

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字 [2018] 028 号

昆药集团股份有限公司：

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司及发行的“15 昆药债”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“15 昆药债”的信用等级为 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司
二零一八年五月二十八日



信用等级公告

东方金诚债跟踪评字 [2018] 028 号

根据跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对昆药集团股份有限公司及其发行的“15 昆药债”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持昆药集团股份有限公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；同时维持“15 昆药债”信用等级为 AA。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司
二零一八年五月二十八日



信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与昆药集团股份有限公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与昆药集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚医药制造业企业信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由昆药集团股份有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受昆药集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- 昆药集团股份有限公司 2015 年公司债券信用等级自发行日至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司

2018 年 5 月 28 日

昆药集团股份有限公司

主体及“15昆药债”2018年度跟踪评级报告

报告编号：东方金诚债跟踪评字【2018】028号

本次跟踪

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AA

评级时间：2018年5月28日

上次评级

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AA

评级时间：2017年5月24日

债券概况

债券简称：“15昆药债”

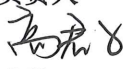
发行额度：3亿元

债券存续期：2015年7月29日至2020年7月29日，附第3年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权

偿还方式：按年付息、到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付

资金用途：补充流动资金和偿还银行借款

评级小组负责人

高君子 

评级小组成员

刘将沅 

邮箱：

dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街83号德胜国际中心B座7层 100088

评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）认为，昆药集团股份有限公司（以下简称“昆药集团”或“公司”）药品生产业务产品系列丰富、研发能力较强，血塞通系列和天麻素系列等核心药品市场竞争力较强；跟踪期内，受益于营销模式改革，公司三七及天麻素系列等核心药品销售收入有所增加，毛利率水平较高，药品生产业务获利能力进一步提升；公司药品批发零售业务销售网络主要覆盖云南、贵州两省，在区域市场具有一定竞争实力，跟踪期内，公司收购多家商业公司，业务规模进一步扩大；跟踪期内，公司营业收入和毛利率均保持增长，主营获利能力有所提升，整体盈利能力依然较强。

同时，东方金诚关注到，公司原材料主要从外部采购，跟踪期内，主要原材料采购均价有所上升，对公司成本控制造成一定影响；公司在建项目后续投资规模较大，未来将面临一定的资金压力；市场推广费增加导致公司销售费用增加较快，期间费用的增长对利润有一定挤占，费用控制能力有待改善；跟踪期内，公司全部债务规模有所增加，债务结构以短期有息债务为主且占比有所提高。

综合考虑，东方金诚维持昆药集团AA的主体信用等级，评级展望为稳定，并维持“15昆药债”AA的债项信用等级。

本次跟踪

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA

评级时间: 2018 年 5 月 28 日

上次评级

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA

评级时间: 2017 年 5 月 24 日

债券概况

债券简称: “15 昆药债”

发行额度: 3 亿元

债券存续期: 2015 年 7 月

29 日至 2020 年 7 月 29 日,

附第 3 年末发行人上调票面

利率选择权及投资者回售

选择权

偿还方式: 按年付息、到期

一次还本, 最后一期利息随

本金一起支付

资金用途: 补充流动资金和

偿还银行借款

评级小组负责人

高君子 

评级小组成员

刘将远 

邮箱:

dfjc-gs@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

传真: 010-65660988

地址: 北京市西城区德胜门外大

街 83 号德胜国际中心 B

座 7 层 100088

主要数据和指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月 (未经审计)
资产总额 (亿元)	49.48	54.02	63.38	67.35
所有者权益 (亿元)	33.36	36.12	37.74	38.59
全部债务 (亿元)	6.20	6.19	7.98	11.50
营业总收入 (亿元)	49.16	51.01	58.52	16.42
利润总额 (亿元)	5.06	4.81	4.08	1.01
EBITDA (亿元)	6.07	5.86	5.30	-
营业利润率 (%)	33.76	37.76	43.89	47.95
净资产收益率 (%)	12.93	11.34	8.88	-
资产负债率 (%)	32.59	33.14	40.46	42.70
全部债务资本化比率 (%)	15.67	14.63	17.46	22.96
流动比率 (%)	257.94	248.48	199.06	189.99
全部债务/EBITDA (倍)	1.02	1.06	1.51	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	30.96	29.25	22.49	-

注: 表中数据来源于 2015 年~2017 年经审计的公司合并财务报告及 2018 年 1~3 月未经审计的公司合并财务报表。

优势

- 公司药品生产业务产品系列丰富、研发能力较强, 血塞通系列和天麻素系列等核心药品市场竞争力较强;
- 跟踪期内, 受益于营销模式改革, 公司三七及天麻素系列等核心药品销售收入有所增加, 毛利率水平较高, 药品生产业务获利能力进一步提升;
- 公司药品批发零售业务销售网络主要覆盖云南、贵州两省, 在区域市场具有一定竞争实力, 跟踪期内, 公司收购多家商业公司, 业务规模进一步扩大;
- 跟踪期内, 公司营业收入和毛利率均保持增长, 主营获利能力有所提升, 整体盈利能力依然较强。

关注

- 公司原材料主要从外部采购, 跟踪期内, 主要原材料采购均价有所上升, 对公司成本控制造成一定影响;
- 公司在建项目后续投资规模较大, 未来将面临一定的资金压力;
- 市场推广费增加导致公司销售费用增加较快, 期间费用的增长对利润有一定挤占, 费用控制能力有待改善;
- 跟踪期内, 公司全部债务规模有所增加, 债务结构以短期有息债务为主且占比有所提高。

跟踪评级原因

根据相关监管要求及昆药集团股份有限公司 2015 年公司债券的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于昆药集团股份有限公司（以下简称“昆药集团”或“公司”）提供的 2017 年度审计报告、2018 年 1~3 月未经审计的合并财务报表以及相关经营数据，进行本次定期跟踪评级。

主体概况

昆药集团股份有限公司（以下简称“昆药集团”或“公司”）主要从事药品生产和药品批发零售业务。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本 78619.77 万元，控股股东华立医药集团有限公司（以下简称华立集团）¹对其持股比例为 29.88%，实际控制人为汪力成。

公司药品以三七、天麻素和蒿甲醚等天然植物药为主，产品系列丰富，其中血塞通注射液和天麻素注射液等核心药品市场竞争力较强。公司是国内获得注射用血塞通（冻干粉针剂）生产批准文号的两个生产厂家之一，血塞通注射液是三七皂苷类心脑血管疾病用药，2016 年市场份额约为 20%左右。“天眩清”在天麻素的市场占有率接近 60%。此外，公司是国内唯一获得蒿甲醚注射液生产批准文号的企业。公司药品批发零售业务销售网络主要覆盖云南、贵州两省，在区域市场具有一定竞争实力，跟踪期内，公司收购多家商业公司，业务规模进一步扩大。

截至 2017 年末，昆药集团（合并）资产总额 63.38 亿元，所有者权益 37.74 亿元，资产负债率 40.46%；纳入合并报表范围的直接控股子公司 18 家。2017 年，公司实现营业收入 58.52 亿元，利润总额 4.08 亿元。

截至 2018 年 3 月末，昆药集团（合并）资产总额 67.35 亿元，所有者权益 38.59 亿元，资产负债率 42.70%。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 16.42 亿元，利润总额 1.01 亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2015]1235 号”文件核准，公司于 2015 年 7 月 29 日发行 5 年期 3 亿元公司债券，债券简称“15 昆药债”，票面利率为 4.28%，起息日为 2015 年 7 月 29 日，到期及到期日为 2020 年 7 月 29 日，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

截至本报告出具日，“15 昆药债”募集资金中 1.68 亿元用于补充流动资金，1.32 亿元用于偿还银行借款。

截至本报告出具日，公司已于 2016 年 7 月 29 日支付自 2015 年 7 月 29 日至 2016 年 7 月 28 日期间的利息；于 2017 年 7 月 31 日支付自 2016 年 7 月 29 日至 2017 年 7 月 28 日期间的利息。跟踪期内尚未发生本金偿付。

¹ 华方医药科技有限公司于 2017 年 4 月 24 日完成工商登记变更，正式更名为华立医药集团有限公司。

宏观经济和政策环境

宏观经济

2018 年一季度宏观经济开局稳健，工业生产总体稳定，房地产投资超预期，消费拉动力增强有效抵消了净出口下滑对经济增长的影响

一季度宏观经济运行稳健。据初步核算，一季度国内生产总值 198783 亿元，同比增长 6.8%，增速与前两个季度持平，较上年同期下滑 0.1 个百分点。

工业生产总体平稳，利润增速有所回落。1~3 月全国规模以上工业增加值累计同比增长 6.8%，增速较上年全年加快 0.2 个百分点，与上年同期持平。其中，3 月工业增加值同比增长 6.0%，低于上年同期的 7.6%，主因今年春节较晚、企业复工较迟。1~2 月全国规模以上工业企业利润总额同比增长 16.1%，增速较上年全年下滑 4.9 个百分点，与同期 PPI 增速回落态势相一致。受高基数拖累，一季度 PPI 累计同比上涨 3.7%，涨幅较上年全年收窄 3.7 个百分点。

房地产投资超预期，拉动固定资产投资增速小幅走高。1~3 月全国固定资产投资累计同比增长 7.5%，增速较上年全年提高 0.3 个百分点。其中房地产投资同比增长 10.4%，增速较上年全年提高 3.4 个百分点，主因是前期土地购置高位运行带动当期土地购置费和房屋新开工面积增速上扬。基建投资（不含电力）同比增长 13.0%，增速较上年全年下滑 6.0 个百分点，主要受地方政府债务监管及 PPP 规范不断加码影响。制造业投资延续底部钝化，同比增长 3.8%，增速较上年全年下滑 1.0 个百分点，或与企业面临去杠杆压力及社融低增速有关。

消费对经济增长的拉动力增强，居民消费出现边际回暖迹象。一季度消费拉动 GDP 增长 5.3 个百分点，较上季度提高 1.2 个百分点，主因政府消费支出加快。1~3 月社会消费品零售总额累计同比增长 9.8%，增速较上年全年下滑 0.2 个百分点。不过，3 月当月社会消费品零售总额同比增速反弹至 10.1%，特别是金银珠宝、化妆品、家电等可选消费品零售增速回升态势明显，显示季末消费出现边际回暖迹象。受食品价格低基数影响，一季度 CPI 累计同比上涨 2.1%，涨幅较上年全年扩大 0.5 个百分点，但仍处温和区间。

净出口对经济增长的拉动由正转负。以美元计价，1~3 月我国出口额累计同比增长 14.1%，进口额同比增长 18.9%，外贸表现总体强劲。但由于同期货物贸易顺差同比收窄 19.7%，一季度净出口对经济增长的拉动由正转负，拖累当季 GDP 同比增速下降 0.6 个百分点。

东方金诚预计，二季度 GDP 增速仍将继续稳定在 6.8%。其中，投资增速预计稳中趋缓，净出口对经济增长的负向拉动有望减弱。由此，2018 年上半年 GDP 增速也有望达到 6.8%。下半年中美贸易摩擦升级的风险需持续关注，其已成为当前我国宏观经济面临的重要不确定性因素。

政策环境

金融监管力度不减，M2 增速保持低位，社融“回表”趋势明显；央行降准意在优化流动性结构，货币政策仍将保持稳健中性

货币供应量增速保持低位。3 月末，广义货币 (M2) 余额同比增长 8.2%，增速较

上年末提高 0.1 个百分点，但较上年同期低 1.9 个百分点，处历史低位附近，表明在严监管继续稳步推进背景下，金融去杠杆效果不断体现。3 月末，狭义货币(M1)余额同比增长 7.1%，为 2015 年 7 月以来最低，这主要受房地产市场持续降温影响。

社融回表趋势显著，存量增速创历史新低。一季度，社会融资规模增量为 55800 亿，同比少增 13468 亿；截至 3 月底，社融存量同比仅增长 10.5%，创有历史记录以来新低。主要原因是在严监管整治通道业务和资管嵌套背景下，表外融资受到强力约束。一季度新增人民币贷款保持坚挺，占当季新增社融比重超过八成，反映社融回表趋势显著。此外，受益于市场利率下行，一季度债市融资功能有明显恢复，同比多增 6843 亿元。

一季度央行稳健中性货币政策未变，但边际上略有放松，市场流动性整体较为宽松，货币市场利率中枢下行。展望二季度，央行自 4 月 25 日起下调部分金融机构存款准备金率，释放 4000 亿增量资金，对税期扰动形成对冲，市场流动性将保持总量平稳。总体上看，此次降准意在优化流动性结构，央行仍将保持稳健中性的货币政策。

一季度税收收入高增，财政支出增速明显回落，财政政策取向保持积极

财政收入保持高增长，财政支出增速显著下行。一季度财政收入累计同比增长 13.6%，增速较上年同期小幅下滑 0.5 个百分点。主要原因是“降费”政策下，非税收入累计同比下降 7.5%。税收收入同比增长 17.2%，增速较上年同期加快 2.6 个百分点，主要源于宏观经济延续稳中向好态势，以及工业品价格处于相对较高水平。一季度财政支出累计同比增长 10.9%，增速较上年同期下滑 10.1 个百分点。与上年相比，今年 3 月财政支出并未明显加码发力，显示在宏观经济开局良好以及经济发展由重速度转向重质量背景下，财政托底意愿不强。

财政政策取向保持积极。2018 年我国财政赤字率下调至 2.6%，较上年降低 0.4 个百分点，但财政政策取向保持积极，主要体现在两个方面：一是 2018 年减税降费政策力度将进一步加大，预计全年减轻企业税费负担 1.1 万亿元。二是综合考虑专项债规模扩大等因素，今年财政支出对实体经济的支持力度不会减弱，并正在向精准扶贫和节能环保等领域倾斜。今年减税效应将在 5 月份以后逐步体现，预计二季度财政收入增速或将回落至个位数；受今年支出进度进一步加快影响，二季度财政支出增速仍将保持较高强度。

综合来看，货币政策和财政政策在二季度将继续为宏观经济结构优化提供适宜的政策环境。

行业及区域经济环境

昆药集团主要从事药品生产和药品批发零售业务，其中药品生产以三七、天麻和蒿甲醚等产品系列为主，其中三七系列主要应用于心脑血管等疾病的临床治疗领域。

医药制造业

我国居民消费水平的提升及人口老龄化进程加速等因素推动了医药行业需求稳定增长

随着国民经济的持续发展,我国居民可支配收入不断增长。居民可支配收入水平的提升一方面释放了居民基本医疗需求,另一方面也促进了居民对于更高层次医药产品的需求,推动了医药消费的发展和升级。根据国家卫计委发布的统计数据,2016年,我国人均卫生总费用 3351.70 元,卫生总费用占 GDP 百分比为 6.22%。

我国人口老龄化有助于进一步增加未来医疗健康市场需求。截至 2017 年末,我国 60 周岁及以上人口占总人口的比例为 17.3%,其中 65 周岁及以上人口占总人口的比例为 11.4%,均逐年上涨²。另外,由于不良生活方式、工作压力增大和环境污染加重等原因,国内心脑血管、肿瘤等重大疾病的发病率也呈逐年上升趋势。

近年,我国医药行业持续增长,根据国家工信部的数据,2017 年医药工业规模以上企业实现主营业务收入 33281 亿元,同比增长 12.3%,增速较上年同期提高 2.3 个百分点,增速高于全国工业整体增速 4.7 个百分点,位居工业全行业前列。随着招标政策趋严、医保支付压力增加以及两票制的推行,医药行业整体增速承压。2011~2017 年,中国医药制造业主营业务收入总额一直呈上涨的态势。

医药制造行业产品研发周期长、前期投入高,属于典型的资金及技术密集型行业,具有明显的规模经济效应

医药制造行业产品研发周期长、前期投入高,属于典型的资金及技术密集型行业,具有明显的规模经济效应。为整合行业内优质资源,提高行业整体竞争实力,国家先后出台多项政策,不断提升制药行业准入门槛,引导和鼓励落后产能择机退出。

自 2011 年以来,国家开始积极推行新版 GMP 认证,依据国家食品药品监督管理总局关于“未通过药品生产质量管理规范(2010 年修订)认证企业停止生产和下放无菌药品认证有关事宜的公告(2015 年第 285 号)”,自 2016 年 1 月 1 日起,国家食品药品监督管理总局不再受理药品 GMP 认证申请。对于已经受理的认证申请,继续组织完成现场检查和审核发证。据《2016 年度药品检查报告》显示,2016 年共收回 172 张 GMP 证书,其中涉及中药饮片的有 81 张,占比 47.60%。

2016 年 5 月 26 日 CFDA 发布《关于落实〈国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见〉有关事项的公告》,并公告首批 2018 年底前必须完成一致性评价的品种名单,涉及到的 289 个品种近 17000 个批准文号,要求在 2018 年年底完成评价工作,同时要求在 2016 年公布的药品分类管理办法实施前没有经过一致性评价的进口、国产仿制药也要开展一致性评价工作。预计市场仿制药文号将大幅减少。

随着国内新医改政策的稳步推进,以市场为主导的药品价格形成机制逐步建立,医药工业盈利增速有所回落但仍保持较高水平

我国药品价格的形成受诸多因素影响,自 2000 年以来,政府价格主管部门对

² 数据来源于国家统计局 1 月 18 日发布《2017 年经济运行稳中向好、好于预期》中最新老年人口统计数据

医保目录内药品和目录外特殊药品实行最高零售限价管理。但政府限价机制无法体现药品成本和疗效的差异，市场流通秩序混乱、药价虚高和虚低并存等弊端日益凸显，以市场为主导的药品定价机制亟待建立。

2015 年 5 月，国家发改委等 7 部门联合印发《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，决定自 2015 年 6 月 1 日起，除麻醉药品和第一类精神药品外，取消药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用。目前，由于招标价格的限制导致其现行招标价格均低于最高零售价，取消政府定价对绝大部分产品的短期影响相对有限。除此以外，环保政策的趋严、仿制药一致性评级、药品生产工艺核查、药品流通整治、飞行检查、药物临床试验数据核查等政策会进一步提高药企的运营成本。

近年来我国医药制造业盈利增速有所回落，但仍保持较高水平。2013 年～2017 年，全国医药制造业盈利增速分别为 19.63%、12.09%、13.14%、14.30%和 10.36%。2017 年，国内医药制造业实现利润总额 3314.10 亿元，同比增长 10.36%。

近年来国内中成药制造行业规模快速扩张，其中心脑血管中成药市场增长较快

受益于国家对中成药产业扶持力度的不断加大，近年来国内中成药制造行业规模快速扩张，行业整体呈良好发展态势。2011 年～2015 年，我国中成药工业总产值由 2011 年的 3521.53 亿元增至 2015 年的 6736.74 亿元，年均复合增长率为 17.61%，高于整个医药工业。在我国中药现代化进程不断推进和中药材产业化水平不断提高的背景下，近年我国中成药工业的盈利能力持续增强。中成药工业利润总额从 2011 年的 385.34 亿元增长到 2015 年的 668.48 亿元，年复合增长率达到 14.77%。

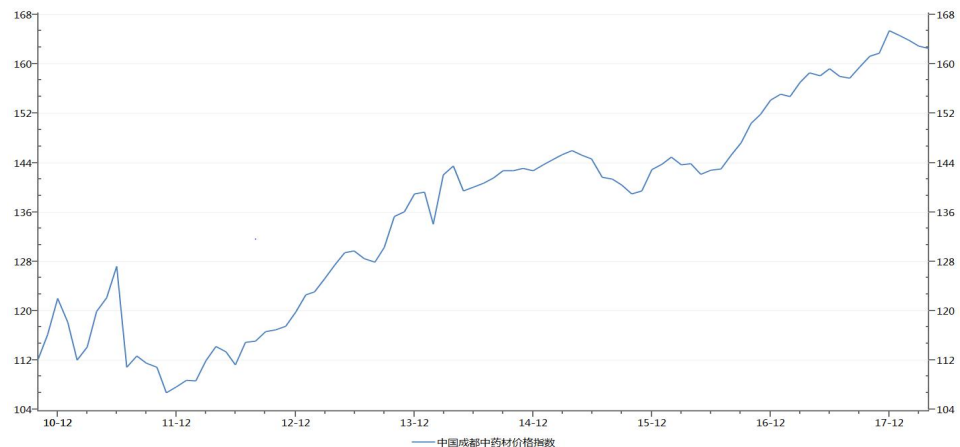
从临床用药类别来看，心脑血管用药是中成药的传统优势领域。心脑血管疾病用药一直是全球医药市场的前三大用药品种。根据《心脑血管中成药市场研究报告（2016 年度）》统计，在我国中成药临床终端市场，2012 年至 2016 年间，我国心脑血管疾病中成药市场销售额从 783 亿元增长到 1193 亿元，2016 年较 2015 年增长 10.13%。心脑血管中成药在医院终端中成药市场中连续多年市场份额都在 35%以上。

由于中药提取尤其是复方提取工艺过程较为复杂，国内中药提取普遍采取委托加工的形式，近年暴露的风险事件较多。2015 年 12 月 31 日，国家食药监要求各省（区、市）食品药品监督管理局停止批准中药提取委托加工，自 2016 年起无中药前处理和提取能力的中成药生产企业必须停止生产。新政出台旨在从源头上保障中成药质量安全，鼓励企业自建中药提取生产线。

中药材价格波动会加大中成药制药企业经营风险

中成药原材料主要取自天然野生或人工养殖种植的各类药材。自 2009 年下半年以来，受种植面积减少、天气变化、需求增加、游资炒作等多重因素影响，国内主要中药材价格进入上升通道。2011 年中药材价格相对有所回落，但在进入 2012 年后又逐步回升。截至 2018 年 4 月，成都中药材价格指数为 162.50 点，较 2010 年又有较大幅度增长。

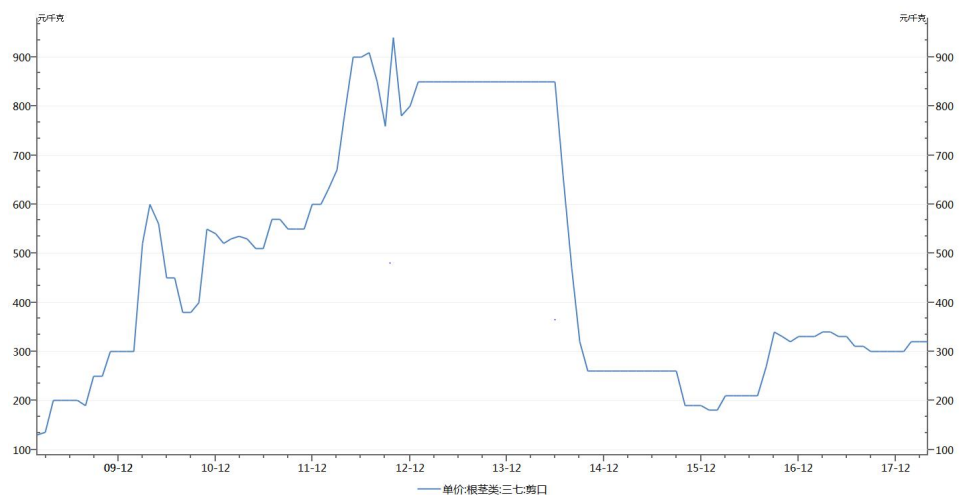
图 1：2010 年 10 月~2018 年 4 月成都中药材价格指数



资料来源：Wind，东方金诚整理

近年来，三七价格波动较大，整体来看 2017 年三七价格较 2016 年有所上涨。

图 2：2009 年 2 月~2018 年 4 月剪口三七的价格走势



资料来源：Wind，东方金诚整理

由于中药材种植多受自然条件限制，自然灾害等外部因素可能会导致供求关系的重大变动，进而引发原材料短缺或价格上涨，加大相关制药企业的经营风险。

中药注射剂不良反应问题近年来受到较大关注，或对相关产品的销售造成负面影响

近年来，中药注射液不良反应事件频发，根据国家食品药品监督管理总局于 2017 年 4 月发布的国家药品不良反应监测年度报告（2016 年）数据，2016 年药品不良反应/事件报告中，涉及怀疑药品 150.7 万例次，中药占 16.6%；2016 年全国药品不良反应监测网络共收到严重药品不良反应/事件报告 10.2 万例，中药占 5.5%。2016 年中成药不良反应/事件报告数量与 2015 年持平。从报告涉及剂型看，中药注射剂占比较高为 53.70%，需要继续关注其安全用药风险。

同时，由于中药注射剂不良反应问题的影响，近年来中药注射剂产品新发批文

大幅下降，已有优势产品受到的新产品冲击减少，具有较强竞争力。

2017 年 3 月，人社部公布的 2017 版《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年版）》里，对中药注射剂使用做了严格限制，在共计 45 种入围医保的中药注射液，多达 37 个中药注射剂限于二级及以上医疗机构，并且限于重症，限用占比高达 82.22%。

医药流通行业

随着国内药品市场规模的快速增长，我国医药流通行业规模稳步增长，但利润空间有所缩减

近年来随着国内药品市场规模的快速增长，我国医药流通行业规模和效益稳步增长，但增速趋于放缓。根据商务部药品流通统计系统数据显示，2012 年～2016 年，药品流通行业销售增速分别为 18.50%、16.70%、15.20%、10.20%和 10.40%。2016 年全国七大类医药商品销售总额 18393 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.4%，增速较上年上升 0.2 个百分点。药品零售市场 3679 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.5%，增速同比上升 0.9 个百分点。随着国家宏观经济增速放缓，医疗机构药品“零差率”政策实行，药品零售行业销售增速将有所放缓。

由于行业准入门槛较低，终端销售市场分割等原因，国内中小型医药流通企业数量众多，行业集中度低，市场竞争较为激烈。截至 2017 年 11 月末，全国共有药品经营许可证持证企业 47.2 万家，其中批发企业 1.3 万家；零售连锁企业 5409 家，零售连锁企业门店 22.9 万家；零售药店 22.5 万家。

受流通环节过多以及市场竞争激烈等因素影响，近年我国医药流通行业利润空间继续缩减，企业盈利增速有所下降。2012 年～2016 年，药品流通直报企业利润总额增速分别为 7.89%、23.17%、22.28%、14.57%和 13.78%；平均利润率分别为 1.90%、1.70%、1.70%、1.70%和 1.80%。

2016 年 4 月 26 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》明确，综合医改试点省份要在全省范围内推行“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。

业务运营

公司营业收入主要来自药品生产和药品批发零售业务，毛利润主要来自药品生产业务，跟踪期内公司营业收入和毛利润均保持增长，综合毛利率有所上升且处于较高水平

昆药集团业务领域涉及药品生产、药品批发零售、保健食品、医疗服务和日用品等。2017 年，公司实现营业收入 58.52 亿元，同比增长 27.55%，其中药品生产业务和药品批发零售业务收入分别占比 55.86%和 42.93%。同期，公司其他业务包括保健食品、医疗服务和日用品等业务，收入规模和占比均较小。

表 1：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月公司营业收入构成情况³

单位：亿元、%

业务类别	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
药品生产	23.52	47.84	25.63	50.25	32.69	55.86	8.60	52.38
-天然植物药	18.74	38.12	20.97	41.11	27.73	47.39	7.28	44.34
-化学合成药	4.78	9.72	4.66	9.14	4.96	8.48	1.32	8.04
药品批发零售	24.91	50.67	24.19	47.42	25.12	42.93	6.72	40.93
其他	0.73	1.48	1.19	2.33	0.72	1.23	1.11	6.76
合计	49.16	100.00	51.01	100.00	58.52	100.00	16.42	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2017 年，公司毛利润 26.30 亿元，同比增长 33.37%，药品生产业务对毛利润的贡献最大，占比为 90.23%。其中，天然植物药毛利润占公司业务毛利润的比重为 80.72%。跟踪期内，受益于药品价格上涨及被并购的流通公司毛利率较高影响，公司综合毛利率 44.94%，同比 6.28%。

表 2：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月公司毛利润构成情况⁴

单位：亿元、%

业务类别	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
药品生产	15.71	66.79	18.04	70.27	23.73	72.59	5.40	62.79
-天然植物药	13.03	69.53	15.64	74.59	21.23	76.56	5.62	77.20
-化学合成药	2.68	56.04	2.39	51.16	2.50	50.40	0.68	51.52
药品批发零售	1.03	4.14	1.31	5.41	2.13	8.48	1.57	23.36
其他	0.22	30.07	0.39	32.64	0.44	61.11	0.20	18.02
合计	16.96	34.50	19.72	38.66	26.30	44.94	8.04	48.96

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018 年 1~3 月公司，公司实现营业收入 16.42 亿元，毛利润 8.04 亿元，毛利率 48.96%。

药品生产

公司药品生产业务产品系列丰富、研发能力较强，血塞通注射液和天麻素注射液等核心药品市场竞争力较强

昆药集团药品生产业务主要涉及天然植物药系列和化学合成药系列⁵。其中，天然植物药系列以三七、天麻素和蒿甲醚产品系列为主；化学合成药涵盖品种较多，主要包括抗生素系列和解热镇痛系列等。

昆药集团核心产品系列具有明显的市场竞争力和品牌优势。公司是国内获得注射用血塞通（冻干粉针剂）生产批准文号的两个生产厂家之一，血塞通注射液是三

³ 由于四舍五入原因，分项合计数与汇总数存在差异。

⁴ 由于四舍五入原因，分项合计数与汇总数存在差异。

⁵ 目前公司生产的天麻系列产品采用化学合成法，但基于一致性及可比性考虑，将其划入天然植物药系列。

七皂苷类心脑血管疾病用药，2016 年市场份额约为 20%左右。“天眩清”⁶在天麻素的市场占有率接近 60%。此外，公司是国内唯一获得蒿甲醚注射液生产批准文号的企业，蒿甲醚注射液于 1995 年开始被世界卫生组织录入“基本用药目录”，且在 2010 年版本延续收录。截至 2017 年末，公司生产的蒿甲醚注射液已在全球 35 个国家注册销售。

公司创新研发以国家认定企业技术中心为依托，形成了从药物合成工艺技术、制剂剂型、质量控制到产学研合作的一系列药物创新研发平台体系。2017 年，公司研发投入 1.17 亿元，占药品生产业务收入的 3.58%。截止 2017 年末，公司拥有 168 项有效发明专利（含 9 项国际 PCT 专利）。阿莫西林胶囊、秋水仙碱片、奥美拉唑肠溶片等产品一致性评价按计划有序推进。

跟踪期内，受益于药品价格上涨及营销模式改革销量增加，公司三七及天麻素系列等核心药品销售收入增加，毛利率水平较高，药品生产业务获利能力进一步提升

昆药集团的药品销售收入主要来源于三七系列产品、天麻素系列产品、蒿甲醚系列产品、抗生素系列产品和解热镇痛系列产品。2017 年，上述产品的销售收入合计占药品生产业务收入的比重超过 60%。

表 3：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月公司产品系列销售情况

单位：亿元、%

产品系列	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~3 月	
	金额	占药品生产收入的比例	金额	占药品生产收入的比例	金额	占药品生产收入的比例	金额	占药品生产收入的比例
三七系列	8.06	34.27	9.82	38.32	12.68	38.79	3.04	35.37
天麻素系列	3.22	13.69	3.47	13.56	5.85	17.90	1.33	15.44
蒿甲醚系列	1.14	4.85	0.71	2.76	0.77	2.36	0.11	1.31
抗生素系列	1.66	7.06	1.43	5.60	1.54	4.71	0.43	5.00
解热镇痛系列	0.19	0.81	0.21	0.80	0.17	0.52	0.06	0.70
合计	14.27	60.67	15.64	61.04	21.01	64.27	4.97	57.82

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2017 年，公司持续推进营销模式改革，整合 OTC 业务渠道，此外，公司通过规范临床研究、加强学术推广，进一步掌控管道与终端。在主导产品基层推广受医保使用限制的情况下，公司调整产品运营结构，大力推广潜力品种，天麻素注射液、血塞通颗粒、秋水仙碱片、血塞通软胶囊等药品销量分别同比增长 14.75%、37.94%、30.30%和 5.94%。

由于 2017 年新医保目录中对中药注射剂使用的限制，2017 年，公司注射用血塞通（冻干）和血塞通注射液销售量有所下降，但受益于注射用血塞通（冻干）及血塞通软胶囊价格提高以及营销模式改革，血塞通软胶囊销量增加，2017 年公司三七系列产品实现收入 12.68 亿元，较 2016 年同比增长 29.12%。天麻素系列产品受益于天麻素注射液价格提升及营销模式改革，天麻素注射液销量增加，销售收入

⁶ “天眩清”为公司天麻素注射液的商品名和天麻素系列产品的品牌。

保持增长趋势。同期，公司蒿甲醚系列产品收入略有增加。2015 年~2017 年，公司药品生产毛利率分别为 66.79%、70.27%和 72.59%。

2017 年，昆药集团药品销售仍以国内为主，占比为 95.87%。公司国内药品销售采取代理招标的经销模式，在全国拥有一级经销商 900 多家，主要负责云南省外的销售工作，现已覆盖全国大部分地区。2017 年，公司前五大客户合计销售收入占药品生产板块销售收入的占比为 12.91%。

公司原材料主要从外部采购，跟踪期内，主要原材料采购均价有所上升，对公司成本控制造成一定影响

公司药品生产成本主要由直接材料、直接人工、能源费用和其他制造费用构成，其中 2017 年直接材料成本占比为 74.18%，较 2016 年略有上升。

昆药集团药品生产所需的外购原材料主要包括剪口三七、三七总皂苷、阿莫西林原料和头孢克洛原料等。云南省具有得天独厚的中医药资源禀赋，天然药物资源品种和数量居全国之首，药材品质优良，是三七、天麻、灯盏花、云木香和当归等中药材的主产地。区域资源优势在保证公司原料供应也为公司药品生产和天然药物研究提供了客观基础。

2017 年，公司剪口三七采购均价从 2016 年的 265.25 元/公斤上涨到 344.14 元/公斤；三七总皂苷采购均价从 2016 年的 1726.42 元/公斤上涨到 2639.87 元/公斤。三七等主要原材料采购均价的上涨加大了公司生产成本控制的压力。但考虑到公司药品价格相应调整，毛利率保持增长，药品生产业务获利能力依然较强。

公司与三七主产地供应商云南金三奇药业有限公司建立长期合作关系，2017 年，公司向前五大供应商的采购占比合计为 48.72%，采购集中度有所上升。

公司在建项目后续投资规模较大，未来将面临一定的资金压力

截至 2017 年末，公司在建项目计划总投资 14.08 亿元，已累计投资 4.86 亿元，未来仍需投资 9.22 亿元，其中 4.30 亿元需要自筹，公司在建项目后续投资规模较大，未来将面临一定的资金压力。

表 4：截至 2017 年末公司重点项目投资计划

单位：万元、%

项目名称	建设期	总投资	投资进度	未来尚需投入	资金来源
中药现代化基地建设	2013 年~2018 年	82001.00	40.00	49200.60	募投
马金铺植物药专案	2015 年~2018 年	33767.73	35.00	21949.02	自筹
软胶囊扩产改造项目	2016 年~2020 年	22590.00	7.00	21008.70	自筹
昆明制药努库斯植物技术有限公司设备投资	2014 年~2017 年	2447.44 ⁷	98.00	48.95	自筹
合计	-	140806.17	-	92207.27	-

资料来源：公司年报，东方金诚整理

⁷ 总投资额 400 万美元，按预算议案审核通过当天 2014 年 12 月 26 日汇率 6.1186 换算，总投资额 2447.44 万元，投资进度 98%。

药品批发零售

公司药品批发零售业务销售网络主要覆盖云南、贵州两省，在区域市场具有一定竞争实力，跟踪期内，公司收购多家商业公司，业务规模进一步扩大

公司药品批发零售业务由子公司昆药集团医药商业有限公司（以下简称“昆药商业”）运营，昆药商业自有医药物流配送中心按国家 GSP 标准兴建，营业面积达 10000 多平方米，仓储面积近 9000 平米。截至 2017 年末，昆药商业自有配送车辆 18 台，医药物流配送中心年吞吐量达到 45 亿元，可以满足其物流配送需求。在商务部发布的 2016 年药品流通行业运行统计分析报告⁸中，昆药商业在全国医药批发企业主营业务收入前 100 企业中位列 55 位，在云南省医药流通企业中位列第三，并拥有部分主流药品的云南省总代资源。

截至 2017 年末，公司药品批发零售业务销售网络主要覆盖云南、贵州两省，拥有包括医药批发公司、大型平价药房、大型连锁药店以及各类型医院、诊所等在内的大小客户近 1000 余家，在区域市场具备一定规模优势。2017 年，公司控股子公司昆药商业先后并购了楚雄州虹成药业有限公司 60% 股权、云南省丽江医药有限公司 60% 股权和大理辉睿药业有限公司 60% 股权，并在版纳和玉溪新设商业公司⁸。2018 年 3 月 30 日，公司发布公告称，子公司昆药商业拟购买红河州佳宇药业有限公司 60% 股权，逐步扩大销售网络。2017 年，公司药品批发零售业务对前五大客户实现销售收入 7.45 亿元，合计占比为 29.66%，占比略有上升。

公司药品批发零售业务主要以药品分销方式为主，2017 年占药批批发零售业务收入的比例为 85.63%。公司药品批发零售业务经营的产品以 OTC 品种为主，已与大约 800 家供应商建立了合作关系。2017 年，公司药品批发零售业务向前五大供应商的采购金额为 6.39 亿元，合计占比 27.80%，占比有所下降。

受国内药品流通行业竞争激烈，行业利润空间相对有限，公司 60% 的经销产品为 OTC 品种等因素影响，公司药品批发零售业务毛利率水平较低，对利润的贡献较小。2017 年和 2018 年 1~3 月，公司药品批发零售业务收入分别为 25.12 亿元和 6.72 亿元；同期，公司药品批发零售业务毛利率分别为 8.48% 和 23.36%，大幅上涨主要系 2017 年公司新收购的商业公司销售模式中直接销售医院终端的纯销模式占比提高所致。

企业管理

跟踪期内，公司在治理结构和内部管理方面无重大变化。

⁸ 楚雄州虹成药业有限公司 2016 年收入 7755 万，净利润 309 万；云南省丽江医药有限公司 2016 年收入 6512 万元，净利润 430.56 万元；大理辉睿药业有限公司 2016 年收入 6214 万元，净利润 287 万元；红河州佳宇 2017 年收入 1.75 亿元，净利润 517 万元。

受两保合一、药占比限制、医保控费、以及基层医疗机构网采平台采购比例下降等医疗卫生政策及地方财政情况影响，导致对医疗机构销售收入及毛利增长未达预期，同时货款回收速度放缓导致应收账款增加，坏账准备计提增加，2017 年曲靖康桥、楚雄虹成、大理辉瑞大理辉睿实现净利润数未达到承诺的净利润数。

财务分析

财务质量

昆药集团提供了 2017 年度合并财务报表及 2018 年 1~3 月合并财务报表，中审众环会计师事务所有限公司对 2017 年公司财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2018 年 1~3 月财务报表未经审计。

2017 年，公司合并范围的子公司减少 1 家昆明制药集团国际医药发展有限公司，截至 2017 年末纳入合并范围的子公司 18 家（附件三）。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产总额有所增长，资产构成仍以流动资产为主，存货和应收账款规模较大

截至 2017 年末，公司资产总额 63.38 亿元，较 2015 年末同比增长 17.32%，主要系流动资产中存货和应收账款增加所致。2017 年末流动资产和非流动资产占比分别为 63.99%和 36.01%，资产构成仍以流动资产为主，占比变化不大。截至 2018 年 3 月末，公司资产总额 67.35 亿元，较 2017 年末同比增长 6.26%。

图 3：2015 年~2017 年及 2018 年 3 月末公司资产构成

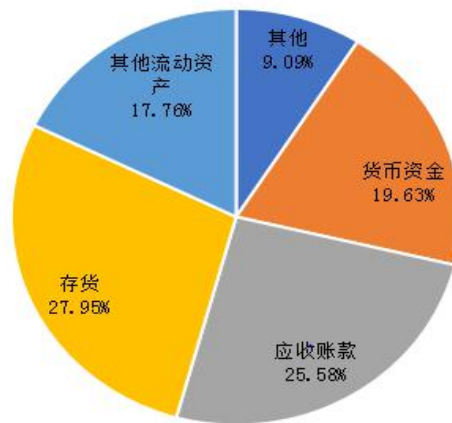


资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

1. 流动资产

截至 2017 年末，公司流动资产 40.56 亿元，同比增长 20.71%，主要系存货和应收账款增加所致。2017 年末流动资产主要由存货、应收账款、货币资金和其他流动资产等构成，合计占比达 90.91%。截至 2018 年 3 月末，公司流动资产 42.09 亿元，较 2017 年末，同比增长 3.79%。

图 4：截至 2017 年末公司流动资产构成



资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

2017 年末，公司存货账面价值 11.33 亿元，同比增长 31.47%，主要系库存商品增加所致；公司存货周转次数 3.23 次，同比下降 1.00 次。2017 年末存货中库存商品和原材料的占比分别为 61.99%和 33.20%；公司已对库存商品计提存货跌价准备 482.47 万元。2018 年 3 月末，公司存货 11.66 亿元。

公司应收账款主要为应收货款。2017 年末应收账款账面价值 10.38 亿元，同比增长 45.38%，主要是 2017 年收入增加以及新收购企业带来应收款增加；应收账款周转次数 6.68 次，受应收账款增加影响，周转次数下降 1.38 次；其中应收账款账面价值中账龄在 1 年以内的占比 98.07%；公司计提坏账准备 1.23 亿元，占应收账款账面余额的 10.59%，计提比重较大。应收账款前五名占应收账款总额的比重为 14.09%，全部在一年以内。2018 年公司 3 月末，公司应收账款 11.72 亿元。

公司货币资金主要为银行存款，2017 年末，货币资金期末余额 7.96 亿元，同比增长 0.47%。受限的货币资金 0.86 亿元，用于开立银行承兑汇票保证金、保函保证金、定期存单质押及信用证保证金。2018 年 3 月末，公司货币资金 8.88 亿元。

公司其他流动资产主要为购买的理财产品。截至 2017 年末，公司其他流动资产 7.20 亿元，同比增长 10.15%，主要系购买理财产品增加及税项增加所致。

2. 非流动资产

截至 2017 年末，公司非流动资产 22.82 亿元，较 2016 年末增长 11.75%，主要来自在建工程的增加。2017 年末非流动资产主要由固定资产、无形资产、在建工程和可供出售金融资产等构成，占非流动资产比重分别为 25.37%、18.62%、17.89%和 17.71%，合计占比 79.59%。2018 年 3 月末，公司非流动资产 25.26 亿元，较 2017 年末增加 10.67%，主要系可供出售金融资产增加所致。

截至 2017 年末，公司固定资产账面价值 5.79 亿元，主要由房屋及建筑物和机器设备等构成，占固定资产账面价值的比例分别为 55.08%和 40.48%。固定资产计提累计折旧 6.42 亿元，由于土地证不完整，公司尚未办妥土地证的固定资产 0.82 亿元⁹。受限的固定资产 1.03 亿元用于借款抵押。

⁹ 1995 年股份制改制时，原昆明制药厂的土地资产没有注入到公司，影响了以上固定资产的产权证书办理，2012 年收购了云南昆药生活服务有限公司，现土地权属已在集团控制范围内。截至 2017 年末，以上固定

无形资产主要由土地使用权和客户资源构成，2017年末账面价值4.25亿元，同比增长19.13%，主要系客户资源增加所致；其中受限的无形资产0.69亿元，用于借款抵押。

公司在建工程主要由中药现代化提产扩能建设项目、马金铺植物药项目、昆明制药努库斯植物技术有限公司设备投资和软胶囊扩产改造项目构成。2017年末，公司在建工程4.08亿元，同比增长75.59%，主要系主要是中药现代化提产扩能建设项目及马金铺植物药项目建设投入增加所致。

2017年末可供出售金融资产账面价值4.04亿元，同比下降23.07%，主要系可供出售债务工具减少所致。2017年末，公司可供出售金融资产中可供出售债务工具账面价值2.42亿元、可供出售权益工具主要为按成本计量，账面价值1.62亿元。2017年末，公司可供出售金融资产计提减值准备301.50万元。

截至2017年末，公司受限资产2.58亿元，占资产总额的比重为4.07%，其中受限的货币资金0.86亿元，用于开立银行承兑汇票保证金、保函保证金、定期存单质押和信用证保证金；受限的固定资产1.03亿元用于借款抵押；受限的无形资产0.69亿元，用于借款抵押。

资本结构

受益于经营积累，2017年公司所有者权益有所增长

截至2017年末，公司所有者权益37.74亿元，较2016年末增长4.48%，主要是未分配利润增加所致。期末，公司实收资本、资本公积和未分配利润的占比分别为20.37%、36.14%和36.67%。与2016年末相比，公司实收资本保持不变；资本公积同比增加0.28%；受益于经营积累，未分配利润增长14.05%至13.33亿元。

截至2018年3月末，公司所有者权益38.59亿元，较2017年末增长2.27%，主要系未分配利润增加所致。

跟踪期内，公司全部债务规模有所增加，债务结构以短期有息债务为主且占比有所提高

截至2017年末，公司负债总额25.64亿元，较2016年末同比增长43.25%，主要系其他应付款、应付账款和借款增加所致。其中流动负债和非流动负债占比分别为79.45%和20.55%，公司负债仍以流动负债为主。截至2018年3月末，公司负债总额28.76亿元，其中流动负债占比77.05%。

1. 流动负债

截至2017年末，公司流动负债20.37亿元，同比增长50.68%，主要是其他应付款、应付账款和短期借款的增加所致。公司流动负债中其他应付款、应付账款、短期借款和应付票据占比分别为35.04%、23.37%、15.30%和7.24%，合计占比达84.95%。与2016年末相比，其他应付款增长60.81%，主要系预提费用和保证金增加所致。

2017年末，公司其他应付款7.14亿元，主要为预提费用和保证金，占其他应付款的比例分别为56.65%和28.74%；公司应付账款5.58亿元，主要系购货款，占

比为 97.54%；公司短期借款 3.12 亿元，其中保证借款、信用借款、质押借款和抵押借款，占比分别为 50.94%、29.20%、15.43%和 4.43%，主要用于采购货款；公司应付票据全部为银行承兑汇票，2017 年末为 1.47 亿元，同比下降 10.45%。

2. 非流动负债

截至 2017 年末，公司非流动负债 5.27 亿元，较 2016 年末同比增长 20.30%，主要是新增长期借款和递延收益增加所致；公司非流动负债中应付债券、递延收益和长期借款占比分别为 56.69%、29.76%和 7.67%，合计占比达 94.11%。

2017 年末，应付债券 2.99 亿元，为 2015 年 7 月发行的“15 昆药债”；递延收益 1.57 亿元，同比增加 29.37%，主要系收到与资产相关的政府补助增加所致。2017 年末，公司新增长期借款 0.40 亿元，主要为抵押借款，用于马金铺植物药项目建设。2018 年 3 月末，公司长期借款 1.70 亿元。

3. 有息债务

2017 年末及 2018 年 3 月末，公司全部债务分别为 7.98 亿元和 11.50 亿元，债务规模有所增长，短期有息债务占全部债务的比重分别为 57.53%和 59.19%，短期有息债务占比逐年有所提高；公司资产负债率分别为 40.46%和 42.70%，全部债务资本化比率分别为 17.46%和 22.96%，均有所增加。

4. 对外担保

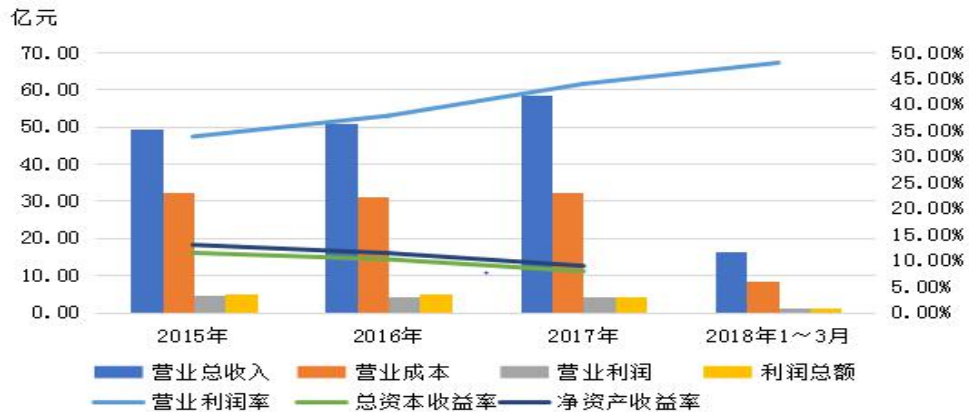
截至 2017 年末，公司无对外担保。

盈利能力

2017 年，公司营业收入稳步增长，主营获利能力有所提升，市场推广费增加导致销售费用增加较快，期间费用的增长对利润有一定挤占，整体盈利能力依然较强

2017 年，公司实现营业收入 58.52 亿元，同比增长 14.74%；营业利润率为 43.89%，较 2016 年上升了 6.13 个百分点，主要受益于公司药品批发零售业务获利水平提高，主营获利能力有所提升。

图 5：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月公司收入和盈利情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

同期，公司期间费用 22.05 亿元，同比增长 43.74%，较 2016 年末增幅较大，其中销售费用增加较多主要原因是公司营销模式变化，业务结构变化导致市场推广费和差旅费的增加，精细化营销管理模式导致人工成本有所增长以及新收购企业合并增加带来销售费用增加。公司对期间费用的控制有待改善。

2017 年，公司营业利润 4.12 亿元，受销售费用增长影响，同比略有下降。公司获得营业外收入 0.02 亿元，较 2016 年有所下降；利润总额 4.08 亿元，同比下降 15.18%。

同期，公司总资产收益率 7.85%，净资产收益率 8.88%，较 2016 年均略有下降，主要系 2017 年净利润略有下降及受益于经营积累所有者权益权益增加所致。

2018 年 1~3 月，公司实现收入 16.42 亿元，公司营业利润率为 47.95%，实现利润总额 1.01 亿元。

现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流保持净流入，经营获现能力较强，对外投资规模有所增长，对外部融资仍有一定依赖

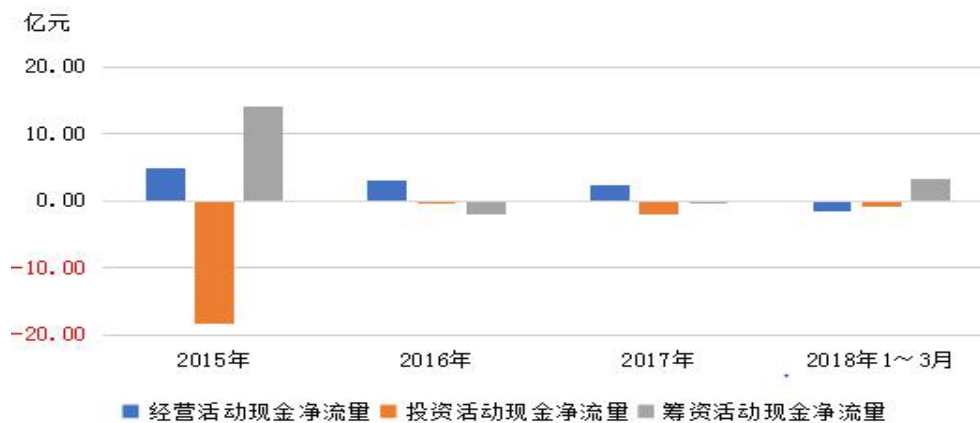
2018 年 1~3 月，公司经营性净现金流、投资性净现金流和筹资性净现金流分别为-1.58 亿元、-0.86 亿元和 3.11 亿元。

2017 年公司经营活动现金流入 62.07 亿元，同比增长 17.01%；现金收入比 100.84%，收入获得现金能力较强；同期，经营活动现金流出 59.65 亿元，同比增长 19.44%；公司经营性净现金流 2.43 亿元，同比下降 22.05%，主要系经营性应收项目增长所致。

公司投资活动现金流入 49.22 亿元，同比增加 13.76%，主要系收回购买的理财产品大幅增加；公司投资活动现金流出 51.30 亿元，同比增长 17.69%，主要用于购买理财产品及购建固定资产、无形资产和其他长期资产的增长；投资活动产生的现金流净额-2.08 亿元。

公司筹资活动现金流入 3.79 亿元，同比增加 106.29%，主要系新增借款所致；公司筹资活动现金流出 4.26 亿元，同比增长 13.12%，主要用于偿还到期债务及偿付利息；筹资活动产生的现金流净额-0.47 亿元。

图 6：2015 年~2017 年及 2018 年 1~3 月公司现金流情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

2017 年末，公司流动比率和速动比率分别为 199.06%和 143.43%，均较 2016 年末具有有所下降，但整体仍处于较高水平。2017 年，公司经营性净现金流动负债比 11.90%，同比降幅较大，主要系经营性净现金流下降及流动负债增加所致。

2017 年，公司 EBITDA 为 5.30 亿元，EBITDA 利息倍数 22.49 倍，全部债务/EBITDA 倍数 1.51 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较好。

表 5：2015 年~2017 年及 2018 年 3 月公司偿债能力情况

指 标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
流动比率（%）	257.94	248.48	199.06	189.99
速动比率（%）	204.98	184.72	143.43	137.34
经营现金流动负债比（%）	40.97	23.01	11.90	-
EBITDA 利息倍数（倍）	30.96	29.25	22.49	-
全部债务/EBITDA（倍）	1.02	1.06	1.51	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

过往债务履约情况

根据公司提供的、由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2018 年 3 月 19 日，公司本部未结清信贷不存在不良信用记录。

截至本报告出具日，公司“15 昆药债”公开发行公司债券已于 2016 年 7 月 29 日支付 2015 年 7 月 29 日至 2016 年 7 月 28 日期间的付息。于 2017 年 7 月 31 日支付自 2016 年 7 月 29 日至 2017 年 7 月 28 日期间的利息。

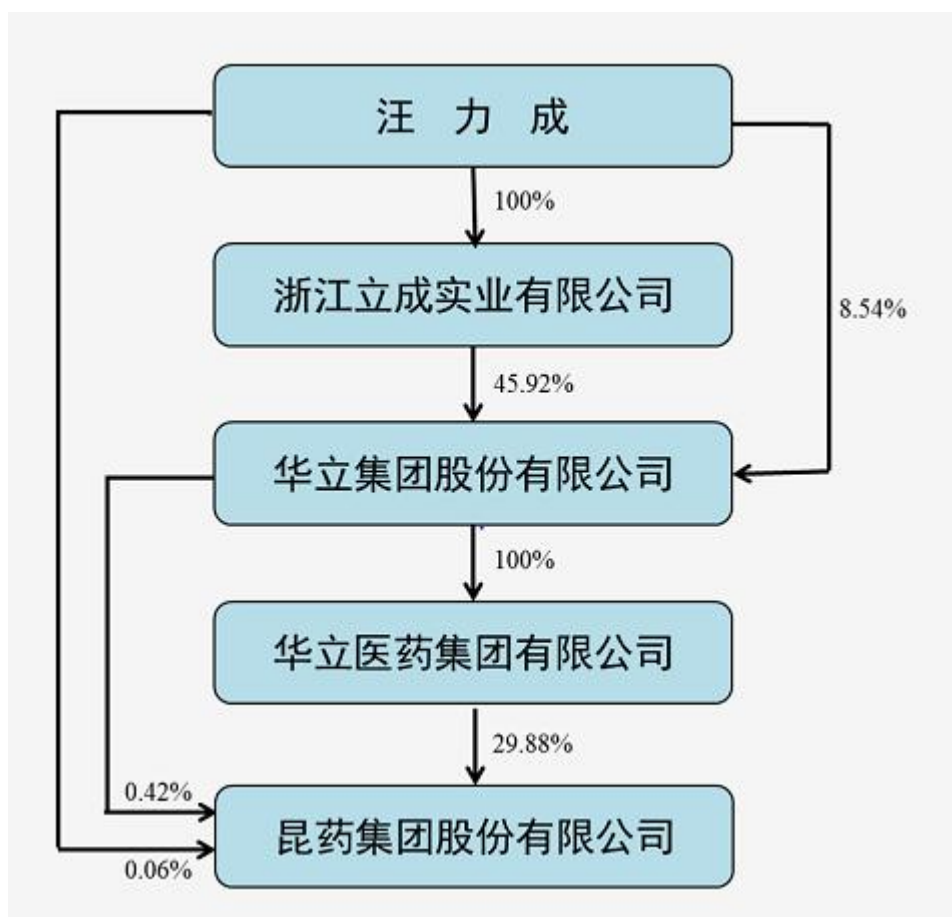
抗风险能力及结论

公司药品生产业务产品系列丰富、研发能力较强，血塞通系列和天麻素系列等核心药品市场竞争力较强；跟踪期内，受益于营销模式改革，公司三七及天麻素系列等核心药品销售收入有所增加，毛利率水平较高，药品生产业务获利能力进一步提升；公司药品批发零售业务销售网络主要覆盖云南、贵州两省，在区域市场具有一定竞争实力，跟踪期内，公司收购多家商业公司，业务规模进一步扩大；跟踪期内，公司营业收入和毛利率均保持增长，主营获利能力有所提升，整体盈利能力依然较强。

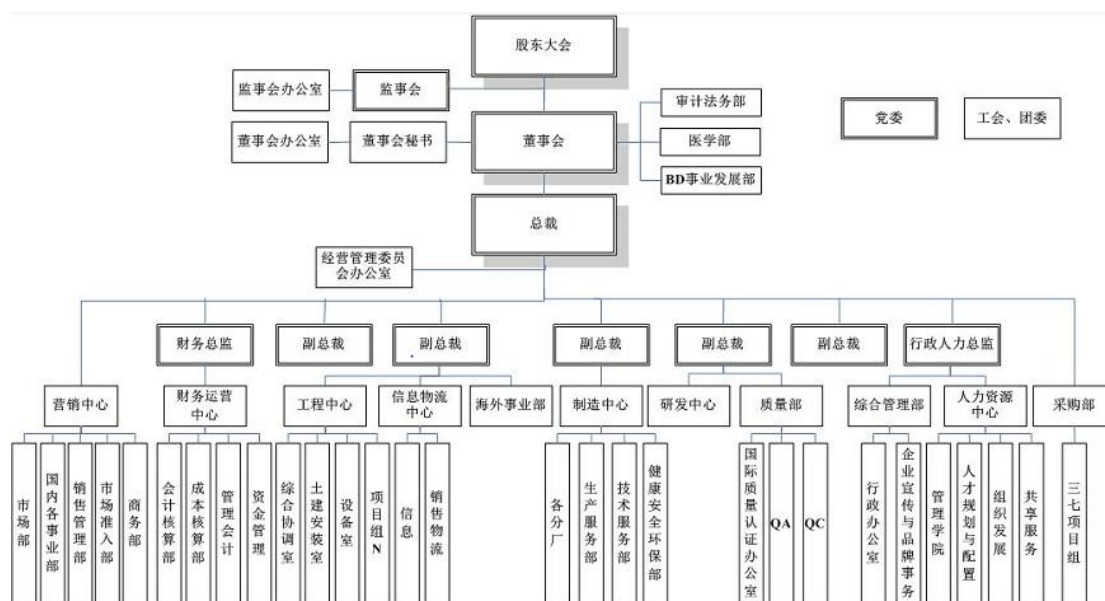
同时，东方金诚关注到，公司原材料主要从外部采购，跟踪期内，主要原材料采购均价有所上升，对公司成本控制造成一定影响；公司在建项目后续投资规模较大，未来将面临一定的资金压力；市场推广费增加导致公司销售费用增加较快，期间费用的增长对利润有一定挤占，费用控制能力有待改善；跟踪期内，公司全部债务规模有所增加，债务结构以短期有息债务为主且占比有所提高。

综合考虑，东方金诚维持昆药集团的 AA 主体信用等级，评级展望为稳定，并维持“15 昆药债”AA 的信用等级。

附件一：截至 2018 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2018 年 3 月末公司组织架构图



附件三：截至 2017 年末公司纳入合并范围直接控股子公司情况

序号	公司名称	简称	注册资本(万元)	持股比例(%)
1	昆明中药厂有限公司	昆明中药厂	30877.00	100.00
2	昆明贝克诺顿制药有限公司	贝克诺顿制药	2342.96	99.00
3	昆明制药集团医药商业有限公司	昆药商业	8000.00	100.00
4	西藏藏药(集团)利众院生物科技有限公司	利众院	1000.00	80.00
5	昆药集团血塞通药业股份有限公司	血塞通药业	5520.00	89.42
6	西双版纳版纳药业有限责任公司	版纳药业	4500.00	100.00
7	云南昆药生活服务有限公司	生活服务公司	105.00	100.00
8	云南芒泰高尿酸痛风研究中心	痛风研究中心	100.00	100.00
9	重庆华方武陵山制药有限公司	华武制药	3000.00	100.00
10	世通商贸有限公司	世通商贸	5 万港币	100.00
11	昆明昆药血塞通药物研究有限公司	研究公司	1000.00	100.00
12	昆明制药集团股份有限公司医院	昆药医院	500.00	100.00
13	KPC NUKUS HERBAL TECHNOLOGY	努库斯	500 万美元	90.00
14	北京华方科泰医药有限公司	华方科泰	5000.00	100.00
15	KBN International Corp	KBN 国际	100.00 万美元	100.00
16	云南昆药血塞通药物研究院	血塞通药物研究院	100.00	100.00
17	湘西华方制药有限公司	湘西华方	4000.00	100.00
18	康威尔医药技术有限公司	康威尔	24.20 万美元	90.00

附件四：公司合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末 (未经审计)
流动资产：				
货币资金	74729.43	79233.62	79608.52	88770.37
应收票据	13724.49	13415.85	14977.91	23436.84
应收账款	55190.97	71367.94	103755.61	117222.52
预付款项	10768.90	11440.57	13728.72	11534.68
应收利息	1.90	75.15	446.91	436.71
其他应收款	8347.02	8862.95	7701.03	9754.05
划分为持有待售的资产	180.00	-	-	-
存货	61604.54	86214.70	113345.60	116641.49
其他流动资产	75491.30	65387.86	72022.39	53143.31
流动资产合计	300038.55	335998.64	405586.69	420939.97
非流动资产：				
可供出售金融资产	54493.83	52531.66	40410.67	59220.67
长期股权投资	3720.94	2711.99	6358.95	6297.23
投资性房地产	6430.76	-	-	-
固定资产	62113.07	58260.84	57892.53	57338.07
在建工程	14124.06	23257.09	40837.27	44550.56
无形资产	23882.53	35680.41	42505.45	41709.25
开发支出	9660.69	8821.37	13403.01	15139.98
商誉	6967.78	7382.65	8358.12	8358.12
长期待摊费用	914.62	966.62	1271.49	1197.70
递延所得税资产	6937.87	8196.41	12551.99	14558.36
其他非流动资产	5542.40	6418.67	4641.16	4204.14
非流动资产合计	194788.56	204227.70	228230.62	252574.07
资产总计	494827.10	540226.33	633817.31	673514.03

附件四：公司合并资产负债表(续表)

单位：万元

项目名称	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末 (未经审计)
流动负债：				
短期借款	18250.00	15568.55	31163.91	51882.68
应付票据	13971.29	16482.61	14760.84	16178.33
应付账款	31419.81	37214.18	55773.40	56304.35
预收款项	4489.13	4524.17	3718.52	3993.88
应付职工薪酬	8956.74	6569.95	7941.43	6018.01
应交税费	8013.07	9898.70	18336.08	13806.57
应付利息	573.39	567.52	581.82	890.66
其他应付款	30649.83	44394.29	71392.33	72463.82
一年内到期的非流动负债	-	-	10.00	10.00
应付股利	-	-	71.36	14.27
流动负债合计	116323.25	135219.98	203749.68	221562.57
非流动负债：				
长期借款	-	-	4040.00	17040.00
应付债券	29783.37	29827.19	29872.95	29884.70
长期应付款	-	-	163.92	159.87
长期应付职工薪酬	2799.72	1019.93	129.50	129.50
递延收益	12323.51	12120.74	15681.03	16082.65
递延所得税负债	11.54	837.65	2810.16	2715.95
非流动负债合计	44918.14	43805.51	52697.56	66012.66
负债合计	161241.40	179025.48	256447.24	287575.23
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本(或股本)	39434.43	78868.86	78868.86	78619.77
资本公积	180926.20	141490.81	141893.47	139464.30
减：库存股	-	-	8686.36	5981.21
专项储备	255.59	248.42	248.42	248.42
盈余公积	15028.25	18326.25	20715.46	20715.46
其他综合收益	-89.50	-61.59	243.76	468.60
未分配利润	95621.10	116880.59	133304.64	141530.01
归属母公司所有者权益合计	331176.06	355753.34	366588.26	375065.35
少数股东权益	2409.64	5447.51	10781.81	10873.46
股东权益合计	333585.70	361200.85	377370.07	385938.80
负债与股东权益合计	494827.10	540226.33	633817.31	673514.03

附件五：公司合并利润表

单位：万元

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月 (未经审计)
一、营业总收入	491568.59	510059.71	585228.74	164236.95
其中：营业收入	491568.59	510059.71	585228.74	164236.95
减：营业成本	321982.99	312856.50	322156.44	83772.80
营业税金及附加	3627.55	4590.33	6193.30	1705.69
销售费用	88158.71	118311.92	180631.66	60317.61
管理费用	29422.48	33627.77	37066.84	9232.06
财务费用	1800.48	1455.10	2788.90	1023.55
资产减值损失	1416.61	582.96	2085.87	369.36
加：投资收益	1382.11	3795.61	1956.29	717.72
其中：对联营企业和 合营企业的投资收益	-83.76	-673.06	-1398.04	-116.72
资产处置收益	-	-	0.50	0.26
其他收益	-	-	4928.53	1529.42
二、营业利润	46541.86	42430.75	41191.06	10063.29
加：营业外收入	4635.80	6008.42	190.83	90.68
减：营业外支出	586.17	346.49	588.80	40.02
其中：非流动资产 处置损失	58.10	80.83	-	-
三、利润总额	50591.49	48092.68	40793.08	10113.95
减：所得税	7459.97	7140.84	7264.39	1797.37
四、净利润	43131.52	40951.84	33528.68	8316.58
归属于母公司所有者的 净利润	42085.08	40725.61	33009.66	8225.37
少数股东损益	1046.43	226.22	519.03	91.21

附件六：公司合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018年1~3月 (未经审计)
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	475246.27	510572.96	590160.83	154443.21
收到税费返还	505.56	731.29	396.07	1000.15
收到的其他与经营活动有关的现金	19341.63	19191.78	30154.97	7476.50
经营活动现金流入小计	495093.46	530496.03	620711.87	162919.87
购买商品、接受劳务支付的现金	277327.46	291625.11	316216.78	77995.15
支付给职工以及为职工支付的现金	39208.14	49283.44	51385.71	12805.09
支付的各项税费	38620.03	42739.20	53070.15	21987.66
支付的其他与经营活动有关的现金	92276.11	115732.56	175785.74	65960.94
经营活动现金流出小计	447431.74	499380.32	596458.38	178748.85
经营活动产生的现金流量净额	47661.71	31115.71	24253.50	-15828.98
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	134689.05	423494.13	484760.00	88090.00
取得投资收益所收到的现金	1465.86	4393.52	3360.52	824.91
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	461.17	4022.01	53.60	7.68
处置子公司及其他营业单位所收到的现金净额	-	180.00	-	-
收到的其他与投资活动有关的现金	3257.12	553.57	4017.00	451.00
投资活动现金流入小计	139873.21	432643.23	492191.12	89373.59
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	21081.74	20345.16	26873.78	5408.59
投资所支付的现金	273349.48	411556.46	479464.43	92540.00
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	25333.00	3974.36	6632.23	-
支付的其他与投资有关的现金	2199.87	-	-	-
投资活动现金流出小计	321964.09	435875.98	512970.44	97948.59
投资活动产生的现金流量净额	-182090.8	-3232.76	-20779.31	-8575.00
三、筹资活动产生的现金流				
吸收投资所收到的现金	124379.32	495.00	222.10	-
取得借款所收到的现金	32150.00	15900.00	37332.58	39398.78
发行债券收到的现金	29765.00	-	-	-
收到的其他与筹资活动有关的现金	3500.00	2000.00	393.22	-
筹资活动现金流入小计	189794.32	18395.00	37947.89	39398.78
偿还债务所支付的现金	36670.00	19450.00	18947.68	5680.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	6969.07	18227.42	16368.57	595.52
支付其他与筹资活动有关的现金	6335.20	-	7304.90	-
筹资活动现金流出小计	49974.27	37677.42	42621.15	6275.52
筹资活动产生的现金流量净额	139820.05	-19282.42	-4673.25	33123.25
四、汇率变动对现金的影响额	-41.65	301.98	-377.36	-26.64
五、现金和现金等价物净增加额	5349.23	8902.51	-1576.43	8692.63

附件七：公司主要财务指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月 (未经审计)
盈利能力				
营业利润率 (%)	33.76	37.76	43.89	47.95
总资本收益率 (%)	11.40	10.15	7.85	-
净资产收益率 (%)	12.93	11.34	8.88	-
偿债能力				
资产负债率 (%)	32.59	33.14	40.46	42.70
长期债务资本化比率 (%)	8.20	7.63	8.25	10.84
全部债务资本化比率 (%)	15.67	14.63	17.46	22.96
流动比率 (%)	257.94	248.48	199.06	189.99
速动比率 (%)	204.98	184.72	143.43	137.34
经营现金流动负债比 (%)	40.97	23.01	11.90	-7.14
EBITDA 利息倍数 (倍)	30.96	29.25	22.49	-
全部债务/EBITDA (倍)	1.02	1.06	1.51	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-2.17	0.45	0.04	-
筹资前现金流量净额利息保护倍数 (倍)	-68.61	13.92	1.47	-
经营效率				
销售债权周转次数 (次)	-	6.64	5.75	-
存货周转次数 (次)	-	4.23	3.23	-
总资产周转次数 (次)	-	0.99	1.00	-
现金收入比 (%)	96.68	100.10	100.84	94.04
增长指标				
资产总额年平均增长率 (%)	-	9.17	13.18	-
净资产总额年平均增长率 (%)	-	8.28	6.36	-
营业收入年平均增长率 (%)	-	3.76	9.11	-
利润总额年平均增长率 (%)	-	-4.94	-10.21	-

附件八：主要财务指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
盈利指标	
毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{利润总额} \times 100\%$
偿债能力指标	
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{全部债务}$
期内长期债务偿还能力	$\text{期内}(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{期内应偿还的长期有息债务本金}$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / (\text{当年利息支出} + \text{当年应偿还的全部债务本金})$
经营效率指标	
销售债权周转次数	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据：增长率 = $(\text{本期} - \text{上期}) / \text{上期} \times 100\%$ (2) n 年数据：增长率 = $[(\text{本期} / \text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
净资产年平均增长率	
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件九：企业主体及长期债券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。