

四川科伦药业股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2016）

发行主体	四川科伦药业股份有限公司		
发行规模	人民币 15 亿元		
存续期限	2012/11/5-2017/11/5		
上次评级时间	2015/4/27		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定

概况数据

科伦药业	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	100.24	109.70	111.64
总资产（亿元）	179.47	212.03	225.83
总债务（亿元）	58.73	72.65	91.46
营业总收入（亿元）	68.31	80.23	77.63
营业毛利率（%）	45.66	42.57	41.96
EBITDA（亿元）	18.25	19.20	15.58
所有者权益收益率（%）	10.89	8.98	4.85
资产负债率（%）	44.15	48.26	50.57
总债务/EBITDA（X）	3.22	3.78	5.87
EBITDA 利息倍数（X）	5.83	4.93	3.16

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；

注 2：公司将“短期融资券”记入“其他流动负债”，中诚信证评在财务指标计算时将其计入短期债务。

分 析 师

袁龙华 lhyuan@ccxr.com.cn

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 4 月 29 日

基本观点

2015 年，四川科伦药业股份有限公司（以下简称“科伦药业”或“公司”）整体发展态势良好。近年来公司抗生素产业链逐步完备，科研优势不断增强。此外，公司经营性现金流表现较好，对其债务偿还提供有力支撑。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到药品降价，市场竞争加剧等因素对公司盈利能力有一定影响。

综上，中诚信证评维持科伦药业主体信用级别 AA⁺，评级展望稳定；维持“四川科伦药业股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）”信用级别 AA⁺。

正 面

- 科研优势不断增强。公司注重创新研发，历年研发投入均处于较高水平，取得了诸多科技成果，并引导产业升级，竞争实力和抗风险能力得到提升。
- 抗生素产业链正在逐步完备。公司于 2011 年启动的伊犁川宁抗生素中间体项目（简称“川宁项目”）系抗生素全产业链业务的龙头，其中川宁项目一期硫红项目于 2014 年 4 月正式投产，目前，川宁项目二期头孢现有的三大品种、五个产品的生产工艺已全部打通，已于 2015 年年内投入试生产。
- 经营性现金流表现较好，对其债务偿还提供有力支撑。2015 年公司经营活动净现金流利息保障倍数和经营净现金流/总债务分别为 2.51 和 0.14，现金流对债务本息仍具备较强的保障能力。

关 注

- 药品降价对公司盈利能力的影响。随着国家对医药行业的持续治理整顿,部分药品价格下降,或将对公司未来的盈利能力带来不利影响。
- 市场竞争加剧,影响公司盈利水平。2015 年塑瓶包装普通输液产品恶性竞争格局继续延续,公司塑瓶包装普通输液产品基本不能维持原来的利润空间,部分区域市场亏损销售。

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对象构成委托关系外，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。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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，并及时对外公布。

重大事项

公司于 2014 年 7 月 4 日收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）《调查通知书》（成稽调查通字 147014 号），通知书主要内容为，公司因涉嫌信息披露违法违规，根据《中华人民共和国证券法》的有关规定，决定对公司予以立案调查。

2015 年 4 月 22 日，公司收到《中国证券监督管理委员会四川监管局行政处罚决定书》（【2015】1 号）（以下简称《行政处罚决定书》）。根据《行政处罚决定书》，四川证监局认定公司存在以下违法事实：2012~2013 年，公司子公司伊犁川宁生物技术有限公司（以下简称“川宁生物”）先后分别与伊犁恒辉淀粉有限公司（以下简称“恒辉淀粉”）、伊犁伊北煤炭有限公司（以下简称“伊北煤炭”）及成都久易贸易有限公司（以下简称“成都久易”）签订相关采购合同，涉及金额巨大，占公司净资产比例较高，且均属于关联交易合同，而公司未按照规定依法及时履行临时报告义务。同时，公司未在《2011 年年度报告》及《2012 年年度报告》中披露上述关联交易，信息披露存在重大遗漏。基于上述违法事实，四川证监局对公司及相关责任人员给予了相应的行政处罚，其中对公司给予警告，并处 60 万元罚款。

根据科伦药业 2015 年报披露，公司 2015 年度与伊北煤炭发生的关联交易金额合计 3,571 万元，与恒辉淀粉发生委托加工交易金额 1,753 万元，发生商品销售交易金额 1,772 万元，相对于公司的业务规模而言，上述交易金额较小，不对公司经营产生重要影响。

行业关注

医药行业运行态势良好，医药卫生体制改革的推进有助于扩大市场容量

2012 年以来，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，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，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今年深化医药卫生体制改革重点工作。中诚信证评认为，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。

在医改纵深发展的政策鼓励下，目前已有多家医药企业向产业链的下游拓展，参与到公立医院改革和民营医院建立的大潮中，预计未来将会有越来越多企业参与其中。而民营医院的建立也对以提供医疗服务和医疗器械为主的企业带来新的发展机遇。从具体执行来看，目前新医改在加大投入方面成效渐显，但要达到改革目标，政府仍任重道远。

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。近十年来，许多大型跨国制药企业都陷入了药物不良反应的官司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。

环境保护方面，新版《制药工业水污染物排放标准》、《产业结构调整指导目录（2011 年本）（修正）》、《国家环境保护标准》的相继出台，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。2015 年 1 月 1 日，新版《环境保护法》正式实施，新环保法被誉为“史上最严的环保法”对

污染零容忍，并且惩治措施非常严格，新环保法的严格实施，对于存在环保风险的医药生产企业来说，必须要进行安装和升级环保设备实施，否则就要受到严厉的处罚。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，整体搬迁进行工艺、装备的全面升级。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。

低价药目录以及相关改革方案出台标志着药价监管将逐渐放开，长期来看药品价格将趋于市场化

多年以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，但药价虚高的问题仍然突出，消费者的医疗负担仍然沉重。从历史来看，药品降价具有一定的周期性，政府往往是在医疗保险药品目录的修订之后开始分批分次地对目录中的药品进行降价。

2015年5月，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》指出，从2015年6月1日起除麻醉药品和第一类精神药品外，国家取消药品政府定价，从完善药品采购机制、强化医保控费作用、强化医疗行为监督、强化价格行为监管等四方面加强监管，发挥医保支付基准价的引导作用，由市场竞争形成药品实际成交价格，并使药品市场价格保持在合理水平。具体细则方面，医保基金支付的药品由医保部门会同有关部门制定医保支付标准，建立引导市场价格合理形成的机制；专利药品（包括医保目录外专利药品）、独家生产的药品等市场竞争不充分的药品建立公开透明、多方参与的价格谈判形成机制；医保目录外的血液制品、全国统一采购的预防免疫

药品和避孕药具，通过招标采购或谈判形成价格。第一类精神药品和麻醉药品，基本沿用现行政策，仍实行最高出厂价格和最高零售价格管理。长期来看，取消药品政府定价后，受药品招标采购机制和医保控费机制的综合制约，大部分药品市场价格上涨空间较为有限，其中技术水平较低的大宗仿制药价格将面临较大的冲击，而专利药、创新药、独家药品受到的影响不大，药品价格将逐步趋于市场化。

业务运营

公司主要从事大容量注射剂（输液）、小容量注射剂（水针）、注射用无菌粉针（含分装粉针及冻干粉针）、片剂、胶囊剂、颗粒剂、口服液、腹膜透析液等 25 种剂型药品及抗生素中间体、原料药、医药包材、医疗器械等产品的研发、生产和销售。截至 2015 年 12 月 31 日，公司拥有 579 个品种共 959 种规格的医药产品、医药包材、医疗器械以及抗生素中间体产品。其中，有 112 个品种共 269 种规格的输液产品、378 个品种共 595 种规格的其他剂型医药产品、45 个品种共 47 种规格的原料药、9 个品种的抗生素中间体、31 个品种的医药包材以及 4 个品种共 8 个品规的医疗器械。

近年在我国医药市场准入门槛不断提高以及药价监管逐步放开加速行业优胜劣汰的背景之下，公司经营情况受到了一些影响。2015 年，输液新型包材的跟随厂家日益增多，主流企业都拥有了相应的新型包材产品，对输液行业的市场竞争格局形成了明显压力。2015 年，公司实现营业收入 77.63 亿元，较上年下降 3.24%，其中输液类产品实现销售收入 59.29 亿元，较上年减少 4.24%；占营业收入的比重为 76.38%，占比较上年下降 0.79 百分点；非输液类产品实现销售收入 16.89 亿元，较上年减少 3.69%，占营业收入的比重为 21.75%，占比较上年下降 0.10 百分点。

表 1：2014~2015 年公司营业收入构成情况

单位：亿元			
	2014 年	2015 年	同比增减
输液	61.92	59.29	-4.24%
非输液	17.53	16.89	-3.69%
其他	0.78	1.45	85.36%
合计	80.23	77.63	-3.24%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从收入区域分布来看，西南地区仍为公司最主要的收入来源区域，2015 年营业收入为 27.42 亿元，占公司营业总收入的 35.32%，占比较上年上涨 0.18 个百分点。另外，公司除西南地区以外的其他区域营业收入亦呈现较快增长态势，2015 年，公司华东、西北、华北、华中地区营业收入分别为 14.13 亿元、6.07 亿元、10.99 亿元和 13.15 亿元，分别较上年增长-12.38%、3.07%、10.89%和 8.12%。

2015 年公司输液板块业务受市场因素影响增速有所下降，其通过产业升级提高竞争壁垒，增强其产品竞争力

2015 年，公司输液类产品产量 45.45 亿瓶/袋，较上年增长 0.23%，增速较上年下降 9.11 个百分点。除四川科伦药业股份有限公司仁寿分公司、湖北科伦药业有限公司、成都青山利康药业有限公司和科伦 KAZ 药业有限责任公司外，公司下属所有输液生产企业已经完成产业升级，已经在 2015 年内取得可立袋、PP 袋或高端软袋输液产品的生产资质；同时，公司对贵州、湖北、新疆、辽宁、四川、江苏等片区的销售管理模式变革取得良好成效，全年累计销售输液类产品 45.27 亿瓶/袋，较上年增长 1.68%，增速较上年下降 10.09 个百分点。2015 年输液类产品销售增速有所下降，主要系由于 2015 年塑瓶包装普通输液产品恶性竞争格局继续延续。目前公司塑瓶包装普通输液产品基本不能维持原来的利润空间，部分区域市场亏损销售。

表 2：2014~2015 年公司输液类产品产销情况

单位：亿瓶/袋			
	2014 年	2015 年	同比增加
销售量	44.53	45.27	1.68%
生产量	45.34	45.45	0.23%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

我国自 2009 年开始全面施行基药招标，从近两

年的实施情况来看，大部分基本药物价格下降趋势明显，尤其是部分省份在基药招标中实施的“双信封审核制”促使投标企业以价格为主要竞争手段抢占市场，对整个行业的盈利空间形成挤压，对企业成本控制能力提出了严峻的考验。

在国内市场竞争加剧和监管趋严双重因素的影响下，公司积极转向海外开拓市场。2015 年，哈萨克斯坦科伦国际销售团队建设基本完成，在哈萨克斯坦国内的常规治疗性输液 10 个品种全部注册完成，特别是抗肿瘤无菌小水针两个高附加值品种注册完成。同时，哈萨克斯坦科伦的普通输液品种在吉尔吉斯斯坦和乌兹别克斯坦的 2 个品种注册已经完成，产品开始实现销售；哈萨克斯坦科伦的 7 个品种在塔吉克斯坦的产品注册已经完成。

国际出口销售业务主要在冲击较小的区域和市场开展，尽量保持了现有的出口总体销售规模，2015 年实现出口共计 1.05 亿元人民币，同比增长 8.15%；同时，通过产品注册，丰富了各个国家的产品种类，尤其是增加了利润产品，因此毛利率较上年增长 7.13%；在新市场开发方面，2015 年取得较好进展，新开发的市场共计 21 个，品规共计 84 个，这对未来的出口销售增长和对抗国际市场的波动提供了支持。

总体来看，公司不断开发新型软袋包装产品，完善和优化产品体系，同时积极开拓海外市场，增强其整体竞争实力。

2015 年公司持续加强创新研发和技术储备，但受公司抗生素产业链相关企业仍处于投资建设期影响，其非输液板块业务收入规模有所下滑

为实现成为综合性现代药业集团的发展目标，达成非输液类和输液类业务等强的格局，公司充分利用在输液行业已形成的优势，依托输液和抗生素产品在销售和临床使用上具有的协同效应，积极推进非输液类业务的发展。公司制定了“三发驱动”的发展战略，“三发”即注射剂、抗生素全产业链和高技术内涵药物三台发动机。

目前，公司非输液板块主要从事非输液类制剂产品、原料药以及医药包材等的研发、生产和销售。

2015 年全年公司非输液业务实现销售收入 16.89 亿元，较上年减少 3.69%，占营业收入的比重由上年的 21.85% 小幅下降至 21.75%，主要由于公司川宁项目正式投产后因环保问题出现过限产及阶段性停产情况，以及公司其他抗生素产业链相关企业仍处于投资建设期，尚未释放产能所致，当年收入有所下降，川宁项目一期硫红项目已于 2015 年 3 月 11 日复产。除去抗生素中间体及原料药的影响，2015 年非输液制剂销售收入增长 6.58%，其中，塑料水针销售收入增长 14.28%，销售过亿元的康复新液销售增长 19.06%，草酸艾司西酞普兰片销售收入增长 44.74%。

表 3：2014~2015 年公司非输液产品收入情况

单位：亿元		
	2014 年	2015 年
非输液产品收入	17.53	16.89
占营业收入的比重	21.85%	21.75%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015 年，公司继续实施抗生素全产业链发展战略，通过收购、新建等措施初步构建了抗生素全产业链。公司于 2011 年启动的伊犁川宁抗生素中间体项目（以下简称“川宁项目”）系抗生素全产业链业务的龙头，其中川宁项目一期硫红项目于 2014 年 4 月正式投产，目前，川宁项目二期头孢现有的三大品种、五个产品的生产工艺已全部打通，已于 2015 年年内投入试生产。川宁项目计划总投资 65.62 亿元，截至 2015 年 12 月 31 日累计已投资 51.12 亿元。一期硫红项目正式投产后因环保问题进行了限产及阶段性停产，导致公司产能利用率尚处于较低水平，通过环保整改，一期硫红项目已于 2015 年 3 月 11 日复产，主要受此因素影响，导致公司非输液板块业务收入规模有所下滑。除了川宁项目之外，公司还有邛崃项目，该项目的部分产品将与川宁项目二期对接，同时还将承接科伦研究院的高端创新项目以及原料药、制剂的全产业链。邛崃项目总投资 1.31 亿元，截至 2015 年 12 月 31 日累计已投资 1.30 亿元。公司在邛崃拥有包含生产原料药的邛崃分公司和生产医药中间体、原料的新迪医化。2015 年，邛崃分公司和新迪医化完成了一期项目的环保竣工验收批复，邛崃分公司罐区和新迪医化 AQ 中间体完

成了安评、环评审查工作。其中，新迪医化的 GCL 车间已接受并通过 Merck 审计。邛崃项目一期经历了较长的建设时期，尚未释放产能，暂时亏损。2015 年邛崃分公司完成 11 次注册现场核查，已取得了 5 个品种的补充申请批件；完成 10 个产品的 GMP 现场认证检查工作，其中 4 个产品获得 GMP 证书，其余 6 个品种 2016 年初将获得。广西科伦将是部分承接川宁项目二期有关头孢粉针制剂、无菌头孢原料药的生产企业。广西科伦新厂一期工程建设于 2014 年工程完工，因搬迁后生产工艺技术尚不稳定，经过两年的调试运行，部分生产线于 2015 年下半年开始试生产。现处于暂时亏损的状态。

研发方面，2015 年公司增加的研发投入主要用于新立项的优秀项目研发和研发团队体系建设完善两方面。新立项的优秀项目研发方面，2015 年，公司研发投入 4.98 亿元，占营业收入 6.42%。主要针对抗肿瘤、抗感染、肝病治疗等重大领域新立项了 85 项具有重大临床价值和市场价值的项目，完成了 28 个优秀药物的申报（其中 3 类新药 16 个，生物药物 1 个），其中国内首家申报 10 项。研发团队体系建设方面，2015 年，公司研发人数较去年增加 517 人，研发薪酬支付等管理费用相应增加。为充分利用国内外药物研发人才和相关资源，公司在构建以成都研究院为核心，苏州、天津研究分院为两翼的国内研发体系基础上，在美国新泽西和圣地亚哥分别组建了国际仿制药和创新药研究分院。总体来看，公司依然高度重视创新研发和技术储备。

表 4：2014~2015 年公司研发投入情况

单位：亿元			
	2014 年	2015 年	同比增加
研发人员数量（人）	1,156	1,673	44.72%
研发人员数量占比	5.56%	7.80%	2.24%
研发投入金额	3.89	4.98	28.17%
研发投入占营业收入比例	4.84%	6.42%	1.58%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具保留意见的 2013 年审计报告以及经毕马威华振会计师事务所

所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014 年、2015 年审计报告。

资本结构

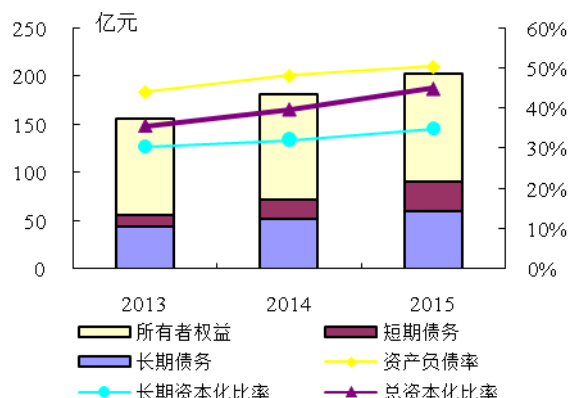
随着业务的开展及在建项目投入的增加，公司资产规模逐步增长。截至 2015 年 12 月 31 日，公司资产总额 225.83 亿元，较上年末增长 6.51%。从所有者权益方面，随着每年留存收益的积累，公司自有资本实力逐步增加，截至 2015 年末，公司所有者权益为 111.64 亿元，较上年增长 1.76%。

从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主。2015 年公司非流动资产为 134.30 亿元，占当期公司资产规模的 59.47%，其中固定资产和在建工程系公司非流动资产的主要构成部分。公司固定资产主要系其拥有和使用的机器设备、房屋及建筑物。2015 年公司固定资产为 60.39 亿元，较上一年上涨 1.32%，主要系相关工程项目完工转固所致。公司在建工程主要包括公司伊犁川宁新建抗生素中间体建设项目、新迪医药化工中间体生产线建设项目、科伦药业高端软包装生产线及配套仓库和公用辅助项目、邛崃分公司化学原料药生产线建设项目等。2015 年公司在建工程为 53.18 亿元，较上年增长 22.50%，主要为伊犁川宁新建抗生素中间体建设项目本期增加所致。流动资产方面，公司主要以应收账款、存货和应收票据为主。截至 2015 年 12 月 31 日，公司流动资产为 91.53 亿元，其中公司应收账款为 26.71 亿元，占当期流动资产的 29.19%；公司存货为 22.07 亿元，占当期流动资产的 24.11%；公司应收票据为 11.14 亿元，占当期流动资产的 12.17%。

从负债规模来看，公司主要通过发行公司债券融资满足在 GMP 改造、工程建设、研发新药、对外投资、收购整合等方面的资金需求以及随着公司不断发展而日益扩大的流动资金需求。截至 2015 年 12 月 31 日，公司负债总额 114.19 亿元，较上年末增长 11.60%，主要系公司其他流动负债增长所致。其他流动负债方面，主要系公司分别于 2015 年 8 月 19 日和 2015 年 11 月 13 日发行了面值为人民币 10 亿元和人民币 5 亿元的两期短期融资券，截至 2015 年 12 月 31 日，公司其他流动负债为 25.88 亿元，较上一年增长 73.85%。

图 1：2013~2015 年公司资本结构分析

单位：亿元



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从杠杆比率来看，随着对在建项目的投入，公司对外部融资的需求增加，负债水平持续上升。截至 2015 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 50.57% 和 45.03%，分别较上年末提高 2.31 个百分点和 5.19 个百分点，与同业相比，公司负债水平处于较高水平。

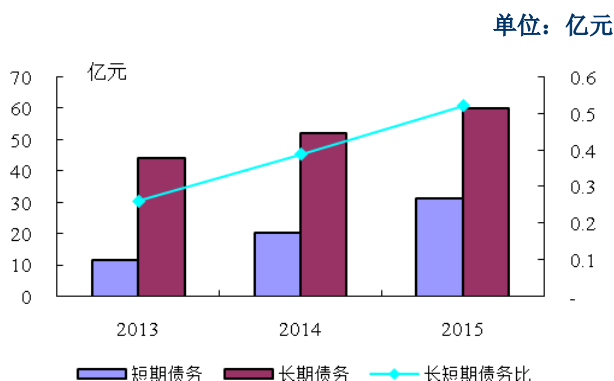
表 5：截至 2015 年末主要医药制造上市公司资本结构比较

	资产规模 (亿元)	资产负债率
白云山	148.71	45.28%
同仁堂	143.40	24.19%
天士力	154.13	50.00%
人福医药	181.52	49.42%
健康元	137.96	47.03%
华润三九	120.19	36.15%
科伦药业	225.83	50.57%

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，公司债务结构原以长期债务为主，2015 年债务结构有所变化。截至 2015 年 12 月 31 日，公司总债务为 91.46 亿元，其中短期债务为 57.30 亿元，长期债务为 34.16 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）由上年的 0.39 增至 1.68。2015 年公司短期债务增长主要系 2015 年两期短期融资券所致，目前公司以短期债务为主，债务期限结构有待优化。

图 2：2013~2015 年公司债务结构分析



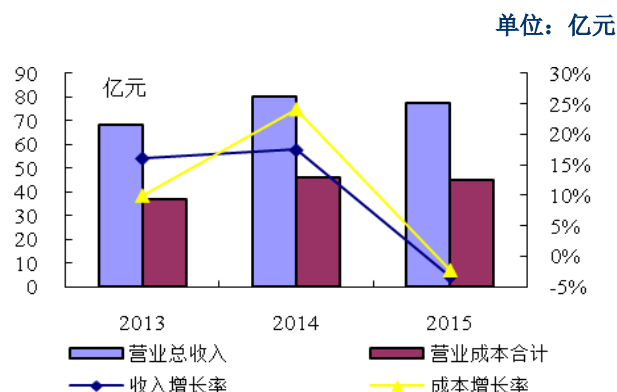
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，随着项目投入的增加和业务规模的扩大，公司资产、负债规模持续提升，同时债务期限结构出现一定变化，短期债务增长明显，面临的短期偿债压力加大。

盈利能力

从收入规模看，2015 年公司实现营业总收入 77.63 亿元，较上年下降 3.24%。其中，输液板块实现营业收入 59.29 亿元，较上年减少 4.24%，主要系 2015 年塑瓶包装普通输液产品恶性竞争格局继续延续，公司塑瓶包装普通输液产品基本不能维持原来的利润空间，部分区域市场亏损销售。同时，玻璃瓶包装普通输液产品加速退出，特别是在非标市场更为显著；非输液板块实现营业收入 16.89 亿元，较上年减少 3.69%，主要由于公司川宁项目正式投产后因环保问题出现过限产及阶段性停产情况，以及公司其他抗生素产业链相关企业仍处于投资建设期，尚未释放产能，收入下降。除去抗生素中间体及原料药的影响，2015 年非输液制剂销售收入增长 6.58%，其中，塑料水针销售收入增长 14.28%，销售过亿元的康复新液销售增长 19.06%，草酸艾司西酞普兰片销售收入增长 44.74%。

图 3：公司 2013~2015 年盈利能力分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，2015 年公司营业毛利率为 41.96%，较上一年下降 0.61 个百分点。具体来看，2015 年公司输液板块毛利率为 49.54%，较上年上涨 0.60%，盈利空间相对稳定；2015 年公司非输液板块毛利率为 18.63%，较上年下降了 2.81%，主要系为公司川宁项目正式投产后因环保问题出现过限产及阶段性停产情况，以及公司其他抗生素产业链相关企业仍处于投资建设期，尚未释放产能，因而导致其整体盈利水平下滑。待公司抗生素产业链相关企业建完投产，未来有望提升公司该板块盈利水平。

表 6：公司 2014~2015 年分产品收入和毛利率情况

单位：亿元、%

业务	2014		2015	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
输液	61.92	48.94	59.29	49.54
非输液	17.53	21.44	16.89	18.63

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2015 年公司期间费用为 25.50 亿元，较上年增长 4.33 亿元，增幅为 20.45%。分项来看，2015 年公司销售费用为 10.28 亿元，较上年减少 0.21 亿元，降幅为 2.00%，主要系运费减少所致；2015 年公司管理费用为 10.61 亿元，较上年增加 2.06 亿元，增幅为 24.05%，主要原因为研发投入增加，以及因规模扩大致折旧、摊销和工资等增加；2015 年公司财务费用为 4.61 亿元，较上年增加 2.48 亿元，增幅为 116.62%，主要原因为哈萨克斯坦货币坚戈贬值，致公司汇兑损失大幅增加，另外融资净额增加，致利息支出增加。随着期间费用上涨，以及公司整体营收规模的下降，其三费收入占比上涨明显，2015 年公司三费收入占比为 32.85%，较上年上升 6.46 个百分点。

表 7：2013~2015 年公司期间费用情况

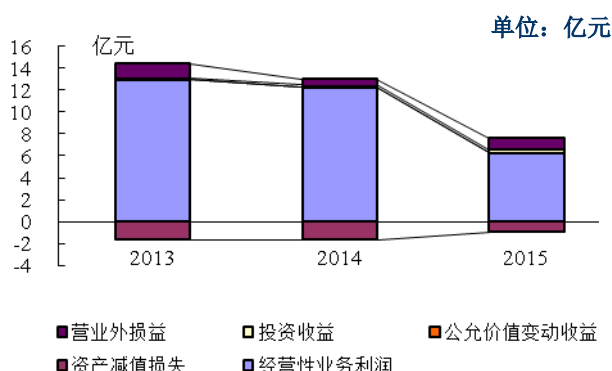
单位：亿元

	2013	2014	2015
销售费用	8.87	10.49	10.28
管理费用	6.95	8.55	10.61
财务费用	1.64	2.13	4.61
三费合计	17.46	21.17	25.50
营业总收入	68.31	80.23	77.63
三费收入占比	25.56%	26.39%	32.85%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2015 年公司利润总额为 6.81 亿元，较上一年下降 4.68 亿元，降幅为 40.73%。公司利润总额主要由经营性业务利润构成，2015 年公司经营性业务利润为 6.32 亿元，较上一年下降 5.95 亿元，降幅为 48.49%，主要由于毛利率下降以及期间费用上涨导致经营性业务利润有所减少，从而影响其利润总额。

图 4：2013~2015 年公司利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2015 年受非输液业务毛利率下降的影响，公司综合毛利率有所下滑，但仍处于较高水平。需要关注的是未来公司研发投入和资本支出继续增加，持续增长的费用支出可能会对公司利润水平造成的影响。

偿债能力

为了满足在工程建设、研发新药、对外投资、收购整合等方面的资金需求，2015 年公司银行借款融资规模有所扩大，债务水平继续上升，截至年末，公司总债务为 91.46 亿元，较上年末增加 25.89%。

从现金流来看，公司经营性现金流呈现持续净流入态势，且保持逐年上涨，对债务本息形成较好的保障。2015 年公司经营活动净现金流利息保障倍

数和经营净现金流/总债务分别为 2.51 和 0.14，现金流对债务本息仍具备较强的保障能力。

获现能力方面，近年来公司 EBITDA 表现尚可，2015 年为 15.58 亿元，较上年下降 18.87%。同时，由于债务规模和利息支出上升较快，公司总债务/EBITDA 增至 5.87，EBITDA 利息保障倍数降至 3.16 倍，EBITDA 对债务和利息支出的保障程度有所减弱。

表 8：2013~2015 年偿债能力分析

财务指标	2013	2014	2015
总债务（亿元）	58.73	72.65	91.46
EBITDA（亿元）	18.25	19.20	15.58
资产负债率（%）	44.15	48.26	50.57
长期资本化比率（%）	30.58	25.40	23.43
总资本化比率（%）	36.94	39.84	45.03
EBITDA 利息倍数（X）	5.83	4.93	3.16
总债务/EBITDA（X）	3.22	3.78	5.87
经营净现金流/总债务（X）	0.18	0.17	0.14
经营净现金流利息倍数（X）	3.36	3.13	2.51

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

银行授信方面，截至 2015 年 12 月 31 日，公司共获得银行授信总额 39.80 亿元，未使用授信余额 9.50 亿元，仍具有一定的备用流动性。

或有负债方面，截至 2015 年 12 月 31 日，公司无对外担保。

未决诉讼方面，共计 28 人以“证券虚假陈述责任纠纷”为由，分别向成都市中级人民法院提起诉讼，要求对公司就信息披露违法行为承担民事赔偿责任。成都市中级人民法院已受理案件共计 28 件，索赔总标的额约为人民币 0.14 亿元。截至 2015 年 12 月 31 日，上述案件正在审理过程中，由于标的金额相对较小，对公司的直接影响较为有限。

总体看，目前由于公司非输液板块川宁项目一期硫红项目正式投产后因环保问题有过限产及阶段性停产情况，且公司输液板块受到塑瓶包装普通输液产品恶性竞争加剧的影响，导致其盈利能力有所下降。同时，为了加强自身竞争实力，公司加大了资金投入进行产品升级及产能扩大，从而导致其融资规模有所增加，债务期限结构出现变化。但是，有赖于公司较强的获现能力和较为可观的经营活动现金流入，其偿债能力依然很强。

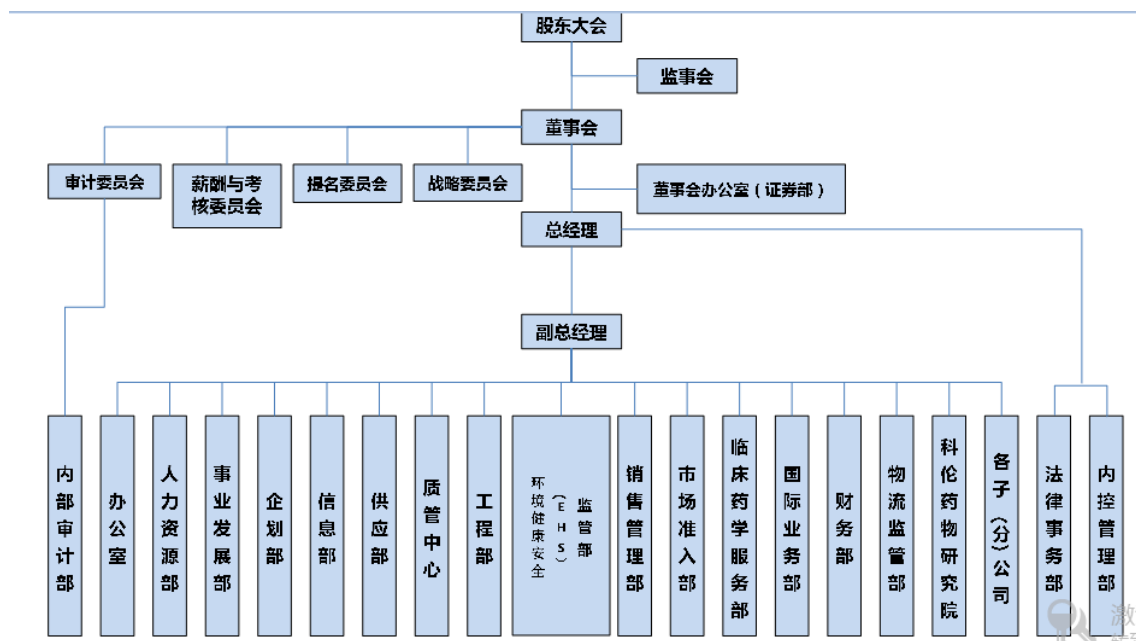
结 论

综上，中诚信证评维持科伦药业主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“四川科伦药业股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）”信用级别为 **AA⁺**。

附一：四川科伦药业股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附二：四川科伦药业股份有限公司组织架构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附三：四川科伦药业股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015
货币资金	228,008.87	202,977.60	185,072.81
应收账款净额	217,085.08	262,313.73	267,149.77
存货净额	176,796.10	207,348.36	220,732.80
流动资产	818,672.22	870,414.97	915,345.33
长期投资	3,047.29	4,722.96	4,948.05
固定资产合计	800,261.83	1,032,410.78	1,136,642.66
总资产	1,794,685.14	2,120,283.53	2,258,334.73
短期债务	145,684.70	353,088.03	573,042.90
长期债务	441,574.99	373,452.13	341,590.07
总债务（短期债务+长期债务）	587,259.69	726,540.16	914,632.97
总负债	792,293.87	1,023,246.48	1,141,948.74
所有者权益（含少数股东权益）	1,002,391.27	1,097,037.05	1,116,385.99
营业总收入	683,128.20	802,342.13	776,334.00
三费前利润	305,258.81	334,412.01	318,220.29
投资收益	195.22	1,492.44	2,861.24
净利润	109,149.90	98,468.22	54,188.94
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	182,478.23	191,985.03	155,763.69
经营活动产生现金净流量	105,037.38	121,873.59	123,942.94
投资活动产生现金净流量	-210,426.29	-298,850.10	-209,967.28
筹资活动产生现金净流量	94,699.67	113,399.14	109,339.73
现金及现金等价物净增加额	-10,794.72	-64,103.33	23,181.71
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	45.66	42.57	41.96
所有者权益收益率（%）	10.89	8.98	4.85
EBITDA/营业总收入（%）	26.71	23.93	20.06
速动比率（X）	1.96	1.17	0.90
经营活动净现金/总债务（X）	0.18	0.17	0.14
经营活动净现金/短期债务（X）	0.72	0.35	0.22
经营活动净现金/利息支出（X）	3.36	3.13	2.51
EBITDA 利息倍数（X）	5.83	4.93	3.16
总债务/EBITDA（X）	3.22	3.78	5.87
资产负债率（%）	44.15	48.26	50.57
总资本化比率（%）	36.94	39.84	45.03
长期资本化比率（%）	30.58	25.40	23.43

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；

注 2：公司将“短期融资券”记入“其他流动负债”，中诚信证评在财务指标计算时将其计入短期债务。

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¹ - 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 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

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)

¹ 该处的“利息支出”并非“财务费用”下的“利息支出”科目，而是“营业总成本”下的“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
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	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
AAA	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
AA	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
A	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
BBB	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
BB	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	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
CCC	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
CC	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
C	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

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	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。