



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪099号

四川科伦药业股份有限公司：

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已发行的“四川科伦药业股份有限公司2012年公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本次跟踪主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持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
二零一七年五月十七日

四川科伦药业股份有限公司 2012 年公司债券（第二期）跟踪评级报告（2017）

发行主体	四川科伦药业股份有限公司		
发行规模	人民币 11 亿元		
存续期限	2013/3/6-2018/3/6		
上次评级时间	2016/4/29		
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	2014	2015	2016
所有者权益（亿元）	109.70	111.64	114.66
总资产（亿元）	212.03	225.83	234.10
总债务（亿元）	72.65	91.46	94.83
营业总收入（亿元）	80.23	77.63	85.66
营业毛利率（%）	42.57	41.96	43.33
EBITDA（亿元）	19.20	15.58	17.09
所有者权益收益率（%）	8.98	4.85	5.44
资产负债率（%）	48.26	50.57	51.02
总债务/EBITDA（X）	3.78	5.87	5.55
EBITDA 利息倍数（X）	4.93	3.16	3.46

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、公司将“短期融资券”、“超短期融资券”及“附有回售权的公司债券”计入“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

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

万艳 ywan@ccxr.com.cn

肖实 shlxiao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 5 月 17 日

基本观点

2016 年医药制造行业整体企稳回升，同时医疗体系改革不断深化，加之相关政策支持，行业仍将保持较好发展前景。四川科伦药业股份有限公司（以下简称“科伦药业”或“公司”）作为我国输液行业龙头企业，2016 年业务规模持续稳步增长，同时公司持续加大科研创新力度，为其后续经营状况和盈利结构改善提供保障，此外公司经营获现能力仍维持较强水平。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到行业政策环境变化、短期再融资压力、新项目的效益存在不确定性等因素可能对公司信用水平产生的影响。

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（第二期）”信用级别 AA⁺。

正 面

- 业务规模持续稳步增长。跟踪期内，公司持续优化输液制剂产品结构，继续保持输液领域的领先地位，同时公司继续实施抗生素全产业链发展战略，当年川宁一期硫红项目已实现满产，2016 年公司实现营业收入 85.66 亿元，同比增长 10.34%。
- 科研创新力度持续加大。公司持续加大研发力度，目前已启动针对肿瘤、细菌感染、肠外营养等多个疾病领域共 330 余个项目的药物研究，当年研发投入同比增长 23.07%，且多项重大品种成功申报和获批临床，随着后续获批产品的投产，公司经营状况和盈利结构将得到优化。
- 经营获现能力较强。公司经营活动净现金流维持在较好水平，2016 年实现经营性净现金流 17.25 亿元，对其债务利息支出形成较好保障；同期公司 EBITDA 利息保障倍数为 3.46 倍，偿债指标良好。

关 注

- 行业政策环境变化。近年我国先后出台了有关控制抗生素滥用、控制辅助用药、限制等级医院门诊输液等政策，上述政策使得公司输液板块和抗生素中间体业务受到一定冲击，其业务经营面临压力。
- 短期债务占比较高。受 2012 年的公司债券和中期票据即将到期影响，公司短期债务规模增长较快，截至 2016 年末，其短期债务升至 80.97 亿元，同期长短期债务比高达 5.84 倍，公司面临一定的短期再融资压力。
- 新项目的效益存在不确定性。公司新项目目前还未产生较好的效益，且公司主要输液产品及抗生素等均处在调整期，面临产品结构的调整，公司新项目的效益存在一定的不确定性。

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 and 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）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。

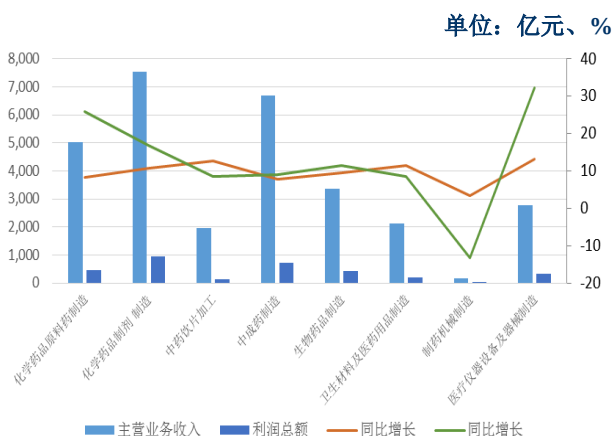
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

2016 年医药制造行业整体企稳回升，同时在多项支持性政策影响下行业将保持良好发展

2016 年，在医保结构性控费的背景下，国家开启药监新时代，注重产业优化和升级，医药制造行业整体企稳回升。根据工信部发布的《2016 年医药工业主要经济指标完成情况》显示，2016 年医药工业规模以上企业实现主营业务收入 29,635.86 亿元，同比增长 9.92%，增速较上年同期提高 0.90 个百分点，增速高于全国工业整体增速 5.02 个百分点；实现利润总额 3,216.43 亿元，同比增长 15.57%，增速较上年同期提高 3.35 个百分点，高于全国工业整体增速 7.07 个百分点。从各子行业经营业绩来看，主营业务收入增长最快的子行业为医疗器械设备及器械制造，而化学原料药、中成药、制药设备的增速低于行业平均水平，特别是中成药行业在中药注射剂增速大幅放缓的影响下，2016 年仅实现 7.88% 的增长；利润总额增长较快的两个子行业分别是医疗器械和化学原料药行业，增速分别达 32.29% 和 25.85%，在部分原料药价格大幅上涨带动下，原料药行业盈利能力大幅增长，利润端增速远高于收入端，而医疗器械行业受益于进口替代和收购兼并，行业收入和利润端均保持了较快增长。

图 1：2016 年医药制造子行业收入及利润增速



资料来源：CFDA 南方医药经济研究所，中诚信证评整理

下半年以来，国家出台多项政策鼓励医药制造行业快速发展。2016 年 10 月国务院印发了《“健康中国 2030”规划纲要》，提出到 2030 年我国主要健康指标进入高收入国家行列，人均预期寿命较目前

再增加约 3 岁达到 79 岁，健康科技创新整体实力位居世界前列等战略目标。11 月，工信部、国家卫计委等六部门联合印发《医药工业发展规划指南》，要求到 2020 年，行业规模效益稳定增长，创新能力显著增强，产品质量全面提高，供应保障体系更加完善，国际化步伐明显加快，医药工业整体素质大幅提升，其中行业增长目标是主营业务收入年均增速高于 10%。中诚信证评认为，《“健康中国 2030”规划纲要》、《医药工业发展规划指南》是未来我国医药制造行业中长期发展的指南针，在目前医药制造行业增速回升态势下，上述利好政策将进一步推动行业发展。

新医改政策的集中实施有助于提升制药行业整体水平，促进制药行业产业结构调整，市场份额将向优质企业集中

2016 年以来，我国相继出台多项医药行业改革政策，主要为临床自查、仿制药一致性评价、药品优先审评等药品审批制度改革系列政策以及医保控费、医保目录调整等。2016 年 3 月国务院印发《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，提出进行一致性评价来提高仿制药质量，作为仿制药大国，此举有助于提升我国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性。同年 6 月，国务院印发《药品上市许可持有人制度试点方案》，该制度试点是药品审评审批制度改革的一项重要内容，对于鼓励药品创新、提升药品质量具有重要意义。8 月 CFDA 公开征求《关于药物临床试验数据核查有关问题处理意见的公告（征求意见稿）》，加强企业新药注册前的自查和处罚措施。

医保控费和医保目录调整方面，2016 年 6 月，国家卫计委发布《关于尽快确定医疗费用增长幅度的通知》（645 号文），要求各省（区、市）于 2016 年 7 月 1 日前，确定本地区年度医疗费用增长幅度（控费目标），力争 2017 年底之前全国医疗费用增长幅度降到 10% 以下。同年 9 月，人社部发布了《关于 2016 年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整工作方案（征求意见稿）公开征求意见的通知》，此次药品目录调整分为药品调入和药品调出，调入药品重点考虑临床价值高的新

药、地方乙类调整增加较多的药品以及重大疾病治疗用药、儿童用药、急救抢救用药、职业病特殊用药等；对于调出药品，目录内原有的药品，如已被国家药品监管部门禁止生产、销售和使用的应予调出目录，存在其他不符合医疗保险用药要求和条件的，经相应评审程序后可以被调出目录。2017年2月27日人社部正式发布了国家医保目录（2017年版），新版目录收录2,535个西药和1,297个中成药，较2009年的旧版多339个西药及133个中成药。

中诚信证评认为，随着医保控费目标的建立，未来医药制造行业用药结构将出现较大调整，辅助用药和高价药品将成为控费的重点，药品降价压力较大；而疗效确切、符合临床路径、刚性治疗需求的医保处方药受医保控费冲击则相对较小。同时，在药品审批制度改革、医保目录调整背景下，未来在重大疾病领域拥有重磅产品、产品梯次结构较好、研发能力突出的制药企业有望保持其竞争优势。

业务运营

公司主要从事医药研究、开发及生产销售，是目前国内输液行业中品种最为齐全、包装形式最为完备的医药制造企业之一。公司主要产品包括大容量注射剂（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。截至2016年末，公司拥有588个品种共978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，较上年末新增9个品种19种规格。其中，有114个品种共274种规格的输液产品、383个品种共608种规格的其它剂型医药产品、45个品种共47种规格的原料药、10个品种的抗生素中间体、32个品种的医药包材以及4个品种共7个品规的医疗器械。

2016年公司输液板块业务持续保持稳定，非输液业务发展迅速，同时伊犁川宁抗生素中间体项目（以下简称“川宁项目”）整体实现扭亏为盈。2016年，公司实现营业收入85.66亿元，较上年增长

10.34%，其中输液类产品实现销售收入60.09亿元，较上年增长1.35%，占营业收入的比重为70.15%，占比较上年下降6.23个百分点；非输液类产品实现销售收入22.24亿元，较上年增长31.73%，占营业收入的比重为25.97%，占比较上年上升4.22个百分点。

表1：2015~2016年公司营业收入构成情况

单位：亿元			
	2015年	2016年	同比增减
输液	59.29	60.09	1.35%
非输液	16.89	22.24	31.73%
其他	1.45	3.32	128.44%
合计	77.63	85.66	10.34%

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，2016年营业收入为27.57亿元，占公司营业总收入的32.19%，占比较上年下降3.13个百分点。另外，公司除西南地区以外的其他区域营业收入均呈现增长态势，2016年，东北、华北、华东、华中、西北以及国际业务地区营业收入分别为4.96亿元、12.35亿元、17.10亿元、13.21亿元、7.88亿元和2.59亿元，占营业总收入的比重分别为5.79%、14.41%、19.97%、15.42%、9.20%和3.02%。其中，华北、华东、西北和国际业务地区收入增长较快，同比增速分别为12.30%、21.02%、29.74%和147.79%。

2016年公司持续优化产品结构，输液板块业务发展较为稳定，同时公司积极开拓国际市场，行业地位突出，整体竞争力有所增强

2016年，我国先后出台的有关控制抗生素滥用、控制辅助用药、限制等级医院门诊输液等政策使得市场整体输液需求量呈下滑趋势，致使行业内大多数企业不能饱和生产。受此影响，2016年公司输液类产品产量44.18亿瓶/袋，较上年下降2.79%。销售量方面，全年公司累计销售输液类产品44.38亿瓶/袋，较上年下降1.97%。2016年，公司输液板块已实现新型包材全面升级，同时公司持续优化输液制剂产品结构，通过对标学习、节能降耗，提高效益降低成本，继续保持公司在输液领域的领先地位。2016年，公司输液制剂业务实现营业收入60.09亿元，同比增长1.35%。

表 2：2014~2016 年公司输液类产品产销情况

单位：亿瓶/袋

	2014 年	2015 年	2016 年
销售量	44.53	45.27	44.38
生产量	45.34	45.45	44.18

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

国际业务方面，公司近年积极开拓国际市场，加快业务拓展步伐，其全资子公司科伦国际发展有限公司于 2016 年 8 月在香港成立了科伦国际医药（控股）有限公司，借助香港自由通商贸易港口的资源和优势，深度挖掘产品海外市场的潜力。此外，科伦 KAZ 药业有限责任公司（以下简称“哈萨克斯坦科伦”）国际销售团队已于 2015 年基本建设完成，2016 年哈萨克斯坦科伦实现扭亏为盈，输液产品的市场占有率在哈萨克斯坦已超过 80%，抗肿瘤小水针全面中标。同时，哈萨克斯坦科伦完成中亚及俄罗斯等国部分品种注册，已在吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、俄罗斯等国际市场实现销售，并同步在中亚各国派驻销售代表进行市场开拓。

通过产品注册，丰富各个国家的产品种类，2016 年公司实现国际业务收入共计 2.59 亿元，同比增长 147.79%。公司持续加强药品注册，2016 年获得科特迪瓦等 5 个国家 36 个品规的首次注册批件 34 份，同时在尼日利亚、摩尔多瓦、菲律宾、越南、乌干达、肯尼亚等 26 个国家及地区共计开展 92 个项目的注册工作，其中已完成 85 个项目的资料准备工作。

2016 年公司积极发展非输液业务，抗生素全产业链已初步形成，同时公司持续加强创新研发，为其未来业绩持续增长提供较好保障

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。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。非输液制剂产品方面，2016 年公司塑料水针销售收入同比增长 23.37%，销售过亿元的天舒欣（康复新液）销售收入同比增长 12.43%，百洛特（草酸艾司西酞普兰片）销售收入

同比增长 32.30%。

2016 年，公司继续实施抗生素全产业链发展战略，抗生素板块已基本打通全产业链。公司于 2011 年启动的川宁项目系抗生素全产业链业务的龙头，川宁项目计划总投资 67.39 亿元，截至 2016 年末累计已投资 66.04 亿元。2016 年一期硫红项目已实现满产，二期青霉素已推向满产，头孢正在为推向满产积极准备。2016 年川宁项目实现整体扭亏为盈，全年实现收入 11.02 亿元，净利润 1,392 万元。得益于伊犁川宁一期硫红已实现满产，2016 年公司非输液业务实现销售收入 22.24 亿元，较上年上升 31.73%。

同时，公司建立了四川科伦药业股份有限公司邛崃分公司、四川新迪医药化工有限公司、湖南科伦制药有限公司岳阳分公司及广西科伦制药有限公司（以下简称“广西科伦”）四家抗生素原料药及制剂生产基地，将中间体进一步加工成原料药和制剂，并利用大输液销售渠道打通原料药和制剂销售市场。其中，公司邛崃项目计划总投资 1.46 亿元，截至 2016 年末累计已投资 1.50 亿元；邛崃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。2016 年，邛崃项目完成了 GCLE 车间、回收车间安装技改工程、多肽注册车间安装工程以及多品种注册车间建设工程，但由于生产饱和度低，2016 年邛崃项目亏损 3,170 万元。未来，邛崃项目将重点加大草酸艾司西酞普兰原料药等盈利产品的生产和销售，优化工艺和产品结构以降低各产品的生产成本，提高生产饱和度。此外，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，部分生产线于 2015 年下半年开始试生产，目前广西科伦产品结构较为单一，自 2016 年第四季度以来广西科伦对头孢（7-ACA）的消耗量和各品种的生产量已有所提升。

研发方面，公司持续推进“三发驱动、创新增长”战略，加大研发力度，多项重大品种成功申报和获批临床。2016 年，公司研发投入 6.13 亿元，较上年大幅增长 23.07%，占营业收入比重为 7.16%。

公司自 2013 年以来研发投入超过 19 亿元，在研品种达 337 个，共申报 92 个项目，其中 29 项为国内首家申报，截至目前获批临床 49 项，待批生产 36 项。从产品线布局来看，目前公司已启动针对肿瘤、细菌感染、肠外营养等多个疾病领域共 330 余个项目的药物研究，着力于解决重大疾病未满足的临床需求和临床用药的可及性。公司已立项国内仿制药 250 余项（不含 NDSD16 项），涵盖肿瘤及辅助用药、细菌感染、肠外营养、心血管、精神神经、糖尿病、麻醉等多个国内高发及高致死性疾病领域，截至 2017 年 1 月末，已有 48 个药物获批临床或 BE。同时，公司正快速推进产品线集群布局和项目研究进度及符合美国 FDA 要求的 cGMP 生产车间建设，已立项无菌注射剂近 10 项，其中 2 项已进入 CMO 生产转移阶段。创新小分子和生物药方面，2016 年下半年，公司首个自主研发的抗肿瘤药物 KL070002 申报临床，抗 EGFR 单抗注射液进入临床；2016 年年底，治疗中国高发胃癌的重组抗 VEGFR2 全人源单克隆抗体注射液实现国内首家申报临床。此外，2016 年公司在 NDSD 领域已完成 3 项 IND 申报，其中 2 项目为国内首家或首仿申报。研发团队建设方面，2016 年公司研发人数较去年增加 130 人，研发薪酬支付等管理费用相应增加，同时公司进一步完善了以成都研究院为核心，苏州、天津、美国新泽西、圣地亚哥生物大分子和化学小分子研究分院为分支的研发体系。专利方面，截至 2016 年末，公司拥有专利 2,254 项，其中发明专利 261 项，实用新型 1,642 项，外观设计专利 351 项；拥有注册商标 566 项。

表 3：2015~2016 年公司研发投入情况

	2015 年	2016 年	同比增加
研发人员数量（人）	1,673	1,803	7.77%
研发人员数量占比	7.80%	9.56%	1.76%
研发投入金额（亿元）	4.98	6.13	23.07%
占营业收入比例	6.42%	7.16%	0.74%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务分析

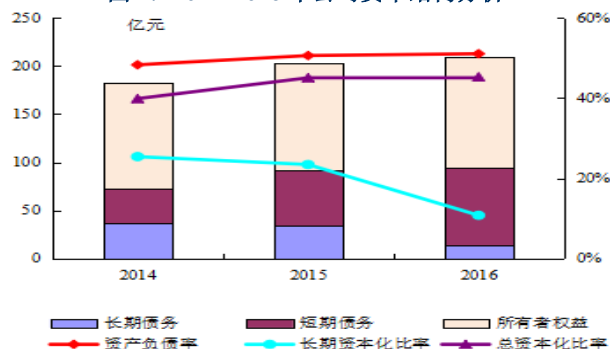
以下财务分析基于公司提供的经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年审计报告。

资本结构

跟踪期内，公司业务规模持续增长，其资产及负债规模较上年均有所上升。截至 2016 年末，公司资产总额 234.10 亿元，较上年末增长 3.66%。同期，受短期借款增加等因素影响，公司负债总额增至 119.44 亿元，较上年末上升 4.59%。所有者权益方面，得益于留存收益的持续积累，截至 2016 年末，公司所有者权益为 114.66 亿元，较上年增长 2.71%。

从资产结构来看，公司资产仍以非流动资产为主。2016 年末公司非流动资产为 146.62 亿元，同比上升 9.18%，占当期公司资产规模的比重上升 3.16 个百分点至 62.63%。公司非流动资产以固定资产和在建工程为主要构成部分，2016 年末固定资产为 95.86 亿元，较上年末增长 58.73%，主要系新迪医药化工中间体生产线建设项目以及部分伊犁川宁新建抗生素中间体建设项目完工转固所致；同期公司在建工程为 21.06 亿元，较上年下降 60.39%。流动资产方面，2016 年公司应收账款为 35.59 亿元，同比上升 33.21%，在流动资产占比为 40.68%，主要系公司伊犁川宁产能逐步释放，销售收入大幅增加致应收账款增加；应收账款账期以 1 年以内为主，1 年以内应收账款余额占比为 98.60%，且应收账款前五名合计金额占应收账款总额的 29%，回款风险整体较可控。

图 2：2014~2016 年公司资本结构分析

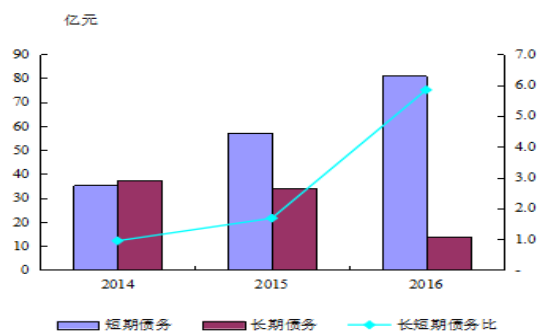


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务结构来看，截至 2016 年末，公司总债务为 94.83 亿元，较上年末增长 3.68%，主要系短期借款增加所致。同期，公司长短期债务比为 5.84 倍，较上年增加了 4.16 倍，系公司于 2012 年发行的一期公司债券和一期中期票据转入一年内到期

的非流动负债所致。总的来看，目前公司有息债务以短期债务为主，债务期限结构有待优化。

图 3：2014~2016 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

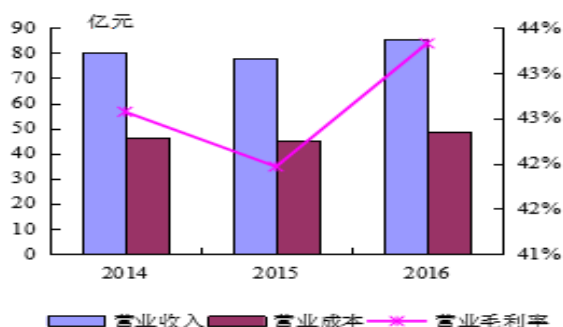
从财务杠杆比率来看，截至 2016 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 51.02% 和 45.27%，分别较上年末上升 0.45 个百分点和 0.24 个百分点，与同行业相比，公司负债水平处于较高水平。

总体来看，随着公司业务规模扩大，其资产及负债规模稳步上升，同时公司短期债务增长明显，需关注其可能面临的集中偿付压力。

盈利能力

从收入规模看，2016 年公司实现营业总收入 85.66 亿元，同比上升 10.34%。分业务板块来看，输液板块仍然是公司主要的收入来源，但其在总收入中占比有所减小，2016 年公司输液业务实现营业收入 60.09 亿元，较上年增长 1.35%，在当年营业总收入占比下降 6.23 个百分点至 70.15%；非输液板块实现营业收入 22.24 亿元，较上年上升 31.73%，在当年营业总收入占比上升 4.22 个百分点至 25.97%，主要系公司川宁项目产能逐步释放致销售收入大幅增长。

图 4：公司 2014~2016 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，2016 年公司营业毛利率为 43.33%，较上年提升 1.37 个百分点。公司通过持续优化输液制剂产品结构以及节能降耗等管理措施进一步降低生产成本，2016 年输液板块毛利率同比上升 3.41 个百分点至 52.95%；非输液板块，2016 年公司非输液板块毛利率同比上升 5.09 个百分点至 23.72%，主要系川宁项目一期硫红已实现满产，生产成本大幅度降低所致。随着抗生素全产业链的不断完善，未来公司毛利率水平有望进一步提升。

表 4：公司 2014~2016 年分产品收入和毛利率情况

单位：亿元、%

业务	2014		2015		2016	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
输液	61.92	48.94	59.29	49.54	60.09	52.95
非输液	17.53	21.44	16.89	18.63	22.24	23.72

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，由于经营规模的扩大以及研发力度的加大，2016 年公司销售费用和管理费用均有所增加，分别为 12.54 亿元和 12.52 亿元，同比增速分别为 22.04% 和 18.00%。财务费用方面，2016 年公司财务费用为 2.93 亿元，较上年下降 36.54%，主要系哈萨克斯坦国货币汇率趋于稳定，公司汇兑净损失较去年同期大幅降低所致。2016 年，公司期间费用为 27.99 亿元，同比上涨 9.76%，三费收入占比为 32.68%，较上年下降 0.17 个百分点。

表 5：2014~2016 年公司期间费用情况

单位：亿元

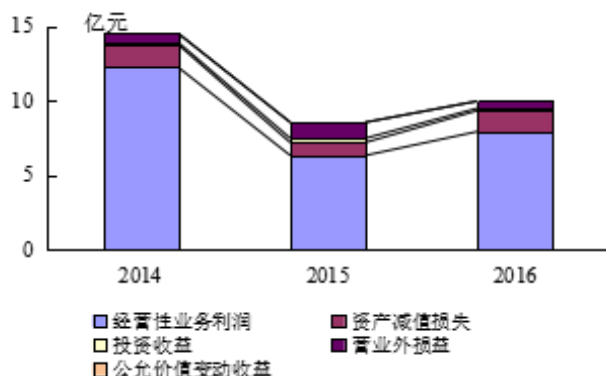
	2014	2015	2016
销售费用	10.49	10.28	12.54
管理费用	8.55	10.61	12.52
财务费用	2.13	4.61	2.93
三费合计	21.17	25.50	27.99
营业总收入	80.23	77.63	85.66
三费收入占比	26.39%	32.85%	32.68%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2016 年公司利润总额为 7.16 亿元，同比增长 5.23%；其中，经营性业务利润为 7.93 亿元，同比增长 25.51%，公司主营业务能力持续增强。此外，2016 年公司资产减值损失为 1.41 亿元，同比增长 61.69%，其中 2016 年计提坏账准备 0.15 亿元，计提存货跌价准备 0.80 亿元，计提

固定资产减值准备 0.51 亿元。中诚信证评关注到，公司资产质量对其盈利水平有所影响。

图 5：2014~2016 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，得益于公司输液制剂产品结构的持续优化以及抗生素全产业链的初步形成，2016 年公司主营业务收入及毛利率均呈上升趋势，其整体盈利能力较好。

偿债能力

公司债务规模随着业务规模的扩大而呈上升趋势，截至 2016 年末，公司总债务为 94.83 亿元，同比上升 3.68%；其中短期债务和长期债务分别为 80.97 亿元和 13.86 亿元，同比增速分别为 41.29% 和 -59.41%。

从现金流来看，2016 年公司经营活动产生现金净流入为 17.25 亿元，同比增长 39.21%，主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。2016 年，公司经营活动净现金流利息保障倍数和经营净现金流/总债务分别升至 3.50 倍和 0.18 倍，经营性净现金流对债务本息保障能力有所提升。

获现能力方面，2016 年公司 EBITDA 为 17.09 亿元，较上年上升 9.70%；同期 EBITDA/营业总收入为 19.95%，其获现能力较强。EBITDA 对债务本息的保障能力方面，2016 年公司总债务/EBITDA 降至 5.55 倍，EBITDA 利息保障倍数升至 3.46 倍，EBITDA 对债务和利息支出的保障程度有所增强。

表 6：2014~2016 年偿债能力分析

财务指标	2014	2015	2016
总债务（亿元）	72.65	91.46	94.83
EBITDA（亿元）	19.20	15.58	17.09
资产负债率（%）	48.26	50.57	51.02
长期资本化比率（%）	25.40	23.43	10.79
总资本化比率（%）	39.84	45.03	45.27
EBITDA 利息倍数（X）	4.93	3.16	3.46
总债务/EBITDA（X）	3.78	5.87	5.55
经营净现金流/总债务（X）	0.17	0.14	0.18
经营净现金流利息倍数（X）	3.13	2.51	3.50

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

银行授信方面，公司多年来始终保持与银行良好的合作关系，截至 2016 年末，公司共获得银行授信总额 36.40 亿元，未使用授信余额 4.76 亿元，备用流动性尚可。

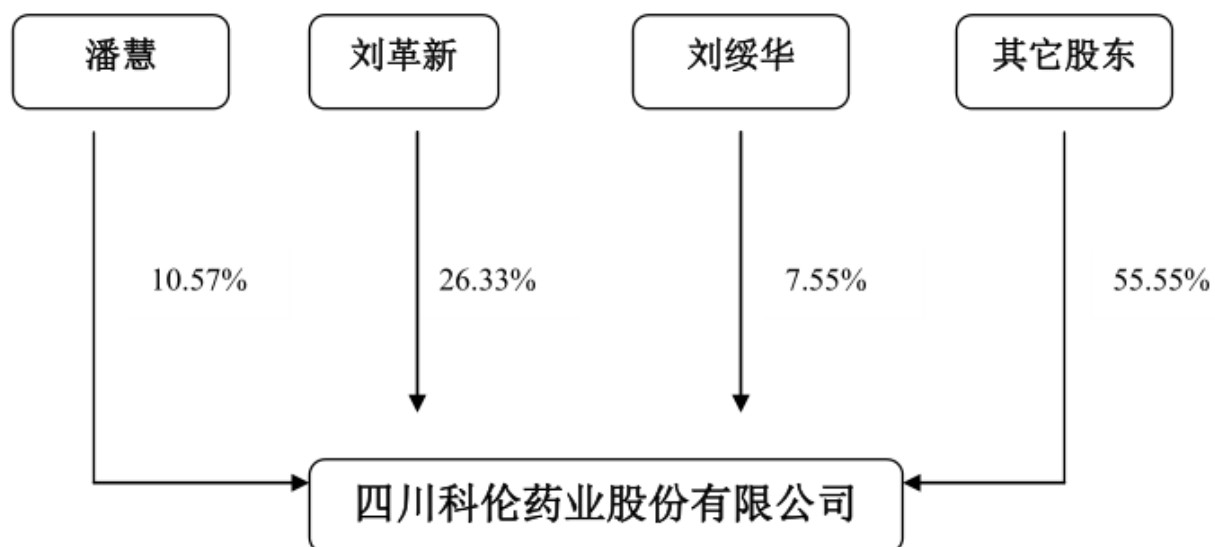
或有负债方面，截至 2016 年末，公司无对外担保。未决诉讼方面，公司于 2015 年 6 月 8 日收到成都市中级人民法院《应诉案件通知书》，原告共计 23 人以“证券虚假陈述责任纠纷”为由提起诉讼，此后，原告增加至 69 人，要求公司就信息披露违法行为承担民事赔偿责任，索赔总标的额约为 0.29 亿元，考虑到该诉讼涉及金额占净资产的比例很小，对公司业绩影响有限。截至 2016 年末，该系列民事诉讼案尚未审结。

综合而言，2016 年公司短期债务上升较快，且占总债务比重较大，或面临一定的短期偿债压力，但考虑到公司收入规模和毛利水平有所提升，整体具备较强的盈利能力和获现能力，加之经营活动净现金流较为充裕，其偿债能力依然很强。

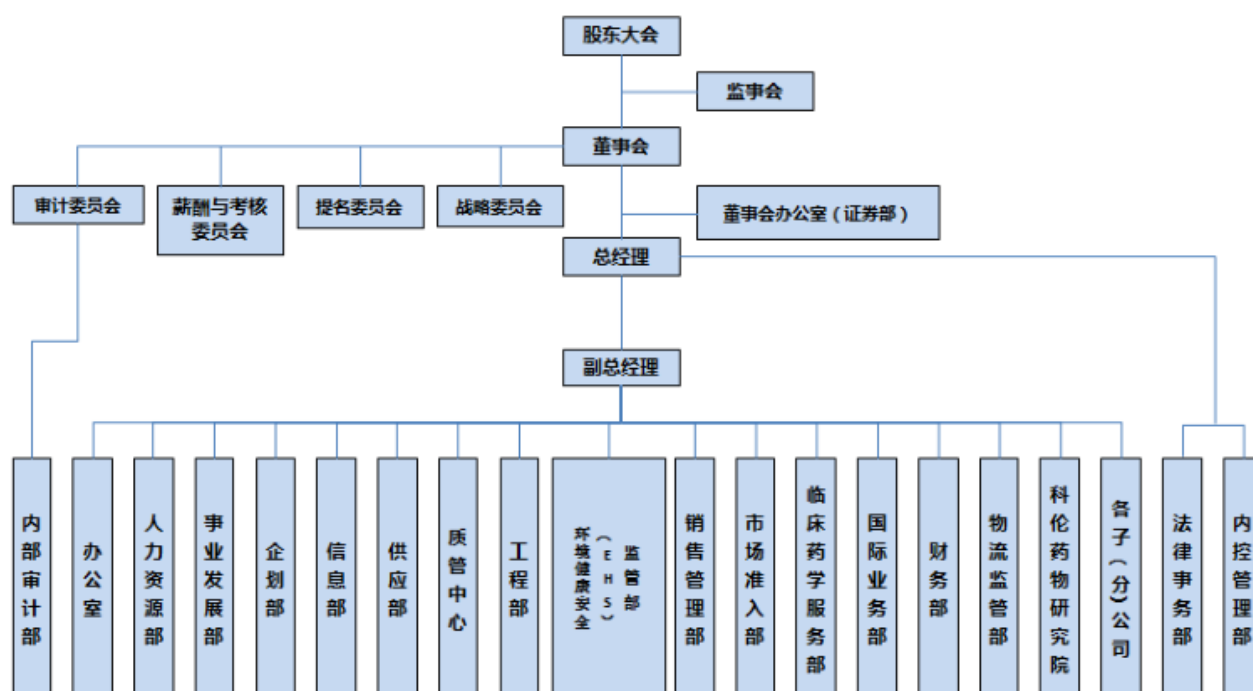
结 论

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（第二期）”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 2016 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 2016 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）	2014	2015	2016
货币资金	202,977.60	185,072.81	122,804.59
应收账款净额	262,313.73	267,149.77	355,870.00
存货净额	207,348.36	220,732.80	213,315.94
流动资产	870,414.97	915,345.33	874,756.55
长期投资	45,528.68	34,240.19	98,763.56
固定资产合计	1,032,410.78	1,136,642.66	1,169,199.12
总资产	2,120,283.53	2,258,334.73	2,340,987.89
短期债务	353,088.03	573,042.90	809,675.78
长期债务	373,452.13	341,590.07	138,641.48
总债务（短期债务+长期债务）	726,540.16	914,632.97	948,317.26
总负债	1,023,246.48	1,141,948.74	1,194,353.00
所有者权益（含少数股东权益）	1,097,037.05	1,116,385.99	1,146,634.90
营业总收入	802,342.13	776,334.00	856,594.34
三费前利润	334,412.01	318,220.29	359,240.32
投资收益	1,492.44	2,861.24	1,570.85
净利润	98,468.22	54,188.94	62,432.48
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	191,985.03	155,763.69	170,878.87
经营活动产生现金净流量	121,873.59	123,942.94	172,540.74
投资活动产生现金净流量	-298,850.10	-209,967.28	-178,939.47
筹资活动产生现金净流量	113,399.14	109,339.73	-60,961.39
现金及现金等价物净增加额	-64,103.33	23,181.71	-66,935.71
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率（%）	42.57	41.96	43.33
所有者权益收益率（%）	8.98	4.85	5.44
EBITDA/营业总收入（%）	23.93	20.06	19.95
速动比率（X）	1.17	0.90	0.65
经营活动净现金/总债务（X）	0.17	0.14	0.18
经营活动净现金/短期债务（X）	0.35	0.22	0.21
经营活动净现金/利息支出（X）	3.13	2.51	3.50
EBITDA 利息倍数（X）	4.93	3.16	3.46
总债务/EBITDA（X）	3.78	5.87	5.55
资产负债率（%）	48.26	50.57	51.02
总资本化比率（%）	39.84	45.03	45.27
长期资本化比率（%）	25.40	23.43	10.79

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、公司将“短期融资券”、“超短期融资券”及“附有回售权的公司债券”计入“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。