者其担保代理人交付公司的保证金内扣除。

表10　公司主要产品销售收入情况

产品名称	剂型	销售收入			
		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
鹿瓜多肽	2ml、4ml	73874.94	47643.35	43607.10	24896.78
安脑丸/安脑片	2 丸、4 丸、6 丸、8 片、12 片、24 片	11840.07	20385.13	13229.18	10014.49
磷酸肌酸钠	0.5g、1.0g	--	41702.53	54015.58	40782.22
银杏达莫注射液	5ml、10ml	--	--	12722.61	10101.55
葡萄糖酸钙锌	6 支、12 支、18 支、24 支	9010.34	13633.07	17092.70	16214.98
头孢米诺钠	0.5g	10255.42	9502.22	12775.46	5105.89

资料来源：公司提供

注：磷酸肌酸钠的销售收入包含公司自产产品和代理产品的销售收入。

近年来，公司主要产品销售收入存在波动。作为公司传统主导产品，鹿瓜多肽是公司营业收入主要来源；2013~2015年，鹿瓜多肽销量总体呈增长趋势，而销售收入持续下滑，主要是受到国家取消该产品单独定价权及公司逐渐增加代理分销模式引起的销售价格下降的影响。受益于OTC市场较快增长，葡萄糖酸钙锌销售收入以37.73%的速度年均增长，2015年该产品实现销售收入1.71亿元，同比增长25.38%，已成为支撑公司业绩的重要组成部分。通过协同整合，安脑丸/安脑片的销售收入虽有所波动但整体呈增长趋势；2015年实现销售收入1.32亿元，同比下降35.29%，主要由于各地招标及商业模式调整所致。磷酸肌酸钠作为公司新的收入增长点，对公司收入贡献愈趋明显；同时，公司还代理销售海口奇力制药股份有限公司的磷酸肌酸钠产品。2014和2015年，磷酸肌酸钠的销售收入分别为41702.53亿元和54015.58亿元。2016年1~9月，葡萄糖酸钙锌继续保持强劲的销售势头，鹿瓜多肽和头孢米诺钠的销售有所放缓，主要受到部分省市未中标的影响，其余产品销售较为平稳。

客户集中度方面，2013~2015年，公司前五名客户销售额合计占营业收入的比重分别为24.12%、13.57%和21.08%，集中度一般。

表11　2015年公司前5大销售客户情况

客户名称	销售额（万元）	占比（%）
客户一	20125.11	7.51
客户二	12767.31	4.76
客户三	10973.15	4.09
客户四	6939.40	2.59
客户五	5712.68	2.13
合计	**56517.64**	**21.08**

资料来源：公司提供

总体看，公司建立了适合自身情况的销售体系，且具备一定渠道优势，近年来主要产品销售收入整体呈增长趋势，公司总体经营情况良好。同时，联合资信也关注到，近年来，医药改革深入推进，药品价格面临下行压力，可能对公司未来盈利能力产生影响。

3. 医药代理

2013～2015年，公司医药代理业务分别实现营业收入2.55亿元、2.92亿元和3.59亿元，占营业收入的比重逐年下降，2015年占13.38%；同期，公司毛利率波动增长，三年分别为34.84%、29.11%和36.65%，2014年毛利率较高主要因代理的DNA产品由公司子公司直接对接各地代理商所致，2014年毛利率下降主要因并购澳诺中国后，原代理澳诺中国的葡萄糖酸钙锌不再纳入代理业务收入，该品种毛利率较高，故降低了2014年毛利率；2015年毛利率提高因代理产品氯吡格雷采购成本下降所致。

公司医药代理核心企业为下属全资子公司哈尔滨誉衡经纬医药发展有限公司（以下简称“誉衡经纬”）、哈尔滨誉衡安博医药有限公司（以下简称“誉衡安博”）和西藏誉衡阳光医药有限责任公司（以下简称“誉衡阳光”）。截至2015年底，誉衡经纬资产总额1.67亿元，所有者权益1.19亿元，2015年实现营业收入2.39亿元，利润总额0.16亿元；誉衡安博资产总额0.52亿元，所有者权益0.19亿元，2015年实现营业收入0.54亿元，利润总额0.17亿元。

公司医药代理业务的经营模式为公司与供货商（药品制造企业）签订代理产品经销协议并支付一定数量保证金，取得相关产品在全国或部分区域的代理权，公司再通过经销商间接向医院销售代理药品。在此经营模式下，供货商对产品质量负责，由于产品质量问题引起的相关换货或补货费用由供货商承担；供货商根据市场发展需要，为公司提供相应的市场支持，公司在约定区域内自主开拓市场、经营业务，自行承担市场风险。

定价方面，公司与供货商之间的产品价格在产品总经销协议内约定，之后根据市场变化调整。在产品市场价格出现波动时，需要与供货商进行协商调整药品价格。结算方式上，一般为先款后货。

公司主要代理产品有脱氧核苷酸钠注射液、注射用哌拉西林舒巴坦钠、硫酸氢氯吡格雷片。目前，公司与大部分供货商签订的是独家代理协议。2013年，公司与河南新帅克制药股份有限公司[4]（以下简称“新帅克”）签订了氯吡格雷片75mg合作协议，新帅克授权公司全国独家经销期限九年半（2013年1月1日至2022年6月30日），期满享有优先续约权。氯吡格雷片主要用于预防和治疗因血小板高聚集引起的心、脑及其他动脉循环障碍疾病，为国家医保乙类产品，并纳入2012年版基药目录，目前公司已在10余个省市中标，但目前公司代理氯吡格雷片市场份额较低，总体代理收入规模小；近三年，公司品牌代理数目逐年增长。

总体看，近年来公司医药代理板块收入和毛利有所增长，但公司该业务处于发展初期，代理产品市场份额较小，尚不具备竞争优势。

4. 经营效率

2013~2015 年，公司销售债权周转次数和存货周转次数有所波动，三年均值分别为 18.85 次和 4.80 次，2015 年分别为 21.08 次和 4.48 次；近三年，公司总资产周转次数持续下降，分别为 0.89 次、0.48 次和 0.40 次。

总体看，公司整体经营效率尚可，符合行业特点。

5. 未来发展

未来，公司将在专注现有制药业务，确保健康稳步增长的同时，打造慢病管理及大健康产业平台。公司于 2016 年 2 月认购 Proteus Digital Health,Inc 优先股（占 Proteus 公司 H 轮优先股发行后总优先股股本的 1.99%），借此获

[4] 该公司已被乐普（北京）医疗器械股份有限公司收购。

得智能药片日后在中国商业化的优先谈判权；此外，公司已于 2016 年 4 月与江苏京东邦能投资管理有限公司共识，拟共同出资 10 亿元，通过优势互补，共同出资布局慢病药市场，并以慢病品牌药为起点，逐步向上下游延伸，创建慢病管理平台；截至目前，公司已投 0.35 亿元，持股比例 70%。除此之外，公司将紧跟生物医药前沿，提升公司在化药领域特别是肺部疾病创新药物方面的研发实力，力争在生物药领域取得新成果。公司与药明康德先后签订了多项协议，拟在未来五年累计出资 10 亿元、选定 5 个左右拟研生物药，借助药明康德的研发平台优势，提升公司在化药领域特别是肺部疾病创新药物方面的研发实力。

在建工程方面，目前公司在建项目主要包括普德药业 109 车间、广州新花城固体片剂项目、澳诺新综合车间建设、哈尔滨异地建厂工程等，计划总投资 6.81 亿元，截至 2016 年 9 月底已投资 2.46 亿元。除在建项目外，公司无大规模拟建项目。总体看，公司在建项目投入已近尾声，公司未来资金压力较小。

表 12　截至 2016 年 9 月底公司主要在建项目投资计划（单位：万元）

项目名称	计划投资额	截至2016年9月底已投金额	未来资金投入计划			资金来源
			2016 年 10-12 月	2017 年	2018 年	
普德 109 车间	2766.13	1699.60	10.00	0.00	0.00	自筹
广州新花城固体片剂项目	4700.00	3807.00	310.00	583.00	0.00	自筹
澳诺新综合车间建设	36130.85	5230.00	469.58	821.90	205.39	自筹
哈尔滨异地建厂工程	24516.27	13905.28	1600.00	50.00	0.00	上市募集资金、自有资金及国家投资
合 计	**68113.25**	**24641.88**	**2389.58**	**1454.90**	**205.39**	--

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2013~2015 年合并财务报告，上会会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论[5]。公司提供的 2016 年三季报财务报表未经审计。

合并范围变动方面：截至 2013 年底，公司纳入合并范围内子公司 11 家；截至 2014 年底，公司新增非同一控制下控股合并子公司 2 家，新设子公司 5 家。截至 2015 年底，公司新增非同一控制下控股子公司 2 家，处置子公司 1 家，新设子公司 7 家。截至 2016 年 9 月底，公司合并范围内新增 9 家子公司（其中合并 2 家），减少 1 家子公司。整体看，公司近三年扩张较快，且并购子公司有一定规模，财务数据可比性一般。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 83.18 亿元，所有者权益合计 34.73 亿元（含少数股东权益 0.70 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 26.81 亿元，利润总额 8.26 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额 84.37 亿元，所有者权益 38.92 亿元（含少数股东权益 0.91 亿元）；2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 20.91 亿元，利润总额 6.76 亿元。

2. 资产质量

2013~2015年，在非流动资产增长的拉动下，公司资产总额快速增长，年均复合增长率为68.12%。截至2015年底，公司资产总额为83.18亿元，同比增长68.99%，其中流动资产和非流动资产比重分别为24.81%和75.19%，公司资产结构以非流动资产为主。

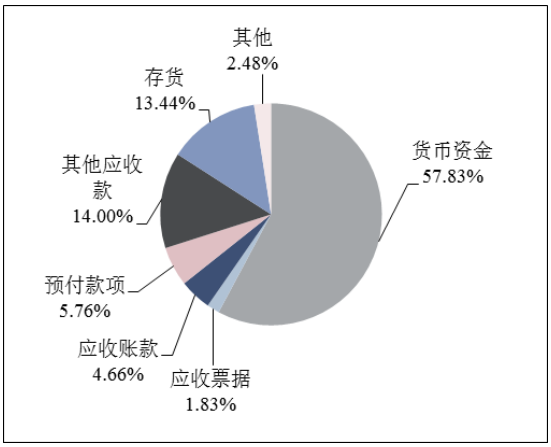
流动资产

2013~2015 年，公司流动资产快速增长，年复合增长 16.23%。截至 2015 年底，流动资

[5] 2016 年 10 月 31 日，上会会计师事务所（特殊普通合伙）出具了《关于哈尔滨誉衡药业股份有限公司 2015 年会计差错更正的专项说明》，由于公司发生会计差错，对追溯调整后的财务报表进行审计，审计意见不受影响。

产合计 20.64 亿元，同比增长 34.50%，主要增长来自其他应收款和存货。从构成来看，主要由货币资金（占 57.83%）、其他应收款（占 14.00%）和存货（占 13.44%）等构成。

图 2　截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

2013~2015 年，公司货币资金快速增长，年复合增长率为 19.91%。截至 2015 年底，公司货币资金 11.93 亿元，同比增长 11.41%；从构成看，主要为银行存款（占 91.11%），使用受限的货币资金 1.75 亿元。

2013~2015 年，公司应收账款规模有所下降，年均复合下降 7.05%。截至 2015 年底，应收账款账面价值 0.96 亿元，同比下降 10.97%；计提减值准备 0.02 亿元，账龄在一年以内的占比 88.92%，账龄较短；前五名应收账款占比 44.06%，集中度高。

公司预付款项主要为预付的货款。2013~2015 年，公司预付款项保持相对稳定。截至 2015 年底，公司预付款项 1.19 亿元，同比变化不大，其中账龄在 1 年以内的占 96.34%，账龄短。

2013~2015 年，公司其他应收款波动增长，分别为 0.57 亿元、0.54 亿元和 2.89 亿元。2015 年底其他应收款同比大幅增长主要来自销售代理保证金。公司对医药销售代理保证金或合并报表范围外的应收款项单独计提坏账准备，单项金额非重大的应收款项与经单独测试后未减值的应收款项按账龄分析法计提减值。截至 2015 年底，公司医药代理保证金 2.17 亿元，未计提减值准备，账龄在一年以内；账龄分析法下的其他应收款账面余额 0.78 亿元，计提坏账准备 0.07 亿元，计提比例 8.53%；其他应收账款前五名的占比 88.61%，集中度较高，主要为押金保证金。

2013~2015 年，公司存货快速增长，年均复合增长率为 51.68%。截至 2015 年底，公司存货账面价值 2.77 亿元，同比增长 69.73%，主要来自原材料和库存商品的增长。从构成来看，主要由库存商品（占 37.84%）、原材料（占 29.65%）、医药开发及临床实验（占 10.99%）和发出商品等构成；存货计提跌价准备 0.04 亿元，主要为对库存商品的计提。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产快速增长，分别为 14.16 亿元、33.88 亿元和 62.55 亿元；增长主要因近年来公司不断收购，使得商誉增长所致。从 2015 年底非流动资产的构成看，主要由固定资产（占 24.63%）、无形资产（占 6.89%）和商誉（占 57.93%）等构成。

2013~2015 年，公司固定资产波动增长，年均复合增幅 80.15%。截至 2015 年底，公司固定资产 15.41 亿元，同比增长 89.94%，主要因并购普德药业增加 6.74 亿元所致（主要为房屋、建筑物、机器设备）；从构成来看，主要由房屋、建筑物（占 69.29%）和机械设备（占 27.60%）等构成；固定资产累计折旧 5.00 亿元，计提减值准备 0.14 亿元，主要为对机器设备的计提；未办妥产权证书的固定资产 1.06 亿元。

2013~2015 年，公司无形资产不断增长，年均复合增长 12.51%。截至 2015 年底，无形资产 4.31 亿元，同比增长 16.54%，主要系并购普德药业增加 0.84 亿元；从构成来看，主要由专利权（占 51.87%）和土地使用权（占 30.13%）等构成；无形资产累计摊销 1.67 亿元，未计提减值准备。

2013~2015 年，公司商誉分别为 4.08 亿元，18.48 亿元和 36.23 亿元，以年均 198.09%的速

度快速增长。2013 年底的商誉主要为非同一控制下合并澳诺制药形成（确认商誉 3.34 亿元）。2014 年底商誉的增长主要因公司非同一控制下合并上海华拓和南京万川：公司以现金 10.96 亿元收购上海华拓[6]98.86%股权，上海华拓购买日归属于母公司账面净资产 3.17 亿元，固定资产、无形资产增值，可辨认净资产公允价值 3.67 亿元（公司享有 3.61 亿元），确认商誉 7.35 亿元；公司以现金 7.98 亿元收购南京万川 100%股权，南京万川购买日账面净资产 0.92 亿元，可辨认净资产公允价值 0.92 亿元（含固定资产增值），确认商誉 7.05 亿元，截至目前，股东收购款尚余 2.02 亿元将于 2017 年支付。2015 年底商誉的增长主要为非同一控制下合并普德药业所致，公司 2015 年 2 月以现金 23.89 亿元取得普德药业[7]85.01%的股权，购买日普德药业归属于母公司账面净资产 8.05 亿元，可辨认净资产公允价值 9.50 亿元（含固定资产、在建工程、无形资产增值），公司享有可辨认公允价值份额 8.08 亿元，确认商誉 15.81 亿元，截至目前，收购款尚余 0.67 亿元将于 2017 年支付。截至 2015 年底，公司商誉计提减值准备 0.02 亿元，为 2015 年对广州市新花城生物科技有限公司[8]的计提。

2014 年底和 2015 年底，公司分别产生其他非流动资产 2.75 亿元和 3.06 亿元；其中 2014 年底其他非流动资产主要为预付收购款 2.00 亿元；2015 年底其他非流动资产主要为预付固定资产款 1.76 亿元和预付收购款 0.85 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司资产总额 84.37 亿元，较 2015 年底变化不大；其中，非流动资产比重进一步提高至 79.21%，公司资产构成仍以非流动资产为主。截至 2016 年 9 月底，公司货币资金较 2015 年底下降 26.18%至 8.81 亿元，主要由于支付了部分股权转让尾款；公司可供金融资产大幅增长至 3.15 亿元，系公司于 2016 年 2 月认购 Proteus Gigital Health. INC 发行的 H 轮优先股，以成本法计量，入账价值合计 2.65 亿元。

总体看，公司近年通过不断收购，资产持续增长，以非流动资产为主。非流动资产中，商誉占比较大，存在一定减值风险。公司资产流动性一般，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长率为 18.37%，主要来自于未分配利润的增加。截至 2015 年底，公司所有者权益 34.73 亿元，同比增长 11.95%；其中，实收资本占 21.11%、资本公积占 30.63%、盈余公积占 4.25%、未分配利润占 42.13%、少数股东权益占 2.01%。

截至 2015 年底，公司实收资本 7.33 亿元，主要因公司股权激励计划，发行普通股（A 股）1119250 股限制性股票，授予价格 12.30 元/股，实收货币资金 0.14 亿元，计入实收货币资本 0.01 亿元，资本公积 0.13 亿；资本公积 10.64 亿元，同比下降 16.26%，主要因购买少数股东权益冲减 2.40 亿元所致；未分配利润 14.63 亿元，同比增长 59.28%。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益 38.92 亿元，较 2015 年底增长 11.68%，主要增长来自实收资本。截至 2016 年 9 月底，公司实收资本 21.98 亿元，较 2015 年底增长 199.90%，主要为公司对股东每 10 股送股 10 股、派发现金股利 2.5 元（含税）、资本公积转增股本 10 股所致，合计增加注册资本 14.66 亿元。从结构来看，实收资本占 56.48%、资本公积占 8.73%、库存股占 0.04%、盈余公积占 3.79%、未分配利润占 28.70%、少数股东权益占 2.34%。

综上所述，近年来公司所有者中未分配利润占比较高，公司所有者权益稳定性一般。

[6] 2016 年 7 月收购少数股东权益 1.14%，对价总额 0.22 亿元。
[7] 2016 年 4 月底，公司已完成对普德药业 100%股权的收购，详见“七、重大事项”。
[8] 公司于 2009 年纳入合并范围，主营心脑血管生物药品的技术研究即技术咨询。

负债

2013~2015 年，公司负债分别为 4.65 亿元、18.20 亿元和 48.46 亿元，以年均 222.95%的速度快速增长，增长主要来自流动负债。从 2015 年底的负债构成看，流动负债和非流动负债分别占 82.60%和 17.40%；近年公司负债始终以流动负债为主。

2013~2015 年，公司流动负债分别为 4.46 元、14.39 亿元和 40.02 亿元，年均复合增长率为 199.48%。截至 2015 年底，公司流动负债同比上升 178.08%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。从构成上看，主要由短期借款（占 42.45%）和一年内到期的非流动负债（占 40.44%）等构成。

2014 年底和 2015 年底，公司短期借款分别为 7.80 亿元和 16.99 亿元；2015 年底的短期借款主要由保证借款（占 55.92%）和信用借款（占 41.20%）等构成。

2013~2015 年，公司预收款项快速增长，年均增幅 142.83%。截至 2015 年底，公司预收款项 1.43 亿元，同比增长 109.56%，主要系合并普德药业产生的预收货款。

2013~2015 年，公司其他应付款不断下降，年均复合下降 12.70%。截至 2015 年底，公司其他应付款 2.47 亿元，同比下降 8.48%，主要为应付代理商保证金。

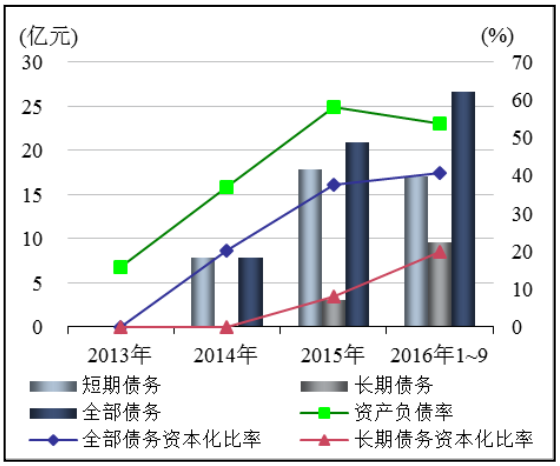
截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 16.19 亿元（2014 年底 1.71 亿元），主要为应付子公司普德药业、上海华拓、南京万川原股东期限在一年以内的股权转让尾款，为无息债务，未纳入公司全部债务。

2013~2015 年，公司非流动负债分别为 0.18 亿元、3.81 亿元和 8.43 亿元，增长主要来自长期应付款和长期借款。从 2015 年底非流动负债的构成来看，主要由长期借款（占 35.58%）和长期应付款（占 54.14%）等构成。

截至 2015 年底，公司新增长期借款 3.00 亿元。2014 年底和 2015 年底，公司分别产生长期应付款 3.37 亿元和 4.57 亿元；2014 年底的长期应付款应支付上海华拓和南京万川的期限在一年以上的股权转让尾款，2015 年底的长期应付款主要为应付普德药业、上海华拓和南京万川期限在一年以上的股权转让尾款。

截至 2016 年 9 月底，公司负债总额 45.45 亿元，较 2015 年底下降 5.85%；其中，流动负债占 76.00%，公司负债结构仍以流动负债为主。截至 2015 年底，由于支付部分股权转让尾款，公司一年内到期的非流动负债下降至 10.97 亿元；长期借款增长至 9.61 亿元。

图3　公司有息债务构成



资料来源：根据公司审计报告整理

随着公司不断实施并购，资金需求有所提高，有息债务规模随之增长。2014 年底，公司有息债务规模 7.90 亿元，全部为短期债务；2015 年底，公司有息债务规模 20.91 亿元，其中短期债务占 85.65%。从债务指标来看，2014 年底，公司全部债务资本化比率为 20.30%；2015 年底，公司长期债务资本化比率为 7.95%，全部债务资本化比率同比增加 17.27 个百分点至 37.58%。公司资产负债率近三年呈上升趋势，三年均值为 43.38%，2015 年底为 58.25%。

截至 2016 年 9 月底，公司有息债务 26.62 亿元，较 2015 年底略有提高；短期债务占比较 2015 年底下降 0.22 百分点至 63.91%。从债务指标来看，受益于增资的完成，公司资产负债率较 2015 年底减少 4.38 个百分点至 53.87%；全部债务资本化率和长期债务资本化

比率分别为 40.62%和 19.80%，较 2015 年底分别增加 3.04 个百分点和 11.85 个百分点。

总体看，近年来公司有息债务规模增长较快，且构成以短期债务为主，债务结构有待改善。

4. 盈利能力

随着公司经营规模的扩大，公司营业收入快速增长， 2013~2015 年，公司分别实现营业收入 13.08 亿元、19.06 亿元和 26.81 亿元，年均复合增长率为 43.18%；同期，公司营业成本年均复合增长 81.69%，高于营业收入的增速。受此影响，公司营业利润率近三年呈波动下降态势，分别为 75.56%、61.62%和 61.76%，处于较高水平。

2013~2015 年，公司期间费用有所增长，年均复合增长率为 5.54%，期间费用占营业收入的比重分别为 60.34%、36.25%和 32.55%，期间费用控制能力有所提高。公司期间费用中销售费用和管理费用占比较高。总体看，公司期间费用控制能力有所提高，但对收入影响仍然较大，符合行业特点。

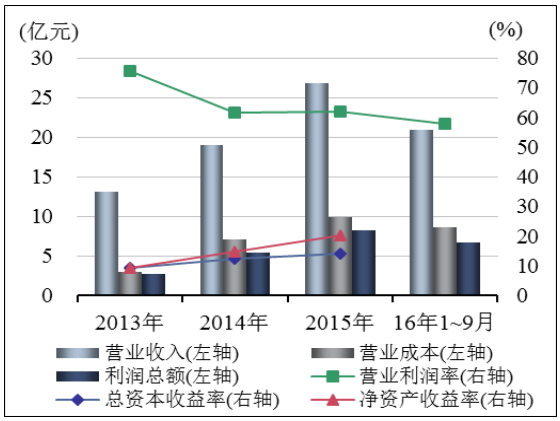
2013~2015 年，公司资产减值损失波动较大，2015 年公司资产减值损失 0.21 亿元，其中存货跌价损失 0.04 亿元、广州新花城商誉减值准备 0.16 亿元。

2013~2015 年，公司营业外收入分别为 0.69 亿元、0.61 亿元和 0.66 亿元，主要为政府补助，非经常性损益对利润总额的影响不大。

2013~2015 年，公司利润总额分别为 2.69 亿元、5.48 亿元和 8.26 亿元，年均复合增长率为 75.06%。从盈利指标看，近三年公司总资本收益率波动增长，三年均值为 11.95%，2015 年为 14.18%；净资产收益率逐年增长，三年均值为 14.71%，2015 年为 20.19%。公司整体盈利能力强。

2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 20.91 亿元，同比增长 8.47%；利润总额 6.76 亿元，同比增长 8.07%。同期，公司营业利润率为 57.75%。

图 4 公司盈利情况



资料来源：根据公司审计报告整理

总体看，受益于外延并购，近年来公司收入规模快速增长，期间费用对利润形成一定侵蚀；公司整体盈利能力强。

5. 现金流

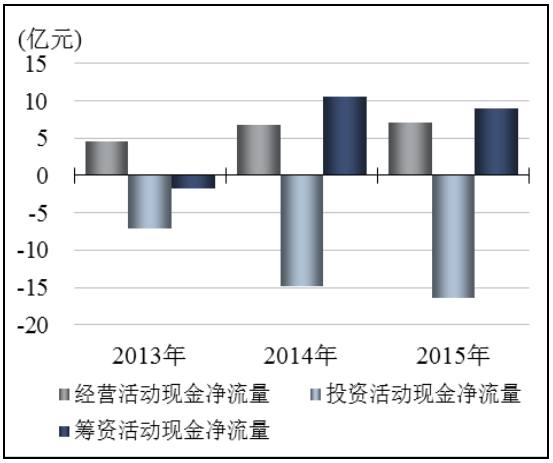
从经营活动看，2013~2015 年公司销售商品、提供劳务收到的现金年复合增长 39.40%，增速低于营业收入增幅（43.70%），三年分别为 15.85 亿元、23.76 亿元和 30.80 亿元；加之收到的保证金、往来款等其他与经营活动有关的现金逐年增长，使得公司近三年经营活动现金流入量快速增长，年均复合上升 41.96%，三年分别为 17.83 亿元、27.25 亿元和 35.94 亿元。公司近三年经营活动现金流出以购买商品、提供劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主，2015 年为 28.92 亿元；其中支付其他与经营活动有关的现金主要为支付管理费用、销售费用（5.81 亿元）和支付黄芪多糖销售代理保证金（2.00 亿元）。近三年，公司经营活动现金流量净额快速增长，分别为 4.53 亿元、6.74 亿元和 7.02 亿元。从收入实现质量来看，公司现金收入比分别为 121.18%、124.69%和 114.87%，收入实现质量良好。

从投资活动看，公司不断收购使得投资活动现金流增长较快。2013~2015 年，投资活动现金流入快速增长，分别为 5.20 亿元、21.95 亿元和 54.04 亿元，主要为收回理财投资收到

的现金。同期，投资活动现金流出分别为 12.28 亿元、36.87 亿元和 70.52 亿元，主要为理财支付的现金。受上述因素影响，近三年投资活动产生的现金流量净额分别为-7.08 亿元、-14.91 亿元和-16.47 亿元。

2013~2015 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-2.55 亿元、-8.17 亿元和-9.45 亿元。2013~2015 年，公司筹资活动现金流入快速增长，主要为取得借款收到的现金；近三年公司筹资活动现金流出分别为 1.93 亿元、2.19 亿元和 20.71 亿元，主要为偿还债务支付的现金。同期，筹资活动现金流净额分别为-1.78 亿元、10.49 亿元和 9.02 亿元。

图5　公司现金流情况



资料来源：根据公司审计报告整理

2016 年 1~9 月，公司经营活动现金流量净额、投资活动现金流量净额和筹资活动现金流量净额分别为 5.73 亿元、-13.72 亿元和 4.46 亿元。

总体看，近三年公司经营活动现金流入量及净流量稳步增长，外延并购带来的投资性现金支出规模较大，筹资活动一定程度上满足了公司的投资需求，但随着公司未来进一步发展，公司仍存在一定对外融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年，公司流动比率和速动比率均有所下降，三年均值分别为 126.22%和 113.94%，2015 年底分别为 51.56%和 44.63%。截至 2016 年 9 月底，公司上述两项指标分别为 50.78%和 41.84%。同期，公司经营现金流动负债比分别为 101.52%、46.83%和 17.54%，公司短期偿债压力大。近三年，公司现金类资产分别为 11.18 亿元、10.83 亿元和 10.56 亿元（剔除受限货币资金后），现金类资产对短期偿债有一定保证。

从长期偿债能力指标看，2013~2015 年，随着公司利润规模的增长，公司 EBITDA 持续上升，分别为 3.37 亿元、6.79 亿元和 10.65 亿元。2013 年公司无利息支出；2014、2015 年公司 EBITDA 利息倍数分别为 24.71 倍和 12.14 倍，同期全部债务/EBITDA 分别为 1.16 倍和 1.96 倍。整体看，公司长期偿债能力强。

截至 2016 年 9 月底，公司合并口径取得银行授信 68.11 亿元，其中未使用额度 44.46 亿元，间接融资渠道畅通。公司为上市公司（股票代码：002437.SZ），具备直接融资渠道。

截至2016年9月底，公司不存在对外担保。截至2015年底，公司涉及诉讼金额0.96亿元，未构成重大诉讼，未计提预计负债。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业征信报告（机构信用代码：G1023011101023670R），截至 2016 年 9 月 13 日，公司无已结清或未结清不良信贷，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

总体来看，近年来公司通过外延并购使得产品品种得到丰富，且主要产品市场占份额领先。近年来公司收入规模不断增长，盈利能力较强，债务负担较轻，总体偿债能力较强。综合分析，联合资信认为，公司具备一定的抗风险能力。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 5 亿元，占公司 2016 年 9 月底全部债务的 18.78%，占长期债务的 52.03%，本期中期票据对公司现有债务影响较大。

截至2016年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为53.87%、40.62%和19.80%。在不考虑其他因素影响的情况下，本期中期票据发行后上述三项指标将分别上升至56.45%、44.83%和27.29%。考虑到本期发行中期票据部分用于偿还银行贷款，上述指标或低于实际值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015 年，公司经营活动现金流量净额对本期中期票据的偿债倍数分别为 0.91 倍、1.35 倍和 1.40 倍；公司 EBITDA 分别为本期中期票据的 0.67 倍、1.36 倍和 2.13 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度较强。

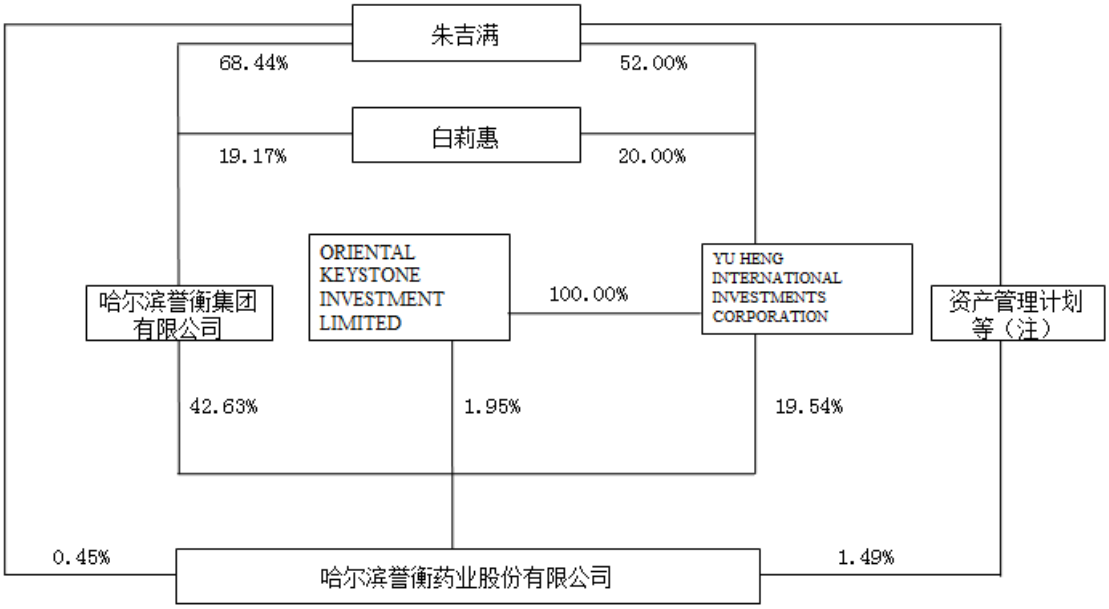
总体看，相对于发行额度，公司经营活动净现金流及EBITDA对本期中期票据的保障能力较强。

十一、结论

随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。未来在新医改政策推动下，巨大的市场需求将支撑医药行业景气度延续。公司产品种类丰富，主导产品治疗领域涵盖骨科药物和营养类药物等，市场份额领先，产销情况良好。近年来，公司总体经营平稳，资产及收入规模持续增长，债务负担适宜，但债务结构不合理，短期偿债压力大。整体盈利能力较强。未来，公司将在专注现有制药业务的同时，打造慢病管理及大健康产业平台，同时加强生物制药领域的研发。总体看，公司主体信用风险较低。

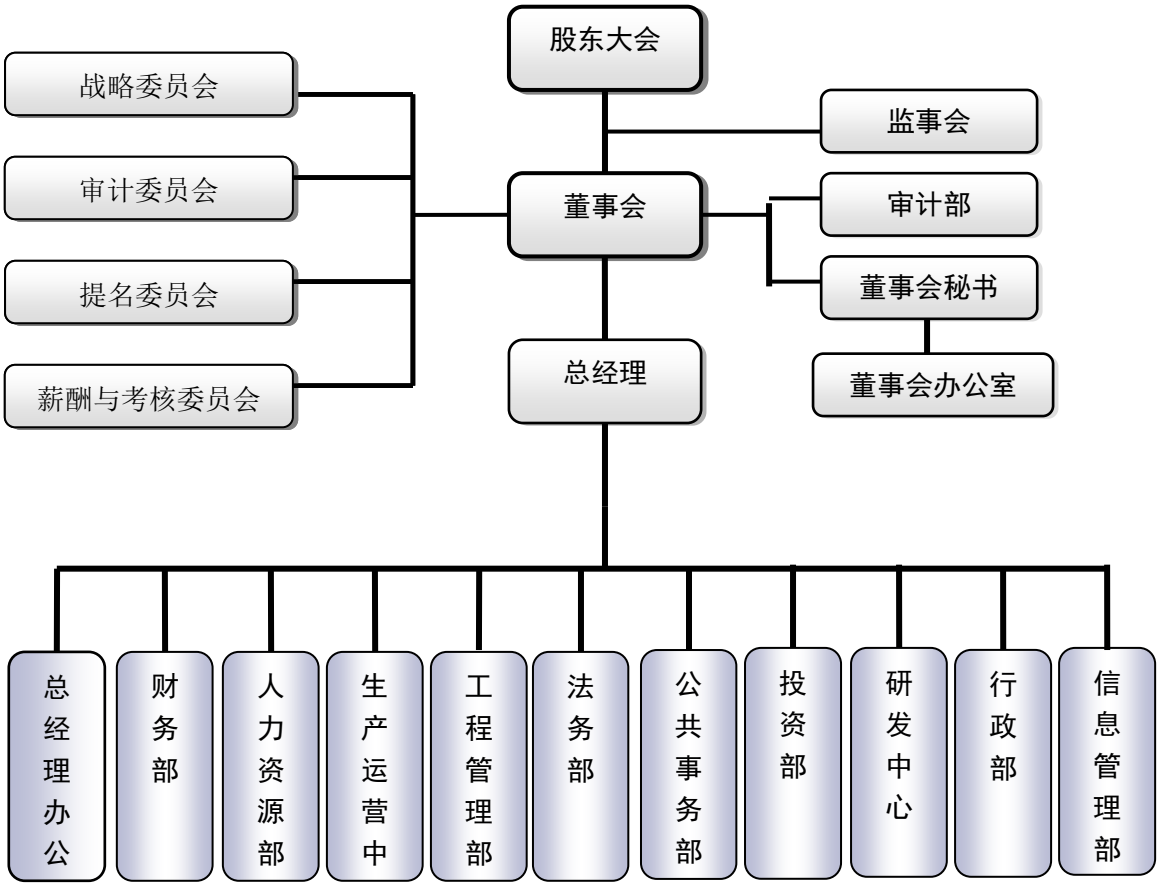
总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险较低。

附件 1-1　截至 2016 年 9 月底公司股权结构图



注：朱吉满先生通过资产管理计划等间接持有公司股票32,780,394股，占公司总股本的1.49%。

附件 1-2　截至 2016 年 9 月底公司组织结构图



附件2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.18	10.83	12.31	9.15
资产总额(亿元)	29.43	49.22	83.18	84.37
所有者权益(亿元)	24.78	31.02	34.73	38.92
短期债务(亿元)	--	7.90	17.91	17.01
长期债务(亿元)	--	--	3.00	9.61
全部债务(亿元)	--	7.90	20.91	26.62
营业收入(亿元)	13.08	19.06	26.81	20.91
利润总额(亿元)	2.69	5.48	8.26	6.76
EBITDA(亿元)	3.37	6.79	10.65	--
经营性净现金流(亿元)	4.53	6.74	7.02	5.73
财务指标				
销售债权周转次数(次)	20.21	15.26	21.08	--
存货周转次数(次)	4.96	4.97	4.48	--
总资产周转次数(次)	0.89	0.48	0.40	--
现金收入比(%)	121.18	124.69	114.87	109.11
营业利润率(%)	75.56	61.62	61.76	57.75
总资本收益率(%)	9.26	12.41	14.18	--
净资产收益率(%)	9.26	14.69	20.19	--
长期债务资本化比率(%)	--	--	7.95	19.80
全部债务资本化比率(%)	--	20.30	37.58	40.62
资产负债率(%)	15.79	36.98	58.25	53.87
流动比率(%)	342.29	106.60	51.56	50.78
速动比率(%)	315.27	95.24	44.63	41.84
经营现金流动负债比(%)	101.52	46.83	17.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	24.71	12.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	1.16	1.96	--

注：公司 2016 年前三季度财务数据未经审计，一年内到期的长期（非流动）负债未纳入短期债务。

附件 3　主要财务指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
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/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于
哈尔滨誉衡药业股份有限公司
2017年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

哈尔滨誉衡药业股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。哈尔滨誉衡药业股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，哈尔滨誉衡药业股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注哈尔滨誉衡药业股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现哈尔滨誉衡药业股份有限公司出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如哈尔滨誉衡药业股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送哈尔滨誉衡药业股份有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零一六年十一月十五日