



# 信用等级通知书

信评委函字[2017]G452-1号

## 贵州益佰制药股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“贵州益佰制药股份有限公司公开发行2017年公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年九月二十八日

## 贵州益佰制药股份有限公司 公开发行 2017 年公司债券（第一期）信用评级报告

|             |   |
|-------------|---|
| <b>债券级别</b> | AA  |
| <b>主体级别</b> | AA  |
| <b>评级展望</b> | 稳定  |
| <b>发行主体</b> | 贵州益佰制药股份有限公司  |
| <b>发行规模</b> | 本次债券发行规模不超过12亿元（含12亿元）；分期发行，其中本期债券发行规模为5亿元。   |
| <b>债券期限</b> | 本期债券存续期限为5年，附第3年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。   |
| <b>债券利率</b> | 本次债券票面年利率将根据网下询价结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商确定利率区间，以簿记建档方式确定最终发行利率。债券票面利率采用单利按年计息付息，不计复利。 |
| <b>偿还方式</b> | 本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。                                   |

### 概况数据

| 益佰制药           | 2014  | 2015  | 2016  | 2017.6 |
|----------------|-------|-------|-------|--------|
| 所有者权益（亿元）      | 34.42 | 35.86 | 42.40 | 45.27  |
| 总资产（亿元）        | 54.96 | 55.88 | 65.89 | 65.70  |
| 总债务（亿元）        | 7.62  | 10.53 | 15.25 | 12.20  |
| 营业总收入（亿元）      | 31.57 | 33.03 | 36.87 | 19.52  |
| 营业毛利率（%）       | 81.90 | 80.85 | 76.46 | 73.47  |
| EBITDA（亿元）     | 6.86  | 3.79  | 6.67  | -      |
| 所有者权益收益率（%）    | 13.98 | 5.35  | 9.28  | 8.76   |
| 资产负债率（%）       | 37.38 | 35.83 | 35.65 | 31.10  |
| 总债务/EBITDA（X）  | 1.11  | 2.78  | 2.29  | -      |
| EBITDA 利息倍数（X） | 18.18 | 7.44  | 11.41 | -      |

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。  
2、2017 年半年度公司所有者权益收益率指标经过年化处理。

### 基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“贵州益佰制药股份有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）”的信用级别为 **AA**，该级别反映了本期债券信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定贵州益佰制药股份有限公司（以下简称“益佰制药”或“公司”）主体信用级别为 **AA**，评级展望为稳定。该级别反映了发行主体益佰制药偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了公司产品市场前景较好、营销能力很强、获现能力强，对债务本息的保障程度高等正面因素对公司业务发展及信用水平的支持。同时，中诚信证评也关注到原材料价格波动风险、债务结构有待优化、商誉减值风险等因素可能对公司经营及整体信用状况所造成的影响。

### 正 面

- 产品市场前景较好。公司产品（处方药和非处方药）主要涵盖抗肿瘤类、心血管类和镇咳类三大领域，尤其以抗肿瘤药为核心。近年来由于全球恶性肿瘤病例呈现迅猛增长态势，针对肿瘤治疗的需求也将随之增长。与此同时，公司医疗服务板块以肿瘤治疗为核心加强布局，未来也将有助于公司抗肿瘤药的销售。
- 营销能力很强。公司凭借覆盖全国的销售网络、优质的客户资源以及优化的组织架构，使其拥有很强的营销能力。目前公司核心产品覆盖全国 1,100 余家主要的三级医院，2,000 多家二级医院，600 多家一级医院和 5,000 多家其他医院。
- 获现能力强，对债务本息的保障程度高。2014~2016 年公司总债务/EBITDA 分别为 1.11 倍、2.78 倍和 2.29 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 18.18 倍、7.44 倍和 11.41 倍。同期经营活动净现金流/总债务分别为 0.71 倍、0.55 倍和 0.25 倍；经营净现金流/利息支出分别为 14.36 倍、

11.27 倍和 6.52 倍，公司整体的偿债能力很强。

## 关注

- 原材料价格上涨及波动风险。中药材价格近年来不断上涨，我国西南地区先后经历了一系列因自然灾害及游资炒作造成的中药材价格高速增长。另外，国内经济通胀预期可能引发各种原材料价格上涨。原材料价格的波动可能对公司的经营业绩产生一定的不利影响。
- 债务结构有待优化。2014~2016 年末以及 2017 年 6 月末，公司总债务规模分别为 7.62 亿元、10.53 亿元、15.25 亿元和 12.20 亿元，长短期债务比(短期债务/长期债务)分别为 2.03、3.19、3.04 和 2.12 倍，公司债务主要以短期债务为主，期限结构有待进一步优化。
- 商誉减值风险。经过多次并购，公司拥有较大规模的商誉资产，截至 2017 年 6 月末，商誉规模达 21.81 亿元，占总资产的 33.04%，未来一旦被并购公司的经营状况弱于交易评估时预期状态，公司大规模的商誉资产或将面临减值风险。

## 分析师

王维 [wwang@ccxr.com.cn](mailto:wwang@ccxr.com.cn)

黄永 [condor@ccxr.com.cn](mailto:condor@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2017 年 9 月 28 日

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

## 概 况

### 发债主体概况

贵州益佰制药股份有限公司（以下简称“益佰制药”或者“公司”）成立于 2000 年 11 月，由贵州益佰制药有限责任公司整体变更设立的股份有限公司，初始注册资本为 4,700 万元。公司于 2004 年 3 月在上海证券交易所上市（简称：益佰制药，证券代码：600594）。2014 年 1 月 15 日，公司通过非公开发行股票的方式募集人民币 11.09 亿元，扣除与发行有关费用 0.41 亿元，实际募集资金金额为 10.68 亿元，实际发行股票数量为 35,374,700 股。截至 2017 年 6 月 30 日，公司注册资本为 7.92 亿元，窦放玲女士持股比例为 23.15%，为公司控股股东及实际控制人。

公司主要从事新型药品的研发、生产和销售，主要专注于肿瘤、心脑血管、妇科和呼吸类等大类。目前拥有贵州省内生产基地 3 个，省外生产基地 4 个。公司现有小针剂、冻干粉针、大输液等 49 个品规产品。

截至 2016 年 12 月 31 日，公司总资产 65.89 亿元，所有者权益 42.40 亿元，资产负债率 35.65%；2016 年，公司实现营业总收入 36.87 亿元，净利润 3.93 亿元，经营活动净现金流 3.81 亿元。

截至 2017 年 6 月末，公司总资产 65.70 亿元，所有者权益 45.27 亿元，资产负债率 31.10%；2017 年 1~6 月，公司实现营业总收入 19.52 亿元，净利润 1.98 亿元，经营活动净现金流 2.78 亿元。

## 本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

| 基本条款   |   |
|--------|---|
| 债券名称   | 贵州益佰制药股份有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）  |
| 发行总额   | 本次债券发行规模不超过 12 亿元（含 12 亿元）；分期发行，其中本期债券发行规模为 5 亿元。                                   |
| 债券期限   | 本期债券存续期限为 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。   |
| 债券利率   | 本次债券票面年利率将根据网下询价结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商确定利率区间，以簿记建档方式确定最终发行利率。债券票面利率采用单利按年计息付息，不计复利。 |
| 偿还方式   | 本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。                                   |
| 募集资金用途 | 本次公司债券的募集资金扣除发行费用后拟用于补充流动资金及适用的法律法规允许的其他用途。   |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 行业分析

### 医药行业概况

医药行业与人民群众的生命健康和生活质量等切身利益密切相关，属于弱周期行业。在我国居民生活水平及城镇化水平不断提高、医疗保险制度改革全面推进、人口老龄化等因素的影响下，医药行业持续增长。

医药行业主要分为医药工业和医药商业两大类。“十一五”期间，由于经济快速发展和医疗体制改革促使医药需求不断释放，我国的社会保障体系和医疗卫生体系框架建设基本完成，医药行业保持高位运行，其中医药工业年复合增长率为 23.31%。“十二五”期间，受宏观经济增速放缓、医保控费趋于严格、药价调控等因素影响，我国医药工业增长势头有所放缓，2012 年医药工业总产值为 17,845.30 亿元，同比增长 20.10%；2013 年全国医药工业全年累计完成总产值 22,297 亿元，同比增长 18.79%，仍远高于同期的 GDP 增速；2014 年以来，医药工业总产值增速持续处于下行通道，2014~2016 年医药工业总产值分别为 25,798 亿元、28,000 亿元和 32,000 亿元，同比分别增长 15.7%、15.00% 和 11.30%，增速呈现下滑趋势。

医药工业处于医药行业的上游，主要包括化学原料药、化学制剂药、生物制药、医疗器械、中药饮片、制药装备、卫生材料及医药用品、中成药等八个子行业。其中化学原料药、化学制剂药和中成药实现销售收入远超过其他子行业，占据重要地位；同时受益于国家不断加强对疾病防控的投资力度，生物制药行业近年发展良好。

**表 2：2016 年我国医药工业主营业务收入情况**

单位：亿元、%

| 子行业         | 主营业务收入    | 同比增长  | 收入占比   |
|-------------|-----------|-------|--------|
| 化学药品原料药制造   | 5,034.90  | 8.40  | 16.99  |
| 化学药品制剂制造    | 7,534.70  | 10.84 | 25.42  |
| 中药饮片加工      | 1,956.36  | 12.66 | 6.60   |
| 中成药制造       | 6,697.05  | 7.88  | 22.60  |
| 生物药品制造      | 3,350.17  | 9.47  | 11.30  |
| 卫生材料及医药用品制造 | 2,124.61  | 11.45 | 7.17   |
| 制药机械制造      | 172.60    | 3.52  | 0.58   |
| 医疗仪器设备及器械制造 | 2,765.47  | 13.25 | 9.33   |
| 医药工业        | 29,635.86 | 9.92  | 100.00 |

资料来源：中国工业和信息化部，中诚信证评整理

近年来，医药价格政策性下调、药品集中采购政策的推行以及市场竞争日趋激烈等因素使得医药企业盈利增速有所放缓。截至 2016 年末，我国医药工业规模以上企业 7,449 家，较上年同期增加 333 家，较 2012 年末增长 22.26%，医药制造企业数量保持增长态势。医药制造业的销售收入从 2000 年的 1,594.33 亿元增长到 2016 年的 28,062.9 亿元，年均复合增长率达到 19.63%；2016 年医药工业规模以上企业实现利润总额 3216.43 亿元，同比增长 15.57%，医药制造业收入和利润水平仍保持两位数的增速，但增速呈波动下滑，利润增长率由 2011 年的 23.5% 下滑至 2016 年的 15.57%。

**表 3：2016 年我国医药工业利润总额和利润率情况**

单位：亿元、%

| 子行业         | 利润总额     | 同比增长   | 利润率   |
|-------------|----------|--------|-------|
| 化学药品原料药制造   | 445.25   | 25.85  | 8.84  |
| 化学药品制剂制造    | 950.49   | 16.81  | 12.61 |
| 中药饮片加工      | 138.27   | 8.64   | 7.07  |
| 中成药制造       | 736.28   | 9.02   | 10.99 |
| 生物药品制造      | 420.10   | 11.36  | 12.54 |
| 卫生材料及医药用品制造 | 191.75   | 8.52   | 9.03  |
| 制药机械制造      | 15.80    | -13.30 | 9.15  |
| 医疗仪器设备及器械制造 | 318.49   | 32.29  | 11.52 |
| 合计          | 3,216.43 | 15.57  | 10.85 |

资料来源：中国工业和信息化部，中诚信证评整理

药品消费的增长与人口的自然增长及人口结构的变化有着密不可分的关系。根据国务院办公厅 2013 年 9 月下发的《国务院加快发展养老服务业的若干意见》，2012 年底我国 60 周岁以上老年人口已达 1.94 亿，2020 年将达到 2.43 亿，2025 年将突破 3 亿。由于老龄人口疾病发生率高，且以重病、慢性病为主，需要经常或长期用药（相关研究表明，退休人员卫生费用一般是未退休人员卫生费用的 3 倍，在某些国家甚至达到 5 倍），因此老龄人口占比的增加将直接刺激我国药品消费总量的增长。同时，目前我国农村居民医疗保健水平较低，远低于城镇居民的平均水平，而城镇化将促进其医疗、养老、社会保障等多方面与城市接轨，进而带动基层、县医院的发展，为医药消费带来巨大增量。

与此同时，2016 年 3 月 5 日李克强总理在第十二届全国人民代表大会第四次会议上的政府工作报告中指出，未来我国将新型农村合作医疗和城镇居民基本医疗保险财政补助标准从每人每年 380 元提高到 420 元，基本公共卫生服务经费财政补助从人均 40 元提高到 45 元。全面覆盖城乡居民大病保险，促进医疗资源向基层和农村流动；鼓励社会办医，发展中医药、民族医药事业。随着我国医疗改革进程的不断深化，医药行业仍将有望保持增长态势。

总体来看，近年来受到宏观经济增速放缓、药价调控等因素影响，我国医药制造业增长放缓，医药制造企业收入和利润率增速有所下滑，但由于经济持续发展、人口老龄化加剧和社会保障体系的逐步完善，医药行业有望保持增长态势。

## 抗肿瘤中成药注射剂

我国每年新增肿瘤病例约 350 万例，恶性肿瘤已经超过心脑血管疾病成为居民第一大死因。抗肿瘤药物已成为我国医药市场的重要类别之一。近年来，我国抗肿瘤药市场规模持续扩大，2013~2016 年，我国抗肿瘤药品市场销售额分别为 582 亿元、667 亿元、741 亿元和 817 亿元，呈逐年增加趋势，但由于受到药品降价、严控辅助用药等政策影响，抗肿瘤药市场销售额增速逐年减少，2014~2016 年，我国抗肿瘤药物销售增长率分别为 14.49%、11.20% 和 10.20%，呈逐年下降趋势。

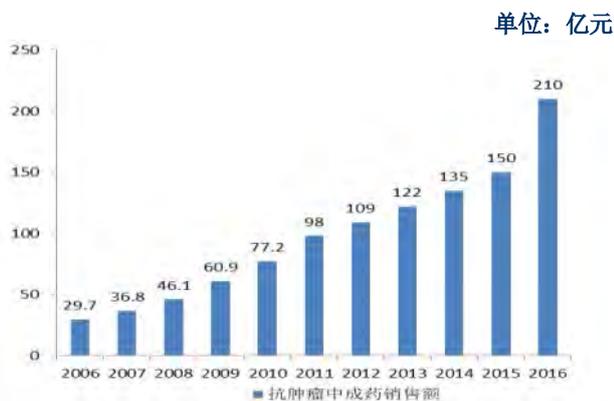
图 1：2013~2016 年我国抗肿瘤药市场规模



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

我国抗肿瘤药物类别众多，其中抗肿瘤中成药占有较大的市场份额，2016 年抗肿瘤中成药的市场规模达到了 210 亿元，占市场份额的 25.70%，剂型以注射剂为主。近十年我国抗肿瘤中成药的销售量增长迅猛，从 2006 年的年销售额 29.70 亿元，增加到 2016 年的 210 亿元，近十年的年均复合增长率为 21.60%。

图 2：2006~2016 年我国抗肿瘤药中成药销售额



资料来源：中国产业信息网，中诚信证评整理

抗肿瘤中成药注射剂产品多为专利产品，且产品品类较少，部分产品技术被大型制药企业垄断，市场份额集中度较高。根据《2015 年中国城市公立医院中成药市场肿瘤疾病药物销售前十名》披露，前十名药物共计占全国抗肿瘤中成药市场份额的 64.27%。

表 4：2015 年中国城市公立医院中成药市场肿瘤疾病药物销售排行

| 排名        | 肿瘤疾病药物   | 份额            | 公司                 |
|-----------|----------|---------------|--------------------|
| 1         | 康艾注射液    | 17.13%        | 长白山                |
| 2         | 参芪扶正注射液  | 9.96%         | 丽珠集团               |
| 3         | 康莱特注射液   | 7.67%         | 浙江康莱特              |
| 4         | 艾迪注射液    | 7.19%         | 益佰制药               |
| 5         | 复方苦参注射液  | 4.86%         | 振东制药               |
| 6         | 金水宝胶囊    | 4.66%         | 江西济民可信<br>金水宝制药    |
| 7         | 鸦胆子油乳注射液 | 4.46%         | 白云山                |
| 8         | 消癌平注射液   | 3.28%         | 圣和药业、通化<br>金马      |
| 9         | 注射用香菇多糖  | 2.89%         | 振东制药、康缘<br>药业、绿叶制药 |
| 10        | 华蟾素胶囊    | 2.17%         | 东泰药业、鑫齐<br>药业      |
| <b>合计</b> |          | <b>64.27%</b> |                    |

资料来源：中国产业信息网，中诚信证评整理

我国抗肿瘤中成药的市场集中度较高，其中康艾注射液、参芪扶正注射液、康莱特注射液、艾迪注射液分别占整体抗肿瘤中成药市场份额的 17.13%、9.96%、7.67% 和 7.19%，由此可见我国生产、销售抗肿瘤中成药的大型制药企业的垄断格局已初步形成，市场集中度较高。

整体来看，近年来抗肿瘤中成药市场迅速发展，市场规模逐年增加，销售额亦呈逐年上升趋势，未来仍具有一定的发展空间。此外，抗肿瘤中成药注射剂的产品技术基本上都被大型药厂垄断，市场集中度较高。

## 心脑血管疾病中药注射剂

随着社会发展，国民生活方式发生深刻变化，尤其是人口老龄化及城镇化进程的加速，近年来我国心脑血管疾病危险因素流行趋势愈发明显，发病人数持续增加，心脑血管疾病的死亡率占城乡居民死亡原因的前列。

心脑血管疾病用药一直是全球医药市场的前三大用药品种，在我国中成药临床终端市场，

2011~2015年，我国心脑血管疾病中成药市场规模从645亿元增长到1,073亿元，增速保持在13%以上。

心脑血管疾病中多数病种为长期慢性病，其中的中风、厥心痛、头痛、眩晕、心悸怔忡、健忘等均属中医药治疗的优势病种。中成药在治疗慢性病方面具有辨证施治、标本兼顾等独特优势，因此，心脑血管中成药在医院终端中成药市场中占据重要地位，连续多年市场份额均在35%以上。

中药注射剂是心脑血管中成药市场中的主导品种。中药注射剂作为我国独创的新剂型，生物利用度高、作用迅速、无消化道吸收过程，也没有肝脏的首过效应，克服了中药见效慢的缺陷，弥补了中药在治疗重症急症疾病方面的不足，但中药注射剂的不良反应事件对其市场发展有一定的影响。

## 医药行业政策

2005年之前我国已历经四次医药卫生体制改革，但均告失败。2009年以来，随着医改方案、基本药物目录、医保目录等重大行业政策的陆续出台，我国第五次医药卫生体制改革正逐步深入开展。新医改政策重点用于推进基本医疗保障制度建设、健全基层医疗卫生服务体系、促进基本公共卫生服务均等化和建立国家基本药物制度等方面，为国内医药行业带来整体市场扩容的历史机遇。

2012年以来，我国政府对医药行业的调控力度不断加强，国家及地方政府的医药政策密集出台，从年初的《国家药品安全“十二五”规划》，到年末印发的《生物产业发展规划》，政策面覆盖到医药各细分领域，不仅大部分对各领域的具体发展方向和目标进行了明确，也对实施方法进行了指导，这将有利于行业规范化程度的提高，并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。2013年3月，卫生部发布《国家基本药物目录》(2012年版)，涉及品种大幅增加，中药品种比例有所提升，注重结构优化，剂型规格标准化增强，基药招标采购中的质量指标愈加重要。

2014年，李克强总理在政府工作报告中提出要推进医改向纵深发展，扩大城市公立医院综合改革试点，创新社会资本办医机制和巩固完善基本药物

制度，并于3月25日主持召开国务院常务会议确定当年深化医药卫生体制改革重点工作。此次政府工作报告首次提出“创新社会资本办医机制”的理念，进一步表明了政府对社会资本办医的大力支持，为社会资本办医扫清部分障碍，有助于调动社会资本办医的积极性和促进多元化医疗体系的发展。2015年，李克强总理提出继续深入推进医药卫生改革发展，取消绝大部分药品政府定价，完善城乡居民基本医保，深化基层医疗卫生机构综合改革，全面推开县级公立医院改革，破除以药养医，并积极发展中医药和民族医药产业。

2016年4月，国务院印发《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》，要求进一步推进医疗、医保、医药三医联动，强化改革整体性、系统性和协同性；进一步提高改革行动能力，推进政策落实，促进建立覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度，切实推进健康中国建设。2016年11月，中共中央办公厅、国务院办公厅转发了《国务院深化医药卫生体制改革领导小组关于进一步推广深化医药卫生体制改革经验的若干意见》，对医疗服务价格设定、公立医院药品采购、医务人员薪酬制度等方面的改革方向均进行了明确，且特别强调要加强党委和政府对于医改工作的领导，医改任务完成情况将纳入全面深化改革绩效考核和政府目标管理绩效考核，医改力度加大。

表 5：近年来中国医疗卫生体制改革出台政策

| 日期      | 政策名称                                     |
|---------|--|
| 2012.01 | 工信部发布《医药工业“十二五”发展规划》                     |
| 2012.03 | 国务院办公厅发布《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》       |
| 2012.06 | 国务院办公厅以国办发〔2012〕33号印发《关于县级公立医院综合改革试点意见》  |
| 2012.09 | 发改委发布《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》             |
| 2012.11 | 人力资源社会保障部、财政部、卫生部发布《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》 |
| 2012.12 | 国务院印发《生物产业发展规划》                          |
| 2013.02 | 国家食品药品监督管理局发布《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励药物创新的意见》  |
| 2013.03 | 卫生部发布2012年版《国家基本药物目录》                    |
| 2013.07 | 国务院印发《深化医药卫生体制改革2013年主要工作安排》             |
| 2013.09 | 国务院印发《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》               |
| 2013.12 | 国家卫生和计划生育委员会发布《关于加快发展                    |

| 日期      | 政策名称  |
|---------|---|
|         | 社会办医的若干意见》  |
| 2014.03 | 卫生计生委、财政部、中央编办、发展改革委和人社部《关于推进县级公立医院综合改革的意见》                           |
| 2014.05 | 发改委发布《发改委定价范围内的低价药品目录》  |
| 2014.05 | 国务院印发《深化医药卫生体制改革 2014 年重点工作任务》  |
| 2014.11 | 发改委发布《推进药品价格改革方案（征求意见稿）》  |
| 2015.01 | 国家卫生计生委《2015 年卫生计生工作要点》   |
| 2015.05 | 国家发改委、国家卫生计生委等部门联合下发《关于印发推进药品价格改革意见的通知》                               |
| 2015.08 | 国家卫生和计划生育委员会发布《关于印发抗菌药物临床应用指导原则（2015 年版）的通知》和《关于进一步加强抗菌药物临床应用管理工作的通知》 |
| 2015.11 | 国家食品药品监督管理总局发布《国家食品药品监督管理总局关于药品注册审评审批若干政策的公告（2015 年第 230 号）》          |
| 2016.04 | 国务院印发《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》  |
| 2016.11 | 中共中央办公厅、国务院办公厅转发《国务院深化医药卫生体制改革领导小组关于进一步推广深化医药卫生体制改革经验的若干意见》           |
| 2017.1  | 国医改办发（2016）4 号《印发关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》                   |

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

国家在新医改中出台的一系列政策也为培育大型医药企业提供了良好的政策环境条件。2012年1月工信部发布《医药工业“十二五”发展规划》，聚焦五大重点领域、六大保障措施、七大发展目标、十大主要任务，将促进我国医药工业由大到强的转变；《关于县级公立医院综合改革试点的意见》及《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》的发布标志着对医院补偿机制的改革开始进入实质阶段，推进县级医院综合改革，通过取消药品加成而转为服务收费及政府补贴并落实相关责任等方式使医改的执行性得到加强；同年11月，《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》出台，医保支付方式改革正式开始，新政将主要面向基层，并建立了激励约束机制，控制总额、按人头或病种付费等方式的转变将影响医疗终端的扩容速度和药品结构，未来高性价比产品将迎来发展机遇。随着国家新医改的逐步推进，我国医药流通行业整合条件已成熟，行业整合在政府推动下将加快发展并进入并购高峰期，大型医药企业将借助并购与整合做大做强。“十二五”期间，收购兼并交易额

达1,500亿元以上，大型医药企业主营业务收入超过100亿元的企业达到16家，一批创新型中小企业高速发展。产业和金融深度融合，89家医药企业在国内外证券市场上市，另有200余家企业在新三板挂牌。根据工信部2016年11月印发的《医药工业发展规划指南》指出，“十三五”期间，将生物医药和高性能医疗器械作为重点发展领域，国家继续把生物医药等战略性新兴产业作为国民经济支柱产业加快培育，“重大新药创制”等科技计划继续实施，将为医药工业创新能力、质量品牌、智能制造和绿色发展水平提升提供有力的政策支持。

## 医药行业关注

### 药品质量监管趋严，环保要求提升

药品的不良反应和安全事故一直以来都是医药企业需要面临的主要风险之一。近年来，许多大型跨国制药企业都陷入了药物不良反应的诉讼并为之付出了高昂代价，而我国目前的药品质量和安全状况更加不容乐观。为提升医疗卫生用品质量、减少药品不良反应和事故的发生、促进医药行业规范化发展，2009年以来政府颁布多项政策，从修订认证制度、安全性再评价等方面加强监管，医药制造企业所面临的质量安全要求进一步提高。尤其是2011年1月17日，国家卫生部发布了《药品生产质量管理规范（2010年修订）》（以下简称“新版药品GMP”），要求自2011年3月1日起施行，新建药厂必须按新标准执行，而现有药厂有5年过渡期。截至目前，药监部门GMP“飞行检查”呈常态化发展，已有众多药企GMP证书被收回。新版药品GMP吸收了欧美等发达国家的先进经验，将通过加强质量管理的要求倒逼医药行业结构调整，有利于改变我国现有制药行业多、散、小的行业格局，促使我国制药行业的质量标准完全与国际接轨，提升整个行业的国际竞争力。

环境保护方面，新版《制药工业水污染物排放标准》和《产业结构调整指导目录（2011年本）》等政策相继出台，政府监控由过程和事后管理延伸至立项建设期管理，先治污再建厂已成为医药制造业尤其是原料药行业日后监管的重点。制药企业的环保成本上升，行业进入壁垒提高。从监管政策及

政策导向来看，今后政府将不再听任企业将自身的环保成本转嫁至全社会，质量及环保要求提升已成为趋势，医药制造企业必须重新审视自身的工艺路线。同时，优化生产工艺、提升产品质量、减少污染物排放也是国内制药企业与国际接轨、参与国际市场竞争的必经之路。目前，国内部分药企已着手通过技术改造实现减排，少数企业正结合整体搬迁进行工艺、装备的全面升级。但搬迁选址、生产基地再建、装备升级等对于医药制造企业而言并非易事，虽然有利于企业的长远发展，但将在短时期内给企业带来资本支出及成本上升的压力。

### 药品价格管理趋于严格，医药制造企业利润空间将受到挤压

多年来国家对于医药行业进行了持续的治理整顿，大规模降低药价数十次，但药价虚高问题仍然突出。从历史来看，政府对药品降价往往在医疗保险目录的修订之后开始分批分次对目录中的药品进行降价，呈现一定周期性。本轮药品降价始自2010年11月，国家发展改革委员会先后多次降低部分激素、调节内分泌类、神经系统类；部分抗肿瘤、免疫和血液系统类；呼吸、解热镇痛和专科特殊用药等药品的最高零售限价，平均降价幅度为15%~17%。短期看，药品已进入新一轮降价周期，政府分批分次对纳入新版医保产品目录的产品实施降价将不可避免；长期来看，为控制医疗卫生费用支出，药品价格将呈下降趋势，医药制造企业利润空间亦将受到挤压。

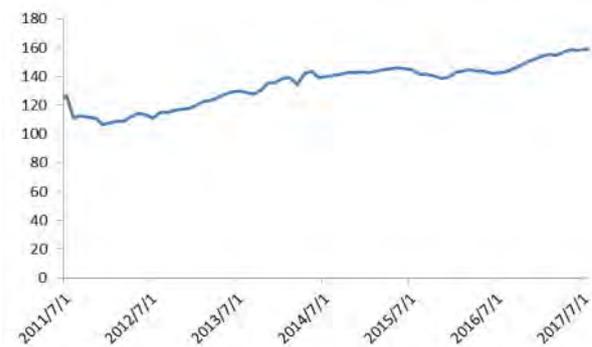
### 中药材价格持续增长，且中药材产量和价格波动具有显著的周期性，将对制药企业成本控制形成一定压力

近年来，我国的中药材行业得到了迅速发展，并在栽培、引种驯化野生药材、引进国外中药材等方面均取得了重大进展，中药材的质量和安全性不断提高，品种不断获得丰富。

2011年下半年以来，随着中药材种植产能的增加以及政府监管力度的加大，我国中药材价格出现较为显著下跌，中药材综合指数约下滑近25%；而自2012年以来，中药材价格持续回升并快速增长。其原因一方面是由于中药材生产受到气候、环境、

日照等自然因素影响较大，上述因素的变化可能影响药材正常生长，并进一步导致产出减少；另一方面，由于近年来野生药材的过度采挖，中药资源受到破坏，加之国家对珍稀野生药材实行禁采和限采，导致部分中药材原材料出现短缺，价格大幅波动或上涨。此外，由于我国中药材种植滞后于农业发展且机械化程度较低，人工成本上涨也在一定程度上加快了国内中药材价格的上涨。

图3：中国成都中药材价格指数



资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

考虑到中药材是相关医药制造行业的原材料，其供应数量、质量和价格将直接影响其生产经营，同时中药材价格对于相关医药生产企业成本影响较大，因此中药材价格的大幅增涨将对相关医药生产企业形成较大压力。

## 竞争优势

### 营销渠道较为完善

目前，公司在全国均有销售网络布局，各区域的销售收入占比基本保持稳定。其中，华东地区的销售收入占比较高。客户方面，公司客户质量较好，主要包括上海医药分销控股有限公司、广州医药有限公司、国药控股股份有限公司等大型医药流通企业。优质的客户资源，有助于公司提高产品知名度，以及保障回款的稳定性。营销组织架构方面，公司设立了多个营销中心以及相应的后台支持部门，用于大力度开展其客户拓展和维护工作。得益于公司较为完善的营销网络，目前公司核心产品已覆盖全国 1,100 余家主要的三级医院，2,000 多家二级医院，600 多家一级医院和 5,000 多家其他医院。

## 产品市场前景较好

公司产品分为处方药和非处方药，主要涵盖抗肿瘤类、心血管类和镇咳类三大领域。公司拥有 212 个品种的药品生产批准文号，其中 164 个品种进入国家医保目录（甲类品种 30 个，乙类品种 54 个）、16 个品种为原研产品、7 个品种被列入《国家基本药物目录》，2 个产品为国家中药保护品种。产品涉及中成药、化学药和生物药，组内产品契合度高。中药肿瘤用药聚积以艾迪、康赛迪和艾愈 3 大产品，生化抗肿瘤用药聚积以科博肽以及其他产品，慢病用药组以心血管产品为主，聚积以杏丁、瑞替普酶、理气活血、心脉通、金骨莲等多个产品。妇（男）科用药线聚积以妇炎消、葆宫止血、泌淋胶囊（颗粒）、疏肝益阳等众多产品，镇咳类用药聚积克咳家族系列等产品。

恶性肿瘤、心脑血管和呼吸系统疾病是中国死亡率最高的病种，公司的主要产品布局于这三个市场，尤其以抗肿瘤药为核心。由于全球恶性肿瘤病例呈现迅猛增长态势，针对肿瘤治疗的需求也将随

之增长。未来，待公司以肿瘤治疗为核心的医疗服务板块布局逐步完善，其医疗服务板块业务收入将保持较快增长，同时其肿瘤治疗药品销售也将得到进一步提升。

## 业务运营

公司主要从事肿瘤类、心血管类和镇咳类新型药品的研发、生产和销售，另从事一定的肿瘤治疗及其他疾病诊治的医疗服务。公司现有小针剂、冻干粉针、大输液等 49 个品规产品。由于主要产品销售情况较好和不断并购，近年来公司收入规模逐年提升，2014~2016 年公司实现营业收入分别为 31.57 亿元、33.03 亿元和 36.87 亿元，其中医药工业板块收入分别为 25.90 亿元、30.52 亿元和 31.88 亿元，占其营业总收入的比例分别为 93.13%、92.42%和 86.54%，医疗服务板块收入分别为 2.42 亿元、2.50 亿元和 4.96 亿元，占其营业总收入的比例分别为 7.67%、7.58%和 13.46%。2017 年 1~6 月，公司实现营业收入为 19.52 亿元。

表 6：2014~2016 年及 2017 年上半年度公司主营业务收入构成

单位：万元、%

| 行业        | 2014 年度           |               | 2015 年度           |               | 2016 年度           |               | 2017 年 1-6 月      |               |
|-----------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
|           | 金额                | 比例            | 金额                | 比例            | 金额                | 比例            | 金额                | 比例            |
| 医药工业      | 259,039.96        | 93.13         | 305,212.03        | 92.42         | 318,847.05        | 86.54         | 159,158.66        | 81.59         |
| 医疗服务      | 18,753.08         | 6.74          | 25,039.89         | 7.58          | 49,586.45         | 13.46         | 35,916.68         | 18.41         |
| 机械        | 357.46            | 0.13          | -                 | -             | -                 | -             | -                 | -             |
| <b>合计</b> | <b>278,150.50</b> | <b>100.00</b> | <b>330,251.92</b> | <b>100.00</b> | <b>368,310.90</b> | <b>100.00</b> | <b>195,075.34</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

## 医药工业板块

作为公司的核心业务板块，近年来公司通过提质增效，保持医药工业板块营业收入规模逐年上涨。2014~2016 年及 2017 年上半年公司医药工业板块分别实现收入 29.13 亿元、30.52 亿元、31.88 亿

元和 15.92 亿元。就产品而言，处方药是公司主要的产品，2014~2016 年及 2017 年上半年度公司处方药分别实现销售收入 23.99 亿元、27.67 亿元、28.93 亿元和 15.15 亿元，占医药工业板块收入的比重分别为 82.34%、90.65%、90.73%和 95.22%。

表 7：近年来公司医药工业板块收入构成情况

单位：万元

| 项目       | 2014 年度    |        | 2015 年度    |        | 2016 年度    |        | 2017 年 1-6 月 |        |
|----------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|--------------|--------|
|          | 金额         | 比例     | 金额         | 比例     | 金额         | 比例     | 金额           | 比例     |
| 非处方药 OTC | 19,139.93  | 7.39%  | 28,528.83  | 9.35%  | 29,449.38  | 9.24%  | 7,613.17     | 4.78%  |
| 处方药      | 239,900.03 | 92.61% | 276,683.20 | 90.65% | 289,275.07 | 90.73% | 151,545.49   | 95.22% |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司产品主要用于抗肿瘤、心脑血管疾病、止咳化痰、妇科等治疗领域，重点产品包括艾迪注射液、银杏达莫注射液、克咳胶囊、金莲清热泡腾片、葆宫止血颗粒、妇炎消胶囊等。艾迪注射液系中成药，为秘密级国家秘密技术、国家中药二级保护品种，为国家高等级医学教材中药抗肿瘤首选用药，主要用于清热解毒，消瘀散结，治疗原发性肝癌，肺癌，直肠癌，恶性淋巴瘤，妇科恶性肿瘤等，属于处方药。银杏达莫注射液为复方制剂，适用于预防和治疗冠心病、血栓栓塞性疾病，属于处方药。克咳胶囊，系中成药，为国家二级中药保护品种，用于治疗咳嗽，喘急气短，属于非处方药。金莲清热泡腾片系中成药，主治外感热症，属于处方药。葆宫止血颗粒系中成药，用于固经止血、滋阴清热，属于处方药。妇炎消胶囊系中成药，用于治疗妇女生殖系统炎症，属于非处方药。从产品收入占比来看，近年来银杏达莫注射液收入占比为 10%左右，对公司的盈利贡献较大，其他产品由于价格偏低，销量不高，对公司盈利贡献有限。

生产方面，公司建有符合国家药品生产质量管理规范（简称 GMP）的生产厂房 43,200 平方米，占地面积 134,398 平方米。目前拥有贵州省内生产基地 3 个，省外生产基地 4 个。产能方面，作为公司重点产品，截至 2017 年 6 月底，艾迪注射液和银杏达莫注射液年产能较高，分别为 7,614 万支和 3,628.8 万支；其余产品如金莲清热泡腾片、葆宫止血颗粒、妇炎消胶囊等年产能分别为 600 万盒、900 万盒、720 万盒。

产量方面，公司按照以销定产的模式进行生产，2014~2016 年，公司主要产品艾迪注射液的产量分别为 5,980.21 万支、5,546.64 万支和 6,926.64 万支；银杏达莫注射液的产量分别为 3,590.47 万支、4,340.89 万支和 4,595.89 万支。受医保控费的影响，公司较多产品在 2015 年的产量出现一定的下滑。

销售方面，2014~2016 年，公司主要产品艾迪注射液的销量分别为 6,071.01 万支、5,453.54 万支和 6,165.26 万支；银杏达莫注射液的销量分别为 3,768.90 万支、3,843.66 万支和 4,675.90 万支。公司产品产销率基本保持在 80%以上，其中 2016 年复方斑蝥胶囊、银杏达莫注射液、葆宫止血颗粒等多个产品产销率均在 91%以上，尤其是银杏达莫注射液，产品产销率达 101.74%，市场需求量较大。销售价格方面，公司的注射用洛铂价格较高，50 毫克单价维持在 1,600 元左右，除了此之外，公司其余产品单价普遍较低，近几年价格均变化较小。从不同产品销售情况来看，作为公司的核心产品，艾迪注射液销售金额占公司医药工业板块收入比例最大，2016 年艾迪注射液销售收入约 12.53 亿元，占当期医药工业板块收入比例近 40%，市场竞争能力较强；2016 年公司另一款核心产品注射用洛铂销售量增长明显，从 2015 年的 46.94 万支增长至 71.77 万支，同期销售收入也增至 3.62 亿元。作为第三代铂类制剂，公司生产的注射用洛铂是《国家医保目录》的独家品种，拥有广阔的市场空间。该产品与公司在肿瘤领域核心产品契合度较高，可进一步提升公司在肿瘤用药市场的竞争能力。

表 8：近三年公司主要产品生产销售情况

| 主要治疗领域   | 药(产)品名称 | 单位 | 2014 年   |          |         | 2015 年   |          |         | 2016 年   |          |         |
|----------|---------|----|----------|----------|---------|----------|----------|---------|----------|----------|---------|
|          |         |    | 产量       | 销量       | 产销率     | 产量       | 销量       | 产销率     | 产量       | 销量       | 产销率     |
| 抗肿瘤用药    | 艾迪注射液   | 万支 | 5,980.21 | 6,071.01 | 101.52% | 5,546.64 | 5,453.54 | 98.32%  | 6,926.64 | 6,165.26 | 89.01%  |
|          | 注射用洛铂   | 万支 | 39.18    | 35.09    | 89.56%  | 61.72    | 46.94    | 76.05%  | 95.68    | 71.77    | 75.01%  |
|          | 复方斑蝥胶囊  | 万盒 | 262.48   | 247.58   | 94.32%  | 248.45   | 251.11   | 101.07% | 328.32   | 299.86   | 91.33%  |
| 心脑血管用药   | 银杏达莫注射液 | 万支 | 3,590.47 | 3,768.90 | 104.97% | 4,340.89 | 3,843.66 | 88.55%  | 4,595.89 | 4,675.90 | 101.74% |
|          | 心脉通胶囊   | 万盒 | 253.82   | 219.39   | 86.44%  | 223.68   | 239.96   | 107.28% | 327.77   | 294.71   | 89.91%  |
| 止咳化痰用药   | 克咳胶囊    | 万盒 | 713.18   | 817.20   | 114.59% | 679.48   | 869.4    | 127.95% | 869.30   | 694.94   | 79.94%  |
| 肌肉骨骼系统用药 | 金骨莲胶囊   | 万盒 | 190.65   | 179.44   | 94.12%  | 277.33   | 250.05   | 90.16%  | 347.96   | 302.88   | 87.04%  |
| 妇科用药     | 妇炎消胶囊   | 万盒 | 286.66   | 318.64   | 111.16% | 125.14   | 269.62   | 215.45% | 589.66   | 575.31   | 97.57%  |
|          | 葆宫止血颗粒  | 万盒 | 305.27   | 531.39   | 174.07% | 536.12   | 648.16   | 120.90% | 649.51   | 624.08   | 96.08%  |
|          | 岩鹿乳康片   | 万盒 | 132.05   | 114.22   | 86.50%  | 89.05    | 79.78    | 89.59%  | 116.37   | 116.46   | 100.08% |
| 儿科用药     | 金莲清热泡腾片 | 万盒 | 528.22   | 476.09   | 90.13%  | 427.5    | 462.54   | 108.20% | 554.13   | 472.23   | 85.22%  |
| 男科用药     | 疏肝益阳胶囊  | 万盒 | 150.86   | 170.90   | 113.28% | 58.28    | 86.94    | 149.18% | 117.29   | 102.46   | 87.36%  |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售区域来看，公司在全国均有销售网络布局，各区域的销售收入占比基本保持稳定。其中，

华东地区的销售收入占比较高，最近两年稳定在45%左右，是公司的主要业务开展地区。

表 9：近年来公司营业收入按区域划分情况

单位：万元

| 项目        | 2014年             |                | 2015年             |                | 2016年             |                | 2017年1~6月         |                |
|-----------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
|           | 金额                | 占比             | 金额                | 占比             | 金额                | 占比             | 金额                | 占比             |
| 华北东北      | 38,508.21         | 12.20%         | 39,728.33         | 12.03%         | 40,460.27         | 10.98%         | 13,686.78         | 7.02%          |
| 华东地区      | 142,018.94        | 45.00%         | 148,131.06        | 44.85%         | 176,859.21        | 48.00%         | 122,418.61        | 62.75%         |
| 华南地区      | 45,716.10         | 14.48%         | 45,848.01         | 13.88%         | 67,675.23         | 18.37%         | 22,518.32         | 11.54%         |
| 华西地区      | 31,364.48         | 9.94%          | 58,007.92         | 17.56%         | 44,714.03         | 12.14%         | 21,424.43         | 10.99%         |
| 华中地区      | 58,018.62         | 18.38%         | 38,536.59         | 11.67%         | 38,724.76         | 10.51%         | 15,027.21         | 7.70%          |
| <b>合计</b> | <b>315,626.34</b> | <b>100.00%</b> | <b>330,251.91</b> | <b>100.00%</b> | <b>368,433.50</b> | <b>100.00%</b> | <b>195,075.35</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售客户方面，公司客户质量较好且比较稳定，主要包括上海医药分销控股有限公司、广州医药有限公司、国药控股股份有限公司等大型医药流通企业。前五大客户占比方面，2014~2016年公司前五大客户的销售收入金额占各期营业收入比例分别为25.89%、35.42%和34.82%，前五大客户销售收入占比均不超过40%，单个客户销售收入占比

均不超过13%，公司不存在向单个客户的销售比例超过50%或严重依赖少数客户的情况。结算方面，公司综合客户信用情况、产品类型和销售渠道等因素对药品销售分为先款后货、货到付款两种结算方式，可以根据客户需要接受现金或银行承兑汇票进行结算，并可根据客户资质给予主要客户一定的信用账期。

表 10：2014~2016年及2017年上半年度公司前五大客户的销售收入及占当期营业收入的比例

单位：亿元、%

| 客户              | 2014年       |              | 2015年        |              | 2016年        |              | 2017年1~6月   |              |
|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|
|                 | 金额          | 占比           | 金额           | 占比           | 金额           | 占比           | 金额          | 占比           |
| 上海医药分销控股有限公司    | -           | -            | 3.22         | 9.76         | 3.55         | 9.63         | -           | -            |
| 康德乐（上海）医药有限公司   | 0.98        | 3.10         | 3.11         | 9.43         | 4.66         | 12.64        | 2.26        | 11.60        |
| 广州医药有限公司        | 3.37        | 10.68        | 2.70         | 8.19         | 1.94         | 5.25         | 1.40        | 7.16         |
| 国药控股股份有限公司      | 1.48        | 4.69         | 1.33         | 4.02         | -            | -            | -           | -            |
| 国药控股分销中心有限公司    | -           | -            | -            | -            | -            | -            | 3.35        | 17.18        |
| 华东医药股份有限公司      | -           | -            | 1.33         | 4.02         | -            | -            | -           | -            |
| 华东医药股份有限公司药品分公司 | 1.35        | 4.28         | -            | -            | -            | -            | -           | -            |
| 南京医药（淮安）天颐有限公司  | 0.99        | 3.13         | -            | -            | -            | -            | -           | -            |
| 南京医药股份有限公司      | -           | -            | -            | -            | 1.69         | 4.59         | -           | -            |
| 华润河南医药有限公司      | -           | -            | -            | -            | 1.00         | 2.71         | -           | -            |
| 贵州益佰医药有限责任公司    | -           | -            | -            | -            | -            | -            | 0.65        | 3.31         |
| 淮南市职工医保         | -           | -            | -            | -            | -            | -            | 0.55        | 2.79         |
| <b>合计</b>       | <b>8.17</b> | <b>25.89</b> | <b>11.70</b> | <b>35.42</b> | <b>12.84</b> | <b>34.82</b> | <b>8.21</b> | <b>42.05</b> |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

采购方面，公司供应商比较分散，近几年公司前五大供应商存在一定变动，近年的主要供应商包括贵州圣久生物科技有限公司、广东合百草制药有限公司、广东笑咪咪食品有限公司等。前五大供应商占比方面，2014~2016年前五大供应商的采购金

额占各期采购总额比例分别为21.60%、23.48%和27.42%，前五大供应商的采购金额占比均不超过30%，单个供应商采购金额占比均不超过11%，不存在向单个供应商的采购比例超过总额的50%或严重依赖于少数供应商的情况。原材料采购方面，

主要有药材、辅助材料、包材等，其中药材采购金额占总采购金额比例较高，近三年保持在 60%左右。药材采购方面，公司主要采购人参、三七、金莲花、醋柴胡等，其中人参和金莲花近几年均价保

持持续上涨趋势，三七和醋柴胡近三年均价波动较大，原材料价格的上涨及波动可能对公司的经营业绩产生一定的不利影响。

表 11：2014~2016 年前五大采购供应商采购金额及占当期采购总额比例

单位：亿元、%

| 供应商            | 2014 年      |              | 2015 年      |              | 2016 年      |              |
|----------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|
|                | 金额          | 占比           | 金额          | 占比           | 金额          | 占比           |
| 广东合百草制药有限公司    | -           | -            | 0.32        | 7.61         | 0.83        | 10.84        |
| 海南全星制药有限公司     | -           | -            | 0.17        | 4.11         | -           | -            |
| 广东笑咪咪食品有限公司    | 0.14        | 2.88         | 0.17        | 4.07         | -           | -            |
| 上海颐圣实业发展有限公司   | -           | -            | 0.17        | 3.96         | -           | -            |
| 贵州圣久生物科技有限公司   | 0.10        | 2.10         | 0.16        | 3.74         | 0.13        | 1.70         |
| 山东阿华生物药业有限公司   | 0.39        | 8.04         | -           | -            | -           | -            |
| 吉林省宏久和善堂人参有限公司 | 0.23        | 4.81         | -           | -            | -           | -            |
| 亳州市盛龙药业有限公司    | 0.18        | 3.77         | -           | -            | -           | -            |
| 河北仁心药业有限公司     | -           | -            | -           | -            | 0.58        | 7.57         |
| 淮南新欣医药有限公司药品部  | -           | -            | -           | -            | 0.45        | 5.87         |
| 安国市瑞神源中药材有限公司  | -           | -            | -           | -            | 0.11        | 1.44         |
| <b>合计</b>      | <b>1.05</b> | <b>21.60</b> | <b>1.00</b> | <b>23.48</b> | <b>2.10</b> | <b>27.42</b> |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 12：公司近三年及一期原材料采购情况

单位：万元

| 采购项目      | 2014 年度          |             | 2015 年度          |             | 2016 年度          |             | 2017 年 1-6 月     |             |
|-----------|------------------|-------------|------------------|-------------|------------------|-------------|------------------|-------------|
|           | 金额               | 比例          | 金额               | 比例          | 金额               | 比例          | 金额               | 比例          |
| 药材        | 13,832.74        | 67%         | 8,155.11         | 55%         | 20,154.32        | 72%         | 11,667.32        | 70%         |
| 辅助材料      | 2,709.81         | 13%         | 3,051.26         | 21%         | 4,473.24         | 16%         | 2,967.17         | 18%         |
| 包材        | 3,966.91         | 19%         | 3,534.31         | 24%         | 3,538.54         | 12%         | 2,050.3          | 12%         |
| <b>合计</b> | <b>20,509.46</b> | <b>100%</b> | <b>14,740.68</b> | <b>100%</b> | <b>28,166.10</b> | <b>100%</b> | <b>16,684.79</b> | <b>100%</b> |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 13：近三年及一期主要药材品种的采购单价及采购地情况

| 原材料 | 单位 | 均价（元）   |         |         |              | 主要采购地 |
|-----|----|---------|---------|---------|--------------|-------|
|     |    | 2014 年度 | 2015 年度 | 2016 年度 | 2017 年 1-6 月 |       |
| 人参  | KG | 698.54  | 704.99  | 934.05  | 854.79       | 河北省   |
| 三七  | KG | 474.44  | 119.78  | 251.26  | 281.06       | 云南省   |
| 乙醇  | L  | 6.65    | 6.64    | 6.08    | 5.88         | 贵州省   |
| 金莲花 | KG | 205.54  | 241.85  | 258.24  | 247.79       | 河北省   |
| 醋柴胡 | KG | 143.93  | 75.00   | 125.8   | 97.7         | 河北省   |
| 金樱子 | KG | 30.43   | 14.20   | 24.59   | 25.22        | 湖北省   |
| 白芍  | KG | 40.71   | 14.00   | 25.83   | 22.13        | 安徽省   |
| 地黄  | KG | 25.38   | 17.30   | 25.41   | 19.55        | 河南省   |
| 椿皮  | KG | 27.67   | 6.38    | 10.73   | 8.01         | 河北省   |
| 蔗糖  | KG | 5.21    | 6.01    | 6.04    | 6.34         | 广西省   |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

随着业务的快速发展，公司产能释放已较为充分，为扩大产能，近年来公司主要对生产厂房进行扩建，重大项目总投资达 12.14 亿元。其中，益佰

制药 GMP 改造二期工程项目投入较大，项目总投资达 4.67 亿元，占公司重大在建项目总投资的 38.51%，主要旨在对新版 GMP 的改造。截至 2017

年6月末,公司所有重大在建工程已投资9.24亿元,其中益佰制药 GMP 改造二期工程已投资 3.79 亿元。待项目建设完成,公司将进一步提升产品质量

和销售体系等方面的核心竞争力,增强盈利能力和可持续发展能力。

表 14: 截至 2017 年 6 月 30 日公司重大在建项目情况

单位: 万元

| 项目名称                 | 主要建设内容   | 起止年限            | 总投资               | 未来三年拟投入金额           |          |          |        |
|----------------------|--|-----------------|-------------------|---------------------|----------|----------|--------|
|                      |  |                 |                   | 截至 2017 年 6 月末已投入资金 | 2017     | 2018     | 2019   |
| 2010 新版 GMP 改造工程项目   | 制剂厂房(一)、提取车间(一)、质保大楼加层、锅炉房(含垃圾房)、污水处理站   | 2012.1-2017.8   | 27,129.52         | 23,592.55           | 150.00   | 3,386.97 | -      |
| GMP 改造二期工程项目         | 提取车间、制剂车间、仓库、危险品库房及罐区、锅炉房、废水处理站等;洗烘灌轧连线、检漏机、包装机等设备购置                           | 2013.1-2017.7   | 46,733.16         | 37,882.15           | 695.00   | 1,436    | -      |
| 零星工程                 | 胶囊车间改扩建;工程、设备改造更新  | -               | 2,988             | 733.88              | -        | -        | -      |
| GMP 二期清镇提取项目         | 提取车间、仓库、质检办公楼、食堂、污水处理站、危险品库、动力站等   | 2016.1-2016.12  | 24,541.02         | 20,369.05           | 1,251.59 | 2,920.38 | -      |
| 清镇颗粒线项目              | 颗粒剂土建  | 2017.04-待定      | 1,439             | 566.76              | 872.24   | -        | -      |
| 南诏药业-异地 GMP 项目改造     | 小容量注射剂车间、实验动物房、检验中心、冷库、原料车间等,纯化水系统、注射用水系统、纯蒸汽系统、压空系统、氢氧气系统、配液系统、灭菌柜、器具清洗机等设备购置 | 2013.7-2014.12  | 2,231.83          | 1,334.80            | -        | 897.03   | -      |
| 华澳医院建筑主体工程           | 楼体装修改造   | 2017.3-2017.11  | 7,000.00          | 279.00              | 6,721.00 | -        | -      |
| 注射用瑞替普酶原液及灌装车间异地改建工程 | 净化工程、规划设计、建筑安装、污水工程  | 2013.6-2017.6   | 2,886.16          | 2,280.07            | 606.09   | -        | -      |
| 朝阳医院住院楼一期扩容工程        | 酒店改造   | 2016.10-2017.10 | 6,416.10          | 5,346.12            | 400.00   | 125.00   | 544.98 |
| <b>合计</b>            | -  | -               | <b>121,364.79</b> | <b>92,384.38</b>    | -        | -        | -      |

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体来看,公司医药工业板块主要产品销售情况较好,销售收入逐年增加。随着公司产能的持续扩大,凭借其强大的销售能力,预计未来医药工业板块产品销售情况将进一步提升。

## 其他业务板块

除了医药制造板块,公司还从事一定的医疗服务业务,近年来主要围绕着肿瘤治疗开展,以配合其相关药物销售。2014~2016年,公司医疗服务业务收入规模分别为 2.42 亿元、2.50 亿元和 4.96 亿元。

肿瘤治疗需要有大型医疗设备以及其他硬件作支撑,于是公司通过新设和收购的方式实现业务规模的扩张。2008年,公司出资 600 万元成立上海鸿飞医学科技发展有限公司,持股比例为 100%。2009年,公司收购上海罗西亚医药科技有限公司与中国人民解放军第八十五医院合作发展“伽玛刀中心(头部伽玛刀)”项目;同年,公司收购上海鸿飞科技发展有限公司与中国人民解放军第八十五医院开办“上海伽玛刀治疗研究中心(体部伽玛刀)”项目,收购上海鸿飞科技发展有限公司与中国人民

解放军第四〇一医院开办“中国人民解放军四〇一医院伽玛刀治疗研究中心”项目，以用于开展大型医疗设备的肿瘤医疗服务业务。

2016年公司先是以2.6亿元取得淮南朝阳医院管理有限公司（以下简称“淮南朝阳医院”）32.5%股权，之后又以人民币3.5亿元对淮南朝阳医院增资，目前公司持有淮南朝阳医院53%的股权。淮南朝阳医院拥有床位数780张，医护人员900余人，为百强民营医院，其肿瘤放射、心内、呼吸等科室优势明显，医保已充分覆盖。

2016年12月，公司收购上海华睿医疗投资管理股份有限公司（以下简称“上海华睿”）9.06%股权并增资扩股至53.63%股权，上海华睿主要从事肿瘤放疗大型医疗设备和核医学投资、医疗项目收购和运营业务，并专注于肿瘤治疗中心的投资，通过整合医疗及市场两方面资源，为医院提供核医学全方位的专业服务。目前上海华睿拥有17个医院中心及19个项目，主要项目均为肿瘤放疗治疗中心，业务覆盖在湖南、湖北等地的17家医院，其中合作的三级医院9家，二级医院8家。业务团队102人，其中33人为专职医疗人员。

2017年2月，公司收购绵阳富临医院90%股权。绵阳富临医院是国资参股的二级甲等综合医院，是按照绵阳市委、市政府的要求，作为绵阳高新技术产业开发区的配套项目，于2001年5月由绵阳市中心医院与四川富临实业集团有限公司共同组建的绵阳市首家股份制医院，核准为二类事业单位，定性为非营利性医疗机构，四川富临实业集团有限公司（以下简称“富临集团”）原持股90%。此次交易前，该医院定性变更为营利性医疗机构，公司以人民币1.35亿元的对价受让富临集团所持股份。截至2016年11月30日，全院在岗职工454人，事业单位在编职工30人（学校编制），临床一线医护人员362人，占总人员80%，其中正高级职称10人，副高级职称18人，中级职称50人，初级职称219人。

2017年6月，公司受让辽阳市曼迪科医疗企业管理服务有限公司（以下简称“曼迪科”）15%股权并增资扩股至59%股权，认缴和增资资金用于曼迪

科举办的辽阳中奥肿瘤医院的建设。曼迪科成立后主要开展中奥肿瘤医院的筹建工作，为中奥肿瘤医院唯一的举办人。中奥肿瘤医院已获得辽阳市行政审批局2016年12月21日核发的《辽阳市行政审批局医疗机构设置批准书》（批准文号为：辽市行审卫设字（2016）第1号）。房屋装修基本完成、基本医疗设备安装到位。目前医院人员配置规划已落实，尚未取得《医疗机构执业许可证》，辐射、放射和放疗许可证等相关手续正在办理，计划于2017年11月开业。通过收购相关资产，公司可加速医疗服务布局。

除了硬件支持，肿瘤治疗还需要医师资源参与，以及诊后或术后疾病管理的专业高效的信息化平台配合。2015年11月公司与百洋医药集团有限公司旗下百洋健康网共同出资设立贵州百洋益佰肿瘤易复诊大数据有限公司（以下简称“百洋益佰大数据公司”），公司间接持股60%股权。合作旨在为肿瘤专科医生对患者进行诊后或术后疾病管理提供专业高效的信息化平台。公司负责易复诊系统的推广及引进签约医生。百洋益佰大数据公司收入主要来自收取肿瘤医生的经纪费用及药品销售的分成费。上述合作能为以后肿瘤医院平台的运营积累医师资源，完善以肿瘤医院为核心的医疗服务产业链。

此外，公司还成立并购基金，用于加强自身扩张实力。2015年公司出资1.5亿与中钰资本管理（北京）股份有限公司（系从事医药医疗投资的专业金融服务机构）发起设立肿瘤医疗产业并购基金，基金规模30亿，存续期为5年，将主要投资与公司战略规划相关的肿瘤医疗服务机构（肿瘤医院），包括但不限于并购、新建、合作经营等。此次投资，有助于实现公司“聚焦大肿瘤、拥抱互联网”战略，做大做强肿瘤医疗产业。

综上所述，由于肿瘤医疗服务仍在布局当中，目前公司其他业务板块收入在总收入中占比不高，未来待其布局的逐步实施，公司以肿瘤医院为核心的医疗服务产业链将逐步完善，将有助于促进其整体业务规模的增长。

## 公司治理和管理

公司严格遵守《公司法》、《证券法》及其他有关法律、行政法规、规范性文件及公司章程的要求，构建了股东大会、董事会、监事会及管理層互相制衡、互相配合的现代上市公司治理体系，形成了权力机构、决策机构、监督机构及执行机构良好的运作机制。

根据现代企业制度的要求，公司设立了董事会，董事会由 8 名董事组成，设董事长 1 人，任期三年。公司专门聘任了董事会秘书和证券事务代表，负责公司的信息披露事务。公司董事会按《公司法》、《上市公司章程指引》、《公司章程》的规定制定了《董事会议事规则》，该议事规则明确规定了董事会的召开和表决程序，确保董事会落实股东大会决议，提高工作效率、保证科学决策。公司设监事会。监事会由 3 名监事组成，监事会设主席 1 人，可以设副主席。监事会主席和副主席由全体监事过半数选举产生。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于 1/3。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。公司的董事、经理和其他高级管理人员不得兼任监事。监事的任期每届为 3 年。监事任期届满，连选可以连任。其主要职责是对公司财务、对董事、高级管理人员的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或股东决定的董事、高级管理人员提出罢免的建议，并依照《公司法》的有关规定，对董事、高级管理人员提起诉讼。

公司实行董事会授权下的经理负责制，公司设经理一人、副经理若干人。公司经理、副经理、财务负责人、董事会秘书和总工程师为公司高级管理人员。经理由董事会聘任，副总经理由总经理提名董事会聘任。经理每届任期 3 年，经理连聘可以连任经理作为公司日常经营管理责任人，对董事会负全责，执行董事会的各项决议，主持和领导公司的经营管理机构，在董事会授权范围内对外代表公司。经理行使其职权不得改变或超出董事会的授权范围。副经理协助经理工作。经理处理重要问题时，应同副经理协商。另外，为了进一步规范公司的管

理和运作，从制度上加强和细化各个方面的管理，公司在董事会下面设置投资部、公共关系部、战略规划部、医疗服务事业部、女子营销中心、益佰本部营销中心、生化肿瘤营销中心、销售行政部、销售人力培训部、医学部、医改部、国际部、女子生产制造中心、益佰生产制造中心、长安生产制造中心、总工办、医保中心、运营中心、财务中心、研发中心、北京办事处、行政后勤部、风控部、IT 信息部、车队、武装部、审计部、并购基金等部门。

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上市公司内部控制指引》等法律法规和规范性文件的要求，建立健全了较为完善的内部控制制度管理体系。内部控制活动涵盖了财务管理、内部经营管理、商品采购、销售管理、对外投资、行政管理、融资担保、资金管理、信息披露等整个生产经营过程，形成了规范的管理体系。

在财务管理方面，公司实行财务集中管控制度，实行财务机构和会计人员的统一管理，根据公司经营规划配置相应的会计人员岗位，定期对财会人员进行综合考评；实行公司范围内会计核算网络化，实现会计信息和会计核算统一管理。

在预算管理制度方面，公司实行“统一管理、分级负责”的预算管理，把一切经济活动都纳入预算之中。公司建立由管理委员会、预算工作小组、各预算管理责任中心构成的三级预算管理体系。公司及其所属各公司必须编制年度预算，财务预算编制工作在认真分析和总结上年预算执行情况的基础上，围绕企业的战略规划和年度经营计划，合理、全面、科学地编制。

在关联交易管理方面，为了防范经营风险、确保合规运营，公司根据《公司法》以及《公司章程》的有关规定，加强了对企业内控、控制关联交易数量、规范关联交易管理。公司发生关联交易时，必须遵守“公平、公正、公开”的原则，并确保相关关联交易符合公司的整体利益以及相关法律法规的要求，所有关联交易定价均遵循市场定价的原则。

人事管理制度方面，为规范公司人事管理，明确公司的职责，维护劳资双方的合法权益，公司依据《中华人民共和国劳动合同法》、《中华人民共和

国劳动法》等法律法规，特制定该制度。该制度包括了机构设置与人员编制管理、调配与招聘管理、劳动合同管理、保险管理、离职管理等内容的具体规定。

总体来看，公司治理较为规范，管理制度完善，能够保障公司的业务运营效率、管理的合法合规以及资产的安全，并能够满足公司未来发展的需要。

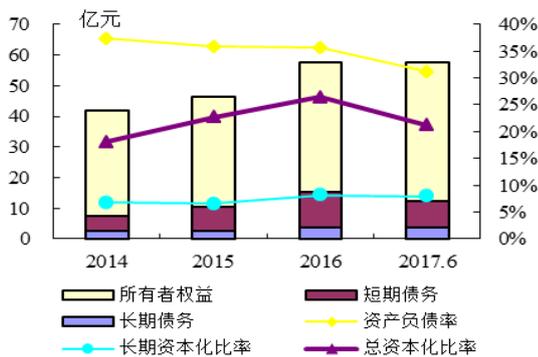
## 财务分析

下列财务分析基于公司提供的经北京中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014~2016年审计报告以及未经审计的2017年半年度财务报表，所有数据均为合并口径。

### 资本结构

近年来公司药品销售规模逐步扩大，资产规模呈现上升趋势，2014~2016年末，公司资产总额分别为54.96亿元、55.88亿元和65.89亿元；同期，得益于定向增发及留存收益的增长，公司所有者权益分别为34.42亿元、35.86亿元和42.40亿元，近三年年均复合增长率为10.99%；同期公司负债总额分别为20.54亿元、20.02亿元和23.49亿元。截至2017年6月末，公司资产总额为65.70亿元，负债总额为20.43亿元，所有者权益为45.27亿元。

图4：2014~2017年6月末公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产构成方面，非流动资产系公司资产的主要构成。截至2016年末，公司非流动资产为40.57亿元，占资产总额的61.47%。公司非流动资产主要由固定资产、无形资产和商誉构成。2014~2016年末，公司固定资产规模分别为5.66亿元、9.05亿元和10.36亿元，主要包括房屋及建筑物、机器

设备和运输工具，近年呈逐年增加趋势主要系在建设工程转固和企业合并范围增加所致；公司无形资产规模分别为3.56亿元、3.36亿元和3.50亿元，主要由土地使用权、专利权、非专利技术和商标权构成；同期公司商誉分别为16.18亿元、16.18亿元和20.68亿元，2016年末公司商誉同比增加27.81%，主要系公司收购爱德药业、淮南朝阳和南京睿科股权所致，公司商誉占非流动资产比重较大，对可能存在的商誉减值风险应予以关注。截至2017年6月末，公司非流动资产规模为43.09亿元，占资产总额的65.59%，其中固定资产、无形资产和商誉分别为10.55亿元、3.39亿元和21.71亿元。

截至2016年末，公司流动资产规模为25.32亿元，占资产总额的38.43%。公司流动资产主要包括货币资金、应收票据、应收账款、预付款项和存货。2014~2016年末，公司货币资金余额分别为10.53亿元、10.50亿元和10.25亿元，主要由银行存款构成；2014~2016年末，公司应收票据分别为6.65亿元、6.81亿元和7.45亿元，公司应收票据全部为银行承兑汇票；公司应收账款分别为2.46亿元、2.36亿元和3.52亿元，2016年公司应收账款较上年末增加49.19%，主要系当年新增子公司淮南朝阳医院增加社保款0.75亿元，截至2017年6月末，账龄在一年以内的应收账款占比为90.10%，账龄超过1年的应收账款占比为9.90%，主要对象为大型医药公司，回收风险基本可控；2014~2016年末，公司预付款项分别为2.98亿元、3.53亿元和0.69亿元，2016年公司预付款项较上年末下降80.41%，主要原因系当年往来预付款项重分类计入非流动资产所致；公司的存货规模分别为3.52亿元、2.08亿元和2.80亿元，主要由原材料、在产品和产成品构成，2015年公司存货规模较2014年下降40.82%，主要系公司生产材料领用及销售库存商品所致，2016年公司存货规模较上年末增加34.58%，主要系当年合并收购淮南朝阳医院所致。截至2017年6月末，公司流动资产规模为22.61亿元，占资产总额的34.41%，其中货币资金、应收票据、应收账款、预付款项和存货分别为8.67亿元、4.39亿元、4.84亿元、0.79亿元和3.16亿元。

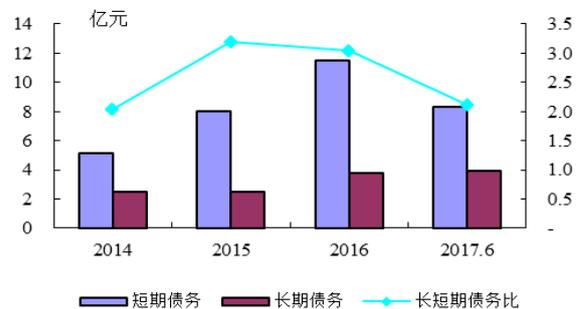
负债构成方面，流动负债系公司负债的主要构成。截至 2016 年末，公司流动负债规模为 19.27 亿元，占负债总额的 82.03%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款构成。2014~2016 年末，公司短期借款分别为 5.10 亿元、8.02 亿元和 10.78 亿元，主要系银行借款构成，其中 2016 年信用借款占比为 88.50%，表明企业在金融机构的信用良好，2015~2016 年末公司短期借款金额分别同上年末增加 57.31%和 34.43%，短期借款规模逐年增加主要系公司日常经营周转与对外股权并购所需短期银行贷款规模增长所致。2014~2016 年末，公司应付账款分别为 0.98 亿元、1.58 亿元和 2.04 亿元，2015 年末公司应付账款较上年末增加 62.25%，主要系当年新版 GMP 工程项目完工暂估转固确认工程款所致，2016 年末公司应付账款较上年末增加 28.96%，主要系当年合并朝阳医院及采购应付款增加所致；2014~2016 年末，公司预收款项分别为 2.18 亿元、3.23 亿元和 2.02 亿元，主要系由销售结算期初预收款构成；公司其他应付款金额分别为 7.76 亿元、2.12 亿元和 2.52 亿元，2015 年末公司其他应付款较上年末下降 72.61%，主要系公司支付中盛海天、长安国际制药股权收购尾款所致，2016 年末公司其他应付款较上年末增加 18.81%，主要系当年公司控股子公司益佰投资需支付爱德药业第二笔投资款以及公司控股子公司灌南医院计提的医疗风险准备金。截至 2016 年末，公司非流动负债规模为 4.22 亿元，占负债总额的 17.97%，公司非流动负债主要由长期借款构成，占非流动负债规模的 89.33%，2014~2016 年末，公司长期借款金额分别为 2.51 亿元、2.51 亿元和 3.77 亿元，截至 2016 年末，公司长期借款金额较上年末增加 50.20%，主要系增加借款用于支付并购朝阳医院管理公司 53%股权的款项。

截至 2017 年 6 月末，公司流动负债规模为 15.72 亿元，占负债总额的 76.96%，其中短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款分别为 7.95 亿元、2.28 亿元、0.72 亿元和 3.72 亿元；公司非流动负债规模为 4.71 亿元，占负债总额的 23.04%，其

中长期借款金额为 3.91 亿元，占非流动负债规模的 83.15%。

从债务规模来看，2014~2016 年末，公司总债务分别为 7.62 亿元、10.53 亿元和 15.25 亿元。从债务期限结构看，2014~2016 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 2.03 倍、3.19 倍和 3.04 倍，公司债务主要以短期债务为主。截至 2017 年 6 月末，公司总债务为 12.20 亿元，长短期债务比为 2.12 倍。公司以短期债务为主的财务结构有待优化，面临一定的短期付息压力。

图 5：2014~2017 年 6 月末公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务杠杆比率方面，2014~2016 年末，公司资产负债率分别为 37.38%、35.83%和 35.65%，呈现逐年下降趋势，资产负债水平在医药制造行业可比上市公司中处于中游水平；同期总资本化比率分别为 18.12%、22.69%和 26.45%。截至 2017 年 6 月末，公司资产负债率为 31.10%，总资本化比率为 21.23%。

表 15：2014~2016 年医药制造业上市公司资产负债率

| 可比上市公司      | 2016          | 2015          | 2014          |
|-------------|---------------|---------------|---------------|
| 东阿阿胶        | 15.71%        | 17.73%        | 19.20%        |
| 恒瑞医药        | 10.16%        | 9.91%         | 8.77%         |
| 安迪苏         | 20.34%        | 20.83%        | 94.33%        |
| 康美药业        | 46.40%        | 50.56%        | 40.03%        |
| 白云山         | 31.83%        | 45.28%        | 43.99%        |
| 云南白药        | 35.56%        | 29.87%        | 30.88%        |
| 康弘药业        | 22.70%        | 12.97%        | 16.96%        |
| 天士力         | 52.08%        | 50.00%        | 60.77%        |
| 同仁堂         | 29.20%        | 24.19%        | 33.21%        |
| 复星医药        | 42.31%        | 45.96%        | 46.01%        |
| 可比上市公司均值    | 31.09%        | 31.19%        | 39.23%        |
| 可比公司中值      | 31.83%        | 29.87%        | 37.38%        |
| <b>益佰制药</b> | <b>35.65%</b> | <b>35.83%</b> | <b>37.38%</b> |

资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

总体来看，公司资产规模逐年上升，自有资本实力逐年提升，为满足近年公司股权收购的资金需求，有息债务逐年增加，但目前公司整体负债水平仍较为合理。

## 盈利能力

近年来随着药品市场的不断拓展，公司营业收入呈现增长态势，2014~2016年公司分别实现营业收入31.57亿元、33.03亿元和36.87亿元，三年平均复合增长率为8.06%。收入结构方面，2014~2016年，公司主营业务医药工业板块营业收入分别为29.13亿元、30.52亿元和31.88亿元，占当年营业总收入占比为92.27%、92.40%和86.47%；医疗服务板块营业收入分别为2.42亿元、2.50亿元和4.96亿元，占当年营业总收入占比为7.43%、7.57%和13.45%。营业毛利率方面，2014~2016年公司营业毛利率分别为81.90%、80.85%和76.46%，公司的营业毛利率保持在较高水平，2016年公司营业毛利率较上年下降4.36个百分点，主要系公司医疗服务板块由于当年并购的淮南朝阳医院营业成本较高，致使该板块营业毛利率下降6.62个百分点，加之该板块业务收入当年占营业总收入的占比比较上年度增加5.88个百分点至13.46%。

表 16：2014~2016 年公司主营业务毛利率分析

| 毛利率   | 2014   | 2015   | 2016   |
|-------|--------|--------|--------|
| OTC   | 28.30% | 32.06% | 56.26% |
| 处方药   | 89.50% | 90.05% | 86.86% |
| 医疗服务  | 35.27% | 34.81% | 28.19% |
| 综合毛利率 | 81.90% | 80.85% | 76.49% |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

三费方面，近三年公司三费呈波动增加趋势。2014~2016年，公司三费合计分别为20.17亿元、24.10亿元和22.84亿元，占营业收入的比例分别为63.90%、72.97%和61.95%，三费收入占比较高，从三费构成看，公司三费以销售费用为主，2014~2016年，公司销售费用分别为17.47亿元、20.45亿元和18.37亿元，占三费的比重分别为86.62%、84.85%和80.43%，主要包括广告费用、销售人员薪酬及宣传活动费等，2015年，公司为提升市场份额，加大了二线产品的营销开拓力度，所需的开发费和促销费大幅增加，导致销售费用增加

2.97亿元；2016年，公司加强销售费用控制，销售费用较上一年减少2.08亿元。销售费用占比较大符合公司所处医药制造行业特征，也符合公司的业务特性和经营策略。2017年上半年度，公司三费合计为11.79亿元，占营业收入比例为60.38%。

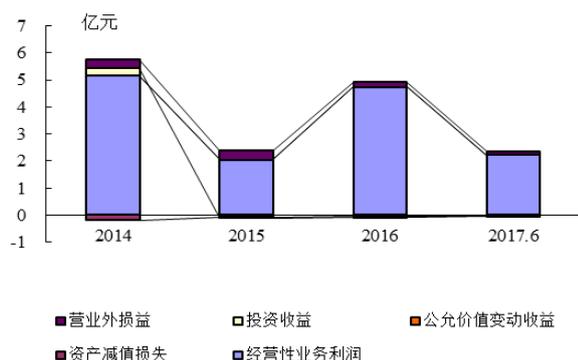
表 17：2014~2017 年半年度公司三费分析

| 单位：亿元、% |       |       |       |         |
|---------|-------|-------|-------|---------|
| 项目      | 2014  | 2015  | 2016  | 2017.H1 |
| 销售费用    | 17.47 | 20.45 | 18.37 | 9.85    |
| 管理费用    | 2.30  | 3.12  | 3.88  | 1.59    |
| 财务费用    | 0.39  | 0.53  | 0.59  | 0.35    |
| 三费合计    | 20.17 | 24.10 | 22.84 | 11.79   |
| 营业收入    | 31.57 | 33.03 | 36.87 | 19.52   |
| 三费收入占比  | 63.90 | 72.97 | 61.95 | 60.38   |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成，2014~2016年公司经营性业务利润分别为5.15亿元、2.05亿元和4.73亿元，公司2015年经营性业务利润较上年度减少60.16%，主要系在医保控费、药品降价的大背景下，行业增速整体放缓，公司为继续拓展市场份额，加大产品营销力度，致使其销售费用增加所致；2016年公司经营性业务利润较上年度增加130.54%，主要系当年公司营业收入较上年度增加3.84亿元，同时公司加强对销售费用的控制所致。2014~2016年，公司利润总额分别为5.57亿元、2.27亿元和4.83亿元；资产减值损失分别为0.18亿元、0.08亿元和0.06亿元，主要为坏账损失和存货跌价损失；营业外损益分别为0.32亿元、0.33亿元和0.19亿元，公司营业外收入主要为政府补助，由于公司属高新技术企业，每年政府给予公司各类补助，2014~2016年，公司获得的政府补助分别为0.34亿元、0.35亿元和0.32亿元。2017年上半年度，公司利润总额为2.31亿元。

图 6: 2014~2017 年半年度公司利润总额分析



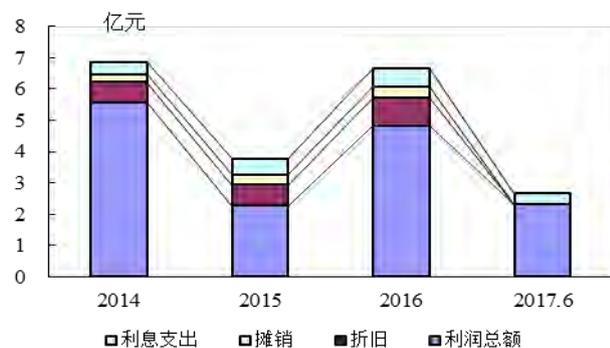
资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司近年来营业收入呈现稳定增长态势, 且整体毛利水平保持在较高水平, 但三费收入占比较高, 一定程度上影响了公司的整体盈利水平。

### 偿债能力

获现能力方面, 公司 EBITDA 主要由利润总额构成, 2014~2016 年, 公司 EBITDA 分别为 6.86 亿元、3.79 亿元和 6.67 亿元, 呈波动态势, 与利润总额保持同趋势变动。同期, 公司折旧分别为 0.66 亿元、0.66 亿元和 0.90 亿元; 公司利息支出分别为 0.38 亿元、0.51 亿元和 0.58 亿元。

图 7: 2014~2017 年半年度公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看, 2014~2016 年公司总债务/EBITDA 分别为 1.11 倍、2.78 倍和 2.29 倍; 同期, 公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 18.18 倍、7.44 倍和 11.41 倍, 近年随盈利状况的变化而有所波动, 整体看, 公司 EBITDA 对债务本息的覆盖能力很强。

表 18: 2014~2017 年半年度公司偿债能力分析

|                 | 2014  | 2015  | 2016  | 2017.H1 |
|-----------------|-------|-------|-------|---------|
| 短期债务 (亿元)       | 5.11  | 8.02  | 11.48 | 8.29    |
| 总债务 (亿元)        | 7.62  | 10.53 | 15.25 | 12.20   |
| EBITDA (亿元)     | 6.86  | 3.79  | 6.67  | -       |
| 资产负债率 (%)       | 37.38 | 35.83 | 35.65 | 31.10   |
| 总资本化率 (%)       | 18.12 | 22.69 | 26.45 | 21.23   |
| 经营性净现金流/总债务 (X) | 0.71  | 0.55  | 0.25  | 0.46    |
| 总债务/EBITDA (X)  | 1.11  | 2.78  | 2.29  | -       |
| EBITDA 利息倍数 (X) | 18.18 | 7.44  | 11.41 | -       |

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

注: 2017 年半年度经营活动净现金流/总债务指标经年化处理

从经营活动净现金流情况来看, 2014~2016 年公司经营活动净现金流分别是 5.42 亿元、5.74 亿元和 3.81 亿元, 2016 年公司经营活动净现金流较上年下降 33.65%, 主要系子公司朝阳医院增加购货付现及产品采购货款支付增加所致。2014~2016 年公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.71 倍、0.55 倍和 0.25 倍; 2014~2016 年公司经营净现金流/利息支出分别为 14.36 倍、11.27 倍和 6.52 倍, 近年来经营性净现金流对债务本息的保障能力有所弱化, 但依然很强。2017 年上半年, 公司经营活动净现金流为 2.78 亿元, 经营活动净现金流/总债务为 0.46 倍。

财务弹性方面, 截至 2017 年 6 月末, 公司获得各家银行授信额度总计人民币 22.66 亿元, 未使用额度为人民币 10.82 亿元, 公司的备用流动性尚可。

或有负债方面, 截至 2017 年 6 月末, 公司无对外担保。受限资产方面, 截至 2017 年 6 月末, 公司受限资产为 4.63 亿元, 占总资产的 7.05%, 受限资产主要是公司为取得银行贷款而抵押的房产、土地使用权和子公司股权。未决仲裁和诉讼方面, 截至 2017 年 6 月末, 公司有 1 起未决仲裁, 涉案金额为 0.15 亿元, 系公司与信息产业电子第十一设计研究院科技工程股份有限公司因建筑施工合同工程结算依据约定不明确而产生争议, 目前涉案金额已被当地法院冻结, 截至 2017 年 6 月末该事项未完结, 银行存款冻结尚未解除, 仲裁结果尚不明确, 公司或面临一定的或有负债风险。

整体来看，近年来公司资产和债务规模均呈现上升趋势，所有者权益亦不断增加，整体盈利水平较高，EBITDA 及经营性净现金流对债务本息的保障能力很强，较好的银企关系以及较通畅的融资渠道也对其流动性提供较好的支撑，公司整体偿债能力很强。

## 结 论

综上，中诚信证评评定贵州益佰制药股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“贵州益佰制药股份有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）”信用等级为 **AA**。

## 关于贵州益佰制药股份有限公司 公开发行2017年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

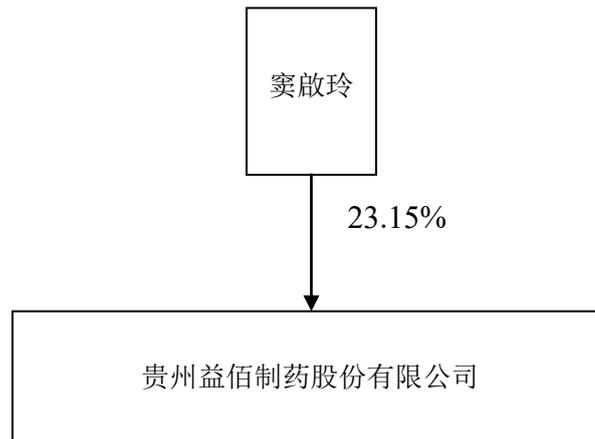
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

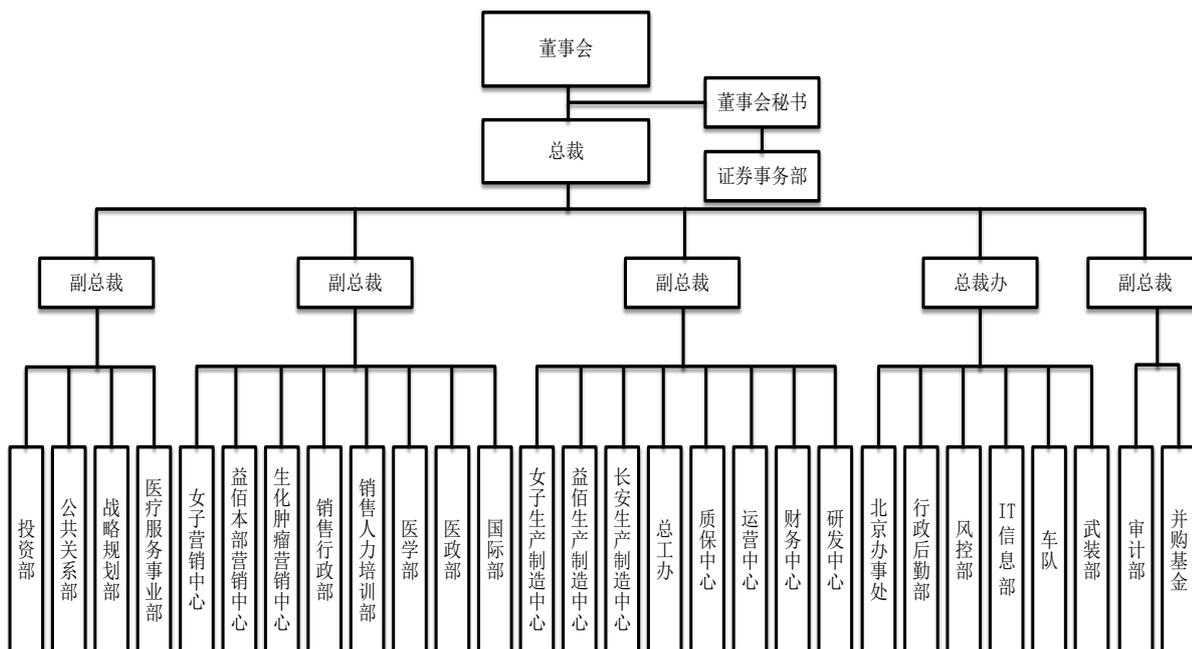
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：贵州益佰制药股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 6 月 30 日）



附二：贵州益佰制药股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 6 月 30 日）



**附三：贵州益佰制药股份有限公司主要财务数据及指标**

| 财务数据（单位：万元）      | 2014       | 2015       | 2016       | 2017.6     |
|------------------|------------|------------|------------|------------|
| 货币资金             | 105,285.77 | 104,974.94 | 102,533.25 | 86,711.44  |
| 应收账款净额           | 24,567.71  | 23,627.49  | 35,249.26  | 48,402.00  |
| 存货净额             | 35,194.26  | 20,826.92  | 28,028.91  | 31,589.69  |
| 流动资产             | 270,618.00 | 257,996.70 | 253,223.74 | 226,074.02 |
| 长期投资             | 1,736.19   | 600.00     | 4,671.65   | 944.66     |
| 固定资产合计           | 56,586.23  | 90,520.00  | 103,583.04 | 105,474.65 |
| 总资产              | 549,567.50 | 558,757.90 | 658,891.52 | 656,978.56 |
| 短期债务             | 51,052.30  | 80,155.30  | 114,755.30 | 82,855.30  |
| 长期债务             | 25,100.00  | 25,100.00  | 37,700.00  | 39,134.91  |
| 总债务（短期债务+长期债务）   | 76,152.30  | 105,255.30 | 152,455.30 | 121,990.21 |
| 总负债              | 205,402.73 | 200,203.49 | 234,883.19 | 204,310.93 |
| 所有者权益（含少数股东权益）   | 344,164.77 | 358,554.41 | 424,008.33 | 452,667.63 |
| 营业总收入            | 315,707.51 | 330,251.92 | 368,682.28 | 195,188.82 |
| 三费前利润            | 253,193.30 | 261,491.33 | 275,676.15 | 140,051.78 |
| 投资收益             | 2,752.02   | -293.26    | -327.81    | -183.99    |
| 净利润              | 48,120.20  | 19,199.48  | 39,339.72  | 19,830.81  |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 68,555.44  | 37,865.58  | 66,672.06  | -          |
| 经营活动产生现金净流量      | 54,158.12  | 57,367.87  | 38,061.61  | 27,753.40  |
| 投资活动产生现金净流量      | -78,792.66 | -93,511.78 | -57,491.92 | -21,746.22 |
| 筹资活动产生现金净流量      | 118,805.45 | 32,220.14  | 23,937.22  | -36,628.62 |
| 现金及现金等价物净增加额     | 94,170.90  | -3,923.78  | 4,506.92   | -30,621.43 |
| 财务指标             | 2014       | 2015       | 2016       | 2017.6     |
| 营业毛利率（%）         | 81.90      | 80.85      | 76.46      | 73.47      |
| 所有者权益收益率（%）      | 13.98      | 5.35       | 9.28       | 8.76       |
| EBITDA/营业总收入（%）  | 21.71      | 11.47      | 18.08      | -          |
| 速动比率（X）          | 1.34       | 1.39       | 1.17       | 1.24       |
| 经营活动净现金/总债务（X）   | 0.71       | 0.55       | 0.25       | 0.46       |
| 经营活动净现金/短期债务（X）  | 1.06       | 0.72       | 0.33       | 0.67       |
| 经营活动净现金/利息支出（X）  | 14.36      | 11.27      | 6.52       | 8.00       |
| EBITDA 利息倍数（X）   | 18.18      | 7.44       | 11.41      | -          |
| 总债务/EBITDA（X）    | 1.11       | 2.78       | 2.29       | -          |
| 资产负债率（%）         | 37.38      | 35.83      | 35.65      | 31.10      |
| 总资本化比率（%）        | 18.12      | 22.69      | 26.45      | 21.23      |
| 长期资本化比率（%）       | 6.80       | 6.54       | 8.17       | 7.96       |

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2017 年半年度所有者权益收益率、经营活动净现金/短期债务、经营活动净现金/总债务指标经年化处理。

**附四：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

| 等级符号       | 含义                           |
|------------|------------------------------|
| <b>AAA</b> | 债券信用质量极高，信用风险极低              |
| <b>AA</b>  | 债券信用质量很高，信用风险很低              |
| <b>A</b>   | 债券信用质量较高，信用风险较低              |
| <b>BBB</b> | 债券具有中等信用质量，信用风险一般            |
| <b>BB</b>  | 债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高       |
| <b>B</b>   | 债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高         |
| <b>CCC</b> | 债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高        |
| <b>CC</b>  | 债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高        |
| <b>C</b>   | 债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

| 等级符号       | 含义                                 |
|------------|------------------------------------|
| <b>AAA</b> | 受评主体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 |
| <b>AA</b>  | 受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低  |
| <b>A</b>   | 受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低  |
| <b>BBB</b> | 受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般   |
| <b>BB</b>  | 受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险  |
| <b>B</b>   | 受评主体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    |
| <b>CCC</b> | 受评主体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     |
| <b>CC</b>  | 受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务     |
| <b>C</b>   | 受评主体不能偿还债务                         |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

|           |                 |
|-----------|-----------------|
| <b>正面</b> | 表示评级有上升趋势       |
| <b>负面</b> | 表示评级有下降趋势       |
| <b>稳定</b> | 表示评级大致不会改变      |
| <b>待决</b> | 表示评级的上升或下调仍有待决定 |

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。