

2016 年浙江康恩贝制药股份有限公司

面向合格投资者公开发行公司

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員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員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评级的变化情况。

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
【439】号 01

债券简称：16 康恩贝

债券剩余金额：
11 亿元

债券到期日期：
2021 年 09 月 26 日

债券偿还方式：
每年付息一次，到期一
次还本

分析师

姓名：
秦风明 刘书芸

电话：
021-51035670

邮箱：
qinfm@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资
信评估有限公司公司债
券评级方法，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

2016 年浙江康恩贝制药股份有限公司面向合格投资者公开发 行公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 06 月 21 日	2017 年 05 月 31 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对浙江康恩贝制药股份有限公司（以下简称“康恩贝”或“公司”）及其 2016 年 9 月 26 日面向合格投资者公开发行的公司债券（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。该评级结果是考虑到公司作为国内知名药企，具有较强品牌优势；2017 年公司现代中药和植物药板块销售收入增长较快，主营业务提供稳定现金流，刚性负债规模持续下降，债务结构趋于稳健，定向增发使得公司资本实力有所增强。同时鹏元也关注到，医保控费等政策推进对辅助用药等药品生产企业或将产生较大影响，期间销售费用增长较快侵蚀公司盈利等风险因素。

正面：

- 公司作为国内知名药企，具有较强品牌优势。公司是国内医药行业的知名企业之一，多年来位居国家制药百强和中药十强企业，是国家中药现代化科技产业（浙江）基地示范企业，在各自细分领域市场的占有率位居行业前列。
- 医药制造业务收入和盈利增长较快。2017 年公司现代中药和植物药板块整体销售规模增长较快，收入规模达到 32.57 亿元，同比增幅 33.68%。部分主导产品如丹参川芎嗪注射液、肠炎宁系列、复方鱼腥草合剂销售收入增速均超 50%。2017 年公司主营业务毛利率 72.69%，较上年增长 24.75 个百分点。
- 主营业务提供稳定现金流，刚性负债规模持续下降，债务结构趋于稳健。公司主营业务持续贡献稳定现金流，2017 年公司经营活动现金净流入 7.12 亿元；2017 年公司资产负债率下降 9.20 个百分点，有息债务总额同比下降 19.43%。

- **定向增发使得公司资本实力得到一定提升。**2017 年 12 月公司向特定对象非公开发行 15,659.02 万股，每股发行价格为人民币 6.98 元，共计募集资金 109,299.96 万元，募集资金净额为 107,553.97 万元，资本实力得到一定提升。

关注：

- **医保控费政策的推进对辅助用药等药品生产企业或将产生较大影响。**医保控费政策包括医院控制药占比、医院医保费用限额拨付、按病种付费等，随着政策的进一步推进，对辅助类药品的生产企业或将产生较大影响。
- **销售费用增长较快侵蚀公司盈利。**受“两票制”政策实施影响及营销队伍、市场网络开发和品牌建设的大力投入，2017 年公司销售费用同比增长 48.59%，2017 年公司销售费用率为 43.14%，较上年增加 17.61 个百分点，销售费用的增加侵蚀公司盈利。

主要财务指标：

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
总资产（万元）	957,565.91	942,022.12	849,521.17	956,879.86
归属于母公司所有者权益合计（万元）	599,647.04	572,892.88	430,461.80	414,147.58
有息债务（万元）	146,178.30	160,390.34	199,072.09	245,847.93
资产负债率	36.14%	37.97%	47.17%	52.29%
流动比率	2.15	2.00	1.41	1.17
速动比率	1.76	1.61	1.17	0.94
营业收入（万元）	178,225.83	529,396.68	602,037.11	530,197.01
营业利润（万元）	31,716.29	90,681.91	47,638.59	56,345.28
利润总额（万元）	31,832.86	89,611.60	53,449.28	61,050.05
综合毛利率	75.26%	72.63%	47.97%	53.19%
总资产回报率	-	10.75%	7.13%	9.39%
EBITDA（万元）	-	118,253.30	87,589.55	92,117.98
EBITDA 利息保障倍数	-	17.71	7.83	6.50
经营活动现金流净额（万元）	13,354.92	71,226.70	96,970.61	83,126.00

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及 2018 年未经审计 1 季报，鹏元整理

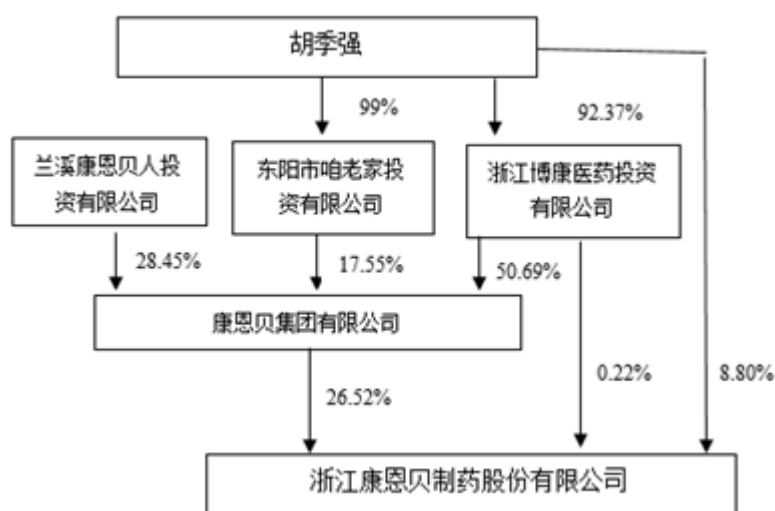
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2016年9月26日发行5年期（3+2）11亿元公司债券，票面利率为3.17%。本期债券募集资金已全部用于偿还银行贷款和补充流动资金。

二、发行主体概况

2017年12月公司向特定对象非公开发行15,659.02万股，每股发行价格为人民币6.98元，共计募集资金109,299.96万元，募集资金净额为107,553.97万元，其中计入股本15,659.02万元，资本公积（股本溢价）91,894.95万元，公司总股本变更为266,732.02万股。公司控股股东康恩贝集团有限公司持股比例为28.17%，公司实际控制人仍为自然人胡季强。截至2018年3月末，公司产权及实际控制关系如下图所示。

图1 截至2018年3月末公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供

公司子公司浙江金华康恩贝生物制药有限公司（以下简称“金华康恩贝”）与杭州康盟投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“康盟投资”）签订托管经营协议，自2016年1月1日起至2017年12月31日，托管其持有的浙江耐司康药业有限公司（以下简称“耐司康公司”）全部95.95%股权并负责耐司康公司的生产经营管理，托管期限暂为2年，托管期限到期后，可以延长托管期，并约定托管期限内或期满时，若耐司康公司达到正常生产经营状况，并且可持续经营不存在法律障碍，规范运营不存在重大缺陷的条件下康盟投资向金华康恩贝公司转让其持有的耐司康公司全部股权。由于金华康恩贝已持有耐司康公司

4.05%股权，托管以后实际控制耐司康公司100%股权。金华康恩贝2017年度收取50万元的固定托管费。2017年度耐司康公司销售客户有所增加，实现营业收入11,536.47万元，同比增长141.11%，但经营亏损2,227.50万元，同比减少亏损2,179.34万元。2017年12月，金华康恩贝公司与康盟投资以及耐司康公司共同签订了《关于浙江耐司康药业有限公司之委托经营管理协议》，金华康恩贝接受康盟投资委托，自2018年1月1日起至2019年12月31日继续托管康盟投资所持有的耐司康公司所有股权，并负责耐司康公司的生产经营管理，因此纳入合并范围。

2017年公司合并范围新设两家公司贵州拜特医药销售有限公司和弋阳县锦枫药材发展有限公司，其中贵州拜特医药销售有限公司由子公司贵州拜特制药有限公司（以下简称“贵州拜特”）投资设立，弋阳县锦枫药材发展有限公司由控股子公司江西天施康中药股份有限公司之子公司江西康恩贝中药有限公司投资设立，截至2017年末公司一级子公司未发生变化。

表1 2017年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

新增子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
贵州拜特医药销售有限公司	100%	4,000.00	药品销售	新设成立
弋阳县锦枫药材发展有限公司	100%	1,500.00	主要经营原生中药材购销及相关技术、信息咨询服务等	新设成立

资料来源：公司2017年审计报告

截至2017年12月31日，公司资产总额为942,022.12万元，所有者权益为584,365.87万元，资产负债率为37.97%；2017年度，公司实现营业收入529,396.68万元，利润总额89,611.60万元，经营活动现金净流入71,226.70万元。

截至2018年3月31日，公司资产总额为957,565.91万元，所有者权益为611,481.04万元，资产负债率为36.14%；2018年1季度，公司实现营业收入178,225.83万元，利润总额31,832.86万元，经营活动现金净流入13,354.92万元。

三、运营环境

2017年我国医药产业规模继续稳步增长，产业发展态势整体向好

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，医药行业保持稳定增长。

根据中华人民共和国国家发展和改革委员会产业协调司相关网站数据统计，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。

医保控费政策继续推进，辅助用药、中药注射剂等药品生产企业或面临业绩下滑压力

不合理用药、滥用药物及检查等原因导致医保费用浪费，医保控费应运而生。目前针对医保控费主要政策有三，一是医院控制药占比¹，二是医院医保费用限额拨付²，三是按病种付费³。在医保控费的压力下，多地着手建立重点监控药品制度，辅助用药、中药注

¹ 药占比=药品收入/（药品收入+医疗收入+其他收入）

² 相关部门每年会分配给每家医院一定的医保限额，这些额度被医院层层分解到科室直至医生身上。

³ 按病种收费，就是从患者入院，按病种治疗管理流程接受规范化诊疗，达到临床疗效标准后出院，整

射剂等成为监管部门重点监控的药品类型。广东省卫计委在《通知》中指出，对能量及营养成分补充药物、免疫增强剂、脑循环与促智药、活血化瘀类药物、中药注射剂、抗肿瘤辅助药等，以及本医疗机构认为有必要列入重点监控的其他药品进行遴选，编制本机构重点药品监控目录。上海市卫计委发布的《关于进一步加强本市医疗机构重点监控药品管理的通知》指出重点监控的品类：包括抗菌药物、中药注射剂、抗肿瘤药物、辅助性药品、营养性药品以及其他价格高、用量大的药品等。

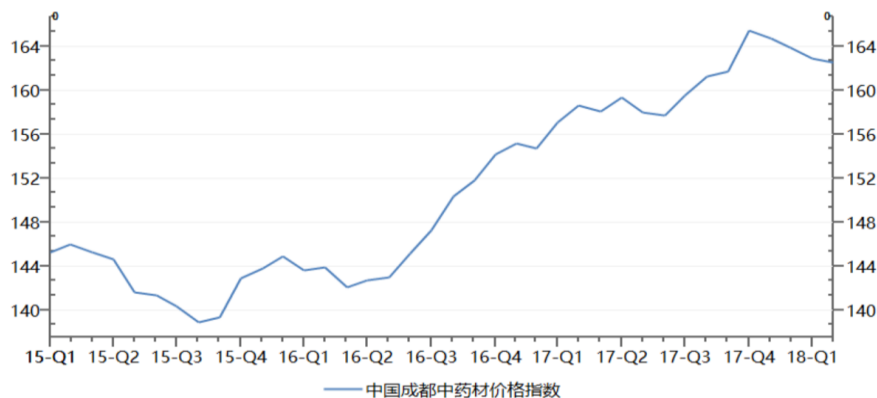
2017年按病种付费政策继续推进。2017年初，国家发改委印发《关于推进按病种收费工作的通知》(发改价格〔2017〕68号)，明确规定“各地二级及以上公立医院都要选取一定数量的病种实施按病种收费，城市公立医院综合改革试点地区2017年底前实行按病种收费的病种不少于100个。”并附上320个备选病种。2017年6月20日，国务院办公厅印发《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》(国办发〔2017〕55号)，部署从2017年起，进一步加强医保基金预算管理，全面推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式；要求各地选择一定数量的病种实施按病种付费，国家则选择部分地区开展按疾病诊断相关分组(DRGs)付费试点。

2018年上半年，除西藏外，全国30个省(自治区、直辖市)已发文落实国务院办公厅《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》，细化各地执行按病种付费的病种数等。未来随着医保控费相关政策的进一步推进，辅助用药、中药注射剂等药品生产企业或面临业绩下滑压力。

中药材价格整体呈波动上涨趋势，进一步加大中药生产企业的成本控制压力

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、急抢救用药、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

2017年公司实现主营业务收入52.81亿元，同比下降12.07%，系公司2016年末处置所持浙江珍诚医药在线股份有限公司（以下简称“珍诚医药⁴”）全部57.25%股权后，不再将其纳入合并报表范围内，导致公司2017年度医药商业收入大幅减少所致。医药制造业是公司主要收入来源，2017年公司医药制造业收入50.70亿元，较上年增长30.45%，占公司主营业务收入的96.01%。2016年12月公司转让珍诚医药股权后不再将珍诚医药纳入公司合并报表范围内，导致公司2017年度医药商业板块收入大幅减少，同时增值服务收入为零，而2016年度增值服务主要系珍诚医药公司供应链金融及云联千商等增值业务服务费收入。2018年一季度，公司医药制造板块实现收入17.38亿元，医药商业实现收入0.40亿元。

毛利率方面，2017年除其他产品毛利率小幅下降外，公司其他业务板块毛利率均较上年有所上升。同时由于2017年毛利率较低的医药商业收入占比大幅减少，使得当年主营业务毛利率较上年增长24.75个百分点。2018年一季度，受销售占比较大的现代中药与植物药毛利率提升影响，公司主营业务毛利率持续上升。

同时需关注公司期间销售费用增长的情况，跟踪期内由于公司子公司贵州拜特为适应“两票制”政策进行了销售模式转型，加大了市场网络开发及专业化学术推广等投入销售费用增加较快。根据公司提供的子公司贵州拜特财务报表，2017年贵州拜特销售费用为4.97亿元较上年增加4.48亿元，增长率为907.25%，贵州拜特2017年销售收入10.50亿元，较上年增加4.90亿元，增长率为156.48%，销售费用占营业收入比重由2016年的7.70%增加至47.34%，销售费用的增速远大于收入的增速，且占收入比重呈现较大的提升，需关注贵州拜特销售费用增加较快的情况。

表3 公司主营业务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
----	-----------	-------	-------

4 珍诚医药 2015 年营业收入 23.20 亿元，2016 年营业收入 20.02 亿元。

	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
医药制造业	173,809.93	76.81%	507,024.08	75.53%	388,679.22	71.27%
现代中药与植物药	118,319.70	81.02%	325,738.33	79.51%	243,667.37	72.93%
化学药品	41,082.21	80.12%	124,321.33	82.62%	107,744.80	80.57%
原料药	9,525.73	15.13%	38,630.35	23.67%	27,883.33	21.22%
其他产品	4,882.29	67.26%	18,334.07	65.85%	9,383.73	69.94%
医药商业	3,990.74	7.51%	21,067.07	4.49%	209,670.9	4.16%
增值服务	-	-	-	-	2,201.84	97.40%
合计	177,800.67	75.25%	528,091.14	72.69%	600,551.96	47.94%

资料来源：公司 2016-2017 年年报、公司提供，鹏元整理

2017年公司现代中药与植物药销售收入增幅较大，是公司收入主要来源；化学药较上年变化不大，原料药和其他产品收入继续为公司收入提供有益补充

公司主要从事药品研发、制造及批发与经销业务，已经形成以现代中药和植物药为核心，特色化学药为重要支撑的产品结构。跟踪期内公司业务范围未发生较大变化，业务经营模式主要为医药工业模式，公司是国内医药行业的知名企业之一，多年来位居国家制药百强和中药十强企业，是国家中药现代化科技产业（浙江）基地示范企业。公司在植物药（含中成药）与特色化学药制剂和原料药等领域，实现了从研发、生产到销售的全产业链覆盖。公司在心脑血管、消化系统、抗感染、呼吸系统、泌尿系统等中国药品市场最具规模和成长力的治疗领域，形成了较为完善的产品布局，重点产品“恤彤”丹参川芎嗪注射液、“天保宁”银杏叶制剂等心脑血管类产品，“金奥康”奥美拉唑肠溶胶囊、“康恩贝”肠炎宁系列等消化道系统产品，“前列康”普乐安片/胶囊和“必坦”盐酸坦索罗辛缓释胶囊等泌尿系统产品，及“金康”汉防己甲素片、“金笛”复方鱼腥草合剂、“珍视明”四味珍层冰硼滴眼液等在各自细分领域市场的占有率位居行业前列。2017年公司市场销售过5亿元的品牌产品或品种系列由上年的1个增加到2个，其中1个超过10亿元。公司的市场地位进一步提升。公司经营发展中一直注重品牌建设，已培育形成了康恩贝、前列康、天保宁、金奥康、阿乐欣、珍视明、夏天无、肠炎宁、天施康、恤彤等多个著名品牌及其系列产品。2017年末公司在销药品165个（按通用名统计），其中纳入《国家基本药物目录》产品28个，省级增补基药产品58个，83个产品纳入国家级《基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，另有45个品种纳入省级《基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》。

公司于2017年4月启动了康恩贝大品牌大品种工程，规划将用5年时间至少培育10个销售达到或超过10亿元的大品牌大品种。为实施推进项目需要，公司创新管理体制和机制，成立了大品牌大品种工程总指挥部，由董事长任总指挥，聘任了各个品牌（品种）项目的

指挥长统一指挥调度。公司构建了大品牌大品种项目的目标责任与考核激励管理体系；制定和细化各项目进度表、管理制度，编制了各项目计划书，梳理重点问题与障碍，做好系统化配套工作，加强采购、种植、研发、生产、销售全产业链环节的高效协同，为工程的实施推进提供保障。

2017年由于贵州拜特制药有限公司（以下简称“贵州拜特”）丹参川芎嗪注射液因执行“两票制”下的价格政策收入同比增长较大，及公司主要现代中药与植物药产品销量及销售单价也有不同程度增长，公司现代中药和植物药板块整体销售规模增长加快，收入达到32.57亿元，同比增幅33.68%。部分主导产品如丹参川芎嗪注射液、肠炎宁系列、复方鱼腥草合剂销售收入增速均超50%，麝香通心滴丸、汉防己甲素片也呈现较快增长，销售收入同比增长超30%；珍视明滴眼液同比增长约22.04%。前列康普乐安产品销售收入由于处在市场策略调整适应期和终端竞争优势不足等因素，销售收入微增0.90%。天保宁银杏叶制剂受部分省区重新招投标、医院限量、限方，及零售市场竞品低价竞争等影响，销量同比下降6.90%，销售收入同比下降9.68%。丹参川芎嗪注射液销售收入增长65.72%，主要系执行两票制下的价格政策以各地实际中标价或“两票制”政策下的价格开票销售，但受医保控费及中药注射剂医保使用限制等政策变化影响，销量同比下降10.42%。2017年公司化学药收入12.43亿元，较上年增长15.38%，增量主要由金奥康、阿乐欣、乙酰半胱氨酸泡腾片和必坦贡献。公司的原料药2017年实现收入3.86亿元，同比增长38.54%，主要系硫酸阿米卡星及硫酸大观霉素销售大幅增长，及金华康恩贝公司托管经营合并报表的浙江耐司康药业有限公司原料药销售收入同比增加6,751万元所致。

表4 2016-2017 年公司主要药品销售情况（单位：万元、万瓶、万盒、万袋、万支）

药品	2017 年		2016 年	
	收入	销量	收入	销量
现代植物药	325,738.33	-	243,667.37	-
丹参川芎嗪注射液	103,512.67	8,070.63	62,462.48	9,009.54
肠炎宁系列	53,223.15	7,658.70	34,176.10	4,429.61
天保宁银杏叶制剂	23,936.46	1,896.40	26,501.67	2,036.96
前列康普乐安产品	18,591.12	1,806.66	18,425.76	2,042.40
汉防己甲素	23,513.93	485.28	17,700.13	364.27
牛黄上清胶囊	10,525.92	625.73	11,383.32	699.38
珍视明滴眼液	9,299.01	956.59	7,619.64	845.97
麝香通心滴丸	11,700.98	596.31	8,445.35	422.70
复方鱼腥草合剂	17,816.35	1,458.43	7,751.83	807.45
化学药品	124,321.33	-	107,744.80	-
金奥康	47,083.78	2,016.05	45,267.10	1,817.42

阿乐欣	17,395.57	2,341.50	16,280.75	2,101.24
必坦	14,089.50	1,240.29	11,222.87	1,146.26
原料药	38,630.35	-	27,833.33	-
硫酸阿米卡星	18,867.99	16.03	13,205.84	11.59

资料来源：公司提供

其他产品主要系下属江西天施康中药股份有限公司的子公司江西珍视明药业有限公司眼罩、眼贴等眼健康产品销售。主要包括公司“珍视明”品牌产品系列，包括眼罩、眼贴、眼部护理等产品，主要通过电商B2C模式销售，该类型的产品与药品的性质不同，市场化程度较高，价格和销量主要受产品的质量、品牌等因素影响，借助互联网商业的快速发展，2017年电商产品销售增长继续加快，公司的眼罩、眼贴、眼部护理产品有望继续保持较快增长。

公司药品制造生产线的质量标准较高，产能较充足，但产能利用率相对不足

公司的生产基地分布较广，生产过程涵盖制药行业的全产业链，从植物药材的培育、种植、加工、提纯到药品的配制、生产。广泛分布的生产基地有利于药品采购和销售，全产业链的生产模式能够降低一定的成本，同时也能控制药材质量。由于需要的药材种类较多，公司自主生产的药材只有少数几种，比例较小。

加工工艺方面，公司生产线的标准化程度较高，公司已有生产线及已建成的新车间全部通过新版GMP认证。目前公司的生产线主要有片剂生产线、胶囊剂生产线、颗粒剂、针剂生产线和滴丸剂生产线几种，从近两年情况来看，公司目前的产能较充足，但产能利用率相对不足。

表5 2016-2017 年公司的产能情况

年度	剂型	原料药	片剂	胶囊剂	颗粒剂	口服液	小容量注射剂	单剂量合剂	滴丸剂
	单位	吨	亿片	亿粒	亿袋	亿支	亿支	亿盒	亿丸
2017年	产能	592.00	78.79	42.24	2.99	1.43	3.89	0.64	1.66
	产量	429.36	40.33	13.84	0.84	0.67	1.71	0.12	1.21
	产能利用率(%)	72.53	51.18	32.76	28.09	46.72	44.07	18.07	72.59
2016年	产能	499.00	78.79	42.24	2.99	1.43	3.89	0.10	1.76
	产量	266.27	35.06	13.21	1.01	0.97	1.48	0.06	0.85
	产能利用率(%)	53.36	44.50	31.27	33.78	67.83	38.05	60.00	48.30

资料来源：公司提供

2016年公司转变战略，暂时放缓外延扩张，专注于整合前期收购的子公司，发展内部的研发、生产和销售能力，做大做强已有的药品品牌。2017年公司持续投入资金推进生产

线的改进和建设，目前在建的较大项目有金华康恩贝的国际化先进制药项目、杭州康恩贝公司生物科技产业发展基地等，新建项目能够提高公司的生产能力、工艺水平，2017年末公司主要在建项目累计投入6.52亿元。截至2017年末公司杭州康恩贝公司生物科技产业发展基地主体已完工，金华康恩贝公司大观霉素产业国际化项目及现代植物药产业园中药提取扩建项目已完工。

表6 截至2017年末公司主要的非股权投资项目情况（单位：万元）

项目名称	项目金额	已投资额	资金来源	项目进度
金华康恩贝公司国际化先进制药基地项目	113,537.21	9,918.27	自筹资金	在建
杭州康恩贝公司生物科技产业发展基地	28,480.00	26,364.63	自筹资金及银行借款	主体完工
金华康恩贝公司大观霉素产业国际化项目（含污水改造）	10,692.62	9,396.30	自筹资金	完工
现代植物药产业园中药提取扩建项目	6,500.00	6,923.53	自筹资金	完工
云南希陶公司曲靖分公司GMP生产线扩建及改造工程建设	6,280.00	4,885.59	自筹资金	在建
现代植物药产业园生产配套辅助设施项目	5,950.00	4,103.97	自筹资金	在建
康恩贝中药公司口服液自动化生产线扩产改造项目	4,570.20	3,632.46	自筹资金	在建
合计	176,010.03	65,224.75		

资料来源：公司2017年年报，鹏元整理

2017年公司的研发投入进一步增加，研发实力进一步加强

2017年公司的研发投入继续增长，研发投入占营业收入的比重有所上升。2017年末，公司及其子公司开展的项目中，各类在研项目98项，其中化学药48个品种，包括仿制药35个，创新药13个。项目进度方面，有11个品种进入CDE审评阶段，3个品种正在等待排队审评，2个品种基本完成审评。2017年公司重点开展的一致性评价工作，共立项19项，其中两项完成上报工作，其余各项正稳步开展中。中药在研项目40余项，创新药2项，着重开展大品种大品牌的二次开发，以提升产品质量标准，优化控制工艺。2017年公司累计获得临床批件1项，生产批件3项。大型医药公司通常都有较高的研发投入，与同行业相比，公司的研发投入处于中间水平。

表7 2016-2017年公司的研发投入情况

项目	2017年	2016年
研发投入合计（万元）	15,109.94	13,218.11
研发投入占营业收入比例（%）	2.85%	2.20%
研发投入占净资产比例（%）	2.59%	2.95%

资料来源：公司2016-2017年年报

表8 2017 年公司研发投入与同行业对比情况

同行业可比公司	研发投入金额（万元）	占营业收入比例	占净资产比例
哈药股份	19,815.91	1.65%	2.65%
云南白药	8,403.54	0.35%	0.46%
同仁堂	21,896.64	1.64%	1.66%
白云山	37,328.75	1.78%	1.94%
丽珠集团	57,550.11	6.75%	5.12%
康恩贝	15,109.94	2.85%	2.59%

资料来源：Wind资讯，鹏元整理

剥离珍诚医药后，医药商业销售收入大幅减少

公司医药商业业务主要指通过公司自己医药销售平台代理销售其他公司的医药产品，医药商业销售则主要由子公司珍诚医药和上海康恩贝医药有限公司负责，公司剥离公司珍诚医药后，医药商业销售收入大幅减少。

珍诚医药是国内首批B2B医药电商之一，公司于2014年和2015年分两次收购其57.25%股权，合计成本50,380万元。珍诚医药利用自身的物流配送体系为医药第二终端、第三终端⁵及医药分销企业提供分销服务，目标市场以基层医疗机构、药店及下游分销商为主。由于受国家互联网药品销售政策、医药商业流通“两票制”和2014年11月以来央行多次降准降息的不利影响，珍诚医药经营出现较大困难，业绩大幅下滑，加上按照有关规定计提资产减值损失4,361.08万元（其中主要为部分供应链金融增值服务业务涉及诉讼），2016年度亏损1,853.65万元。为减少珍诚医药经营业绩滑坡对上市公司的不利影响，消除其经营发展不确定性给公司带来的风险，公司于2016年12月23日召开临时股东大会审议通过决议，将持有的珍诚医药全部57.25%股份转让给关联方博康公司⁶，转让价格为34,505万元。剥离珍诚医药后，2017年公司医药商业销售收入大幅减少。2017 年医药商业销售收入为21,067.07万元，主要由子公司上海康恩贝医药有限公司和金华市益康医药有限公司贡献。

增值服务主要为珍诚医药供应链金融增值服务及云联千商⁷等增值业务服务费收入。2016年公司增值服务收入2,201.84万元，同比下降8.14%，系由于供应链金融增值服务业务在市场利率持续下降的背景下盈利空间缩小，同时受整体经济、医药行业增速及景气度下降影响，风险持续增加，珍诚医药控制缩减该项业务规模，以防范供应链金融相关业务风险。随着公司转让珍诚医药的股权，公司的增值服务业务也随之停止。

⁵ 医药第一终端为城市医院，第二终端为城市药店，第三终端为诊所、村镇医院、乡村药房等其他医药销售终端。

⁶ 公司实际控制人胡季强持有博康公司 92.37%的股份。

⁷ 云联千商：标的公司运用互联网、物联网、GIS、云计算、SaaS 软件等新一代信息技术，拟在全国区域内整合 1000 家地方性小型医药商业公司，实现产品共享、服务共享、平台共享、区域独享。盈利模式大体分为产品贸易价差和增值服务收入。经营产品和服务包括公司全部经营范围。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（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2018年未经审计的一季报，报告均采用新会计准则编制。2017年合并报表范围新增加两家子公司，贵州拜特医药销售有限公司和弋阳县锦枫药材发展有限公司。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，整体结构较为合理

2017年末，公司的总资产942,022.12万元，较上年增长10.89%，其中流动资产占比49.94%，较上年增长4.36个百分点。

公司的流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款和存货构成。货币资金主要为银行存款，其中除3,337.11万元使用受限，货币资金受限比率较低。应收票据主要为银行承兑汇票，2017年末增长6.43%。应收账款主要为对下游药企和代理商的应收款项，2017年公司应收账款规模较2016年大幅增长73.84%，主要系公司整体销售规模增加，以及子公司贵州拜特公司因为两票制影响销售模式转型导致应收账款规模大幅增加，2017年末前五大应收对象为浙江英特药业有限责任公司、西藏长江医药有限公司、陕西光大药业集团股份有限公司、上药控股有限公司、沈阳圣康医药有限公司，前五大应收账款余额占比为12.10%，应收账款集中度较低；2017年末公司按账龄组合分析的应收账款账期在1年以内的比例为95.01%，1-2年的比例为1.44%，2-3年的比例为0.52%，3年以上的比例为3.03%，公司2017年计提坏账准备1,502.93万元。公司存货主要为原材料、在产品和库存商品，2017年末存货增长37.27%，主要系子公司磐安康恩贝药材发展有限公司、金华益康医药有限公司战略采购红参、银杏叶等中药材导致期末库存增加，及为保证产品及时供货销售，部分产品库存有所增加所致。

公司的非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产和商誉构成。长期股权投资为公司持有的少数股权，所属行业以药品行业为主，另外包括一家互联网公司和一家小额信贷公司，长期股权投资账面价值减少系权益法下确认的投资损失合计34.47万元，同时公司获得现金股利240万，公司长期股权投资规模较大，存在一定投资损失风险。固定资产主要为房屋和机器设备，2017年的增长主要源于在建工程转入37,558.44

万元；截至2017年末，公司的房屋和设备使用状况良好，其中账面价值20,246.04万元的固定资产已用于借款抵押，未办妥产权证书的股东资产账面价值合计46,441.33万元。在建工程为公司在建的部分扩产、改进项目，建设进度良好，2017年共投入20,572.71万元，转固37,558.44万元，在建工程期末账面价值有所减少。无形资产主要为土地使用权和专利权，2017年公司购置包括土地使用权、专利权等增加1,484.14万元，2017年末公司的无形资产账面价值中30,936.96万元为土地使用权，15,463.39万元为专利权，其中账面价值6,424.68万元的土地已对外抵押。公司商誉为合并子公司时形成，2017年未发生变化。

表9 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	204,783.52	21.39%	216,794.69	23.01%	191,205.99	22.51%
应收票据	41,790.05	4.36%	41,645.48	4.42%	39,130.10	4.61%
应收账款	109,836.04	11.47%	91,119.75	9.67%	52,415.73	6.17%
存货	86,951.80	9.08%	91,166.58	9.68%	66,415.82	7.82%
流动资产合计	478,163.97	49.94%	466,184.04	49.49%	383,396.09	45.13%
长期股权投资	56,393.72	5.89%	56,491.49	6.00%	56,765.95	6.68%
固定资产	223,854.75	23.38%	226,033.99	23.99%	196,027.00	23.07%
在建工程	36,669.52	3.83%	34,480.56	3.66%	46,379.44	5.46%
无形资产	45,414.12	4.74%	46,498.36	4.94%	48,190.74	5.67%
商誉	91,309.94	9.54%	91,309.94	9.69%	91,309.94	10.75%
非流动资产合计	479,401.94	50.06%	475,838.09	50.51%	466,125.08	54.87%
资产总计	957,565.91	100.00%	942,022.12	100.00%	849,521.17	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及 2018 年未经审计 1 季报，鹏元整理

资产运营效率

2017年公司受珍诚医药不再纳入合并报表范围的影响，运营效率有所下降

2017年公司资产规模有所增长，受珍诚医药2016年12月起不再纳入公司合并报表范围影响，公司2017年营业收入和成本相对有所下降，2017年除应收账款周转天数下降外，存货和应付账款周转天数有所上升，2017年公司净营业周期为170.45天，较2016年上升88.37天，资产运营效率指标下降。由于整体收入下降及资产规模的上升，2017年公司总资产周转天数上升，整体运营效率有所下降。

表10 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2017年	2016年
应收账款周转天数	48.80	51.28

存货周转天数	195.75	94.27
应付账款周转天数	74.10	63.48
净营业周期	170.45	82.08
流动资产周转天数	288.87	263.21
固定资产周转天数	143.50	112.23
总资产周转天数	609.14	540.09

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

珍诚医药不再纳入合并范围，公司收入有所下降，但整体盈利指标向好

2017年公司医药制造板块的收入和毛利率有所上升，2017年公司资产减值损失为2,747.69万元，主要为计提坏账损失和存货跌价损失合计。2017年公司公允价值和投资收益变化较大，主要系公司按照《企业会计准则第22号—金融工具确认和计量》的处理原则，将2017年度实际已支付的收购贵州拜特公司股权或有对价64,721.61万元中原计入“公允价值变动损益”科目的或有对价转入“投资收益”科目列报，金额为33,008.02万元。2017年公司实现其他收益5,996.21万元，系公司根据新修订的《政府补助准则》，将2017年度与日常活动有关的政府补助共计5,996.21万元列报于“其他收益”。

表11 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	178,225.83	529,396.68	602,037.11
资产减值损失	13.73	2,747.69	9,590.72
公允价值变动收益	1,852.69	31,580.78	-6,892.70
投资收益	1,055.10	-33,584.29	-2,330.30
其他收益	1,426.63	5,996.21	-
营业利润	31,716.29	90,681.91	47,605.75
利润总额	31,832.86	89,611.60	53,449.28
综合毛利率	75.26%	72.63%	47.97%
销售费用	90,018.30	228,364.91	153,691.51
期间费用率	58.11%	53.89%	35.69%
营业利润率	17.80%	17.13%	7.91%
营业收入增长率	62.51%	-12.07%	13.55%
净利润增长率	76.14	80.62%	-19.77%
总资产回报率	-	10.75%	7.13%
净资产收益率	-	14.13%	8.93%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及 2018 年未经审计 1 季报，鹏元整理

跟踪期内公司在维护渠道等方面加大对营销团队建设、市场网络开发、终端促销等力

度，另外贵州拜特为适应“两票制”政策逐步进行销售模式转型，加大市场网络开发、专业化学术推广等投入以保持市场占有率使得销售费用同比增长较大，2017年公司销售费用同比增长48.59%，以销售费用为主的期间费用较上年增长32.79%，同时珍诚医药不再纳入合并报表后，营业收入下降，2017年公司期间费用率为53.89%，较上年增加18.21个百分点，由于销售费用的增加导致整体期间费用增加侵蚀公司盈利。2016年珍诚医药实现收入20.02亿元，但营业利润为亏损2,507.35万元，综合毛利率仅为5.26%。剥离珍诚医药后，公司的营业收入规模下降，公司实现营业收入52.94 亿元，较上年同期减少12.07%，由于珍诚医药主要为从事商业销售，盈利能力较弱，业务剥离后，按照剔除上年末处置的珍诚医药并表因素后可比口径，营业收入比上年同期增长31.75%，营业成本较上年同期增长17.26%，公司综合毛利率、营业利润率、总资产回报率和净资产收益率的指标均向好。

表12 2016 年珍诚医药主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016 年
营业收入	200,210.85
营业利润	-2,507.35
综合毛利率	5.26%
期间费用率	4.30%
营业利润率	-1.25%

资料来源：公司提供

现金流

公司主营业务贡献稳定现金流，现金流趋于稳健

2017年公司净利润规模大幅增加，非付现费用和非经营损益较上年下降规模较小，整体经营性现金流入情况较好，2017年公司的FFO为10.78亿元，较上年增长19.68%，主营业务的现金流贡献能力增强。

2017年公司的厂房、设备等固定资产投资按计划进行，全年完成投资金额不大，当年投资活动现金净流出53,781.91万元，主要系2017年公司支付收购贵州拜特公司股权之追加对价款项64,721.61万元，其中51%部分计入投资活动支付的现金。

由于经营活动现金流有较大现金流入，2016年公司对债务进行了净偿还，全年筹资活动现金流净额为-7.02亿元，2017年公司偿还规模减少，筹资活动净流入6,353.97万元。

表13 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
净利润	72,997.48	40,414.34
FFO	107,826.90	90,095.37

营运资本变化	-36,600.23	7,278.55
其中：存货减少（减：增加）	-26,111.76	11,041.37
经营性应收项目的减少（减：增加）	-61,048.50	16,996.84
经营性应付项目的增加（减：减少）	50,560.03	-20,759.66
经营活动产生的现金流量净额	71,226.70	96,970.61
投资活动产生的现金流量净额	-53,781.91	48,096.16
筹资活动产生的现金流量净额	6,353.97	-70,237.31
现金及现金等价物净增加额	23,675.01	75,002.23

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

2017年公司负债总额持续下降，短期债务比重下降，资本结构趋于稳健

2017年公司定增募集资金净额为10.76亿元，再加之盈余积累，2017年所有者权益较上年增长30.20%；2017年公司刚性负债规模持续下降，负债总额较上年下降10.74%，产权比率较上年末下降28.07个百分点，2018年3月末，产权比率进一步下降至56.60%，所有者权益对负债的覆盖能力上升，资本结构趋于稳健。

表14 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	346,084.87	357,656.26	400,699.89
所有者权益	611,481.04	584,365.87	448,821.27
产权比率	56.60%	61.20%	89.28%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及 2018 年未经审计 1 季报，鹏元整理

2017年公司负债总额357,656.26万元，其中流动负债余额232,617.45万元，同比减少14.15%，非流动负债余额125,038.81万元，同比下降3.63%，流动负债占比由2016年末的67.62%下降至65.04%。

公司的流动负债主要有短期借款、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债。短期借款为短期银行借款，2017年末短期借款余额48,600.00万元，较上年下降43.28%，其中信用借款25,800.00万元、抵押借款20,300.00万元、保证借款2,500.00万元。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债即为公司拟向贵州拜特原股东支付的补偿对价，2017年为16,180.40万元。应付账款主要为公司应付的货款及工程款、设备款等，2017年余额同比增加10.50%。其他应付款主要为应付的销售费用、押金保证金等，2017年其他应付款增加62.80%，系公司子公司贵州拜特公司逐步实行销售模式转型，加大了专业的学术推广等投入导致期末应计未付费用增加，及公司整体销售收入增加期末应计未付费用相应增加所致，根据贵州拜特公司财务报表

2017年贵州拜特销售费用较2016年增加近4.48亿元，需关注公司贵州拜特其他应付款增加额及相关销售费用增加较多的情况。2017年一年内到期的非流动负债750.00万元，系一年内到期长期借款重分类。

公司的非流动负债主要为应付债券。公司的长期借款全部为抵押借款。应付债券为公司于2016年9月发行的5年期公司债券，票面利率3.17%。

表15 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	35,100.00	10.14%	48,600.00	13.59%	85,680.00	21.38%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	16,180.40	4.68%	16,180.40	4.52%	78,408.80	19.57%
应付账款	34,772.96	10.05%	31,314.86	8.76%	28,340.29	7.07%
其他应付款	94,102.20	27.19%	80,590.12	22.53%	49,503.81	12.35%
一年内到期的非流动负债	1,100.00	0.32%	750.00	0.21%	-	-
流动负债合计	222,326.24	64.24%	232,617.45	65.04%	270,953.87	67.62%
长期借款	625.42	0.18%	1,725.42	0.48%	4,225.42	1.05%
应付债券	109,352.88	31.60%	109,314.92	30.56%	109,166.67	27.24%
非流动负债合计	123,758.62	35.76%	125,038.81	34.96%	129,746.02	32.38%
负债合计	346,084.87	100.00%	357,656.26	100.00%	400,699.89	100.00%
有息负债	146,178.30	42.24%	160,390.34	44.84%	199,072.09	49.68%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及 2018 年未经审计 1 季报，鹏元整理

2017年公司偿付了部分短期借款和长期借款，整体有息债务规模下降，2018年3月末，长、短期借款进一步下降。

由于主营业务贡献稳定的现金流，以及定增后权益资金上升，资产负债率同比下降9.20个百分点，2018年一季度末进一步下降，债务水平持续下降。公司在2017年及2018年一季度偿还部分短期借款后，流动比率和速动比率持续上升。流动资产对流动负债的覆盖能力持续增强。2017年公司EBITDA利息保障倍数大幅上升，息税前利润对利息支付覆盖能力大幅增强。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
资产负债率	36.14%	37.97%	47.17%
流动比率	2.15	2.00	1.41
速动比率	1.76	1.61	1.17
EBITDA（万元）	-	118,253.30	87,589.55
EBITDA 利息保障倍数	-	17.71	7.83
有息债务/EBITDA	-	1.36	2.27

经营现金流/流动负债和	6.01%	30.62%	35.79%
经营现金流/负债总额	3.86%	19.91%	24.20%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及 2018 年未经审计 1 季报，鹏元整理

六、评级结论

跟踪期内，医药行业改革稳步推进，中医药行业发展获得政策和立法支持，公司作为国内知名药企，具有较强品牌优势。2017年公司现代中药和植物药板块整体销售规模增长较快，主营业务提供稳定现金流，刚性负债规模持续下降，债务结构趋于稳健，公司定向增发实施，资本实力得到一定提升；同时鹏元也关注到，医保控费政策的推进对辅助用药等药品生产企业或将产生较大影响，销售费用增长较快侵蚀公司盈利。

经综合分析，鹏元维持本期债券的信用等级为AA+，维持康恩贝的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	204,783.52	216,794.69	191,205.99	179,697.59
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	16,277.40	14,401.95	7,147.67	7,923.17
应收票据	41,790.05	41,645.48	39,130.10	51,409.16
应收账款	109,836.04	91,119.75	52,415.73	119,104.33
预付款项	8,624.29	2,610.97	4,365.73	14,190.12
应收利息				653.89
其他应收款	8,498.38	4,533.24	20,830.24	4,523.53
存货	86,951.80	91,166.58	66,415.82	97,643.15
其他流动资产	1,402.49	3,911.38	1,884.82	21,814.70
流动资产合计	478,163.97	466,184.04	383,396.09	496,959.63
非流动资产：				
可供出售金融资产	3,305.60	3,305.60	3,305.60	352.61
长期股权投资	56,393.72	56,491.49	56,765.95	42,687.54
固定资产	223,854.75	226,033.99	196,027.00	179,341.37
在建工程	36,669.52	34,480.56	46,379.44	44,327.00
工程物资	16.13	15.19	19.75	7.62
固定资产清理	193.26	193.26	193.26	193.26
生产性生物资产	2,496.87	2,459.69	2,461.61	1,833.72
无形资产	45,414.12	46,498.36	48,190.74	58,958.23
商誉	91,309.94	91,309.94	91,309.94	107,875.54
长期待摊费用	4,111.06	1,784.14	642.23	692.20
递延所得税资产	11,496.89	10,984.65	17,009.26	17,557.20
其他非流动资产	4,140.08	2,281.21	3,820.31	6,093.94
非流动资产合计	479,401.94	475,838.09	466,125.08	459,920.23
资产总计	957,565.91	942,022.12	849,521.17	956,879.86
流动负债：				
短期借款	35,100.00	48,600.00	85,680.00	113,248.85
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	16,180.40	16,180.40	78,408.80	65,889.76
应付票据	4,948.03	4,279.12	1,039.54	13,696.79
应付账款	34,772.96	31,314.86	28,340.29	82,125.53
预收款项	4,682.72	10,810.38	8,976.99	11,603.69
应付职工薪酬	4,641.41	8,033.86	6,940.19	4,907.48
应交税费	15,622.80	21,729.47	9,975.06	9,576.83
应付利息	1,798.43	1,016.45	1,307.79	2,177.29

应付股利	9,377.29	9,312.79	781.40	710.25
其他应付款	94,102.20	80,590.12	49,503.81	42,649.12
一年内到期的非流动负债	1,100.00	750.00		79,410.66
流动负债合计	222,326.24	232,617.45	270,953.87	425,996.25
非流动负债:				
长期借款	625.42	1,725.42	4,225.42	53,188.42
应付债券	109,352.88	109,314.92	109,166.67	
长期应付款	88.75	87.89	87.80	88.89
递延所得税负债	3,103.35	2,899.85	3,259.53	6,658.67
递延收益-非流动负债	10,116.52	10,507.58	12,377.66	13,659.71
其他非流动负债	471.70	503.14	628.93	754.72
非流动负债合计	123,758.62	125,038.81	129,746.02	74,350.40
负债合计	346,084.87	357,656.26	400,699.89	500,346.65
所有者权益(或股东权益):				
实收资本(或股本)	266,732.02	266,732.02	251,073.00	167,382.00
资本公积金	92,598.69	92,598.69	6,768.31	98,438.60
其它综合收益	-23.98	9.96	51.14	13.05
盈余公积金	28,516.49	28,516.49	22,698.55	18,424.92
未分配利润	211,823.82	185,035.72	149,870.80	129,889.01
归属于母公司所有者权益合计	599,647.04	572,892.88	430,461.80	414,147.58
少数股东权益	11,834.00	11,472.99	18,359.47	42,385.63
所有者权益合计	611,481.04	584,365.87	448,821.27	456,533.21
负债和所有者权益总计	957,565.91	942,022.12	849,521.17	956,879.86

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及 2018 年未经审计 1 季报

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
营业总收入	178,225.83	529,396.68	602,037.11	530,197.01
营业收入	178,225.83	529,396.68	602,037.11	530,197.01
营业总成本	150,961.01	442,631.01	545,208.36	461,625.91
营业成本	44,094.11	144,901.60	313,250.44	248,209.93
税金及附加	3,289.85	9,664.60	7,510.34	5,434.79
销售费用	90,018.30	228,364.91	153,691.51	145,070.09
管理费用	12,590.44	50,656.35	51,054.40	43,619.39
财务费用	954.59	6,295.86	10,110.94	12,978.18
资产减值损失	13.73	2,747.69	9,590.72	6,313.53
其他经营收益	2,907.79	-2,003.51	-9,223.00	-12,225.83
公允价值变动净收益	1,852.69	31,580.78	-6,892.70	-32,482.84
投资净收益	1,055.10	-33,584.29	-2,330.30	20,257.01
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-97.76	-34.47	-394.18	-126.62
资产处置收益	117.04	-76.46		
其他收益	1,426.63	5,996.21		
营业利润	31,716.29	90,681.91	47,638.59	56,345.28
加：营业外收入	144.72	408.43	7,723.76	6,666.68
减：营业外支出	28.15	1,478.74	1,880.23	1,961.91
其中：非流动资产处置净损失			181.52	119.75
利润总额	31,832.86	89,611.60	53,449.28	61,050.05
减：所得税	5,080.20	16,614.11	13,034.94	10,679.05
净利润	26,752.66	72,997.48	40,414.34	50,371.00
持续经营净利润	26,752.66	72,997.48		
减：少数股东损益	-35.45	1,885.86	-3,692.61	6,333.85
归属于母公司所有者的净利润	26,788.11	71,111.62	44,106.95	44,037.15

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及 2018 年未经审计 1 季报

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
经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	167,924.43	516,812.16	623,828.39	533,668.67
收到的税费返还	379.68	2,192.51	2,310.54	947.70
收到其他与经营活动有关的现金	5,316.34	9,202.75	16,516.06	29,667.37
经营活动现金流入小计	173,620.45	528,207.42	642,654.99	564,283.74
购买商品、接受劳务支付的现金	35,334.70	120,044.21	275,711.41	227,692.88
支付给职工以及为职工支付的现金	21,741.80	74,215.83	63,809.34	53,338.36
支付的各项税费	30,245.83	79,723.81	72,279.08	72,273.59
支付其他与经营活动有关的现金	72,943.20	182,996.88	133,884.55	127,852.91
经营活动现金流出小计	160,265.53	456,980.73	545,684.38	481,157.74
经营活动产生的现金流量净额	13,354.92	71,226.70	96,970.61	83,126.00
投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	7,826.25	20,340.34	8,058.50	26,395.90
取得投资收益收到的现金		447.86	570.91	780.22
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	695.62	476.20	47.20	2,144.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额		16,907.45	4,213.66	
收到其他与投资活动有关的现金	10.31	245.24	81,974.52	3,149.49
投资活动现金流入小计	8,532.18	38,417.09	94,864.80	32,469.62
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	7,674.75	29,179.91	23,182.62	28,697.25
投资支付的现金	6,705.63	30,011.08	23,586.01	29,618.57
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		33,008.02		16,509.05
支付其他与投资活动有关的现金	4,854.12			80,039.42
投资活动现金流出小计	19,234.50	92,199.00	46,768.64	154,864.29
投资活动产生的现金流量净额	-10,702.32	-53,781.91	48,096.16	-122,394.68
筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	462.00	108,399.96	400.00	194,115.92
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	462.00		400.00	1,195.89
取得借款收到的现金	13,200.00	56,500.00	148,315.76	233,180.31
收到其他与筹资活动有关的现金		668.49	1,091.19	1,020.00
发行债券收到的现金			109,120.00	
筹资活动现金流入小计	13,662.00	165,568.45	258,926.95	428,316.23
偿还债务支付的现金	27,450.00	95,330.00	284,815.27	185,085.85
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	484.30	32,170.89	33,520.71	37,293.91
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润		362.80	5,285.23	7,001.52

支付其他与筹资活动有关的现金		31,713.59	10,828.27	117,179.69
筹资活动现金流出小计	27,934.30	159,214.48	329,164.26	339,559.45
筹资活动产生的现金流量净额	-14,272.30	6,353.97	-70,237.31	88,756.78
汇率变动对现金的影响	34.08	-123.74	172.76	65.33
现金及现金等价物净增加额	-11,585.63	23,675.01	75,002.23	49,553.44
期初现金及现金等价物余额	213,457.58	189,782.58	114,780.35	65,226.91
期末现金及现金等价物余额	201,871.95	213,457.58	189,782.58	114,780.35

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及 2018 年未经审计 1 季报

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	72,997.48	40,414.34	50,371.00
加：资产减值准备	2,747.69	9,590.72	6,313.53
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	18,517.46	18,094.75	13,849.43
无形资产摊销	3,176.52	4,948.58	3,557.11
长期待摊费用摊销	269.99	189.50	217.31
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	61.46	54.05	89.60
固定资产报废损失	420.78	48.60	
公允价值变动损失	-39,832.79	6,892.70	32,482.84
财务费用	6,810.00	9,776.41	11,450.54
投资损失	41,836.29	2,330.30	-20,257.01
递延所得税资产减少	1,181.71	-1,335.20	-5,785.02
递延所得税负债增加	-359.69	-909.38	-556.80
存货的减少	-26,111.76	11,041.37	-20,846.64
经营性应收项目的减少	-61,048.50	16,996.84	-17,497.92
经营性应付项目的增加	50,560.03	-20,759.66	29,738.05
其他		-403.31	
间接法-经营活动产生的现金流量净额	71,226.70	96,970.61	83,126.00
现金的期末余额	213,457.58	189,782.58	114,780.35
减：现金的期初余额	189,782.58	114,780.35	65,226.91
间接法-现金及现金等价物净增加额	23,675.01	75,002.23	49,553.44

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
应收账款周转天数	-	48.80	51.28	58.25
存货周转天数	-	195.75	94.27	114.18
应付账款周转天数	-	74.10	63.48	80.98
净营业周期	-	170.45	82.08	91.44
流动资产周转天数	-	288.87	263.21	242.64
固定资产周转天数	-	143.50	112.23	109.90
总资产周转天数	-	609.14	540.09	538.70
综合毛利率	75.26%	72.63%	47.97%	53.19%
期间费用率	58.11%	53.89%	35.69%	38.04%
营业利润率	17.80%	17.13%	7.91%	10.63%
总资产回报率	-	10.75%	7.13%	9.39%
净资产收益率	-	14.13%	8.93%	12.69%
产权比率	56.60%	61.20%	89.28%	109.60%
资产负债率	36.14%	37.97%	47.17%	52.29%
流动比率	2.15	2.00	1.41	1.17
速动比率	1.76	1.61	1.17	0.94
EBITDA（万元）	-	118,253.30	87,589.55	92,117.98
EBITDA 利息保障倍数	-	17.71	7.83	6.50
有息债务/EBITDA	-	1.36	2.27	2.67

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及 2018 年未经审计 1 季报，鹏元整理

附录五 截至 2017 年末纳入公司合并范围的子公司明细（单位：万元）

子公司名称	业务性质	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
杭州康恩贝制药有限公司	制造业	100.00		同一控制下企业合并
浙江康恩贝医药销售有限公司	商业	100.00		同一控制下企业合并
云南希陶绿色药业股份有限公司	制造业	69.58	30.42	同一控制下企业合并
贵州拜特制药有限公司	制造业	100.00		非同一控制下企业合并
贵州拜特医药销售有限公司	商业		100.00	新设
浙江天保药材发展有限公司	中药材、银杏的研究、种植	100.00		新设
东阳市康恩贝印刷包装有限公司	制造业	100.00		新设
金华市益康医药有限公司	商业	100.00		非同一控制下企业合并
磐安康恩贝药材发展有限公司	商业	100.00		新设
香港康恩贝国际有限公司	商业	100.00		新设
内蒙古康恩贝药业有限公司	制造业	100.00		非同一控制下企业合并
浙江康恩贝中药有限公司	制造业	99.00		同一控制下企业合并
浙江金华康恩贝生物制药有限公司	制造业	97.69		同一控制下企业合并
上海康恩贝医药有限公司	商业	80.00		非同一控制下企业合并
湖北康恩贝医药有限公司	商业	20.00	58.00	同一控制下企业合并
杭州贝罗康生物技术有限公司	药品研发	70.00		新设
邳州众康银杏科技有限公司	制造业	51.00		非同一控制下企业合并
江西天施康中药股份有限公司	制造业	59.00		非同一控制下企业合并
玉山金康医药科技有限公司	制造业		100.00	同一控制下企业合并
CONBA USA INC.	药品研发		100.00	新设
浙江金康医药有限公司	商业		80.00	新设
兰溪康宏商贸有限公司	商业		100.00	新设
浙江康恩贝药品研究开发有限公司	药品研发		100.00	同一控制下企业合并
浙江英诺珐医药有限公司	商业		100.00	同一控制下企业合并
杭州建军经济信息咨询有限公司	服务业		80.00	新设
杭州山岚健康信息咨询有限公司	服务业		90.00	新设
云南云杏生物科技有限公司	制造业		100.00	新设
云南滇源珍草中药饮片有限责任公司	制造业		100.00	新设
昆明康恩贝医药有限公司	商业		100.00	同一控制下企业合并

江西康恩贝中药有限公司（原弋阳制药有限公司）	制造业		100.00	同一控制下企业合并
弋阳县锦枫药材发展有限公司	种植业		100.00	新设
江西天施康医药贸易有限公司	商业		100.00	同一控制下企业合并
江西天施康生态中药种植公司	种植业		100.00	新设
抚州贝尔药品包装有限公司	制造业		60.00	同一控制下企业合并
江西珍视明药业有限公司	制造业	18.75	81.25	同一控制下企业合并
江西珍视明光学有限公司	制造业		100.00	同一控制下企业合并
浙江耐司康药业有限公司	制造业		4.05	托管合并

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

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

三、展望符号及定义

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