



信用等级通知书

信评委函字[2017]G240-1号

湖北济川药业股份有限公司：

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拟发行的“湖北济川药业股份有限公司2017年公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年五月十九日

湖北济川药业股份有限公司 2017年公开发行可转换公司债券信用评级报告

债券级别 AA
主体级别 AA
评级展望 稳定
发行主体 湖北济川药业股份有限公司
发行总额 不超过人民币8.60亿元（含8.60亿元）
债券期限 5年
债券利率 本次发行的可转债票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权董事会及董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。

付息方式 本次发行的可转债采用每年付息一次的付息方式，计息起始日为可转债发行首日。

转股期限 自本次可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

转股价格的确定 本次可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司A股股票交易均价（若在该20个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价。具体初始转股价格提请本公司股东大会授权本公司董事会及董事会授权人士在发行前根据市场状况确定。

概况数据

济川药业	2014	2015	2016
所有者权益（亿元）	22.94	27.13	36.88
总资产（亿元）	33.58	35.85	49.88
总负债（亿元）	10.64	8.73	13.00
总债务（亿元）	3.23	0.71	0.85
营业收入（亿元）	29.86	37.68	46.78
营业毛利率（%）	84.30	84.34	85.24
EBITDA（亿元）	6.95	9.14	12.06
所有者权益收益率（%）	22.64	25.18	25.34
资产负债率（%）	31.68	24.34	26.07
总债务/EBITDA（X）	0.47	0.08	0.07
EBITDA 利息倍数（X）	168.59	406.56	10,776.38

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“湖北济川药业股份有限公司 2017 年公开发行可转换公司债券”信用级别为 **AA**，该级别反映了本次债券信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定湖北济川药业股份有限公司（以下简称“济川药业”或“公司”）主体信用等级为 **AA**。该级别反映了济川药业偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了医药行业需求的增长为公司发展提供了良好的外部条件、重点产品竞争力强、研发实力较强及财务结构稳健等正面因素对公司业务发展及信用水平的支持作用。同时，我们也关注到药品价格下行、业务收入产品集中度较高、原材料供应受自然因素影响等因素可能对公司整体经营及信用水平产生的影响。

正面

- 医药行业运行态势良好。国家医药卫生体制改革的推进及政府加大基础医疗的投入，使得医药市场总量大幅扩容，这为公司发展提供了良好的外部环境。
- 研发实力较强。公司凭借强劲的中药研发实力、较强的研发综合实力，分别位列 2016 年中国中药研发实力排行榜第 3 位和中国药品研发综合实力排行榜第 60 位。截至 2016 年末，公司在研项目 110 项，其中申报临床试验 9 项，II 期临床 8 项，III 期临床 8 项，申报生产 19 项，大量项目研发成功增加新产品储备，为制药业务创造了良好的发展空间。
- 独家产品较多，重点产品竞争力强。公司具有包括小儿豉翘清热颗粒、三拗片、川芎清脑颗粒、黄龙止咳颗粒等在内的多个独家产品，其核心产品蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊、小儿豉翘清热颗粒等在各自的细分领域市场占有率位居行业前列，具有较强的竞争

分析师

米五元 yymi@ccxr.com.cn

胡培 phu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年5月19日

力。

- 营业总收入持续增长，盈利能力较强。受益于核心产品突出的市场竞争力，2014~2016年公司营业总收入年均复合增长率达 25.16%，且营业毛利率稳定在 84%以上，具备较强的盈利能力。
- 财务结构稳健。公司资产负债率与总资本化比率均控制在较低水平，截至 2016 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 26.07%和 2.25%，财务结构稳健。

关注

- 药品价格下行，影响公司盈利水平。随着国家药品价格改革、医疗保险制度改革的深入及相关政策、法规的调整或出台，医院药品采购招标方式的进一步推广和改革，药品价格面临下行压力；同时中药材生长受气候、环境、日照等自然因素影响，产量具有一定的波动性，影响公司采购成本及盈利水平。
- 业务收入产品集中度较高。2014~2016 年，蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊和小儿鼓翘清热颗粒三个产品业务规模合计占营业收入的比重保持在 77%左右，上述产品的生产及销售情况较大程度上决定了公司业务规模和盈利水平。若以上产品受到市场同类产品的冲击，亦或客观经营环境发生重大变化，将对公司产生不利影响。
- 核心技术人员流失风险。核心技术人员是公司核心竞争力的重要组成部分，但经营效益的波动、员工激励等内部治理变化以及竞争对手发展或造成公司核心技术人员流失，将对公司运营产生负面影响。
- 公司未来面临的环保压力或持续增加。公司原料药生产环节存在一定规模的污染物排放，目前国内对环境污染的整治力度加大，环境管控趋严，公司面临的环保压力将持续上涨，中诚信证评对此予以持续关注。

信用评级报告声明

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

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

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

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）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次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

概 况

发行主体概况

湖北济川药业股份有限公司前身为湖北洪城通用机械股份有限公司（以下简称“洪城股份”），洪城股份系 1996 年经湖北省体改委鄂体改【1996】373 号文件批准，由荆沙市国有资产管理局（1997 年更名为荆州市国有资产管理局）等 6 家单位于 1997 年发起设立的股份有限公司；2001 年 8 月，经中国证监会证监发行字【2001】48 号文核准，洪城股份公开发行 A 股 4,400 万股，并于 2001 年 8 月 22 日于上海证券交易所上市；2013 年 12 月，江苏济川控股集团有限公司（以下简称“济川控股”）及其一致行动人与洪城股份完成重大资产置换，济川控股成为洪城股份最大股东；2014 年 12 月，洪城股份完成并购陕西东科制药有限责任公司（以下简称“东科制药”）；2015 年 2 月，洪城股份更名为湖北济川药业股份有限公司（以下简称“济川药业”或“公司”）。经一次资本公积转增资本及 2014 年 1 月和 2016 年 5 月两次非公开发行股份，截至 2016 年末，公司股本 39,763.84 万元，其中自然人曹龙祥直接及间接通过济川控股合计持有公司 69.62% 的股权，系公司实际控制人。

公司主要从事药品的研发、生产和销售，主要业务板块包括医药工业和医药商业，2016 年医药工业和医药商业业务收入占营业收入的比重分别为 96.38% 和 3.43%。公司医药工业涵盖现代中药和化学药，产品聚集儿科、呼吸科和消化科等领域，生产合剂、片剂、胶囊剂、颗粒剂、注射剂、气雾剂和喷雾剂等 10 余种剂型。

截至 2016 年末，公司资产总额 49.88 亿元，所有者权益（含少数股东权益）36.88 亿元，资产负债率 26.07%；2016 年公司实现营业收入 46.78 亿元，净利润 9.34 亿元，经营活动净现金流 9.13 亿元。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
发行主体	湖北济川药业股份有限公司
债券名称	湖北济川药业股份有限公司 2017 年公开发行可转换公司债券

发行规模	本次发行可转债总额为不超过 8.60 亿元（含 8.60 亿元），具体发行数额提请公司股东大会授权董事会在上述额度范围内确定。
债券期限	本次发行的可转债的期限为自发行之日起 5 年。
债券利率	本次发行的可转债票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权董事会及董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。本次可转债在发行完成前如遇银行存款利率调整，则股东大会授权董事会及其授权人士对票面利率作相应调整。
付息方式	本次发行的可转债采用每年付息一次的付息方式，计息起始日为可转债发行首日。
转股期限	本次发行的可转债转股期自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。
转股价格的确定	1、初始转股价格的确定依据：本可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价。具体初始转股价格提请本公司股东大会授权本公司董事会及董事会授权人士在发行前根据市场状况确定。2、转股价格的调整：在本次发行之后，若公司发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况，将对转股价格进行相应调整。3、转股价格的向下修正：在本次发行的可转债存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80% 时，公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。
赎回条款	1、到期赎回条款，在本次发行的可转债期满后五个交易日内，公司将以本次发行的可转债的票面面值加上最后一期年度利息的价格向投资者兑付全部未转股的可转债；2、有条件赎回条款，在本次发行的可转债转股期内，当上述两种情形的任意一种出现时，公司董事会会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：（1）在本次发行的可转债转股期内，如果公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 125%（含 125%）；（2）当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。
回售条款	1、有条件回售条款，在本次发行的可转债最后

两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价的 50% 时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。最后两个计息年度可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转债持有人不能多次行使部分回售权。2、附加回售条款，若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

资金用途 本次募集的资金扣除发行费用后，将投资于 3 号液体楼新建（含高架库）项目、口服液塑瓶车间新建（含危化品库）项目、杨凌医药生产基地建设项目、综合原料药车间新建项目四个项目。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

医药行业概况

医药行业属于弱周期行业，是国民经济的重要组成部分，与人民群众的生命健康和生活质量等切身利益密切相关。在我国居民生活水平及城镇化水平不断提高、医疗保险制度改革全面推进、人口老龄化等因素的影响下，医药行业将保持稳定增长。

从国际形势来看，第一，全球制药市场虽然增速开始趋缓，但依然保持着良好的发展势头。上世纪 80 年代世界医药市场平均年增长率为 8.50%，90 年代以后全球经济增速放缓，但医药市场仍保持着良好的发展势头，据医药行业市场研究公司艾美仕（IMS Health）统计，全球医药市场近 2010~2015 年年保持 6.20% 的年增长率。第二，制药企业集中度进一步提高。近十年来，世界排名前列的跨国制药公司进行了大规模并购重组，形成了一批医药巨头。随着合并与收购的加剧，制药企业的集中度显著提高。第三，新药开发有的放矢，领先治疗小类形成。经济发展使人类对生活质量、健康提出了更高要求，从而促使制药企业开始有的放矢地对新药

研发进行投入，推动了全球制药业高速发展。在治疗领域形成了一批销售额领先的治疗小类，如抗肿瘤、中枢神经、调血脂、抗胃溃疡等，产生了一批卓有疗效的治疗药物。第四，化学药引领市场，但重组蛋白药物、单克隆抗体等生物药正在迅速崛起，而天然药、植物药的研究开发也日益受到重视。

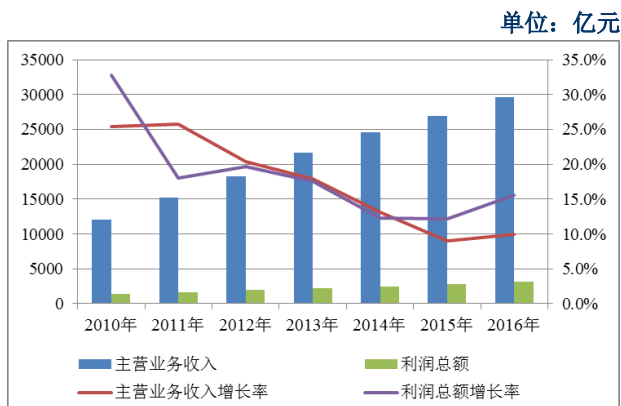
放眼国内，医药产业是关系国计民生的重要产业。改革开放以来，随着国内人民生活水平的提高和医疗保健需求的不断增加，我国医药行业越来越受到公众和政府的关注，在国民经济中占据着越来越重要的位置。近年来，我国医药生产一直处于持续、稳定、快速的发展阶段。随着疾病治疗需求和竞争的升级，在各治疗领域提供具有国际水平的高质量仿制药，并向创新药发展，以及加快中药现代化等，已经成为中国医药产业升级的路径和重要主题。生物医药被列入我国“十三五”规划期间重点培育发展的战略性新兴产业之一，在市场需求、产业政策等方面，未来都具有良好的环境。

医药制造业

中国制药行业按照产品划分为化学原料药、化学制剂药、中成药、中药饮片、生物制药等子行业；其中化学原料药、化学制剂药和中成药实现销售收入远超过其他子行业，占据重要地位；同时受益于国家不断加强对疾病防控的投资力度，生物制药行业近年发展良好。

随着经济的增长和人口老龄化的加快，我国医药制造业近年来保持了快速增长。据工信部消费品司提供的《2016 年医药工业主要经济指标完成情况》显示，我国医药工业规模以上企业实现主营业务收入从 2010 年的 12,072.7 亿元增长到 2016 年的 29,635.86 亿元，年均复合增长率达到 16.15%。其中，2016 年国内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%，增速较上年提升 0.90 个百分点，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%，增速较上年提升 3.35 个百分点，高于全国工业整体增速 7.07 个百分点；2016 年医药工业规模以上企业主营收入利润率为 10.85%，较上年有所提升，高于全国工业整体水平 4.88 个百分点。

图 1：2010~2016 年医药制造业运营情况



资料来源：医药网，中诚信证评整理

细分行业方面，我国医药制造行业按照产品划分为化学原料药制造、化学药品制剂制造、中药饮片加工、中成药制造、兽用药品制造、生物药品制造、卫生材料及医药用品制造等子行业。其中化学药品原料药、化学药品制剂和中成药销售收入相对较高，占据重要地位，2016 年上述三者在医药制造业销售收入中的占比分别为 16.99%、25.42% 和 22.60%；从经营效益来看，化学原料药制造、化学药品制剂制造、医疗仪器设备及器械制造分别实现利润总额 445.25 亿元、950.49 亿元和 318.49 亿元，同比分别增长 25.85%、16.81% 和 32.29%，增速分别较上年提升 10.51 个百分点、5.61 个百分点和 26.95 个百分点；制药专用设备制造实现利润总额 15.80 亿元，同比下滑 13.30%；其余细分行业利润总额均实现增长，但增速较 2015 年均有所下滑。总体平看，中国医药制造业规模增长迅速，但目前我国的医药行业与欧盟和北美国家相比尚处于成长阶段，医药企业在规模、资金和技术等方面较国际知名医药企业仍存在较大差距，行业未来仍有较大的增长空间。

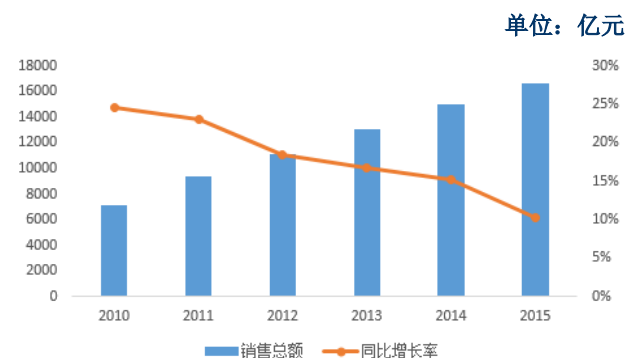
医药流通业

中国药品流通领域有三个环节：药品批发环节、药品零售企业和医院门诊药房。其中，医院门诊药房作为特殊的、具有垄断地位的零售环节，占据了 80% 以上的药品零售市场份额。

近年来，药品流通行业销售总额一直处于高速增长态势，但自 2010 年起增速逐年放缓，从 24.63% 逐步递减到 2015 年的 10.20%。发展态势契合中国经济新常态的特征，即增长进入换挡期，行业已告

别连续 8 年复合增长率 20% 以上的高速发展阶段，转向中高速增长阶段。近年来行业高速增长的主要推动力，是新一轮医改推进、基本医疗保险扩容所带来的城乡居民用药需求大幅上升。随着基本医保已覆盖全国 96% 以上人口，居民用药需求的增长趋于稳定，加之国内外宏观经济环境均面临增长放缓的压力，药品流通市场销售增速有所放缓。2013 年，药品流通市场规模稳步提高。全年药品流通行业销售总额 13,036 亿元，同比增长 16.70%，增速较上年同期下降 1.8 个百分点，其中药品零售市场 2,607 亿元，扣除不可比因素同比增长 12%。2014 年药品流通市场销售规模继续提高，增长幅度有所降低。全年药品流通行业销售总额 15,021 亿元，同比增长 15.20%，增速较上年下降 1.5 个百分点，其中药品零售市场 3,004 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.10%，增幅回落 2.9 个百分点。2015 年七大类医药商品销售总额 16,613 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.20%，增速下降 5 个百分点。其中药品零售市场 3,323 亿元，同比增长 8.60%，增幅回落 0.5 个百分点。2016 年上半年全国七大类医药商品销售总额（销售总额为含税值）9273 亿元¹，扣除不可比因素比上年同期增长 12.0%，增幅回落 0.4 个百分点。其中，药品零售市场销售总额为 1855 亿元，比上年同期增长 10.1%，增幅上升 1.4 个百分点。

图 2：2010~2015 年医药流通行业销售规模



资料来源：医药网，中诚信证评整理

随着我国药品流通市场销售额的不断攀升，大公司、大集团在医药市场的地位和作用日益突出，市场集中度和经济效益集中度显著提高。2015 年药品批发企业主营业务收入前 100 名的流通企业主营业务收入总和为 9,781.07 亿元。其中前十家占 6,658.86 亿元，占 68%。而中国医药集团总公司、

华润医药商业集团有限公司和上海医药集团股份有限公司占据前三甲，总收入达 4,749.77 亿元，占前 100 家主营收入总和的 48.56%。

医药电商发展也较快。截至 2015 年 12 月 31 日，全国累计有 517 家企业拥有《互联网药品交易服务资格证书》，比上年增长 164 家。其中，25 家平台拥有第三方交易服务平台交易证照（A 证），比上年增长 9 家；106 家企业拥有批发交易类 B2B 证书（B 证），新增 33 家；386 家拥有网上零售类 B2C 证书（C 证），新增 122 家。据不完全统计，2015 年商务部直报系统医药电商销售总额达 476 亿元，其中 B2B 市场规模达 444 亿元，占医药电商销售总额的 93.30%。

此外，2016 年 11 月 8 日，工信部对外公布了《医药工业发展规划指南》，指出在“十三五”期间，继续鼓励大型药品流通企业通过兼并重组、上市融资、发行债券等方式加快整合与扩张，进而做优做强做大，同时，支持中小型、创新型药品流通企业做精做专，形成经营特色。同时，借力于资本市场，全国范围逐渐产生超大型医药企业和一大批全国性、区域性大型骨干药品流通企业，而且通过全国中小企业股份转让系统挂牌融资的药品流通企业将明显增多，药品流通行业集中度将进一步提高。

《规划指南》的发布，能够有效指导医药流通行业调整结构、转型升级，践行“供给侧”经营服务模式创新，完善医药供应链管理体系，并进一步推进我国医药卫生体制改革的进程；行业内龙头企业有望通过收购、合并、托管、参股和控股等多种方式逐步实现规模化、集约化和国际化经营，降低营业成本，提高盈利能力。

行业政策

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

史机遇。

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

2014 年初，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。

2015 年 5 月 8 日，国务院办公厅发布《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》；17 日，再度印发《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》。两份文件都以破除以药养医和公立医院逐利机制为目标。县级医院改革由于政府增加投入，取得了一定进展，但县级医改也有其自身难以攻破的困难：比如，一些地方公立医院改革仅取消了药品加成，其他方面改革推进缓慢；各项医疗保障制度尚未形成无缝衔接，重特大疾病保障机制有待进一步建立健全；药价虚高现象仍不同程度地存在，综合施策控制医药费用不合理过快增长的机制尚待建立。

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 2016 年的重点任务主要有：一是全面深化公立医院改革。公立医院综合改革试点城市扩大到 200 个。巩固完善县级公立医院综合改革，同步推进公立中医医院综合改革。落实政府责任，健全科学补偿机制。完善公立医院管理体制，深化编制人事制度改革，加快建立符合医疗卫生行业特点的薪酬制度。严格控制医疗费用不合理增长，大力改善医疗服务。二

是加快推进分级诊疗制度建设。

表 2：近年来中国医疗卫生体制改革政策出台情况

日期	政策名称
2013.2	国家食品药品监督管理局发布《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励药物创新的意见》
2013.3	卫生部发布 2012 年版《国家基本药物目录》
2013.7	国务院印发《深化医药卫生体制改革 2013 年主要工作安排》
2013.9	国务院印发《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》
2013.12	国家卫生和计划生育委员会发布《关于加快发展社会办医的若干意见》
2014.3	卫生计生委、财政部、中央编办、发展改革委和人社部《关于推进县级公立医院综合改革的意见》
2014.5	国家发展改革委发布《关于改进低价药品价格管理有关问题的通知》
2014.5	国务院办公厅下发了《神话医药卫生体制改的 2014 年重点工作任务》
2014.5	国家食品药品监督管理总局《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》
2014.5	国家卫生计生委、国家发展改革委、工业和信息化部、人力资源社会保障部、食品药品监管总局、国家中医药局《关于保障儿童用药的若干意见》
2014.8	卫生计生委《全面提升县级医院综合能力工方案》
2014.9	商务部等 6 部门《关于落实 2014 年度医改重点任务提升药品流通服务水平和效率工作的通知》
2014.11	国家食品药品监督管理总局公开征求意见《药品飞行检查办法（征求意见稿）》
2015.1	卫计委《关于印发全面提升县级医院综合能力第一阶段 500 家县医院名单的通知》
2015.1	卫计委、中医院管理局《关于做好急（抢）救药品采购供应工作的通知》
2015.1	卫计委等《关于推进和规范医师多点执业的若干意见》
2015.1	卫计委《2015 年卫生计生工作要点》
2015.2	国务院《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》
2015.3	国务院《关于进一步加强乡村医生队伍建设的实施意见》
2015.3	国务院《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020 年）》
2015.4	卫计委等《国家基本药物目录管理办法》
2015.5	国务院《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》
2015.6	国务院《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》
2015.8	国务院《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》
2015.9	国务院《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》
2016.2	国务院《中医药发展战略规划纲要（2016~2030 年）》
2016.4	国务院《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》
2016.12	全国人大《中华人民共和国中医药法》

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业关注

药品质量监管趋严，环保要求提升

药品的不良反应和安全事故一直以来都是医药制造企业需要面临的主要风险。近年来，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。尤其是 2011 年 2 月 12 日，国家卫生部发布了《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》，要求自 2011 年 3 月 1 日起施行，新建药厂必须按新标准执行，而现有药厂将有 5 年过渡期。新版药品 GMP 吸收了欧、美等发达国家的先进经验，将通过加强质量管理的要求倒逼医药行业结构的调整，其实施将有利于改变我国制药行业多、散、小的格局，促使我国制药行业的质量标准完全与国际接轨，从而有利于整个行业国际竞争力的提升。2013 年初，《药品经营质量管理规范》（新版 GSP）正式颁布。

表 3：近期我国出台的主要医药产品质量监管政策

政策名称	影响
《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》	新版 GMP 的实施将在短期内对医药行业造成一定的冲击，中小型药企将面临淘汰；但长期来看将有利于提升医药行业的集中度，有利于我国制剂业实现国际化，从而促使整个医药行业向更健康的方向发展，使我国从制药大国向制药强国迈进；具备严格质量控制体系的企业将在新一轮的认证中获益。
《药品经营质量管理规范》（2013 版）	国家将通过新版 GSP 的监督实施，进一步提高药品经营准入门槛，遏制低水平重复现象；通过完善企业质量管理体系，提升企业整体素质，加快行业结构调整，提升市场集中度，为强化药品安全监管创造良好的外部环境。
《国家药品安全规划（2011~2015 年）》	明确了“十二五”时期药品安全工作的总体目标和重点任务。到 2015 年，药品生产 100% 符合要求；规划提出建立药品安全监管长效机制；完善药品价格形成机制、集中采购政策和药品抽验工作机制，健全问题药品与退市药品召回处置制度；开展医药企业信用等级评价，对严重违规、失信者实行行业禁入；依法严厉打击制售假冒

伪劣药品行为。

《关于加快实施新修订药品生产质量管理规范促进医药产业升级有关问题的通知》

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

环境保护方面，新版《制药工业水污染物排放标准》和《产业结构调整指导目录（2011 年本）》等政策相继出台，政府监控由过程和事后管理延伸至立项建设期管理，先治污再建厂已成为医药制造业尤其是原料药行业日后监管的重点。制药企业的环保成本上升，行业进入壁垒提高。从监管政策及政策导向来看，今后政府将不再听任企业将自身的环保成本转嫁至全社会，质量及环保要求提升已成为趋势，医药制造企业必须重新审视自身的工艺路线。同时，优化生产工艺、提升产品质量、减少污染物排放也是国内制药企业与国际接轨、参与国际市场竞争的必经之路。目前，国内部分药企已着手通过技术改造实现减排，少数企业正结合整体搬迁进行工艺、装备的全面升级。不过搬迁选址、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，但消费者的医疗负担仍然沉重。从历史来看，政府对药品降价往往在医疗保险目录的修订之后开始分批分次对目录中的药品进行降价，呈现一定周期性。2014 年 5 月，国家发改委发布《发改委定价范围内的低价药品目录》（简称“低价药目录”），共涉及 533 个品种（其中西药 283 种、中成药 250 种）1,154 个剂型，其筛选标准为：中成药日服用费用不超过 5 元，化学药日服用费用不超过 3 元。同时，明确了目录内的药品将取消政府制定的最高零售价，由生产者根据成本和市场供应自行制定销售价格。目前除西藏外，全国 30 个省（直辖市、自治区）的主管部门已相继公布了各地的低价药增补目录。部分低价药物由于销售价格低，医药企业利润空间小导致生产积极性差，出现了不同层次的断供现象，该低价药

目录的出台在一定程度上体现了政府在医疗体制改革推进过程中，逐渐放松价格行政管制，尊重市场机制的积极信号，同时也纠正了招标过程中唯低价是取、忽视质量的招标方式，对低价药品供应起到了积极推动作用。对低价药目录内的药品来说，取消最高零售价意味着有一定的提价空间，相应的药品制造企业在保证质量的前提下，生产积极性也会有所提高。而对低价药目录之外的药品来说，中长期来看，为控制医疗卫生费用支出，药品价格将呈下降趋势，医药制造企业利润空间亦将受到挤压。

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，药品价格将逐步区域市场化。

竞争实力

独家产品较多且核心产品竞争力强

公司具有清热解毒类、消化类、儿科类、呼吸系统类、心脑血管类、镇痛麻醉类和妇科类等多个

大类药品生产资质，药品剂型涵盖胶囊剂、片剂、颗粒剂、口服液和合剂等 10 余个剂型，共有 200 余个规格的药品。公司独家品种主要包括小儿豉翘清热颗粒、三拗片、川芎清脑颗粒、黄龙止咳颗粒等，独家剂型主要包括蒲地蓝消炎口服液、健胃消食口服液、妇炎舒胶囊、黄龙哮喘胶囊等。截至 2016 年末，公司产品蒲地蓝消炎口服液已进入江苏、湖南、陕西、新疆、天津和辽宁六省市以及新疆建设兵团的省级医保药品目录；雷贝拉唑钠肠溶胶囊进入国家医保目录以及安徽、上海、浙江及宁夏省级基药目录；小儿豉翘清热颗粒进入国家医保目录以及重庆、安徽、新疆、浙江及湖北省级基药目录；健胃消食口服液进入重庆、江苏、广东、陕西、山东和吉林六省省级医保药品目录，并已进入甘肃、重庆和陕西三省省级基药目录；三拗片进入国家医保目录以及新疆、湖北省级基药目录。据 CFDA 南方医药经济研究所临床用药监测报告显示，蒲地蓝消炎通用名产品在 2015 年全国公立医院清热解毒中成药市场占有率为 7.45%，排名第四，而公司独家剂型蒲地蓝消炎口服液在蒲地蓝消炎通用名产品中市场占有率为 92.46%，排名第一；雷贝拉唑钠肠溶胶囊在 2015 年全国公立医院雷贝拉唑市场占有率为 32.06%，排名第一；小儿豉翘清热颗粒在全国公立医院 2015 年儿科感冒用中成药市场占有率为 34.78%，位列首位，公司核心产品市场竞争力较强。此外，作为公司新上市的代表产品蛋白琥珀酸铁口服液，系全国独家首仿产品，用于绝对或相对缺铁性贫血治疗（如急性或慢性失血以及各种年龄患者的感染所引起的隐性或显性缺铁性贫血，妊娠与哺乳期贫血）。2015 年蛋白琥珀酸铁口服液上市后实现销售 366 万元，2016 年实现销售收入约 4,300 万元，未来有望成为公司新的业务和利润增长点。

研发实力较强

公司系高新技术企业，整体科研及技术开发能力较强，在国内同行业企业中处于先进水平。据中国药科大学、当代中医药发展研究中心等研究机构发布的《2016 中国中药研发实力排行榜》和《2016 中国药品研发综合实力排行榜》显示，公司凭借强劲的中药研发实力、较强的研发综合实力，分别位

列中国中药研发实力排行榜第 3 位和中国药品研发综合实力排行榜第 60 位。

除自主研发外，公司还与南京中医药大学、中国药科大学、兰州大学等高等院校建立了创新药物研发战略联盟，合作开展创新药物研发。

公司承担的江苏省科技成果项目“蒲地蓝消炎口服液二次开发的关键技术研发及产业化”已通过江苏省科技厅的验收；与南京中医药大学联合申报的“三拗汤类方宣肺功效的基础与应用研究”获教育部科学技术进步奖二等奖；小儿豉翘清热颗粒的专利“治疗外感发热的药物组合物及其制备方法”荣获“第十七届中国专利优秀奖”；蛋白琥珀酸铁及口服溶液的研发及产业化项目被列入国家火炬计划产业化示范项目。

2016 年公司新增专利授权 3 项，获得琥珀酸普芦卡必利片、雷奈酸锶干混悬剂、雷美替胺片、左乙拉西坦注射液、恩格列净片等的临床批件；奥拉帕尼及胶囊、曲格列汀及片申报临床。截至 2016 年末，公司在研项目 110 项，其中申报临床试验 9 项，II 期临床 8 项，III 期临床 8 项，申报生产 19 项。

总体来看，受益于较突出科研实力，公司现已形成研发、生产和销售的全医药产业链，核心产品蒲地蓝消炎口服液等具有较高的知名度，经济效益明显。

业务运营

2013 年底，经重大资产置换，公司医药板块借壳洪城股份（股票代码 600566）上市，品牌知名度上升。2014 年 12 月，公司并购陕西东科制药有限责任公司（以下简称“东科制药”）。东科制药产品主要包括妇炎舒胶囊、甘海胃康胶囊和黄龙止咳颗粒等，合并东科制药使得公司产品线进一步丰富。同时，公司持续推进大品种战略，加大市场营销网络的建设，进一步拓展医院市场，强化专业化的药店营销，扩大药店覆盖，OTC 渠道进一步延伸。受益于以上因素，公司近年来业务规模持续增长，2014~2016 年分别实现营业收入 29.86 亿元、37.68 亿元和 46.78 亿元，年均复合增长率达 25.16%。

公司目前业务主要包括医药工业和医药商业两大板块，其中医药工业板块系公司收入和利润的主要来源，2014~2016 年分别实现销售收入 28.59 亿元、35.91 亿元和 45.09 亿元，贡献毛利润 25.04 亿元、31.58 亿元和 39.68 亿元。医药商业板块业务规模较小，同期业务规模分别为 1.22 亿元、1.68 亿元和 1.61 亿元；贡献毛利润 0.09 亿元、0.13 亿元和 0.14 亿元。

表 4：2016 年公司各业务板块收入构成

单位：亿元、%		
业务板块	营业收入	占比
医药工业	45.09	96.38
医药商业	1.61	3.43
其他	0.08	0.19
合计	46.78	100.00

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

医药工业

医药工业是公司的支柱产业，产品线主要聚焦于儿科、呼吸科、消化科等领域，其中核心产品蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊和小儿豉翘清热颗粒等在各自的细分领域市场占有率位居行业前列。

表 5：2014~2016 年公司医药工业经营情况

单位：亿元、%			
医药工业板块	2014	2015	2016
营业收入	28.59	35.91	45.09
营收增长率	21.66	25.59	25.54
营业毛利	25.04	31.58	39.68
营业毛利率	87.57	87.93	88.01

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

近年，公司通过技术研发不断推出新药，同时并购东科制药后产品线进一步丰富，加之销售渠道的拓展，促使公司医药工业板块业务规模持续增长。

研发

公司坚持“中药为主、中西并举、仿创结合”的药品研发策略，建立了以药物研究院为技术核心的研发体系。公司药物研究院下设合成所、制剂所、中药所、分析所、临床医学部、注册信息及专利事务部和办公室，并建有博士后科研工作站，现有博士、硕士以上学历研发人才 80 余名。具有较强的

药物研发和创新能力的研发人员，系公司核心竞争力的重要组成部分，但公司经营效益的波动、员工激励等内部治理变化以及竞争对手发展或造成公司核心技术人员流失，将对公司运营产生负面影响，中诚信证评将对公司核心研发人员稳定性持续予以关注。除自主研发外，公司还与南京中医药大学、中国药科大学、兰州大学等高等院校建立了创新药物研发战略联盟，合作开展创新药物研发。公司承担的江苏省科技成果项目“蒲地蓝消炎口服液二次开发的关键技术研发及产业化”已通过江苏省科技厅的验收；与南京中医药大学联合申报的“三拗汤类方宣肺功效的基础与应用研究”获教育部科学技术进步奖二等奖；小儿豉翘清热颗粒的专利“治疗外感发热的药物组合物及其制备方法”荣获“第十七届中国专利优秀奖”；蛋白琥珀酸铁及口服溶液的研发及产业化项目被列入国家火炬计划产业化示范项目。

2014~2016 年，公司研发支出分别为 1.10 亿元、1.27 亿元和 1.45 亿元，占公司医药工业销售收入比分别为 3.85%、3.54% 和 3.22%。

表 6：2014~2016 年公司研发费用投入情况表

单位：亿元、%			
年份	2014	2015	2016
研发费用投入	1.10	1.27	1.45
占医药工业销售收入比	3.85	3.54	3.22

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近年公司的药品注册申报和临床研究工作有序推进，2014 年获得蛋白琥珀酸铁原料药及口服溶液、普卢利沙星原料药及分散片的生产注册批件，其中蛋白琥珀酸铁口服溶液为国内首仿；琥珀酸普芦卡必利原料和片剂申报生产；雷美替胺原料和片剂申报临床；蒲地蓝消炎口服液增加适应症、拉呋替丁胶囊工艺技术革新完成补充申请。2015 年公司获得米诺膦酸及片、替比培南匹伏酯及颗粒和雷贝拉唑钠肠溶片等的临床试验批件；环吡酮胺发用洗剂、头孢替坦二钠及注射用头孢替坦二钠和依维莫司及片申报生产；恩格列净及片、色瑞替尼及胶囊和乙磺酸尼达尼布及软胶囊申报临床。2016 年公司获得琥珀酸普芦卡必利片、雷奈酸锶干混悬剂、雷美替胺片、左乙拉西坦注射液、恩格列净片等的临

床批件；奥拉帕尼及胶囊、曲格列汀及片申报临床；截至当年末，公司在研项目 110 项，其中申报临床试验 9 项，II 期临床 8 项，III 期临床 8 项，申报生产 19 项。

表 7：2016 年末公司主要在研项目情况

药品名称	注册分类	功能主治	进展
左乙拉西坦注射液	化药 3.1 类	一种全新抗癫痫药物	已取得临床试验批件
他达拉非片	化药 6 类	治疗男性勃起功能障碍。 治疗消化性溃疡出血和应激状态下引起的急性胃粘膜损伤和出血；当患者不便使用雷贝拉唑钠的口服制剂时，本品还可用于治疗胃溃疡、十二指肠溃疡、吻合口溃疡、反流性食管炎及 Zollinger-Ellison 综合症。	临床研究
注射用雷贝拉唑钠	化药 3.1 类	用于治疗严重难治的细菌感染。	临床试验 II 期
复方毛冬青口服液	中药 6 类	清热解毒，主治感冒引起的发热、咳嗽、咽痛等上呼吸道感染症状。	临床试验 II 期
西他沙星细粒剂	化药 3.1 类	用于治疗严重难治的细菌感染。	临床试验 II 期

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司研发体系完备，研发投入较大，为公司的医药工业板块的不断发展壮大奠定了较好的基础。

质量控制

公司着力打造五级质量监管体系，秉承“品质至上”的质量理念，强化全员、全过程的生产质量管理，建立了严格的质量标准。公司大力推行质量零缺陷工程，从原辅料的源头把关到成品放行的严格审核，从生产岗位的 SOP 的完善到管理岗位流程的完善，从推行班组建设到现场 6S 管理，从建立客户体系到以产品终端用户需求为导向的服务体系，形成了严格的质量管理规范，使产品从采购、生产、检验、储存、运输等各个环节上严格把关，确保产品质量。

供应商质量管理方面，公司所有药品、原料、辅料及包装材料均须从有资格的供应商处采购，并尽量减少供应链的复杂性所引致的产品质量风险。公司与主要物料供应商签订有质量协议，明确规定

双方所承担的质量责任。此外，公司还建立了物料供应商审计和批准的操作规程，对供应商的资质、选择原则、质量评估方式、质量审计内容、评估标准、质量审计人员组成及资质、现场质量审计周期及供应商批准程序做出明确规定。

在生产质量管理方面，公司建立并严格执行贯穿了全过程的质量检测、分析与改进标准等程序。公司严格按照药品生产质量管理规范组织生产，生产部负责具体产品的生产过程管理，质管部则对各项关键质量控制点进行监督，保证产品质量，同时在人员、厂房、设备、卫生条件、起始原料、生产操作、包装和贴签、质量控制系统、自我检查、销售记录、用户意见和不良反应报告等方面，符合 GMP 认证。在硬件方面，公司的工厂环境、厂房、设备等均符合有关要求；在软件方面，公司具有可靠的生产工艺，制定了严格的规章制度和完善的验证管理体系。在国家食品药品监督管理总局近几年发布的药品质量公告中，公司未涉及不符合标准规定的药品。

截至 2016 年末，公司原料药二车间、原料药四车间（蛋白琥珀酸铁）、中药一车间、中药二车间（中药前处理及提取）、中药三车间、固体二车间（硬胶囊剂、片剂、颗粒剂）、固体三车间（硬胶囊剂、片剂、颗粒剂、茶剂）、固体四车间（颗粒剂）、溶液剂车间（合剂、胶浆剂、口服溶液剂）、溶液剂二车间、口服液车间（合剂、胶浆剂）、口服液二车间、口服液三车间（合剂）、气雾剂车间、东科制药生产车间（片剂、颗粒剂、胶囊剂、橡胶膏剂、贴剂、散剂、软膏剂）及称量洗衣中心等已通过新版 GMP（2010 年版）认证，并按照 GMP 要求开展精密检验仪器计算机化系统验证工作。同时，公司完成了药典品种全面执行 2015 版药典的各项工作。经过新一轮 GMP 改造与认证，公司产品生产的技术装备、生产管理、质量管理等能力全面提升，确保了药品质量安全。

总体来看，公司建立了严格的质量标准和完善的管理体系，从各方面确保了公司药品的质量安全。

生产

公司拥有江苏泰兴和陕西杨凌两个生产基地，具有清热解毒类、消化类、儿科类、呼吸系统类、心脑血管类、镇痛麻醉类和妇科类等多个药品大类、10余个剂型、200余个规格的药品生产资质。

其中，公司三大核心产品分别为蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊和小儿豉翘清热颗粒，2016年产能分别为61,566万支、17,400万粒和23,440万袋。

表 8：2014~2016 年公司医药工业各药品类别产销情况

单位：万盒

类别	2014 年		2015 年		2016 年	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
清热解毒类	6,602.55	6,219.57	8,586.22	8,065.63	10,589.25	10,535.02
消化类	2,381.90	2,266.88	2,580.04	2,681.09	3,229.65	3,039.99
儿科类	2,166.98	1,982.00	2,558.72	2,392.21	3,151.84	3,131.38
呼吸类	419.21	415.79	678.87	638.54	787.02	754.78
心脑血管类	238.12	246.01	327.16	288.80	297.94	305.34
妇科类	32.52	33.03	183.25	142.47	287.06	227.72
其他	613.50	633.81	793.11	731.45	875.59	854.55
合计	12,454.78	11,797.09	15,707.38	14,940.19	19,218.35	18,848.78

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

由于公司子公司东科制药和江苏天济药业有限公司（以下简称“天济药业”）原有生产厂区面积较小，难以满足生产扩张的需求，公司对以上两子公司生产厂区实行搬迁改建，其中天济药业搬迁改建项目于 2015 年 5 月开工建设，杨凌医药生产基地于 2016 年 11 月开始建设。同时，随着销售渠道的拓展及产品知名度的提升，公司主导产品蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊、小儿豉翘清热颗粒、健胃消食口服液、三拗片等产销量均保持较快增长，产能基本达到饱和。为进一步提升产能，公司本部相继投建固体四车间、固体五车间、3 号液体楼及综合原料药车间。随着以上项目的建设及后期投产，公司的生产能力将大幅提升，为其业务的进一步扩张奠定了良好的基础。

表 9：公司在建、拟建项目设计年产能情况

项目	产品名称	单位	产能
天济药业 搬迁改建项目	利巴韦林喷剂	万瓶	720
	利多卡因氯己定气雾剂 (成膜型)	万瓶	180
	黄虎喷雾剂	万瓶	57.6
	复方水杨酸甲酯苯海拉 明喷雾剂	万瓶	115.2
	硝酸益康唑喷雾剂	万瓶	57.6
	利多卡因氯己定气雾剂	万瓶	144
固体四车间	小儿豉翘清热颗粒	万袋	18,720
	川芎清脑颗粒	万袋	4,800
固体五车间	三拗片	万片	43,200
3 号液体楼	蒲地蓝消炎口服液	万盒	9,000
	健胃消食口服液	万盒	3,000
	亚甲蓝	吨	0.3
综合原料药 车间	盐酸利多卡因	吨	80
	利多卡因	吨	14
	丙胺卡因	吨	6
杨凌医药生产 基地	中药材前处理	t/a	3,000
	中药材提取	t/a	3,000
	颗粒剂	亿袋	0.6
	胶囊剂	亿粒	12
	片剂	亿片	1.8
	橡胶膏剂	亿贴	1.6
	软膏剂	万瓶	100
	贴膏剂	万贴	1,000
散剂	万瓶	20	
口服液塑瓶 车间	蛋白琥珀酸铁口服溶液	万支	7,500

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司生产设备包括管式离心机、冷藏罐、自动输送系统、全自动洗烘生产线、自动灌装联动生产线（系国内最大规模的中药口服液灌装生产线）、自动装载小车、灭菌柜、全自动灯检机、全套自动化生产线（贴标、压塑、装盒、称重、赋码等）、智能升降传动系统等，以进口自动化设备为主，性能较为先进，且自动化设备减少人工操作，有利于产品品质的稳定。但中诚信证评也注意到，公司原料药生产环节废水、废渣排放量较大，面临较大的环保压力。

公司采用以销定产的模式制订生产计划，基本流程为：每月召开产、供、销协调会，先由销售部门根据销售走势预测编制下月的销售计划，再由生产、采购部门结合产品库存情况确定下月的生产计划。各生产车间依据月度生产计划制定生产作业计划，并据此安排生产。

生产成本控制方面，公司生产成本中直接材料占比较高，系影响产品成本的最重要因素。对于中药材，公司根据中药材的生长习性，编制中药材调研计划，分时间段调研中药材的种植情况（种植面积、生长情况、气候信息等）以及采收情况（预计产量、产新价格、产地货源等），从而预测其价格趋势，在“谷时、平时、峰时”进行采购配比，把握最佳采购期，有效降低原材料采购成本。同时，通过使用自动化生产设备，降低对生产人员的需求，控制人工成本。总的来看，公司通过生产成本控制，在产品价格逐年降低的情况下，产品盈利能力基本保持稳定。

表 10：2014~2016 年公司生产成本构成情况

类别	单位：%		
	2014 年	2015 年	2016 年
直接材料	61.53	60.81	58.88
直接人工	11.52	11.82	12.96
燃料动力	10.42	10.02	9.28
制造费用	16.53	17.35	18.88
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

环保方面，公司坚持企业发展与环境保护的和谐统一，不断提升环境管理要求，提高企业员工的环境保护意识，2015 年顺利通过 ISO14001 环境管理体系认证。同时，公司大力开发循环经济项目，

对蒸汽凝结水、真空泵冷却水等循环利用系统进行推广，减少能源浪费及污染排放。公司建有污水和尾气处理系统，生产废水经公司初步处理后排入工业区污水管网至污水处理厂进行深度处理，中药渣等固废则委托给专门的处理单位处理。但中诚信证评关注到，产能的快速扩张使得公司污水排放量大幅增加，部分时段超过环保部门核定的污水接管标准。2016 年 8 月，泰兴市环保局对公司 2015 年的用水、排水量进行了重新核实，并要求公司补缴废水超标排污费 108 万元（8 月 9 日公司补缴了相关费用）。2014 年，公司与泰兴市滨江污水处理有限公司签订污水委托处理协议，并投资 1,000 余万元建成总长度 10 公里的废水输送专管。2016 年 10 月，随着受托方高浓度污水处理项目的投产，公司污水主要通过专用管道输送至受托方处进行处理。综合来看，目前国内对环境污染的整治力度加大，环境管控趋严，公司面临的环保压力将持续上涨，中诚信证评对此予以持续关注。

总的来看，公司生产设备先进，产品品质稳定，生产成本控制有效，以销定产的生产模式使得其产销衔接较好。

采购

公司中药产品原材料主要包括蒲公英、板蓝根、苦地丁、黄芩、连翘、淡豆豉、薄荷、荆芥、栀子等，西药产品主要原材料主要为化学原料及辅料。从采购渠道来看，公司结合市场状况，对采购量较大的蒲公英、板蓝根、苦地丁、黄芩等中药材从合格供应商处招标采购。同时，为降低采购成本，公司密切关注政策导向，并结合市场情况，及时调整采购策略，实施对重点供应商的战略合作采购，降低药材价格波动对生产成本的影响。

公司拥有一套严格高效的采购模式和标准化的采购流程。公司年初根据生产计划制订原材料的年度采购预算，并根据不同原材料的市场供应情况、价格波动频率以及生产需求频率等因素综合考虑，经核定各类物资的合理库存定额后编制年度存货采购策略。同时，公司根据原材料价格波动，适当把握采购节奏，灵活运用长期战略合作、充分竞争、集中包揽采购、单笔商业订单等策略，规避原

材料价格上涨对公司经营造成的影响。对于一些能够长期存放的原材料，公司也会根据市场情况择机大量采购，获得价格优势。但中诚信证评亦关注到，公司原材料以中药材为主，由于中药材多为自然生长、季节采集，产地分布具有明显的地域性，其生长受气候、环境、日照等自然因素影响，产量具有一定的不确定性，从而影响公司采购价格及盈利水平。

公司设立了严格的供应商准入标准和淘汰机制，建立了供应商年度质量回顾制度，并对供应商采用公平竞价、招标采购、质量优先的原则，进行现场质量审计，从源头上保障药品的质量和安全。

采购结算方面，公司按付款时间将付款方式分为现款、压批付款和约期付款三类。其中，对于市场紧俏或采购批量少、金额小的原辅料、包装材料，新产品开发所用的原辅料、中间体，及零星采购的低值配件、独家供应或指定厂家的备品配件等，实行现款交易；采购频率高、金额较大的原辅料，实行压批付款，在第二批采购前结算第一批货款；除已确认现款及压批付款的物资外，其他正常合作供应商采购的物资统一采用约期付款的结算方式，信用期包括 30 天、60 天和 90 天，结算方式包括电汇、转账和银行承兑汇票。

总体来看，公司与原材料供应商建立了稳定的合作关系，原材料质量和供应较为稳定。同时，公司通过调整采购计划等方式在一定程度上可降低原材料价格波动对公司经营产生的影响。

销售

公司设立了营销管理委员会，下设两个销售事业部和一个商务中心（下设产品策划部、学术推广部、临床医学部，主要负责产品市场调研、产品上市策划、产品临床应用开发、产品临床再评价、学术活动的组织与管理等），并在全国 30 个省、市、自治区设立办事机构，截至 2016 年末公司共有营销人员 2,426 人，覆盖面广、专业性强的营销团队大大提升了公司将产品迅速推向市场的能力。

公司采用以专业化学术推广为主、渠道分销为辅的销售模式。在专业化学术推广模式下，公司主要通过商务中心的学术推广部和分布在全国各地

的营销办事机构组织学术推广会议或学术研讨会，介绍产品的特点以及最新基础理论和临床疗效研究成果，通过宣传使专业人员和客户对产品有全面的了解和认识。公司参与各省药品招标，中标后由医疗机构直接或通过医药商业企业向公司采购产品。除专业化的学术推广模式外，公司还部分采用了渠道分销的销售模式。在该模式下，医药商业公司向公司进行采购，再将产品销售至医疗机构或药店。2014 年 12 月收购东科制药后，公司充分利用现有的营销网络资源，加强东科制药的营销体系建设，基本完成了营销并轨工作，为实现良好的协同效应、提升公司销售业绩打下坚实基础。

公司深入推进大品种战略，强化蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊和小儿豉翘清热颗粒等品种的战略地位。截至 2016 年末，公司产品蒲地蓝消炎口服液已进入江苏、湖南、陕西、新疆、天津和辽宁六省以及新疆建设兵团的省级医保药品目录；雷贝拉唑钠肠溶胶囊进入国家医保目录以及安徽、上海、浙江及宁夏省级基药目录；小儿豉翘清热颗粒进入国家医保目录以及重庆、安徽、新疆、浙江及湖北省级基药目录；健胃消食口服液进入重庆、江苏、广东、陕西、山东和吉林六省省级医保药品目录，并已进入甘肃、重庆和陕西三省省级基药目录；三拗片进入国家医保目录以及新疆、湖北省级基药目录。2016 年，在全国各省市药品集中招标采购中，公司蒲地蓝消炎口服液在北京市、甘肃省、广西省、山东省、天津市和内蒙古自治区中标；雷贝拉唑钠肠溶胶囊在北京市、广西省、辽宁省、山东省、天津市和内蒙古自治区中标；小儿豉翘清热颗粒在北京市、上海市、甘肃省、广西省、辽宁省、山东省、天津市和内蒙古自治区中标；三拗片在北京市、甘肃省、辽宁省、山东省、天津市和内蒙古自治区中标；健胃消食口服液在北京市、广西省、辽宁省、内蒙古自治区、山东省和天津市中标。2016 年，公司销售收入超过亿元产品有蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊、小儿豉翘清热颗粒、健胃消食口服液和三拗片，其中蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊和小儿豉翘清热颗粒三者合计销售收入占当期主营业务收入的 77.73%，上述

产品的生产及销售状况在较大程度上决定了公司的主营业务收入规模和盈利水平。随着公司大品种战略的不断强化，在市场无重大替代品出现的情况下，预计未来其重点产品销售情况将进一步提升。但若市场出现药效及质量更好的重大替代品，亦或客观经营环境发生重大变化，过于依赖重点产品的业务格局将对公司生产经营产生不利影响。

表 11：2014~2016 年公司医药工业各板块销售情况

单位：亿元

类别	2014 年	2015 年	2016 年
清热解毒类	12.95	16.63	21.36
消化系统类	8.46	9.75	10.92
儿科类	3.92	4.94	6.71
其他	3.27	4.59	6.10
合计	28.60	35.91	45.09

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从销售区域来看，公司产品销售收入主要来自公司所处的华东地区及核心产品已进入省级医保药品目录或省级基药目录的华北、华中等地区。但通过近年公司持续加大市场营销网络的建设，进一步拓展医院市场，强化专业化的药店营销，扩大药店覆盖，各区域业务规模均保持一定幅度的增长。

表 12：2014~2016 年公司各区域销售收入情况

地区	2014 年	2015 年	2016 年
东北	1.62	2.03	2.92
华北	5.36	6.95	8.85
华东	14.50	18.53	21.31
华南	2.03	2.48	2.97
华中	3.05	3.70	5.20
西北	1.83	2.21	3.16
西南	1.42	1.69	2.28
合计	29.81	37.59	46.69

备注：以上数据含医药商业

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售结算方面，公司根据客户具体情况相应给予信用期。为加强对赊销款的控制，公司制定《货款结算及风险责任金管理规定》，若销售人员负责客户货款难以按期收回时，则该销售人员须向公司提供逾期货款一定比例的风险责任金，直至账面逾期货款收回后方退还风险责任金。

总体来看，公司医药工业板块主要产品销售情况较好，随着公司重点产品聚焦战略的不断实施，

预计未来医药工业板块重点产品销售情况将进一步提升。

医药商业

医药商业板块主要包括药品批发、零售及配送等，经营网络主要位于泰兴地区，区域内市场占有率较高。公司在泰兴济川产业园中建有大型智能化药品连锁配送营销中心，覆盖泰州地区所有乡镇以上医院。

得益于公司分销网络的不断完善以及区域内医药市场的持续快速增长，2014~2016 年，公司医药分销业务分别实现主营业务收入 1.22 亿元、1.68 亿元和 1.61 亿元，2015 年收入规模增长后趋向平稳；其营业毛利率分别为 7.58%、7.75% 和 9.03%，整体盈利空间有所提升。

表 13：2014~2016 年公司医药商业板块经营情况

单位：亿元、%

医药商业板块	2014	2015	2016
营业收入	1.22	1.68	1.61
营收增长率	30.36	37.86	-4.41
营业毛利	0.09	0.13	0.14
营业毛利率	7.58	7.75	9.03

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

采购方面，公司主要与九州通、华润、国药控股等大型医药商业企业合作，除销售公司自有药品外，其余药品主要自以上企业采购。结算方面，根据采购药品及供应商不同，公司分别采用预付、现结或月结等方式，主要采用转账支付。

销售方面，公司主要客户系泰兴地区的公立医院，公司一般给予医疗机构类客户 3 个月信用期，采用银行转账结算；药店等零售业务则均为现金交易。

未来，公司在医药商业板块将根据国家医改方向整合内部资源以提升运营效率，并扩充药品品种；同时，进一步拓宽配送区域、提高配送效率，以提高市场占有率和提升盈利能力。

总体来看，公司作为我国中药现代化的领先企业，重点产品优势明显，研发实力较强，医药工业板块整体盈利能力较强；同时，随着医药商业在区域内销售渠道的拓展，能为公司产品的销售提供了一定支撑。

战略规划

公司将继续秉持“用科技捍卫健康”的企业使命，围绕中西医药、中药日化、中药保健品三大产业，聚焦“儿科、呼吸、消化、妇（男）科、老年病”等五大领域，持续深化大品种战略思路，在持续加大研发投入、坚持内生式增长的同时，发挥资本平台优势，积极推进外延式合作、整合式发展，努力拓展大健康产业链、提升经营业绩。

为进一步做大医药工业，提升产能，公司先后实施了两次非公开发行及拟进行本次可转债发行募集资金，投建3号液体楼新建、开发区项目和杨凌医药生产车间项目等项目，以进一步扩大产能。随着以上募投项目的建设，公司后期的生产能力将大幅提升，为其业务扩张奠定了良好的基础。

表 14：截至 2016 年末公司主要募投项目投资情况

单位：万元

项目	拟用募集资金	累计投资
开发区项目	44,067.54	35,890.29
固体三车间项目	5,255.05	4,043.19
称量洗衣中心、溶液剂二车间、高架库、液体楼项目	12,896.33	12,298.39
天济药业搬迁	11,172.00	4,711.15
济源医药物流中心项目	7,766.00	7,499.69
固体四五车间高架库二	20,160.00	14,533.86
杨凌医药生产车间项目	51,608.49	2,043.32
3号液体楼新建(含高架库)项目	21,470.12	7,703.92
合计	174,395.53	88,723.81

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

整体来看，公司的战略规划符合公司的定位，未来公司将通过内生式增长及外延式合作，进一步做大做强，提升竞争能力。

公司治理

治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》等有关法律、法规及中国证监会、上海证券交易所的有关规定，建立了较为完善的法人治理结构，制定了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《总经理工作细则》等为主要架构的规章制度，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了科学有效的职责分工和制衡机制。董事会内部按照

功能分别设立了战略委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会及审计委员会，并制定了相关的工作细则，以规范董事会各专业委员会的工作流程，并在各专业委员会的工作中得以遵照执行，以进一步完善公司治理结构，促进董事会科学、高效决策。

公司三会设置健全，明确了决策、执行及监督层的职能分工及内部协调、制衡机制，建立了较为规范的法人治理结构。具体来看，公司股东大会享有法律法规和公司章程规定的合法权利，是公司的最高权力机构。董事会由7名董事组成，其中独立董事3名，设董事长1名，副董事长2名。公司独立董事了解公司生产经营情况、财务情况，独立参与董事会的决策，对需要由独立董事发表意见的事项，发表独立意见，在董事会决策和经营管理中发挥了独立的作用。监事会由3名监事组成，其中职工监事1名，设监事会主席1人，监事会对公司财务状况、重大资产重组、关联交易以及公司董事、高级管理人员履行职责的合法合规性进行监督。公司管理层负责组织实施股东大会、董事会决议事项，主持公司日常经营管理工作。

总体上看，公司已建立了科学有效的职责分工和制衡机制，高管人员和董事会之间的责任、授权和报告关系明确，法人治理结构较为完善，内部管理较为规范。

内部控制

公司采取职能式的管理结构，股东大会是公司最高权力机构；董事会对股东大会负责，直接领导由总经理、副总经理等组成的经营管理团队。公司实行总经理负责制，设立行政部、财务部、证券事务部、审计部等职能部门。同时为适应管理需要，公司建立了涉及生产、采购、销售、质量、环保、合同、财务、审计、项目建设、人力资源、对外投资、对外担保、资产、募集资金、关联交易、印章、档案管理等覆盖公司生产经营各环节的规章制度。

在对子公司的管理方面，公司根据《公司法》、《公司章程》的相关规定对子公司进行统一管理。在人事方面，公司通过行使股东权利决定各控股子公司董事会及主要领导的任命和重要人事决策；在经营决策方面，子公司的经营及发展规划必须服从

和服务于公司的发展战略和总体规划，在公司发展规划框架下细化和完善自身规划；在财务管理方面，公司通过行使股东权利保证控股子公司贯彻执行公司的重要财务管理制度；在资金管理方面，子公司资金则由相关子公司自身统筹安排；在内部审计监督管理方面，公司定期或不定期实施对子公司的审计监督。

对外担保方面，为控制对外担保风险，公司制定了《对外担保管理制度》，规定被担保对象须与公司有现实或潜在重要业务关系，或由董事会认定，同时须具有较强的偿债能力和良好的银行信用资质，且实施债务担保前资产负债率不超过 70%，并须提供反担保措施。根据担保金额的大小，公司担保事项须提交董事会或股东大会审议。

关联交易方面，公司制定了《关联交易管理办法》，严格履行关联交易审批程序和信息披露义务，保证关联交易价格的公允合理。公司的关联交易符合《上海证券交易所股票上市规则》和公司《章程》规定，有利于公司的经营发展，不存在损害上市公司和中小股东利益的情况。

信息披露方面，公司指定董事会秘书负责信息披露工作和投资者关系管理工作，严格按照法律法规和公司章程的规定，严格执行公司制定的《内幕信息知情人登记管理制度》等信息披露管理制度，真实、准确、完整、及时地披露有关信息，并确保所有股东有平等的机会获得信息。

总体看，公司较为全面的各项规章制度，完善的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化。

财务分析

下列财务分析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 2014~2016 年审计报告。

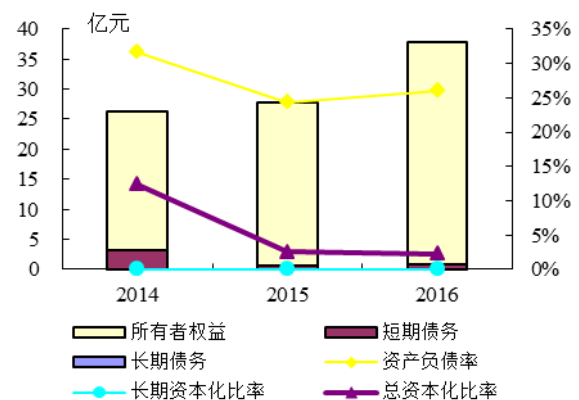
资本结构

近年来，随着业务规模的持续扩大，及开发区项目、液体三车间和固体四、五车间等项目的推进，公司总资产规模保持增长。2014~2016 年末，公司资产总额分别为 33.58 亿元、35.85 亿元和 49.88 亿

元，年均复合增长率为 21.88%。自有资本方面，公司盈利能力较强，经营盈余积累使得自有资本实力逐年增强，加之 2014 年 1 月和 2016 年 5 月完成两次非公开发行股份，公司自有资本实力大幅增强。2014~2016 年末，公司所有者权益分别为 22.94 亿元、27.13 亿元和 36.88 亿元，年均复合增长率为 26.79%。其中，2016 年末资本公积 15.76 亿元，主要系股本溢价。由于主要依靠权益性资本来满足项目投资的需求，近三年公司负债规模增速大幅低于资产和权益增速。2014~2016 年末，公司总负债分别为 10.64 亿元、8.73 亿元和 13.00 亿元，年均复合增长率为 10.55%。

从财务杠杆比率来看，2014~2016 年末公司资产负债率分别为 31.68%、24.34%和 26.07%，同期总资本化比率为 12.36%、2.56%和 2.25%，均处于较低水平。

图 3：2014~2016 年末公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

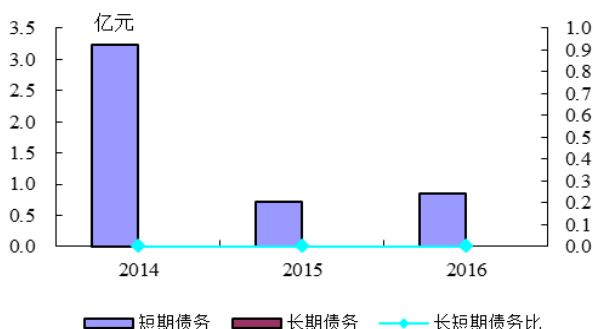
从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2014~2016 年末流动资产占总资产的比重分别为 58.91%、47.91%和 55.36%。截至 2016 年末，公司流动资产合计 27.61 亿元，主要由货币资金和应收账款构成，占流动资产的比重分别为 32.25%和 48.24%。其中，货币资金主要为银行存款和其他货币资金（0.20 亿元，系银行承兑汇票保证金）；应收账款账龄主要在一年以内（占比 97.31%），截至 2016 年末，公司共计提坏账准备 0.74 亿元；存货主要为原材料、在产品和库存商品。同期末，公司非流动资产合计 22.27 亿元，占总资产的比重为 44.64%，主要由固定资产、在建工程 and 无形资产构成，占非流动资产的比重分别为 64.30%、11.71%

和 10.13%。其中，固定资产主要为机器设备、房屋及建筑物、运输设备和其他设备等；在建工程主要系开发区分厂、东厂区固体制剂车间、东厂区 3 号液体楼和天济综合制剂楼等项目的建设成本，同时公司新上杨凌医药生产基地建设项目，短期内仍存在一定的投资压力；无形资产为土地使用权、专利权、非专利技术和软件使用权。

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，近三年流动负债占总负债的比重分别为 97.36%、96.30% 和 94.94%。截至 2016 年末，公司流动负债为 12.34 亿元，主要由应付账款和其他应付款构成，占流动负债的比重分别为 34.55% 和 40.99%。其中，应付账款主要系原材料采购款及工程设备款；其他应付款主要系营销人员风险保证金、尚未支付的员工报销款及投标保证金。公司非流动负债合计 0.66 亿元，占负债总额的比重为 5.06%，由专项应付款、递延收益和递延所得税负债构成，占非流动负债的比重分别为 46.88%、36.92% 和 16.20%。其中，专项应付款系职工身份转换金和拆迁补偿款；递延收益系政府补助，在所涉项目通过相关部门验收后结转入营业外收入等相关科目中；递延所得税负债系时间性差异产生的、由公司后期支付的所得税费用。

从债务规模来看，2014~2016 年末公司总债务分别为 3.23 亿元、0.71 亿元和 0.85 亿元，随着银行短期借款的清偿及银行承兑汇票开具规模的下降，公司刚性债务规模大幅下降。从债务期限结构看，公司债务均为短期债务，但由于债务规模较小，债务偿还压力较小。

图 4：2014~2016 年末公司长短期债务情况



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司负债规模较小，财务杠杆比率

较低，短期偿债压力较小，财务结构较稳健。

盈利能力

受益于上市、并购东科制药及市场营销网络的拓展，公司近年来业务规模持续增长，2014~2016 年分别实现营业收入 29.86 亿元、37.68 亿元和 46.78 亿元，年均复合增长率达 25.16%。

从毛利水平来看，2014~2016 年，公司营业毛利率分别为 84.30%、84.34% 和 85.24%。公司药品主要通过招投标销售，产品价格每年均有一定幅度的下调，但由于公司根据中药材的种植情况及采收情况预测其价格趋势，在“谷时、平时、峰时”进行采购配比，把握最佳采购期，且在原材料招标采购环节具有较强的议价能力，有效降低了原材料采购成本，使得产品盈利能力基本保持稳定。

表 15：2014~2016 年公司各板块毛利率情况

类别	单位：%		
	2014 年	2015 年	2016 年
医药工业：	87.57	87.93	88.01
清热解毒类	85.90	86.48	87.38
消化系统类	93.50	93.68	94.05
儿科类	85.32	87.31	86.19
其他	81.50	81.64	81.38
医药商业	7.58	7.75	9.03
综合	84.30	84.34	85.24

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，公司期间费用以销售费用和管理费用为主。销售费用方面，由于公司药品主要采取专业化学术推广为主，市场推广费一直保持较大规模，使得整体销售费用规模较大，且随着市场的拓展，公司销售费用呈大幅上升态势；考虑到国内医药行业竞争激烈，医疗资源向基层倾斜也将带来公司销售渠道的下沉，加上新产品的上市推广，未来公司销售费用将进一步增加。管理费用方面，随着业务规模的增长及东科制药的合并，公司近年管理费用亦维持增长态势。2014~2016 年公司发生三费合计分别为 19.03 亿元、23.58 亿元和 28.36 亿元，同期三费收入占比分别为 63.72%、62.59% 和 60.64%。总的来看，公司期间费用增幅低于业务规模增幅，三费收入占比逐年下降，有利有公司整体盈利能力的提升。但三费收入占比一直较高，公司

对期间费用的控制仍有进一步提升的空间。

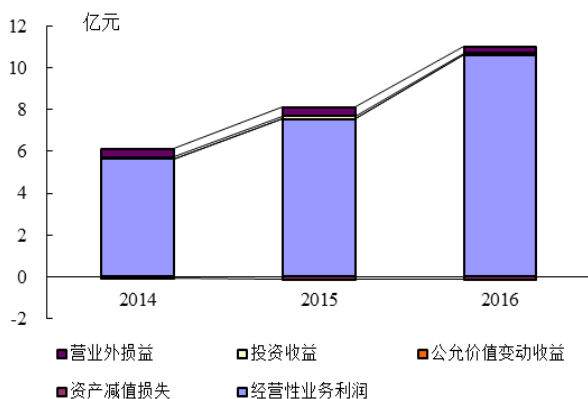
表 16：2014~2016 年公司三费分析

	单位：亿元		
	2014	2015	2016
销售费用	16.46	20.45	25.07
管理费用	2.60	3.18	3.38
财务费用	-0.03	-0.05	-0.09
三费合计	19.03	23.58	28.36
营业总收入	29.86	37.68	46.78
三费收入占比	63.72%	62.59%	60.64%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要来自于经营性业务利润，2014~2016 年公司经营性业务利润分别为 5.63 亿元、7.56 亿元和 10.61 亿元，由于公司产品初始获利能力稳定，同时期间费用增幅低于业务规模增幅，随着业务规模的扩大，经营性业务利润逐年增长。此外，公司研发实力较强，每年均能获得一定规模的项目专项资金等政府补助资金，2014~2016 年公司营业外损益分别为 0.40 亿元、0.43 亿元和 0.32 亿元，对利润形成一定补充。期间公司资产减值损失分别为 0.09 亿元、0.12 亿元和 0.13 亿元，均系计提的应收账款坏账准备，最终公司利润总额分别为 6.05 亿元、8.00 亿元和 10.88 亿元。

图 5：2014~2016 年公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司医药工业主业突出，重点产品的市场竞争力较强，整体业务规模逐年扩张；同时通过有效控制生产成本，产品毛利率稳定且保持较好水平，具有较强的盈利能力。

偿债能力

从债务规模来看，公司盈利能力较强，主要依靠权益性资本来满足项目投资的需求，刚性债务规

模较小，2014~2016 年末公司总债务分别为 3.23 亿元、0.71 亿元和 0.85 亿元，偿债压力较小。

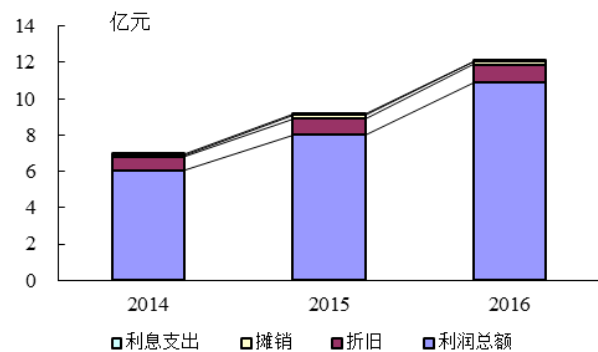
表 17：2014~2016 年公司偿债能力分析

	2014	2015	2016
总债务 (亿元)	3.23	0.71	0.85
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00
短期债务 (亿元)	3.23	0.71	0.85
EBITDA (亿元)	6.95	9.14	12.06
EBITDA 利息倍数 (X)	168.59	406.56	10,776.38
总债务/EBITDA (X)	0.47	0.08	0.07
经营活动净现金/利息支出 (X)	149.54	287.13	8,158.33
经营活动净现金/总债务 (X)	1.91	9.05	10.75
资产负债率 (%)	31.68	24.34	26.07
总资本化比率 (%)	12.36	2.56	2.25

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额和折旧构成，2014~2016 年分别为 6.95 亿元、9.14 亿元和 12.06 亿元，获现能力较好。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2014~2016 年公司总债务/EBITDA 分别为 0.47 倍、0.08 倍和 0.07 倍；EBITDA 利息保障倍数分别为 168.59 倍、406.56 倍和 10,776.38 倍，公司 EBITDA 对债务本息的保障能力很强。

图 6：2014~2016 年公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

现金流方面，近年公司业务规模大幅扩张，同时盈利能力较强，加之货款回笼速度有所加快，公司经营性现金净流入规模逐年提升。2014~2016 年公司经营性净现金流分别为 6.16 亿元、6.45 亿元和 9.13 亿元，经营活动净现金/总债务分别为 1.91 倍、9.05 倍和 10.75 倍；经营活动净现金/利息支出分别为 149.54 倍、287.13 倍和 8,158.33 倍。

或有负债方面，截至 2016 年末，公司未对外

部公司提供担保。

财务弹性方面，公司与建设银行、交通银行、中国银行及工商银行等商业银行建立了良好的合作关系，间接融资渠道畅通。截至 2016 年末，公司获得的银行授信额度合计 7.00 亿元，其中未使用银行授信额度为 6.01 亿元。同时，作为 A 股上市公司，公司可有效利用资本市场获得资金支持。整体来看，公司备用流动性丰富，具备的财务弹性较强。

综合来看，公司重点产品竞争力较强，销量保持较快增长，研发实力较强、质量控制体系较为完善，医药工业板块整体盈利能力较好且有望进一步增强，对公司整体业务形成了良好支撑，经营获现情况良好，具备很强的偿债能力。

结 论

综上，中诚信证评评定湖北济川药业股份有限公司主体信用级别为 **AA**，评级展望为稳定；评定“湖北济川药业股份有限公司 2017 年公开发行可转换公司债券”信用级别为 **AA**。

关于湖北济川药业股份有限公司 2017年公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

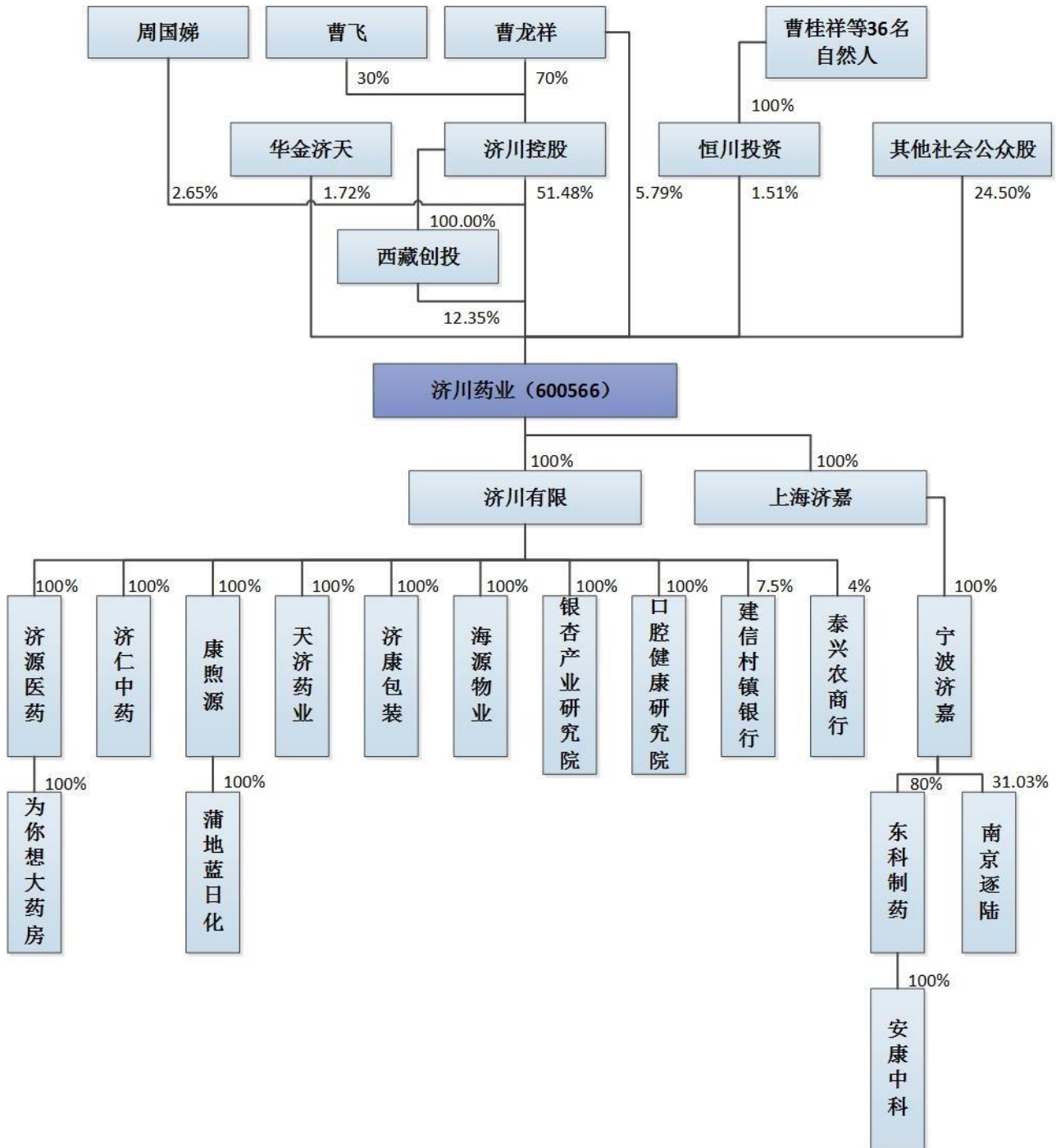
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

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

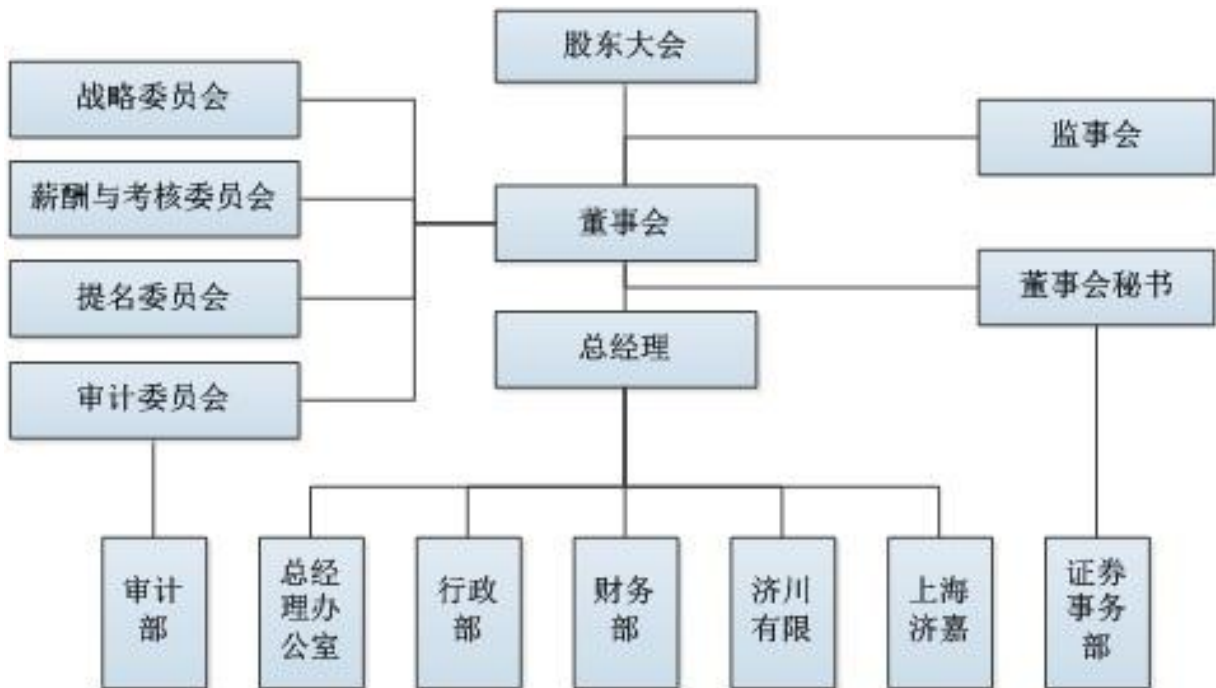
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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

附一：湖北济川药业股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附二：湖北济川药业股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附三：湖北济川药业股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016
货币资金	64,505.62	27,046.13	89,032.18
应收账款净额	89,971.41	109,919.46	133,200.24
存货净额	12,367.25	17,064.94	20,440.18
流动资产	197,817.35	171,777.17	276,103.19
长期投资	3,750.00	3,750.00	4,356.73
固定资产合计	105,258.58	135,425.72	169,244.04
总资产	335,771.60	358,542.21	498,761.16
短期债务	32,339.69	7,131.35	8,493.42
长期债务	0.00	0.00	0.00
总债务	32,339.69	7,131.35	8,493.42
总负债	106,372.14	87,259.19	130,010.35
所有者权益（含少数股东权益）	229,399.45	271,283.02	368,750.81
营业总收入	298,641.22	376,783.64	467,789.16
三费前利润	246,578.57	311,377.44	389,705.70
投资收益	1,031.61	1,227.56	850.61
净利润	51,939.26	68,311.92	93,436.48
EBITDA	69,459.63	91,396.47	120,611.23
经营活动产生现金净流量	61,611.20	64,547.52	91,309.54
投资活动产生现金净流量	-64,980.09	-42,331.61	-39,443.12
筹资活动产生现金净流量	61,286.92	-59,592.99	8,144.24
现金及现金等价物净增加额	57,918.03	-37,377.09	60,010.66
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率（%）	84.30	84.34	85.24
所有者权益收益率（%）	22.64	25.18	25.34
EBITDA/营业总收入（%）	23.26	24.26	25.78
速动比率（X）	1.79	1.84	2.07
经营活动净现金/总债务（X）	1.91	9.05	10.75
经营活动净现金/短期债务（X）	1.91	9.05	10.75
经营活动净现金/利息支出（X）	149.54	287.13	8,158.33
EBITDA 利息倍数（X）	168.59	406.56	10,776.38
总债务/EBITDA（X）	0.47	0.08	0.07
资产负债率（%）	31.68	24.34	26.07
总资本化比率（%）	12.36	2.56	2.25
长期资本化比率（%）	-	-	-

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

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+长期应付款

长短期债务比=短期债务/长期债务

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-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

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/期末所有者权益

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=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

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。



营业执照

统一社会信用代码 91310118134618359H
证照编号 29060000201612280299

名称 中诚信证券评估有限公司

类型 一人有限责任公司(外商投资企业法人独资)

住所 青浦区新业路599号1幢968室

法定代表人 关敬如

注册资本 人民币5000.0000万元整

成立日期 1997年8月20日

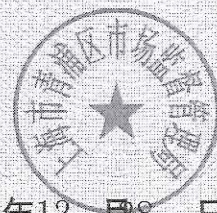
营业期限 1997年8月20日至2017年8月19日

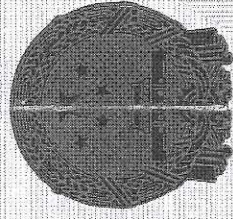
经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附分支。
【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2016年12月8日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中诚信证评有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：关敬如

注册地址：上海市浦东新区新业路599号1幢968室

编号：ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2012年11月20日

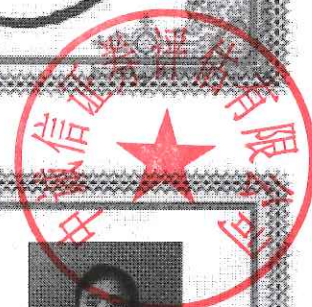
SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



米玉元，证件号码:430524198208186014，于2009年11月28日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

2009113103271301



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



米玉元，证件号码:430524198208186014，于2009年11月28日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

2009113103271204



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



胡培, 证件号码:412722198906206920, 于2014年02月23日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn核对信息



20140342434911042

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



胡培, 证件号码:412722198906206920, 于2014年04月27日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn核对信息



20140542882934042

