



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪730号

贵州益佰制药股份有限公司：

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“贵州益佰制药股份有限公司公开发行2017年公司债券（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，维持贵公司本次发债主体信用等级为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

二零一八年六月二十七日

贵州益佰制药股份有限公司 公开发行 2017 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2018）

发行主体	贵州益佰制药股份有限公司		
债券代码	143338		
债券简称	17 益佰 01		
发行规模	5 亿元		
存续期限	2017/10/23-2022/10/23		
上次评级时间	2017/9/28		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

基本观点

2017 年以来，贵州益佰制药股份有限公司（以下简称“益佰制药”或“公司”）通过收购兼并方式不断扩大医疗服务板块，医疗服务板块业务收入大幅增长，较好的弥补了招标竞价、医保控费等相关政策导致的医药工业板块营业收入的下降，全年公司营业收入仍保持增长，此外公司财务结构保持稳健，盈利能力及获现能力依然很强，整体偿债风险较为可控。同时，中诚信证评评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到行业政策风险以及商誉减值风险等因素对公司信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持益佰制药主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“贵州益佰制药股份有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）”的信用等级为 AA。

正面

- 医疗服务板块不断扩张。截至 2017 年末，公司布局有 5 家运营的医院，开放床位数 2,230 张，1 家在建医院；投资 25 个肿瘤治疗中心项目；设立了 7 家肿瘤医生集团。全年实现医疗服务业务收入 7.19 亿元，同比增加 44.90%。
- 重点产品注射用洛铂销售情况较好，具有一定市场竞争力。公司售价较高的重点产品注射用洛铂销售量增长明显，从 2016 年的 71.77 万支增长至 107.41 万支。该产品是《国家医保目录》的独家品种，与公司在肿瘤领域核心产品契合度较高，可进一步提升公司在肿瘤用药市场的竞争能力。
- 获现能力强，对债务本息的保障程度高。2015~2017 年，公司总债务/EBITDA 分别为 2.78 倍、2.29 倍和 2.30 倍；EBITDA 利息保障倍数分别为 7.44 倍、11.41 倍和 9.36 倍。同期公司经营活动净现金/总债务分别为 0.55 倍、0.25 倍和 0.40 倍，经营活动净现金/利息

概况数据

益佰制药	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	35.86	42.40	46.89
总资产（亿元）	55.88	65.89	71.94
总债务（亿元）	10.53	15.25	16.90
营业总收入（亿元）	33.03	36.87	38.08
营业毛利率（%）	80.85	76.46	74.75
EBITDA（亿元）	3.79	6.67	7.36
所有者权益收益率（%）	5.35	9.28	8.70
资产负债率（%）	35.83	35.65	34.83
总债务/EBITDA（X）	2.78	2.29	2.30
EBITDA 利息倍数（X）	7.44	11.41	9.36

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、进行相关财务指标计算时，将 2017 年末长期应付款中融资租赁设备款计入长期债务。

分析师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

钟晓南 xnzhong@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 6 月 27 日



支出分别为 11.27 倍、6.52 倍和 8.67 倍，公司整体的偿债能力很强。

关 注

- 行业政策风险。2017 年公司核心产品受招标竞价、医保控费及抗癌药进口政策调整等相关行业政策的影响，使得医药工业板块营业收入规模略有下降。2017 年公司医药工业板块实现收入 30.88 亿元，较上年下降 3.11%。此外，中诚信证评对于未来进口抗癌政策调整及药品价格下降可能对公司抗肿瘤用药产品的影响予以持续关注。
- 商誉减值风险。经过多次并购，公司拥有较大规模的商誉资产，截至 2017 年 12 月末，商誉规模达 21.68 亿元，占总资产的 30.14%，未来一旦被并购公司的经营状况弱于交易评估时预期状态，公司大规模的商誉资产或将面临减值风险。

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

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

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本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。

募集资金使用说明

公司于 2017 年 10 月 18 日发行了贵州益佰制药股份有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期），发行金额为 5 亿元。本期债券募集资金扣除发行费用后，全部用于偿还借款，补充流动资金。截至 2017 年 12 月 31 日，募集资金余额 2.5 亿元。2018 年 4 月 20 日使用完毕。

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。

根据工信部公布的 2017 年医药制造子行业的业绩显示,中药饮片行业收入保持了较高的增长速度,增速达 16.70%,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 26.80%,系利润总额增长最快的子行业。

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 个品种获批,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。

业务运营

公司主要从事肿瘤类、心血管类和镇咳类新型药品的研发、生产和销售,另从事一定的肿瘤治疗及其他疾病诊治的医疗服务。2017 年,公司全年实现营业收入 38.08 亿元,同比增长 3.28%,其中医药工业收入 30.88 亿元,同比减少 3.11%;医疗服务业务收入 7.19 亿元,同比增加 44.90%。

表 1: 公司 2017 年主营业务收入结构与毛利率情况

业务板块	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入较上 年同期增 减 (%)	毛利率 较上年同期增 减 (百分点)
医药工业	30.88	84.84	-3.11	0.81
医疗服务	7.19	31.37	44.90	3.18

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

受招标竞价和医保控费等相关政策影响, 公司医药工业板块营业收入略有下降, 但原材料价格下降有利于公司控制成本、提升盈利能力

2017 年公司核心产品受招标竞价和医保控费

等相关政策的影响, 医药工业板块营业收入规模略有下降。当年公司医药工业板块实现收入 30.88 亿元, 较上年下降 3.11%, 其中处方药实现销售收入 29.55 亿元, 同比增加 2.16%, 占医药工业板块收入的比重为 95.70%, 占比较上年增加 9.16 个百分点。

表 2: 近年来公司医药工业板块收入构成情况

单位: 万元

项目	2015 年度		2016 年度		2017 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
非处方药 OTC	28,528.83	9.35%	29,449.38	9.24%	13,282.34	4.30%
处方药	276,683.20	90.65%	289,275.07	90.73%	295,520.07	95.70%

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司产品主要用于抗肿瘤、心脑血管疾病、止咳化痰、妇科等治疗领域, 重点产品包括艾迪注射液、银杏达莫注射液、克咳胶囊、金莲清热泡腾片、葆宫止血颗粒、妇炎消胶囊等。产能方面, 作为公司重点产品, 截至 2017 年 12 月底, 艾迪注射液和银杏达莫注射液年产能较高, 分别为 7,614 万支和 3,628.8 万支; 其余产品如金莲清热泡腾片、葆宫止血颗粒和妇炎消胶囊等年产能分别为 600 万盒、900 万盒和 720 万盒。

产量方面, 公司按照以销定产的模式进行生产, 2017 年, 公司主要产品艾迪注射液的产量为 5,399.89 万支, 较上年下降 22.04%; 银杏达莫注射液的产量为 4,616.35 万支, 较上年增加 0.45%。销售方面, 2017 年, 公司主要产品艾迪注射液的销量为 5,666.81 万支, 较上年下降 8.08%; 银杏达莫注射液的销量为 4,253.33 万支, 较上年下降 9.04%。受医保控费的影响, 公司部分主要产品在 2017 年的产销量出现一定的下滑。

表 3: 近年来公司主要产品产销情况

主要治疗 领域	药(产)品 名称	单位	2016 年			2017 年		
			生产量	销售量	产销率	生产量	销售量	产销率
抗肿瘤用药	艾迪注射液	万支	6,926.64	6,165.26	89.01	5,399.89	5,666.81	104.94
	复方斑蝥胶囊	万盒	328.32	299.86	91.33	226.73	237.71	104.84
	注射用洛铂	万瓶	95.68	71.77	75.01	91.08	107.41	117.93
心脑血管用药	银杏达莫注射液	万支	4,595.89	4,675.9	101.74	4,616.35	4,253.33	92.14
	理气活血滴丸	万支	8.16	17.39	213.11	11.32	7.19	63.52
	心脉通胶囊	万盒	327.77	294.71	89.91	245.74	268.87	109.41
止咳化痰用药	克咳胶囊	万盒	869.3	694.94	79.94	554.59	674.7	121.66
肌肉骨骼系统用药	金骨莲胶囊	万盒	347.96	302.88	87.04	304.92	353.71	116.00
	妇炎消胶囊	万盒	589.66	575.31	97.57	550.32	501.58	91.14
	葆宫止血颗粒	万盒	649.51	624.08	96.08	850.17	746.44	87.80
妇科用药	岩鹿乳康片	万盒	116.37	116.46	100.08	132.16	122.47	92.67
	金莲清热泡腾片	万盒	554.13	472.23	85.22	483.32	501.64	103.79
男科用药	疏肝益阳胶囊	万盒	117.29	102.46	87.36	145.96	142.83	97.86

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司产品产销率多数保持在 80%以上，其中 2017 年复方斑蝥胶囊、银杏达莫注射液、葆宫止血颗粒等多个产品产销率均在 87%以上，尤其是克咳胶囊，产品产销率达 121.66%，市场需求量较大。销售价格方面，公司的注射用洛铂价格较高，50 毫克单价维持在 1,820 元左右。除此之外，公司其余产品单价普遍较低，近几年价格均变化较小。从不同产品销售情况来看，作为公司的核心产品，艾迪注射液销售金额占公司医药工业板块收入比例最大，2017 年艾迪注射液和银杏达莫注射液销售收入分别为 10.72 亿元和 3.79 亿元，占当期医药工业板块收入比例分别近 28.16%和 11.00%，市场竞争能力较强。2017 年公司另一款核心产品注射用洛铂销售量增长明显，从 2016 年的 71.77 万支增长至 107.41 万支，同期销售收入也增至 5.37 亿元，同比增长 48.25%。作为第三代铂类制剂，公司生产的注射用洛铂是《国家医保目录》的独家品种，拥有广阔的市场空间。该产品与公司在肿瘤领域核心产品

契合度较高，可进一步提升公司在肿瘤用药市场的竞争能力。2018 年 4 月 12 日，国务院常务会议决定对进口抗癌药实施零关税并鼓励创新药进口；6 月 20 日国务院常务会议确定加快已在境外上市新药审批、落实抗癌药降价措施、强化短缺药供应保障。此次常务会议进一步确定加快已在境外上市新药审批、落实抗癌药降价措施、强化短缺药供应保障。据统计，我国目前已上市抗癌药品 138 种，而国家最新公布的第一批降增值税的抗癌药品，惠及了绝大多数品种——共包括了 103 种抗癌药品制剂，以及 51 种抗癌药品原料药。中诚信证评对于未来进口抗癌政策调整及药品价格下降可能对公司抗肿瘤用药产品的影响予以持续关注。

从销售区域来看，公司在全国均有销售网络布局，各区域的销售收入占比基本保持稳定。其中，华东地区的销售收入占比较高，最近两年稳定在 48%左右，是公司的主要业务开展地区。

表 4：近年来公司主营业务收入按区域划分情况

单位：万元

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华北东北	39,728.33	12.03%	40,460.27	10.98%	36,520.79	9.59%
华东地区	148,131.06	44.85%	176,859.21	48.00%	224,861.72	59.07%
华南地区	45,848.01	13.88%	67,675.23	18.37%	34,323.95	9.02%
华西地区	58,007.92	17.56%	44,714.03	12.14%	41,314.67	10.85%
华中地区	38,536.59	11.67%	38,724.76	10.51%	43,632.54	11.46%
合计	330,251.91	100.00%	368,433.50	100.00%	380,653.67	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售客户方面，公司客户质量较好且比较稳定，主要包括上海医药分销控股有限公司、广州医药有限公司、国药控股股份有限公司等大型医药流通企业。2017 年公司前五名客户销售额 10.85 亿元，占年度销售总额 28.50%。

采购方面，近几年公司前五大供应商存在一定变动，主要供应商包括贵州圣久生物科技有限公司、广东合百草制药有限公司、广东笑咪咪食品有限公司等。2017 年公司前五名供应商采购额 2.38 亿元，占年度采购总额 49.41%。

原材料采购方面，主要有药材、辅助材料、包材等，其中药材采购金额占总采购金额比例较高，

近年来保持在 60%左右。药材采购方面，公司主要采购人参、三七、金莲花、醋柴胡等，其中人参、金莲花和醋柴胡均价有所下降，三七均价有所上涨。具体来看，人参采购单价从 2016 年的 934.05 元/千克降至 2017 年的 906.79 元/千克；金莲花采购单价从 2016 年的 258.24 元/千克降至 2017 年的 250.04 元/千克；醋柴胡采购单价从 2016 年的 125.8 元/千克降至 2017 年的 98.38 元/千克；三七采购单价从 2016 年的 251.26 元/千克涨至 285.79 元/千克。原材料价格的下降对公司的经营业绩产生一定的正面影响。

随着业务的快速发展，公司产能释放已较为充

分，为扩大产能，近年来公司主要对生产厂房进行扩建，建设项目计划总投资达 0.95 亿元。其中，华澳医院建筑改造装修项目投入较大，项目总投入达 0.70 亿元，占公司重大在建项目总投资的 73.86%。截至 2017 年 12 月末，公司在建工程已投资 0.72 亿元，其中华澳医院建筑改造装修项目已投资 0.53 亿元。

总体来看，受招标竞价和医保控费等相关政策的影响，医药工业板块营业收入规模略有下降。然而，原材料价格有所下降，有利于公司控制成本、提升盈利能力。

医疗服务仍在布局当中，目前收入占比不高，未来随着布局的逐步完善，收入规模有一定的提升空间

公司医疗服务业务模式主要为控股民营医院、与医院合作建设肿瘤治疗中心以及组建肿瘤医生集团。公司借力产品聚焦的核心优势，积极布局肿瘤医疗服务。2017 年公司收到黔南州卫生计生委批复的医疗机构设置批准书；签署了泉州滨海医院治疗项目合作协议；通过新设方式取得福建益佰艾康肿瘤医生集团的控股权；通过收购兼并方式取得富临医院、辽阳曼迪科中奥医院控股权。

截至 2017 年末，公司布局有 5 家运营的医院，开放床位数 2,230 张，1 家在建医院；投资 25 个肿瘤治疗中心项目；设立了 7 家肿瘤医生集团。全年实现医疗服务业务收入 7.19 亿元，同比增加 44.90%。

肿瘤治疗需要有大型医疗设备以及其他硬件作支撑，2017 年公司继续通过新设和收购的方式实现业务规模的扩张。2017 年 1 月 5 日，公司公告称其控股子公司贵州德曜医疗投资管理有限公司收到黔南州卫生计生委批复的医疗机构设置批准书。2017 年 2 月 10 日，公司公告称其控股子公司福州益佰医疗投资有限公司与泉州滨海医院合作，在医院内共同组建泉州滨海医院肿瘤临床医学中心（未来可共同以建肿瘤医院为目标）。2017 年 2 月 8 日，合作双方签署了《项目合作协议》，中心合作期限为 16 年。2017 年 2 月 21 日，公司公告称其与四川富临实业集团有限公司签署了《投资协议》，双方

商定，在富临集团将绵阳富临医院（四川中医药高等专科学校第一附属医院）变更为营利性医疗机构之后，益佰制药将以人民币 13,500 万元的对价受让富临集团所持有该医院 90% 的股权。2017 年 2 月 20 日，合作双方签署了《投资协议》。2017 年 2 月 24 日，公司发布公告，称其控股子公司贵州益佰艾康肿瘤医生集团将出资 510 万元，持股 51% 的方式与 13 名专家和管理团队共同设立控股孙公司——福建益佰艾康肿瘤医生集团。2017 年 6 月 20 日，公司公告称其受让辽阳市曼迪科医疗企业管理服务有限公司（以下简称“曼迪科”）15% 股权，增资扩股后公司持有曼迪科 59% 的股权。曼迪科成立后主要开展中奥肿瘤医院的筹建工作，为中奥肿瘤医院唯一的举办人。中奥肿瘤医院已获得《辽阳市行政审批局医疗机构设置批准书》（批准文号为：辽市行审卫设字（2016）第 1 号）。中奥肿瘤医院为新建医院，目前已投资 2,550 万元，房屋装修基本完成、基本医疗设备安装到位。

综上所述，由于肿瘤医疗服务仍在布局当中，目前公司其他业务板块收入在总收入中占比不高，未来待其布局的逐步实施，公司以肿瘤医院为核心的医疗服务产业链将逐步完善，将有助于促进其整体业务规模的增长。

财务分析

下列财务分析基于公司提供的经北京中证天通会计师事务所（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，所有数据均为合并口径。

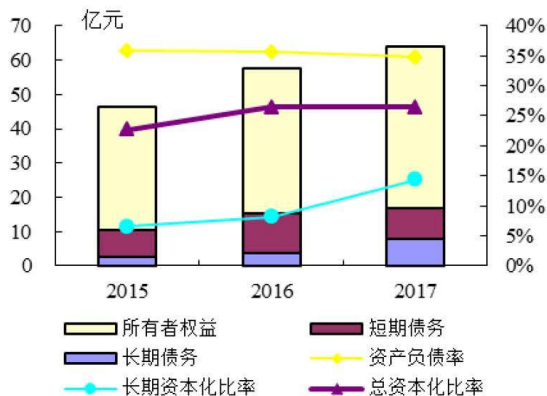
资本结构

近年来公司医疗服务业务规模逐步扩大，资产规模呈现上升趋势。截至 2017 年末，公司资产总额为 71.94 亿元，较上年同期增长 9.19%。受益于留存收益的增长，同期公司所有者权益增至 46.89 亿元，同比增长 10.58%。

截至 2017 年末，公司负债总额为 25.06 亿元，同比增加 6.67%；同期资产负债率和总资本化比率分别为 34.83% 和 26.49%，资产负债率较上年同期有所下降，总资本化比率基本与上年持平，公司财

务杠杆水平仍处于较低水平。

图 1: 2015~2017 年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

从资产结构来看, 公司资产主要以非流动资产为主。截至 2017 年末, 公司非流动资产合计 45.42 亿元, 占公司资产总额的 63.13%, 主要包括固定资产 14.72 亿元和商誉 21.68 亿元。其中固定资产主要包括房屋及建筑物、机器设备和运输工具, 较上年增长 42.12%, 主要系在建工程转固所致; 商誉较上年增长 4.83%, 主要系股权收购所致, 期末公司对商誉进行了减值测试, 不存在减值迹象, 未计提减值。

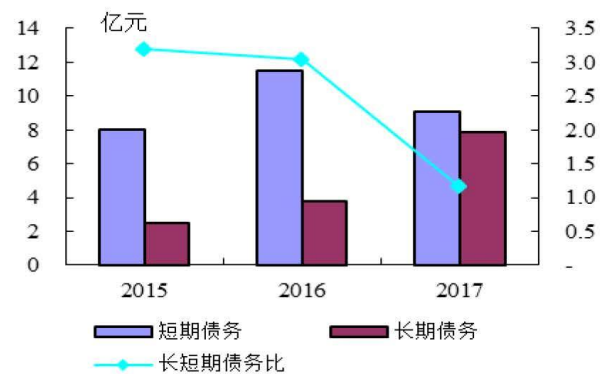
截至 2017 年末, 公司流动资产合计 26.53 亿元, 占公司资产总额的 36.87%, 主要包括货币资金 11.66 亿元、应收票据 6.50 亿元、应收账款 3.83 亿元和存货 3.32 亿元。其中, 货币资金主要由银行存款构成, 较上年增幅为 13.68%; 应收票据全部为银行承兑汇票, 较上年减少 12.68%, 主要系公司使用票据交易比例降低所致; 应收账款较上年增幅为 8.52%, 主要系医疗服务板块的医保款; 存货主要由原材料、在产品和产成品构成, 较上年增幅为 18.63%, 主要系在产品规模增加。

从负债结构来看, 公司负债主要以流动负债为主。截至 2017 年末, 公司流动负债合计 16.80 亿元, 占公司负债总额的 67.06%, 主要包括短期借款 8.21 亿元、应付账款 2.52 亿元、预收款项 1.15 亿元和其他应付款 2.62 亿元。其中短期借款较上年下降 23.85%, 主要系公司偿还了部分借款所致; 应付账款较上年末增加 23.50%, 主要系当年工程设备款增加所致; 预收款项主要系货款和医疗款, 较上年下降 43.33%; 其他应付款主要包括员工保证金、医疗

风险金、股权转让款及医疗管理成本等, 较上年增加 3.88%。截至 2017 年末, 公司非流动负债合计 8.25 亿元, 占公司负债总额的 32.94%, 主要包括长期借款 2.60 亿元和应付债券 4.95 亿元。其中长期借款较上年下降 31.14%, 主要由于借款期限原因, 记账科目调整至一年内到期的非流动负债所致; 应付债券主要为公司债券, 较上年增加 4.95 亿元, 主要系当年公司发行公司债券。

为满足股权收购的资金需求, 公司有息债务保持增加。截至 2017 年末, 公司有息刚性债务总额 16.90 亿元, 较上年增加 10.84%。从债务期限结构来看, 2017 年末公司短期债务为 9.05 亿元, 较上年减少 21.14%, 长期债务为 7.85 亿元, 较上年增长 108.21%, 长短期债务比由 2016 年 3.04 倍降至 1.15 倍。

图 2: 2015~2017 年末公司债务结构情况



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司资产规模及自有资本实力保持增长, 为满足公司股权收购的资金需求, 有息债务也有所增加, 但目前公司整体负债水平仍较为合理。

盈利能力

2017 年, 随着医疗服务板块的并购, 公司营业收入有所增长, 全年实现营业收入 38.08 亿元, 同比增加 3.28%。其中, 处方药业务收入为 29.55 亿元, 较上年增加 2.16%; OTC 业务收入为 1.33 亿元, 较上年下降 54.90%, 公司医药工业板块合计实现收入 30.88 亿元, 较上年下降 3.11%, 主要系核心产品受招标降价、医保控费等相关政策的影响所致; 医疗服务业务收入为 7.19 亿元, 较上年增加 44.90%。

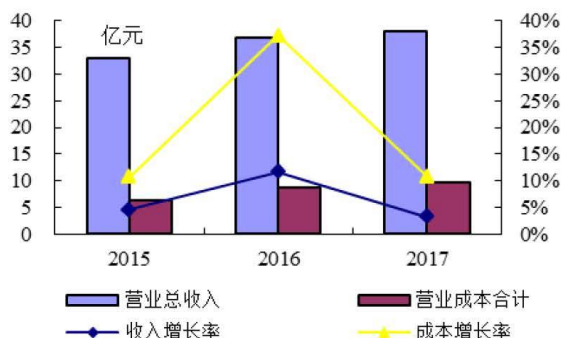
受招标降价、医保控费等相关政策影响，处方药业务毛利率下降，致使 2017 年公司整体盈利水平有所下降，当年营业毛利率为 74.75%，较上年下降 1.71 个百分点，但仍处较高水平。其中，处方药业务毛利率为 85.52%，较上年减少 1.33 个百分点；OTC 业务毛利率为 69.55%，较上年增加 13.28 个百分点，主要系公司加强药品生产管理，成本下降，毛利率得以提升；医疗服务业务毛利率为 31.37%，较上年增加 3.18 个百分点，主要系新并入盈利能力较好的治疗中心所致。

表 5：2015~2017 年公司主营业务毛利率分析

毛利率	2015	2016	2017
OTC	32.06%	56.26%	69.55%
处方药	90.05%	86.86%	85.52%
医疗服务	34.81%	28.19%	31.37%
综合毛利率	80.85%	76.46%	74.75%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

图 3：2015~2017 年公司收入成本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司 2017 年期间费用合计 23.35 亿元，同比增长 2.24%，占营业收入的比重为 61.33%，较上年减少 0.62 个百分点。其中管理费用和财务费用略有增加，管理费用主要系员工薪酬和科技开发费用，财务费用主要系利息支出。公司销售费用占比较大，主要系开发费用及促销费用。

表 6：2015~2017 年公司三费情况

项目	单位：亿元、%		
	2015	2016	2017
销售费用	20.45	18.37	18.35
管理费用	3.12	3.88	4.30
财务费用	0.53	0.59	0.71
三费合计	24.10	22.84	23.35
营业收入	33.03	36.87	38.08
三费收入占比	72.97	61.95	61.33

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

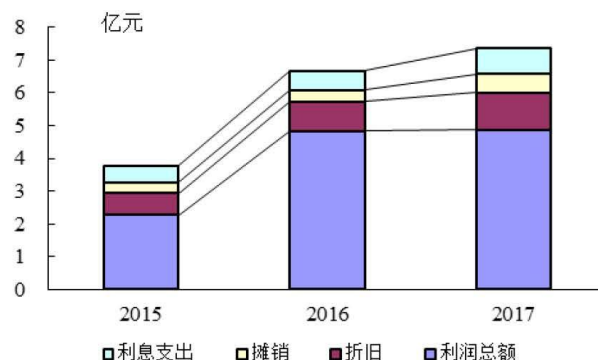
公司利润总额主要由经营性业务利润和营业外损益构成。2017 年经营性业务利润有所下降，但当年计入损益的政府补助金额大幅增加，使得利润总额基本与上年持平。当年公司利润总额为 4.87 亿元，较上年增长 0.66%；其中经营性业务利润 4.42 亿元，较上年下降 6.41%；计入损益的政府补助金额合计 0.54 亿元，较上年增加 69.77%。

总体来看，公司近年来营业收入呈现稳定增长态势，且整体毛利水平保持在较高水平，整体盈利能力较强。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧、利息支出构成。2017 年，公司 EBITDA 总额为 7.36 亿元，同比增长 10.41%，主要系折旧和利息支出增长所致。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2017 年，公司总债务/EBITDA 为 2.30 倍，较上年增加 0.01 倍；EBITDA 利息保障倍数为 9.36 倍，较上年下降 2.05 倍，虽然 EBITDA 对债务本息的覆盖略有下降，但保障程度仍然较高。

图 4：2015~2017 年公司 EBITDA 变化及其构成



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，由于本期销售增长、票据到期收回保障资金流回笼当年公司经营活动产生的现金流量净额为 6.82 亿元，同比增加 79.12%。2017 年，公司经营活动净现金/总债务与经营活动净现金/利息支出分别为 0.40 倍和 8.67 倍，同比增加 0.15 倍和 2.15 倍，经营性现金流对利息和债务的保障能力明显加强。

表 7：2015~2017 年公司主要偿债能力指标

	2015	2016	2017
短期债务（亿元）	8.02	11.48	9.05
总债务（亿元）	10.53	15.25	16.90
EBITDA（亿元）	3.79	6.67	7.36
资产负债率（%）	35.83	35.65	34.83
总资本化率（%）	22.69	26.45	26.49
经营性净现金流/总债务(X)	0.55	0.25	0.40
总债务/EBITDA（X）	2.78	2.29	2.30
EBITDA 利息倍数（X）	7.44	11.41	9.36

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2017 年 12 月末，公司获得各家银行授信额度总计人民币 26.34 亿元，未使用额度为人民币 11.90 亿元，公司的备用流动性尚可。

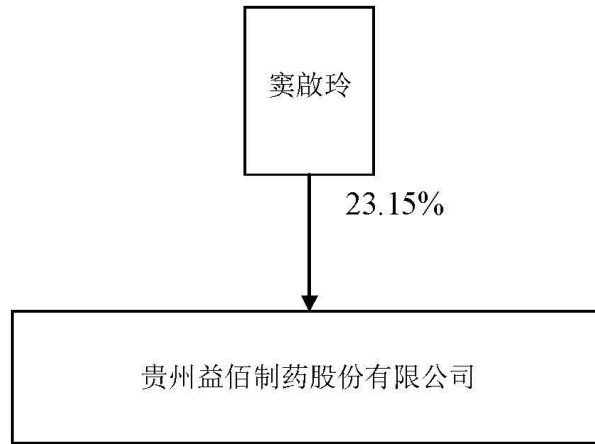
或有负债方面，截至 2017 年 12 月末，公司无对外担保。受限资产方面，截至 2017 年 12 月末，公司受限资产为 4.63 亿元，占总资产的 7.05%，受限资产主要是公司为取得银行贷款而抵质押的房产、土地使用权和子公司股权。未决仲裁和诉讼方面，截至 2017 年 12 月末，公司有 1 起未决仲裁，涉案金额为 0.15 亿元，系公司与信息产业电子第十一设计研究院科技工程股份有限公司因建筑施工合同工程结算依据约定不明确而产生争议，目前涉案金额已被当地法院冻结，截至 2017 年 12 月末该事项未完结，银行存款冻结尚未解除，仲裁结果尚不明确，公司或面临一定的或有负债风险。

整体来看，近年来公司资产和债务规模均呈现上升趋势，所有者权益亦不断增加，整体盈利水平较高，EBITDA 及经营性净现金流对债务本息的保障能力很强，较好的银企关系以及较通畅的融资渠道也对其流动性提供较好的支撑，公司整体偿债能力很强。

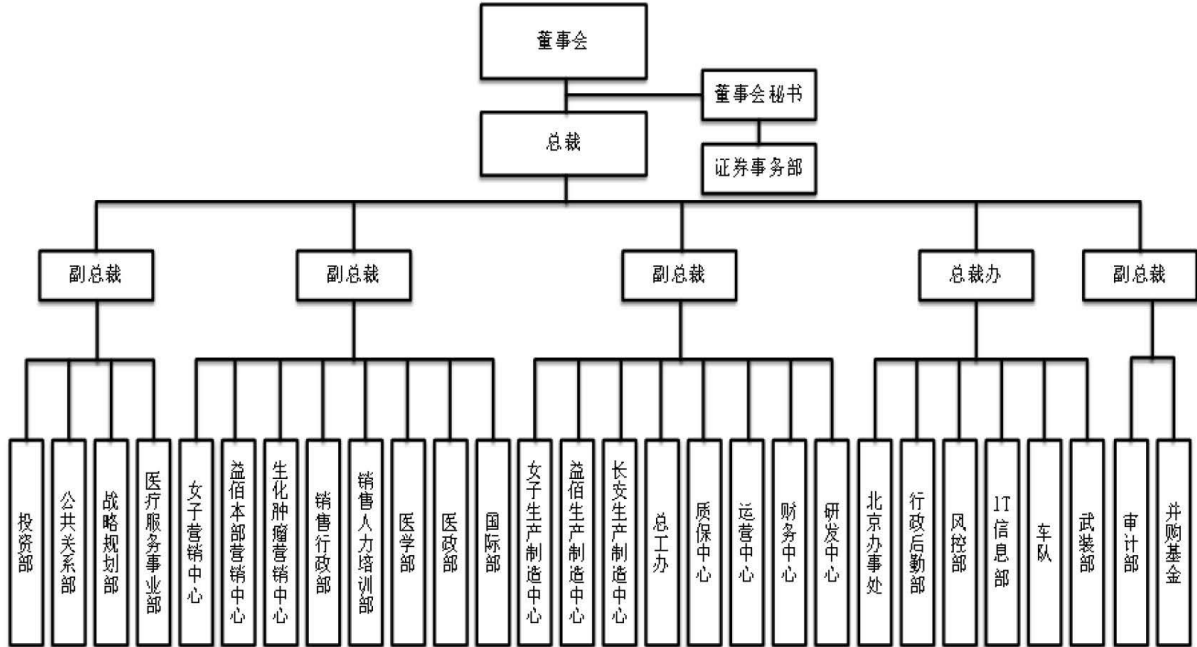
结 论

综上，中诚信证评维持益佰制药主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“贵州益佰制药股份有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）”的信用等级为 **AA**。

附一：贵州益佰制药股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附二：贵州益佰制药股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附三：贵州益佰制药股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	104,974.94	102,533.25	116,554.72
应收账款净额	23,627.49	35,249.26	38,252.68
存货净额	20,826.92	28,028.91	33,249.42
流动资产	257,996.70	253,223.74	265,261.45
长期投资	600.00	4,671.65	4,243.79
固定资产合计	90,520.00	103,583.04	147,209.31
总资产	558,757.90	658,891.52	719,449.46
短期债务	80,155.30	114,755.30	90,493.06
长期债务	25,100.00	37,700.00	78,495.90
总债务（短期债务+长期债务）	105,255.30	152,455.30	168,988.97
总负债	200,203.49	234,883.19	250,561.08
所有者权益（含少数股东权益）	358,554.41	424,008.33	468,888.39
营业总收入	330,251.92	368,682.28	380,766.18
三费前利润	261,491.33	275,676.15	277,766.29
投资收益	-293.26	-327.81	-484.23
净利润	19,199.48	39,339.72	40,777.93
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	37,865.58	66,672.06	73,613.81
经营活动产生现金净流量	57,367.87	38,061.61	68,177.65
投资活动产生现金净流量	-93,511.78	-57,491.92	-42,439.13
筹资活动产生现金净流量	32,220.14	23,937.22	-2,393.90
现金及现金等价物净增加额	-3,923.78	4,506.92	23,344.62
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	80.85	76.46	74.75
所有者权益收益率（%）	5.35	9.28	8.70
EBITDA/营业总收入（%）	11.47	18.08	19.33
速动比率（X）	1.39	1.17	1.38
经营活动净现金/总债务（X）	0.55	0.25	0.40
经营活动净现金/短期债务（X）	0.72	0.33	0.75
经营活动净现金/利息支出（X）	11.27	6.52	8.67
EBITDA 利息倍数（X）	7.44	11.41	9.36
总债务/EBITDA（X）	2.78	2.29	2.30
资产负债率（%）	35.83	35.65	34.83
总资本化比率（%）	22.69	26.45	26.49
长期资本化比率（%）	6.54	8.17	14.34

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2017 年末长期应付款中融资租赁设备款为 29,899,966.57 元，进行相关财务指标计算时均计入长期债务。

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=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=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）

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。