

2017 年特一药业集团股份有限公司

可转换公司债券 2018 年跟踪 信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本
评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期
间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券
信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【230】号 01

债券简称：特一转债

债券代码：128025

增信方式：股份质押和
保证担保

质押物：许丹青合法拥
有的 3,750 万股公司股
票

担保主体：许丹青

债券剩余规模：
3.54 亿元

债券到期日期：
2023 年 12 月 6 日

债券偿还方式：对未转
股债券按年计息，每年
付息一次，附债券赎回
及回售条款

分析师

姓名：

陶明辉 张旻婧

电话：021-51035670

邮箱：

taomh@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

2017 年特一药业集团股份有限公司 可转换公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
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	2018 年 5 月 15 日	2017 年 5 月 15 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对特一药业集团股份有限公司（以下简称“特一药业”或“公司”，证券代码“002728”）及其 2017 年 12 月 6 日公开发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 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。该等级的评定是考虑到公司产能利用及产销情况较为稳定，营业收入和利润规模均保持增长，市场集中度和客户集中度进一步下降，且股份质押和保证担保仍可在一定程度上保障本期债券的安全性；同时鹏元也关注到，公司中成药毛利率有所下降，仿制药质量和疗效一致性评价工作占用了公司较多资源、产品或存在注册风险，公司商誉规模较大，存在减值风险，期间费用对利润形成一定侵蚀，以及存在一定的短期偿债压力等风险因素。

正面：

- 公司产能利用及产销情况较为稳定，营业收入和利润规模均保持增长。2017 年，除胶囊剂外，公司各产品线实际产能利用率均超过 100%，主要产品产销情况较为稳定；2017 年公司分别实现营业收入和利润总额 6.87 亿元和 1.20 亿元，分别同比增长 4.74%和 13.49%。
- 公司市场集中度和客户集中度进一步下降。公司市场以华南地区为主，随着对国内其他地区市场的开拓，华南地区销售收入占比进一步下降，对区域市场的依赖性减弱；2017 年及 2018 年 1-3 月公司前五大客户销售占比分别为 15.17%和 11.86%，分别较 2016 年下滑 1.97 个百分点和 5.28 个百分点，客户集中度进一步下降。

- **公司第一大股东为本期债券提供股份质押和保证担保，仍可在一定程度上保障本期债券的安全性。**公司第一大股东许丹青将以其合法拥有的公司 3,750 万股 A 股股票作为质押资产对本期债券进行质押担保，截至 2018 年 5 月 11 日，公司近 30 个交易日股票收盘价对应的质押股票市场价值对本期债券未偿还本息的覆盖率最低为 170.25%，最高为 194.94%，无需追加担保物，另外许丹青为本期债券提供连带保证责任担保，上述质押和保证担保仍可在一定程度上保障本期债券的安全性。

关注：

- **受中药材价格上涨影响，公司中成药毛利率有所下降。**2017 年国内中药材价格指数波动上行，受原材料价格上涨影响，公司中成药毛利率同比下降 3.35 个百分点，盈利空间收窄，未来若中药材价格继续上涨，可能会对公司盈利造成一定不利影响。
- **仿制药质量和疗效一致性评价工作占用了公司较多资源，产品或存在注册风险。**由于时间紧迫，且公司在产品种较多，2017 年公司进一步加大了对该项工作的资金和人力投入；2018 年末如果未能完成一致性评价工作，相应产品将停止注册并面临停产的风险。
- **公司商誉规模较大，存在减值风险。**2018 年 3 月末，公司商誉达 5.88 亿元，占总资产比重仍高达 30.88%，系并购子公司台山市新宁制药有限公司（以下简称“新宁制药”）和海南海力制药有限公司（以下简称“海力制药”）股权价款溢价导致，若未来相关子公司经营状况未达预期，则存在减值风险。
- **公司期间费用水平较高，对利润形成一定侵蚀。**2017 年及 2018 年 1-3 月，公司期间费用率分别为 30.87% 和 36.10%，较高的期间费用对公司利润形成一定侵蚀。
- **公司有息负债规模持续较快增长，存在一定的短期偿债压力。**2018 年 3 月末，公司有息负债规模为 73,193.13 万元，较 2016 年末增长 54.06%，占负债总额的比重为 87.55%；2018 年，公司需偿还的有息负债规模为 31,426.02 万元，存在一定的短期偿债压力。

主要财务指标:

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	190,387.92	192,898.49	160,318.82	159,808.38
归属于母公司股东权益合计(万元)	106,786.15	104,284.01	88,657.39	80,429.88
有息负债(万元)	73,193.13	70,821.96	47,508.04	44,461.49
资产负债率	43.91%	45.94%	44.70%	49.67%
流动比率	2.04	1.84	0.91	1.08
速动比率	1.62	1.40	0.61	0.80
营业收入(万元)	20,372.72	68,694.36	65,585.68	51,654.00
营业利润(万元)	2,637.79	11,595.43	10,043.83	9,176.79
利润总额(万元)	3,083.25	11,961.30	10,539.61	9,525.19
综合毛利率	49.85%	48.21%	47.74%	45.28%
总资产回报率	-	7.80%	7.67%	8.18%
EBITDA(万元)	-	17,383.75	15,620.45	11,402.06
EBITDA 利息保障倍数	-	9.55	9.01	29.11
经营活动现金流净额(万元)	1,165.92	10,295.61	10,129.67	6,886.75

资料来源: 公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1 季度财务报表, 鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

公司于2017年12月6日发行了6年期3.54亿元的可转换公司债券，约定转股期限为自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至债券到期日止。截至2018年3月31日，本期债券尚未到转股期限。本期债券募集资金拟全部用于建设药品仓储物流中心及信息系统建设项目和新宁制药药品GMP改扩建工程项目，截至2017年12月31日，已使用募集资金355.66万元。

二、发行主体概况

截至2018年3月31日，公司名称、注册资本、控股股东和实际控制人均未发生变更，控股股东和实际控制人仍为以许丹青为代表的许氏家族，公司前十名股东持股及质押情况见表1。

表1 截至2018年3月31日公司前十名股东持股及质押情况（单位：万股）

序号	股东	持股比例	股东性质	持股数量	质押数量
1	许丹青	31.05%	境内自然人	6,210.00	6,150.00
2	许为高	12.42%	境内自然人	2,484.00	1,840.00
3	许松青	10.35%	境内自然人	2,070.00	1,970.00
4	许丽芳	6.78%	境内自然人	1,356.00	1,080.00
5	许恒青	4.90%	境内自然人	980.00	0.00
6	余健昌	2.00%	境内自然人	400.00	0.00
7	罗东敏	1.75%	境内自然人	350.00	0.00
8	黄远群	0.79%	境内自然人	157.00	0.00
9	刘青泉	0.69%	境内自然人	137.48	0.00
10	詹志武	0.62%	境内自然人	123.59	0.00
合计		71.35%	-	14,268.07	11,040.00

注：许丹青、许为高、许松青、许恒青和许丽芳为同一家族成员，许为高与许丽芳为夫妻，许丹青、许松青和许恒青均为许为高与许丽芳的儿子；许丹青任董事长、总经理，许为高任董事，许松青任副董事长、副总经理。

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年度及2018年1季度，公司合并报表范围未发生变化，截至2018年3月31日，纳入公司财务报表合并范围的各级子公司共有8家，详见附录五。

截至2017年12月31日，公司资产总额为192,898.49万元，归属于母公司股东权益合计为104,284.01万元，资产负债率为45.94%；2017年度，公司实现营业收入68,694.36万元，

利润总额11,961.30万元，经营活动产生的现金流量净额为10,295.61万元。

截至2018年3月31日，公司资产总额为190,387.92万元，归属于母公司股东权益合计为106,786.15万元，资产负债率为43.91%，2018年1-3月，公司实现营业收入20,372.72万元，利润总额3,083.25万元，经营活动产生的现金流净额为1,165.92万元。

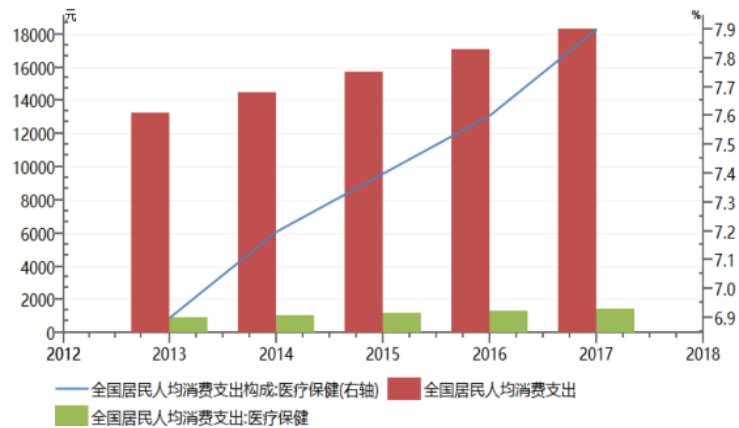
三、运营环境

我国居民收入持续增加，人口老龄化趋势加剧，医疗需求持续增长

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。

国民经济与居民收入水平跟医药行业的发展息息相关。近年我国经济发展水平及居民收入均保持着健康稳定的增长，据国家统计局的统计，按不变价格计算，2013-2016年我国GDP从52.58万亿元增长至78.58万亿元，2017年，我国实现国内生产总值827,122亿元，同比增长6.9%；2013-2017年我国城镇居民人均可支配收入从26,467元增长至36,396元，累计增长37.51%；2013-2017年我国城镇居民人均医疗保健消费支出由912.10元增长至1,451.00元，累计增长59.08%。随着国民经济与居民收入水平日益提高，城乡居民的健康意识也在明显增强，对医疗产品的功能、效果及安全等性能提出了更高的要求，因此，这将会给医药行业企业带来发展机遇。

图1 我国全国居民人均消费支出及医疗消费支出情况



医药产业规模稳步增长，产业发展态势整体向好

据国家发改委产业协调司数据，2017年，规模以上医药企业主营业务收入29,826.0亿元，同比增长12.2%，增速较2016年提高2.3个百分点，恢复至两位数增长；医药产业8个

子行业中主营业务收入增长最快的是中药饮片加工业和化学药品原料药制造业。同时，随着医药产业结构调整不断深化，2017年，规模以上企业实现利润总额3,519.7亿元，同比增长16.6%，增速提高1.0个百分点；利润增速高于主营业务收入增速，行业整体盈利水平得到提高。医药产业8个子行业中利润增长最快的是生物药品制造业和化学药品制剂制造业，产业发展动力不断向高附加值产品转移。

表2 2017年医药产业分子行业运营情况

行业	主营业务收入			利润总额		
	金额 (亿元)	同比增 速	所占比 重	金额 (亿元)	同比增 速	所占比 重
化学药品制剂制造	8,340.60	12.90%	28.00%	1,170.3	22.1%	33.2%
中成药生产	5,735.80	8.40%	19.20%	707.2	10.0%	20.1%
化学药品原料药制造	4,991.70	14.70%	16.70%	436.1	13.7%	12.4%
生物药品制造	3,311.00	11.80%	11.10%	499.0	26.8%	14.2%
医疗仪器设备及器械制造	2,828.10	10.70%	9.50%	325.1	6.9%	9.2%
卫生材料及医药用品制造	2,266.80	13.50%	7.60%	213.9	14.4%	6.1%
中药饮片加工	2,165.30	16.70%	7.30%	153.4	15.1%	4.4%
制药专用设备制造	186.7	7.70%	0.60%	14.7	-8.1%	0.4%
合计	29,826.0	12.2%	100.0%	3,519.7	16.6%	100.0%

资料来源：中华人民共和国国家发展和改革委员会产业协调司网站，鹏元整理

根据海关进出口数据，2017年我国医药产品完成进出口贸易总额1,166.8亿美元，同比增长12.6%；其中，进口额558.8亿美元，同比增长16.3%，出口额608.0亿美元，同比增长9.4%，增幅达到近五年的最高值；进出口均呈现较快增长，一方面国民日益增长的健康需求拉动了医药产品进口，同时，本土企业不断推进供给侧改革、国际化进程的加快也带来了出口的快速增长，扭转了2016年出口额下降的局面。

此外，随着审评审批改革的不断深入，加快创新药品和医疗器械审评审批、药品上市许可持有人制度试点、优化审评审批流程等一系列举措快速推进，大大提高了审评审批效率，医药创新环境明显改善。

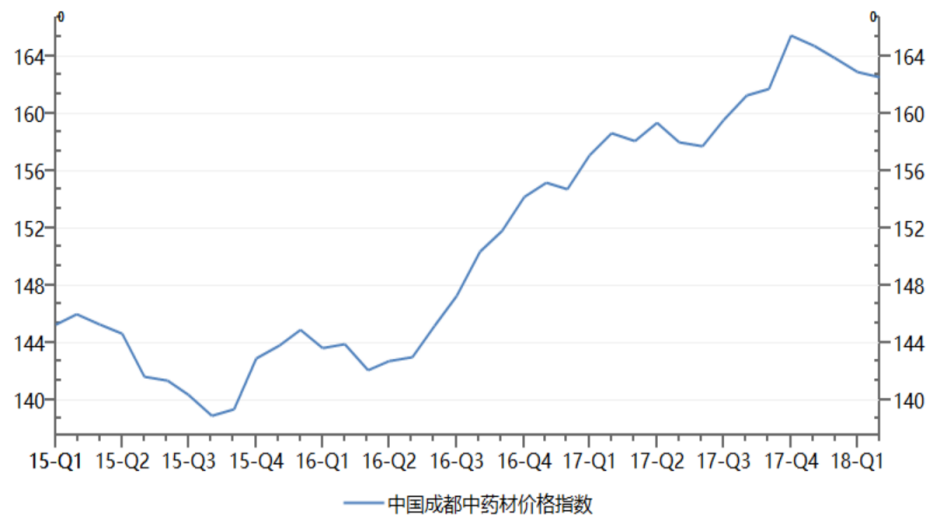
止咳化痰类中成药具有较好的市场前景，但近年中药材价格整体呈上涨趋势，进一步增加了中药生产企业的成本控制压力

咳嗽为呼吸系统疾病的常见症状，随着自然环境及气候的变化，咳嗽的发病比例呈不断上升趋势，特别是经济发达地区，由于人口密集等因素，发病率较高。据国家卫生部统计，我国每年有近3亿人感染呼吸系统疾病，其中咳嗽患者多达5,000多万人，城乡居民咳嗽患病率在15%以上，可见我国止咳化痰类药物较大的市场容量。目前，市面上常见的止

咳药有上百个品牌，其中中药制剂占60%以上的市场份额，占绝对优势。2009-2016年我国止咳中成药市场销售额从101.04亿元增长至236.46亿元，复合增长率为12.92%。《国家基本药物目录（2012版）》和《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）》分别收录了部分化痰、止咳、平喘类中成药品种，入选以上目录的药品价格方面会受到一定限制，但销售渠道也更为畅通，未入选的产品则在市场推广方面有相对较高的投入。整体来看，止咳化痰类中成药有较好的市场前景，根据智研咨询发布的《2018-2024年中国止咳祛痰平喘类口服中成药行业深度调研及投资前景分析报告》，止咳祛痰平喘类口服中成药的未来市场将保持稳定增长，预计到2022年我国止咳祛痰平喘类口服中成药市场销售额在423.90亿元左右，2017-2022年复合增长率在10%左右。

中药行业是典型的药材资源依赖性行业，中药材价格上涨对中药企业带来一定的成本压力。近年来中药材整体价格指数呈波动上升趋势，2018年一季度有所下滑，但仍维持在160以上，如下图2所示。从常用药材三七、丹参等药材情况看，多年持续高价使得产能不断增加，产量已经远超需求，2015年三七行情继续不断下探，批发价格由2014年年初的450元/500克下降至2015年底的140元/500克；丹参价格则相对稳定，2015年基本处于12-14元/千克区间。2016年，由于大型医药企业囤货采购、下游需求增加以及投资投机等因素的影响，三七价格大涨至258.5元/500克，2017年以来趋于稳定。预计未来中药材价格仍会因市场行情变化继续波动。

图2 近年中国成都中药材价格指数变动情况



数据来源：Wind，鹏元整理

仿制药一致性评价将对我国医药工业的竞争格局产生深远影响

2016年3月，国务院办公厅印发了《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，对仿制药一致性评价的对象和时限、参比制剂遴选原则、评价方法、管理办法和鼓励性政

策等方面做出了规定，CFDA 陆续也发布了多项技术指导原则指导企业开展一致性评价。2017 年 8 月，CFDA 发布了《关于仿制药质量和疗效一致性评价工作有关事项的公告》（2017 年第 100 号），内容涉及参比试剂选择与采购、BE 试验的管理、一致性评价申请的受理和审批、视同通过一致性评价的情形和鼓励性政策等；同时明确提出原发布的一致性评价相关文件与此件不一致的，以此件为准，该文件将成为未来一致性评价工作的纲领性文件。

仿制药一致性评价将对我国医药工业的竞争格局产生深远影响，通过一致性评价的品种首先将在招标定价方面享受到政策红利，并有望持续受益。在目前的药品招标之中，除了妇儿科用药、急救用药、基础输液、低价药、谈判药品和精麻药品以外，其他药品的招标仍然以“双信封”制度为主，在经济技术标评审过后还需要进行商务标评审，目前主要采取的是低价者中标的规则。在药品招标中，通过一致性评价的品种在按质量进行竞价分组时将占有一定优势，能够避开未通过一致性评价的普通品种，从而以较为理想的价格中标。

一致性评价也能够加速仿制药竞争格局的优化。CFDA 在《关于仿制药质量和疗效一致性评价工作有关事项的公告》中明确提出，同品种药品通过一致性评价的生产企业达到 3 家以上的，在药品集中采购等方面不再选用未通过一致性评价的品种。未能通过一致性评价的产品将退出公立医疗机构市场，通过一致性评价的品种将有机会抢占这部分市场空间。另一方面，CFDA 允许通过一致性评价的药品在药品标签、说明书中使用“通过一致性评价”标识，有利于提升产品的品牌价值，通过一致性评价的药品有望凭借优质低价的优势抢占原研药的市场份额。

随着一致性评价和药品审评审批制度改革的推进，未来我国仿制药行业的格局将出现重大变化。一致性评价对企业的技术能力和资金实力提出了较高的要求，只有实力较为雄厚的企业才能够同时具备以上的条件，随着一致性评价的进行，无法通过一致性评价的产品将难以获得市场准入，中小企业将陆续退出，优质仿制药市场份额将持续增加，行业集中度得到提升。总体来看，未来仿制药行业竞争格局有望进一步优化。

四、经营与竞争

公司专注于医药健康产业，主营业务为药品与化学原料药的研发、生产和销售，主要产品为化学制剂药类、中成药类及化学原料药，此外有少量的化工等产品。2017 年，公司营业收入继续增长，全年实现收入 68,694.36 万元，其中化学制剂药、中成药收入占比分别为 53.32% 和 33.94%；2018 年 1-3 月，公司实现营业收入 20,372.72 万元。

从毛利率来看，由于中药药材价格不断走高，2017 年公司中成药毛利率下滑 3.35 个百分点至 67.04%，全年中成药收入仅略有增加；2017 年化学制剂药和化学原料药毛利率均有一定的提升，拉动公司综合毛利率小幅提升至 48.21%。2018 年 1-3 月，公司将止咳宝片的价格进行相应上调，中成药毛利率水平有所回升，化学制剂药毛利率较为稳定，公司综合毛利率进一步提升至 49.85%。

表3 近年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年1-3月		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
化学制剂药	9,647.04	33.47%	36,629.39	33.56%	35,286.56	31.55%
中成药	8,197.01	69.60%	23,314.95	67.04%	23,100.58	70.39%
化学原料药	1,994.32	60.30%	6,769.13	63.78%	5,551.17	57.09%
化工产品及其它	534.35	37.33%	1,980.89	44.49%	1,647.38	45.41%
合计	20,372.72	49.85%	68,694.36	48.21%	65,585.68	47.74%

资料来源：公司提供

2017 年，受中药材价格上涨影响，中成药毛利率下降，未来中药材价格的波动将继续影响公司中成药售价及盈利水平；公司化学制剂药和化学原料药产销量总体保持稳定增长，但仿制药质量和疗效一致性评价工作占用了公司一定的资源，若一致性评价工作无法按规定完成，相关产品将存在注册风险

截至 2018 年 4 月 30 日，公司及下属子公司共拥有药品批准文号 339 个，涵盖片剂、胶囊剂、颗粒剂、口服溶液剂、糖浆剂、合剂、乳膏剂、散剂等多种剂型。公司日常生产和销售百余个品种的各剂型药品以及部分化学原料药和化工产品，主要药品制剂产品涵盖止咳化痰类、心脑血管类、消化系统类、补肾类、抗感染类和解热镇痛类等多个类别的药物，主要产品包括止咳宝片、血塞通分散片、益心舒颗粒、银杏叶分散片、奥美拉唑肠溶胶囊、金匱肾气片、红霉素肠溶片、依托红霉素片、罗红霉素胶囊、阿莫西林胶囊、阿咖酚散等。公司核心产品为止咳化痰类中成药制剂产品止咳宝片。

从中成药来看，公司中成药产品主要为 OTC 甲类产品止咳宝片和处方药金匱肾气片，其中，止咳宝片是国内独家品种，为公司核心产品，自 2010 版开始，入载《中华人民共和国药典》，并已被纳入广东省和湖南省医保目录；随着公司推广力度的加强，止咳宝片的销售区域已覆盖全国大部分地区。

2017 年，止咳宝片产销量均有一定下滑，主要系公司片剂产品共用压片器械，为满足仿制药一致性评价工作需要，公司对产品生产进行了适当调整所致；2017 年全年止咳宝片实现销售收入 15,826.81 万元，2018 年 1-3 月，止咳宝片实现销售收入 6,103.18 万元。2017 年度金匱肾气片共实现销售收入 2,789.48 万元，同比增长 39.01%；2018 年 1-3

月，金匱肾气片实现销售收入 759.61 万元。

中成药营业成本以原材料为主，其中核心产品止咳宝片的主要中药材成分为罂粟壳、紫菀、甘草等，其中占比较大的主要中药材是罂粟壳，长期由甘肃农垦医药药材有限责任公司专供。2017 年国内中药材价格指数波动上行，目前仍维持在高位，中成药生产所需的药材价格不断走高，而中成药主要产品出厂价格基本稳定，以上因素导致 2017 年度中成药毛利率有一定下降，盈利空间收窄。未来若中药材价格继续增长，可能会对公司的盈利能力造成一定不利影响。

公司采用以产定销的模式，近年来公司中成药产销率均保持在较高水平，产能规模偏小较大的限制了公司的销量水平，未来随着止咳宝片生产线扩建项目和金匱肾气片生产线扩建项目的完全投产，中药提取产能将得到进一步扩充，公司止咳宝片及金匱肾气片的供应能力有望上一个新的台阶。从中成药的销售均价来看，由于药材价格不断上行，公司对止咳宝片及金匱肾气片等中成药的出厂价进行相应上调。

表4 公司主要中成药产品产销情况

产品	项目	2018年1-3月	2017年	2016年
止咳宝片	产量（万片）	14,289.00	65,042.00	79,517.00
	销量（万片）	18,229.50	64,881.00	73,785.00
	产销率	127.58%	99.75%	92.79%
	销售收入（万元）	6,103.18	15,826.81	17,228.61
金匱肾气片	产量（万片）	1,496.00	10,939.00	7,389.00
	销量（万片）	2,287.00	9,207.00	8,319.00
	产销率	152.87%	84.17%	112.58%
	销售收入（万元）	759.61	2,789.48	2,006.73

资料来源：公司提供

从化学药品来看，2017 年公司化学制剂药保持稳定增长，全年实现销售收入 36,629.39 万元，较上年同比增长 3.81%。具体而言，2017 年公司根据市场情况对相关产品产量进行了调整，其中，土霉素片、罗红霉素胶囊、阿莫西林胶囊、奥美拉唑肠溶胶囊、磺胺嘧啶片和头孢氨苄胶囊等产品产销量均有一定幅度增长；而阿咖酚散、红霉素肠溶片和依托红霉素片等产品产销量有一定幅度下滑。此外，公司化学原料药实现销售收入 6,769.13 万元，同比增长 21.94%。

目前公司化学制剂药生产所需的原料药大部分为外部采购，采购地主要为内蒙古、河南、河北、甘肃等原料药主产地，由于近年环保督察力度加大，对基础化工品生产影响较大，未来原料药价格存在波动的可能性，或影响公司化学制剂药盈利水平。从售价来看，由于相关原料药价格有一定上行，奥美拉唑肠溶胶囊和磺胺嘧啶片 2016 年以来销售均价不断提高，其他主要化学制剂药售价较为稳定。

表5 公司主要化学制剂药产品产销情况

项目		2018年1-3月	2017年	2016年
土霉素片	产量(万片)	2,845.00	90,383.00	84,826.00
	销量(万片)	6,487.00	76,438.00	74,816.00
	产销率	228.01%	84.57%	88.20%
	销售收入(万元)	223.49	2,223.84	1,926.67
阿咖酚散	产量(万袋)	9,985.00	63,379.00	59,761.00
	销量(万袋)	11,637.00	55,734.00	66,746.00
	产销率	116.54%	87.94%	111.69%
	销售收入(万元)	448.70	2,139.22	2,301.77
红霉素肠溶片	产量(万片)	7,681.00	24,717.00	31,913.00
	销量(万片)	6,999.00	24,718.00	33,287.00
	产销率	91.12%	100.00%	104.31%
	销售收入(万元)	547.97	1,941.83	2,585.63
罗红霉素胶囊	产量(万粒)	1,109.59	6,437.88	5,397.50
	销量(万粒)	2,139.00	6,764.00	5,146.00
	产销率	192.77%	105.07%	95.34%
	销售收入(万元)	625.28	1,930.45	1,447.12
阿莫西林胶囊	产量(万粒)	435.82	13,841.00	10,351.00
	销量(万粒)	2,812.00	13,666.00	11,171.00
	产销率	645.22%	98.74%	107.92%
	销售收入(万元)	372.68	1,784.46	1,402.67
奥美拉唑肠溶胶囊	产量(万粒)	519.13	8,439.97	6,243.05
	销量(万粒)	1,681.00	7,045.00	5,977.00
	产销率	323.81%	83.47%	95.74%
	销售收入(万元)	475.39	1,726.22	1,073.28
依托红霉素片	产量(万片)	6,548.00	17,174.00	18,688.00
	销量(万片)	6,329.00	16,632.00	20,629.00
	产销率	96.66%	96.84%	110.39%
	销售收入(万元)	538.57	1,462.34	1,838.18
磺胺嘧啶片	产量(万片)	3,948.00	16,537.00	14,717.00
	销量(万片)	2,617.00	17,302.00	16,565.00
	产销率	66.29%	104.63%	112.56%
	销售收入(万元)	268.96	1,369.25	1,199.20
头孢氨苄胶囊	产量(万支)	4,374.00	19,157.00	18,678.00
	销量(万粒)	3,344.00	21,769.00	19,205.00
	产销率	76.45%	113.63%	102.82%
	销售收入(万元)	218.48	1,344.88	1,155.82

资料来源：公司提供

公司在产化学制剂药多为仿制药，按照监管要求，部分规定的品种应在 2018 年底之前完成质量和疗效一致性评价工作。公司对仿制药质量和疗效一致性评价工作较为重视，前期进行了相关品种的筛选、市场前景分析以及研发机构调研等工作。截至 2018 年 3 月末，公司根据自身产品生产特点、销售情况等，筛选出潜力较大的品种，与相关研发机构进行合作，开展仿制药品质量一致性评价工作。仿制药质量和疗效一致性评价工作已成为公司研发部门的工作重点，为顺利完成该项工作，2017 年公司研发人员增加 15 人；在研发投入方面，2017 年公司研发投入 4,843.74 万元，主要用于一致性评价工作，根据

公司与外部研发机构签订的相关合同，公司按照工作进度支付资金。需关注若公司未能按规定完成一致性评价工作，相应产品将停止注册并面临停产的风险。

表6 公司研发人员及研发支出情况

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
研发人员数量（人）	143	143	128
研发支出（万元）	937.16	4,843.74	5,333.83
研发支出/营业收入	4.60%	7.05%	8.13%
有效期内专利份数	46	46	44

资料来源：公司提供

公司现有产能已充分利用但仍不能满足需求，生产线扩建项目完全投产后将进一步提升产能，增强产品供应能力，但未来可能存在新增产能不能有效消化的风险

公司目前在台山市和海口市共有三处生产基地，台山市为公司总部和子公司新宁制药所在地，各有一处生产基地，总部生产止咳宝产品和其他药品，新宁制药及其子公司分别生产化学原料药和化工产品；海口市为海力制药的所在地，现主要生产部分化学制剂药品种。2017年，公司各产品剂型产能保持稳定，但由于公司产品生产线各工序相对独立，由人工衔接，自动化程度不高，故实际生产有一定的柔性，可视市场反馈和季节等因素灵活调节各产品的生产任务。2017年，公司产能利用率保持在较高的水准，除胶囊剂外，实际产能利用率均超过100%，公司现有产能一定程度上限制了产量的增长。

公司2014年公开发行A股的募投项目止咳宝片生产线扩建项目和金匱肾气片生产线扩建项目，截至2017年12月31日，公司已经投入使用的工程包括新建仓库、厂房的改扩建部分等，中药前处理及提取工程、中药提取设备的安装工程等已经全部完工，中药提取车间管道检测已通过验收，中药提取车间已通过试产，将待GMP认证通过后生产。未来随着止咳宝片生产线扩建项目和金匱肾气片生产线扩建项目的完全投产，每年将新增止咳宝片9.15亿片、金匱肾气片4.32亿片的产能，产能将得到大幅提升，产量的增长也有望得到释放；但需要关注的是，新增产能规模较大，可能存在市场不能有效消化的风险。

表7 公司各剂型产品生产情况

年份	产品剂型	产能	产量	产能利用率
2018年1-3月	片剂（万片）	112,145	108,739	96.96%
	散剂（万袋）	16,405	14,127	86.11%
	胶囊剂（万粒）	23,075	11,019	47.75%
2017年	片剂（万片）	448,580	471,925	105.20%
	散剂（万袋）	65,620	75,119	114.48%
	胶囊剂（万粒）	92,300	78,865	85.44%
2016年	片剂（万片）	448,580	485,528	108.24%
	散剂（万袋）	65,620	77,082	117.47%
	胶囊剂（万粒）	92,300	76,611	83.00%

资料来源：公司提供

公司主要在建项目为新宁制药药品 GMP 改扩建工程项目，拟建项目为药品仓储物流中心及信息系统建设项目，上述项目均为公司 2017 年公开发行可转换公司债券的募投项目，主要以募集资金进行建设。截至 2018 年 3 月底，新宁制药药品 GMP 改扩建工程项目已投入资金 948.09 万元，药品仓储物流中心及信息系统建设项目正在开展项目建设的前期工作。

表8 截至 2018 年 3 月 31 日公司主要在建、拟建项目情况（单位：万元）。

项目类型	项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
在建项目	新宁制药药品 GMP 改扩建工程项目	18,900.00	948.09	17,951.91
拟建项目	药品仓储物流中心及信息系统建设项目	17,870.59	0.00	17,870.59
合计		36,770.59	948.09	35,822.50

资料来源：公司提供

公司采购集中度总体较低，2017 年主要销售区域仍为华南和华东地区，但随着对其他区域客户的拓展，公司客户集中度进一步下降

采购方面，公司中成药产品原材料主要为中药材，其市场价格波动较大，但整体采购规模不大；化学制剂药产品原材料多为化学原料药，其供应商数量众多，市场相对成熟。2017 年及 2018 年 1-3 月公司前五大供应采购额占当期采购总额的比重分别为 16.32% 和 23.83%，呈现一定的波动性，但总体采购集中度较低。

表9 公司前五大供应商情况（单位：万元）

	前五大供应商	采购金额	占采购总额比例
2016 年	供应商一	1,427.91	5.15%
	供应商二	1,132.66	4.08%
	供应商三	1,080.94	3.90%
	供应商四	1,079.06	3.89%
	供应商五	1,072.70	3.87%
	合计	5,793.26	20.88%
2017 年	供应商一	1,593.59	4.51%
	供应商二	1,195.73	3.39%
	供应商三	1,036.69	2.94%
	供应商四	1,033.22	2.93%
	供应商五	900.36	2.55%
	合计	5,759.59	16.32%
2018 年 1-3 月	供应商一	438.63	7.31%
	供应商二	350.43	5.84%
	供应商三	245.30	4.09%
	供应商四	224.67	3.75%
	供应商五	170.51	2.84%
	合计	1,429.54	23.83%

资料来源：公司提供

销售方面，公司根据自身规模及产品特点主要采取经销商模式。货款结算方面，分为电汇（银行转账）和承兑汇票两种方式，以电汇为主。公司不同产品有不同的回款周期，止咳宝片产品由于销售情况较好，经销商需要先款后货，其他客户一般回款周期在 30 天左右；其他产品回款周期则一般为 30 至 45 天。

在销售管理方面，为提高经营效率，公司对营销网络及营销资源进行了优化整合，目前，广东特一海力药业有限公司（以下简称“特一海力”）负责自产品种（包括特一药业、海力制药的产品，不包含新宁制药及其子公司的产品）的销售、品牌推广和营销网络管理，海南海力医生药业集团有限公司（以下简称“海力医生”）负责代理品种的销售。

随着公司不断开拓国内其他区域市场，客户群体进一步壮大，2017 年公司前五大客户销售占比为 15.17%，较上年下降 1.97 个百分点；2018 年 1-3 月前五大客户销售占比进一步下降 3.31 个百分点至 11.86%。

表10 公司前五大客户销售占比情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售额	销售占比
2016年	客户一	3,246.99	4.95%
	客户二	2,624.01	4.00%
	客户三	2,452.06	3.74%
	客户四	1,598.59	2.44%
	客户五	1,317.88	2.01%
	合计	11,239.53	17.14%
2017年	客户一	3,470.35	5.05%
	客户二	2,625.71	3.82%
	客户三	2,007.48	2.92%
	客户四	1,239.54	1.80%
	客户五	1,087.68	1.58%
	合计	10,430.76	15.17%
2018年1-3月	客户一	764.99	3.75%
	客户二	521.24	2.56%
	客户三	519.34	2.55%
	客户四	336.99	1.65%
	客户五	273.3	1.34%
	合计	2,415.86	11.86%

资料来源：公司提供

公司产品全部在国内销售，销售区域主要集中在我国人口密度较高的华南地区和华东地区，近年华南和华东区域销售占比合计在 60%左右，2017 年华南区域销售占比为 39.90%，虽较上年有所下滑，仍为公司产品最大市场，华东区域销售占比小幅提升至 19.90%。此外，除了东北地区销售收入有一定下降，公司在国内其他区域的销售规模及占比均有一定

的增长。

表11 公司在各地区的销售收入和占比情况（单位：万元）

区域	2018年1-3月		2017年		2016年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
华南	7,637.74	37.49%	27,411.22	39.90%	27,571.80	42.04%
华东	4,295.15	21.08%	13,668.22	19.90%	11,816.92	18.02%
西南	2,006.28	9.85%	6,389.88	9.30%	5,438.48	8.29%
东北	1,756.53	8.62%	5,569.10	8.11%	6,802.58	10.37%
华北	1,619.91	7.95%	5,463.06	7.95%	4,772.27	7.28%
华中	2,077.22	10.20%	6,768.50	9.85%	6,082.63	9.27%
西北	979.89	4.81%	3,424.38	4.99%	3,101.01	4.73%
合计	20,372.72	100.00%	68,694.36	100.00%	65,585.68	100.00%

资料来源：公司提供

因并购海力制药和新宁制药产生的商誉规模较大，未来仍存在减值风险

公司于2015年6月1日及12月30日分别通过收购取得海力制药和新宁制药100%的股权，共确认商誉58,787.63万元。

根据公司于2017年1月11日公告的《关于特一药业内部资源整合后商誉分摊的会计处理说明》，2016年，公司进行了产品结构优化、品牌建设和营销网络及队伍建设等方面的资源整合。为更好发挥产品的协同效应，自2016年1月1日起，停止海力药业止咳宝片的生产销售，保留母公司“特一”止咳宝片的生产销售，成为全国独家产品；并对销售渠道重叠的区域进行优化整合。基于上述资源整合，公司遵照相应的会计准则，将商誉分配至从业务合并的协同效应中受益的资产组，受此影响，海力制药实际营业收入和利润规模与之前的预计数有较大差异。

根据《广东台城制药股份有限公司关于收购股权的公告》，采用收益法预测的新宁制药2016-2019年营业收入分别为8,519.09万元、14,496.87万元、19,668.03万元和23,361.67万元；净利润分别为1,849.91万元、2,512.33万元、3,489.95万元和4,047.64万元；公司对新宁制药2015-2017年的净利润做出业绩承诺。2017年，新宁制药合并层面实现营业收入8,740.92万元、净利润3,511.07万元。

总体来看，公司通过并购形成的商誉规模较大，2017年公司进行测试后未对商誉计提减值准备。若未来海力制药或新宁制药产生的收益不及预期，可能产生商誉减值风险。

五、财务分析

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告及未经审计的2018年1季度财务报表，报告均采用新会计准

则编制。

2017年，公司按照《企业会计准则第30号-财务报表列报》等的相关规定，对可比期间的比较数据进行了调整，调整减少2016年度营业外收入363,157.01元、营业外支出318,039.88元，调整增加2016年度资产处置收益44,117.14元，该调整对可比期间净利润不产生影响（附录中相关数据引用调整后数据），对下文的分析也不产生影响。截至2018年3月末纳入公司合并报表范围内的子公司共8家，详见附录五。

资产结构与质量

公司总资产规模整体有所增加，但商誉规模较大，存在一定的减值风险

2017年公司资产规模进一步增长，截至2017年末，总资产为192,898.49万元，同比增长20.32%，主要系公司发行本期债券募集资金的增加。从资产结构看，公司流动资产规模有所上升，但非流动资产仍为公司资产的主要构成部分，2018年3月末非流动资产占比为59.91%。

表12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	18,107.33	9.51%	21,688.15	11.24%	15,385.10	9.60%
应收票据	6,265.14	3.29%	5,727.16	2.97%	6,998.28	4.37%
应收账款	7,713.02	4.05%	6,077.35	3.15%	5,915.43	3.69%
存货	15,715.95	8.25%	18,746.81	9.72%	15,754.48	9.83%
其他流动资产	25,052.31	13.16%	25,664.06	13.30%	206.61	0.13%
流动资产合计	76,321.62	40.09%	78,947.12	40.93%	47,213.80	29.45%
固定资产	32,890.15	17.28%	33,231.08	17.23%	27,534.16	17.17%
在建工程	13,301.54	6.99%	12,543.48	6.50%	7,457.93	4.65%
无形资产	6,979.70	3.67%	7,066.90	3.66%	7,392.79	4.61%
商誉	58,787.63	30.88%	58,787.63	30.48%	58,787.63	36.67%
其他非流动资产	1,246.45	0.65%	1,147.84	0.60%	11,504.20	7.18%
非流动资产合计	114,066.30	59.91%	113,951.37	59.07%	113,105.02	70.55%
资产总计	190,387.92	100.00%	192,898.49	100.00%	160,318.82	100.00%

资料来源：公司2016-2017年审计报告及未经审计的2018年1季度财务报表，鹏元整理

2017年公司流动资产增长较快，从构成来看，主要是货币资金、应收票据、应收账款、存货及其他流动资产。2017年末公司货币资金账面余额为21,688.15万元，同比增长40.97%，系本期债券募集资金到位所致；使用权受限的资金为64.94万元。应收票据全部系银行承兑汇票，2017年末，公司应收票据同比下降18.16%，主要系票据贴现利率上浮，公司背书转让了期限相对较长的票据所致；截至2017年末，公司应收票据不存在质押情况。2017

年末，公司应收账款账面价值为6,077.35万元，较上年末变化不大，且应收账款余额中账龄在1年以内的占比达到97.13%，账龄较短；2017年末按欠款方归集的应收账款余额前五名单位合计占年末总余额的24.44%。公司存货主要是生产所需的原材料、在产品及为提高生产线利用效率、节约成本而错峰生产的产成品，以原材料为主；截至2017年末存货账面价值为18,746.81万元，同比增加18.99%，主要系中药材价格上涨、公司增加中药材储备所致；2018年3月末，存货账面价值减少为15,715.95万元，主要系库存产成品出库销售及库存原材料消耗所致。2017年末公司其他流动资产大幅增加，系公司运用本期债券募集资金购买理财产品25,000.00万元所致；其中，购买招商银行结构性存款CFS00229理财产品8,000.00万元、民生银行与利率挂钩的结构性产品（CNYS17）保本浮动收益型理财产品9,000.00万元、GS民生银行综合财富管理业务（2017年底1342期）（对公）理财产品8,000.00万元。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产、商誉及其他非流动资产构成。2017年末公司固定资产账面价值为33,231.08万元，同比增长20.69%，主要系新建的中药提取厂房完工转入固定资产，以及新购置的机器设备安装完工注入所致。2017年末，公司固定资产中未办妥产权证书的固定资产账面价值为5,924.14万元，其中海南海力制药有限公司（以下简称“海力制药”）因历史原因账面价值925.69万元的房屋建筑物未取得产权证书，海口市政府部门已出具说明，公司可正常使用。截至2017年末，公司用于抵押的房屋建筑物账面价值为1,097.83万元。

表13 2017年末公司尚未办妥产权证书的固定资产情况（单位：万元）

项目	账面价值	未办妥产权证书的原因
海力制药房屋建筑物	925.69	历史原因 ¹
海力制药外购房产及地下车库	444.04	正在办理中
前处理及提取厂房	3,514.65	正在办理中
时代广场房产	184.99	正在办理中
消防及循环水池	418.42	正在办理中
变配电站	105.67	正在办理中
废水处理工程	330.68	正在办理中
合计	5,924.14	-

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

2017年末公司在建工程主要是天盈广场办公楼、在安装工程、液体制剂车间（片剂）改扩建工程、废水处理工程和新宁制药药品GMP改扩建工程，年末余额分别为11,263.86

¹ 海力制药因历史原因部分房产建筑物未取得产权证书，主要是其中的部分厂房屋于海力制药购买厂房地土地使用时一并购买，该等厂房连同土地使用权的价值于2008年12月28日经海口市政府国有资产监督管理委员会同意备案，自购买以来一直正常使用；上述未取得产权证书的厂房自2013年以来每年均缴纳了房产税；2015年3月16日，海口市重点项目推进委员会出具了情况说明，确认目前不存在对该处厂房征收改造计划。

万元、520.85万元、256.41万元、254.60万元和220.85万元；2018年3月末，随着在建工程的推进，账面价值增加为13,301.54万元。公司无形资产主要是土地使用权及软件、专利权等，2017年末账面价值为7,066.90万元，截至2017年末，公司用于抵押的土地使用权账面价值为2,560.94万元。2017年末公司商誉的账面价值为58,787.63万元，为公司并购海力制药和新宁制药所取得，2017年末公司经测试后未对商誉计提减值损失；2018年3月末，公司商誉账面价值仍为58,787.63万元。但考虑到2018年3月末公司资产中商誉占比仍高达30.88%，如果海力制药或新宁制药未来经营状况未达预期，则存在商誉减值的风险。公司其他非流动资产为预付的工程设备款，随着止咳宝片生产线扩建项目和金匮肾气片生产线扩建项目设备安装的完成，2017年末其他非流动资产规模大幅下降。

截至2017年末，公司受限资产规模合计为3,723.71万元，占总资产的1.93%，受限资产规模整体不大。

资产运营效率

2017年，受存货周转效率下降影响，公司整体资产运营效率有所降低

公司下游客户多为医药流通企业，公司与上下游的结算周期普遍较短。2017年公司背书转让了部分期限相对较长的票据，并加强上下游结算管理，使得应收、应付款项周转天数均有一定下降，但2017年存货规模的大幅增加使得存货周转天数持续增长。受此影响，2017年公司净营业周期较上年增长22.83天至153.08天。

2017年公司流动资产和固定资产规模的增幅高于营业收入增幅，使得流动资产和固定资产周转天数均有所增加。整体来看，公司资产运营效率有所降低。

表14 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2017年	2016年
应收账款（含应收票据）周转天数	64.77	81.36
存货周转天数	174.57	167.34
应付账款（含应付票据）周转天数	86.26	118.45
净营业周期	153.08	130.25
流动资产周转天数	330.58	304.56
固定资产周转天数	159.22	138.93
总资产周转天数	925.54	878.59

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2017年公司利润规模持续增长，但期间费用水平仍较高，对公司利润形成一定的侵蚀

随着生产规模的扩大和销售推广力度的提高，2017年公司实现营业收入6.87亿元，较上年小幅增长4.74%。近年公司营业收入主要来自化学制剂药和中成药的销售，2017年化学制剂药和中成药收入合计为5.99亿元，占营业收入总额的87.26%；此外，公司还通过生产出售化学原料药、化工产品及其他产品为营业收入提供了一定补充。2018年1-3月，公司实现营业收入20,372.72万元。

从毛利率来看，由于中药药材价格不断走高，2017年公司中成药毛利率下滑3.35个百分点至67.04%，全年中成药收入仅略有增加；2017年化学制剂药和化学原料药毛利率均有一定的提升，拉动公司综合毛利率小幅提升至48.21%。2018年1-3月，公司将止咳宝片的价格进行相应上调，中成药毛利率水平有所回升，化学制剂药毛利率较为稳定，公司综合毛利率进一步提升至49.85%。

期间费用方面，在业务规模扩大的同时，2017年公司销售费用和财务费用规模继续增长，但由于公司对内部资源进行整合，管理费用有小幅减少，总体而言，2017年公司期间费用规模增幅小于营业收入增幅，公司期间费用率由31.10%小幅下滑至30.87%，使得营业利润率小幅提升至16.88%。2018年1季度，公司期间费用率上升为36.10%，营业利润率下滑至12.95%。

2017年，公司营业利润和净利润保持稳定增长，但总体来看，公司期间费用率水平较高，一定程度上侵蚀了公司利润。2015-2016年，公司及子公司海南海力、新宁制药相继取得《高新技术企业证书》，有效期均为3年，享受高新技术企业税收优惠政策（按15%执行）；2016-2017年，公司分别节省税收607.07万元和778.78万元，未来公司享受的税收优惠政策若发生变化，将影响其盈利能力。

表15 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
营业收入	20,372.72	68,694.36	65,585.68
营业利润	2,637.79	11,595.43	10,043.83
利润总额	3,083.25	11,961.30	10,539.61
净利润	2,479.49	10,634.28	9,477.70
综合毛利率	49.85%	48.21%	47.74%
期间费用率	36.10%	30.87%	31.10%
营业利润率	12.95%	16.88%	15.31%
总资产回报率	-	7.80%	7.67%
净资产收益率	-	11.02%	11.21%
营业收入增长率	34.31%	4.74%	26.97%
净利润增长率	32.50%	12.20%	16.86%

资料来源：公司2016-2017年审计报告及未经审计的2018年1季度财务报表，鹏元整理

现金流

公司主营业务现金生成能力有所提升，但业务发展所需资金量较大，有一定的资金压力

随着公司营业收入规模的持续增长，2017年公司FFO(经营所得现金)同比增长7.86%至15,261.73万元，主营业务现金生成能力有所提升；2017年公司存货及经营性应收项目规模增加较多，使得营运资本规模略有增加；2017年公司经营活动现金流净额为10,295.61万元，总体表现较好。

从投资活动来看，2017年公司投资活动现金流入规模小，但由于支付收购新宁制药时收取的履约保证金5,000.00万元、购买银行理财产品25,000.00万元，此外新生产线建设等活动带动固定资产投资4,063.42万元，全年投资活动现金流出规模达34,099.48万元，净流出规模34,080.09万元，投资活动净流出规模较大。

从筹资活动来看，2017年公司通过银行借款和发行本期债券共筹集到63,363.31万元资金，现金流入规模较大；同时，公司偿还债务、支付利息、偿还其他借款等共支出资金33,327.20万元。2017年全年，公司筹资活动现金净流入30,053.36万元，较上年规模大幅增加，有力支持了公司业务开展及生产建设活动。

截至2018年3月末，公司在建、拟建项目尚需投资35,822.50万元，另外仿制药质量和疗效一致性评价工作仍将有一定的持续投入，公司存在一定的资金压力。整体上，公司经营活动现金流进一步改善，但由于业务发展资金需求量仍较大，存在一定的资金压力，未来仍有一定的外部融资需求。

表16 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
净利润	10,634.28	9,477.70
非付现费用	3,601.15	3,427.54
非经营损益	1,026.30	1,244.20
FFO	15,261.73	14,149.44
营运资本变化	-4,893.78	-3,984.38
其中：存货减少（减：增加）	-2,970.86	272.42
经营性应收项目的减少（减：增加）	-583.12	1,951.83
经营性应付项目的增加（减：减少）	-1,339.80	-6,208.63
经营活动产生的现金流量净额	10,295.61	10,129.67
投资活动产生的现金流量净额	-34,080.09	-24,215.11
筹资活动产生的现金流量净额	30,053.36	4,948.65
现金及现金等价物净增加额	6,268.87	-9,136.80

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模持续增长，存在一定的短期偿债压力

由于本期债券的发行及新增银行借款，2017年末公司负债规模为88,614.47万元，同比增长23.66%；得益于公司发行本期债券中权益成分的增加及盈余的积累，2017年末公司所有者权益进一步同比增长17.63%，但由于负债规模增幅更大，2017年末公司产权比率提升4.14个百分点至84.97%，净资产对负债的保障水平有所下降。2018年1季度，公司偿还较大规模的往来款和保证金，使得3月末负债总额有一定的下降，而同期所有者权益规模持续增加，产权比率下滑至78.29%

表17 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
负债总额	83,601.76	88,614.47	71,661.43
所有者权益	106,786.15	104,284.01	88,657.39
产权比率	78.29%	84.97%	80.83%

资料来源：公司2016-2017年审计报告及未经审计的2018年1季度财务报表，鹏元整理

由于2017年公司发行本期债券，公司负债结构发生变化，非流动负债占比提升至51.45%，2018年3月末继续提升至55.20%。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、预收款项和其他应付款构成。截至2018年3月末，公司短期借款余额为26,615.49万元，较2016年末增长18.19%，主要为公司从银行取得的信用借款。2017年末公司应付票据余额同比下降51.46%，系公司大量票据到期支付所致；2018年3月末，公司应付票据余额小幅增加至3768.39万元。2017年末公司应付账款余额同比下降3.39%至3,129.46万元，2018年3月末继续下降至2,965.79万元。2017年末公司预收款项账面余额同比增长61.67%，系公司产品销售规模增加所致；2018年1季度部分预收款项随着销售完结结转，3月末预收款项减少为2,291.06万元。公司其他应付款主要是保证金和往来款，2017年公司偿还较大规模的往来款和保证金，致使其他应付款同比减少66.50%；2017年末其他应付款主要是尚未到约定返还期的收购新宁制药履约保障金，2018年保障金到期偿还，3月末其他应付款规模减少为246.72万元。

公司非流动负债主要是长期借款和应付债券。2018年3月末，公司长期借款账面余额为15,300.00万元，为通过质押新宁制药的股权所取得的银行质押借款的余额，借款期限为5年，年利率为4.75%。公司应付债券为本期债券，2018年3月末，应付债券账面余额为27,509.25万元。

表18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	26,615.49	31.84%	24,936.49	28.14%	22,519.33	31.42%

应付票据	3,768.39	4.51%	3,489.53	3.94%	7,188.71	10.03%
应付账款	2,965.79	3.55%	3,129.46	3.53%	3,239.30	4.52%
预收款项	2,291.06	2.74%	4,107.68	4.64%	2,540.73	3.55%
其他应付款	246.72	0.30%	4,840.98	5.46%	14,451.53	20.17%
流动负债合计	37,450.78	44.80%	43,021.60	48.55%	51,722.30	72.18%
长期借款	15,300.00	18.30%	15,300.00	17.27%	17,800.00	24.84%
应付债券	27,509.25	32.91%	27,095.94	30.58%	0.00	0.00%
非流动负债合计	46,150.98	55.20%	45,592.87	51.45%	19,939.13	27.82%
负债合计	83,601.76	100.00%	88,614.47	100.00%	71,661.43	100.00%
其中：有息负债	73,193.13	87.55%	70,821.96	79.92%	47,508.04	66.30%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1 季度财务报表，鹏元整理

由于本期债券的发行，2017年末公司有息负债规模为70,821.96万元，同比大幅增长49.07%，占负债总额的比重提升为79.92%；2018年3月末，公司有息负债规模进一步增加至73,193.13万元，占负债总额的比重进一步提升为87.55%，未来随着公司业务规模的扩大，有息负债规模可能进一步增长。从有息负债的偿债安排来看，公司2018年需偿还31,426.02万元债务，存在一定的短期偿付压力。

表19 截至2017年12月31日公司有息负债偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年及以后
本金	31,426.02	3,000.00	3,000.00	33,395.94

资料来源：公司提供

从偿债指标来看，截至2018年3月末公司资产负债率为43.91%，较2016年末略有下降；2018年3月末公司流动比率和速动比率分别为2.04和1.62，均较2016年末有较大提升，短期偿债能力有所改善。2017年公司利润总额同比增长13.49%，使得公司2017年末EBITDA同比增长11.29%至17,383.75万元，同时息税前利润对利息的保障能力有所提升。总体来看，2017年公司短期偿债能力有所改善，长期偿债能力略有提升，但公司经营净现金流对流动负债和总负债的覆盖程度较弱，公司仍面临一定的偿债压力。

表20 公司偿债能力指标

指标名称	2018年1-3月	2017年	2016年
资产负债率	43.91%	45.94%	44.70%
流动比率	2.04	1.84	0.91
速动比率	1.62	1.40	0.61
EBITDA（万元）	-	17,383.75	15,620.45
EBITDA 利息保障倍数	-	9.55	9.01
有息债务/EBITDA	-	4.07	3.04
债务总额/EBITDA	-	5.10	4.59
经营性净现金流/流动负债	0.02	0.24	0.20
经营性净现金流/负债总额	0.01	0.12	0.14

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1 季度财务报表，鹏元整理

六、本期债券保障措施分析

公司第一大股东为本期债券提供的股份质押和保证担保，仍可在一定程度上保障本期债券的安全性

根据公司第2017-018号公告，本期债券拟采用股份质押和保证的担保方式，出质人许丹青将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保，许丹青同时为本次发行可转换公司债券提供连带保证责任担保。担保范围为公司经中国证监会核准发行的可转换公司债券本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，担保的受益人为全体债券持有人，以保障本次可转换公司债券的本息按照约定如期足额兑付。

2017年5月13日，许丹青就以上保证担保事项出具了担保函，担保范围为本次发行可转换公司债券的本金及应付利息、违约金和实现债权的全部费用，担保方式为全额、无条件、不可撤销的连带责任保证担保，担保期间为本次发行的可转换公司债券的存续期及债券到期之日起两年或主债权消灭之日（以先到者为准），债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

2017年6月14日，许丹青和国信证券股份有限公司签订了《特一药业公开发行可转换公司债券之股份质押合同》，出质人许丹青以其合法持有的特一药业3,750万股A股股票为债务人因发行本次可转换公司债券所产生的全部债务（包括但不限于主债权（可转换公司债券的本金及利息）、债务人违约而应支付的违约金、损害赔偿金、债权人为实现债权而产生的一切合理费用）提供质押担保，出质人为主债权提供担保的期限至债务人履约期限届满之日起两年内或主债权消灭之日（以先到者为准）；上述股权质押已于2017年11月27日在中国证券登记结算有限公司深圳分公司完成质押登记（质押登记编号：450000001980）。

质押财产价值发生变化后的安排如下：

1、在质权存续期内，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的150%，质权人代理人有权要求出质人在30个工作日内追加担保物，以使质押资产的价值与本期债券未偿还本息的比率高于200%；追加的资产限于公司人民币普通股，追加股份的价值为连续30个交易日内公司股票收盘价的均价。

如出质人所持合同项下质押股票市场价值不足以使质押财产的价值与本期债券未偿还本金的比例高于200%，则其他实际控制人（包括许为高、许丽芳、许松青和许恒青）应当分别以其合法持有的公司A股股票按比例追加相应数额的担保物。

2、若质押股票市场价值（以每一交易日收盘价计算）连续30个交易日超过本期债券

尚未偿还本息总额的 250%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本息总额的 200%。

截至 2018 年 5 月 11 日，公司近 30 个交易日股票收盘价最低为 17.10 元/股、最高为 19.58 元/股，对应质押股票市场价值分别为 64,050.00 万元和 71,400.00 万元，对本期债券未偿还本息的覆盖率分别为 170.25% 和 194.94%，对未偿还本金的覆盖率分别为 181.14% 和 207.42%，未触发上述条件，无需追加担保物，公司第一大股东为本期债券提供的股份质押和保证担保，仍可在一定程度上保障本期债券的安全性。

七、评级结论

2017 年，公司产能利用及产销情况较为稳定，营业收入和利润规模均保持增长，同时公司市场集中度和客户集中度进一步下降；此外，公司第一大股东为本期债券提供股份质押和保证担保，仍可在一定程度上保障本期债券的安全性。

同时鹏元也关注到，受中药材价格上涨影响，2017 年公司中成药毛利率有所下滑，盈利空间收窄；仿制药质量和疗效一致性评价工作占用了公司较多资源，产品或存在注册风险；公司期间费用水平较高，对利润形成一定侵蚀；公司有息负债规模持续较快增长，存在一定的短期偿债压力。

基于以上情况，鹏元维持本期债券信用等级为 AA-，维持公司主体长期信用等级为 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	2018年3月	2017年	2016年	2015年
流动资产：				
货币资金	18,107.33	21,688.15	15,385.10	24,527.14
应收票据	6,265.14	5,727.16	6,998.28	8,035.13
应收账款	7,713.02	6,077.35	5,915.43	8,697.24
预付款项	3,416.71	989.64	2,895.63	5,986.17
其他应收款	51.16	53.95	58.26	295.11
存货	15,715.95	18,746.81	15,754.48	16,108.65
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	107.46
其他流动资产	25,052.31	25,664.06	206.61	0.00
流动资产合计	76,321.62	78,947.12	47,213.80	63,756.90
非流动资产：				
固定资产	32,890.15	33,231.08	27,534.16	23,085.49
在建工程	13,301.54	12,543.48	7,457.93	6,075.85
无形资产	6,979.70	7,066.90	7,392.79	7,731.49
商誉	58,787.63	58,787.63	58,787.63	58,787.63
长期待摊费用	4.47	6.70	14.74	22.78
递延所得税资产	856.35	1,167.74	413.55	348.24
其他非流动资产	1,246.45	1,147.84	11,504.20	0.00
非流动资产合计	114,066.30	113,951.37	113,105.02	96,051.48
资产总计	190,387.92	192,898.49	160,318.82	159,808.38
流动负债：				
短期借款	26,615.49	24,936.49	22,519.33	17,161.82
应付票据	3,768.39	3,489.53	7,188.71	8,099.67
应付账款	2,965.79	3,129.46	3,239.30	4,025.64
预收款项	2,291.06	4,107.68	2,540.73	1,886.92
应付职工薪酬	521.25	785.79	706.74	972.68
应交税费	951.45	1,660.83	1,024.64	1,197.37
应付利息	90.63	62.60	51.32	22.76
其他应付款	246.72	4,840.98	14,451.53	24,447.34
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	1,400.00
其他流动负债	0.00	8.24	0.00	0.00
流动负债合计	37,450.78	43,021.60	51,722.30	59,214.21
非流动负债：				
长期借款	15,300.00	15,300.00	17,800.00	17,800.00
应付债券	27,509.25	27,095.94	0.00	0.00
递延所得税负债	1,890.86	1,968.40	783.88	1,229.73

专项应付款	11.47	13.27	0.00	0.00
递延收益-非流动负债	1,409.40	1,185.26	1,275.25	984.36
其他非流动负债	30.00	30.00	80.00	150.20
非流动负债合计	46,150.98	45,592.87	19,939.13	20,164.28
负债合计	83,601.76	88,614.47	71,661.43	79,378.49
股东权益：				
股本	20,000.00	20,000.00	20,000.00	20,000.00
其他权益工具	6,437.62	6,437.62	0.00	0.00
资本公积金	23,792.64	23,792.64	23,792.64	23,792.64
专项储备	382.47	359.83	305.11	255.30
盈余公积金	6,455.66	6,455.66	4,991.63	4,363.84
未分配利润	49,717.75	47,238.26	39,568.01	32,018.10
归属于母公司股东权益合计	106,786.15	104,284.01	88,657.39	80,429.88
股东权益合计	106,786.15	104,284.01	88,657.39	80,429.88
负债和股东权益总计	190,387.92	192,898.49	160,318.82	159,808.38

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1 季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	20,372.72	68,694.36	65,585.68	51,654.00
其中：营业收入	20,372.72	68,694.36	65,585.68	51,654.00
二、营业总成本	17,746.54	57,671.00	55,541.86	42,477.21
其中：营业成本	10,216.33	35,574.28	34,273.54	28,266.15
税金及附加	213.18	892.73	788.47	338.47
销售费用	4,227.06	10,301.14	8,968.23	7,436.54
管理费用	2,261.31	9,151.06	9,738.36	6,424.69
财务费用	865.80	1,752.11	1,693.36	-31.15
资产减值损失	-37.13	-0.32	79.90	42.51
加：资产处置收益	0.00	0.06	0.00	0.00
其他收益	11.61	572.01	0.00	0.00
三、营业利润	2,637.79	11,595.43	10,043.83	9,176.79
加：营业外收入	467.59	422.81	556.96	469.69
减：营业外支出	22.13	56.95	61.18	121.29
四、利润总额	3,083.25	11,961.30	10,539.61	9,525.19
减：所得税费用	603.76	1,327.02	1,061.91	1,414.65
五、净利润	2,479.49	10,634.28	9,477.70	8,110.53
归属于母公司股东的净利润	2,479.49	10,634.28	9,477.70	8,110.53
六、综合收益总额	2,479.49	10,634.28	9,477.70	8,110.53
归属于母公司普通股股东的综合收益总额	2,479.49	10,634.28	9,477.70	8,110.53

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1 季度财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	18,943.05	74,632.50	71,712.96	56,378.66
收到其他与经营活动有关的现金	761.99	776.36	876.35	1,764.47
经营活动现金流入小计	19,705.04	75,408.85	72,589.31	58,143.14
购买商品、接受劳务支付的现金	8,666.98	37,455.29	34,042.64	32,332.20
支付给职工以及为职工支付的现金	2,019.15	7,233.80	7,079.51	4,890.40
支付的各项税费	2,516.90	7,533.39	7,554.01	4,476.18
支付其他与经营活动有关的现金	5,336.09	12,890.76	13,783.47	9,557.61
经营活动现金流出小计	18,539.12	65,113.24	62,459.64	51,256.39
经营活动产生的现金流量净额	1,165.92	10,295.61	10,129.67	6,886.75
二、投资活动产生的现金流量：				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	4.07	50.18	9.89
收到其他与投资活动有关的现金	36.06	15.32	80.01	9,558.77
投资活动现金流入小计	36.06	19.39	130.19	9,568.66
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,406.31	4,063.42	17,085.22	10,124.06
投资支付的现金	0.00	0.00	7,185.32	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	66,209.08
支付其他与投资活动有关的现金	4,558.77	30,036.06	74.77	1.78
投资活动现金流出小计	5,965.07	34,099.48	24,345.30	76,334.92
投资活动产生的现金流量净额	-5,929.01	-34,080.09	-24,215.11	-66,766.26
三、筹资活动产生的现金流量：				
取得借款收到的现金	5,785.00	28,562.03	31,498.23	34,830.56
发行债券收到的现金	0.00	34,801.28	0.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	17.25	305.91	1,648.94
筹资活动现金流入小计	5,785.00	63,380.56	31,804.14	36,479.50
偿还债务支付的现金	4,106.00	25,479.77	22,201.91	400.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	460.66	3,191.94	3,004.64	1,737.73
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	4,655.49	1,648.94	0.00
筹资活动现金流出小计	4,566.66	33,327.20	26,855.50	2,137.73
筹资活动产生的现金流量净额	1,218.34	30,053.36	4,948.65	34,341.77
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	-3,544.76	6,268.87	-9,136.80	-25,537.74

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1 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	2017年	2016年	2015年
净利润	10,634.28	9,477.70	8,110.53
加：资产减值准备	-0.32	79.90	42.51
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,252.55	2,886.71	1,345.00
无形资产摊销	340.88	345.43	140.12
长期待摊费用摊销	8.04	115.50	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-0.06	11.18	30.53
固定资产报废损失	40.68	10.99	4.26
财务费用	1,818.62	1,733.20	391.75
递延所得税资产减少	-754.19	-65.32	19.76
递延所得税负债增加	-78.75	-445.85	-24.30
存货的减少	-2,970.86	272.42	-3,086.12
经营性应收项目的减少	-583.12	1,951.83	-1,944.13
经营性应付项目的增加	-1,339.80	-6,208.63	1,999.33
其他	-72.36	-35.41	-142.50
经营活动产生的现金流量净额	10,295.61	10,129.67	6,886.75
现金的期末余额	21,623.22	15,354.34	24,491.14
减：现金的期初余额	15,354.34	24,491.14	50,028.88
现金及现金等价物净增加额	6,268.87	-9,136.80	-25,537.74

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
应收账款（含应收票据）周转天数	-	64.77	81.36	92.78
存货周转天数	-	174.57	167.34	140.53
应付账款（含应付票据）周转天数	-	86.26	118.45	123.20
净营业周期（天）	-	153.08	130.25	110.11
流动资产周转天数	-	330.58	304.56	464.08
固定资产周转天数	-	159.22	138.93	103.08
总资产周转天数	-	925.54	878.59	844.59
资产负债率	43.91%	45.94%	44.70%	49.67%
流动比率	2.04	1.84	0.91	1.08
速动比率	1.62	1.40	0.61	0.80
综合毛利率	49.85%	48.21%	47.74%	45.28%
期间费用率	36.10%	30.87%	31.10%	26.77%
营业利润率	12.95%	16.88%	15.31%	17.77%
总资产回报率	-	7.80%	7.67%	8.18%
净资产收益率	-	11.02%	11.21%	10.53%
营业收入增长率	34.31%	4.74%	26.97%	49.83%
净利润增长率	32.50%	12.20%	16.86%	1.14%
产权比率	78.29%	84.97%	80.83%	98.69%
FFO（万元）	-	15,261.73	14,149.44	10,060.16
营运资本变化（万元）	-	-4,893.78	-3,984.38	-3,030.92
EBITDA（万元）	-	17,383.75	15,620.45	11,402.06
EBITDA 利息保障倍数	-	9.55	9.01	29.11
有息负债/EBITDA	-	4.07	3.04	3.90
债务总额/EBITDA	-	5.10	4.59	6.96
经营性净现金流/流动负债	0.03	0.24	0.20	0.12
经营性净现金流/负债总额	0.01	0.12	0.14	0.09

注：2018年1-3月营业收入增长率和净利润增长率均为与上年同期相比的增长。

资料来源：公司2015-2017年审计报告及未经审计的2018年1季度财务报表，鹏元整理

附录五 截至2018年3月31日纳入公司合并报表范围的子公司

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例		主营业务	取得方式
		直接	间接		
海南海力制药有限公司	2,345.00	100.00%	-	药品的生产及销售	非同一控制下企业合并
海南海力医生制药有限公司	600.00	100.00%	-	药品的生产及销售	非同一控制下企业合并
海南海力医生药业集团有限公司	2,500.00	-	100.00%	药品的销售	非同一控制下企业合并
海南海力医生保健品有限公司	300.00	100.00%	-	药品的生产及销售	非同一控制下企业合并
海南海力医生集团(安徽)中药饮片有限公司	2,000.00	-	100.00%	药品的生产及销售	非同一控制下企业合并
广东特一海力药业有限公司	15,000.00	100.00%	-	药品的销售	设立
台山市新宁制药有限公司	10,000.00	-	100.00%	原料药的生产及销售	非同一控制下企业合并
台山市化工厂有限公司	100.00	100.00%	-	药品的生产及销售	非同一控制下企业合并

资料来源：公司提供

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（含应付票据） 周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收票据余额} + \text{期初应收账款余额} + \text{期末应收票据余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
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（含应付票据） 周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付票据余额} + \text{期初应付账款余额} + \text{期末应付票据余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款（含应收票据）周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款（含应付票据） 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	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{负债总额} / \text{所有者权益}$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息负债	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券}$
非付现费用	$\text{资产减值损失} + \text{固定资产折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
非经常损益	$\text{处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失} + \text{财务费用} + \text{投资损失} + \text{递延所得税资产减少}$
FFO	$\text{净利润} + \text{非付现费用} + \text{非经常损益}$
营运资本变化	$\text{存货的减少} + \text{经营性应收项目的减少} + \text{经营性应付项目的增加}$

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。

