



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪373号

湖南景峰医药股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“湖南景峰医药股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本次跟踪主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年六月十九日

湖南景峰医药股份有限公司 2016 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2018）

发行主体	湖南景峰医药股份有限公司		
发行规模	人民币8亿元		
债券简称	16景峰01		
债券代码	112468		
存续期限	2016/10/27~2021/10/21		
上次评级时间	2017/6/1		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA AA	评级展望 稳定

概况数据

景峰医药	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	22.42	26.12	26.00	26.39
总资产（亿元）	34.43	51.34	48.69	46.03
总债务（亿元）	6.77	19.79	18.04	15.87
营业总收入（亿元）	24.59	26.41	25.84	3.83
营业毛利率（%）	81.15	78.82	78.62	70.42
EBITDA（亿元）	5.32	6.07	4.33	-
所有者权益收益率（%）	16.51	14.86	7.12	2.33
资产负债率（%）	34.87	49.12	46.60	42.66
总债务/EBITDA（X）	1.27	3.26	4.17	-
EBITDA 利息倍数（X）	10.68	8.87	4.66	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益；净利润包含少数股东损益；
2、2018 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

蒋 鹏 tjiang@ccxr.com.cn

李 蕊 lrli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月19日

基本观点

2017 年医药制造行业延续了企稳回暖的态势，同时在人口老龄化、居民医疗消费水平提高、医保覆盖率提高等因素的推动下，行业仍将保持较好的发展前景。跟踪期内，湖南景峰医药股份有限公司（以下简称“景峰医药”或“公司”）部分核心产品保持较强竞争优势，同时降低财务杠杆比率，公司财务稳健性提高。但中诚信证评评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司盈利能力下滑以及医疗服务业务盈利能力存在不确定性等因素或将对公司信用水平产生一定影响。

综上，中诚信证评维持景峰医药主体信用等级 AA，评级展望稳定；维持“湖南景峰医药股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级 AA。

正 面

- 医药制造行业保持较好的发展态势。2017 年医药制造行业延续了企稳回暖的态势，行业的收入和利润均实现较快增长，且在人口老龄化、居民医疗消费水平提高、医保覆盖率提高等因素的推动下，将继续保持较好的发展前景。
- 公司部分核心产品保持较强竞争优势。近年公司抗肿瘤植物药榄香烯注射液和心脑血管胶囊收入增长较快，2017 年分别实现销售收入 4.84 亿元和 2.04 亿元，分别同比增长 34.33% 和 16.45%。
- 财务结构稳健。2017 年公司调整债务规模，财务杠杆比率有所下降。截至 2017 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 46.40% 和 40.96%。

关 注

- 盈利能力下滑。2017 年受公司主要产品参芎葡萄糖注射液、玻璃酸钠注射液中标均价下降的影响，加上部分产品产销量的减少以及期间费用对利润的侵蚀，当年公司利润总额同比有所下降。
- 公司产品集中度仍然较高。公司收入和利润来源主要来自于参芎葡萄糖注射液、玻璃酸钠注射液、榄香烯注射液及心脑血管宁胶囊，2017 年上述四类产品销售收入占营业收入比重的 75.99%，产品集中度仍然较高。
- 医疗服务业务盈利具有不确定性。由于医院类医疗服务机构存在投入周期长、初始投入成本大等特点，且其口碑及人才储备需要时间累积，其盈利能力存在一定不确定性。

信用评级报告声明

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

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

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

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

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

募集资金使用情况

湖南景峰医药股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称“16 景峰 01”、债券代码“112468”）于 2016 年 10 月 27 日完成发行，募集资金 8 亿元，票面利率 3.78%，期限为 5 年。本期债券募集资金用于补充公司营运资金，使用程序符合公司规定及募集说明书要求。

行业关注

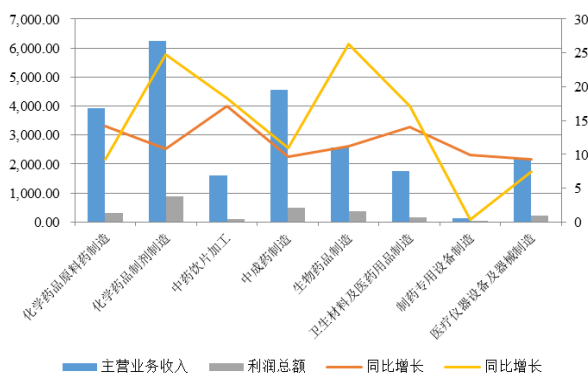
2017 年，医药制造行业延续企稳回暖的态势，行业的收入和利润均实现较快增长

2017 年，在创新政策扶持力度不断加大、市场需求依然强劲以及药品价格下降空间逐步收窄的影响下，医药制造行业延续企稳回暖的态势。根据国家统计局数据，2017 年医药制造业主营业务收入为 28,185.50 亿元，同比增长 12.5%；利润总额为 3,314.10 亿元，同比增长 17.8%，收入及利润总额增速分别较 2016 年同期上升 2.8 个百分点和 3.9 个百分点。从长期来看，在人口老龄化、居民医疗消费水平提高、医保覆盖率提高等因素的推动下，我国的医药行业仍具有较好的增长空间。

从医药制造子行业来看，根据工信部公布的 2017 年前三季度医药制造子行业的业绩显示，前三季度中药饮片行业收入保持了较高的增长速度，增速达 17.20%，其次是化学药品原料药、卫生材料及医药用品等；而化学药品制剂、中成药、制药专用设备、医疗仪器设备及器械制造均低于行业平均增速。从利润端情况看，生物药品行业受疫苗行业回暖的影响，刚需得以释放，同时流通渠道改革的完成带来利润的高速增长，全年增速为 26.26%，系利润总额增长最快的子行业。

图 1：2017 年前三季度医药制造子行业收入及利润增速

单位：亿元、%



资料来源：中华人民共和国工业和信息化部，中诚信证评整理

2017 年，我国继续推进仿制药的一致性评价；国家通过深化审评审批制度改革，鼓励药品创新，未来研发实力突出的制药企业有望保持其竞争优势

近年来为提升国产制药水平，提高国产药品的有效性和安全性，国家在存量药品方面推进仿制药一致性评价，鼓励企业研发创新。2016 年 3 月国务院印发《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，提出进行一致性评价来提高仿制药质量；2017 年 12 月 29 日，CFDA 公布了首批通过一致性评价品种名单，共 17 个品规获批，通过仿制药一致性评价的品种将在采购、医保及生产等方面享受支持。通过一致性评价，行业集中度将得以提升。

2017 年 10 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》，从改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力、加强组织实施六大方面提出 36 条具体意见。同月，CFDA 发布《中华人民共和国药品管理法修正案（草案征求意见稿）》，将 MAH 写入法律并要求全面落实，MAH 可在一定程度上缓解目前“捆绑”管理模式下出现的问题，从源头上抑制制药企业的低水平重复建设，提高新药研发的积极性。

医保控费及医保目录方面，2017 年 1 月，国家发改委、卫计委、人社部三部委联合下发《关于推进按病种收费工作的通知》；2017 年 6 月，国务院办公厅又下发了《关于进一步深化基本医疗保险支

付方式改革的指导意见》，要求从 2017 年起，全面推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式。2017 年底，安徽、山西等多个省份陆续出台政策，按病种付费试点范围扩展明显提速。医保目录方面，2017 年 2 月，人社部发布新版医保目录，随后确定 44 个纳入医保目录谈判范围的医药名单；4 月，人社部发布《关于公开征求建立完善基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录动态调整机制有关意见建议的通知》，医保药品目录将进入动态调整阶段，常态化、动态化的医保用药准入退出机制，是新版医保目录的一大亮点，这将推动制药企业更关注产品的疗效、安全性与经济性之间的考量。

随着“两票制”在全国各省的全面推行，医药流通行业集中度将得以提升

医药流通方面，2017 年，“两票制”在各省全面推进，截至 2017 年末，福建、安徽、青海、重庆、上海等 20 个省份已经开始执行，2018 年初，广西、贵州、湖北、江西、宁夏、西藏、新疆和北京 8 个省/直辖市开始执行。此外，广东、河南、云南、甘肃将于 2018 年年内全面推行“两票制”。“两票制”的执行可最大限度压缩药品流通环节的长度和宽度，通过减少层层加价来降低药品价格，并通过加强对药品的监督来保障用药安全；医药流通行业领先的企业可通过资金优势、规模效益以及更健全的销售网络取得更大的优势，行业集中度将得以提升。

中诚信证评认为，一致性评价的推进与创新药研发的鼓励政策，对国产制药水平的提升有着重要的意义，研发实力突出的企业将保持其竞争优势。医保控费目标的建立及医保目录的动态调整政策，将对制药企业产品的疗效及经济性提出更高的要求。此外，随着“两票制”在全国各省的陆续执行，医药流通行业的集中度将得以提升。

业务运营

公司主要从事医药产品的研发、生产及销售业务，产品分为注射剂、固体制剂、原料药及其他产品四大类，涉及心脑血管系统疾病、抗肿瘤、骨伤

科疾病、妇科疾病等领域，共有 30 余个上市品种。其中心脑宁胶囊、乐脉丸、榄香烯乳状注射液及口服乳、镇痛活络酊、妇平胶囊为全国独家产品，公司进入国家医保目录的品种有 18 种，包括玻璃酸钠注射液、榄香烯注射液及口服乳、心脑宁胶囊、镇痛活络酊、注射用奥美拉唑钠、注射用克林霉素磷酸酯等产品。生产方面，截至 2018 年 3 月末，公司有 7 家制药企业共 22 条生产线通过 GMP 认证。

2017 年公司取得营业总收入 25.84 亿元，同比下降 2.15%。分行业看，制药业务当年实现营业收入 24.97 亿元，同比下降 2.28%，占营业收入的 96.66%；医疗服务业实现营业收入 0.83 亿元，同比增加 18.52%，占营业收入比重为 3.21%。分产品来看，2017 年公司注射剂实现收入 19.20 亿元，同比下降 5.40%；固体制剂收入 3.08 亿元，同比下降 3.19%；原料药收入 1.82 亿元，同比增加 14.59%。此外，2018 年一季度公司实现营业收入 3.83 亿元，同比增加 8.39%。

跟踪期内，公司主要产品重新招标密集，受招标降价影响，部分主要产品销量下滑；此外，公司通过对外投资积极搭建网络销售平台，寻求医疗领域的优质项目

公司注射剂业务为其最核心的业务，主要产品包括治疗心脑血管疾病的参芎葡萄糖注射液、治疗骨科疾病玻璃酸钠注射液、抗肿瘤领域的榄香烯注射液以及治疗心脑血管疾病的心脑宁胶囊。2017 年公司主要产品在全国大部分市场重新招标，在国家招标政策调控下以及医院二次议价的影响下，公司部分主打产品平均中标价格下降，导致公司全年销售收入有所下降。

重点产品方面，截至 2017 年末，公司参芎葡萄糖注射液中标 26 个省份，进入 26 个省份医保目录，中标均价为 50.58 元/瓶，同比下降 15.09%，销售渠道已覆盖县级（含县级）以上医院 4,840 家，覆盖医院数较上年减少 771 家。2017 年全年参芎葡萄糖注射液年产量为 2,815.26 万瓶，同比下降 10.79%，产能利用率为 70.38%；全年参芎葡萄糖注射液实现销售额 10.41 亿元，同比下降 16.62%。2018 年 1~3 月，参芎葡萄糖注射液实现销售额 0.87 亿元，

同比下降 22.56%。

表 1：2016~2017 年公司参芎葡萄糖注射液产销情况

	2016	2017
产能（万瓶）	4,500	4,000
产量（万瓶）	3,155.67	2,815.26
产能利用率（%）	70.13	70.38
销售收入（亿元）	12.56	10.47

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

玻璃酸钠注射液方面，2017 年公司玻璃酸钠注射液中标 31 个省份，进入全国医保目录，中标均价为 137.16 元/瓶，同比下降 9.42%，销售渠道已覆盖各级别医院 3,485 家，覆盖医院数较上年减少 96 家。2017 年公司玻璃酸钠注射液年产能仍为 450 万支，产量为 262.04 万支，同比下降 8.80%，产能利用率为 58.23%；销售方面，2017 年实现销售额 2.28 亿元，同比下降 25.18%。2018 年 1~3 月，玻璃酸钠注射液实现销售额 0.23 亿元，同比增加 16.56%。

表 2：2016~2017 年公司玻璃酸钠注射液产销情况

	2016	2017
产能（万瓶）	450	450
产量（万瓶）	287.31	262.04
产能利用率（%）	63.85	58.23
销售收入（亿元）	3.04	2.28

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

榄香烯注射液作为抗肿瘤领域的治疗性用药，被多个治疗指南收录，对于癌性胸腹水的症状有较好疗效，得益于此近年来榄香烯注射液销售保持良好的增长势头。2017 年公司榄香烯注射液中标 27 个省份，进入全国医保目录，中标均价为 124.46 元/瓶，同比上涨 0.59%。2017 年公司榄香烯注射液年产能未有变化，为 1,000 万支，产量为 585.01 万支，同比增长 38.69%，产能利用率为 58.50%。销售方面，2017 年榄香烯注射液实现销售额 4.84 亿元，同比增长 34.33%。2018 年 1~3 月，榄香烯注射液实现销售额 0.66 亿元，同比下降 19.49%。

表 3：2016~2017 年公司榄香烯注射液产销情况

	2016	2017
产能（万瓶）	1,000	1,000
产量（万瓶）	421.81	585.01
产能利用率（%）	42.18	58.50
销售收入（亿元）	3.60	4.84

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

心脑宁胶囊方面，2017 年公司心脑宁胶囊中标 28 个省份，进入全国医保目录，中标均价分别为 37.1 元/24 粒和 55.44 元/36 粒，价格分别同比下降 3.13%和 2.79%。销售方面，受益于慢性疾病用药习惯的影响，口服制剂心脑宁胶囊 2017 年心脑宁胶囊实现销售额 2.04 亿元，同比增长 16.45%。2018 年 1~3 月，榄香烯注射液实现销售额 0.42 亿元，同比增加 68.45%。

渠道建设和终端管控方面，公司进一步扩大营销网络的覆盖，推动渠道下沉。为缓解因国家招标政策调控而导致的价格下降等不利影响，通过建设医疗网络平台强化自营能力以及推广能力，逐步将代理、外包的医院转化为自营模式，拓宽终端市场渠道。跟踪期内，公司出资 2,700 万元人民币获得深圳市医易康云信息技术有限公司 20%的股权，公司拟通过该投资搭建在线医疗协同云平台和在线临床教育平台，探索新的药品销售推广方式。

此外，因自身药品研发周期较长，公司通过医疗产业基金投资大健康及医疗医药领域的优质项目。公司拟出资 6,000 万元人民币参与投资锦语投资（康景二期），截至 2017 年末，公司实际投资金额 3,000 万元，目前该基金已投资了营养治疗项目、抗肿瘤创新药项目及生物外科学研发项目。

跟踪期内公司加大对医疗健康板块的投入，由于投入期较长，初始投入成本较高，该业务板块盈利能力有待观察

公司医疗服务项目包括成都金沙医院、云南联顿骨科医院和云南联顿妇产医院。

2017 年公司向云南联顿医药有限公司（以下简称“联顿医药”）增资人民币 2.61 亿元，增资后公司占联顿医药 60%股权，公司投资资金定向用于收购云南联顿骨科医院有限公司及云南联顿妇产医院有限公司 100%股权以及用于旗下两家医院的装修建设和日常运营。云南联顿骨科医院于 2017 年 4 月投入试营业，目前已取得了云南省及昆明市医保门诊资质，计划 2018 年上半年取得住院部医保资质。此外，云南联顿妇产医院目前仍在建设中，预计于 2018 年投入试运营。2017 年联顿医药实现营业收入 8.15 亿元，实现净利润-0.30 亿元。

公司于 2014 年收购成都金沙医院，经过三年整合，目前运营模式较为成熟。2017 年成都金沙医院运行良好，完成体检中心、肛肠科、泌尿科的设立，与上级医疗机构开展多元化合作，实现业绩稳定增长。近年来成都金沙医院在成都市享有较好口碑，获得 2017 年度全年诚信民营医院荣誉，并入围全国百姓放心医院。

由于医院类医疗机构的投入期相对较长，初始投入成本高，品牌宣传需要时间沉淀，故公司整体医疗服务业务盈利能力仍有待观察。

公司持续加强创新研发，并推进在建项目的建设，未来研发投入的转化情况值得关注

研发方面，公司依旧坚持仿创结合的产品研发方针，加大研发投入，不断提升产品竞争力，并扩大心脑血管、抗肿瘤、精神类疾病储备新品种。具体来看，公司对现有已上市品种开展一致性评价及注射剂再评价工作，以提升现有品种的品质、资质。制剂研发方面，公司不断丰富产品线布局，截至 2017 年末公司合计在审评申报生产品种达到 14 个，在审评申报临床品种 5 个，新增获得 1 个制剂 2 个规格和 1 个原料的临床批件、4 个破壁饮片的备案标准号；新增已报生产品种 1 个，申报中药配方颗粒品种 15 个。截至 2017 年末，公司已有 4 个品种（含原料药），5 个规格的在研项目取得了临床批件，4 个原料药取得生产批件，4 个破壁饮片品种取得质量标准批复。截至 2017 年末，公司持有专利 178 项，其中发明专利 134 项。

公司还通过对外投资方式为进一步加强研发能力。2017 年公司向 Sunken Pharma,LLC 增资 800 万美元用于美国实验室的项目研发，增资后公司合计持有盛景美亚 50.69% 的股权。Sunken Pharma,LLC 是公司在美国投资的高端仿制药研发企业，其药品研发进度较快，2017 年完成了 1 个产品的 ANDA 申报，完成了两个产品的生物等效性实验与稳定性研究，并完成了 14 个产品的工艺及配方研究。由于 Sunken Pharma,LLC 2017 年尚处于研发投入阶段，未有产品销售收益，2017 年减少公司归属母公司净利润约 2,248 万元。

研发投入方面，2017 年度公司投入研发资金

1.84 亿元，占营业收入的 7.11%，比上年同期增长 1.44 个百分点。

表 4：2015~2017 年公司研发投入

	2015	2016	2017
研发投入总额（亿元）	0.88	1.50	1.84
研发支出收入占比（%）	3.56	5.67	7.11

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2018 年 3 月末，公司共有 2 个在建项目，主要工程包括新研发中心建设及生物药品生产线的建设，计划投资金额 3.64 亿元，仍需投资 2.68 亿元。

表 5：截至 2018 年 3 月末公司在建项目情况

单位：万元

名称	预投产日期	计划投资金额	已投入金额
研发中心项目	2018 年 12 月 31 日	24,211.02	3,006.29
生物药品生产线建设项目	2018 年 12 月 31 日	12,195.64	6,610.32
合计		36,406.66	9,616.61

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

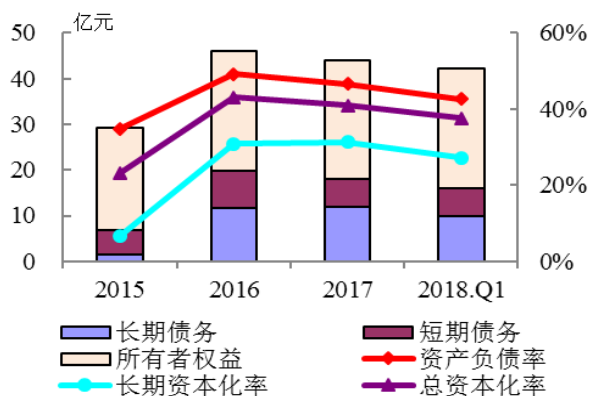
财务分析

下列分析主要基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年一季度报表。

资本结构

跟踪期内，因公司偿还债务以降低杠杆水平，其资产及负债规模均较上年有所下降。截至 2017 年末，公司资产总额 48.69 亿元，同比下降 5.17%。同期，公司负债总计为 22.69 亿元，同比下降 10.02%。因收购子公司导致少数股权资本公积下降，截至 2017 年末公司所有者权益为 26.00 亿元，较上年微降至 0.48%。从财务杠杆比率来看，2017 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 46.60%和 40.96%，分别较 2016 年末下降 2.52 个百分点和 2.14 个百分点，财务杠杆水平适中。另截至 2018 年 3 月末，公司资产总额为 46.03 亿元，所有者权益为 26.39 亿元，资产负债率和总资本化比率进一步下降至 42.66%和 37.56%。

图 2：2015~2018.Q1 末公司资本结构分析

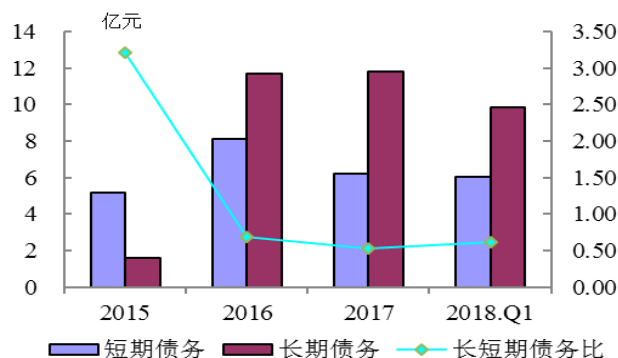


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产结构方面，公司资产以流动资产为主，截至 2017 年末，公司流动资产为 25.82 亿元，同比下降 19.27%，占总资产比重为 53.02%，同比下降 9.26 个百分点，主要系公司货币资金下降所致。同期末非流动资产为 22.87 亿元，同比增长 18.13%，主要系公司长期股权投资及固定资产增加所致。流动资产方面，公司流动资产主要由应收票据、应收账款、货币资金、预付款项和存货构成。截至 2017 年末，公司应收票据规模同比增长 19.39%至 8.68 亿元，主要为银行承兑票据；同期末公司应收账款为 6.50 亿元，同比下降 14.96%，前五大客户应收账款占比为 19.01%，集中度尚可；公司期末货币资金为 4.72 亿元，同比下降 60.72%，主要系主要系跟踪期内公司投资增加及归还银行借款所致；预付款项为 2.92 亿元，同比增加 57.98%，主要为预付的新产品技术转让费和医疗设备等；公司存货为 2.76 亿元，同比增加 16.87%，主要为原材料、在产品及库存商品。非流动资产方面，公司非流动资产主要由商誉、固定资产和长期股权投资构成，其中 2017 年末公司商誉余额为 7.06 亿元，跟踪期内未有变化；由于部分生产线项目完工转入固定资产，公司产品产能得到较好提升，导致 2017 年末公司固定资产增加 59.39%至 7.03 亿元；此外，公司以股权投资的方式增加对仿制药公司、医疗产业基金以及医疗云平台的投资，2017 年末公司长期股权投资账面价值 3.19 亿元，同比增加 55.12%。另截至 2018 年 3 月末，公司流动资产 23.21 亿元，较上年末下降 10.10%，占总资产比重进一步减少至 50.42%，非流动资产为 22.82 亿元，同比小幅下降 0.24%。

负债结构方面，公司负债主要由其他应付款、应付账款及有息债务构成。截至 2017 年末，公司其他应付款余额 1.24 亿元，同比减少 24.74%，主要为单位往来款；同期末应付账款为 1.14 亿元，同比增加 2.88%，主要为未结算的采购款。债务规模方面，截至 2017 年末，公司总债务为 18.04 亿元，较上年末减少 8.85%，公司长短期债务比为 0.53 倍，较上年减少 0.16 倍，主要系公司归还短期银行借款所致。截至 2018 年 3 月末，公司总债务为 15.87 亿元，长短期债务比为 0.61 倍，债务规模进一步下降。总的来看，公司债务规模与较长的研发周期相适应，债务期限结构较为合理。

图 3：2015~2018.Q1 末公司债务结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2017 年公司降低财务杠杆水平，其资产及债务规模有所下降，负债水平合理，财务结构较为稳健。

盈利能力

受主要产品招标降价及中标省份减少影响，2017 年公司取得营业总收入 25.84 亿元，同比下降 2.15%。其中制药业务仍然是公司主要的收入来源，当年实现营业收入 24.97 亿元，较上年下降 2.28%，占当年总营业收入的 96.66%。分产品来看，2017 年公司注射剂实现收入 19.20 亿元，同比下降 5.40%，主要受参芎葡萄糖注射液和玻璃酸钠注射液收入规模下滑影响；固体制剂收入 3.08 亿元，同比下降 3.19%；原料药收入 1.82 亿元，同比增加 14.59%。2018 年一季度公司实现营业收入 3.83 亿元，同比增加 8.39%。

毛利率方面，2017 年公司营业毛利率较为稳定且保持较高水平，为 78.62%，较上年下降 0.25 个百分点，分产品来看，注射剂、固体制剂和原料药

的毛利率分别为 87.06%、61.74%和 41.77%，分别同比上升 0.62 个百分点、下降 0.04 个百分点和上升 6.10 个百分点。2018 年 1~3 月，公司毛利率为 70.42%。

期间费用方面，2017 年公司期间费用合计 17.58 亿元，主要系销售费用，当年公司销售费用支出 13.50 亿元，同比上升 8.57%，主要是进行营销队伍改革及扩大营销网络所致。此外，公司同期财务费用为 0.92 亿元，同比增长 42.09%，主要因计提公司债券利息。2017 年，公司三费收入占营业收入的比重为 68.05%，同比上升 7.69 个百分点。2018 年 1~3 月，公司期间费用为 2.26 亿元，三费收入占比为 59.10%。整体来看，期间费用对利润侵蚀严重，公司期间费用控制能力有待提升。

表 6：2015~2018.Q1 公司期间费用分析

	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	12.21	12.43	13.50	1.18
管理费用	2.64	2.85	3.16	0.83
财务费用	0.48	0.65	0.92	0.26
三费合计	15.33	15.94	17.58	2.26
营业总收入	24.59	26.41	25.84	3.83
三费收入占比 (%)	62.35	60.35	68.05	59.10

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额情况来看，因营业收入下降及期间费用对利润侵蚀严重，2017 年公司实现经营性业务利润 2.30 亿元，同比下降 48.43%。此外，2017 年公司获得政府补助 0.31 亿元，对公司营业利润形成一定补充。2017 年公司利润总额为 2.50 亿元，同比下降 46.91%。2017 年公司取得净利润 1.82 亿元，同比下降 52.28%，所有者权益收益率为 7.12%，同比下降 7.73 个百分点。2018 年 1~3 月，公司利润总额为 0.28 亿元，实现净利润 0.15 亿元。

总体来看，受主要产品招标降价及中标省份减少影响，公司营业收入下降。此外，因期间费用对利润侵蚀严重，公司利润总额及净利润大幅下降，整体盈利能力有所弱化。

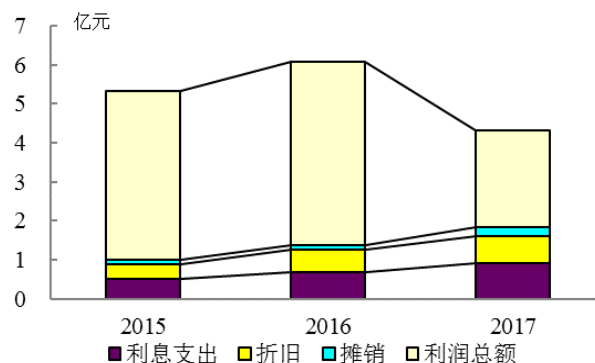
偿债能力

2017 年公司适当降低杠杆幅度，债务规模有所下降。截至 2017 年末，公司总债务为 18.04 亿元，

同比下降 8.85%，其中短期债务和长期债务分别为 6.21 亿元和 11.83 亿元，分别同比下降 23.25%和增加 1.10%，长短期债务比为 0.53 倍。截至 2018 年 3 月末公司总债务为 15.87 亿元，长短期债务比为 0.61 倍。

从主要偿债指标来看，2017 年公司 EBITDA 为 4.33 亿元，同比下降 28.68%，EBITDA/营业总收入为 16.75%，获现能力有所弱化。EBITDA 对债务本息的保障能力方面，2017 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 4.17 倍和 4.66 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度较强。

图 4：2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从现金流角度看，2017 年公司经营活动净现金流状况持续好转，为 1.52 亿元，同比增加 1,130.47%，主要系银行承兑汇票到期变现所致。2017 年公司经营活动净现金/利息支出为 1.63 倍，经营净现金流/总债务为 0.08 倍，其经营性净现金流对债务覆盖程度较弱。

表 7：2015~2018.Q1 公司部分偿债能力指标

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
短期债务（亿元）	5.16	8.09	6.21	6.04
长期债务（亿元）	1.61	11.70	11.83	9.83
总债务（亿元）	6.77	19.79	18.04	15.87
经营活动净现金流（亿元）	0.92	0.12	1.52	1.08
EBITDA（亿元）	5.32	6.07	4.33	-
总债务/EBITDA (X)	1.27	3.26	4.17	-
经营净现金流/总债务 (X)	0.14	0.01	0.08	0.27
EBITDA 利息倍数 (X)	10.68	8.87	4.66	-
经营净现金流/利息支出 (X)	1.85	0.18	1.63	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家金融机构保持着良好的合作关系，进一步增强了对偿债的保障程度。截至 2018 年 3 月末，公司已获得银行共计 8.06 亿

元的授信额度，未使用额度为 0.15 亿元，备用流动性一般。

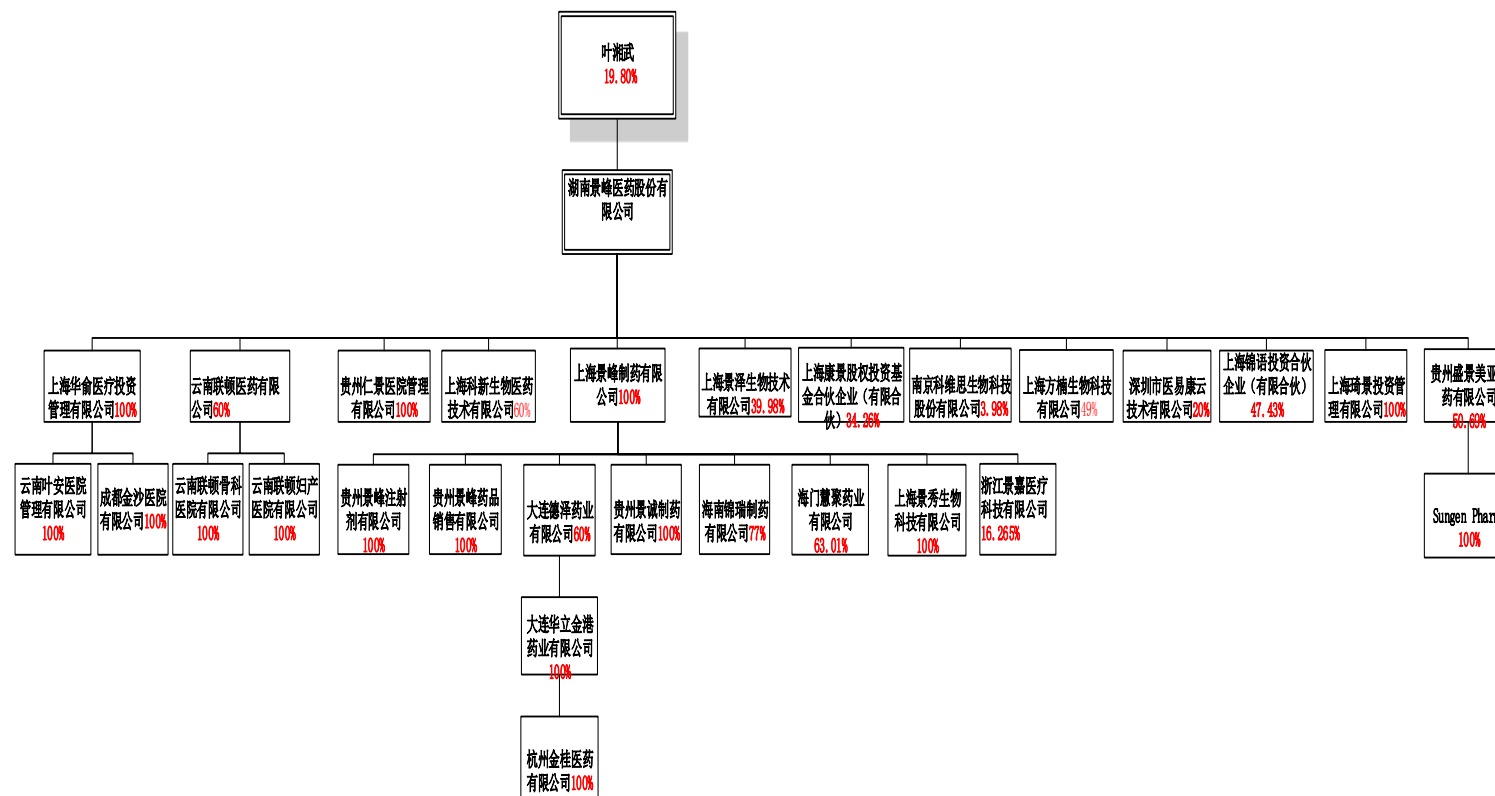
或有负债方面，截至 2018 年 3 月末，公司对子公司的担保为 0.25 亿元，除此之外，公司无其他对外担保。此外，公司无重大对外诉讼等或有负债事项。

综合而言，公司降低杠杆比率，其资产规模及收入规模均有所下降。2017 年公司受招标降价影响，公司收入规模减少，同时受三费侵蚀影响，整体盈利能力有所下滑。但考虑到公司核心产品竞争力较强，获现能力尚可，仍可对债务本息形成较强的覆盖。

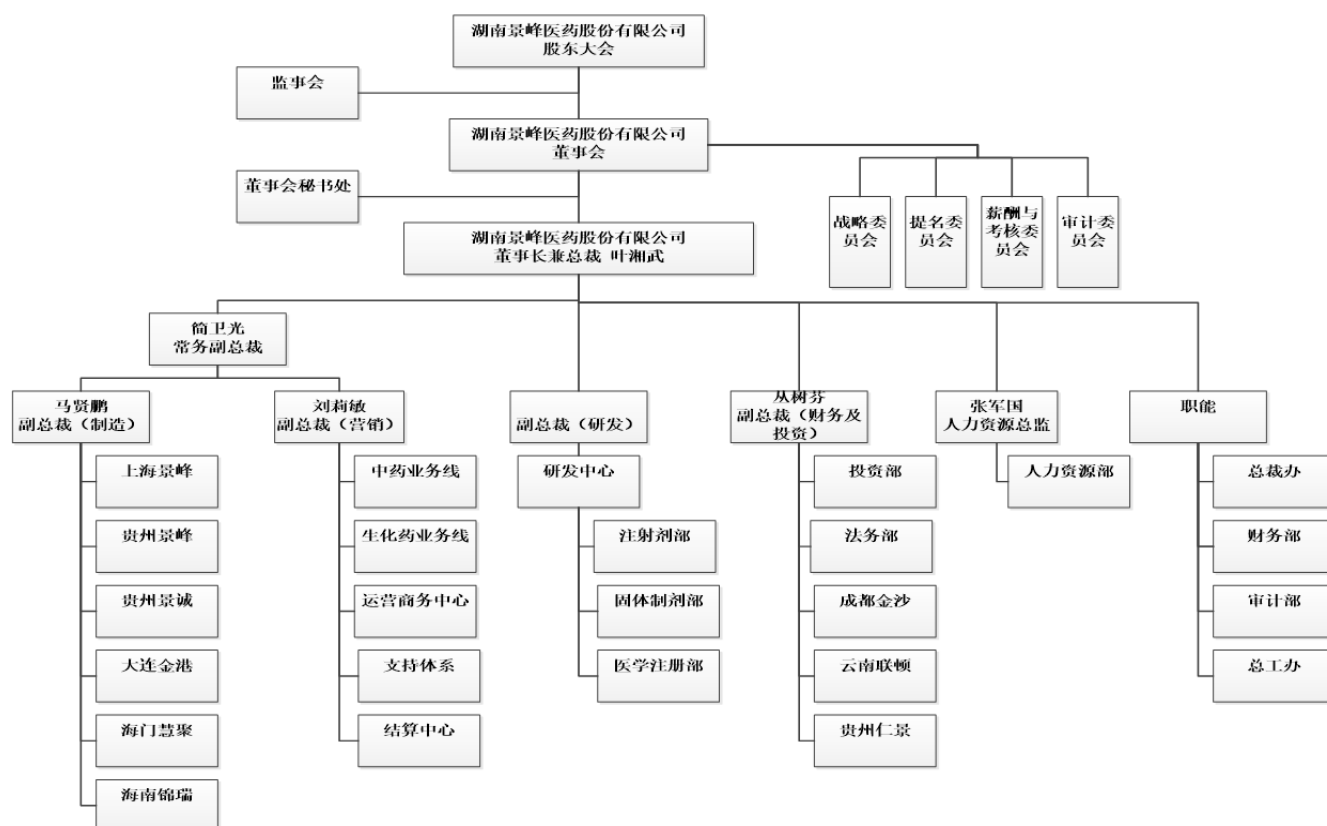
结 论

综上，中诚信证评维持景峰医药的主体信用等级 **AA**，评级展望稳定；维持“湖南景峰医药股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级 **AA**。

附一：湖南景峰医药股份有限公司股权结构图（截至2018年3月31日）



附二：湖南景峰医药股份有限公司组织结构图（截至2018年3月31日）



附三：湖南景峰医药股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	51,971.34	120,192.04	47,212.54	28,212.03
应收账款净额	62,766.86	76,398.54	64,966.51	71,574.88
存货净额	16,090.41	23,624.26	27,610.75	29,512.96
流动资产	193,359.12	319,775.53	258,155.28	232,081.71
长期投资	23,586.05	22,060.49	34,028.24	33,658.98
固定资产合计	48,386.48	66,768.38	78,497.25	77,099.09
总资产	344,264.75	513,400.75	486,876.43	460,260.98
短期债务	51,645.00	80,936.16	62,120.00	60,449.00
长期债务	16,080.00	116,988.75	118,279.57	98,296.14
总债务（短期债务+长期债务）	67,725.00	197,924.90	180,399.57	158,745.14
总负债	120,057.05	252,163.37	226,886.26	196,366.13
所有者权益（含少数股东权益）	224,207.70	261,237.38	259,990.16	263,894.85
营业总收入	245,903.87	264,050.36	258,365.23	38,298.14
三费前利润	195,703.59	203,915.18	198,787.01	26,323.81
投资收益	282.90	-297.66	-350.95	272.14
净利润	37,019.35	38,810.44	18,521.69	1,540.21
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	53,248.31	60,683.04	43,277.54	-
经营活动产生现金净流量	9,236.75	1,232.46	15,165.04	10,767.74
投资活动产生现金净流量	-73,644.12	-47,620.82	-60,505.70	-5,493.70
筹资活动产生现金净流量	94,926.18	114,444.12	-27,494.78	-24,214.95
现金及现金等价物净增加额	30,519.06	68,220.70	-72,979.50	-19,000.50
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	81.15	78.82	78.62	70.42
所有者权益收益率（%）	16.51	14.86	7.12	2.33
EBITDA/营业总收入（%）	21.65	22.98	16.75	-
速动比率（X）	1.82	2.29	2.20	2.15
经营活动净现金/总债务（X）	0.14	0.01	0.08	0.27
经营活动净现金/短期债务（X）	0.18	0.02	0.24	0.71
经营活动净现金/利息支出（X）	1.85	0.18	1.63	-
EBITDA 利息倍数（X）	10.68	8.87	4.66	-
总债务/EBITDA（X）	1.27	3.26	4.17	-
资产负债率（%）	34.87	49.12	46.60	42.66
总债务/总资本（%）	23.20	43.11	40.96	37.56
长期资本化比率（%）	6.69	30.93	31.27	27.14

注：1、上述所有者权益含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2018 年一季度经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务以及所有者权益收益率指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

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）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

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。