

报告编号：  
鹏信评【2017】跟踪第  
【823】号 01

债券剩余规模：  
2 亿元  
债券到期日期：  
2020 年 5 月 19 日  
债券偿还方式：  
每年付息四次，到期一  
次还本，附第 3 年末公  
司上调票面利率选择权  
和投资者回售选择权

#### 分析师

姓名：  
舒静 杨再昆

电话：  
0755-82871612

邮箱：  
shuj@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信  
评估有限公司化学制药  
企业主体长期信用评级  
方法，该评级方法已披  
露于公司官方网站。

#### 鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

## 深圳翰宇药业股份有限公司 2015 年非公开发行 公司债券（第一期）2017 年跟踪信用评级报告

|            | 本次跟踪评级结果        | 上次信用评级结果        |
|------------|-----------------|-----------------|
| 本期债券信用等级   | AA-             | AA-             |
| 发行主体长期信用等级 | AA-             | AA-             |
| 评级展望       | 稳定              | 稳定              |
| 评级日期       | 2017 年 6 月 24 日 | 2016 年 6 月 27 日 |

### 评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对深圳翰宇药业股份有限公司（以下简称“翰宇药业”或“公司”）及其 2015 年 5 月 19 日非公开发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到得益于公司非公开发行股票成功和盈利积累，资本实力进一步增强；公司原料药、客户肽和子公司各产品收入规模增长较快；公司继续加大研发投入力度，取得一定成果；公司经营现金流表现良好，负债水平较低。但我们也关注到 2016 年公司多肽制剂销售收入下滑，面临一定政策风险和药品降价风险；公司面临一定的资金压力；公司仍面临商誉减值风险，存在一定的技术开发风险和技术外泄风险；2016 年公司资产运营效率有明显降低，应收账款对公司资金形成占用，较高的期间费用侵蚀了公司利润等风险因素。

### 正面：

- 得益于公司非公开发行股票成功和盈利积累，资本实力进一步增强。2016 年 4 月公司非公开发行股票合计 28,326,178.00 股，募集资金总额 6.45 亿元；2016 年末公司归属于母公司股东权益达到 36.05 亿元，同比增长 36.68%。
- 公司原料药、客户肽和子公司各产品收入规模增长较快。2016 年公司原料药实现营业收入 12,658.77 万元，同比增长 140.43%；客户肽实现营业收入 10,408.79 万元，同比增长 23.29%；组合包装产品、器械类产品和固体类产品分别实现营业收入 12,473.99 万元、15,698.12 万元和 361.90 万元，同比分别增长 20.76%、41.32%和 20.44%。

- **公司继续加大研发投入力度，取得一定成果。**2016 年公司继续加大研发力度，研发投入总额为 6,036.50 万元，同比增长 16.57%，占营业收入的 7.06%。2016 年，公司和子公司共获得发明专利 42 项；公司卡贝缩宫素及卡贝缩宫素注射液获批上市，醋酸加尼瑞克获得美国 DMF 注册号。
- **公司经营现金流表现良好，负债水平较低。**2016 年公司原料药新品种的市场推广较为成功，销售回款规模大幅提高，公司经营活动现金净流入 2.96 亿元；2016 年末公司资产负债率由 25.63%降至 19.13%。

## 关注

- **2016 年公司多肽制剂销售收入下滑，面临一定政策风险和药品降价风险。**2016 年公司多肽制剂实现销售收入 33,778.59 万元，同比减少 17.73%，其中注射用胸腺五肽实现营业收入 3,927.95 万元，同比减少 70.85%。公司生产经营计划受招投标等政策影响较大，面临一定的政策风险和降价风险。
- **公司在建项目投资规模较大，面临一定的资金压力。**公司在建项目计划总投资 16.50 亿元，截至 2016 年底已投资合计 2.50 亿元，尚需投资约 14 亿元，面临一定的资金压力。
- **子公司成纪药业 2016 年仍未能达成承诺业绩，公司仍面临商誉减值风险。**2016 年甘肃成纪生物药业有限公司（以下简称“成纪药业”）实现净利润 16,937.43 万元，未能达成业绩承诺，公司计提商誉减值准备 3,983.67 万元。2017 年度仍为成纪药业业绩承诺期，若其经营业绩仍未能达成预期，公司将面临商誉进一步减值的风险。
- **公司存在一定的技术开发风险和技术外泄风险。**多肽药物行业具有“高投入、高风险、高产出、长周期”的特点；另外公司作为国家级高新技术企业，对技术的依赖性非常强，公司存在一定的技术开发风险和核心技术外泄的风险。
- **2016 年公司资产运营效率有明显降低，整体资产运营效率偏低，应收账款对公司资金形成占用。**2016 年公司应收账款、存货周转天数明显延长，使得 2016 年净营业周期延长至 473.36 天；受业务规模扩大和部分款项账期延长等因素影响，应收账款余额持续增长，对公司资金形成占用。
- **较高的期间费用侵蚀了公司利润。**2016 年公司市场开拓力度加大、产品研发支出规模增加且外部融资规模扩大，销售费用、管理费用和财务费用有不同程度的提升，公司期间费用率进一步提高至 40.86%。较高的期间费用侵蚀了公司利润。

**主要财务指标:**

| 项目                | 2017 年 3 月 | 2016 年     | 2015 年     | 2014 年     |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|
| 总资产 (万元)          | 447,284.89 | 445,701.06 | 354,599.94 | 169,746.33 |
| 归属于母公司股东权益合计 (万元) | 368,078.93 | 360,458.78 | 263,731.51 | 129,614.64 |
| 有息债务 (万元)         | 41,679.92  | 41,774.39  | 49,775.10  | 19,875.72  |
| 资产负债率             | 17.71%     | 19.13%     | 25.63%     | 23.64%     |
| 流动比率              | 6.79       | 5.57       | 2.34       | 8.39       |
| 速动比率              | 6.31       | 5.15       | 2.05       | 7.97       |
| 营业收入 (万元)         | 20,602.50  | 85,504.79  | 76,826.38  | 41,942.82  |
| 利润总额 (万元)         | 8,548.35   | 30,918.95  | 33,835.90  | 18,633.87  |
| 综合毛利率             | 76.46%     | 80.18%     | 80.90%     | 82.84%     |
| 总资产回报率            | -          | 8.75%      | 14.18%     | 13.27%     |
| EBITDA (万元)       | -          | 44,474.16  | 45,837.81  | 23,165.65  |
| EBITDA 利息保障倍数     | -          | 6.39       | 6.03       | 12.61      |
| 经营活动现金流量净额 (万元)   | -1,048.76  | 29,641.18  | 13,884.05  | 15,342.59  |

资料来源: 公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表, 鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）证监许可[2013]1384 号文件核准，公司获准非公开发行面值总额不超过 4 亿元（含 4 亿元）公司债券，本次债券分期发行，其中本期债券为公司于 2015 年 5 月 19 日非公开发行的第二期 2 亿元公司债券。本期债券募集资金用途为补充公司流动资金，已使用完毕。

## 二、发行主体概况

2016 年 10 月，公司向广发证券资产管理（广东）有限公司和红土创新基金管理有限公司非公开发行股票合计 28,326,178.00 股，募集资金总额 6.45 亿元。截至 2016 年底，公司注册资本和实收资本均增至 9.18 亿元，控股股东和实际控制人均未发生变化，公司控股股东和实际控制人仍然是自然人曾少贵、曾少强和曾少彬三兄弟，其合计直接持股比例为 49.61%，较 2015 年底提高 0.3 个百分点。截至 2017 年 3 月末，公司前五大股东情况如表 1 所示。

**表 1 截至 2017 年 3 月 31 日公司前五大股东情况（单位：股）**

| 股东名称               | 股东性质    | 持股比例   | 持股数量        | 受限数量        |
|--------------------|---------|--------|-------------|-------------|
| 曾少贵                | 境内自然人   | 25.82% | 237,084,389 | 173,757,635 |
| 曾少强                | 境内自然人   | 19.59% | 179,861,135 | 145,451,459 |
| 曾少彬                | 境内自然人   | 4.20%  | 38,608,032  | 27,523,860  |
| 新疆丰庆股权投资合伙企业（有限合伙） | 境内非国有法人 | 2.93%  | 26,874,000  | 18,760,000  |
| 陈自勤                | 境内自然人   | 2.25%  | 20,693,000  | 17,230,000  |
| 合计                 | -       | 54.79% | 503,120,556 | 382,722,954 |

资料来源：公司 2017 年第一季度报告

截至 2016 年底，公司纳入合并范围的子公司共 6 家，较上年未发生变化。

截至 2016 年底，公司资产总额 44.57 亿元，归属于母公司股东权益合计 36.05 亿元，资产负债率为 19.13%。2016 年度公司实现营业收入 8.55 亿元，利润总额 3.09 亿元，经营活动现金净流入 2.96 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 44.73 亿元，股东权益合计 36.81 亿元，资产负债率为 17.71%。2017 年 1-3 月公司实现营业收入 2.06 亿元，利润总额 0.85 亿元，经营活动现金净流出 0.10 亿元。

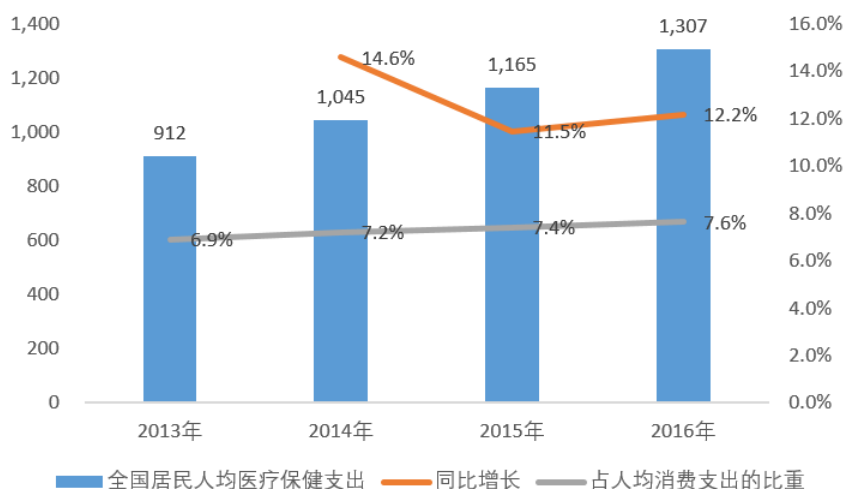
### 三、运营环境

随着人口老龄化的加剧和收入水平的提高，全国医疗卫生支出和人均医疗保健支出持续增长

近年来医药行业已经成为国民经济中重要的组成部分，并被列入到“十二五”国家战略性新兴产业发展规划、“中国制造 2025”等多项规划中，在未来将成为中国经济一个新的增长点。同时，在我国进入老龄化社会大背景之下，随着社会对于医药医疗需求的增加，医药行业也迎来了更大的发展机遇和需求空间。

近年我国人口老龄化程度不断加大。2016 年末全国大陆总人口 138,271 万人，其中 60 周岁及以上人口数为 23,086 万人，占比达 16.7%，较 2015 年末提升 0.6 个百分点。另外，我国居民人均收入水平持续增长。2016 年人均国内生产总值 53,980 元，比上年增长 6.1%。2016 年全国居民人均可支配收入 23,821 元，比上年增长 8.4%，扣除价格因素，实际增长 6.3%；全国居民人均可支配收入中位数 20,883 元，增长 8.3%。人口老龄化和人均收入水平的提升推高了个人消费——特别是医疗保健支出的水平。2016 年全国居民人均消费支出 17,111 元，比上年增长 8.9%，扣除价格因素，实际增长 6.8%；其中医疗保健支出为 1,307 元，占比 7.6%。

图1 2013-2016年全国居民人均医疗保健支出情况（单位：元）



资料来源：2013-2016 年中华人民共和国国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

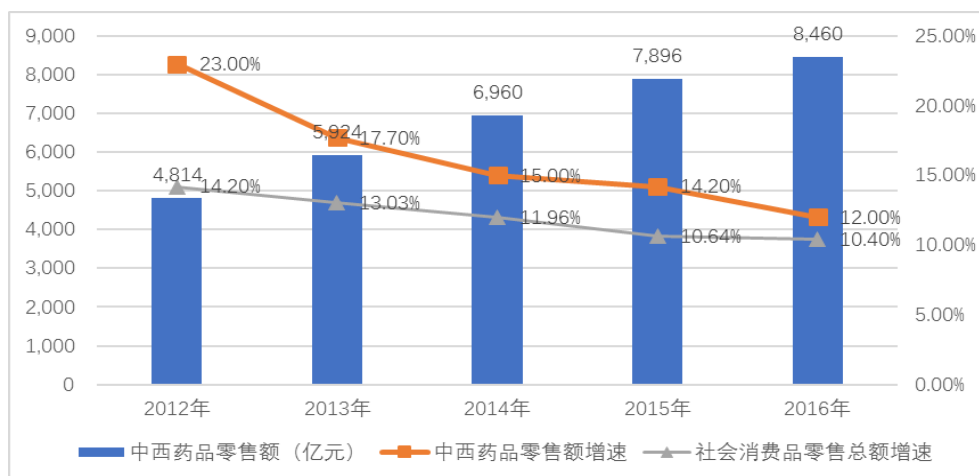
医疗卫生方面的财政支出规模继续扩大，养老保险和医疗保险覆盖范围继续延伸，也为整个医药行业的发展提供了良好契机。2016年中国全国财政医疗卫生支出（含计划生育）13,154亿元，是医改启动之前2008年（3,182亿元）的4.1倍，比2015年增长10%，医疗卫生支出占财政支出的比重提高到7.0%。2016年末全国参加城镇职工基本养老保险人数37,862

万人，比上年末增加2,501万人。参加城乡居民基本养老保险人数50,847万人，增加375万人。参加城镇基本医疗保险人数74,839万人，增加8,257万人。

### 我国医药行业整体增长强劲，但中西药品零售额增速持续放缓

近年来国内中西药品零售额保持较快增长，但增速持续放缓。2016 年国内中西药品零售额为 8,460 亿元，较上年增长 12.00%；其中国内中成药产量保持增长，2016 年产量达 3,611,000 吨，较上年增长 6.20%。近年来受国内消费品零售总额增速持续放缓的影响，国内中西药品零售的增速放缓，其中 2016 年较上年放缓 2.20 个百分点；但国内中西药品近年来的增速仍高于社会消费品零售总额的增速，其中 2016 年高 1.6 个百分点。

图 2 近年来国内中西药品零售情况



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

2016 年 1-12 月我国医药行业收入增长 19.8%至 17,083 亿元，利润总额增长 19.8%至 1,732 亿元，行业整体毛利率 29.6%。子行业中，化学制剂药（收入增长 22.5%/利润增长 25.3%）、医疗设备及器械（21.4%/24.4%）、中药饮片（24.2%/27.5%）以及卫材及医药用品（19.8%/27.2%）表现优于行业整体水平，而化学原料药（13.9%/15.9%）、生物药品（18.8%/14.3%）、中成药（21.4%/16.5%）、兽用药品（17.1%/16.6%）表现逊于行业整体水平。除了中药饮片，其余子行业的毛利率均出现上升趋势。

**政府各部门继续出台各项监管措施以推进医疗卫生体系改革，仿制药质量和疗效一致性评价、“两票制”等成为近期工作重点**

2016 年以来，为继续推动医疗卫生体系改革，国家食品药品监督管理总局（CFDA）、人力资源和社会保障部、卫生和计划生育委员会（以下简称“卫计委”）等多部门相继出台了各项监管和改革措施。主要包括：开展仿制药质量和疗效一致性评价、建立药品追溯体系、规范疫苗流通和预防接种管理、推行“两票制”改革、加强抗菌药物管理等。

2016 年 4 月 21 日，国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》，提出全面推进公立医院药品集中采购，综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”（生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票），积极鼓励公立医院综合改革试点城市推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款、药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格。2016 年 12 月 26 日，国务院医改办、国家卫生计生委和 CFDA 等八部委联合印发《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）》，公立医疗机构药品采购中逐步推行“两票制”，鼓励其他医疗机构药品采购中推行“两票制”。推行“两票制”有利于规模医药流通环节，降低医药终端价格，促进医药产业健康发展。

**表 2 2016 年以来我国医药行业重点政策**

| 政策名称                                                       | 主要内容                                                                                                                                                                                          | 主要影响                                                         |
|------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
| 《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》                                     | 化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价。国家基本药物目录(2012 年版)中 2007 年 10 月 1 日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂（共 289 个），应在 2018 年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在 2021 年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册 | 提升我国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力              |
| 《关于修改<药品经营质量管理规范>的决定》                                      | 一是对药品流通环节中药品经营企业如何执行药品追溯制度提出了操作性要求；二是将关于疫苗经营企业的相关规定修改为疫苗配送企业的要求；三是规范首营企业需要查验的证件                                                                                                               | 建立药品追溯体系，实现药品来源可查、去向可追、责任可究                                  |
| 《药品上市许可持有人制度试点方案》                                          | 北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、四川等 10 省（市）试点，试点区域内的药品研发机构或者科研人员可以作为药品注册申请人，提交药物临床试验申请、药品上市申请，申请人取得药品上市许可及药品批准文号的，可以成为药品上市许可持有人                                                                    | 有利于药品研发机构和科研人员积极创制新药，有利于产业结构调整和资源配置，促进专业分工，提高产业集中度，避免重复投资和建设 |
| 《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》、《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）》 | 医改试点省份要在全范围内推广两票制，鼓励一票制，医院和药品生产企业的直接结算货款，药企和配送企业计算配送费用                                                                                                                                        | 降低药品价格，维持医院的良性运转，促进医药产业转型升级                                  |
| 《医药工业发展规划指南》                                               | 医药工业提高国际化发展水平，鼓励开展新药、化学仿制药、中药、生物类似药国际注册，实现 3-5 个新药和 200 个以上化学仿制药在发达国家市场上市                                                                                                                     | 明确了当下我国医药工业存在的不足与困难，为行业发展做出明确规划                              |
| 《遏制细菌耐药国家行动计划（2016-2020 年）》                                | 鼓励抗菌药物研发；加强抗菌药物供应保障管理、抗菌药物应用和耐药控制体系建设；完善抗菌药物应用和细菌耐药监测体系；提高专业人员细菌耐药防控能力；加强抗菌药物环境污染防治                                                                                                           | 加强抗菌药物管理，遏制细菌耐药，抗菌药物生产企业将受到更严格管制                             |

资料来源：公开资料，鹏元整理

**近期多个多肽品种专利将陆续到期，仿制药和原料药厂商将迎来发展机遇**

目前，全球多肽药物的市场已经超过200亿美元，占医药品市场总份额的2%左右，保持10%左右的增速。今后几年，将有多个多肽重磅品种专利到期，如1996年获FDA批准上市的格拉替雷，用于多发硬化的治疗，2014年格拉替雷全球销售额约42亿美元，占多发性硬化市场的20%；用于治疗II型糖尿病的利拉鲁肽，2014年销售额达23.9亿美元；以及2014年销售额达11.58亿美元用于治疗前列腺癌的戈舍瑞林等。可见，国际上重磅多肽药物主要集中在肿瘤、慢性病以及罕见病领域，而我国的多肽药物主要用于免疫辅助、胃肠道止血，如胸腺五肽、生长抑素等。

随着多个多肽重磅产品的专利到期，仿制药将迎来发展机遇。在我国，存在大量的肿瘤患者以及慢性病患者，多肽药物在这些治疗领域还有很大的增长空间，我国厂家虽然目前在多肽创新药方面与国际巨头还有一定的差距，但是在多肽原料药方面，国内一些厂家已经有较高的水准，利用自产原料药优势向下游多肽仿制药发展同样具有较大的前景。另外，随着多肽药物专利的到期，仿制药的研发生产将带动上游原料药的增长，原料药厂商也将受益。

**我国医疗器械行业市场规模发展较快，但行业集中度较低，目前整体技术水平不高，监管部门继续对行业进行规范性治理**

我国医疗器械整体市场规模增长较快，但行业生产企业众多，集中度较低。2016年我国医疗器械市场销售规模约为3,700亿元，同比增长约20%；其中医用医疗器械市场销售规模约为2,690亿元，约占72.70%，家用医器械市场规模首次突破千亿元，约为1,010亿元，占比27.30%。截至2016年底，我国医疗器械企业超过1.5万家，但真正规模、产值达到2,000万元以上的医疗器械企业占比不到20%。2016年国内医疗器械34家上市公司营业收入合计382.99亿元，约占当年医疗器械行业市场规模的10%。

我国医疗器械产业基础较为薄弱，绝大部分国产医疗器械产品为低端耗材和家用检测器材，如输注器械、消毒灭菌、辅助器械、心脏支架等，上述产品的国产化程度较高；而跨国企业在高端市场占据明显优势，如MRI、CT等高端影像诊断设备等，该类产品市场基本被跨国企业所垄断。

2016年初以来，监管部门出台了一系列政策措施以规范医疗器械行业的发展。具体如下：（1）2016年3月，CFDA、国家卫生计生委联合发布《医疗器械临床试验质量管理规范》，规范医疗器械临床试验行为，保证临床试验结果的真实、可靠、准确、科学和完整；（2）2016年10月，CFDA发布了《医疗器械优先审批程序》，自2017年1月1日起施行，对某些应用于特殊领域和列入国家科技重大专项或国家重点研发计划的医疗器械优先审批；（3）2017年1月，CFDA发布YY/T0287-2017 /ISO13485:2016《医疗器械 质量管理体系 用于法

规的要求》标准，将于2017年5月1日起实施；（4）2017年1月，《医疗器械召回管理办法》经CFDA审议通过，将于2017年5月1日起施行。

## 四、经营与竞争

2016年公司主营业务未发生重大变化，仍主要从事医药产品和医疗器械的研发、生产和销售业务，主要产品包括多肽制剂、多肽原料药和客户肽（定制产品）、药品组合包装产品、器械类产品和固体类产品六大系列。2016年公司实现营业收入8.55亿元，同比增长11.30%，主要是受益于原料药、客户肽和器械类产品销售收入的快速增长。由于收入规模较大的多肽制剂产品毛利率有所下滑，公司综合毛利率略有下降，但仍高于80%。

**表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

| 项目         | 2016 年           |               | 2015 年           |               |
|------------|------------------|---------------|------------------|---------------|
|            | 收入               | 毛利率           | 收入               | 毛利率           |
| 多肽制剂       | 33,778.59        | 76.49%        | 41,058.95        | 80.47%        |
| 其中：注射用胸腺五肽 | 3,927.95         | 42.37%        | 13,474.15        | 84.72%        |
| 注射用生长抑素    | 8,706.18         | 70.56%        | 9,189.23         | 71.37%        |
| 醋酸去氨加压素注射液 | 2,458.10         | 55.53%        | 2,540.53         | 46.90%        |
| 注射用特利加压素   | 13,917.96        | 96.33%        | 13,263.20        | 98.05%        |
| 其他制剂       | 4,768.40         | 68.35%        | 2,591.84         | 33.49%        |
| 原料药        | 12,658.77        | 80.12%        | 5,265.16         | 82.34%        |
| 客户肽        | 10,408.79        | 90.96%        | 8,442.34         | 85.86%        |
| 技术服务费      | 124.64           | 100.00%       | 321.65           | 100.00%       |
| <b>小计</b>  | <b>56,970.78</b> | <b>79.99%</b> | <b>55,088.10</b> | <b>81.59%</b> |
| 药品组合包装产品   | 12,473.99        | 70.84%        | 10,329.81        | 72.98%        |
| 器械类        | 15,698.12        | 91.93%        | 11,107.97        | 89.20%        |
| 固体类        | 361.90           | -77.26%       | 300.49           | -79.60%       |
| <b>小计</b>  | <b>28,534.01</b> | <b>80.56%</b> | <b>21,738.28</b> | <b>79.16%</b> |
| <b>合计</b>  | <b>85,504.79</b> | <b>80.18%</b> | <b>76,826.38</b> | <b>80.90%</b> |

注：公司多肽类产品包括注射用胸腺五肽、注射用生长抑素、醋酸去氨加压素注射液、注射用特利加压素等多肽类制剂产品以及多肽类原料药、客户肽等。

资料来源：公司 2015-2016 年年度报告，鹏元整理

**2016年公司多肽制剂受招投标进展等因素影响销售收入下滑，原料药和客户肽销售收入实现较快增长，公司产品面临一定的政策风险和药品降价风险**

2016年，公司多肽制剂实现销售收入33,778.59万元，同比减少17.73%，主要是受招投标进展等因素影响所致。具体来看，受全国招投标进展及全国招标限价的影响，注射用胸腺五肽实现营业收入3,927.95万元，同比减少70.85%；受产品结构优化及市场布局调整的

影响，注射用生长抑素和醋酸去氨加压素注射液营业收入同比分别减少5.26%和3.24%；而注射用特利加压素实现营业收入13,917.96万元，同比增长4.94%；随着新产品招标入市的推进，公司加大新产品的推广力度并取得一定进展，其他制剂实现营业收入4,768.40万元，同比增长83.98%。

2016年公司原料药实现营业收入12,658.77万元，同比增长140.43%；客户肽实现营业收入10,408.79万元，同比增长23.29%；原料药和客户肽占营业收入比重分别达到14.80%和12.17%。原料药和客户肽营业收入增长较快，主要是由于公司加大了海外市场的开拓力度，另外部分多肽药物专利到期或即将到期，原料药及客户肽出口量增长较快，2016年出口产品销售收入为2.26亿元，同比增长62.83%。

产品销售区域方面，公司多肽类产品市场覆盖国内及欧美地区，多肽制剂主要内销，原料药以出口和自用为主，客户肽主要供应国外药企。2016年，公司在国内各区域销售收入变动较大，主要是受各省份招投标进度等因素影响所致，华东区和华南区销售收入增长较快，华北区、华中区和华西区销售收入均出现一定程度的下滑。公司在海外市场销售收入增长较快，主要是由于公司加大了海外市场的开拓力度，另外部分多肽药物专利到期或即将到期，原料药及客户肽出口量增长较快。总体来看，公司多肽类产品销售市场较为分散，对单一区域的依赖程度不高。

2016年公司前五大客户销售额合计占年度销售总额的比例为37.16%，较2015年提升4.86个百分点，主要客户相对稳定。

近年来，我国医疗卫生体制改革持续推进、不断深化，一致性评价、公立医疗机构药品招投标和“两票制”等政策措施全面推进，药品价格整体呈下行趋势，医药行业整体受到较大的影响。公司生产经营计划受招投标政策影响较大，面临一定的政策风险，同时药品面临降价的风险，若不能有效应对，将影响到未来的经营业绩。

**表 4 公司产品销售区域分布情况（单位：万元）**

| 区域  | 2016 年    |         | 2015 年    |         |
|-----|-----------|---------|-----------|---------|
|     | 金额        | 销售占比    | 金额        | 销售占比    |
| 华东区 | 22,352.22 | 26.14%  | 7,132.61  | 9.28%   |
| 华北区 | 9,321.94  | 10.90%  | 22,498.43 | 29.28%  |
| 华中区 | 11,192.86 | 13.09%  | 13,407.05 | 17.45%  |
| 华西区 | 10,794.47 | 12.62%  | 14,461.26 | 18.82%  |
| 华南区 | 9,236.85  | 10.80%  | 5,443.47  | 7.09%   |
| 国外  | 22,606.45 | 26.44%  | 13,883.56 | 18.07%  |
| 合计  | 85,504.79 | 100.00% | 76,826.38 | 100.00% |

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司多肽制剂存在较大的产能消化压力，在建项目投资规模较大，面临较大的资金压力

公司主要采取“以销定产”的经营模式，原料药和客户肽等部分产品会根据行业发展状况和市场前景制定一定的生产计划。2016年，除原料药产品产销率略低以外，整体产品产销情况较好。受“两票制”等政策影响，医院等终端客户付款周期延长，导致产业链资金普遍偏紧，公司与客户结算周期普遍延长。

**表 5 公司主要产品的产销情况**

| 类别       | 项目      | 2016 年        | 2015 年        |
|----------|---------|---------------|---------------|
| 多肽制剂     | 产能（支/年） | 96,000,000    | 87,000,000    |
|          | 产量（支）   | 13,869,350    | 20,894,946    |
|          | 销量（支）   | 14,051,407    | 22,486,793    |
|          | 产销率     | 101.31%       | 107.62%       |
|          | 产能利用率   | 14.45%        | 24.02%        |
| 原料药      | 产量（毫克）  | 31,275,155.00 | 52,840,686.00 |
|          | 销量（毫克）  | 24,260,887.50 | 9,014,504.00  |
|          | 产销率     | 77.57%        | 17.06%        |
| 客户肽      | 产量（毫克）  | 27,621,983.76 | 19,768,923.25 |
|          | 销量（毫克）  | 23,832,629.32 | 19,114,985.68 |
|          | 产销率     | 86.28%        | 96.69%        |
| 药品组合包装产品 | 产量（盒）   | 4,743,277     | 4,474,227     |
|          | 销量（盒）   | 4,851,601     | 4,290,500     |
|          | 产销率     | 102.28%       | 95.89%        |
| 器械类      | 产量（支）   | 1,507,943     | 1,027,019     |
|          | 销量（支）   | 1,413,490     | 986,780       |
|          | 产销率     | 93.74%        | 96.08%        |
| 固体类      | 产量（盒）   | 1,697,618     | 1,248,942     |
|          | 销量（盒）   | 1,516,365     | 1,385,375     |
|          | 产销率     | 89.32%        | 110.92%       |

资料来源：公司提供，鹏元整理

生产方面，由于深圳坪山项目二车间于2015年下半年投产，多肽制剂实际年产能可为8,700.00万支，2016年年产能提升至9,600.00万支。由于产销规模下降，2016年多肽制剂产能利用率仍较低，存在产能消化压力。截至2016年底，公司主要有两个在建项目。其中武汉基地项目正在施工，计划总投资10.00亿元，已投资1.36亿元，尚需投资约8.64亿元，计划于2018年底完工，建设内容主要包括“多肽原料药生产基地”、“高端固体制剂生产基地”、“国家级生物药研发生产基地”和“行政生活服务中心”四大部分。另外，公司在

建的龙华项目计划投资建设公司总部、实验中心及慢性病管理产业研发基地，计划总投资6.50亿元，截至2016年底已投资1.14亿元，主要为购置土地的成本。公司在建项目计划总投资16.50亿元，截至2016年底已投资合计2.50亿元，尚需投资约14亿元，面临较大的资金压力。

营业成本方面，公司各产品营业成本由原材料、人工工资和费用（含折旧）构成，以费用（含折旧）为主，原材料次之。2016年多肽制剂消耗费用（含折旧）和原材料的金额占营业成本比重分别为46.86%和12.46%；原料药消耗费用（含折旧）和原材料占营业成本比重分别为9.91%和3.56%；客户肽消耗费用（含折旧）和原材料占营业成本比重分别为2.72%和2.05%。

采购方面，公司在多肽行业内经营多年，采购渠道较畅通，多数供应商保持相对稳定。2016年公司前五大供应商采购金额占年度采购总额比重为40.79%，采购相对集中。受“两票制”等政策影响，终端医疗机构客户付款周期较长，公司在收款周期延长的情况下也相应延长了对供应商的付款周期。

#### **成纪药业2016年各类产品销售收入增长较快，但2015-2016年均未能达成承诺业绩，公司仍面临商誉减值风险**

2016年成纪药业的注射用甲磺酸加贝酯和布美他尼注射液获得CFDA批准上市，记忆型可调注射笔获得甘肃省食品药品监督管理局批准上市，其中记忆型可调注射笔主要用于胰岛素、生物制品等慢性病治疗药物的常规注射。以上产品丰富了成纪药业已有的产品种类，优化了产品结构，对其业绩发展有促进作用。2016年成纪药业实现营业收入29,190.29万元，净利润16,937.43万元。公司药品组合包装产品、器械类产品和固体类产品分别实现营业收入12,473.99万元、15,698.12万元和361.90万元，同比分别增长20.76%、41.32%和20.44%。

公司收购成纪药业时形成商誉92,979.92万元，原股东张有平承诺成纪药业2014-2015年度经审计的归属于母公司所有者的净利润分别不低于1.1亿元和1.485亿元；曾少贵、曾少强和曾少彬承诺成纪药业2016-2017年度经审计的归属于母公司所有者的净利润分别不低于1.93亿元和2.413亿元。截至2016年5月31日，公司收到张有平的业绩承诺补偿款2,926.94万元，张有平对成纪药业2015年业绩承诺补偿已履行完毕。2016年度成纪药业实际经营业绩完成情况与收购时承诺业绩有一定差距，公司根据相关规定对商誉计提减值准备3,983.67万元，截至2017年6月1日公司已收到补偿义务方对成纪药业2016年度业绩承诺补偿款2,362.57万元，其2016年度业绩补偿承诺已履行完毕。

由于2017年度仍为成纪药业业绩承诺期，若其经营业绩仍未能达成预期，公司将面临

商誉进一步减值的风险，公司股东需按承诺补偿一定的款项。

### 公司继续加大研发投入力度，取得一定成果，但存在技术开发风险和核心技术外泄风险

研发方面，2016年公司继续加大研发力度，研发投入总额为6,036.50万元，同比增长16.57%，占营业收入的7.06%。2016年公司获得国内授权发明专利33项，国外发明专利授权3项，成纪药业获得国内授权发明专利6项。截至2016年12月31日，公司（不含子公司）获得专利授权128项，其中发明专利124项；子公司共获得国内专利授权76项。2017年1-4月，公司新增发明国内发明专利授权7项。2017年1月，公司联合兰州大学完成的“多肽化学修饰的关键技术及其在多肽新药创制中的应用”项目获得国家技术发明奖二等奖。

2016年2月，公司卡贝缩宫素及卡贝缩宫素注射液经CFDA批准上市；2016年9月，公司获得美国食品和药物管理局办法的醋酸加尼瑞克DMF注册号。截至2017年4月底，国际方面，公司共有比伐卢定、格拉替雷、利拉鲁肽和醋酸加尼瑞克4个品种的原料药获得DMF注册号，另有依替巴肽（爱啡肽）等7个品种处于研发或审评阶段；国内方面，公司卡贝缩宫素及卡贝缩宫素注射液已取得生产批件并通过GMP认证，另有24项产品处于研发、获临床批件开展BE试验或审评等阶段；成纪药业布美他尼注射液、注射用甲磺酸贝酯和记忆型可调注射笔已获批上市，另有7个品种处于研究开发或获临床批件开展BE试验等阶段。

整体上，公司对研发较为重视，在研项目较多，已取得一定的研发成果。新研发产品的上市将进一步丰富公司产品线，为业绩稳定增长奠定基础。我们注意到，公司所属的多肽药物行业，是典型的“高投入、高风险、高产出、长周期”行业。新产品从开始研发到投入生产需要经过小试、中试、验证、注册申报、临床等环节，在取得药品批准文号并通过药品生产质量管理规范认证后方可投入生产，整个过程周期长，投入大，各环节均存在失败的可能性，因此公司存在技术开发风险。另外，公司作为国家级高新技术企业，对技术的依赖性非常强。公司掌握的一系列核心技术是公司核心竞争力的重要体现，存在核心技术外泄的风险。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析是基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015年审计报告、经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无

保留意见的 2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度财务报表。公司财务报表均采用新会计准则编制。2016 年公司合并范围无变化。

## 资产结构与质量

### 公司资产规模快速增长，应收账款对公司资金形成占用，仍面临商誉减值风险

2016年以来，受非公开发行股票等因素影响，公司总资产规模增长较快。截至2016年底，公司资产总计44.57亿元，同比增长25.69%。从资产结构来看，公司资产仍以非流动资产为主，但流动资产占比有明显提升，2016年末公司流动资产占总资产比重为41.32%。

公司流动资产以货币资金、应收账款和存货为主。2016年末公司货币资金主要是银行存款，无受限情况；货币资金余额大幅增长主要系收到定向增发款项所致。2016年末应收票据全部为银行承兑汇票，无因出票人未履约而将其转为应收账款的票据。应收账款主要是应收客户的货款，账龄主要集中于1年以内；前五大债务人应收账款期末余额占比合计41.47%；2016年末公司按信用风险特征组合计提坏账准备4,474.08万元；受业务规模扩大和部分款项账期延长等因素影响，应收账款余额持续增长，对公司资金形成占用。公司其他应收款增长较快，主要为关联单位往来款和职工借款等款项。2016年末公司存货仍以库存商品、原材料、在产品为主，增长部分主要来自库存商品和原材料；库存商品账面余额5,887.49万元，因存在跌价风险已计提跌价准备40.19万元。

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产和商誉构成。2016年末公司长期股权投资对象是上海健麾信息技术有限公司、Prediktor Medical AS，采用权益法进行后续计量，2016年确认投资收益225.58万元。2016年末公司固定资产以房屋及建筑物（期末账面价值4.80亿元）和机器设备（3.51亿元）为主，受在建工程转入影响，房屋及建筑物期末账面价值有所增长，另外机器设备期末账面价值有所增长。2016年末公司在建工程主要是武汉生物医药生产基地项目、在安装设备和改造修缮工程等，原博士后工作站和坪山项目已全部转入固定资产。2016年末公司无形资产仍主要是土地使用权（期末账面价值2.39亿元）、专利技术权等；公司开发支出达到1.23亿元，主要为科信必成、格拉替雷和利拉鲁肽等产品的研发支出。公司商誉系收购成纪药业所形成的，由于2016年和2017年为公司实际控制人对成纪药业的业绩承诺期间，成纪药业2016年度实际经营业绩完成情况与收购时承诺业绩有一定差距，公司根据相关规定对商誉计提减值准备3,983.67万元。若2017年度成纪药业经营业绩仍不及预期，商誉面临进一步减值的风险。

整体来看，公司资产规模增长较快，但应收账款规模增长，对公司资金形成占用，公司仍然面临商誉减值风险。

**表 6 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

| 项目             | 2017 年 3 月        |                | 2016 年            |                | 2015 年            |                |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
|                | 金额                | 占比             | 金额                | 占比             | 金额                | 占比             |
| 货币资金           | 81,620.77         | 18.25%         | 88,054.13         | 19.76%         | 18,690.31         | 5.27%          |
| 应收票据           | 5,055.60          | 1.13%          | 5,897.86          | 1.32%          | 4,326.20          | 1.22%          |
| 应收账款           | 80,268.91         | 17.95%         | 73,224.63         | 16.43%         | 61,753.67         | 17.42%         |
| 其他应收款          | 3,889.07          | 0.87%          | 2,248.02          | 0.50%          | 503.54            | 0.14%          |
| 存货             | 12,998.43         | 2.91%          | 13,658.35         | 3.06%          | 12,102.43         | 3.41%          |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>185,564.01</b> | <b>41.49%</b>  | <b>184,175.45</b> | <b>41.32%</b>  | <b>97,937.84</b>  | <b>27.62%</b>  |
| 长期股权投资         | 11,473.22         | 2.57%          | 11,484.13         | 2.58%          | 10,884.44         | 3.07%          |
| 固定资产           | 84,048.14         | 18.79%         | 85,508.78         | 19.19%         | 84,592.76         | 23.86%         |
| 在建工程           | 13,159.39         | 2.94%          | 10,999.30         | 2.47%          | 7,169.39          | 2.02%          |
| 无形资产           | 34,416.99         | 7.69%          | 34,930.17         | 7.84%          | 37,339.77         | 10.53%         |
| 开发支出           | 12,299.46         | 2.75%          | 12,251.35         | 2.75%          | 9,364.91          | 2.64%          |
| 商誉             | 89,863.55         | 20.09%         | 89,863.55         | 20.16%         | 92,979.92         | 26.22%         |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>261,720.88</b> | <b>58.51%</b>  | <b>261,525.61</b> | <b>58.68%</b>  | <b>256,662.10</b> | <b>72.38%</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>447,284.89</b> | <b>100.00%</b> | <b>445,701.06</b> | <b>100.00%</b> | <b>354,599.94</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度财务报表，鹏元整理

**表 7 截至 2016 年底公司应收账款账龄及计提坏账准备情况（单位：万元）**

| 账龄        | 应收账款期末余额         | 坏账准备            | 计提比例         |
|-----------|------------------|-----------------|--------------|
| 1 年以内     | 70,763.84        | 3,538.19        | 5.00%        |
| 1-2 年     | 5,847.82         | 584.78          | 10.00%       |
| 2-3 年     | 777.75           | 155.55          | 20.00%       |
| 3-4 年     | 196.90           | 98.45           | 50.00%       |
| 4-5 年     | 76.50            | 61.20           | 80.00%       |
| 5 年以上     | 35.90            | 35.90           | 100.00%      |
| <b>合计</b> | <b>77,698.71</b> | <b>4,474.08</b> | <b>5.76%</b> |

资料来源：公司 2016 年审计报告

## 资产运营效率

### 2016年公司资产运营效率有明显降低，整体资产运营效率偏低

2016年以来，受“两票制”等政策影响，医院等终端客户付款周期延长，导致产业链资金普遍偏紧，公司应收账款周转天数明显增加。2016年公司仍保持了一定规模的存货储备，存货规模的增长带来存货周转天数的增长。在行业资金链普遍偏紧的情况下，公司对上游供应商的付款周期也相应延长，导致应付账款周转天数增加。公司收付款账期严重不匹配且存货占用资金较多，使得公司净营业周期较长，2016年延长至473.36天。2015-2016年，公司流动资产、固定资产和总资产规模持续增长，且其平均增速均高于营业收入平均

增速，带来公司资产周转效率的下降。

总体看，公司净营业周期较长，2016年资产运营效率有明显降低，整体资产运营效率偏低。

**表 8 公司主要运营效率指标（单位：天）**

| 项目       | 2016 年   | 2015 年   |
|----------|----------|----------|
| 应收账款周转天数 | 284.15   | 188.21   |
| 存货周转天数   | 273.68   | 208.01   |
| 应付账款周转天数 | 84.47    | 37.02    |
| 净营业周期    | 473.36   | 359.20   |
| 流动资产周转天数 | 593.89   | 461.57   |
| 固定资产周转天数 | 358.09   | 280.15   |
| 总资产周转天数  | 1,684.75 | 1,228.51 |

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

## 盈利能力

### 公司收入规模继续增长，较高的期间费用和商誉减值严重侵蚀了公司利润

2016年公司围绕长期经营发展战略持续大力拓展国际市场，包括利拉鲁肽、醋酸格拉替雷等在内的原料药销量增长迅速，原料药业务的扩大带动营业收入规模继续增长。公司营业收入增长的同时，营业成本有所增加，期间费用水平有显著提升，导致2016年营业利润下滑。受商誉减值等因素影响，2016年公司实现净利润2.92亿元，同比下滑4.39%。由于公司产品技术含量较高，且行业进入门槛较高，目前行业内竞争环境较好，公司综合毛利率仍维持在较高水平。2016年公司市场开拓力度加大、产品研发支出规模增加且外部融资规模扩大，销售费用、管理费用和财务费用有不同程度的提升，公司期间费用率进一步提高至40.86%。较高的期间费用和商誉减值严重侵蚀了公司利润。

**表 9 公司主要盈利指标（单位：万元）**

| 项目     | 2017 年 1-3 月 | 2016 年    | 2015 年    |
|--------|--------------|-----------|-----------|
| 营业收入   | 20,602.50    | 85,504.79 | 76,826.38 |
| 资产减值损失 | 783.55       | 4,873.76  | 1,891.95  |
| 营业利润   | 8,482.92     | 27,785.24 | 32,893.48 |
| 利润总额   | 8,548.35     | 30,918.95 | 33,835.90 |
| 净利润    | 7,845.84     | 29,192.47 | 30,534.20 |
| 综合毛利率  | 76.46%       | 80.18%    | 80.90%    |
| 期间费用率  | 29.98%       | 40.86%    | 35.09%    |
| 总资产回报率 | -            | 8.75%     | 14.18%    |

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度财务报表，鹏元整理

## 现金流

公司经营活动现金流表现较好，但在建项目投资规模较大，公司对外部融资仍存在一定的依赖

2016 年公司存货、经营性应收项目和经营性应付项目的规模继续增长，其中经营性应收项目的增长仍较为显著，而经营性应付项目的增长幅度有限，对营运资本的占用仍较多。2016 年公司原料药新品种的市场推广较为成功，销售回款规模大幅提高，带来经营活动现金净流入规模的增长，达到 2.96 亿元。

投资活动方面，由于建设武汉生产基地和龙华项目，对固定资产等长期资产有持续投入，2016 年公司投资活动现金流净流出 1.31 亿元，流出规模有显著减少。筹资活动方面，由于非公开发行股票且长期借款规模增加，公司筹资活动现金净流入 5.24 亿元。考虑到在建项目后续仍需要一定的资金投入，公司对外部融资仍存在一定的依赖。

**表 10 公司现金流情况（单位：万元）**

| 项目               | 2016 年     | 2015 年      |
|------------------|------------|-------------|
| 净利润              | 29,192.47  | 30,534.20   |
| 营运资本变化           | -17,794.01 | -29,310.39  |
| 其中：存货的减少（减：增加）   | -1,596.10  | -1,819.68   |
| 经营性应收项目的减少（减：增加） | -17,812.37 | -36,389.01  |
| 经营性应付项目的增加（减：减少） | 1,614.46   | 8,898.30    |
| 经营活动产生的现金流量净额    | 29,641.18  | 13,884.05   |
| 投资活动产生的现金流量净额    | -13,101.34 | -112,305.39 |
| 筹资活动产生的现金流量净额    | 52,440.84  | 46,680.33   |
| 现金及现金等价物净增加额     | 69,478.23  | -51,429.70  |

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

**公司整体负债水平较低，整体偿债能力强**

随着经营活动利润积累和非公开发行股票的成功，公司股东权益继续增长，2016 年末达 36.05 亿元，同比增长 36.68%；同时，公司流动负债规模下降带来负债总额的减少，2016 年末为 8.52 亿元，同比减少 6.19%。2016 年公司产权比率降低至 23.65%，净资产对负债的保障程度有所提高。

**表 11 公司资本结构情况（单位：万元）**

| 项目   | 2017 年 3 月 | 2016 年    | 2015 年    |
|------|------------|-----------|-----------|
| 负债总额 | 79,205.96  | 85,242.28 | 90,868.43 |

|      |            |            |            |
|------|------------|------------|------------|
| 股东权益 | 368,078.93 | 360,458.78 | 263,731.51 |
| 产权比率 | 21.52%     | 23.65%     | 34.45%     |

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度财务报表，鹏元整理

从负债结构来看，公司负债仍以非流动负债为主，且2016年非流动负债比例提高至61.18%。

2016年末公司流动负债主要由应付账款、预收款项和其他应付款构成。2016年末公司不再有短期借款和其他流动负债；应付账款主要是材料采购款和工程款，增长部分主要来自工程款；预收款项主要系预收供应商货款；其他应付款主要是市场保证金、向定向增发股票对象收取的保证金和坪山项目尾款等款项，即时偿付压力不大。

公司非流动负债主要是长期借款、应付债券和递延收益。2016年公司新增长期借款1,947.17万元，通过抵押两条生产线取得，借款期限为2016年6月7日至2019年5月15日。2016年末应付债券即本期债券以及公司2014年发行的2亿元公司债券（14翰宇01），其中14翰宇01已于2017年5月全部回售。公司递延收益主要系与资产相关的政府补助，将逐步摊销。截至2017年3月底，公司有息债务为4.17亿元，占负债合计数的52.62%。

**表 12 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

| 项目             | 2017 年 3 月       |                | 2016 年           |                | 2015 年           |                |
|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------|
|                | 金额               | 占比             | 金额               | 占比             | 金额               | 占比             |
| 短期借款           | -                | -              | -                | -              | 10,000.00        | 11.00%         |
| 应付账款           | 4,831.78         | 6.10%          | 5,305.53         | 6.22%          | 2,645.05         | 2.91%          |
| 预收账款           | 15,786.85        | 19.93%         | 16,560.87        | 19.43%         | 14,571.46        | 16.04%         |
| 其他应付款          | 3,658.37         | 4.62%          | 4,482.65         | 5.26%          | 6,533.29         | 7.19%          |
| 其他流动负债         | -                | -              | -                | -              | 487.47           | 0.54%          |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>27,330.65</b> | <b>34.51%</b>  | <b>33,092.07</b> | <b>38.82%</b>  | <b>41,909.11</b> | <b>46.12%</b>  |
| 长期借款           | 1,838.99         | 2.32%          | 1,947.17         | 2.28%          | -                | -              |
| 应付债券           | 39,840.93        | 50.30%         | 39,827.22        | 46.72%         | 39,775.10        | 43.77%         |
| 递延收益           | 9,262.96         | 11.69%         | 9,441.69         | 11.08%         | 8,753.48         | 9.63%          |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>51,875.31</b> | <b>65.49%</b>  | <b>52,150.21</b> | <b>61.18%</b>  | <b>48,959.32</b> | <b>53.88%</b>  |
| <b>负债合计</b>    | <b>79,205.96</b> | <b>100.00%</b> | <b>85,242.28</b> | <b>100.00%</b> | <b>90,868.43</b> | <b>100.00%</b> |
| <b>其中：有息债务</b> | <b>41,679.92</b> | <b>52.62%</b>  | <b>41,774.39</b> | <b>49.01%</b>  | <b>39,775.10</b> | <b>43.77%</b>  |

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度财务报表，鹏元整理

受负债规模减少和非公开发行股份等因素影响，公司资产负债率持续降低，截至2017年3月底为17.71%，整体负债水平较低。2016年公司EBITDA有所减少，但EBITDA利息保障倍数有所提高，仍处于较好水平。

综合来看，公司负债水平较低，加之经营现金流表现良好，公司整体偿债能力强。

**表 13 公司偿债能力指标**

| 项目            | 2017 年 3 月 | 2016 年    | 2015 年    |
|---------------|------------|-----------|-----------|
| 资产负债率         | 17.71%     | 19.13%    | 25.63%    |
| 流动比率          | 6.79       | 5.57      | 2.34      |
| 速动比率          | 6.31       | 5.15      | 2.05      |
| EBITDA（万元）    | -          | 44,474.16 | 45,837.81 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -          | 6.39      | 6.03      |
| 有息债务/EBITDA   | -          | 0.94      | 1.09      |

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度财务报表，鹏元整理

## 六、评级结论

综上所述，2016 年，得益于公司非公开发行股票成功和盈利积累，资本实力进一步增强；公司原料药、客户肽和子公司各产品收入规模增长较快；公司继续加大研发投入力度，取得一定成果；公司经营现金流表现良好，负债水平较低。

我们也关注到，2016 年公司多肽制剂销售收入下滑，面临一定政策风险和药品降价风险；公司在建项目投资规模较大，面临一定的资金压力；子公司成纪药业 2016 年仍未能达成承诺业绩，公司仍面临商誉减值风险；公司存在一定的技术开发风险和技术外泄风险；2016 年公司资产运营效率有明显降低，整体资产运营效率偏低，应收账款对公司资金形成占用；较高的期间费用侵蚀了公司利润。

基于上述情况，鹏元将公司主体长期信用等级维持为 AA-，本期债券信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

| 项目             | 2017年3月           | 2016年             | 2015年             | 2014年             |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>流动资产：</b>   |                   |                   |                   |                   |
| 货币资金           | 81,620.77         | 88,054.13         | 18,690.31         | 70,005.60         |
| 应收票据           | 5,055.60          | 5,897.86          | 4,326.20          | 5,072.11          |
| 应收账款           | 80,268.91         | 73,224.63         | 61,753.67         | 18,577.64         |
| 预付款项           | 1,271.17          | 896.48            | 492.89            | 246.61            |
| 应收利息           | 11.36             | 6.53              | 23.44             | 35.85             |
| 其他应收款          | 3,889.07          | 2,248.02          | 503.54            | 265.17            |
| 存货             | 12,998.43         | 13,658.35         | 12,102.43         | 4,856.22          |
| 一年内到期的非流动资产    | -                 | -                 | 45.24             | 6.94              |
| 其他流动资产         | 448.69            | 189.46            | 0.12              | -                 |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>185,564.01</b> | <b>184,175.45</b> | <b>97,937.84</b>  | <b>99,066.15</b>  |
| <b>非流动资产：</b>  |                   |                   |                   |                   |
| 可供出售金融资产       | 4,150.98          | 4,070.32          | 2,544.21          | -                 |
| 长期股权投资         | 11,473.22         | 11,484.13         | 10,884.44         | -                 |
| 固定资产           | 84,048.14         | 85,508.78         | 84,592.76         | 34,978.19         |
| 在建工程           | 13,159.39         | 10,999.30         | 7,169.39          | 18,791.30         |
| 无形资产           | 34,416.99         | 34,930.17         | 37,339.77         | 1,156.36          |
| 开发支出           | 12,299.46         | 12,251.35         | 9,364.91          | 5,113.57          |
| 商誉             | 89,863.55         | 89,863.55         | 92,979.92         | -                 |
| 长期待摊费用         | 9,578.20          | 9,714.99          | 9,447.97          | 6,137.18          |
| 递延所得税资产        | 2,391.73          | 2,356.03          | 1,917.05          | 1,466.65          |
| 其他非流动资产        | 339.22            | 346.99            | 421.68            | 3,036.93          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>261,720.88</b> | <b>261,525.61</b> | <b>256,662.10</b> | <b>70,680.19</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>447,284.89</b> | <b>445,701.06</b> | <b>354,599.94</b> | <b>169,746.33</b> |
| <b>流动负债：</b>   |                   |                   |                   |                   |
| 短期借款           | -                 | -                 | 10,000.00         | -                 |
| 应付账款           | 4,831.78          | 5,305.53          | 2,645.05          | 373.22            |
| 预收款项           | 15,786.85         | 16,560.87         | 14,571.46         | 5,685.94          |
| 应付职工薪酬         | 1,383.61          | 1,961.81          | 1,763.33          | 1,107.43          |
| 应交税费           | 1,188.09          | 4,299.26          | 5,412.60          | 1,111.33          |
| 应付利息           | 481.94            | 481.94            | 495.90            | 306.94            |
| 其他应付款          | 3,658.37          | 4,482.65          | 6,533.29          | 2,844.01          |
| 其他流动负债         | -                 | -                 | 487.47            | 385.42            |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>27,330.65</b>  | <b>33,092.07</b>  | <b>41,909.11</b>  | <b>11,814.29</b>  |

|                     |                   |                   |                   |                   |
|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>非流动负债：</b>       |                   |                   |                   |                   |
| 长期借款                | 1,838.99          | 1,947.17          | -                 | -                 |
| 应付债券                | 39,840.93         | 39,827.22         | 39,775.10         | 19,875.72         |
| 长期应付款               | 350.00            | 350.00            | 350.00            | -                 |
| 递延所得税负债             | 582.43            | 584.13            | 80.74             | -                 |
| 递延收益-非流动负债          | 9,262.96          | 9,441.69          | 8,753.48          | 8,441.69          |
| <b>非流动负债合计</b>      | <b>51,875.31</b>  | <b>52,150.21</b>  | <b>48,959.32</b>  | <b>28,317.41</b>  |
| <b>负债合计</b>         | <b>79,205.96</b>  | <b>85,242.28</b>  | <b>90,868.43</b>  | <b>40,131.70</b>  |
| <b>股东权益：</b>        |                   |                   |                   |                   |
| 股本                  | 91,834.25         | 91,834.25         | 89,001.64         | 40,000.00         |
| 资本公积                | 164,095.22        | 164,095.22        | 99,595.53         | 41,727.17         |
| 其它综合收益              | 3,162.72          | 3,388.40          | 960.86            | -201.89           |
| 盈余公积                | 5,668.88          | 5,668.88          | 6,756.53          | 4,575.74          |
| 未分配利润               | 103,317.87        | 95,472.03         | 67,416.95         | 43,513.61         |
| <b>归属于母公司股东权益合计</b> | <b>368,078.93</b> | <b>360,458.78</b> | <b>263,731.51</b> | <b>129,614.64</b> |
| <b>股东权益合计</b>       | <b>368,078.93</b> | <b>360,458.78</b> | <b>263,731.51</b> | <b>129,614.64</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b>    | <b>447,284.89</b> | <b>445,701.06</b> | <b>354,599.94</b> | <b>169,746.33</b> |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度财务报表

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

| 项目                   | 2017 年 1-3 月     | 2016 年           | 2015 年           | 2014 年           |
|----------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>一、营业总收入</b>       | <b>20,602.50</b> | <b>85,504.79</b> | <b>76,826.38</b> | <b>41,942.82</b> |
| 营业收入                 | 20,602.50        | 85,504.79        | 76,826.38        | 41,942.82        |
| <b>二、营业总成本</b>       | <b>12,146.58</b> | <b>58,005.13</b> | <b>44,649.55</b> | <b>23,611.39</b> |
| 营业成本                 | 4,850.74         | 16,943.08        | 14,675.34        | 7,196.57         |
| 税金及附加                | 335.00           | 1,247.88         | 1,124.70         | 473.05           |
| 销售费用                 | 2,421.23         | 18,095.43        | 10,955.30        | 7,401.28         |
| 管理费用                 | 3,162.08         | 13,175.50        | 13,006.22        | 8,152.96         |
| 财务费用                 | 593.99           | 3,669.47         | 2,996.05         | 137.32           |
| 资产减值损失               | 783.55           | 4,873.76         | 1,891.95         | 250.20           |
| 投资收益                 | 27.00            | 285.58           | 716.65           | -                |
| <b>三、营业利润</b>        | <b>8,482.92</b>  | <b>27,785.24</b> | <b>32,893.48</b> | <b>18,331.43</b> |
| 加：营业外收入              | 234.28           | 3,514.71         | 1,248.01         | 405.59           |
| 减：营业外支出              | 168.85           | 381.00           | 305.58           | 103.15           |
| 其中：非流动资产处置净损失        | -                | 35.42            | 7.83             | 7.69             |
| <b>四、利润总额</b>        | <b>8,548.35</b>  | <b>30,918.95</b> | <b>33,835.90</b> | <b>18,633.87</b> |
| 减：所得税费用              | 702.51           | 1,726.48         | 3,301.70         | 1,477.70         |
| <b>五、净利润</b>         | <b>7,845.84</b>  | <b>29,192.47</b> | <b>30,534.20</b> | <b>17,156.17</b> |
| 归属于母公司所有者的净利润        | 7,845.84         | 29,192.47        | 30,534.20        | 17,156.17        |
| <b>六、其他综合收益的税后净额</b> | <b>-225.68</b>   | <b>2,427.53</b>  | <b>1,162.76</b>  | <b>37.77</b>     |
| <b>七、综合收益总额</b>      | <b>7,620.16</b>  | <b>31,620.00</b> | <b>31,696.96</b> | <b>17,193.93</b> |
| 归属于母公司所有者的综合收益总额     | 7,620.16         | 31,620.00        | 31,696.96        | 17,193.93        |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度财务报表

**附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）**

| 项目                        | 2017年1-3月        | 2016年             | 2015年              | 2014年            |
|---------------------------|------------------|-------------------|--------------------|------------------|
| <b>一、经营活动产生的现金流量：</b>     |                  |                   |                    |                  |
| 销售商品、提供劳务收到的现金            | 15,152.66        | 85,103.48         | 57,853.93          | 43,970.63        |
| 收到的税费返还                   | 41.97            | 167.10            | 26.93              | 14.34            |
| 收到其他与经营活动有关的现金            | 427.90           | 2,027.85          | 1,827.19           | 1,450.03         |
| <b>经营活动现金流入小计</b>         | <b>15,622.52</b> | <b>87,298.44</b>  | <b>59,708.05</b>   | <b>45,435.00</b> |
| 购买商品、接受劳务支付的现金            | 1,392.15         | 9,601.89          | 10,287.79          | 5,325.35         |
| 支付给职工以及为职工支付的现金           | 3,321.18         | 9,822.35          | 7,950.91           | 5,597.43         |
| 支付的各项税费                   | 6,282.29         | 13,313.14         | 10,658.82          | 6,090.46         |
| 支付其他与经营活动有关的现金            | 5,675.66         | 24,919.89         | 16,926.48          | 13,079.17        |
| <b>经营活动现金流出小计</b>         | <b>16,671.28</b> | <b>57,657.26</b>  | <b>45,824.00</b>   | <b>30,092.41</b> |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b>      | <b>-1,048.76</b> | <b>29,641.18</b>  | <b>13,884.05</b>   | <b>15,342.59</b> |
| <b>二、投资活动产生的现金流量：</b>     |                  |                   |                    |                  |
| 取得投资收益收到的现金               | 27.00            | 60.00             | 51.00              | -                |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 | -                | 18.40             | 15.63              | -                |
| <b>投资活动现金流入小计</b>         | <b>27.00</b>     | <b>78.40</b>      | <b>66.63</b>       | <b>-</b>         |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金   | 3,737.43         | 11,605.03         | 35,898.32          | 8,516.40         |
| 投资支付的现金                   | 100.00           | 1,574.71          | 76,473.70          | -                |
| <b>投资活动现金流出小计</b>         | <b>3,837.43</b>  | <b>13,179.74</b>  | <b>112,372.02</b>  | <b>8,516.40</b>  |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b>      | <b>-3,810.43</b> | <b>-13,101.34</b> | <b>-112,305.39</b> | <b>-8,516.40</b> |
| <b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>     |                  |                   |                    |                  |
| 吸收投资收到的现金                 | -                | 64,405.36         | 42,360.00          | -                |
| 取得借款收到的现金                 | -                | 20,163.52         | 19,230.00          | -                |
| 收到其他与筹资活动有关的现金            | -                | 3,482.94          | 4,351.30           | -                |
| 发行债券收到的现金                 | -                | -                 | 19,860.00          | 19,860.00        |
| <b>筹资活动现金流入小计</b>         | <b>-</b>         | <b>88,051.82</b>  | <b>85,801.30</b>   | <b>19,860.00</b> |
| 偿还债务支付的现金                 | 108.18           | 28,216.35         | 31,640.00          | -                |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金         | 824.07           | 6,314.20          | 7,430.41           | 850.00           |
| 支付其他与筹资活动有关的现金            | 600.04           | 1,080.42          | 50.57              | 600.00           |
| <b>筹资活动现金流出小计</b>         | <b>1,532.29</b>  | <b>35,610.98</b>  | <b>39,120.97</b>   | <b>1,450.00</b>  |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b>      | <b>-1,532.29</b> | <b>52,440.84</b>  | <b>46,680.33</b>   | <b>18,410.00</b> |
| <b>四、汇率变动对现金的影响</b>       | <b>-41.89</b>    | <b>497.55</b>     | <b>311.32</b>      | <b>-22.12</b>    |
| <b>五、现金及现金等价物净增加额</b>     | <b>-6,433.36</b> | <b>69,478.23</b>  | <b>-51,429.70</b>  | <b>25,214.07</b> |
| 加：期初现金及现金等价物余额            | 88,054.13        | 18,575.91         | 70,005.60          | 44,791.53        |

|                |           |           |           |           |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 六、期末现金及现金等价物余额 | 81,620.77 | 88,054.13 | 18,575.91 | 70,005.60 |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度财务报表

## 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

| 项目                      | 2016 年     | 2015 年     | 2014 年    |
|-------------------------|------------|------------|-----------|
| 净利润                     | 29,192.47  | 30,534.20  | 17,156.17 |
| 加：资产减值准备                | 4,873.76   | 1,891.95   | 250.20    |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 | 6,697.39   | 5,537.99   | 2,979.72  |
| 无形资产摊销                  | 2,394.60   | 2,704.47   | 26.64     |
| 长期待摊费用摊销                | 388.56     | 412.66     | 352.75    |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失   | 35.42      | -8.08      | 7.69      |
| 固定资产报废损失                | -0.51      | 7.48       | -         |
| 财务费用                    | 4,074.66   | 3,162.34   | 1,051.10  |
| 投资损失                    | -285.58    | -716.65    | -         |
| 递延所得税资产减少               | -438.98    | -251.17    | 7.92      |
| 递延所得税负债增加               | 503.38     | -80.74     | -         |
| 存货的减少                   | -1,596.10  | -1,819.68  | -2,028.05 |
| 经营性应收项目的减少              | -17,812.37 | -36,389.01 | -8,369.50 |
| 经营性应付项目的增加              | 1,614.46   | 8,898.30   | 3,907.95  |
| 经营活动产生的现金流量净额           | 29,641.18  | 13,884.05  | 15,342.59 |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

| 项目            | 2017 年 3 月 | 2016 年    | 2015 年    | 2014 年    |
|---------------|------------|-----------|-----------|-----------|
| 产权比率          | 21.52%     | 23.65%    | 34.45%    | 30.96%    |
| 资产负债率         | 17.71%     | 19.13%    | 25.63%    | 23.64%    |
| 流动比率          | 6.79       | 5.57      | 2.34      | 8.39      |
| 速动比率          | 6.31       | 5.15      | 2.05      | 7.97      |
| EBITDA        | -          | 44,474.16 | 45,837.81 | 23,165.65 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -          | 6.39      | 6.03      | 12.61     |
| 有息债务/EBITDA   | -          | 0.94      | 1.09      | 0.86      |
| 综合毛利率         | 76.46%     | 80.18%    | 80.90%    | 82.84%    |
| 期间费用率         | 29.98%     | 40.86%    | 35.09%    | 37.41%    |
| 营业利润率         | 41.17%     | 32.50%    | 42.82%    | 43.71%    |
| 总资产回报率        | -          | 8.75%     | 14.18%    | 13.27%    |
| 净资产收益率        | -          | 9.35%     | 15.53%    | 14.18%    |
| 应收账款周转天数      | -          | 284.15    | 188.21    | 143.21    |
| 存货周转天数        | -          | 273.68    | 208.01    | 192.20    |
| 应付账款周转天数      | -          | 84.47     | 37.02     | 21.29     |
| 净营业周期         | -          | 473.36    | 359.20    | 314.12    |
| 流动资产周转天数      | -          | 593.89    | 461.57    | 711.48    |
| 固定资产周转天数      | -          | 358.09    | 280.15    | 296.12    |
| 总资产周转天数       | -          | 1,684.75  | 1,228.51  | 1,281.52  |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年第一季度财务报表，鹏元整理

## 附录五 截至2016年12月31日纳入合并范围的子公司

| 子公司名称                         | 注册资本       | 持股比例    | 主营业务  |
|-------------------------------|------------|---------|-------|
| 甘肃成纪生物药业有限公司                  | 22,909 万元  | 100.00% | 研发、生产 |
| 翰宇药业（香港）有限公司                  | 6,000 万元港币 | 100.00% | 贸易    |
| 翰宇药业科技发展有限公司                  | 1,000 元港币  | 100.00% | 贸易    |
| 翰宇药业实业有限公司                    | 1,000 元港币  | 100.00% | 贸易    |
| 翰宇药业（武汉）有限公司                  | 10,000 万元  | 100.00% | 研发、生产 |
| HybioPharmaceutical(US)Co.Ltd | -          | 100.00% | -     |

注：HybioPharmaceutical(US)Co.Ltd 为翰宇药业（香港）有限公司的子公司，注册地在美国，未核实到详细信息。

资料来源：公司 2016 年审计报告

## 附录六 主要财务指标计算公式

| 指标名称          | 计算公式                                                                                        |
|---------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| 应收账款周转天数      | $360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2 ] \}$                     |
| 存货周转天数        | $360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$                             |
| 应付账款周转天数      | $360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2 ] \}$                     |
| 净营业周期         | 应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数                                                                |
| 流动资产周转天数      | $360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2 ] \}$                     |
| 固定资产周转天数      | $360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2 ] \}$                     |
| 总资产周转天数       | $360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$                         |
| 综合毛利率         | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$                                    |
| 期间费用率         | $(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$                      |
| 营业利润率         | $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$                                                    |
| 净资产收益率        | $\text{净利润} / ( (\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 ) \times 100\%$                       |
| 总资产回报率        | $(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$ |
| EBITDA        | 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销                                                 |
| EBITDA 利息保障倍数 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$                                     |
| 产权比率          | 负债总额 / 所有者权益                                                                                |
| 资产负债率         | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$                                                    |
| 流动比率          | 流动资产合计 / 流动负债合计                                                                             |
| 速动比率          | $(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$                                               |
| 有息债务          | 短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券                                                   |

## 附录七 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

| 符号  | 定义              |
|-----|-----------------|
| AAA | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| AA  | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| A   | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| BBB | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| BB  | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| B   | 债务安全性低，违约风险高。   |
| CCC | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| CC  | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| C   | 债务无法得到偿还。       |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

| 符号  | 定义                              |
|-----|---------------------------------|
| AAA | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA  | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。  |
| A   | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。   |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。    |
| BB  | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。    |
| B   | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。    |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。     |
| CC  | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。      |
| C   | 不能偿还债务。                         |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、展望符号及定义

| 类型 | 定义                 |
|----|--------------------|
| 正面 | 存在积极因素，未来信用等级可能提升。 |
| 稳定 | 情况稳定，未来信用等级大致不变。   |
| 负面 | 存在不利因素，未来信用等级可能降低。 |