

亚药转债：剩余募集资金提供偿还保障？

——浙江亚太药业股份有限公司

丝路海洋
Belt & Road Origin

丝路海洋
Belt & Road Origin

丝路海洋
Belt & Road Origin

亚药转债在6月底跟随可转债市场经历一波杀跌，价格跌至97.00元/张附近，随后基本回到105.00元/张上方。将于2025年4月2日到期的亚药转债，由于投资人债转股动力不足，到期兑付也是其不得不面临的抉择。从公司经营端来看，产能利用率较低、营收较巅峰期下降超六成、除2020年小幅盈利外近5年几乎年年亏损、投资活动现金流停滞不前且自2020年以来常年处在偿债的边缘、负面舆情频发等诸多基本面不利因素影响了其偿债能力。

回到该笔可转债的兑付问题，由于日常运营所需资金已经足够消耗非可转债的剩余资金了，倘若不考虑股东支持的前提下，兑付该笔可转债只有一条路可走，即动用该笔可转债剩余尚未使用的资金。由于该笔可转债主要以定期存款、通知存款的方式存在，本文通过最坏情形的测算得知，在到期前债转股可能性较小的前提下，最低的可动用资金5.8156亿元兑付到期的6.08亿元仍有接近0.2644亿元的小幅缺口，但由于其拥有以瑞丰银行为主体变现能力较强的股票等资产0.35亿元，兑付该笔可转债似乎问题不大。至于股东支持部分，虽然有对公司二级市场股票增持的动作，但股东是否会支持可转债的兑付仍有较大的不确定性。

总体来看，亚药转债使用募集专户资金来兑付到期资金应是其唯一能解决的途径，但是否符合募集说明书中的资金使用要求值得探讨，倘若真到需要兑付的临界时间点，通过合规流程作出改变募集资金使用用途的决议也是可能的，毕竟违约的后果更为严重，当然公司股东以及管理层的偿债意愿也非常重要，而基本面的羸弱使得任何警惕都是必要的。

丝路海洋
Belt & Road Origin

丝路海洋
Belt & Road Origin

丝路海洋
Belt & Road Origin

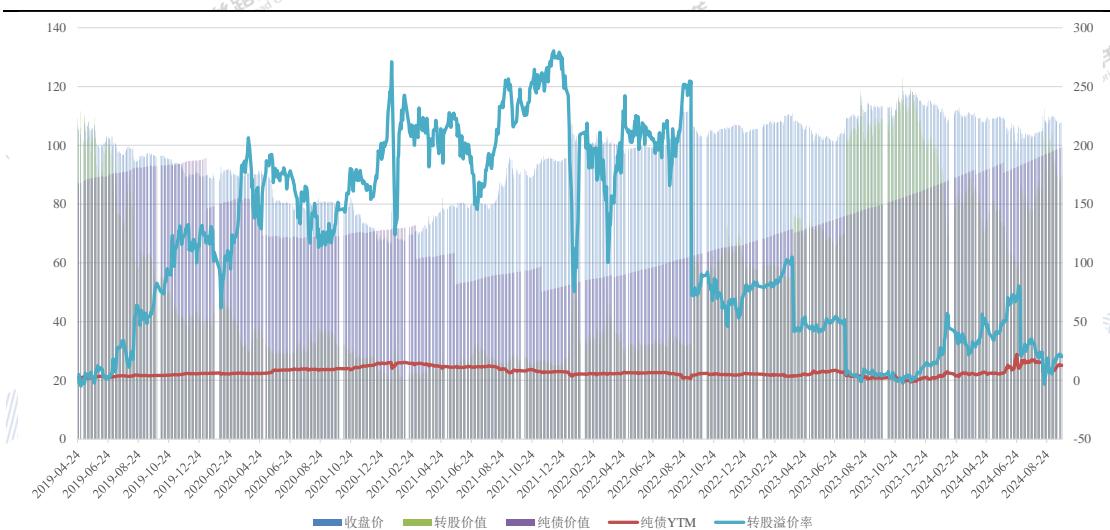
一、可转债基本概况

(1) 转债现状: 2024年9月25日未转股余额60,849.97万元, 占比63.06%, 到期日为2025年4月2日, 到期赎回价格115.00元/张(含最后一期利息, 含税)。

(2) 有条件回售条款与转股价: 可转换公司债券最后两个计息年度, 如果公司股票在任何连续30个交易日的收盘价格低于当期转股价的70%时, 可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。公司的转股价也从最开始的16.30元/股大幅下修至目前的3.00元/股。

(3) 2024年9月25日可转债收盘价109.30元, 正股价2.87元/股, 转股价值95.67元, 转股溢价率14.25%, 纯债YTM10.07%。

图 亚药转债价格、转股价值、纯债价值(元)



数据来源: WIND

二、发行人基本面信息

(1) 股东层面。浙江亚太药业股份有限公司(以下简称“公司”)控股股东宁波富邦控股集团有限公司(以下简称“宁波富邦”)直接持股比例14.68%, 宁波富邦则主要以宋汉平、傅才、胡铮辉与宋凌杰(宋汉平之子)等4人构成主要股东结构(签署《一致行动协议》), 此外, 宁波富邦的全资子公司上海汉贵投资管理有限公司(以下简称“汉贵投资”)持有公司3.21%股份。公司董事会共有9名董事, 其中6名由宁波富邦及其子公司汉贵投资提名, 占公司董事会成员的半数以上, 故而该4人组成的管理团队是公司的实际控制人, 其中宋凌杰为公司目前董事长、傅才为副董事长。

(2) **经营概况**。公司主要从事医药制造业务，包括化学制剂的研发、生产和销售。截至2023年末，公司共有109个制剂类药品批准文号。公司药品主要分为抗生素类药品和非抗生素类药品两大类，其中抗生素类药品主要包括阿莫西林克拉维酸钾分散片、阿奇霉素分散片等54个药品批准文号，非抗生素类药品主要包括消化系统药、抗病毒药等55个药品批准文号。2023年与2024年1-6月营业收入4.21亿元、2.22亿元，虽然分别同比增长12.64%、0.36%，但自2018年营收巅峰11.32亿元后下滑幅度较大；分产品来看，2023年抗生素类与非抗生素类药品收入分别为2.85亿元、1.32亿元，占营收比重分别为67.84%、31.28%，2024年1-6月基本延续该比重(71.73%、27.40%)。主要产品的产能利用率方面，以2023年为例，除普通片剂产能利用率超过70.00%外，其他产品的产能利用率均低于70.00%，普通胶囊剂、青霉素胶囊剂更是低至18.96%、11.08%，产能利用率整体处于较低水平。

图 主要产品产能、产量及产能利用率情况

剂型		2021年	2022年	2023年	2024年第一季度	2023年第一季度
冻干粉针剂	产能(万针/年)	5,000.00	5,000.00	5,000	1,250.00	1,250.00
	产量(万针)	1,852.36	4,108.30	3,372.92	1,541.72	1,369.04
	产能利用率	37.05%	82.17%	67.46%	123.34%	109.52%
粉针剂	产能(万针/年)	5,100.00	5,100.00	5,100.00	1,275.00	1,275.00
	产量(万针)	1,138.84	1,528.92	1,802.66	512.22	589.86
	产能利用率	22.33%	29.98%	35.35%	40.17%	46.26%
普通片剂	产能(万片/年)	120,000.00	120,000.00	120,000.00	30,000.00	30,000.00
	产量(万片)	74,947.11	75,924.54	84,340.52	16,445.68	23,075.28
	产能利用率	62.46%	63.27%	70.28%	54.82%	76.92%
普通胶囊剂	产能(万粒/年)	100,000.00	100,000.00	100,000.00	25,000.00	25,000.00
	产量(万粒)	16,648.79	18,889.74	18,961.004	5,251.02	6,311.26
	产能利用率	16.65%	18.89%	18.96%	21.00%	25.25%
青霉素片剂	产能(万片/年)	24,000.00	24,000.00	24,000.00	6,000.00	6,000.00
	产量(万片)	10,204.16	9,786.43	8,270.792	2,011.616	2,742.34
	产能利用率	42.52%	40.78%	34.46%	33.53%	45.71%
青霉素胶囊剂	产能(万粒/年)	40,000.00	40,000.00	40,000.00	10,000.00	10,000.00
	产量(万粒)	11,282.48	3,208.88	4,433.04	335.04	1,531.20
	产能利用率	28.21%	8.02%	11.08%	3.35%	15.31%
头孢类胶囊	产能(万粒/年)	50,000.00	50,000.00	50,000.00	12,500.00	12,500.00
	产量(万粒)	29,006.88	28,685.88	30,902.81	8,328.32	8,449.84
	产能利用率	58.01%	57.37%	61.81%	66.63%	67.60%

数据来源：评级报告

净利润方面，2023 年与 2024 年 1-6 月公司净利润分别为-0.12 亿元、-0.05 亿元。值得一提的是，自 2019 年因对上海新高峰确认投资损失 12.75 亿元以来（当年净利润为-20.70 亿元），公司除 2020 年盈利 0.28 亿元外几乎年年亏损，截至 2024 年 6 月末，公司未分配利润高达-18.16 亿元，资本实力受长期亏损侵蚀较大。

现金流方面，2021-2023 年与 2024 年 1-6 月经营活动现金流分别为-0.04 亿元、0.12 亿元、0.15 亿元、0.32 亿元，收现比分别为 83.17%、121.72%、61.28%、63.51%，2023 年以来下降明显。同期，投资活动现金流规模逐渐收缩，分别为 1.30 亿元、-0.16 亿元、0.00 亿元、-0.04 亿元，特别是购买固定资产、无形资产以及其他长期资产所支付的现金仅为 0.16 亿元、0.21 亿元、0.07 亿元、0.05 亿元，由于募投项目暂缓项目建设支出，投资环节现金净流出规模很小。由于公司近年来因信息违规披露行为引发投资者索赔，与武汉农商行、浙商银行相关的重大诉讼事项以及历史遗留事项经营及发展延缓，并未产生新增净融资，2021-2023 年与 2024 年 1-6 月筹资活动现金流分别为-2.08 亿元、-0.75 亿元、-0.17 亿元以及-0.62 亿元。

（3）“**募集的剩余资金偿还到期的可转债？**”。截至 2024 年 6 月末，公司短期债务主要为一年内到期的非流动负债 6.46 亿元（即本期可转债），由于部分债转股，截至 2024 年 9 月 23 日剩余 6.08 亿元。除此之外，公司尚无其他任何长短期有息债务。6 月末公司期末现金与现金等价物 6.86 亿元，其中本期可转债募集资金剩余 6.38 亿元（定期存款 6.29 亿元、通知存款 550 万元，其余为活期存款）。先简单测算一下公司日常营运现金的消耗，以半年为单位，过去 2 年每半年的平均现金消耗（期末现金与现金等价物每半年的净减少量）**0.37 亿元**，此时每个月的资金营运资金消耗平均约为 **0.0617 亿元**，可以合理预估在到 2025 年 3 月底，2024 年 6 月末除剩余募集资金外可动用资金 0.46 亿元已经很难覆盖日常营运资金需求了（**0.0617*9=0.5553 亿元>0.46 亿元**）。如此看来，倘若不考虑其他资产的变卖以及外部支持，公司偿还该笔可转债的唯一途径就是将**募集的剩余资金偿还到期的可转债**。

从募集资金使用情况来看，2023 年与 2024 年 1-6 月分别仅使用 675.14 万元、149.41 万元，这主要受“带量采购”的逐步推广，对药品质量提出更高要求，相关研发进度缓慢等多种因素影响，从目前来看，公司继续投入剩余额度大规模资金可能性也不大。

图 亚药转债 2024 年 6 月末资金使用概况

募集资金使用情况对照表

募集资金总额			95,258.82		本年度投入募集资金总额		675.14			
报告期内变更用途的募集资金总额										
累计变更用途的募集资金总额					已累计投入募集资金总额		31,390.22			
累计变更用途的募集资金总额比例										
承诺投资项目 和超募资金投向	是否 已变更项目 (含部分变 更)	募集资金 承诺投资总 额	调整后 投资总额 (1)	本年度 投入金额	截至期末 累计投入金额 (2)	截至期末 投资进度% (3) = (2)/(1)	项目达到预定 可使用状态日期	本年度 实现的效益	是否达到 预计效益	项目可行性 是否发生 重大变化
承诺投资项目										
亚太药业现代医药制剂一期、二期项目	否	30,000.00	30,000.00	285.08	18,531.79	61.77	2024 年 12 月 31 日	-5,266.16	否	否
研发平台建设项目	否	59,906.20	59,906.20	390.06	12,774.02	21.32	2024 年 12 月 31 日		不适用	否
营销网络建设项目	否	5,352.62	5,352.62	0.00	84.41	1.58	2024 年 12 月 31 日		不适用	否
承诺投资项目小计		95,258.82	95,258.82	675.14	31,390.22			-5,266.16		
合 计		95,258.82	95,258.82	675.14	31,390.22			-5,266.16		

数据来源: WIND

倘若使用可转债募集的剩余资金偿还到期的可转债，以 6.38 亿元偿还目前可转债余额 6.08 亿元倒是绰绰有余，但由于该 6.38 亿元主要以定期存款、通知存款为主，而后的期限也是需要考量的因素之一。2024 年 5 月 22 日召开的第七届监事会第十五次会议审议通过了《关于募集资金存款余额以通知存款、定期存款方式存放的议案》，存款利率按与募集资金开户银行约定的通知存款、定期存款利率执行，上述通知存款和定期存款到期期限不超过董事会审议通过之日的 12 个月，也就是说该笔资金的到期日期最晚是在 2025 年 5 月 21 日，当然公司也可以提前支取从而损失部分利息，但本文的出发点在于最坏的情况即 1 年后到期（若是可以随意支取，当然兑付无碍）。

① 倘若通知存款、定期存款是 1 年期的。由于该笔可转债将于 2025 年 4 月 2 日到期，公司的这笔剩余资金可能在 2025 年 4 月 2 日前无法取出，此时可以使用存款质押方式取出资金。一般而言，存款质押贷款的质押率一般可达 90.00%，优质客户可达 95.00%，此时公司能取出的资金大约为 5.71 亿元-6.03 亿元，外加上募集资金的活期存款（350.00 万元），单靠该笔存款（5.71 亿元+350 万元）兑付 2025 年 4 月 2 日到期的 6.08 亿元似乎仍然是比较紧张的。

② 考虑利息。先做一个测算，由于公司的定期存款、通知存款等在中国农业银行、浦发银行以及宁波银行等 3 家银行，此 3 家银行 1 年期定期存款利率分别为 1.35%、1.55%、1.65%。根据测算，到 2025 年 4 月 1 日止，该笔存款利息 785.42 万元，计算折算率后为 706.88 万元（785.42*90.00%）。

③ 综上，倘若期间仍有转股的话（大规模转股的可能性不大，下文有分析），最低的可动用资金 5.8156 亿元（5.71 亿元+350 万元+706.88 万元）兑付到期的 6.08 亿元仍有接近 0.2644 亿元的小幅缺口。

图 定期/通知存款利息测算（万元）

定期/通知存款（万元）		每个月的利息（万元）	2024/5/22-2025/4/1
中国农业银行	10000	11.25	116.13
利率 1.35%	10000	11.25	116.13
	500	0.56	5.81
	100	0.11	1.16
	16050	18.06	186.39
浦发银行	10000	12.92	133.33
利率 1.55%	300	0.39	4.00
	200	0.26	2.67
	5000	6.46	66.67
	200	0.26	2.67
	400	0.52	5.33
	7000	9.04	93.33
宁波银行	1000	1.38	14.19
利率 1.65%	2500	3.44	35.48
	150	0.21	2.13
合计	63400	76.09	785.42

数据来源：WIND

（4）其他优质资产。除货币资金外，公司主要资产主要为固定资产（2024 年 6 月末 3.51 亿元，下同）、存货 0.82 亿元、应收账款 0.75 亿元、无形资产 0.56 亿元以及其他非流动金融资产 0.35 亿元等。其中固定资产主要为房屋及建筑物（3.06 亿元）、机器设备（0.41 亿元），2024 年 6 月末受限因抵押借款受限 2.04 亿元，尚未受限仅 1.02 亿元。存货主要为库存商品（0.53 亿元）。应收账款主要为对蜀中百川医药（河南）有限公司、江西卓成医药有限公司、广东创美药业有限公司等下游医药流通企业的应收款项，金额较为平均。无形资产主要包括土地使用权（0.43 亿元）、专有技术（0.13 亿元），其中 0.21 亿元的绍兴市土地使用权因抵押担保而受限。此外，其他非流动金融资产主要为权益投资工具，主要是对浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司（简称“瑞丰银行”，股票代码：601528.SH）、浙江震元股份有限公司（简称“浙江震元”，股票代码：000705.SZ）、华盖信诚医疗健康投资成都合伙企业（有限合伙）等的投资，其中 2024 年 3 月末披露的信息显示，公司对瑞丰银行持股数量 441.49 万股、浙江震元持股数量 45.82 万股，倘若持股数量不变，按照 2024 年 9 月 25 日收盘价，二者持有的市值分别为 0.21 亿元、345.02 万元，这部分资产的变现能力较强。

总体来看，公司资产中仍有较强变现或抵押能力的仅剩尚未受限的固定资产 1.02 亿元、土地使用权 0.21 亿元以及权益投资工具 0.35 亿元等金额较低的资产，完全靠这些偿还可转债能够带来的帮助有限，但倘若通过变现能力较强的权益投资工具 0.35 亿元去弥补 0.2644 亿元的缺口的话，偿还该笔可转债的压力将大大减小。

图 主要资产（亿元）

	2021	2022	2023	2024年6月末
货币资金	8.21	7.58	7.20	6.86
固定资产	4.31	3.84	3.65	3.51
存货	0.61	0.95	0.89	0.82
应收账款	0.70	0.89	0.80	0.75
无形资产	0.52	0.57	0.59	0.56
其他非流动金融资产	0.58	0.41	0.38	0.35
其他应收款	0.01	0.15	0.16	0.30
应收款项融资	0.15	0.27	0.32	0.26

数据来源：WIND

(5) 外部支持并不多。宁波富邦及其子公司汉贵投资是公司的实际控制方，2023 年末，宁波富邦总资产 288.89 亿元，净资产 89.32 亿元；2023 年全年宁波富邦实现营业收入 546.04 亿元，实现净利润 6.48 亿元，股东背景实力尚可。2024 年 2 月 6 日宁波富邦发布对公司二级市场的增持计划，2024 年 2 月 6 日至 2024 年 8 月 5 日，富邦集团增持该公司 1,227.00 万股，增持金额 0.36 亿元，占公司总股本的 2.01%。对于可转债的解决方案，在机构调研中，公司表示其目标是促成可转债转股，进一步优化公司财务结构，而对于具体的资金筹措声音尚未回应。在具体的经营过程中，除上述增持股份以及相关股东入驻公司管理层外，尚无实质性外部支持。

(6) 投资人转股动力预计不足。截至 2024 年 9 月 25 日，公司每股股价收盘价 2.87 元/股，转股价格为 3.00 元/股，可转债当日收盘价 109.30 元/张。倘若转股，转股价值 $100/3*2.87=95.67$ 元，转股溢价率高达 14.25%，转股面临不小的损失；而倘若不转股，2025 年 4 月 2 日公司以 115.00 元/张（包含最后一期利息）兑付的话，以目前 109.30 元/张的价格，投资人的纯债绝对收益率高达 5.22% $((115.00-109.30)/109.30)$ ，纯债 YTM 为 10.07%，在目前资产荒的背景下，在信用风险可控的前提下，投资人最后选择到期兑付的诉求仍旧是第一位的，转股仍面临不小的阻力。

(7) 负面舆情频发。①公司于 2021 年 2 月 26 日、2021 年 4 月 21 日因其收购的子公司上海新高峰生物医药有限公司（以下简称“上海新高峰”）2016 年至 2018 年虚增营业收入

入、营业成本、利润总额而收到中国证券监督管理委员会浙江监管局下发的《行政处罚及市场禁入事先告知书》、《行政处罚决定书》。②重大诉讼方面，武汉农村商业银行股份有限公司光谷分行因借款合同纠纷要求公司、上海新高峰承担债务承担连带责任；浙商银行股份有限公司绍兴越城支行以股东损害债权人利益责任纠纷为由对该公司原实际控制人陈尧根及公司提起诉讼。不过，上述事项大多已经过去，虽然一定程度上影响了其融资能力，但新实控人入驻公司后，短期规划上也是力求尽快解决历史遗留问题。

四、小结

亚药转债在6月底跟随可转债市场经历一波杀跌，价格跌至97.00元/张附近，随后基本回到105.00元/张上方。将于2025年4月2日到期的亚药转债，由于投资人债转股动力不足，到期兑付也是其不得不面临的抉择。从公司经营端来看，产能利用率较低、营收较巅峰期下降超六成、除2020年小幅盈利外近5年几乎年年亏损、投资活动现金流停滞不前且自2020年以来常年处在偿债的边缘、负面舆情频发等诸多基本面不利因素影响了其偿债能力。

回到该笔可转债的兑付问题，由于日常运营所需资金已经足够消耗非可转债的剩余资金了，倘若不考虑股东支持的前提下，兑付该笔可转债只有一条路可走，即动用该笔可转债剩余尚未使用的资金。由于该笔可转债主要以定期存款、通知存款的方式存在，本文通过最坏情形的测算得知，在到期前债转股可能性较小的前提下，最低的可动用资金5.8156亿元兑付到期的6.08亿元仍有接近0.2644亿元的小幅缺口，但由于其拥有以瑞丰银行为主体变现能力较强的股票等资产0.35亿元，兑付该笔可转债似乎问题不大。至于股东支持部分，虽然有对公司二级市场股票增持的动作，但股东是否会支持可转债的兑付仍有较大的不确定性。

总体来看，亚药转债使用募集专户资金来兑付到期资金应是其唯一能解决的途径，但是否符合募集说明书中的资金使用要求值得探讨，倘若真到需要兑付的临界时间点，通过合规流程作出改变募集资金使用用途的决议也是可能的，毕竟违约的后果更为严重，当然公司股东以及管理层的偿债意愿也非常重要，而基本面的羸弱使得任何警惕都是必要的。

报告声明

1. 本报告仅供丝路海洋（北京）科技有限公司/暖流资产管理股份有限公司客户使用。
2. 本报告所载的所有内容均不构成投资建议，任何投资者须对任何自主决定的行为负责。任何投资者因信赖本报告而进行的投资或其他行动并由此产生的任何损失，均由投资者自行承担，本公司不承担任何法律责任。
3. 本报告所载的所有信息均以本公司认为准确、可靠的来源获取，但本公司不保证本报告所述信息的准确性和完整性，本报告的使用者不应认为本报告所载的信息是准确和完整的而加以依赖，本公司不对因本报告所载信息的不合理、不准确或遗漏导致的任何损失或损害承担任何责任。
4. 本报告是本公司依据合理的内部程序独立做出的，所载的观点仅是报告当日的观点，且上述观点后续可能发生变化，在不同时期，本公司可能会发出与本报告观点不一致的研究报告，本公司不承担及时更新和通知的义务。
5. 本公司对本报告的所有信息表达与本公司业务利益存在直接或间接不做任何保证，相关风险请本报告的使用者独立做出评估，本公司不承担由此可能引起的任何法律责任。
6. 本报告的版权归本公司所有，未经本公司书面许可任何个人和机构不得以任何形式复制、翻版、篡改、引用、刊登或发表等。
7. 本公司发布的报告和信息适用法律法规规定的其它有关免责规定。
8. 以上声明内容的最终解释权归本公司所有。