信用等级公告

联合[2018] 1936 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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，“17 誉衡药业 MTN001”和“17 誉衡药业 MTN002”的信用等级为 AA，并将其列入信用评级观察名单。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十五日

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
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	列入信用评级观察名单
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 誉衡药业 MTN001	5 亿元	2020/01/20	AA	AA
*17 誉衡药业 MTN002[1]	5 亿元	2022/02/28	AA	AA

跟踪评级时间：2018 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	12.31	12.71	9.81	10.03
资产总额(亿元)	83.18	86.67	90.64	93.32
所有者权益(亿元)	34.73	40.47	42.53	43.37
短期债务(亿元)	17.91	17.61	21.28	21.95
长期债务(亿元)	3.00	9.73	14.56	14.50
全部债务(亿元)	20.91	27.34	35.84	36.45
营业收入(亿元)	26.81	29.84	30.42	12.00
利润总额(亿元)	8.26	8.58	3.71	1.11
EBITDA(亿元)	10.65	11.31	7.21	--
经营性净现金流(亿元)	7.02	10.40	6.52	1.16
营业利润率(%)	61.76	56.85	68.72	71.03
净资产收益率(%)	20.19	18.00	7.18	--
资产负债率(%)	58.25	53.31	53.08	53.52
全部债务资本化比率(%)	37.55	40.32	45.73	45.66
流动比率(%)	51.56	57.17	62.01	64.80
经营现金流动负债比(%)	17.54	29.56	19.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.96	2.42	4.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.14	10.38	4.32	--

注：1. 2018 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　魏铭江　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

[1] “17 誉衡药业 MTN002”的存续期为 5（3+2）年。

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。公司产品较为丰富，涵盖心脑血管类、骨科类、内分泌类、抗肿瘤类等多个治疗领域，主要产品磷酸肌酸钠、安脑丸/片、鹿瓜多肽、葡萄糖酸钙锌溶液、氯化钾片等市场占有率较高；此外，公司正积极推进战略转型，加大在慢病和生物药领域的投入。跟踪期内，国家医保目录调整、药品招标限价、“两票制”政策逐步落地，公司整体经营情况承压；2017 年公司主要产品鹿瓜多肽、银杏达莫注射液等销量下滑，产品出厂价的提升一定程度抵消了销量下滑的负面影响，销售模式的改变使得销售费用大幅攀升，利润水平大幅下降；债务规模增长较快，公司短期偿债压力加大。

同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到：（1）截至 2018 年 6 月 8 日，控股股东哈尔滨誉衡集团有限公司（以下简称“誉衡集团”）持有公司股权的质押比例达 99.96%，2018 年以来，誉衡集团持有的公司股权出现被动减持及质权人申请司法冻结；（2）2018 年 2 月 22 日，公司公告拟出售山西普德药业有限公司（以下简称“普德药业”）等三家核心子公司；（3）2018 年 6 月 11 日，公司公告拟以现金及股权的方式收购合肥天麦生物科技发展有限公司。上述资产出售及收购事项具有不确定性，涉及金额较大，可能对公司经营、财务带来较大影响。联合资信将密切关注公司资产出售及并购事项、控股股东股权质押及冻结情况的最新进展。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“17誉衡药业MTN001”和“17誉衡药业MTN002”的信用等级为AA，并将其列入信用评级观察名单。

优势

1. 公司主要从事医药及保健产品研发、生产和

销售，产品线较为丰富，涵盖骨骼肌肉领域、糖尿病领域、心脑血管领域、维生素及矿物质补充剂、电解质领域等多个产品集群。

2. 作为公司在慢病领域方面的主导产品，2017年葡萄糖酸钙锌和氯吡格雷销量分别同比增长20.85%和32.87%，已成为支撑公司收入的重要组成部分。
3. 跟踪期内，公司加大对生物药领域的投入，PD-1 单抗产品 GLS-010 注射液的研发投入，该药品已完成 Ia 期临床研究工作，同时启动了多项 Ib/II 期临床拓展研究，包括关键性上市研究，若未来顺利获批上市，将可能成为公司新的收入和利润增长点。

关注

1. 跟踪期内，国家医保目录调整、药品招标限价、“两票制”政策逐步落地，公司整体经营情况承压，大部分产品销量下滑明显。
2. 跟踪期内，公司销售模式的改变使得销售费用大幅攀升，整体利润水平大幅下降；且公司有息债务规模增长较快，短期偿债压力加大。
3. 公司频繁实施高溢价收购形成较大规模的商誉（2017年底公司商誉36.41亿元，占资产总额的40.17%，其中收购普德药业形成商誉16.39亿元）；2017年，普德药业未完成业绩承诺，公司计提商誉减值准备0.44亿元，若未来公司所并购企业经营业绩不及预期，公司仍面临商誉减值风险。
4. 截至2018年6月8日，控股股东誉衡集团对公司股权的质押比率达99.96%，2018年以来誉衡集团持有的公司股份出现被动减持及质权人申请司法冻结，公司存在实际控制人变更的风险。
5. 2018年2月22日，公司公告拟出售全资子公司上海华拓医药科技发展有限公司、西藏誉衡阳光医药有限责任公司及山西普德药业有限公司100%股权；2017年度，上述三家子公司所有者权益合计数和营业收入合计数分别占公司所有者权益的37.43%和57.35%，若出售成功，公司权益和收入规模可能面临大幅下降。
6. 2018年6月11日，公司公告拟通过支付现金及发行股份的方式收购合肥天麦生物科技发展有限公司不低于35%的可转让无负担股权，预计交易对价不低于40亿元人民币；该公司目前仅有一个产品获得生产批件，尚未有产品正式生产销售，未来经营情况存在一定不确定性；此外，本次收购对价较高，若现金支付比例较大，可能进一步推高公司有息债务规模。

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

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于哈尔滨誉衡药业股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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）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 2018 年 6 月 8 日，注册资本为 219812.30 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 42.47%的股权（股权质押比例为 99.96%），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 2018 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 2017 年底，公司资产总额 90.64 亿元，所有者权益合计 42.53 亿元（含少数股东权益 0.79 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 30.42 亿元，利润总额 3.71 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 93.32 亿元，所有者权益 43.37 亿元（含少数股东权益 0.73 亿元）；2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 12.00 亿元，利润总额 1.11 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表1所示，所有存续期债券均已按照募集资金用途使用完毕，且均正常付息。

其中“17誉衡药业MTN002”的存续期为5（3+2）年，附第3年末公司利率选择权及投资人回售选择权，具体而言：“17誉衡药业MTN002”票面利率在存续期内前3年固定不变，在存续期的第3年末，公司可选择调整票面利率，第4年及第5年票面年利率为存续期前3年票面年利率加公司调整的基点，在存续期后2年固定不变；在公司作出关于是否调整本期中期票据票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权在回售登记期内进行登记，将持有的本期中期票据按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有本期中期票据。

表1 公司存续债券情况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17誉衡药业MTN001	5.00	5.00	2017/1/20	2020/1/20
17誉衡药业MTN002	5.00	5.00	2017/2/28	2022/2/28
合计	**10.00**	**10.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

注："17誉衡药业MTN002"的存续期为5（3+2）年。

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具"削峰填谷"，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，

居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、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。

据国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）发布的《2017 年医药产业经济运行分析》，2017 年中国规模以上医药企业实现主营业务收入 29826.0 亿元，同比提高 2.3 个百分点，全年利润总额 3519.7 亿元，同比增长 16.6%。

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段，医保控费对行业增长的边际冲击已有所减缓，在需求端的

刺激下，2016 年起行业开始企稳回升；但从各子行业增速波动情况来看，行业开始表现出由总量增长向结构性增长转变，行业分化趋势愈加明显。

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）

	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	利润总额	收入	利润总额	收入	利润总额
化学药品原料药制造	4614.21	351.03	5034. 90	445. 25	4991.7	436.1
化学药品制剂制造	6816.04	816.86	7534. 70	950. 49	8340.6	1170.3
中药饮片加工	1699.94	123.9	1956. 36	138. 27	2165.3	153.4
中成药制造	6167.39	668.48	6697. 05	736. 28	5735.8	707.2
生物药品制造	3164.16	386.53	3350. 17	420. 10	3311.0	499.0
卫生材料及医药用品制造	1858.94	169.86	2124. 61	191. 75	2266.8	213.9
制药专用设备制造	182.02	19.00	172. 60	15. 80	186.7	14.7
医疗仪器设备及器械制造	2382.49	232.56	2765. 47	318. 49	2828.1	325.1
医药工业	**26885.19**	**2768.23**	**29635. 86**	**3216. 43**	**29826.0**	**3519.7**

资料来源：工信部

注：2016 年数据来自国家工信部网站，2017 年数据来自国家发改委网站，2017 年同比变化数据与 2016 年数据不符。

2.　医药商业概况

中国城镇化、人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革的深入，释放了国内的医疗及药品需求量，中国药品流通行业销售额自 2006 年以来快速增长。2010 年以来，中国药品流通行业步入稳定增长期，近年来新医改政策的全面推行使行业竞争压力进一步加大。

根据商务部发布的《2017 年药品流通行业运行统计分析报告》，2017 年药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回落，全国七大类医药商品销售总额 20016 亿元，扣除不可比因素同比增长 8.4%，增速同比下降 2.0 个百分点。其中，药品零售市场 4003 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.0%，增速同比回落 0.5 个百分点。

药品批发企业销售增长有所放缓。2017 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 14620 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.0%，增速同比下降 2.6 个百分点；利润总额 363 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.9%，增速与上年持平；平均毛利率 7.2%，同比上升 0.2 个百分点；平均费用率 6.1%，同比上升 0.9 个百分点；平均利润率 1.7%，同比下降 0.1 个百分点；净利润率 1.5%，与上年基本持平。2017 年，前 100 位药品批发企业主营业务收入同比增长 8.4%，增速下降 5.6 个百分点。其中，4 家全国龙头企业主营业务收入同比增长 9.3%，增速下降 2.9 个百分点。

从市场占有率看，药品批发企业集中度略有下降。2017 年，药品批发企业主营业务收入前 100 位占同期全国医药市场总规模的 70.0%，同比下降 0.2 个百分点。其中 4 家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场规模的 37.6%，同比上升 0.2 个百分点。

按销售渠道分类，2017 年对生产企业销售额 107 亿元，占销售总额的 0.5%，同比上升 0.2 个百分点；对批发企业销售额 7227 亿元，占销售总额的 36.1%，同比下降 4.8 个百分点；对终端销售额 12682 亿元，占销售总额的 63.4%，同比上升 4.6 个百分点。其中，对医疗机构销售额 8766 亿元，占终端销售额的 69.1%，同比下降 1.9 个百分点；对零售终端和居民零售销售额 3916 亿元，占终端销售额的 30.9%，同比上升 1.9 个百分点。

总体看，随着新医改政策的全面推行，药品流通行业竞争压力进一步加大。“两票制”（指国家为优化药品购销秩序，压缩流通环节，在全国所有省份陆续推行的“生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次

发票”的医药流通体制）政策实施迫使末端分销企业短期内直接向药品生产企业采购，造成大型分销企业对中小分销企业销售下降；医保控费、药占比限制等政策实施推动药品招标价格和用量持续下降，造成分销企业对医疗终端销售下降；加上大型企业销售渠道整合及业态结构调整尚未完成，最终导致其销售增速放缓。在此背景下，大型药品批发企业也在通过兼并重组的外延式增长和积极开发终端市场的内生式增长方式，不断增强自身分销业务能力。

3. 行业政策

医改是影响整个医药行业的关键因素。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，医药制造行业政策导向可分为生产端的去产能和消费端的调结构两大类，品种储备、资金实力、研发能力将对企业信用水平产生重要影响。

表 3　2016 年以来医药行业主要政策汇总

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。
2017 年 4 月	国务院办公厅	《关于全面推开公立医药综合改革工作的通知》	涉及三医联动、医疗控费、取消药品加成、支付方式改革等，其中要求2017年9月30日前所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外）	破除“以药养医”，落实政府的领导责任、保障责任、管理责任、监督责任，充分发挥市场机制作用，提高医疗服务质量和效率，更好地解决群众看病就医问题；药房成为公立医院成本科室，处方药外流或为DTP药房带来发展机遇

2017年10月	中共中央办公厅和国务院办公厅	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品医疗器械创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力加强组织实施6部分共36项改革措施	有利于推进医药产业供给侧结构性改革，提高中国药品医疗器械质量和国际竞争力
2017年12月	CFDA	《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》	明确了优先审评审批的范围（艾滋病、肺结核、病毒性肝炎、罕见病、恶性肿瘤、儿童用药品、老年人特有和多发的疾病）、程序、工作要求	有利于加强药品注册管理，解决药品注册申请积压的矛盾，同时将加快具有临床价值的新药和临床急需仿制药的研发上市
2017年12月	国务院办公厅	《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》	力争用5至10年左右时间基本完成已上市注射剂再评价工作，通过再评价的，享受化学仿制药口服固体制剂质量和疗效一致性评价的相关政策	有利于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，未来医药企业间竞争力分化将愈加明显
2018年4月	国务院	《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	对促进仿制药研发，提升仿制药质量疗效和完善支持政策 3 个方面提出了 15 项具体指导要求	明确了一致性评价政策的后续鼓励措施方向，对推进一致性评价工作具有重要意义，医药企业间竞争力分化将愈加明显

资料来源：联合资信整理

4. 行业关注

（1）行业集中度低，兼并重组步伐加快

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，市场较为分散。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右（不包含医药综合类企业），与全球医药巨头 400～500 亿美元的业绩相比差距甚远。此外，中国医药生产企业数量众多，品种雷同现象普遍，部分产品产能过剩。医药制造行业也面临“去产能”和“调结构”，随着环保监管趋严、一致性评价等政策调控，行业内资源不断向优势企业集中。为实现规模化生产、获得优势品种、拓宽销售网络，整合并购将成为提高行业集中度的重要手段，预计未来行业集中度将不断提高。与此同时，企业在兼并重组过程中存在一定整合风险和商誉减值风险，一旦整合不达预期，较易发生计提商誉减值情形。

（2）一致性评价成为工作重点，政策红利加速企业竞争力分化

《关于落实〈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〉有关事项的公告》要求，2018 年底前须完成仿制药一致性评价品种共 289 个。截至 2018 年 4 月底，共有 17 个品种（29 个品规）通过一致性评价，其中 289 品种仅有 8 个（10 个品规）。可见为了抢占市场，不少企业将重点放在了 289 品种外，但对于市场容量大、竞争对手少的 289 品种，各企业仍需竞速闯关。

2018 年 4 月 3 日，国务院办公厅印发《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》（以下简称“《意见》”），主要内容有：促进仿制药研发，重点解决高质量仿制药紧缺问题；突出问题导向，提升仿制药质量疗效；完善支持政策，推动高质量仿制药尽快进入临床使用。《意见》明确了一致性评价政策的后续鼓励措施方向，对推进一致性评价工作具有重要意义。对于一致性评价优先政策，各省市积极响应并落实，如上海在 2018 年 3 月将通过一致性评价而过去未在上海中标或挂网的品种采取直接挂网。

口服固体制剂的一致性评价尚未完成，CDE 于 2017 年 12 月发布了《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见

稿)》(以下简称“《征求意见稿》”)。相对于口服固体制剂而言，注射剂的覆盖范围更广，终端金额更大，涉及企业更多。《征求意见稿》虽未对开展范围、时间节点等作出详细说明，但可以预见，注射剂的一致性评价已经被提上日程。

总体看，仿制药一致性评价将成为近年医药制造企业工作的重点；同时，预计一致性评价品种的优惠政策将在各地逐步落实，企业间市场份额、盈利能力和整体竞争力的分化将愈加明显。

（3）药品降价

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，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。

5. 未来发展

总体看，未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求，同时，随着生产端去产能和消费端调结构的各项政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升。对于有新产品纳入新版医保目录的医药制造企业来说，销售增长可期；两票制、医药分家、阳光采购等医药流通领域的政策有可能传导至上游制造行业，为做大收入同时提高终端控制力度，医药综合类企业可能将加快医药流通业务的布局。从中期看，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。

六、重大事项

1. 收购普德药业及其业绩承诺实现情况

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”）等 5 名山西普德药业有限公司（以下简称“普德药业”）股东合计持有的普德药业 85.01%的股权，交易价格 238872.99 万元。2015 年 12 月，公司以 38672.46 万元收购普德药业剩余 14.99%股权，普德药业成为公司全资子公司。本次交易中，胡成伟、拉萨普华及西藏富思特承诺普德药业 2015 年度、2016 年度、2017 年度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，交易对方将按照相关约定对公司进行补偿。

2015 年和 2016 年，普德药业分别实现净利润 19543.89 万元和 21095.62 亿元，超过承诺净利润。2017 年，受两票制政策推进、国家医保目录调整等因素影响，普德药业逐步调整现

有销售渠道，降低渠道产品库存，部分产品销售量减少，2017 年度经审计的净利润为 19088.62 万元，低于业绩承诺。根据股权转让协议，公司将不再向拉萨普华、胡成伟、西藏富思特支付合计 3334.00 万元股权转让款[2]。同时公司对于收购普德药业形成的商誉 16.39 亿元计提商誉减值准备 0.44 亿元。

表4 普德药业业绩承诺实现情况（单位：万元、%）

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年度
承诺净利润	18909.00	20799.90	22879.89
实际完成净利润	19543.89	21095.62	19088.62

资料来源：公司提供

2. 重大资产重组

（1）拟出售三家子公司

2018 年 2 月 22 日，公司发布公告称，拟出售其全资子公司上海华拓医药科技发展有限公司（以下简称“上海华拓”）100%的股权、西藏誉衡阳光医药有限责任公司（以下简称“西藏阳光”）100%的股权及普德药业 100%股权至上海力鼎投资管理有限公司（以下简称“上海力鼎”）或其管理的基金。上海力鼎或其管理的基金拟以现金方式支付本次交易的对价，预计交易对价不超过 55 亿元人民币。

上海华拓为公司医药制造业务主要经营实体之一，主要产品为注射用磷酸肌酸钠；截至 2017 年底，上海华拓资产总额 8.91 亿元，所有者权益 4.37 亿元，2017 年实现营业收入 4.62 亿元，净利润 1.07 亿元。西藏阳光为公司从事医药代理和销售的子公司；截至 2017 年底，西藏阳光资产总额 10.14 亿元，所有者权益 1.16 亿元，2017 年实现营业收入 5.22 亿元，净利润 1.08 亿元。普德药业为公司 2015 年收购的医药制造业务主要经营实体之一，主要产品包括银杏达莫注射液、注射用 12 种复合维生素等；截至 2017 年底资产总额 13.49 亿元，所有者权益 10.38 亿元；2017 年实现营业收入 7.60 亿元，净利润 1.91 亿元。

以 2017 年度财务数据为基础，上述三家标的公司所有者权益合计占公司所有者权益的 37.43%，营业收入合计占公司营业收入的 57.35%。

截至本报告出具日，本次交易相关工作正在推进中，具体方案仍在进一步协商、确定和完善，公司尚未与交易对方签署正式协议，存在不确定性；若上述资产成功出售，公司权益和收入规模将可能受到很大影响。

（2）拟收购天麦生物

公司于 2018 年 6 月 11 日发布公告称，公司与合肥生命科技园投资开发有限公司（以下简称“交易对方”）签署了《重大资产重组意向性协议》（以下简称“《意向性协议》”），公司拟以现金支付及发行股份的方式收购合肥天麦生物科技发展有限公司（以下简称“天麦生物”）不低于 35%的可转让无负担股权，取得控制权，预计交易对价不低于 40 亿元人民币（最终受让的股权比例由双方另行协商并在后续签署正式股权转让协议中确定，天麦生物的整体估值及交易对价以具备证券从业资格的会计师以及评估师对天麦生物的审计、评估结果为基础，由双方另行协商并在后续签署正式股权转让协议中确定）。同时，交易对方向公司做出业绩承诺，在业绩承诺期（2018～2020 年）三个会计年度经审计交易标的净利润合计达到 180000 万元，如业绩承诺期内交易标的经审计后的累计净利润低于业绩承诺目标，交易对方需对公司进行业绩补偿。

天麦生物成立于 2007 年，从事胰岛素及胰岛素类似物的研发，已于 2018 年 4 月 28 日取得重组人胰岛素注射液生产批件，并布局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）、重组甘精胰岛素注射液、重组赖精胰岛素等产品，但目前尚未有产品正式投产。截至 2017 年底，天麦生物资产总额

[2]公司与胡成伟、拉萨普华、西藏富思特签署的《股权转让协议》约定，股权转让款分五期支付，在普德药业 2015 年度至 2017 年度每一年度审计报告后，如普德药业经审计的净利润数达到业绩承诺约定，则公司应在普德药业每一年度审计报告出具后的 30 日内向胡成伟、拉萨普华及西藏富思特支付第三期至第五期股权转让款，最高合计 10000.00 万元。

14.91 亿元，资产净额为 14.60 亿元；2017 年实现营业收入 144.49 万元。

联合资信关注到，本次收购事项与公司向慢病领域转型的战略相符，但天麦生物目前仅取得一个产品的生产批件，未来经营情况存在较大不确定性；且本次收购溢价很高，若公司现金支付比例较大，可能进一步推升有息债务规模。

3. 控股股东股权质押比率高，面临平仓风险

公司的控股股东誉衡集团对公司股权的质押比率高，2018 年以来，受股票市场下跌影响，公司股价波动较大，誉衡集团质押的部分公司股票因触及平仓线，出现被动减持及被质权人申请司法冻结的情况，公司股票多次停牌。

2018 年 2 月 7 日，公司实际控制人朱吉满先生通过云南国际信托有限公司－盛锦 16 号集合资金信托计划持有的 1414.01 万股出现被动减持。

2018 年 4 月 12 日，公司发布公告称，由于誉衡集团的股票质权人申请财产保全，使得实际控制人朱吉满先生所持公司 996.75 万股股票（占其直接持股比例 100.00%）以及誉衡集团所持公司 93712.50 万股股票（占其直接持股比例 100.00%）被湖北省武汉市江岸区人民法院冻结，冻结期限为 2018 年 4 月 10 日至 2021 年 4 月 9 日。2018 年 4 月 27 日，经与股票质权人武汉信用小额贷款股份有限公司（以下简称“武汉信用”）充分沟通、协商，誉衡集团与其达成民事调解，誉衡集团持有的 85076.48 万股股票解除冻结。

2018 年 6 月 8 日，誉衡集团质押给江海证券有限公司的股票出现被动减持，减持股数为 170.00 万股票。

2018 年 6 月 8 日，公司再次发布《关于实际控制人及控股股东股份被司法冻结的公告》称，由于股票质权人申请财产保全，誉衡集团所持公司 19766.81 万股股票（占其直接持股比例 21.14%）被上海市第一中级人民法院司法冻结，冻结期限为 2018 年 6 月 5 日至 2021 年 6 月 4 日。截至 2018 年 6 月 6 日，誉衡集团累计被司法冻结股份数为 28402.83 万股，占公司股份总数的 12.92%。

此外，誉衡集团曾就筹划引入战略投资者事项与中健投投资控股有限公司（以下简称“中健投”）进行磋商，中健投拟以预计高于人民币 39.40 亿元的对价受让誉衡集团持有的公司不低于 35%的股权，该事项可能导致公司实际控制权发生变更。但公司于 2018 年 6 月 12 日发布公告称该事项终止，原因为中健投内部决策流程耗时较长，相关方在短期内签署正式合同的难度较大。

截至本报告出具日，誉衡集团共持有公司 93352.50 万股股票，占公司总股本的 42.47%，质押比例 99.96%；誉衡集团的一致行动人 YU HENG INTERNATIONAL INVESTMENTS CORPORATION 和 ORIENTAL KEYSTONE INVESTMENT LIMITED 分别持有公司 42957.89 万股股票和 4290.46 万股股票，占公司总股本的 19.54%和 1.95%，质押比例分别为 99.65%和 99.99%。

根据公开披露的财务数据，截至 2016 年底，誉衡集团资产总额 143.79 亿元，所有者权益 41.65 亿元（含少数股东权益 23.57 亿元）；2016 年誉衡集团实现营业收入 29.84 亿元，利润总额 6.89 亿元。截至 2017 年 9 月底，誉衡集团资产总额 291.03 亿元，所有者权益 95.63 亿元（含少数股东权益 80.08 亿元）；2017 年 1～9 月，誉衡集团实现营业收入 36.16 亿元，利润总额 0.45 亿元。

总体看，誉衡集团财务杠杆水平高，股权质押比例高，日后可能再次出现被动减持风险，公司存在实际控制人变更的风险。

七、基础素质分析

1. 产权情况

截至2018年6月8日，公司注册资本21.98亿

元，誉衡集团为公司第一大股东，持股比例为42.47%，其中99.96%已质押，质押比例很高；公司实际控制人为朱吉满、白莉惠，二人为夫妻关系。

2. 企业规模和竞争力

近年来，公司通过产品引进、投资并购、合作开发等多种方式丰富产品线，并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。跟踪期内，公司进一步明确将生物药和慢病作为战略布局重点，集中资源加快生物药、慢病领域布局。2017 年，公司研发投入 1.48 亿元，占营业收入的比重为 4.88%。

目前，公司拥有骨骼肌肉领域（鹿瓜多肽注射液、玻璃酸钠注射液）、糖尿病领域（重组人胰岛素注射液）、心脑血管领域（注射用磷酸肌酸钠、安脑丸/片、硫酸氢氯吡格雷片、奥美沙坦酯片）、维生素及矿物质补充剂（葡萄糖酸钙锌口服溶液、注射用 12 种复合维生素）、电解质领域（氯化钾缓释片、注射用门冬氨酸钾镁）等多个产品集群。生物药方面，跟踪期内，公司加强对 PD-1 单抗产品 GLS-010 注射液的研发投入，陆续开展了生产工艺的优化、表征、验证等相关工作，并已成功完成两批 GMP 条件下的放大生产，工艺稳定，产品质量优异；该药已完成 Ia 期临床研究工作，目前已启动多项 Ib/II 期临床拓展研究，包括关键性上市研究工作。

总体看，公司逐渐调整产品结构，明确将生物药和慢病作为战略布局重点，具有一定规模优势。

八、管理分析

跟踪期内，公司高层管理人员、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

九、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司受“两票制”、医保目录调整等政策影响，部分产品销售收入和利润下滑，整体经营承压。2017年，公司实现营业收入30.42亿元，同比变动不大。医药制造业务仍是公司最主要收入构成部分，2017年该板块实现营业收入24.09亿元，同比增长 4.58%，占营业收入的比重为79.20%；医药代理业务实现营业收入5.89亿元，与上年基本持平，占营业收入的比重为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），计入其他业务板块，对公司整体收入贡献很小。

“两票制”影响下，由于减少了药品中间流通环节，公司自产产品出厂价提高，同时医药代理业务的角色发生转变，毛利率较高的推广服务收入占比提升。综合影响下，2017年公司医药制造和医药代理板块毛利率分别同比提升13.05个百分点和12.15个百分点，并带动公司综合毛利率上升至70.57%。

表 5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016年		2017年		2018年1-3月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
医药制造	230365.28	62.59	240906.87	75.64	95933.50	85.17
医药代理	57849.72	40.06	58992.58	52.21	22850.06	22.09
其他业务	10157.81	75.16	4288.90	38.62	1166.73	29.98
合计	**298372.81**	**58.65**	**304188.34**	**70.57**	**119950.30**	**72.62**

资料来源：公司提供

2018年1～3月，公司实现营业收入12.00亿元，同比增长99.94%。其中，医药制造板块和

医药代理板块分别实现营业收入9.59亿元和2.29亿元，分别同比增长104.10%和108.30%。同期，公司综合毛利率进一步提升至72.62%。

总体看，跟踪期内公司经营业绩受“两票制”和医保目录调整影响较大，产品出厂价格上升一定程度弥补了销售量下滑带来的负面影响；毛利率虽有所提升，但综合考虑费用支出规模（2017年公司销售费用同比增长308.91%至10.65亿元），公司利润水平大幅下滑。

2. 医药制造

（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。2017年，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71.67%和24.17%。

公司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，2017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37.06%，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6 2017年公司前5大供应商情况（单位：万元、%）

供应商名称	采购金额	占采购总额比重
供应商一	11103.76	15.36
供应商二	6518.52	9.02
供应商三	4044.35	5.60
供应商四	3083.64	4.27
供应商五	2033.99	2.81
合 计	**26784.26**	**37.06**

资料来源：公司提供

（2）产品生产

跟踪期内，公司依然实行以销定产的生产模式。受销量下滑的影响，公司主要产品的产能利用率有不同幅度的下降。2017年，银杏达莫注射液受医保目录调整影响销量下滑，公司相应调整生产计划，将生产线用于其他产品生产，产能减少的同时产能利用率有所提高。葡萄糖酸钙锌市场占有率高，近年来销量获得较快增长，2017年产能利用率达98.60%。

表7 公司主要自产产品产能利用率情况

项目	2016年		2017年		2018年1-3月	
	产能	产能利用率（%）	产能	产能利用率（%）	产能	产能利用率（%）
鹿瓜多肽（万支）	4700.00	81.87	4500.00	60.71	1125.00	72.98
安脑丸（万丸）	7425.00	57.54	6297.50	41.65	2385.00	51.53
安脑片（万片）	10160.00	90.82	9000.00	45.31	2160.00	64.63
磷酸肌酸钠（万克）	2592.00	45.45	2592.00	36.49	648.00	18.34
银杏达莫注射液（万支）	8840.00	55.53	4720.00	79.11	1170.00	-
葡萄糖酸钙锌（万支）	60000.00	90.42	88800.00	98.60	15784.61	98.20
头孢米诺钠（万支）	1200.00	55.16	1200.00	48.73	300.00	36.99

资料来源：公司提供
注：1.公司部分产品可共线生产，故产能存在变动；2. 银杏达莫注射液 2018 年一季度清理库存，未生产。

（3）产品销售

跟踪期内，医药流通行业“两票制”政策对公司自产产品的销售产生重大影响。

公司原销售模式主要为代理模式，即公司将药品发运到代理经销商，经销商再销售给医药商业企业，使药品进入医院，整个过程需开具多次发票。“两票制”执行后，公司将药品直接销售给医药商业企业，再由医药商业企业配送至终端，整个过程开具两次发票。“两票制”减少了药品流通的中间环节，原代理经销商角色转变为推广服务商。

公司向推广服务商支付市场费用，财务报表中体现为“销售费用”。公司与推广服务公司签订的推广服务协议约定：推广服务公司按照

公司统一要求，完成协议产品在协议区域的部分商务管理、市场推广和招投标事务服务；服务推广公司需在签订推广服务协议时向公司提供年度推广计划及费用预算，并获公司认可；服务推广公司于每月最后一个工作日前，向公司提交合作产品下月或下季度市场推广、组织管理服务工作计划及费用预算，公司进行书面确认；次月服务推广公司向公司提交上月市场推广、组织管理服务工作总结报告及服务费结算单，公司对总结报告、结算单进行确认；公司每期末根据推广服务协议、推广公司推广计划、服务费结算单等按照企业会计准则的相关规定及公司相关会计政策要求对本期市场推广费用进行确认和计量，财务报表中体现为销售费用。

面对行业政策的变化，公司进行了销售模式和销售策略的调整：①将现有销售渠道向国药控股、华润医药等优质医药商业企业归拢；②对代理商（推广服务商）的结构进行梳理和优化，推动代理商转型为推广服务商，借助推广服务商搭建地级市、县级市及基层销售网络，实现业务下沉；③成立中央市场部，对所有产品逐个进行梳理，统一进行市场策划，加强专业化的学术推广，提升企业的产品品牌知名度；④在销售模式转变的过程中，原经销商非“两票制”的库存需要陆续消化，导致公司产品2017年（尤其是下半年）发货大幅下降。

总体看，“两票制”的实行对公司销售产生很大影响。一方面，由于“两票制”取消了医药流通的中间环节，原中间环节中有代理商承担的市场费用转而由公司承担，致使公司药品的出厂价格在目前招标限价的大背景下仍有较大幅度的提高，但在消化库存的过程中销量有所下降；另一方面，公司加大了市场推广力度，销售费用相应增长。

表 8　公司主要自产产品销售情况

项目	销量					产销率（%）		
	2016 年	2017 年	同比变动率（%）	2018 年 1-3 月	同比变动率（%）	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
鹿瓜多肽（万支）	3797.60	3131.94	-17.53	678.33	-15.75	98.69	114.65	82.62
安脑丸（万丸）	3804.00	1561.43	-58.95	544.00	-7.33	89.04	59.53	44.26
安脑片（万片）	8067.00	4385.87	-45.63	1419.00	78.27	87.43	107.55	101.65
磷酸肌酸钠（万克）	1285.00	747.81	-41.80	183.91	46.40	109.08	79.06	154.77
银杏达莫注射液（万支）	5317.91	2924.96	-45.00	282.52	-72.64	108.33	78.33	--
葡萄糖酸钙锌（万支）	62958.69	76084.93	20.85	16756.82	2.12	116.04	86.90	108.11
头孢米诺钠（万支）	536.46	570.80	6.40	169.08	8.86	81.05	97.61	152.37

资料来源：公司提供

表9　公司主要自产产品销售收入（单位：万元、%）

产品名称	剂型	2016 年	2017 年	同比变动率	2018 年 1-3 月	同比变动率
鹿瓜多肽	2ml、4ml	35058.65	47785.06	36.30	16315.19	119.40
安脑丸/安脑片	2 丸、4 丸、6 丸、8 片、12 片、24 片	16614.83	16945.43	1.99	7830.04	272.03
磷酸肌酸钠	0.5g、1.0g	59306.11	41292.18	-30.37	12642.82	393.39
银杏达莫注射液	5ml、10ml	13357.95	10800.57	-19.15	2692.61	2.63
葡萄糖酸钙锌	6 支、12 支、18 支、24 支	20785.87	27464.23	32.13	6566.92	20.37
头孢米诺钠	0.5g	7268.78	9904.85	36.27	5617.44	178.62

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。

综合上述因素，公司产品销量和销售收入变动趋势存在不一致的情况，如鹿瓜多肽、安脑丸/安脑片；而部分产品受招标进展、医保目录调整的影响，销量和销售收入均呈现较大下滑。由于部分省份未中标，磷酸肌酸钠2017年的销量和销售收入分别同比下降41.80%和30.37%，但对公司收入贡献仍较为明显；根据国家《新版医保目录》，银杏达莫注射液规定为“限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性心脑血管疾病急性期患者”，适用范围的调整导致其2017年的销量和销售收入大幅下降。

跟踪期内，葡萄糖酸钙锌的销售增长明显。该产品是公司在慢病领域方面的主导产品，也是近期主推品种，其主治功能为因缺钙、锌引起的疾病，包括小儿生长发育迟缓、骨发育不全，妊娠、哺乳或绝经期妇女钙的补充，骨质疏松等。受益于OTC市场较快增长，该产品2017年销量同比增长20.85%，已成为支撑公司收入的重要组成部分。

2018年一季度，公司自产产品销量和销售收入的变动不一，但销售收入整体增幅明显。

“两票制”使公司销售客户及结算对象发生了变化，原以代理商为主，现以医药商业企业，客户集中度相应下降。2017年，公司前五名客户销售额合计占营业收入的比重为16.38%。

表10　2016年和2017年公司前5大客户销售占比

客户名称	2016 年（%）	2017 年（%）
客户一	9.96	7.18
客户二	6.76	2.50
客户三	5.78	2.41
客户四	3.26	2.41
客户五	2.63	1.89
合计	**28.39**	**16.38**

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内公司整体产销情况受行业政策影响明显，2018年以来，鹿瓜多肽的医保限制在北京等四个省份解除，安脑丸/安脑片的医保限制在湖北等三个省份解除，未来公司产品销量有望回升。联合资信将持续关注公司销售渠道调整和招投标进展对经营业绩的影响。

3.　医药代理

2017年，“两票制”在全国逐步落地，实施省区由2016年底的3个省区逐步扩大到2017年底的23个省区，公司的医药代理业务随之发生转型，定位转变为为合作产品的生产企业做好推广服务工作，如上市初的市场准入、专业的学术定位、推广策略制定、产品的市场推广以及终端的各项业务对接等；营业收入也相应由过去代理品种的产品销售收入转变为代理品种的推广服务收入。

2017年，公司医药代理业务从上游生产企业取得的推广服务收入为1.17亿元，占该板块收入的19.83%，占比较低，其余仍为销售代理产品产生的收入，预计未来推广服务收入占比将大幅提升。此外，推广服务业务收入的增加拉动该板块毛利率提升至2017年的52.21%。

公司与大部分供货商签订的是独家代理协议。截至2017年底，公司代理品种共10个，主要代理产品有胰岛素注射液、DNA（脱氧核苷酸钠注射液）、哌拉西林舒巴坦钠、氯吡格雷片等。受业务模式转变影响，2017年公司医药代理业务销售收入整体有所下降，但公司所代理的乐普药业股份有限公司生产的氯吡格雷已进入成长期，2017年实现销售收入2.08亿元，同比增长32.87%。

总体看，“两票制”的实施促使公司医药代理业务模式发生转变，联合资信将持续关注该业务的经营状况。

表11　公司医药代理产品销售收入情况（单位：万元、%）

产品名称	代理合同期	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
氯吡格雷	2013/1/1-2022/6/30	15657.84	20804.72	5446.24

DNA(脱氧核苷酸钠)	2016/1/1-2018/12/31	14935.21	5995.12	366.46
氯化钾缓释片	2015.1.1-2019.12.30	5548.24	2235.68	-
哌拉西林钠舒巴坦钠	2017/1/1-2019/12/31	5696.61	1696.62	9.46
胰岛素注射液	2016/1/1-2025/12/31	8255.07	6952.69	1462.08

资料来源：公司提供

注：1. 上表中2017年销售收入不包含推广服务收入；2. 公司于2017年7月取得GMP证书开始进行氯化钾缓释片的生产，故2018年未产生该产品的代理收入。

4. 经营效率

2017 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 8.81 次、2.42 次和 0.34 次。总体看，公司整体经营效率一般。

5. 未来发展

在医药行业深刻变革的背景下，公司将持续推进战略转型，逐步剥离/出售部分与战略方向不匹配的传统制药业务，加大在生物药、慢病领域的布局。同时，推动业务向终端靠拢，促进战略合作伙伴间的深度合作，拓展新的业务模式。

十、财务分析

公司提供了 2017 年合并财务报表，上会会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；2018 年一季度财务报表未经审计。

合并范围变动方面，2017 年公司合并范围新增 5 家子公司，其中誉衡（北京）投资有限公司为新设二级子公司；减少 1 家子公司，海南华拓天涯制药有限公司。2018 年一季度，公司合并范围未发生变化。总体看，跟踪期内公司合并范围变动不大，财务数据可比性强。

截至 2017 年底，公司资产总额 90.64 亿元，所有者权益合计 42.53 亿元（含少数股东权益 0.79 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 30.42 亿元，利润总额 3.71 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 93.32 亿元，所有者权益 43.37 亿元（含少数股东权益 0.73 亿元）；2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 12.00 亿元，利润总额 1.11 亿元。

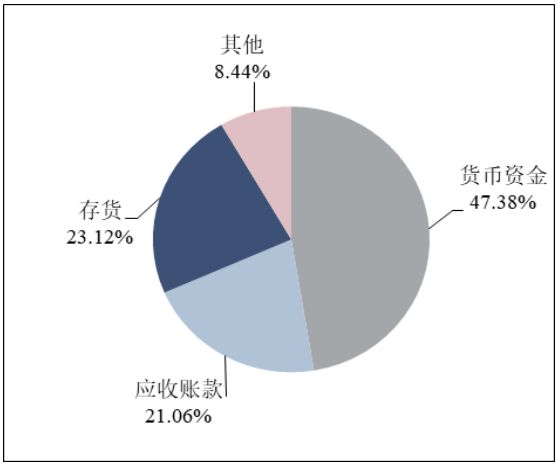
1. 资产质量

跟踪期内，随着经营业务的发展，公司资产总额持续增长。截至2017年底，公司资产总额为90.64亿元，同比增长4.59%，其中流动资产和非流动资产比重分别为22.39%和77.61%，公司资产结构以非流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产 20.30 亿元，同比变化不大。从构成来看，主要由货币资金、应收账款和存货等构成。

图 1 截至 2017 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 2017 年底，公司货币资金 9.62 亿元，同比下降 19.97%；从构成看，主要为银行存款（占 70.83%）和其他货币资金（占 29.16%）。其中其他货币资金为贷款保证金和银行承兑汇报保证金，使用受限。

“两票制”模式下，公司销售客户及结算对象发生改变，公司给予部分客户一定的信用额度和信用期限，导致 2017 年底公司应收账款同比大幅增长 145.01%至 4.28 亿元。公司综合计提坏账准备 216.18 万元，计提比例低。从账

龄来看，公司一年以内的应收账款占 99.93%，账龄短；按欠款方归集的应收账款前五名客户余额合计 1.14 亿元，占 26.46%，集中度较上年明显下降。

受“两票制”政策影响，公司调整销售渠道，降低渠道库存，导致部分产品销售量下降，库存量增加。截至 2017 年底，公司存货账面价值 4.69 亿元，同比大幅增长 73.01%；从构成来看，库存商品占 39.07%、原材料占 31.52%、在产品占 25.77%，其余有小部分低值易耗品及包装物和在途物资。公司对存货计提跌价准备 0.09 亿元，主要是对库存商品和原材料的计提。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产 70.34 亿元，同比增长 5.71%，主要由固定资产（占 25.22%）、商誉（占 51.76%）和无形资产（占 8.71%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 2.40 亿元，同比变动不大，主要包括对 Proteus Digital Health, Inc.的投资为 1.63 亿元，其余投资较为分散。

截至 2017 年底，公司长期股权投资为 2.77 亿元，同比增长 17.34%，其中对上海誉瀚股权投资基金合伙企业（有限合伙）和上海赛领博达科尔投资合伙企业(有限合伙)分别投资 1.07 亿元和 1.03 亿元。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 17.74 亿元，同比变动不大。从构成来看，主要由房屋、建筑物（占 73.82%）和机械设备（占 24.09%）构成；固定资产累计折旧 6.79 亿元，计提减值准备 0.15 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 0.79 亿元。

截至 2017 年底，公司无形资产 6.13 亿元，同比增长 44.92%，主要系购买广州迈特兴华制药厂有限公司氯化钾缓释片制药技术所致。从构成来看，公司无形资产主要由专利权（占 34.78%）、非专利技术（占 36.85%）和土地使用权（占 20.94%）等构成；无形资产累计摊销 2.66 亿元，未计提减值准备。

近年来公司通过并购拓展业务规模的过程中形成大额商誉。截至 2017 年底，公司商誉为 36.41 亿元，同比变动不大，重要收购事项及形成商誉见表 11。截至 2017 年底，公司累计计提商誉减值准备 0.76 亿元，其中对普德药业计提减值准备 0.44 亿元，对广州市穗启生物科技有限公司集团减值准备 0.32 亿元。

表 12　截至 2017 年底公司商誉构成情况(单位：亿元)

被投资单位名称	股权取得成本	股权取得比例	商誉	减值准备
澳诺制药	4.20	100.00%	3.34	--
上海华拓	13.28	100.00%	9.45	--
南京万川	7.98	100.00%	7.05	--
普德药业	28.34	100.00%	16.39	0.44

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2017 年底，公司其他非流动资产 2.84 亿元，同比增长 82.48%；其中预付收购款 2.20 亿元，主要为公司支付的拟收购上海瑾呈信息科技（集团）有限公司 70%股权的转让保证金 2.00 亿元[3]。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 93.32 亿元，较 2017 年底变动不大，构成仍以非流动资产为主。“两票制”对公司的影响延续，截至 2018 年 3 月底，公司应收账款进一步增长至 5.69 亿元；存货亦较上年底小幅增长。

总体看，跟踪期内，公司资产规模较为稳定，仍以非流动资产为主；“两票制”政策使得公司销售模式发生变化，应收账款和存货相应增长，对资金占用明显；同时商誉规模大，未来仍存在减值风险。整体看，公司资产质量一般，资产流动性有所弱化。

2.　负债及所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 42.53 亿元，同比增长 5.09%；其中，股本占 51.69%、资本公积占 8.75%、未分配利润占 31.43%。截

[3] 该收购事项已于 2018 年 5 月 29 日终止，目前公司已收到退回保证金 0.20 亿元，其余 1.80 亿元在陆续回款中。

至 2018 年 3 月底，所有者权益 43.37 亿元，规模及占比较 2017 年底变化不大。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较高，考虑到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 2017 年底，公司负债总额为 48.12 亿元，同比增长 4.15%。其中，流动负债占 68.03%，占比较上年有所下降，公司负债仍以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债 32.73 亿元，主要由短期借款（占 64.49%）和其他应付款（占 19.72%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款 21.11 亿元，同比增长 20.62%。其中，保证借款 9.39 亿元、信用借款 11.00 亿元、质押借款 0.72 亿元。

截至 2017 年底，公司其他应付款 6.46 亿元，同比大幅增长 132.70%，主要系公司在“两票制”模式下应支付医药代理商的市场推广费大幅增加所致。

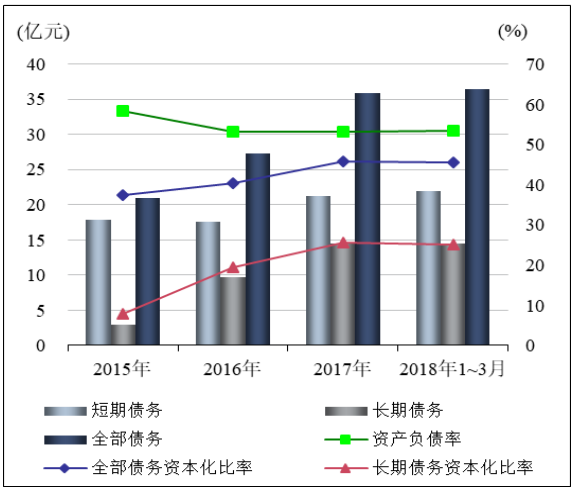
截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 0.04 亿元，同比大幅下降 99.60%，主要系对普德药业、上海华拓、南京万川原股东在一年以内的股权转让尾款支付完毕所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债 15.38 亿元，同比增长 39.88%，主要由长期借款（占 30.00%）和应付债券（占 64.61%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款 4.62 亿元，同比下降 52.56%，主要由质押借款（占 35.06%）和保证借款（占 64.94%）构成；应付债券 9.94 亿元，包括“17 誉衡药业 MTN001”（5 亿元，3 年期）和“17 誉衡药业 MTN002”（5 亿元，3+2 年期）。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 49.95 亿元，较 2017 年底增长 3.81%，流动负债占比小幅提升至 69.38%。其中，其他应付款继续增长至 8.06 亿元，较 2017 年底增长 24.82%，系公司应付的市场推广费增加所致；其他科目较上年底相比较为稳定。

图2　公司有息债务构成



资料来源：联合资信整理

截至 2017 年底，公司全部债务 35.84 亿元，同比增长 31.06%，其中短期债务占 59.39%。截至 2017 年底，公司资产负债率 53.08%，同比变动不大；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别同比增加 5.41 和 6.12 个百分点至 45.73%和 25.50%，主要系跟踪期内公司发行合计 10 亿元的两期中期票据所致。截至 2018 年 3 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 53.52%、45.66%和 25.06%，较 2017 年底变动不大。

总体看，跟踪期内公司有息债务规模快速增长，且存在一定短期偿债压力。

3.　盈利能力

2017 年以来，“两票制”政策在各地陆续推行，对公司利润水平影响很大。受“两票制”政策影响，公司部分产品销量大幅下降，但出厂价格有所提高；综合作用下，公司 2017 年实现营业收入 30.42 亿元，同比变动不大，营业成本则同比下降 27.45%至 8.95 亿元；同期公司营业利润率为 68.72%，同比大幅增加 11.87 个百分点。

2017 年，公司产生期间费用 17.16 亿元，同比大幅增长 97.24%，占营业收入的比重提高至 56.40%。其中，“两票制”后，公司销售渠道市场费用大幅增加，销售费用同比大幅增长

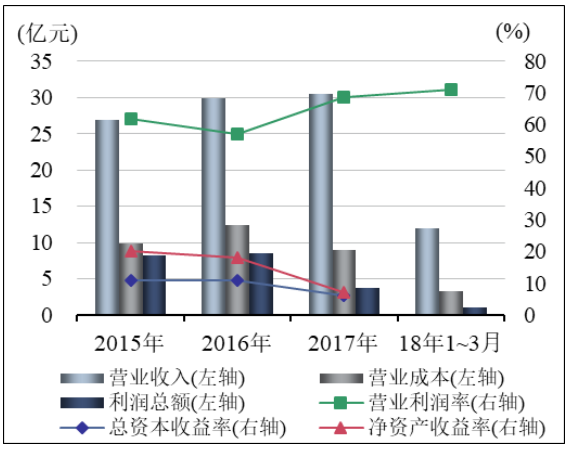
至 10.65 亿元；此外，有息债务规模增长推高了财务费用，管理费用同比变动不大。总体看，“两票制”使得公司销售环节需承担的费用大幅增长。

2017 年，公司形成资产减值损失 0.66 亿元，同比增长 6.45%，主要系商誉减值损失 0.44 亿元。同期，公司产生其他收益 0.24 亿元，系政府补助。

从盈利指标看，2017 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 6.02%和 7.18%，均较上年大幅下降。

2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 12.00 亿元，同比大幅增长 99.94%，主要受益于价格和销量的提升；同期，公司营业成本同比增长 31.73%至 3.28 亿元，公司营业利润率为 71.03%。2018 年 1～3 月，公司销售费用继续大幅增加，推动期间费用同比增长 281.22%至 7.51 亿元，占营业收入比重为 62.57%。综合影响下，公司实现利润总额 1.11 亿元，同比下降 23.45%。

图 3 公司盈利情况



资料来源：联合资信整理

总体看，2017 年，公司收入规模未见明显增长，销售模式的改变使得销售费用大幅攀升，公司利润水平大幅下降；2018 年以来，公司营业收入同比增幅明显。

4. 现金流

从经营活动看，2017 年公司产品产销规模下降，经营活动现金流入量和流出量均同比减少。其中，销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金分别同比下降 6.08%和 29.18%。由于收到的保证金和往来款减少，公司收到其他与经营活动有关的现金同比下降 80.54%至 1.71 亿元。2017 年，公司经营活动产生的现金净流量 6.52 亿元，同比下降 37.36%；现金收入比为 105.49%，同比下滑 9.02 个百分点。

2017 年，公司投资活动现金流入量和流出量分别为 30.83 亿元和 45.33 亿元，分别同比下降 19.54%和 15.30%。其中收回投资收到的现金和投资支付的现金分别为 29.95 亿元和 30.55 亿元，主要系购买/收回理财产品投资；取得子公司等支付的现金 10.00 亿元，主要系分期支付近年来收购普德药业、上海华拓的股权转让款；支付其他与投资活动有关的现金 2.82 亿元，其中相关项目定金及意向金 2.20 亿元。2017 年公司投资活动产生的现金净流量为-14.49 亿元。

近年来公司主要通过产品引进、投资并购、合作开发等多种方式扩大经营规模，对外融资需求大。2017 年，公司筹资活动主要以银行借款为主，筹资活动现金流入 38.93 亿元，取得借款收到的现金 36.64 亿元。筹资活动现金流出 33.72 亿元，其中偿还债务支付的现金 28.13 亿元。2017 年公司筹资活动现金流量净额为 5.21 亿元。

2018 年 1～3 月，公司经营活动现金流入量为 12.75 亿元，同比增长 88.61%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 11.67 亿元；经营活动现金流出量为 11.59 亿元，同比增长 81.95%，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 2.55 亿元；公司经营活动现金流量净额为 1.16 亿元，同比增加 0.77 亿元。同期，公司现金收入比为 97.29%。2018 年 1～3 月，公司投资活动现金流量净额为-0.90 亿元，公司筹资活动现金流量净额为-0.85 亿元。

跟踪期内，公司经营活动现金流入量及净流量有所下降，投资性现金支出规模有所回落

但处于较高水平。未来公司将继续在慢病和生物药领域加大投入，存在对外融资需求。

5. 偿债能力

截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 62.01%和 47.67%。公司经营现金流动负债比大幅下降 9.65 个百分点至 19.91%。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别上升至 64.80%和 50.64%。总体看，公司短期偿债压力较大。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 7.21 亿元，公司 EBITDA 利息倍数及全部债务/EBITDA 分别为 4.32 倍和 4.98 倍。整体看，公司长期偿债能力弱化。

截至 2018 年 3 月底，公司合并口径取得银行授信 37.33 亿元，其中未使用额度 10.86 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 2018 年 3 月底，公司不存在对外担保和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：G1023011101023670R），截至2018年6月20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

公司主要从事医药及保健产品的研发、生产和销售，产品种类较为丰富，主要产品鹿瓜多肽、葡萄糖酸钙锌溶液、磷酸肌酸钠市场份额较高。跟踪期内，受“两票制”推进的影响，公司利润水平下降，债务负担加重，收入规模基本保持稳定。未来，随着公司慢病产品集群不断丰富和生物药布局不断加大，公司整体竞争力有望得到提升。综合分析，联合资信认为，公司具备一定的抗风险能力。

十一、存续期内债券偿还能力分析

公司存续债券包括“17誉衡药业MTN001”和“17誉衡药业MTN002”，发行规模合计10亿元。2017年，公司EBITDA、经营活动现金流净额和经营活动现金流入量分别为以上两期债券发行规模的0.72倍、0.65倍和3.38倍，对应付债券余额的保障程度一般。

表13 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

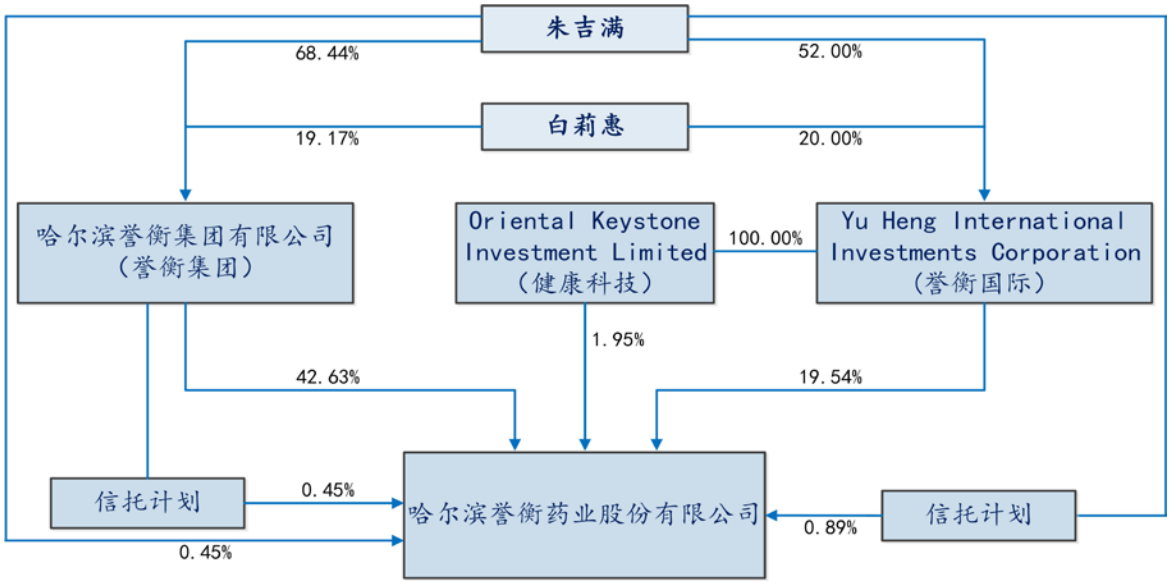
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	--
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/应付债券余额	3.38
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.65
EBITDA/应付债券余额	0.72

资料来源：公司年报，联合资信整理

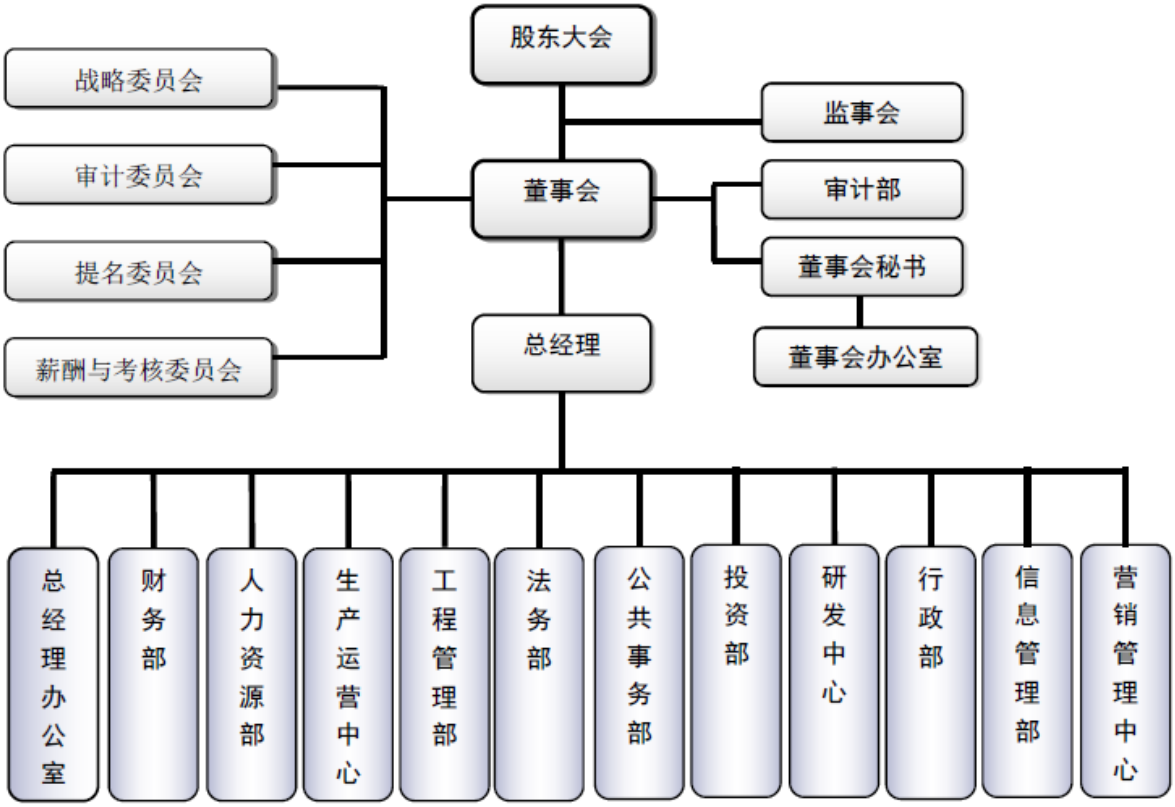
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“17 誉衡药业 MTN001”和“17 誉衡药业 MTN002”的信用等级为 AA，并将其列入信用评级观察名单。

附件 1-1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2018 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	12.31	12.71	9.81	10.03
资产总额(亿元)	83.18	86.67	90.64	93.32
所有者权益(亿元)	34.73	40.47	42.53	43.37
短期债务(亿元)	17.91	17.61	21.28	21.95
长期债务(亿元)	3.00	9.73	14.56	14.50
全部债务(亿元)	20.91	27.34	35.84	36.45
营业收入(亿元)	26.81	29.84	30.42	12.00
利润总额(亿元)	8.26	8.58	3.71	1.11
EBITDA(亿元)	10.65	11.31	7.21	--
经营性净现金流(亿元)	7.02	10.40	6.52	1.16
财务指标				
销售债权周转次数(次)	21.08	15.80	8.81	--
存货周转次数(次)	4.48	4.50	2.42	--
总资产周转次数(次)	0.40	0.35	0.34	--
现金收入比(%)	114.87	114.51	105.49	97.29
营业利润率(%)	61.76	56.85	68.72	71.03
总资本收益率(%)	14.17	12.35	6.02	--
净资产收益率(%)	20.19	18.00	7.18	--
长期债务资本化比率(%)	7.94	19.38	25.50	25.06
全部债务资本化比率(%)	37.55	40.32	45.73	45.66
资产负债率(%)	58.25	53.31	53.08	53.52
流动比率(%)	51.56	57.17	62.01	64.80
速动比率(%)	44.63	49.46	47.67	50.64
经营现金流动负债比(%)	17.54	29.56	19.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.14	10.38	4.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.96	2.42	4.97	--

注：1. 公司2018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。