

# 信用等级公告

联合〔2019〕2158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，并继续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  
二〇一九年七月二十三日



## 哈尔滨誉衡药业股份有限公司跟踪评级报告

### 跟踪评级结果

本次主体长期信用等级: AA

上次主体长期信用等级: AA

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 <sup>1</sup>	5 亿元	2022/02/28	AA	AA

本次评级展望: 列入信用评级观察名单

上次评级展望: 列入信用评级观察名单

跟踪评级时间: 2019 年 7 月 23 日

### 财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	12.71	9.81	13.11	13.90
资产总额(亿元)	86.67	90.64	94.77	93.66
所有者权益(亿元)	40.47	42.53	43.94	44.75
短期债务(亿元)	17.61	21.28	22.70	31.45
长期债务(亿元)	9.73	14.56	9.97	0.00
全部债务(亿元)	27.34	35.84	32.67	31.45
营业收入(亿元)	29.84	30.42	54.81	12.59
利润总额(亿元)	8.58	3.71	1.79	0.99
EBITDA(亿元)	11.31	7.21	5.29	--
经营性净现金流(亿元)	10.40	6.52	11.63	2.07
营业利润率(%)	56.85	68.72	72.92	71.85
净资产收益率(%)	18.00	7.18	2.93	--
资产负债率(%)	53.31	53.08	53.64	52.22
全部债务资本化比率(%)	40.32	45.73	42.65	41.28
流动比率(%)	57.17	62.01	70.09	74.29
经营现金流动负债比(%)	29.56	19.91	28.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.42	4.97	6.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.38	4.32	3.39	--

注: 2019 年一季度财务数据未经审计; 2016 年底和 2017 年底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; 2019 年 3 月底应付债券中将于一年内到期的有息债务已调整计入短期债务

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,产品涵盖心脑血管类、骨科类、内分泌类、抗肿瘤类等多个治疗领域。跟踪期内,公司持续推进产品结构调整,将慢病和生物药作为重点战略布局,慢病口服产品如安脑丸/安脑片、硫酸氢氯吡格雷片、奥美沙坦脂片、葡萄糖酸钙锌口服溶液和氯化钾缓释片等产品的销量均实现快速增长,对公司业绩贡献显著;此外,在“两票制”政策持续推进的背景下,公司调整销售模式,营业收入明显增长的同时销售费用大幅攀升;受商誉减值影响,2018 年公司利润水平同比大幅下滑。

同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到:(1)公司控股股东哈尔滨誉衡集团有限公司(以下简称“誉衡集团”)及其一致行动人 YU HENG INTERNATIONAL INVESTMENTS CORPORATION(以下简称“誉衡国际”)和 ORIENTAL KEYSTONE INVESTMENT LIMITED(以下简称“健康科技”)对公司股权的质押比率高,2018 年以来,誉衡集团及其一致行动人质押的公司股份多次发生被动减持及司法冻结;誉衡集团已与交易对手和京东数字科技控股有限公司(以下简称“京东数字科技”)签署股权处置方案框架协议,誉衡集团拟处置其持有的京东数字科技 2.43% 股权;2019 年 7 月 17 日,公司发布公告称,北京市第一中级人民法院拟对誉衡国际持有的 12370 万股公司股票进行公开拍卖,起拍价合计 4.07 亿元;若上述事项进展顺利,誉衡集团债务压力及股权质押风险有望得到缓解;(2)公司个别产品受限制辅助用药政策影响销量有所下降,未来仍存在继续下滑的可能;(3)公司存在短期偿债压力,且截至 2019 年 3 月底可用银行授信余额规模很小;(4)公司商誉占资产比重高,未来仍存在减值风险。

未来,公司将继续调整产品结构,强化慢病领域布局,继续加快推进生物药项目,聚焦

<sup>1</sup> “17 誉衡药业 MTN002”的存续期为 5 (3+2) 年。

销售变革和转型，进一步拓展产品的终端下沉，抗风险能力有望得以提升。

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，并继续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、生产和销售业务，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. 跟踪期内，公司慢病口服产品获得快速增长，已成为支撑公司收入的重要组成部分；2018年，安脑丸、安脑片和葡萄糖酸钙锌口服溶液的销量分别同比增长79.17%、39.28%和18.25%。
3. 跟踪期内，公司开展了PD-1单抗产品GLS-010注射液生产工艺优化、工艺表征、工艺验证等相关研究工作，并陆续开展了多批GMP生产工作；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，受“两票制”、辅助用药限制、医保控费等政策影响，公司个别产品销量有所下滑。
2. 跟踪期内，公司销售模式的改变使得销售收入增加的同时销售费用持续大幅攀升，对利润侵蚀加大；且公司有息债务中短期债务占比高，存在短期偿债压力。
3. 公司频繁实施高溢价收购形成大额商誉。2018年，山西普德药业有限公司等子公司经营业绩低于并购时预期，公司当期计提商誉减值准备2.66亿元，导致当期利润同比下降。截至2018年底，公司商誉账面价值33.60亿元，若未来并购标的经营业绩继续下滑，公司仍面临商誉减值风险。
4. 2018年以来，誉衡集团及其一致行动人质

押的公司股份多次发生被动减持及司法冻结。截至2019年3月底，控股股东誉衡集团对公司股权的质押比率达99.96%，且全部被冻结，公司存在实际控制人变更风险，

5. 截至2019年3月底，公司合并口径取得银行授信20.33亿元，已使用19.42亿元，未使用额度0.91亿元，间接融资亟需拓宽。

## 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。公司于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2019年3月底，注册资本为21.98亿元，哈尔滨誉衡集团有限公司（以下简称“誉衡集团”）持有公司42.30%的股权（已全部冻结，股权质押比例为99.96%），为公司控股股东；公司实际控制人为朱吉满、白莉惠，二人均为夫妻关系。

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2019年3月底，公司下设总经理办公室、财务部、人力资源部、生产运营中心等12个职能部门。

截至2018年底，公司资产总额94.77亿元，所有者权益合计43.94亿元（含少数股东权益0.70亿元）；2018年，公司实现营业收入54.81亿元，利润总额1.79亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额93.66亿元，所有者权益44.75亿元（含少数股东权益0.70亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入12.59亿元，利润总额0.99亿元。

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。

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

### 四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，

复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回

落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类

消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高速增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍

是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相

关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3% 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。

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。2015-2017 年，医药制造行业收入和利润规模保持持续增长。国家统计局发布的数据显示，2018 年，中国医药行业收入增速依然稳定但利润增速有所放缓，全国规模以上医药制造业企业实现营业收入 24264.7 亿元，同比增长 12.4%；其中主营业务收入 23986.3 亿元，同比增长 12.6%；实现利润总额 3094.2 亿元，同比增长 9.5%。

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
<b>医药工业</b>	<b>26885.19</b>	<b>2768.23</b>	<b>29635.86</b>	<b>3216.43</b>	<b>29826.0</b>	<b>3519.7</b>

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，但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”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。

## 六、重大事项

### 1. 对普德药业计提商誉减值

2015年，公司以支付现金的方式收购山西普德药业有限公司（以下简称“普德药业”）100.00%股权，交易价格27.75亿元，形成商誉16.39亿元。

本次交易中，交易对方承诺普德药业2015-2017年度净利润分别不低于人民币18909.00万元、20799.90万元和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21095.62万元，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，公司将不再向交易对方支付合计3334.00万元股权转让款<sup>2</sup>，同时公司对于收购普德药业形成的商誉16.39亿元计提减值准备0.44亿元。

表3 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

截至2018年底，普德药业资产总额16.31亿元，净资产7.71亿元；2018年，实现营业收入23.33亿元，净利润1.44亿元。2018年，普德药业净利润继续呈下滑趋势，未达收购时预期，公司对普德药业计提商誉减值准备2.00亿

<sup>2</sup>公司与交易对方签署的《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日内向交易对方支付第三期至第五期股权转让款，最高合计10000.00万元。

元。

除对普德药业计提商誉减值外，2018 年公司还对其他并购标的计提商誉减值准备 0.66 亿元，当期计提商誉减值准备合计 2.66 亿元，累计计提商誉减值准备 3.42 亿元。联合资信关注到，截至 2018 年底，公司商誉余额 33.60 亿元，若被并购企业未来经营收益不达预期，则存在进一步商誉减值的风险，进而影响公司损益。

## 2. 控股股东股权质押比率高，面临平仓风险

公司控股股东誉衡集团及一致行动人对公司股权的质押比率很高，2018 年以来，誉衡集团及一致行动人质押的公司股份多次发生被动减持及被司法冻结。

截至 2019 年 3 月底，誉衡集团及其一致行动人 YU HENG INTERNATIONAL INVESTMENTS CORPORATION（以下简称“誉衡国际”）和 ORIENTAL KEYSTONE INVESTMENT LIMITED（以下简称“健康科技”）对公司的持股比例及股份质押和冻结情况如下表所示：

表4 截至2019年3月底誉衡集团及一致行动人股权质押及冻结情况（单位：万股、%）

项目	持股数量	质押数量	冻结数量
誉衡集团	92978.93	92942.90	92978.93
誉衡国际	39451.50	39300.56	--
健康科技	4290.46	4290.00	--

资料来源：公司提供

2018 年以来，誉衡集团及一致行动人、公司实际控制人与质权人就上述事宜积极沟通协商，并尝试通过多种途径化解平仓风险。誉衡集团交易对手和京东数字科技控股有限公司（以下简称“京东数字科技”）签署股权处置方案框架协议，誉衡集团拟处置其持有的京东数字科技 2.43% 股权，以偿还其相关债务。2019 年 7 月 17 日，公司发布公告称，因涉及债务违约事宜，北京市第一中级人民法院拟对誉衡国际持有的合计 12370 万股公司股票进行

公开拍卖，起拍价合计 4.07 亿元。截至 2019 年 7 月 15 日，誉衡国际持有公司股份 37253.50 万股，占公司总股本的 16.95%；本次司法拍卖的股份合计占誉衡国际目前所持公司股票的 33.20%，占公司股份总数的 5.63%；本次司法拍卖不会导致公司控制权发生变化。

联合资信关注到，誉衡集团财务杠杆水平高，股权质押比例很高，日后可能再次出现被动减持，公司存在实际控制人变更的风险。联合资信将持续关注誉衡集团债务化解进展。

## 七、基础素质分析

### 1. 产权情况

截至2019年3月底，公司注册资本为21.98 亿元，誉衡集团持有公司42.30%的股权（已全部冻结，股权质押比例为99.96%），为公司控股股东；公司实际控制人为朱吉满、白莉惠。

### 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。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。

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。2018 年，公司研发投入 1.65 亿元，占营业收入的比重为 3.01%，主要为对生物药的投入。跟踪期内，公司开展了 PD-1 单抗产品 GLS-010 注射液生产工艺优化、工艺表征、工艺验证等相关研究工作，并陆续开展了多批 GMP 生产工作，生产工艺稳定，产品质量优良，为药品上市做好了充分准备。

总体看，公司逐渐调整产品结构，明确将

生物药和慢病产品作为战略布局重点，具有一定规模优势。

## 八、管理分析

跟踪期内，公司原副总经理赵艳萍女士因已达退休年龄，并已办理相关退休手续，申请辞去公司副总经理职务；原副总经理刘昕先生因个人原因申请辞去公司副总经理及各下属子公司职务，辞职后不再担任公司任何职务；原董事、副总经理李国春先生因个人原因申请辞去公司董事、副总经理职务，辞职后不再担任公司任何职务。因公司内部职务调整，原监事王禹先生申请辞去公司监事职务，辞职后继续担任公司董事长高级助理、证券投资中心总监、公司全资子公司深圳誉衡投资有限公司执行董事兼总经理等职务；原董事、董事会秘书刘月寅女士申请辞去公司董事、董事会秘书及审计委员会委员职务，将担任公司副总经理、风控中心负责人，同时聘任王禹先生为董事会秘书。

除上述变动外，跟踪期内，公司在管理体制、治理结构等方面无重大变化。

## 九、经营分析

### 1. 经营现状

跟踪期内，“两票制”政策下，医药流通的

中间环节取消，公司部分产品的出厂价格上涨；此外，公司加大了学术推广力度，销售网络下沉，代理品种的推广业务取得了较好成果。2018年，公司实现营业收入54.81亿元，同比增长80.20%；医药制造业务仍是公司收入最主要构成部分，2018年该板块实现营业收入44.25亿元，同比增长83.70%，占营业收入的比重为80.74%；医药代理业务实现营业收入10.25亿元，同比增长73.81%，占营业收入的比重为18.71%。除医药制造和医药代理收入外，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。

2018年，公司综合毛利率上升至74.55%。其中，受产品出厂价上涨带动，医药制造板块毛利率为85.97%，同比增加10.33个百分点；医药代理业务毛利率则同比下滑25.20个百分点至27.01%，主要系医药代理业务发生转型，推广服务业务的收入及成本确认与过去代理品种的产品销售业务不同所致。

2019年1—3月，公司实现营业收入12.59亿元，同比增长4.98%；其中，医药制造板块和医药代理板块分别实现营业收入10.14亿元和2.40亿元。同期，公司综合毛利率为73.08%，同比变动不大。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017年		2018年		2019年1-3月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
医药制造	240906.87	75.64	442548.82	85.97	101426.84	85.03
医药代理	58992.58	52.21	102535.99	27.01	24026.85	23.81
其他业务	4288.90	38.62	3049.17	15.85	465.39	12.44
合计	304188.34	70.57	548133.98	74.55	125919.08	73.08

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内公司经营业绩仍然受“两票制”政策影响较大，收入及综合毛利率水平有所提升，但医药代理业务毛利率水平有较大下滑。

### 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。2018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69.06%和25.14%。

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，2018年公司向前五名供应商采购金额占医药制造板块采购总额的比重为38.30%，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 2018年公司前五大供应商情况(单位:万元、%)

供应商名称	采购金额	占采购总额比重
供应商一	4939.25	14.46
供应商二	2325.51	6.81

供应商名称	采购金额	占采购总额比重
供应商三	2066.24	6.05
供应商四	2019.14	5.91
供应商五	1732.50	5.07
合计	13082.64	38.30

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。根据国家《新版医保目录》，银杏达莫注射液被规定为“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”，适用范围的调整使得其2018年的销量下滑，产能利用率大幅下降。葡萄糖酸钙锌市场占有率高，近年来销量获得较快增长，2018年产能利用率达99.15%。

表7 公司主要自产产品产能利用率情况

项目	2017年		2018年		2019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)	4500.00	60.71	4500.00	58.70	1125.00	50.31
安脑丸(万丸)	6297.50	41.65	6297.50	41.23	2385.00	28.65
安脑片(万片)	9000.00	45.31	9000.00	71.68	2160.00	93.51
磷酸肌酸钠(万克)	2592.00	36.49	2592.00	31.04	648.00	40.34
银杏达莫注射液(万支)	4720.00	79.11	4720.00	23.12	1180.00	25.18
葡萄糖酸钙锌(万支)	88800.00	98.60	90342.59	99.15	25055.56	99.99
头孢米诺钠(万支)	1200.00	48.73	1200.00	50.56	300.00	71.73

资料来源:公司提供

## (3) 产品销售

自“两票制”政策实行以来，公司自产产品的销售模式发生重大变化。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，整个过程需多次开具发票。“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用结算单，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，公司积极推进销售

模式和销售策略的调整，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，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。跟踪期内，公司降低渠道产品销售库存取得了显著效果，地级市和县级市及

基层销售网络的搭建已显现，业务逐步下沉到各级终端，二级以下医院的贡献率不断加大。

由于“两票制”取消了医药流通的中间环节，原中间环节中由代理商承担的市场费用转由公司承担，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。

表8 公司主要自产产品销售情况

项目	销量				产销率(%)		
	2017年	2018年	同比变动率(%)	2019年1-3月	2017年	2018年	2019年1-3月
鹿瓜多肽注射液(万支)	3131.94	2529.52	-19.23	603.66	114.65	95.76	106.66
安脑丸(万丸)	1561.43	2797.63	79.17	477.40	59.53	107.75	69.86
安脑片(万片)	4385.87	6108.55	39.28	993.35	107.55	94.69	49.18
磷酸肌酸钠(万克)	747.81	969.41	29.63	245.19	79.06	120.50	93.79
银杏达莫注射液(万支)	2924.96	1579.00	-46.02	513.48	78.33	144.67	172.84
葡萄糖酸钙锌(万支)	76084.93	89970.91	18.25	20772.21	86.90	100.44	82.91
头抱米诺钠(万支)	570.80	632.64	10.83	199.31	97.61	104.26	92.62

资料来源：公司提供

表9 公司主要自产产品销售收入情况(单位：万元、%)

产品名称	剂型	2017年	2018年	同比变动率	2019年1-3月
鹿瓜多肽注射液	2ml、4ml	47785.06	71058.14	48.70	18340.23
安脑丸/安脑片	2丸、4丸、6丸、8片、12片、24片	16945.43	34134.45	101.44	5312.38
磷酸肌酸钠	0.5g、1.0g	41292.18	58579.33	41.87	15199.81
银杏达莫注射液	5ml、10ml	10800.57	13078.89	21.09	3310.35
葡萄糖酸钙锌	6支、12支、18支、24支	27464.23	34805.85	26.73	7516.59
头抱米诺钠	0.5g	9904.85	22397.52	126.13	7101.18

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

跟踪期内，公司慢病口服产品销量实现快速增长，对公司业绩贡献显著；2018年，安脑丸和安脑片的销量分别同比增长79.17%和39.28%；葡萄糖酸钙锌口服溶液实现销量近9亿支，同比增长18.25%。而注射剂产品银杏达莫注射液和鹿瓜多肽注射液的销量分别同比下降46.02%和19.23%，主要系受到医保目录调整和限制辅助用药影响。联合资信也关注到，2019年7月1日，国家卫健委发布了《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》（以下简称《通知》），公司主要产品之一磷酸肌酸钠在此目录内，未

来销售或将受到影响。

从销售收入来看，受“两票制”影响，公司产品出厂价格提升，2018年，公司各产品销售收入的增速均显著高于销量的增速。2019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。

客户集中度方面，2018年，公司前五名客户销售额合计占营业收入的比重为16.68%，集中度适宜。

总体看，跟踪期内公司整体产销情况受行业政策影响明显，慢病口服产品已成为公司业绩的重要组成部分。联合资信将持续关注公司

销售渠道调整和行业政策对经营业绩的影响。

### 3. 医药代理

随着“两票制”在全国逐步落地，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。2018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7.19亿元，占该板块收入的70.09%，占比较上年的19.83%提升明显。

公司与大部分供货商签订的是独家代理协议。截至2019年3月底，公司代理品种共8个，

主要代理产品有胰岛素注射液、DNA（脱氧核苷酸钠注射液）、奥美沙坦酯片、氯吡格雷片等。

受业务模式转变影响，公司医药代理板块收入中增加了推广服务收入，叠加部分产品销量提升，带动2018年公司医药代理业务销售收入大幅增长。其中，公司所代理的乐普药业股份有限公司生产的氯吡格雷销售情况良好，2018年销售收入和推广服务收入合计4.99亿元，同比大幅增长199.38%；奥美沙坦酯片2018年销售收入和推广服务收入合计1.49亿元，同比大幅增长379.86%。

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，毛利率水平大幅下滑，联合资信将持续关注该业务的经营状况。

表10 公司医药代理主要产品销售及推广服务收入情况（单位：万元、%）

产品名称	代理合同期	2017年		2018年		2019年1-3月	
		销售收入	推广收入	销售收入	推广收入	销售收入	推广收入
氯吡格雷	2013/1/1-2022/6/30	20804.72	4239.62	15809.67	34113.21	2954.98	8607.55
DNA(脱氧核苷酸钠)	2018/1/1-2020/12/31	5995.12	283.02	1134.65	2330.19	103.98	509.43
胰岛素注射液	2016/1/1-2025/12/31	6952.69	--	8441.28	--	1971.66	--
奥美沙坦酯片	2019/1/1-2021/3/31	3924.47	--	4209.97	10697.49	491.56	4037.61

资料来源：公司提供

注：胰岛素注射液为进口药品，不受“两票制”政策影响，故无推广收入，其收入增加主要因销量增长引起

### 4. 经营效率

2018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同比均有所提升，分别为9.10次、3.05次和0.59次。总体看，公司整体经营效率一般。

### 5. 未来发展

公司将顺应行业发展趋势，积极应对行业政策变化，在稳步开展各项生产经营工作的前提下，着重推进以下工作：

（1）继续调整产品结构，强化慢病领域布局。在保持现有针剂业务稳定发展的同时，公司将进一步加大对慢病产品的重视和投入。

（2）继续加快推进生物药项目。作为誉衡生物的第一大股东，公司将与其他战略投资者

一道，共同推进生物药抗PD-1 全人创新抗体药的霍奇金淋巴瘤的临床工作，完成安全性评价人数入组，并力争在2019年完成该产品的上市注册申请；同时，开展其他瘤种的适应症的研究工作，并借力研发伙伴的资源，探索抗PD-1 全人创新抗体药的联合应用机会。

（3）聚焦销售变革和转型，进一步拓展产品的终端下沉。公司将结合内外部环境 and 现有产品线，进一步梳理市场，通过加大资源投入、加强专业化推广、强化营销能力，进一步扩大公司产品特别是慢病口服产品在县域市场的覆盖率，加大对渠道、对终端的管理能力。

## 十、财务分析

公司提供了 2018 年合并财务报表，上会计师事务所（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；2019 年一季度财务报表未经审计。

合并范围变动方面，2018 年公司合并范围新增 1 家子公司，减少 6 家子公司；2019 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所涉及的子公司规模较小，财务数据可比性强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 94.77 亿元，所有者权益 43.94 亿元（含少数股东权益 0.70 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 54.81 亿元，利润总额 1.79 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 93.66 亿元，所有者权益 44.75 亿元（含少数股东权益 0.70 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 12.59 亿元，利润总额 0.99 亿元。

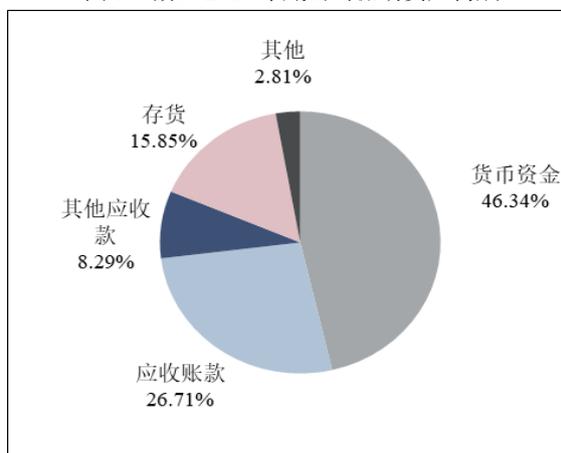
### 1. 资产质量

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 2018 年底，公司资产总额为 94.77 亿元，同比增长 4.56%。其中流动资产和非流动资产比重分别为 29.71% 和 70.29%，公司资产结构以非流动资产为主。

#### 流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 28.16 亿元，同比增长 38.74%，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货等构成。

图 1 截至 2018 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 2018 年底，公司货币资金 13.05 亿元，同比增长 35.69%；从构成看，主要为银行存款（占 69.14%）和其他货币资金（占 30.86%）。其中其他货币资金为定期存单质押借款及各类保证金，使用受限。

“两票制”模式下，公司收入规模增长，应收账款相应增加。截至 2018 年底，公司应收账款同比大幅增长 75.93% 至 7.52 亿元。公司应收账款全部按信用风险特征组合计提坏账准备，计提比例 0.52%。从账龄来看，一年以内的应收账款占 99.54%，账龄短；从集中度来看，按欠款方归集的应收账款前五名客户余额合计 2.06 亿元，占 27.25%，集中度较上年底变动不大。

截至 2018 年底，公司其他应收款 2.34 亿元，同比增长 192.00%；其中应收樟树市亚新投资管理中心（有限合伙）收购保证金 1.80 亿元<sup>3</sup>。

截至 2018 年底，公司存货账面价值 4.46 亿元，同比基本持平；计提跌价准备 0.14 亿元。从构成来看，原材料、在产品和库存商品各占 27.06%、18.68% 和 53.82%，其余为少量低值易耗品及包装物和在途物资。

#### 非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产 66.61 亿元，同比下降 5.31%，主要由长期股权投资（占 7.22%）、固定资产（占 25.43%）、无形资产（占 8.17%）和商誉（占 50.45%）等构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 2.85 亿元，同比增长 18.71%。其中按成本计量的占 92.84%，主要包括对 Proteus Digital Health,

<sup>3</sup> 公司于 2018 年 5 月 29 日召开的第四届董事会第九次会议审议通过了《关于终止收购上海瑾呈信息科技（集团）有限公司股权的议案》，同日，公司与交易对方签署了《收购框架协议之终止协议》。交易对方由于资金安排等原因，未能按照《终止协议》约定的期限将全额收购保证金退回，2018 年 6 月，弓静、樟树市亚新投资管理中心（有限合伙）出具《关于退还收购保证金的承诺》，截至 2018 年 12 月 31 日公司共收到 2000 万元，尚有 18000 万元未收回；2019 年 3 月，弓静、樟树市亚新投资管理中心（有限合伙）再次出具《关于退还收购保证金的承诺》并由北京鑫诚瑞捷科技有限公司提供担保，计划在 2019 年 3 月 31 日前归还 500.00 万元，2019 年 9 月 30 日前归还 500.00 万元，2019 年 12 月 31 日前归还 17000.00 万元。截至 2019 年 3 月 31 日，已收到还款 500.00 万元，尚有 17500.00 万元未收回。

Inc.的投资 1.72 亿元、对苏州工业园区原点正则贰号创业投资企业（有限合伙）的投资 0.31 亿元和对 WuXi Healthcare Ventures II, L.P.的投资 0.52 亿元，其余投资较为分散。

截至 2018 年底，公司长期股权投资为 4.81 亿元，同比增长 73.43%，主要由对上海誉瀚股权投资基金合伙企业（有限合伙）（1.07 亿元）、上海赛领博达科尔投资合伙企业（有限合伙）（1.03 亿元）和广州誉衡生物科技有限公司（以下简称“誉衡生物”，1.93 亿元）的投资构成。其中，原全资子公司誉衡生物引入战略投资者，公司持有誉衡生物的股权比例由 100% 降至 49%，誉衡生物成为参股公司。2018 年，公司权益法下确认投资损益-0.82 亿元。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 16.94 亿元，同比下降 4.51%。从构成来看，主要由房屋、建筑物（占 75.94%）和机械设备（占 22.49%）构成；固定资产累计折旧 7.66 亿元，计提减值准备 0.14 亿元。

截至 2018 年底，公司无形资产 5.45 亿元，同比下降 11.17%，主要由专利权（占 34.73%）、非专利技术（占 34.94%）和土地使用权（占 23.54%）等构成；无形资产累计摊销 3.32 亿元，计提减值准备 0.02 亿元。

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 2018 年底，公司商誉账面原值 37.02 亿元，累计计提减值准备 3.42 亿元，当期计提 2.66 亿元，账面价值为 33.60 亿元，同比下降 7.72%。大额商誉及减值概况见下表。

表 11 截至 2018 年底公司大额商誉及减值概况  
(单位: 亿元)

被投资单位简称	商誉期末余额	累计减值准备
澳诺制药	3.34	--
华拓万川	16.53	0.67
普德药业	16.39	2.43

资料来源：根据公司审计报告整理

注：华拓万川指上海华拓医药科技发展有限公司、南京万川华拓医药有限公司、启东华拓药业有限公司

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 93.66 亿元，规模及构成均较 2018 年底变化不大。截至 2019 年 3 月底，公司受限资产合计 2.98 亿元，主要由货币资金（2.83 亿元）构成。

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，应收账款相应增长，对资金占用明显；商誉规模大且当期计提商誉减值准备，未来仍存在减值风险。整体看，公司资产质量一般，资产流动性较弱。

## 2. 所有者权益及负债

### 所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益 43.94 亿元，同比增长 3.32%。其中，股本占 50.03%、资本公积占 9.55%、盈余公积占 7.78%、未分配利润占 31.00%。截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 44.75 亿元，规模及结构较 2018 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 2018 年底，公司负债总额为 50.83 亿元，同比增长 5.65%。其中，流动负债占 79.03%，占比较上年增加 11.00 个百分点。

截至 2018 年底，公司流动负债 40.18 亿元，同比增长 22.74%，主要由短期借款（占 41.15%）和其他应付款（占 29.50%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 16.53 亿元，同比下降 21.67%。其中，保证借款 13.99 亿元，质押借款 1.45 亿元，其他为已贴现未到期的商业承兑汇票和银行承兑汇票。

截至 2018 年底，公司其他应付款 11.85 亿元，同比增长 83.59%；其中，市场推广费同比增长 88.05%至 8.11 亿元，保证金 3.14 亿元。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 4.70 亿元，系一年内到期的长期借款。

截至 2018 年底，公司非流动负债 10.66 亿

元，同比下降 30.72%，主要系应付债券（9.97 亿元）。公司应付债券包括“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 2019 年 3 月底，公司负债总额 48.91 亿元，较 2018 年底下降 3.79%，各科目较上年底相比变化不大。

截至 2018 年底，公司全部债务 32.67 亿元，同比下降 8.83%，短期债务占比上升至 69.49%。截至 2018 年底，公司资产负债率为 53.64%，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为 42.65% 和 18.49%，分别同比减少 3.08 个百分点和 7.01 个百分点。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 31.45 亿元，较 2018 年底下降 3.73%；考虑到计入“应付债券”中的中期票据均将于一年内到期/行权，公司有息债务全部为短期债务。截至 2019 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 52.22% 和 41.28%，均较上年底有所下降。

总体看，跟踪期内公司有息债务规模有所下降，但短期债务占比高，公司存在一定短期偿债压力。

### 3. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模及销售模式继续受到“两票制”政策影响，产品出厂价格提高的同时市场推广活动支出增加。

2018 年，公司实现营业收入 54.81 亿元，同比大幅增长 80.20%；营业成本同比增长 55.86% 至 13.95 亿元。同期，公司营业利润率为 72.92%，同比提升 4.19 个百分点。

2018 年，公司产生期间费用 35.81 亿元，同比大幅增长 108.72%，占营业收入的比重提高至 65.33%。其中，“两票制”后，公司销售渠道市场费用大幅增加，2018 年公司销售费用同比大幅增长 175.71% 至 29.38 亿元，占期间费用的比重为 53.59%；管理费用（含研发费用）及财务费用同比变动不大。总体看，“两票制”

使得公司销售环节需承担的费用大幅增长。

2018 年，公司发生资产减值损失 3.82 亿元；其中商誉减值损失 2.66 亿元，坏账损失 0.68 亿元。同期，公司产生其他收益 0.58 亿元，主要来自政府补助；资产处置收益 0.75 亿元，主要系公司以 PD-1 抗体等四个项目的全部权利义务和部分现金与战略投资者视为共同增资誉衡生物而产生<sup>4</sup>。

从盈利指标看，2018 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.72% 和 2.93%，均较上年大幅下降。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 12.59 亿元，同比增长 4.98%；同期，公司营业成本同比增长 3.21% 至 3.39 亿元；营业利润率为 71.85%。2019 年 1—3 月，公司销售费用 6.87 亿元，同比增长 15.28%；期间费用同比增长至 8.06 亿元，占营业收入比重为 64.04%。综合影响下，公司实现利润总额 0.99 亿元，同比略有下降。

跟踪期内，公司收入规模快速增长，但受销售费用及资产减值的影响，利润水平同比大幅减少。

### 4. 现金流

从经营活动看，受“两票制”影响，公司收入规模增长，且加强现金流管理，2018 年公司经营活动现金流入量和流出量同比大幅增长至 61.41 亿元和 49.78 亿元，增幅分别为 81.67% 和 82.45%。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增长 80.70% 和 28.69% 至 57.99 亿元和 12.17 亿元；支付其他与经营活动有关的现金为 26.52 亿元，同比增长 199.15%，主要为销售费用和管理费用。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 11.63 亿元，同比增长 82.45%。从收入实现质量来看，2018 年，公司现金收入比

<sup>4</sup>誉衡生物引入战略投资者，公司以 PD-1 抗体等四个项目的全部权利义务和部分现金与战略投资者视为共同增资誉衡生物。本次交易符合非货币性资产交换准则，本次交易共产生资产处置收益 149750412.53 元；合并层面根据联营企业顺流交易调整

为 105.79%，与上年基本持平。

2018 年，公司投资活动现金流入量及流出量明显回落，分别为 8.52 亿元和 10.20 亿元，分别同比下降 72.36% 和 77.51%，主要系理财产品投资及赎回减少和股权购买款支付减少所致。其中收回投资收到的现金和投资支付的现金分别为 6.30 亿元和 8.52 亿元。2018 年公司投资活动产生的现金净流量为 -1.67 亿元。

受益于当期经营性净现金流表现良好及投资支出缩减，公司筹资需求有所下降，2018 年，筹资活动现金流入量及流出量有所下降。其中，筹资活动现金流入 22.10 亿元，同比下降 43.22%，主要为取得借款收到的现金（21.05 亿元）；筹资活动现金流出 29.92 亿元，同比下降 11.25%，主要为偿还债务支付的现金（25.62 亿元）。2018 年，公司筹资活动现金流量净额为 -7.82 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为 2.07 亿元，现金收入比为 114.63%；投资活动现金流量净额为 -0.24 亿元；筹资活动现金流量净额为 -0.83 亿元。

跟踪期内，公司经营活动现金流净额大幅增长，投资性现金支出规模有所回落；考虑到未来公司将继续在慢病和生物药领域加大投入，且短期债务规模大，公司存在对外融资需求。

#### 5. 偿债能力

截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率同比有所提升，分别为 70.09% 和 58.98%；经营现金流动负债比为 28.94%。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别上升至 74.29% 和 61.98%。总体看，公司短期偿债压力较大。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 5.29 亿元；EBITDA 利息倍数为 3.39 倍，同比下滑 0.93 个百分点；全部债务/EBITDA 为 6.17 倍，同比上升 1.20 个百分点。整体看，

公司长期偿债能力弱化。

截至 2019 年 3 月底，公司合并口径取得银行授信 20.33 亿元，其中未使用额度 0.91 亿元，间接融资亟需拓宽；公司为上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2019 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. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额 92.55 亿元，同比增长 3.28%；其中流动资产占 27.09%，非流动资产占 72.91%。截至 2018 年底，母公司流动资产主要由货币资金（8.69 亿元）和其他应收款（16.12 亿元）构成；非流动资产主要为长期股权投资（61.35 亿元）。

截至 2018 年底，母公司负债合计 43.25 亿元，同比下降 8.31%；其中流动负债占 76.95%，非流动负债占 23.05%。截至 2018 年底，母公司流动负债主要由短期借款（13.81 亿元）和其他应付款（14.41 亿元）构成，非流动负债主要为应付债券（9.97 亿元）。

盈利能力方面，2018 年，母公司实现营业收入 1.44 亿元，同比下降 44.24%；期间费用为 3.38 亿元，同比变动不大。非经常性损益方面，2018 年，母公司产生资产减值损失 0.94 亿元，投资净收益 7.69 亿元，资产处置收益 1.50 亿元。综合作用下，母公司实现利润总额 6.12 亿元，同比增长 30.29%。

#### 7. 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 2019 年 6 月 12 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。

#### 8. 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

-73377702.14 元，合并层面资产处置收益 76372710.39 元。

额较高。跟踪期内，“两票制”持续推进，公司收入规模明显增长，但受销售费用及资产减值的影响，综合盈利能力明显下降，且短期债务占比高。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，若考虑行权日，上述债券均将于一年内到期。截至2018年底，公司现金类资产（剔除受限货币资金后）为一年内到期债券余额的0.91倍；2018年，经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为一年内到期债券余额的6.14倍、1.16倍和0.53倍。公司经营活动现金流入量和经营活动现金流净额对一年内到期债券余额的保障程度较强。

表12 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

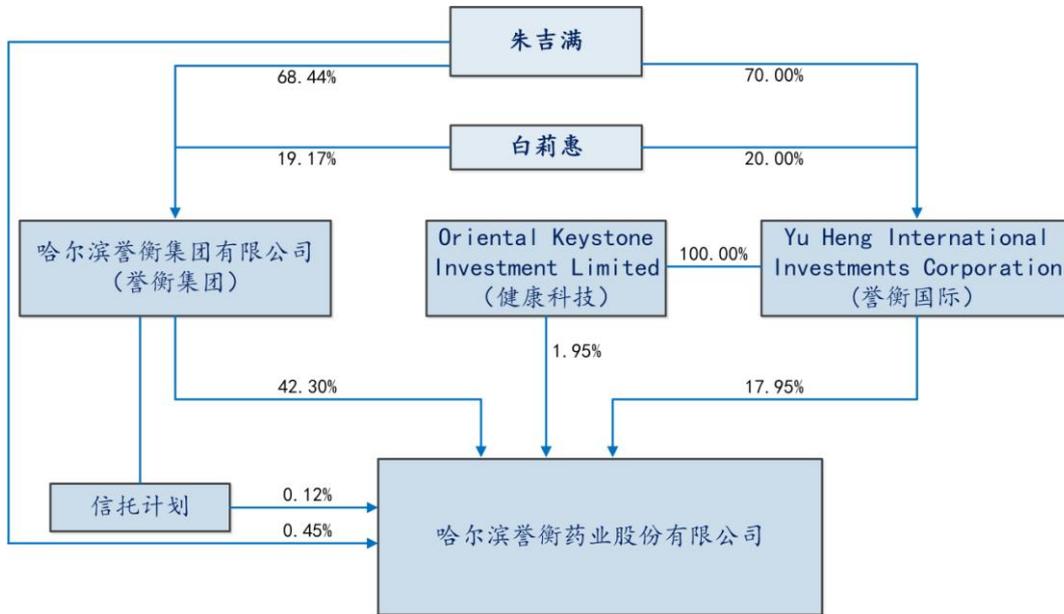
项目	2018年
一年内到期债券余额	10.00
现金类资产/一年内到期债券余额	0.91
经营活动现金流入量/应付债券余额	6.14
经营活动现金流净额/应付债券余额	1.16
EBITDA/应付债券余额	0.53

资料来源：联合资信整理

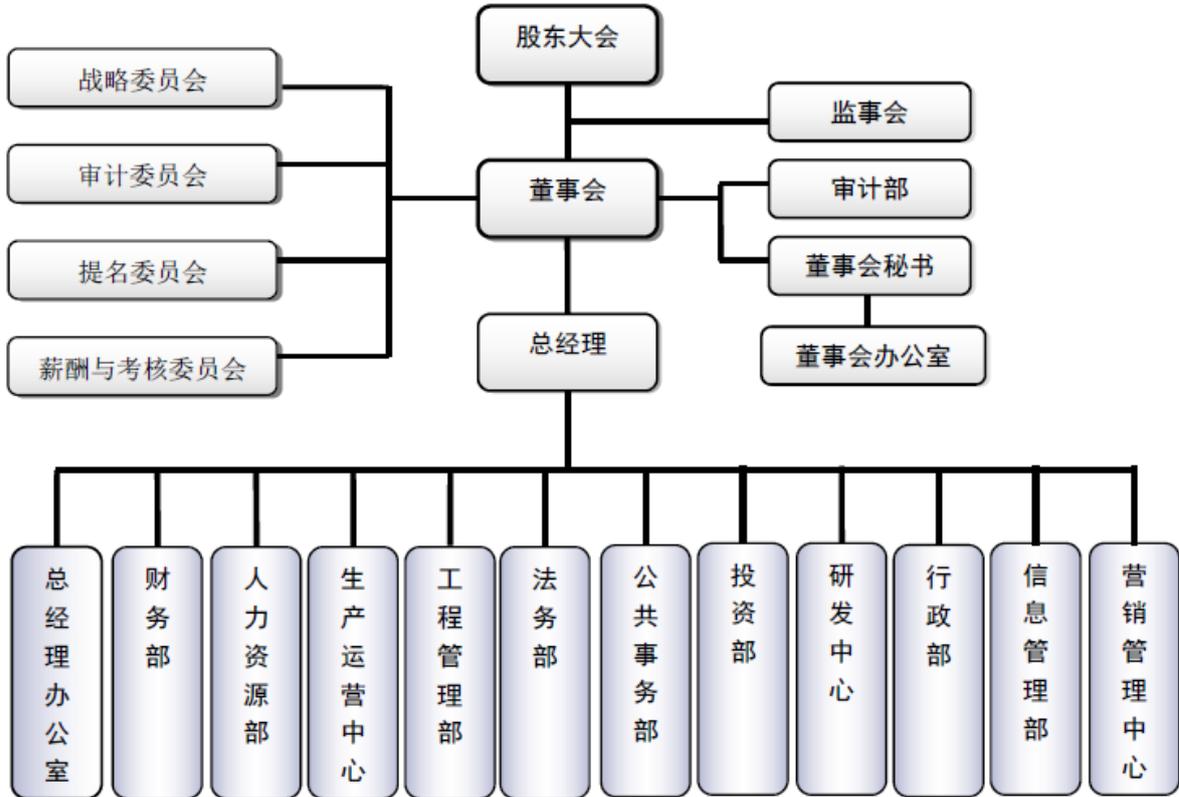
## 十二、结论

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，并继续将其列入信用评级观察名单。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 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	2016年	2017年	2018年	2019年3月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	12.71	9.81	13.11	13.90
资产总额(亿元)	86.67	90.64	94.77	93.66
所有者权益(亿元)	40.47	42.53	43.94	44.75
短期债务(亿元)	17.61	21.28	22.70	31.45
长期债务(亿元)	9.73	14.56	9.97	0.00
全部债务(亿元)	27.34	35.84	32.67	31.45
营业收入(亿元)	29.84	30.42	54.81	12.59
利润总额(亿元)	8.58	3.71	1.79	0.99
EBITDA(亿元)	11.31	7.21	5.29	--
经营性净现金流(亿元)	10.40	6.52	11.63	2.07
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	15.80	8.81	9.10	--
存货周转次数(次)	4.50	2.42	3.05	--
总资产周转次数(次)	0.35	0.34	0.59	--
现金收入比(%)	114.51	105.49	105.79	114.63
营业利润率(%)	56.85	68.72	72.92	71.85
总资本收益率(%)	12.35	6.02	3.72	--
净资产收益率(%)	18.00	7.18	2.93	--
长期债务资本化比率(%)	19.38	25.50	18.49	0.00
全部债务资本化比率(%)	40.32	45.73	42.65	41.28
资产负债率(%)	53.31	53.08	53.64	52.22
流动比率(%)	57.17	62.01	70.09	74.29
速动比率(%)	49.46	47.67	58.98	61.98
经营现金流动负债比(%)	29.56	19.91	28.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.42	4.97	6.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.38	4.32	3.39	--

注：公司2019年一季度财务数据未经审计；2016年底和2017年底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；2019年3月底应付债券中将于一年内到期的有息债务已调整计入短期债务

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
总资产收益率	(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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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 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。

## 附件 4-3 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