跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1268 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持哈尔滨誉衡药业股份有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“17誉衡药业MTN001”和“17誉衡药业MTN002”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十九日

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（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

哈尔滨誉衡药业股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

名　称	发行额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
17 誉衡药业 MTN001	5 亿元	2017/01/20~2020/01/20	AA	AA
17 誉衡药业 MTN002	5 亿元	2017/02/28~2022/02/28	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 29 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	10.83	12.31	12.71	11.63
资产总额(亿元)	49.22	83.13	86.67	86.80
所有者权益(亿元)	31.02	34.73	40.47	41.61
短期债务(亿元)	7.90	17.91	17.61	18.43
长期债务(亿元)	--	3.00	9.73	16.64
全部债务(亿元)	7.90	20.91	27.34	35.07
营业收入(亿元)	19.06	26.81	29.84	6.00
利润总额 (亿元)	5.48	8.26	8.58	1.45
EBITDA(亿元)	6.79	10.65	11.31	--
经营性净现金流(亿元)	6.74	7.02	10.40	0.39
营业利润率(%)	61.62	61.76	56.85	56.97
净资产收益率(%)	14.69	20.19	18.00	--
资产负债率(%)	36.98	58.25	53.31	52.06
全部债务资本化比率(%)	20.30	37.58	40.32	45.73
流动比率(%)	106.60	51.56	57.17	71.31
经营现金流动负债比(%)	46.83	17.54	29.56	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.16	1.96	2.42	--
EBITDA 利息倍数(倍)	24.71	12.14	10.38	--

注：1. 公司 2017 年一季度财务数据未经审计；
2. 一年内到期的非流动负债未纳入短期债务及相关指标核算。

分析师

孔祥一　邢霖雪

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”）主要从事医药及保健产品研发、生产和销售。跟踪期内，公司收入及利润规模保持增长，主导产品鹿瓜多肽、葡萄糖酸钙锌溶液、磷酸肌酸钠继续维持较高的市场份额，医药代理业务快速发展，经营性净现金流稳定，盈利能力强。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，受药品招标限价，部分产品未中标影响，鹿瓜多肽和磷酸肌酸钠销量下滑、频繁实施高溢价收购形成较大规模商誉、债务规模快速增长、子公司出售计划等因素可能对公司经营发展带来的不利影响。

未来，公司将密切关注各地医保目录的调整，推行营销模式变革，充分整合、优化资源，以扩大重点产品的市场占有率，同时将继续推进转型，使慢病、生物药战略进一步落地。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“17 誉衡药业 MTN001”和“17 誉衡药业 MTN002”信用等级为 AA。

优势

1. 2016 年，公司主要产品鹿瓜多肽、葡萄糖酸钙锌溶液、磷酸肌酸钠保持较高的市场份额，在全国样本医院销售金额占比为分别为 39%、57%和 66%。
2. 跟踪期内，公司收入和利润规模保持增长，经营性净现金流稳定，整体盈利能力强，债务负担保持合理水平。
3. 跟踪期内，公司医药代理业务增长较快，对公司业绩形成良好的补充。

关注

1. 近年来，医药改革深入推进，药品价格面临下行压力，公司部分产品受未中标影响销量下行；医药流通行业“两票制”政策的实施将对公司代理模式形成一定程度的冲击。

2. 公司频繁实施高溢价收购形成较大规模的商誉（截至2016年底，公司商誉占资产总额的42.50%），存在一定商誉减值风险，同时频繁并购对公司管理水平提出更高要求。
3. 跟踪期内，公司有息债务规模增长较快，控股股东对公司股权的质押比例高。
4. 公司计划出售山西普德药业有限公司，未来收入和利润将有所下降。

声　明

一、本报告引用的资料主要由哈尔滨誉衡药业股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照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（以下简称“公司”或“誉衡药业”）主体长期信用及存续期内的“17誉衡药业MTN001”和“17誉衡药业MTN002”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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）发行后注册资本变更为人民币 14000 万元。上市以来，公司经过多次增资、资本公积转增股本和非公开定向增发限制性股票，截至 2017 年 3 月底，注册资本为 219829 万元，哈尔滨誉衡集团有限公司（以下简称“誉衡集团”）持有公司 42.63%的股权，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)、进口药品分包装（注射剂（玻璃酸钠注射液）、治疗用生物制品（重组人胰岛素注射液、精蛋白重组人胰岛素注射液、精蛋白重组人胰岛素注射液（预混 30/70）），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 2017 年 3 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 12 个职能部门。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 86.67 亿元，所有者权益合计 40.47 亿元（含少数股东权益 0.84 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 29.84 亿元，利润总额 8.58 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 86.80 亿元，所有者权益 41.61 亿元（含少数股东权益 0.77 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.00 亿元，利润总额 1.45 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续债券概况如下表所示，截至目前，上述债券的募集资金已按用途使用完毕。

表1　截至目前公司存续债券情况（单位：亿元）

存续债券	发行金额	起息日	兑付日	用途是否变更	是否正常付息
17誉衡药业MTN001	5.00	2017/01/20	2020/01/20	否	--
17誉衡药业MTN002	5.00	2017/02/28	2022/02/28	否	--

资料来源：联合资信整理

注：“17誉衡药业MTN002”的存续期为3+2年。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改

善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产

投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业分析

1. 行业概况

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。

工信部消费品司公布的数据显示，2016 年中国医药工业规模以上企业实现主营业务收入 29635.86 亿元，同比增长 9.92%，全年利润总额 3216.43 亿元，同比增长 15.57%。

总体看，中国医药行业发展迅速，随着医疗改革体系逐渐成熟，中国医药制造业的经济效益呈现较好的发展态势。

表 2　近年来中国医药工业规模以上企业主要经济指标（单位：亿元、%）

	2014 年			2015 年			2016 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
化学药品原料药制造	4240.35	311.82	7.35	4614.21	351.03	7.61	5034. 90	445. 25	8.84%
化学药品制剂制造	6303.71	733.92	11.64	6816.04	816.86	11.98	7534. 70	950. 49	12.61%
中药饮片加工	1495.63	105.25	7.04	1699.94	123.9	7.29	1956. 36	138. 27	7.07%
中成药制造	5806.46	597.93	10.3	6167.39	668.48	10.84	6697. 05	736. 28	10.99%
生物药品制造	2749.77	321.84	11.7	3164.16	386.53	12.22	3350. 17	420. 10	12.54%
卫生材料及医药用品制造	1662.32	152.39	9.17	1858.94	169.86	9.14	2124. 61	191. 75	9.03%
制药专用设备制造	158.86	18.26	11.49	182.02	19.00	10.44	172. 60	15. 80	9.15%
医疗仪器设备及器械制造	2136.07	219.29	10.27	2382.49	232.56	9.76	2765. 47	318. 49	11.52%
医药工业	**24553.16**	**2460.69**	**10.02**	**26885.19**	**2768.23**	**10.3**	**29635. 86**	**3216. 43**	**10.85%**

资料来源：工信部

2. 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 3　2016 年以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
2016 年 2 月	国务院办公厅	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》	到2020年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到2030年，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献。	首次在国家层面编制中医药发展规划，标志着中医药发展已列入国家发展战略。

2016 年 3 月	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》	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；国家基本药物目录（2012年版）中2007年10月1日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在2018年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在2021年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册。	有利于对提升中国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力。
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》	综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格。	有利于控制药品价格虚高，促进药品流通市场健康发展。
2017 年 2 月	国务院办公厅	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明。食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享。	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展；国内药企将承压。
2017 年 2 月	人社部	《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2017年版)的通知》	西药和中成药部分共收载药品2535个，较2009年版目录增幅约15.4%，其中西药部分1297个，中成药部分1238个(含民族药88个)；经过专家评审同步确定了45个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品。	对辅助用药限制明显，对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展。

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权情况

截至2017年3月底，公司注册资本21.98亿元，誉衡集团为公司第一大股东（持股比例42.63%，股权质押比例77.26%），公司实际控制人为朱吉满、白莉惠，二人为夫妻关系。联合资信关注到，誉衡集团对公司股权质押比例高。

2. 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司继续通过产品引进、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。2016 年，公司委托药明康德研发、共同申报的抗 PD-1 全人创新抗体药临床研究申请获得受理、并于 2017 年 3 月取得临床批件；公司与波兰 BiotonS.A.签订独家分销协议的重组人胰岛素注射液、精蛋白重组人胰岛素注射液、精蛋白重组人胰岛素注射液（预混 30/70、预混 30/71、预混 30/72）获得进口分包装批件。自主研发方面，2016 年，公司获得化药 3.1 类新药二马来酸阿法替尼片及原料、卡巴他赛注射液及原料、醋酸巴多昔芬片及原料、托匹司他片及原料、阿普斯特片及原料、盐酸维拉佐酮片及原料、卡格列净片及原料、枸橼酸托法替布片及原料的临床批件；获得 3.4 类新药他达拉非片、氨甲环酸片的临床批件；获得 6 类仿制药盐酸沙格雷酯片、雷米普利片、依帕司他片、瑞格列奈片、依折麦布片的生物等效性试验临床批件。截至 2017 年 3 月底，公司在研品种 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。截止 2017 年 3 月底，公司已获得授权专利 83 项，其中境外专利 3 项。

跟踪期内，公司主要产品保持较高的市场份额。据 IMS-DDD 数据库统计，2016 年公司鹿瓜多肽、磷酸肌酸钠产品（“唯嘉能”和“莱博通”）及葡萄糖酸钙锌口服溶液在全国样本医院销售金额占比为分别为 39%、57%和 66%。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、重大事项

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，目前已按合同约定完成相应支付。

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》。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，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。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。

根据胡成伟、拉萨普华及西藏富思特做出的业绩承诺，2015 年、2016 年、2017 年普德药业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。2015 年和 2016 年，普德药业分别实现净利润 1.95 亿元和 2.11 亿元，超过承诺净利润。截至 2016 年底，普德药业资产总额 9.78 亿元，所有者权益 8.33 亿元；2016 年实现营业收入 5.72 亿元。

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》。基于预评估结果，仟源医药拟以现金 30.01 亿元购买公司持有的普德药业 100%股权，资金来源为仟源医药 2016 年度非公开发行股票募集资金。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。联合资信关注到，本次交易完成后，普德药业将不再纳入公司合并报表范围，公司主营业务收入和营业利润将相应减少，而通过本次交易获得的投资收益不具有可持续性；另一方面，公司债务负担将有所缓解。联合资信将持续关注本次交易的进展情况。

九、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司仍以药品的生产和销售为主要业务，营业收入保持增长。2016年，公司实现营业收入29.84亿元，同比增长11.28%。医药制造业务仍是公司最主要收入来源，2016年该板块实现营业收入23.04亿元，同比增长1.53%，占营业收入的比重为77.21%；医药代理业务实现营业收入5.78亿元，同比增长61.29%，占营业收入的比重提升至19.39%。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。

表 4　近年来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2015年		2016年		2017年1-3月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
医药制造	226883.51	67.25	230365.28	62.59	47003.34	62.62
医药代理	35865.87	36.65	57849.72	40.06	10969.68	38.84
医药研发及临床服务	3510.26	95.23	4749.95	80.19	37.58	-224.95
金融服务	211.93	86.67	502.00	96.19	--	--
其他业务	1650.96	11.10	4905.86	68.14	1982.35	72.86
合计	**268122.53**	**63.20**	**298372.81**	**58.65**	**59992.95**	**58.43**

资料来源：公司提供

毛利率方面，2016年，公司综合毛利率同比下降4.55个百分点至58.65%。其中，医药制造业务毛利率为62.59%，同比下滑4.66个百分点，主要由于部分产品售价下降；受益于代理品种销量良好，公司医药代理业务毛利率上升至40.06%。公司医药研发及临床服务、金融服务毛利率水平较高，2016年分别为80.19%和96.19%；其他业务盈利能力波动较大，2016年为68.14%。

2017年1～3月，公司营业收入同比下降2.67%至6.00亿元；其中，医药制造板块实现营业收入4.70亿元，同比小幅增长2.26%，占营业收入的比重为78.35%，仍然是公司最主要收入来源；医药代理业务收入同比变动不大；同期，公司剥离金融服务业务。2017年1～3月，公司综合毛利率为58.43%，同比下滑2.07个百分点，各板块毛利率同比变动不大。

总体看，跟踪期内公司经营情况较为平稳，收入规模呈现增长，盈利能力保持在高水平。

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、蒲公英药业，孙公司莱博通、启东华拓等 8 个主体开展。

（1）原材料采购

跟踪期内，公司采购模式和采购政策未发生变化。2016年，公司原材料采购仍以原料和包装物为主，其采购金额分别占总采购金额的74.56%和22.38%。

公司主要产品鹿瓜多肽的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，跟踪期内原料采购价格稳定。

从供应商集中度来看，2016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为44.38%，集中度较高。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。

表5　2016年公司前5大供应商情况（单位：万元、%）

供应商名称	采购内容	采购金额	占采购总额比重
供应商一	磷酸肌酸钠二钠盐	10054.36	17.11
供应商二	乳酸、硫酸核糖霉素原料	4469.49	7.61
供应商三	头孢米诺钠原料	2191.12	3.73
供应商四	PVC/PE 复合片	1772.80	3.02
供应商五	葡萄糖酸钙、锌	1273.05	3.06
合 计	--	**19760.82**	**34.53**

资料来源：公司提供

（2）产品生产

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。

跟踪期内，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。产能利用方面，鹿瓜多肽、安脑丸/安脑片和葡萄糖酸钙锌口服溶液的产能利用水平整体较好。银杏达莫注射液市场占有率高，近年来销量获得较快增长，公司于2016年新购进生产设备，产能大幅提高；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低于50%，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。

表6 近年来公司主要自产产品产能利用率情况

项目	2015年			2016年			2017年1-3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（%）
鹿瓜多肽（万支）	5000.00	4515.70	90.31	4700.00	3847.84	81.87	1125.00	489.01	43.47
安脑丸（万丸）	4216.00	3163.00	75.02	7425.00	4272.00	57.54	2385.00	1640.00	68.76
安脑片（万片）	5400.00	3933.00	72.83	10160.00	9227.00	90.82	2160.00	1922.00	88.98
磷酸肌酸钠（万克）	2592.00	1212.91	46.79	2592.00	1178.00	45.45	648.00	161.40	24.91
银杏达莫注射液（万支）	3860.00	4832.28	125.19	8840.00	4909.21	55.53	1668.00	1029.45	61.72
葡萄糖酸钙锌（万支）	60000.00	59917.10	99.86	60000.00	54253.93	90.42	17151.34	16435.19	95.82
头孢米诺钠（万支）	1200.00	473.17	39.43	1200.00	661.91	55.16	300	179.27	59.76

资料来源：公司提供

注：上述产能为标准产能；2015 年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。

（3）产品销售

销售模式方面，跟踪期内公司仍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。

跟踪期内，公司主要产品的产销率保持较高水平。除鹿瓜多肽和磷酸肌酸钠受部分省份未中标影响销量下滑外，公司其余产品销量均得到增长，其中安脑丸和安脑片（合计）和葡萄糖酸钙锌口服溶液增速较快。

表 7 近年来公司自产产品销售情况

项目	2015年		2016年		2017年1-3月	
	销量	产销率（%）	销量	产销率（%）	销量	产销率（%）
鹿瓜多肽（万支）	3968.56	87.88	3797.60	98.69	805.11	164.64
安脑丸（万丸）	3860.00	122.04	3804.00	89.04	587.00	35.79
安脑片（万片）	4387.00	111.54	8067.00	87.43	796.00	41.42
磷酸肌酸钠（万克）	1143.43	94.27	1285.00	109.08	125.62	77.83
银杏达莫注射液（万支）	5049.41	106.81	5317.91	108.33	1032.43	100.29
葡萄糖酸钙锌（万支）	51223.25	85.49	62958.69	116.04	16409.14	99.84
头孢米诺钠（万支）	594.57	125.66	536.46	81.05	155.32	86.64

资料来源：公司提供

表8 公司主要自产产品销售收入情况（单位：万元）

产品名称	剂型	销售收入		
		2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
鹿瓜多肽	2ml、4ml	43607.10	35058.65	7436.44
安脑丸/安脑片	2 丸、4 丸、6 丸、8 片、12 片、24 片	13229.18	16614.83	2104.70
磷酸肌酸钠	0.5g、1.0g	54015.58	59306.11	2562.42
银杏达摩注射液	5ml、10ml	12722.61	13357.95	2623.68
葡萄糖酸钙锌	6 支、12 支、18 支、24 支	17092.70	20785.87	5455.70
头孢米诺钠	0.5g	12775.46	7268.78	2016.13

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。

作为公司传统产品和营业收入的重要来源，跟踪期内，鹿瓜多肽量价双降，销售收入持续下滑；受益于OTC市场较快增长，葡萄糖酸钙锌口服溶液2016年实现销售收入2.08亿

元，同比增长21.61%，已成为支撑公司业绩的重要组成部分；磷酸肌酸钠对公司收入贡献愈趋明显，2016年该产品实现销售收入5.93亿元。2017年1～3月，磷酸肌酸钠受到部分省份未中标影响销售收入下滑明显。

客户集中度方面，2016年，公司前五名客户销售额合计占营业收入的比重为28.39%，较上年有所提高。

表9　2016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	22938.74	9.96
客户二	15574.94	6.76
客户三	13322.39	5.78
客户四	7516.81	3.26
客户五	6052.54	2.63
合计	**65405.42**	**28.39**

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内公司整体产销情况良好，联合资信也关注到，近年，医药改革深入推进，药品价格面临下行压力，公司部分产品在跟踪期内未中标，对销售业绩产生一定影响。

3. 医药代理

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”）、南京万川和西藏誉衡阳光医药有限责任公司（以下简称“西藏阳光”）。截至2016年底，公司代理品种共10个，主要代理产品有DNA（脱氧核苷酸钠注射液）、哌拉西林舒巴坦钠、氯吡格雷片等。目前，公司与大部分供货商签订的是独家代理协议。

从销售收入看，DNA和氯吡格雷2016年的销售收入分别为1.49亿元和1.57亿元，成为公司营业收入的有力补充；2016年新增的代理产品胰岛素注射液实现销售收入0.83亿元。

总体看，公司医药代理业务处于发展初期，收入和毛利率有所提高。同时，联合资信关注到，医药流通行业“两票制”政策的实施将对公司代理模式形成一定程度的冲击，为此，公司正在进行销售模式的改革，由CSO（合同销售组织）模式代替代理模式。联合资信将持续关注公司医药代理业务的盈利情况。

表10　公司医药代理产品销售情况表（单位：万元）

产品名称	销售收入		
	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
氯吡格雷	8744.93	15657.84	7949.96
DNA(脱氧核苷酸钠)	14351.42	14935.21	1929.04
氯化钾缓释片	2188.24	5548.24	1090.85
哌拉西林钠舒巴坦钠	5711.83	5696.61	873.92
胰岛素注射液	-	8255.07	1311.91

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2016 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 15.80 次和 4.50 次和 0.35 次。总体看，公司整体经营效率尚可。

5. 未来发展

未来，公司将密切关注各地医保目录的调整，认真研究各地招标政策，努力扩大重点产品的市场占有率；同时推行营销模式变革，充分整合、优化各省市渠道、产品、市场、资金、人员等资源。同时，公司将继续推进转型，使慢病、生物药战略进一步落地。

在建工程方面，目前公司在建项目主要包括广州誉东固体片剂项目，计划总投资 0.45 亿元，截至 2017 年 3 月投资已近尾声，公司在建项目方面未来资金压力小。

表 11　截至 2017 年 3 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 2017 年 3 月底已投金额	未来资金投入计划		资金来源
			2017 年 4-12 月	2018 年	
广州誉东固体片剂项目	4545.00	4485.56	520.00	0.00	自筹

资料来源：公司提供

十、财务分析

公司提供的 2016 年合并财务报表已经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见审计结论；公司提供的 2017 年一季报财务报表未经审计。合并范围变动方面，截至 2016 年底，公司合并范围内新增 11 家子公司（其中合并 3 家），减少 6 家子公司；截至 2017 年 3 月底，公司合并报表新增 3 家子公司，减少 1 家子公司。整体看，公司对外扩张步伐 2016 年有所放缓，财务数据的可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 86.67 亿元，所有者权益合计 40.47 亿元（含少数股东权益 0.84 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 29.84 亿元，利润总额 8.58 亿元。

截至 2017 年 3 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）；2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 20.71 亿元，利润总额 6.61 亿元。

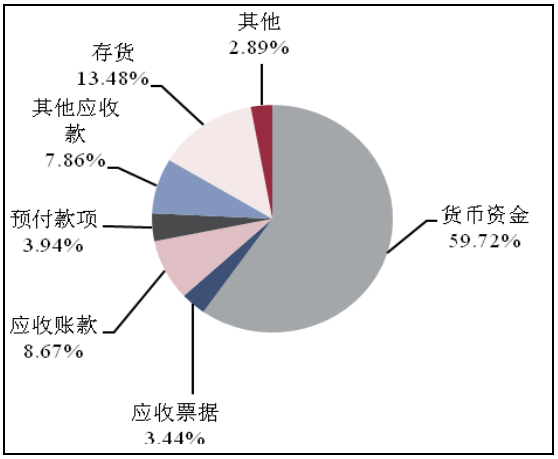
1. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额为86.67亿元，同比增长4.19%，其中流动资产和非流动资产比重分别为23.22%和76.78%，公司资产结构以非流动资产为主。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产同比下降 2.48%至 20.12 亿元，主要由货币资金、应收账款和存货等构成。

图 1　截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2016 年底，公司货币资金为 12.02 亿元，同比变动不大。从构成看，主要为银行存款（占 80.55%）；其中使用受限的货币资金 2.34 亿元，主要为贷款保证金（占 92.12%）。

截至 2016 年底，公司应收账款 1.74 亿元，同比增长 181.25%，公司计提减值准备 90.36 万元，账龄在一年以内的占比 99.66%，账龄较短；前五名应收账款占比 42.02%，集中度高。

截至 2016 年底，公司其他应收款同比大幅下降至 1.58 亿元，主要由于收回部分医药代理保证金所致。其中押金保证金（主要为医药代理保证金）0.94 亿元（未计提减值准备，账龄在一年以内）；收购意向金 0.50 亿元。公司对其他应收款计提坏账准备 0.11 亿元，计提比例 6.67%。从集中度来看，其他应收账款前五名占比 84.96%，集中度高，主要为医药代理保证金。

截至 2016 年底，公司存货为 2.71 亿元，同比下降 2.22%。从构成来看，主要由库存商品（占 32.76%）、原材料（占 49.62%）和在产品（占 16.19%）构成；存货计提跌价准备 0.07 亿元，主要为对库存商品的计提。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产 66.54 亿元，主要由固定资产（占 26.27%）、无形资产（占 6.36%）和商誉（占 55.35%）等构成。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产大幅增张至 2.44 亿元，系新增对浙江聚有财金融服务外包有限公司、Astar Biotech LLC、Proteus Digital Health, Inc.和 WuXi Healthcare Ventures II, L.P.四家公司投资。

截至 2016 年底，公司长期股权投资为 2.36 亿元，同比增长 82.71%，主要由于公司对上海赛领博达科尔投资合伙企业(有限合伙)出资 1 亿元（占合伙企业出资总额比例 60.12%）和对心馨健康管理（苏州工业园区）有限公司增资 0.8 亿元（增资后持股比例为 49.00%）所致。

截至 2016 年底公司固定资产 17.48 亿元，同比增长 13.47%。从构成来看，主要由房屋、建筑物（占 60.87%）和机械设备（占 33.45%）等构成；固定资产累计折旧 5.92 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 1.15 亿元。

截至 2016 年底，公司无形资产 4.23 亿元，同比变动不大，主要由专利权（占 47.75%）和土地使用权（占 31.15%）等构成；无形资产累计摊销 2.13 亿元，未计提减值准备。

截至 2016 年底，公司商誉 36.83 亿元，同比变动不大，其中因合并普德药业共计形成商誉 16.39 亿元（公司 2015 年以现金 23.89 亿元取得普德药业 85.01%的股权，确认商誉 15.81 亿元[1]；2016 年 8 月，公司与普德药业原股东签订股权转让的补充协议，约定鉴于普德药业 2015 年业绩良好，公司支付 0.58 亿元股权转让款作为补充对价，商誉相应调整增加 0.58 亿元）。商誉减值准备方面，截至 2016 年底，公司共计提商誉减值准备 0.32 亿元，全部为对广州市穗启生物科技有限公司（以下简称“广州穗启”）商誉的计提[2]。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 86.80 亿元，较 2016 年底变化不大，资产构成仍以非流动资产为主。

截至 2017 年 3 月底，公司受限资产共计 2.20 亿元，全部为货币资金，占公司总资产的 2.54%，受限资产占比较低。

总体看，跟踪期内，公司资产规模和结构变动不大，商誉占资产的比重高，存在一定减值风险；公司资产流动性和资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 40.47 亿元，同比增长 16.52%；其中，实收资本占 54.32%、资本公积占 8.66%、盈余公积占 5.56%、未分配利润占 29.31%、少数股东权益占 2.06%。

截至 2016 年底，公司实收资本同比增长 199.90%至 21.98 亿元，同时资本公积同比下降 67.05%至 3.51 亿元，主要系公司以 2015 年底的总股本 7.33 亿股为基数，以资本公积向全体股东每 10 股送 10 股的方式，派发现金股利 2.5 元（含税），资本公积每 10 股转增股本 10 股所致。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 41.61 亿元（含少数股东权益 0.77 亿元），较 2016 年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益中股本和资本公积合计规模占比较大，所有者权益稳定性较好。

负债

截至 2016 年底，公司负债总额同比下降 4.66%至 46.20 亿元，其中流动负债和非流动负债分别占 76.20%和 23.80%。

[1]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，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。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”。

[2] 2016 年公司通过存续分立的方式将原属于广州新花城生物科技有限公司（以下简称“广州新花城”）的银杏内酯 B 项目相关批文和无形资产剥离至新设全资子公司广州穗启，收购广州新花城形成的商誉及商誉减值全部由广州穗启承继。通过对广州穗启生物的评估，其全部资产以及负债预计未来可以产生的现金流量为-2400.00 万元。鉴于此，公司对广州穗启的商誉余额 1614.49 万元予以减值处理，因此合计形成商誉减值准备 0.32 亿元。

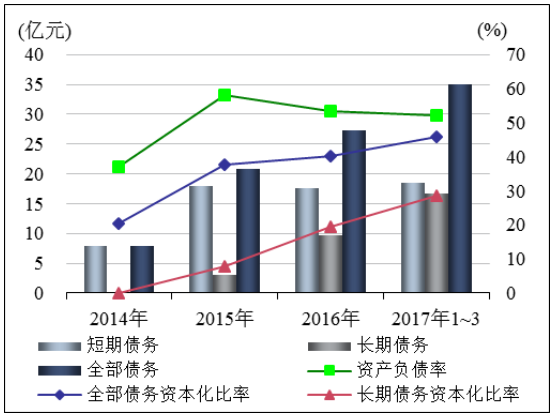
截至 2016 年底，公司流动负债 35.20 亿元，同比下降 12.05%，主要由短期借款（占 49.71%）和一年内到期的非流动负债（占 28.33%）等构成。

截至 2016 年底，公司短期借款分别 17.50 亿元，主要由保证借款（占 45.71%）和信用借款（占 54.29%）等构成；其他应付款为 2.77 亿元，同比增长 12.53%，主要为应付代理商保证金。2015 年底和 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债分别为 16.19 亿元和 9.97 亿元，变动系 2015 年增加了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并于 2016 年支付部分所致[3]。

受长期借款增加的影响，公司非流动负债 2016 年底为 11.00 亿元，同比大幅增长 224.26%，其中长期借款占 88.45%。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 45.19 亿元，较 2016 年底下降 2.19%；受一年内到期的非流动负债下降至 2.22 亿元及公司发行规模合计为 10 亿元的中期票据影响，公司流动负债占比下降至 60.44%，公司负债结构仍以流动负债为主。

图2　公司有息债务构成



资料来源：联合资信整理

2016 年底，公司全部债务 27.34 亿元，同比增长 30.78%，其中短期债务占 64.42%。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务 35.07 亿元，较上年底增长 28.25%，其中长期债务占比提升至 47.44%，主要由于公司发行了规模合计为 10 亿元的中期票据。从债务指标看，2016 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 53.31%、40.32%和 19.38%；2017 年 3 月底，除资产负债率略有下降外，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别进一步上升至 45.73%和 28.56%。

总体看，跟踪期内公司有息债务规模快速增长，整体债务负担可控。

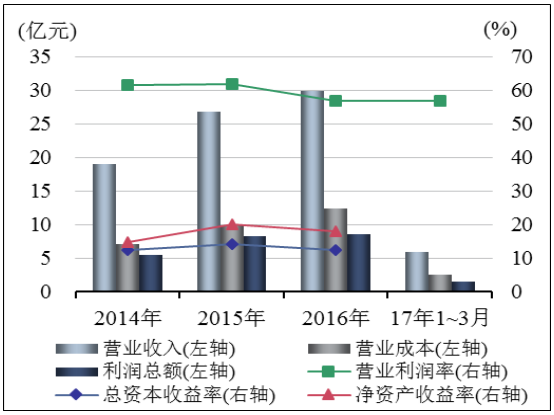
3. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 29.84 亿元，同比增长 11.28%；同期，公司营业成本同比增长 25.03%，高于营业收入的增速。受此影响，公司营业利润率 2016 年为 56.85%，较上年减少 4.91 个百分点，仍处于较高水平。

2016 年，公司产生期间费用 8.70 亿元，占营业收入的比重为 29.15%；其中管理费用占 58.11%，主要为员工薪酬支出。总体看，公司期间费用对利润形成一定侵蚀，符合行业特点。2016 年，公司营业外收入 0.96 亿元，主要为政府补助，非经常性损益对利润总额影响不大。从盈利指标看，2016 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 12.35%和 18.00%。

截至 2017 年 3 月底，公司实现营业收入 6.00 亿元，同比略有下降；利润总额 1.45 亿元，同比下降 23.82%。同期，公司营业利润率为 56.97%。

图 3　公司盈利情况



资料来源：联合资信整理

[3]股权转让尾款为无息债务，未纳入全部债务计算。

总体看，跟踪期内公司收入保持增长，期间费用对利润形成一定侵蚀，符合行业特点；公司整体盈利能力强。

4. 现金流及保障

从经营活动看，2016 年公司经营活动现金流入 42.96 亿元，同比增长 19.56%，主要由销售商品、提供劳务收到的现金（34.17 亿元）和收到其他与经营活动有关的现金（8.79 亿元）构成。公司经营活动现金流出量为 32.56 亿元，同比增长 12.60%，以购买商品、接受劳务支付的现金（13.36 亿元）和支付其他与经营活动有关的现金（10.94 亿元）为主。2016 年经营活动现金流量净额 10.40 亿元，较上年增加 3.38 亿元。从收入实现质量来看，公司现金收入比为 114.51%，收入实现质量良好。

从投资活动看，2016 年，公司投资活动现金流入 38.32 亿元，较上年有所回落，主要为收回理财投资收到的现金。同期，投资活动现金流出仍保持较大规模（53.52 亿元），其中投资支付的现金 40.12 亿元，主要系购买理财产品支付的现金。当年公司投资活动现金流量净额表现为净流出 15.19 亿元。

2016 年，公司筹资活动现金流入为 27.09 亿元，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出为 22.83 亿元，主要为偿还债务支付的现金。同期，筹资活动现金流量净额为 4.25 亿元。

2017 年 1～3 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 0.39 亿元、-8.07 亿元和 6.89 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金净流量保持增长，但投资活动支出规模仍较大；随着公司未来进一步发展，公司仍存在一定对外融资压力。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，受流动负债快速增长的影响，2016 年底公司流动比率和速动比率分别为 57.17%和 49.46%；经营现金流动负债比为 29.56%。截至 2017 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 71.31%和 60.89%。总体看，公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力指标看，2016 年公司 EBITDA 为 11.31 亿元，EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 10.38 倍和 3.30 倍。整体看，公司长期偿债能力强。

截至 2017 年 3 月底，公司合并口径取得银行授信 77.84 亿元，其中未使用额度 53.00 亿元，间接融资渠道畅通。公司为上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2017 年 3 月底，公司不存在对外担保涉案金额重大的未决诉讼。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1044030500578740C），截至2017年6月7日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

总体来看，公司主要产品市场份额领先，跟踪期内收入规模保持增长，盈利能力强，债务负担可控，总体偿债能力较强。

十一、存续期内债券偿还能力分析

公司“17 誉衡药业 MTN001”和“17 誉衡药业 MTN002”发行规模合计 10 亿元。2016 年，公司 EBITDA 为 11.31 亿元，对“17 誉衡药业 MTN001”和“17 誉衡药业 MTN002”的保障倍数为 1.31 倍。

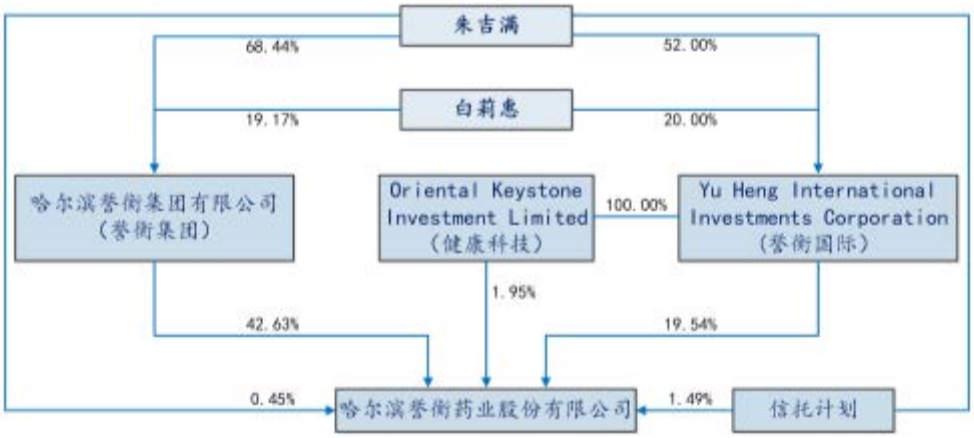
总体看，公司EBITDA对存续债券的保障能力较强。

十二、结论

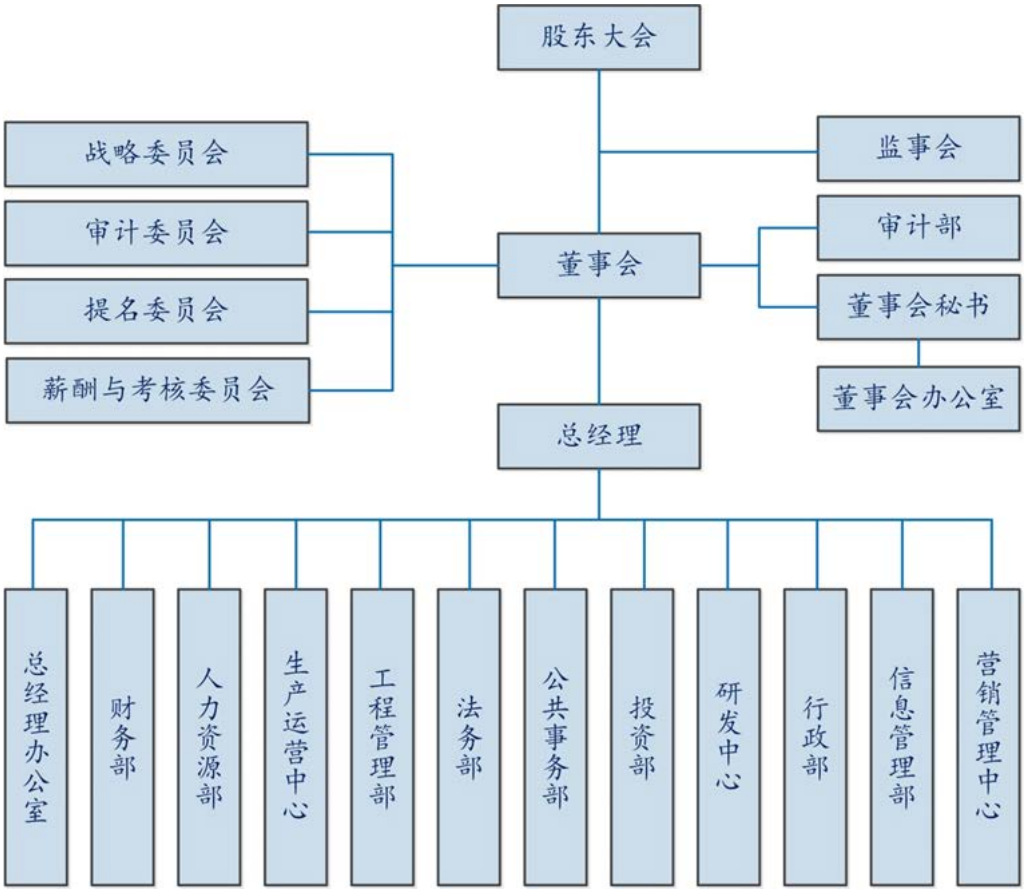
综合考虑，联合资信维持公司主体长期信

用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“17 誉衡药业 MTN001”和“17 誉衡药业 MTN002”AA 的信用等级。

附件 1-1　截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2017 年 3 月底公司组织结构图



附件2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	10.83	12.31	12.71	11.63
资产总额(亿元)	49.22	83.18	86.67	86.80
所有者权益(亿元)	31.02	34.73	40.47	41.61
短期债务(亿元)	7.90	17.91	17.61	18.43
长期债务(亿元)	--	3.00	9.73	16.64
全部债务(亿元)	7.90	20.91	27.34	35.07
营业收入(亿元)	19.06	26.81	29.84	6.00
利润总额(亿元)	5.48	8.26	8.58	1.45
EBITDA(亿元)	6.79	10.65	11.31	--
经营性净现金流(亿元)	6.74	7.02	10.40	0.39
财务指标				
销售债权周转次数(次)	15.26	21.08	15.80	--
存货周转次数(次)	4.97	4.48	4.50	--
总资产周转次数(次)	0.48	0.40	0.35	--
现金收入比(%)	124.69	114.87	114.51	103.33
营业利润率(%)	61.62	61.76	56.85	56.97
总资本收益率(%)	12.41	14.18	12.35	--
净资产收益率(%)	14.69	20.19	18.00	--
长期债务资本化比率(%)	--	7.95	19.38	28.57
全部债务资本化比率(%)	20.30	37.58	40.32	45.73
资产负债率(%)	36.98	58.25	53.31	52.06
流动比率(%)	106.60	51.56	57.17	71.31
速动比率(%)	95.24	44.63	49.46	60.89
经营现金流动负债比(%)	46.83	17.54	29.56	--
EBITDA 利息倍数(倍)	24.71	12.14	10.38	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.16	1.96	2.42	--

注：1. 公司2017年一季度财务数据未经审计；
2. 一年内到期的非流动负债未纳入短期债务及相关指标核算。

附件 3　主要财务指标的计算公式

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%

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+一年内到期的非流动负债+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。