

2017 年特一药业集团股份有限公司

可转换公司债券 2019 年跟踪 信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2017年特一药业集团股份有限公司 可转换公司债券2019年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【17】号01

债券简称：特一转债

增信方式：股份质押和
保证担保

担保主体：许丹青

债券剩余规模：

3.39亿元

债券到期日期：

2023年12月6日

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

分析师

姓名：

牟文杰 陶明辉

电话：021-51035670

邮箱：

mouwj@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
化学制药企业主体长期
信用评级方法，该评级
方法已披露于公司官方
网站。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

	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	2019年4月23日	2018年5月15日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对特一药业集团股份有限公司（以下简称“特一药业”或“公司”，股票代码“002728”）及其2017年12月6日公开发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的2019年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA-，发行主体长期信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到公司独家品种止咳宝片产销情况稳定提升，产品提价后营业收入及中成药毛利率大幅增长，收购广东国医堂制药股份有限公司（以下简称“广东国医堂”）后中成药产品结构更加丰富，且第一大股东提供的股份质押和保证担保仍可在一定程度上保障本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到，公司控股股东持有公司的股票质押率较高，存在一定质押风险，公司新增产能规模较大，能否有效消化存在一定不确定，一致性评价工作对公司化学制剂产品的生产资源形成一定占用，目前公司化学制剂药尚未有产品通过一致性评价，部分产品存在无法注册风险，公司商誉规模较大，存在减值风险，期间费用对利润形成一定侵蚀，以及存在一定的短期偿债压力等风险因素。

正面：

- 公司独家品种止咳宝片产销情况稳定提升，产品提价后营业收入及中成药毛利率大幅增长。2018年，公司中成药独家品种止咳宝片销量同比增长9.88%，产销率为97.23%，同时公司大幅上调止咳宝片销售价格后，止咳宝片销售收入同比大幅增长98.49%，带动中成药毛利率提升11.86个百分点至78.90%，盈利能力有所增强。

- **公司收购广东国医堂后中成药产品结构更加丰富。**2018 年公司以资产收购的方式获得广东国医堂药品批文 96 个，涵盖丸剂、滴眼剂、呼吸系统、消化系统等中成药用药领域，进一步丰富公司中成药产品结构。
- **公司第一大股东为本期债券提供股份质押和保证担保，仍可在一定程度上保障本期债券的安全性。**公司第一大股东许丹青以其合法拥有的公司 3,750 万股 A 股股票作为质押资产对本期债券进行质押担保，截至 2019 年 3 月 29 日，公司近 30 个交易日股票收盘价对应的质押股票市场价值对本期债券未偿还本息的覆盖率最低为 151.26%，最高为 184.08%，无需追加担保物，另外许丹青为本期债券提供连带保证责任担保，上述质押和保证担保仍可在一定程度上保障本期债券的安全性。

关注：

- **公司控股股东持有公司的股票质押率较高。**截至 2018 年 12 月 31 日，公司控股股东和实际控制人仍为以许丹青为代表的许氏家族，许氏家族持有的公司股票质押率占其所持股份总数的 72.98%，质押率较高，存在一定的质押风险。
- **公司新增产能规模较大，能否有效消化存在一定不确定。**截至 2019 年 3 月末，公司公开发行 A 股募投项目止咳宝片生产线扩建项目和金匱肾气片生产线扩建项目已全部完成建设并陆续投入生产，预计年将新增止咳宝片 9.15 亿片、金匱肾气片 4.32 亿片的产能，新增产能规模较大，可能存在市场不能有效消化的风险。
- **一致性评价工作对公司化学制剂产品的生产资源形成一定占用，目前公司尚未有化学制剂药通过一致性评价，部分产品存在无法注册风险。**2018 年公司加大化学制剂药一致性评价的推进工作，对生产资源形成一定占用，使得主要剂型的产能利用率均出现一定下滑，片剂、散剂及胶囊剂的产能利用率分别下滑 16.53 个百分点、34.06 个百分点和 16.22 个百分点。截至 2019 年 3 月末，公司共有 27 个产品进行一致性评价工作，目前仍未有产品通过，相应产品仍面临停止注册并停产的风险。
- **公司商誉规模较大，存在减值风险。**2018 年末，公司商誉达 5.88 亿元，占总资产比重仍高达 28.43%，系并购子公司台山市新宁制药有限公司（以下简称“新宁制药”）和海南海力制药有限公司（以下简称“海力制药”）股权价款溢价导致，若未来相关子公司经营状况未达预期，则存在减值风险。
- **公司期间费用水平较高，对利润形成一定侵蚀。**2018 年，公司销售费用大幅上升 94.22%，使得期间费用同比增长 39.66%，公司期间费用率升至 33.46%，较高的期

间费用对公司利润形成一定侵蚀。

- **公司有息负债规模持续较快增长，存在一定的短期偿债压力。**2018年末，公司有息负债规模为81,905.92万元，同比增长15.65%，占负债总额的85.64%；2019年，公司需偿还的有息负债规模为42,552.46万元，存在一定的短期偿债压力。

主要财务指标：（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	206,759.81	192,898.49	160,318.82
归属于母公司股东权益合计	111,120.41	104,284.01	88,657.39
有息负债	81,905.92	70,821.96	47,508.04
资产负债率	46.26%	45.94%	44.70%
流动比率	1.54	1.84	0.91
速动比率	1.21	1.40	0.61
营业收入	88,497.56	68,694.36	65,585.68
营业利润	18,191.53	11,595.43	10,043.83
净利润	15,554.65	10,634.28	9,477.70
综合毛利率	58.89%	48.21%	47.74%
总资产回报率	10.91%	7.80%	7.67%
EBITDA	26,012.93	17,383.75	15,620.45
EBITDA 利息保障倍数	10.88	10.21	9.01
经营活动现金流净额	18,796.95	10,295.61	10,129.67

注：根据公司出具的说明，公司财务费用利息支出中包含债券利息调整的摊销金额，该部分利息无需公司支付，因此对2017年、2018年EBITDA利息保障倍数进行了调整。

资料来源：公司2016-2018年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年12月6日发行了6年期3.54亿元的可转换公司债券，约定转股期限为自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至债券到期日止。根据相关规定及约定，本期债券自2018年6月12日起可转换为公司股份，截至2019年3月31日，本期债券共因转股减少1,454.89万元，债券余额为33,945.11万元。本期债券募集资金拟全部用于建设药品仓储物流中心及信息系统建设项目和新宁制药药品GMP改扩建工程项目，根据公司提供的募集资金专用账户对账单，截至2019年3月31日，本期债券招商银行募集资金专项账户余额为400.26万元，民生银行募集资金专户余额431.12万元。

二、发行主体概况

截至2018年12月31日，公司名称、注册资本、控股股东和实际控制人均未发生变更，控股股东和实际控制人仍为以许丹青为代表的许氏家族，其持有的公司股票质押率占其所持股份总数的72.98%，质押率较高。公司前十名股东持股及质押情况见表1。

表1 截至2018年12月31日公司前十名股东持股及质押情况（单位：万股）

序号	股东	持股比例	股东性质	持股数量	质押数量
1	许丹青	30.91%	境内自然人	6,210.00	6,150.00
2	许为高	12.36%	境内自然人	2,484.00	0.00
3	许松青	10.30%	境内自然人	2,070.00	1,970.00
4	许丽芳	6.75%	境内自然人	1,356.00	1,280.00
5	许恒青	3.78%	境内自然人	760.00	0.00
6	余健昌	1.99%	境内自然人	400.00	0.00
7	陈莎莉	1.10%	境内自然人	220.00	0.00
8	陈浩俊	0.90%	境内自然人	180.37	0.00
9	黄远群	0.79%	境内自然人	159.65	0.00
10	詹志武	0.77%	境内自然人	154.83	0.00
合计		69.65%	-	13,994.85	9,400.00

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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年度，公司合并报表范围未发生变化，截至2018年12月31日，纳入公司财务报表合并范围的各级子公司共有8家，详见附录二。

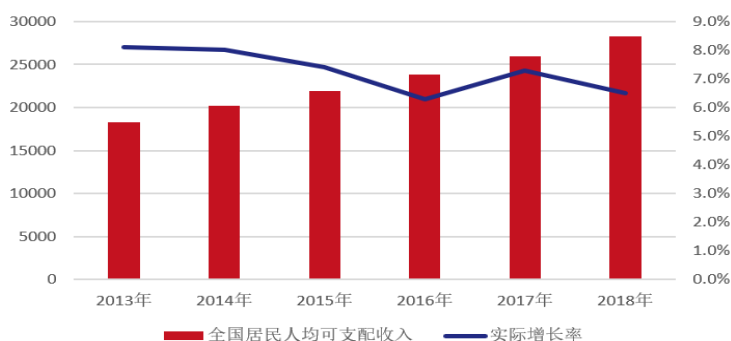
三、运营环境

我国居民收入持续增加、人口老龄化趋势加剧背景下，医疗需求仍有较大增长空间

医药行业与居民的生命健康和生活质量等密切相关，在我国居民人均可支配收入不断提高、人口老龄化加剧等因素的影响下，医疗需求作为刚性需求将逐步上升。

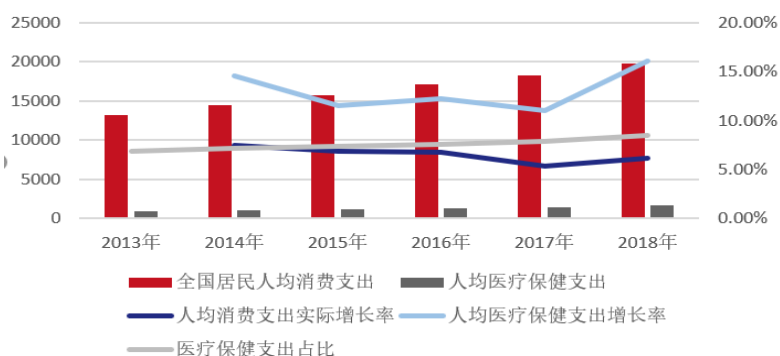
居民消费水平影响医药行业的总体收入水平。2013-2018 年我国居民人均可支配收入从 18,310.80 元增至 28,228.00 元，复合增长率为 9.0%；2013-2018 年我国城镇居民人均医疗保健消费支出由 912.10 元增长至 1,685.00 元，复合增长率为 13.1%，其中医疗保健支出占消费支出的比重由 6.9% 升至 8.5%，但与发达国家相比存在较大差距¹，未来仍有较大的增长空间。

图 1 全国居民人均可支配收入情况（单位：元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 2 居民人均消费支出及医疗保健支出情况（单位：元）

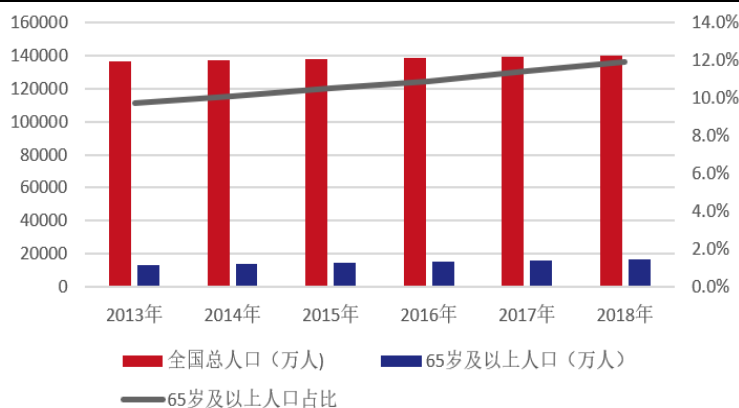


¹ 2017 年美国个人消费支出中医疗护理支出占个人消费支出的比重为 17.05%，近五年呈稳定增长趋势。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

我国人口老龄化的加剧是医疗需求增加的另一重要因素。截至 2018 年末，我国人口总量已达到 13.95 亿人，其中 65 岁及以上人口占总人口的比重为 11.9%，同比增长 0.5 个百分点，老龄化规模持续增加。

图 3 我国老龄化趋势情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

医药产业规模稳步增长，产业发展态势整体向好

据国家发改委产业协调司数据，2017年，规模以上医药企业主营业务收入29,826.0亿元，同比增长12.2%，增速较2016年提高2.3个百分点，恢复至两位数增长；医药产业8个子行业中主营业务收入增长最快的是中药饮片加工业和化学药品原料药制造业。同时，随着医药产业结构调整不断深化，2017年，规模以上企业实现利润总额3,519.7亿元，同比增长16.6%，增速提高1.0个百分点；利润增速高于主营业务收入增速，行业整体盈利水平得到提高。医药产业8个子行业中利润增长最快的是生物药品制造业和化学药品制剂制造业，产业发展动力不断向高附加值产品转移。根据国家统计局数据测算，2018年规模以上医药企业主营业务收入将超过3万亿元。

表2 2017年医药产业分子行业运营情况

行业	主营业务收入			利润总额		
	金额 (亿元)	同比增速	所占比重	金额 (亿元)	同比增速	所占比重
化学药品制剂制造	8,340.60	12.90%	28.00%	1,170.3	22.1%	33.2%
中成药生产	5,735.80	8.40%	19.20%	707.2	10.0%	20.1%
化学药品原料药制造	4,991.70	14.70%	16.70%	436.1	13.7%	12.4%
生物药品制造	3,311.00	11.80%	11.10%	499.0	26.8%	14.2%
医疗仪器设备及器械制造	2,828.10	10.70%	9.50%	325.1	6.9%	9.2%

卫生材料及医药用品制造	2,266.80	13.50%	7.60%	213.9	14.4%	6.1%
中药饮片加工	2,165.30	16.70%	7.30%	153.4	15.1%	4.4%
制药专用设备制造	186.7	7.70%	0.60%	14.7	-8.1%	0.4%
合计	29,826.0	12.2%	100.0%	3,519.7	16.6%	100.0%

资料来源：中华人民共和国国家发展和改革委员会产业协调司网站，中证鹏元整理

根据海关数据统计，2018年我国医药保健品进出口总额1,148.51亿美元，同比下降1.56%；其中，出口644.22亿美元，增长5.96%，继续保持较高的增速，但医药进口量增价减（进口量同比增长9.52%，进口均价下降17.6%），虽然国内需求依旧增长，但主要医药进口产品，如西药制剂、生化药的价格下降，使得进口总额同比下降9.75%至504.29亿美元。

虽然进口额大幅下降，但进口数量变化不大，2018年，生化药进口量仅下降7.67%，西药制剂进口量不降反增，增幅1.75%。2018年，17种抗癌药大幅降价并纳入国家医保目录，一致性评价以及“4+7集采”等一系列政策加速企业竞争，进而导致进口药品价格下降。数据显示，西药制剂进口均价同比下降25.36%，生化药进口均价同比下降36.32%。随着中美贸易摩擦的缓和，以及进口博览会的引领带动，我国医药进口量或将呈现回归稳步增长态势，医药进口金额亦将逐渐恢复正向增长。

止咳化痰类中成药具有较好的市场前景，但近年中药材价格波动较大，增加了中药生产企业的成本控制压力

咳嗽为呼吸系统疾病的常见症状，随着自然环境及气候的变化，咳嗽的发病比例呈不断上升趋势，特别是经济发达地区，由于人口密集等因素，发病率较高。据国家卫生部统计，我国每年有近3亿人感染呼吸系统疾病，其中咳嗽患者多达5,000多万人，城乡居民咳嗽患病率在15%以上，可见我国止咳化痰类药物较大的市场容量。目前，市面上常见的止咳药有上百个品牌，其中中药制剂占60%以上的市场份额，占绝对优势。2009-2016年我国止咳中成药市场销售额从101.04亿元增长至236.46亿元，复合增长率为12.92%。《国家基本药物目录（2012版）》和《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）》分别收录了部分化痰、止咳、平喘类中成药品种，入选以上目录的药品价格方面会受到一定限制，但销售渠道也更为畅通，未入选的产品则市场推广方面有相对较高的投入。整体来看，止咳化痰类中成药有较好的市场前景，根据智研咨询发布的《2018-2024年中国止咳祛痰平喘类口服中成药行业深度调研及投资前景分析报告》，止咳祛痰平喘类口服中成药的未来市场将保持稳定增长，预计到2022年我国止咳祛痰平喘类口服中成药市场销售额在423.90亿元左右，2017-2022年复合增长率在10%左右。止咳化痰药多数为OTC药物，据中康CMH数据统计，2017年，零售药店止咳化痰药规模为143.8亿元，较上一年有大幅

增长，年复合增长率8.8%。

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。2017年初以来中药材整体价格指数整体有所下滑，但仍维持在较高水平，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4 近年中国中药材综合200价格指数变动情况



数据来源：Wind，中证鹏元整理

随着仿制药一致性评价的持续推进，低端仿制药生产企业将面临洗牌，经营规模小且没有优势品种的化药制剂企业将面临较大生存压力

我国化药目前仍以仿制药为主，整体较为分散，不同产品竞争格局差异较大。化药按创新程度可分为原研药、仿制药，由于我国技术创新体系尚未形成、研发投入不足，故国内化药市场95%以上为仿制药（日本、美国的创新药百分比分别为37%和43%）。从化药制剂行业整体来看，由于人体疾病种类繁多，药物和治疗方法需求多样化，单个公司的产品较难覆盖众多需求，因此只要在自己的细分领域建立起优势，大大小小的公司都可以在市场上生存，这就使得医药市场整体比较分散。

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。按照要求，国家基本药物目录（2012 年版）中 2007 年 10 月前批准上市的 289 个品种的化学药品仿制药口服固体制剂，应在 2018 年年底前完成一致性评价，否则将被淘汰出局。但由于部分药品参比制剂公布时间晚、临床检验机构数量不足等原因，一致性评价工作完成进度远低于预期，基于此，2018 年 12 月 28 日，国家药品监督管理局发文提到，由于新版基药目录以及动态调整机制的建立，对于基药目录品种不再设置评价时限，同时继续要求基药品种自首家通过一致性评价以后，其他品种需在 3 年内通过评价。

随着仿制药一致性评价的推进，低端仿制药生产企业将面临洗牌。仿制药一致性评价 289 目录对应药品批文有 18,000 多个，大部分品种年销售额不超过 500 万，而口服固体制剂、注射剂一致性评价单个品种成本分别约为 500 万、300 万，企业投入需要较长时间才能收回成本。中证鹏元预计，随着仿制药一次性评价的推进，行业集中度将加速提升，低端仿制药生产企业洗牌不可避免，经营规模小且没有优势品种的药企将面临较大生存压力；对于高端仿制药来讲，市场竞争格局一般为原研药+仿制药形成的寡头垄断市场或垄断竞争市场，为抢占市场，高端仿制药生产企业较有动力积极推进一致性评价工作，抢先通过一致性评价的药企具有一定先发优势，未能按期通过一致性评价的药企或将丧失公立医院市场。

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

四、经营与竞争

公司专注于医药健康产业，主营业务为药品与化学原料药的研发、生产和销售，主要产品为化学制剂药类、中成药类及化学原料药，此外有少量的化工等产品。截至 2018 年 12 月 31 日，公司及下属子公司共拥有药品批准文号 402 个，涵盖片剂、胶囊剂、颗粒剂、口服溶液剂、糖浆剂、合剂、乳膏剂、散剂等多种剂型；其中中成药批文 133 个，化学制剂药批文 203 个，原料药批文 66 个。

2018 年，受益于中成药销售收入大幅增长，公司营业收入规模保持较快增速，全年实现营业收入 88,497.56 万元，同比增长 28.83%，其中化学制剂药、中成药和化学原料药

收入占比分别为 43.80%、45.94%和 8.17%，中成药占比大幅提升。

从毛利率来看，受益于公司主要中成药独家品种止咳宝提价，2018 年公司中成药毛利率上升 11.86 个百分点至 78.90%，全年中成药收入大幅增长 74.37%；2018 年化学制剂药和化学原料药毛利率均有一定的提升，共同拉动公司综合毛利率上升 10.68 个百分点至 58.89%。

表3 近年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
化学制剂药	38,761.32	37.16%	36,629.39	33.56%
中成药	40,653.65	78.90%	23,314.95	67.04%
化学原料药	7,233.18	66.08%	6,769.13	63.78%
化工产品及其它	1,849.41	46.04%	1,980.89	44.49%
合计	88,497.56	58.89%	68,694.36	48.21%

资料来源：公司提供

2018 年公司对独家品种止咳宝片提价并加大市场推广力度，止咳宝片产销量稳定提升，带动中成药板块收入及毛利率均大幅提升；公司收购广东国医堂后中成药产品结构进一步丰富，但须关注未来中药材价格波动对公司中成药盈利水平的影响

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

2018 年公司以资产收购的方式获得广东国医堂药品批文 96 个，主要品种包括皮肤病血毒丸、消痤丸、通脉降脂丸、如意定喘丸、五淋丸、抗癆丸、调经祛斑丸等；滴眼剂主要产品包括复方右旋糖酐 70 滴眼液等；呼吸系统方面有蒲地蓝消炎片、感冒灵颗粒、西青果颗粒等；消化系统方面有枫蓼肠胃康片等；补益类方面的有养阴镇静片、补肾斑龙胶囊等。尽管目前公司中成药产品品种较丰富，但从收入结构来看，中成药板块收入仍主要来源于止咳宝片，其他药品规模较小。

2018 年，公司根据年度销售计划和营销策略，大幅上调了止咳宝片的销售价格，止咳宝每片收入由 0.24 元升至 0.44 元，增幅达 83.33%，在销售价格大幅上调的情况下，止咳宝片销量同比增长 9.88%，主要系公司进一步加大了对核心产品市场开发和渠道建设的力度。2018 年，金匱肾气片产量较上年下降 21.41%，主要系该产品在上年末仍有一定库存，同时在产能较紧张的情况下，公司 2018 年减少了产量；2018 年金匱肾气片全年实现

销售收入 3,130.43 万元，同比增长 12.22%，主要系销量及部分地区招标价格变动影响。

表4 公司主要中成药产品产销情况

产品	项目	2018年	2017年
止咳宝片	产量（万片）	73,320.00	65,042.00
	销量（万片）	71,288.00	64,881.00
	产销率	97.23%	99.75%
	销售收入（万元）	31,413.93	15,826.81
金匱肾气片	产量（万片）	8,597.00	10,939.00
	销量（万片）	9,320.00	9,207.00
	产销率	108.41%	84.17%
	销售收入（万元）	3,130.43	2,789.48

资料来源：公司提供

中成药营业成本以原材料为主，其中核心产品止咳宝片的主要中药材成分为罂粟壳、紫菀、甘草等，其中占比较大的主要中药材是罂粟壳，长期由甘肃农垦医药药材有限责任公司专供，罂粟壳价格由发改委定价，整体价格波动不大。2018 年国内中药材价格指数有所波动，整体较 2017 年略有下降，但目前仍维持在高位；而 2018 年公司中成药主要产品出厂价格均较上年大幅提升，导致 2018 年度中成药毛利率较上年上升 11.86 个百分点，盈利空间提升。随着公司收购广东国医堂后，中成药产品品种进一步丰富，所需中药材品种、产量将进一步增加，若中药材价格未来出现大幅波动，将对公司中成药盈利能力产生较大影响。

近年来公司主要中成药品种的产销率均维持在较高水平，但产能规模偏小较大的限制了公司的销量水平。截至 2019 年 3 月末，公司公开发行 A 股募投项目止咳宝片生产线扩建项目和金匱肾气片生产线扩建项目已全部完成建设，并购置了相应设备，建造新综合仓库、新前处理提取车间等，期间陆续投入生产。未来每年将新增止咳宝片 9.15 亿片、金匱肾气片 4.32 亿片的产能，产能将得到大幅提升，产量的增长也有望得到释放；但需要关注的是，新增产能规模较大，可能存在市场不能有效消化的风险。

受推进化学制剂药一致性评价影响，公司主要化学制剂产品产量和销量出现一定下滑；目前公司化学制剂药一致性评价仍未取得显著进展，部分产品存在无法注册风险，且对公司现有生产资源形成一定占用，使得公司未来化学制剂药的产销量存在一定不确定

从化学药品来看，2018 年公司化学制剂药收入保持稳定增长，全年实现销售收入 38,761.32 万元，较上年增长 5.82%。具体而言，2018 年公司根据市场情况对相关产品产量进行了调整，其中，土霉素片、阿咖酚散、奥美拉唑肠溶胶囊、磺胺嘧啶片等产量均出现一定下滑，主要系公司推进一致性评价对生产资源形成一定占用，影响化学制剂药产量。

此外，公司化学原料药实现销售收入 7,233.18 万元，同比增长 6.86%。

目前公司化学制剂药生产所需的原料药大部分为外部采购，采购地主要为内蒙古、河南、河北、甘肃等原料药主产地，由于近年环保督察力度加大，对基础化工品生产影响较大，未来原料药价格存在波动的可能性，或影响公司化学制剂药盈利水平。从售价来看，2018 年，土霉素片、奥美拉唑肠溶胶囊、罗红霉素胶囊、磺胺嘧啶片销售均价均有所提高，主要系相关产品成本有所上升，公司也相应对产品进行了提价，其他主要化学制剂药售价较为稳定。

表5 公司主要化学制剂药产品产销情况

项目		2018 年	2017 年
阿咖酚散	产量（万袋）	45,542.00	63,379.00
	销量（万袋）	46,636.00	55,734.00
	产销率	102.40%	87.94%
红霉素肠溶片	产量（万片）	28,950.00	24,717.00
	销量（万片）	28,560.00	24,718.00
	产销率	98.65%	100.00%
罗红霉素胶囊	产量（万粒）	6,698.00	6,437.88
	销量（万粒）	6,570.00	6,764.00
	产销率	98.08%	105.07%
奥美拉唑肠溶胶囊	产量（万粒）	4,861.00	8,439.97
	销量（万粒）	6,898.00	7,045.00
	产销率	141.90%	83.47%
依托红霉素片	产量（万片）	19,676.00	17,174.00
	销量（万片）	18,779.00	16,632.00
	产销率	95.44%	96.84%

资料来源：公司提供

2018 年 12 月 28 日，国家药品监督管理局发文提到，由于新版基药目录以及动态调整机制的建立，对于基药目录品种不再设置评价时限，同时继续要求基药品种自首家通过一致性评价以后，其他品种需在 3 年内通过评价。公司对仿制药质量和疗效一致性评价工作较为重视，前期进行了相关品种的筛选、市场前景分析以及研发机构调研等工作，目前，公司对 27 个产品进行了一致性评价工作，目前均在进行中，均未完成。目前公司的研发支出主要针对仿制药品的一致性评价工作，2018 年公司研发人员增加 39 人；在研发投入方面，2018 年公司研发投入 5,329.94 万元，主要用于一致性评价工作，根据公司与外部研发机构签订的相关合同，公司按照工作进度支付资金。

整体来看，目前公司化学制剂药一致性评价仍未取得显著进展，且占用了一定生产资源，未来可能会对公司化学制剂药的产量产生一定不利影响，若相关产品未在规定时间内通过一致性评价，相应产品将停止注册并面临停产的风险。

表6 公司研发人员及研发支出情况

项目	2018年	2017年
研发人员数量（人）	182	143
研发支出（万元）	5,329.94	4,843.74
研发支出/营业收入	6.02%	7.05%
有效期内专利份数	52	46

资料来源：公司提供

2018年公司主要剂型产品的产量及产能利用率均出现一定下滑；随着生产线扩建项目投产后公司产能将进一步提升，增强产品供应能力，但新增产能未来能否消化将存在一定的不确定

公司目前在台山市和海口市共有三处生产基地，台山市为公司总部和子公司新宁制药所在地，各有一处生产基地，总部生产止咳宝产品和其他药品，新宁制药及其子公司分别生产化学原料药和化工产品；海口市为海力制药的所在地，现主要生产部分化学制剂药品种。由于公司产品生产线各工序相对独立，由人工衔接，自动化程度不高，故实际生产有一定的柔性，可视市场反馈和季节等因素灵活调节各产品的生产任务。2018年，受公司推进一致性评价工作影响，公司主要剂型的产量和产能利用率均出现一定下滑。

表7 公司各剂型产品生产情况

年份	产品剂型	产能	产量	产能利用率
2018年	片剂（万片）	448,580	397,765	88.67%
	散剂（万袋）	65,620	52,774	80.42%
	胶囊剂（万粒）	92,300	63,890	69.22%
2017年	片剂（万片）	448,580	471,925	105.20%
	散剂（万袋）	65,620	75,119	114.48%
	胶囊剂（万粒）	92,300	78,865	85.44%

资料来源：公司提供

公司主要在建项目为新宁制药药品 GMP 改扩建工程项目和药品仓储物流中心及信息系统建设项目，上述项目均为公司 2017 年公开发行可转换公司债券的募投项目，主要以募集资金进行建设。截至 2018 年 12 月 31 日，新宁制药药品 GMP 改扩建工程项目已投入资金 2,835.56 万元，药品仓储物流中心及信息系统建设项目已投入资金 1,850.32 万元。项目建设完成后公司化学原料药和化学制剂药产能将得到一定提升，但可能存在市场不能有效消化的风险。

表8 截至 2018 年 12 月 31 日公司主要在建项目情况（单位：万元）。

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	预计达产时间
新宁制药药品 GMP 改扩建工程项目	18,900.00	2,835.56	16,064.44	2020 年 6 月 30 日

药品仓储物流中心及信息系统建设项目 ²	17,870.59	1,850.32	16,020.27	2020年6月30日
天盈广场办公楼	12,000.00	11,665.75	334.25	2019年3月31日
合计	48,770.59	16,351.63	32,418.96	-

资料来源：公司提供

公司采购集中度总体较低，2018年主要销售区域仍主要为华南和华东地区，随着对其他区域客户的拓展，公司客户集中度进一步下降

采购方面，公司中成药产品原材料主要为中药材，其市场价格波动较大，但整体采购规模不大；化学制剂药产品原材料多为化学原料药，其供应商数量众多，市场相对成熟。2018年公司前五大供应采购额占当期采购总额的比19.88%，较上年略有上升，但采购集中度整体仍较低。

表9 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年度	序号	前五大供应商	采购金额	占采购总额比例
2018年	1	供应商一	1,655.17	5.61%
	2	供应商二	1,480.21	5.02%
	3	供应商三	1,052.37	3.57%
	4	供应商四	881.38	2.99%
	5	供应商五	795.81	2.70%
			合计	5,864.94
2017年	1	供应商一	1,593.59	4.51%
	2	供应商二	1,195.73	3.39%
	3	供应商三	1,036.69	2.94%
	4	供应商四	1,033.22	2.93%
	5	供应商五	900.36	2.55%
			合计	5,759.59

资料来源：公司提供

销售方面，公司根据自身规模及产品特点主要采取经销商模式。其中：中成药和化学药制剂方面，属于OTC药物的品种，主要通过经销商进入药店和诊所，同时逐步提高对大中型连锁药店、基层诊疗等终端的销售比重；属于国家基本药物和处方药物的品种，通过经销商配送进入医院、诊所等。化学原料药及化工产品方面，部分直接销售到终端客户（生产厂家），部分通过经销商销售。货款结算方面，分为电汇（银行转账）和承兑汇票两种方式，以电汇为主。公司不同产品有不同的回款周期，止咳宝片产品由于销售情况较好，经销商需要先款后货，其他客户一般回款周期在30天左右；其他产品回款周期则一般为30至45天。

在销售管理方面，为提高经营效率，公司对营销网络及营销资源进行了优化整合，目

² 根据公司2018年10月11日出具的公告，该项目中的物流信息服务区、商务办公区、后勤保障区及部分仓储的实施地点从台山市北坑工业园长兴路11号变更至台山市水步镇振兴路21号。

前，广东特一海力药业有限公司（以下简称“特一海力”）负责自产品种（包括特一药业、海力制药的产品，不包含新宁制药及其子公司的产品）的销售、品牌推广和营销网络管理，海南海力医生药业集团有限公司（以下简称“海力医生”）负责代理品种的销售。

随着公司不断开拓国内其他区域市场，客户群体进一步壮大，2018 年公司前五大客户销售占比为 12.02%，较上年下降 3.15 个百分点。

表10 公司前五大客户销售占比情况（单位：万元）

年度	序号	前五大客户	销售金额	占销售总额比例
2018 年	1	客户一	3,920.60	4.43%
	2	客户二	2,224.10	2.51%
	3	客户三	1,793.41	2.03%
	4	客户四	1,432.76	1.62%
	5	客户五	1,264.60	1.43%
	合计			10,635.47
2017 年	1	客户一	3,470.35	5.05%
	2	客户二	2,625.71	3.82%
	3	客户三	2,007.48	2.92%
	4	客户四	1,239.54	1.80%
	5	客户五	1,087.68	1.58%
	合计			10,430.76

资料来源：公司提供

公司产品主要在国内销售，销售区域主要集中在我国人口密度较高的华南地区和华东地区，近年华南和华东区域销售占比有所下降，2018 年华南区域销售占比降至 34.93%，华东区域销售占比比较稳定，其他区域销售占比均出现一定提升，公司销售区域进一步扩展，区域集中度更加分散。

表11 公司在各地区的销售收入和占比情况（单位：万元）

区域	2018 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比
华南	30,913.35	34.93%	27,411.22	39.90%
华东	16,961.51	19.17%	13,668.22	19.90%
西南	9,253.19	10.46%	6,389.88	9.30%
东北	8,600.69	9.72%	5,569.10	8.11%
华北	8,023.22	9.07%	5,463.06	7.95%
华中	9,364.22	10.58%	6,768.50	9.85%
西北	5,348.89	6.04%	3,424.38	4.99%
国外	33.50	0.04%	-	-
合计	88,497.56	100.00%	68,694.36	100.00%

资料来源：公司提供

因并购海力制药和新宁制药产生的商誉规模较大，未来存在减值风险

公司于2015年6月1日及12月30日分别通过收购取得海力制药和新宁制药100%的股权，共确认商誉58,787.63万元，其中收购海力制药确认商誉38,194.84万元，收购新宁制药确认商誉20,592.79万元。

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

根据《广东台城制药股份有限公司关于收购股权的公告》，采用收益法预测的新宁制药2016-2019年营业收入分别为8,519.09万元、14,496.87万元、19,668.03万元和23,361.67万元；净利润分别为1,849.91万元、2,512.33万元、3,489.95万元和4,047.64万元；公司交易对手对新宁制药2015-2017年的净利润做出业绩承诺，承诺期内新宁制药净利润业绩均达到承诺。2018年，新宁制药合并层面实现营业收入9,112.65万元、净利润2,886.44万元，与前期收益预测的净利润相差603.51万元，未来需关注商誉减值风险。

总体来看，公司通过并购形成的商誉规模较大，2018年公司进行了商誉减值测试，认为未出现减值迹象，未对商誉计提减值准备。若未来海力制药或新宁制药产生的收益不及预期，可能产生商誉减值风险。

五、财务分析

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2018年度，公司合并报表范围无变动，截至2018年末，纳入公司合并报表范围内的子公司共8家，详见附录二。

资产结构与质量

2018年公司资产规模略有增加，商誉规模较大，存在减值风险

2018年公司资产规模略有上升，截至2018年末，总资产为206,759.81万元，同比增长7.19%。从资产结构看，非流动资产仍为公司资产的主要构成部分，2018年末非流动资产

占比为60.11%。

表12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	46,062.49	22.28%	21,688.15	11.24%
应收票据	6,862.56	3.32%	5,727.16	2.97%
应收账款	9,169.66	4.43%	6,077.35	3.15%
存货	17,765.24	8.59%	18,746.81	9.72%
其他流动资产	515.47	0.25%	25,664.06	13.30%
流动资产合计	82,485.40	39.89%	78,947.12	40.93%
固定资产	32,137.39	15.54%	33,231.08	17.23%
在建工程	15,963.19	7.72%	12,543.48	6.50%
无形资产	12,841.99	6.21%	7,066.90	3.66%
商誉	58,787.63	28.43%	58,787.63	30.48%
非流动资产合计	124,274.41	60.11%	113,951.37	59.07%
资产总计	206,759.81	100.00%	192,898.49	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

从流动资产构成来看，主要是货币资金、应收票据、应收账款、存货及其他流动资产。2018年末公司货币资金账面余额为46,062.49万元，同比大幅增长112.39%，主要系上年购买的理财产品在本年度收回所致；使用权受限的资金为34.99万元，货币资金受限程度较低。应收票据全部系银行承兑汇票，2018年末，公司应收票据同比增长19.82%；截至2018年末，公司应收票据不存在质押情况。2018年末，公司应收账款账面价值为9,169.66万元，同比增长50.88%，占本年度营业收入的比重为10.36%，主要系销售收入增长导致应收货款金额增长，应收账款余额中账龄在1年以内的占比达到98.71%，账龄较短；2018年末按欠款方归集的应收账款余额前五名单位合计占年末总余额的17.38%。公司存货主要是生产所需的原材料、在产品及为提高生产线利用效率、节约成本而错峰生产的产成品，以原材料为主；截至2018年末，存货账面价值为17,765.24万元，同比下降5.24%，2018年公司计提坏账准备168.39万元，未来中药材价格仍存在一定的波动风险。2018年末公司其他流动资产大幅下降，系公司上年度购买的理财产品在本年度收回所致。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产及商誉构成。2018年末公司固定资产账面价值为32,137.39万元，较上年变化不大；2018年末公司固定资产中未办妥产权证书的固定资产账面价值为5,822.61万元，其中海力制药因历史原因账面价值600.37万元的房屋建筑物未取得产权证书，海口市政府部门已出具说明，公司可正常使用；截至2018年末，公司用于抵押的房屋建筑物账面价值为959.87万元。

表13 2018年末公司尚未办妥产权证书的固定资产情况（单位：万元）

项目	账面价值	未办妥产权证书的原因
海力制药房屋建筑物	600.37	历史原因 ³
海力制药外购房产及地下车库	422.64	正在办理中
前处理及提取厂房	3,355.95	正在办理中
时代广场房产	179.85	正在办理中
消防及循环水池	398.54	尚未办理
变配电站	100.65	尚未办理
废水处理工程	314.97	尚未办理
天盈广场 B4-478 至 488 共 11 个停车位	409.80	正在办理中
天盈广场 B4-491 停车位	39.84	正在办理中
合计	5,822.61	-

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

2018年末公司在建工程主要是新宁制药药品GMP改扩建工程、天盈广场办公楼、液体制剂车间（片剂）改扩建工程⁴，年末余额分别为2,835.56万元、11,665.75万元、952.07万元。公司无形资产主要是土地使用权及软件、专利权等，2018年末账面价值为12,841.99万元，同比增长81.72%，主要系本期新购置土地增加1,835.32万元，非专利技术增加4,339.62万元⁵；截至2018年末，公司用于抵押的土地使用权账面价值为2,478.68万元，抵押比例为19.30%。2018年末公司商誉的账面价值为58,787.63万元，为公司并购海力制药和新宁制药所取得，2018年末公司经测试后未对商誉计提减值损；未来若海力制药或新宁制药经营状况未达预期，则存在商誉减值的风险。

截至2018年末，公司受限资产规模合计为3,473.54万元，占总资产的1.68%，受限资产规模整体不大。

资产运营效率

2018年受存货及应付账款周转效率下降影响，净营业周期有所延长；受益于营业收入增长，总资产周转效率有所提升

公司下游客户多为医药流通企业，公司与上下游的结算周期普遍较短。2018年公司应收账款（含应收票据）同比大幅增长35.81%，但受益于公司营业收入规模增长，整体应收账款周转效率略有提升。公司存货主要为生产所需的原材料、在产品，近年始终保持

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

⁴ 液体制剂车间（片剂）改扩建工程已于2019年3月取得GMP证书。

⁵ 主要为公司收购广东国医堂96个药品批文的生产技术。

在较高水平，2018年存货周转天数较上年略有提升。2018年应付账款周转天数较上年大幅下降，付款周期缩短，使得公司2018年净营业周期较上年增长23.77天至176.85天。

2018年公司流动资产和固定资产规模的增幅小于营业收入增幅，使得流动资产和固定资产周转天数均有所下降。整体来看，公司总资产运营效率较上年有所提升。

表14 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2018年	2017年
应收账款（含应收票据）周转天数	56.62	64.77
存货周转天数	180.63	174.57
应付账款（含应付票据）周转天数	60.40	86.26
净营业周期	176.85	153.08
流动资产周转天数	328.35	330.58
固定资产周转天数	132.96	159.22
总资产周转天数	812.89	925.54

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018年公司盈利能力进一步增强，净利润大幅提升，但期间费用水平仍较高，对公司利润形成一定的侵蚀

公司营业收入主要来自化学制剂药和中成药的销售，2018年，受益于中成药销售收入大幅增长，公司营业收入规模保持较快增速，全年实现营业收入88,497.56万元，同比增长28.83%，其中化学制剂药、中成药收入占比分别为43.80%和45.94%，中成药占比大幅提升。

从毛利率来看，受益于公司中成药核心品种止咳宝提价，2018年公司中成药毛利率上升11.86个百分点至78.90%，全年中成药收入大幅增长74.37%；2018年化学制剂药和化学原料药毛利率均有一定的提升，综合拉动公司综合毛利率提升至58.89%。受益于毛利率提升影响，公司营业利润率较上年提升3.68个百分点至20.56%，总资产报酬率较上年提升3.11个百分点至10.91%，净资产收益率较上年提升3.42个百分点至14.44%，整体盈利能力有所增强。

期间费用方面，在业务规模扩大的同时，2018年公司销售费用和财务费用规模继续增长，其中销售费用较上年增长94.22%，主要系营销推广费用大幅增加。由于公司对内部资源进行整合，管理费用有小幅减少，总体而言，2018年公司期间费用同比增长39.66%，规模增幅大于营业收入增幅，公司期间费用率由30.87%升至33.46%，对公司利润形成一定的侵蚀。

2015-2016年，公司及子公司海南海力、新宁制药相继取得《高新技术企业证书》，有

效期均为3年，享受高新技术企业税收优惠政策（按15%执行）；其中公司及子公司海南制药证书已于2018年到期，但均已提出复审申请，并于2018年11月分别在广东省2018年第一批、第二批拟认定高新技术企业名单公示，目前已进入备案、公告、颁发证书阶段，新宁制药目前仍处于有效期之内。2017-2018年，公司分别节省税收778.78万元和1,936.24万元，未来公司享受的税收优惠政策若发生变化，将对其盈利能力产生一定影响。

表15 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	88,497.56	68,694.36
营业利润	18,191.53	11,595.43
利润总额	17,715.58	11,961.30
税收优惠	1,936.24	778.78
净利润	15,554.65	10,634.28
综合毛利率	58.89%	48.21%
期间费用率	33.46%	30.87%
营业利润率	20.56%	16.88%
总资产回报率	10.91%	7.80%
净资产收益率	14.44%	11.02%
营业收入增长率	28.83%	4.74%
净利润增长率	46.27%	12.20%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司主营业务现金生成能力较强，但业务发展所需资金量较大，存在一定的资金压力

公司营业收入及净利润规模持续增长，2018 年公司净利润同比增长 46.27%，收现比为 1.10，主营业务现金生成能力较强；2018 年公司存货规模增加额大幅下降，但应收项目大幅增加，整体使得营运资本规模略有下降；2018 年公司经营活动现金流净额为 18,796.95 万元，较上年大幅增加，总体表现较好。

从投资活动来看，2018年公司投资活动现金流入主要系收回到期银行理财产品投资本金57,000.00万元，投资活动现金流出主要系购买银行理财产品32,000.00万元、以资产收购方式收购兼并广东国医堂资产支出4,800.00万元、在建工程等投入等7,747.63万元、支付收购新宁制药时收取的履约保证金4,558.77万元；全年投资活动现金净流入6,374.72万元。

从筹资活动来看，2018年公司通过银行借款获得筹资活动现金流入45,535.95 万元；同时，公司偿还债务、支付利息及现金股利、偿还其他借款等共支出资金46,303.34 万元。2018年全年公司筹资活动现金净流出767.39万元。

截至2018年末，公司在建、拟建项目尚需投资32,418.96万元，另外仿制药质量和疗效

一致性评价工作仍将持续投入，公司未来仍存在一定的资金压力。

表16 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
净利润	15,554.65	10,634.28
营运资本变化	-3,467.24	-4,893.78
其中：存货减少（减：增加）	849.11	-2,970.86
经营性应收项目的减少（减：增加）	-5,247.31	-583.12
经营性应付项目的增加（减：减少）	930.96	-1,339.80
经营活动产生的现金流量净额	18,796.95	10,295.61
投资活动产生的现金流量净额	6,374.72	-34,080.09
筹资活动产生的现金流量净额	-767.39	30,053.36
现金及现金等价物净增加额	24,404.29	6,268.87

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模较快增长，存在一定的短期偿债压力

2018年末公司负债规模为95,639.40万元，同比增长7.93%；得益于公司未分配利润的积累，2018年末公司所有者权益同比增长6.56%，略低于负债增幅，使得2018年末公司产权比率提升1.10个百分点至86.07%，净资产对负债的保障水平有所下降。

表17 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年
负债总额	95,639.40	88,614.47
所有者权益	111,120.41	104,284.01
产权比率	86.07%	84.97%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，随着公司短期借款规模不断提升，2018年末公司流动负债占比增至55.95%。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、预收款项和其他应付款构成。截至2018年末，公司短期借款余额为39,194.00万元，较2017年末大幅增长57.18%，主要为公司从银行取得的信用借款和保证借款。2018年末公司应付票据余额同比下降20.26%，系部分银行承兑汇票到期支付所致。2018年末公司应付账款余额同比下降10.26%至2,808.39万元。2018年末公司预收款项账面余额同比下降33.19%至2,744.17万元。公司其他应付款主要是保证金和往来款，2018年末公司偿还较大规模的保证金，致使其他应付款同比减少82.36%。

公司非流动负债主要是长期借款和应付债券。2018年末，公司长期借款账面余额为11,744.00万元，其中9,440.00万元为通过质押新宁制药的股权所取得的银行质押借款（借款期限为5年，年利率为4.75%），2,304.00万元为信用借款（借款期限为3年，年利率为

4.75%)。公司应付债券为本期债券，2018年末，应付债券账面余额为27,609.46万元。

表18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	39,194.00	40.98%	24,936.49	28.14%
应付票据	2,782.46	2.91%	3,489.53	3.94%
应付账款	2,808.39	2.94%	3,129.46	3.53%
预收款项	2,744.17	2.87%	4,107.68	4.64%
其他应付款	864.97	0.90%	4,903.57	5.53%
流动负债合计	53,508.33	55.95%	43,021.60	48.55%
长期借款	11,744.00	12.28%	15,300.00	17.27%
应付债券	27,609.46	28.87%	27,095.94	30.58%
非流动负债合计	42,131.08	44.05%	45,592.87	51.45%
负债合计	95,639.40	100.00%	88,614.47	100.00%
其中：有息负债	81,905.92	85.64%	70,821.96	79.92%

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司有息负债规模为81,905.92万元，同比增长15.65%，占负债总额的比重提升为85.64%，未来随着公司业务规模的扩大，有息负债规模可能进一步增长。从有息负债的偿债安排来看，公司2018年需偿还短期有息债务达42,552.46万元，存在一定的短期偿付压力。

表19 截至2018年12月31日公司有息负债偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年及以后
本金	42,552.46	11,744.00	-	27,609.46

资料来源：公司提供

从偿债指标来看，截至2018年末，公司资产负债率为46.26%，较2016年末略有上升；2018年末公司流动比率和速动比率分别为1.54和1.21，均较2017年末略有下降。2018年公司利润总额同比增长48.11%，使得公司2018年末EBITDA同比增长49.64%至26,012.93万元，但受财务费用利息支出规模大幅增长影响，扣除债券摊销利息后，公司EBITDA利息保障倍数为10.88。得益于经营活动现金净流入规模大幅提升，经营性净现金流对和负债总额的保障程度有所提升，但覆盖程度仍较弱，公司仍面临一定的偿债压力。

表20 公司偿债能力指标

指标名称	2018年	2017年
资产负债率	46.26%	45.94%
流动比率	1.54	1.84
速动比率	1.21	1.40
EBITDA（万元）	26,012.93	17,383.75
EBITDA 利息保障倍数	10.88	10.21

有息债务/EBITDA	3.15	4.07
债务总额/EBITDA	3.68	5.10
经营性净现金流/流动负债	0.35	0.24
经营性净现金流/负债总额	0.20	0.12

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、本期债券保障措施分析

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

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

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

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

质押财产价值发生变化后的安排如下：

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

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

2、若质押股票市场价值（以每一交易日收盘价计算）连续30个交易日超过本期债券尚未偿还本息总额的250%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本息总额的200%。

截至2019年3月29日，公司近30个交易日股票收盘价最低为14.33元/股、最高为17.44元/股，对应质押股票市场价值分别为53,737.50万元和65,400.00万元，对本期债券未偿还本息的覆盖率分别为151.26%和184.08%，对未偿还本金的覆盖率分别为158.52%和192.92%，未触发上述条件，无需追加担保物，公司第一大股东为本期债券提供的股份质押和保证担保，仍可在一定程度上保障本期债券的安全性。

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，公司首次发生欠息日期为2006年5月12日，欠息最高金额48.28万元，最近一次结清日期为2016年10月24日。根据台山市农村信用合作联社台城信用社分别于2017年5月10日和2018年5月9日出具的欠息说明，公司原本应于2014年6月20日和2016年10月21日偿还利息，均系网银系统故障使得资金未能及时转入付息账户，发生逾期记录。

八、评级结论

2018年，公司独家品种止咳宝片产销情况稳定提升，产品提价后营业收入及中成药毛利率大幅增长，收购广东国医堂后中成药产品结构更加丰富，且第一大股东提供的股份质押和保证担保仍可在一定程度上保障本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到，公司控股股东持有公司的股票质押率较高，存在一定质押风险，公司新增产能规模较大，能否有效消化存在一定不确定，一致性评价工作对公司化学制剂产品的生产资源形成一定占用，目前公司化学制剂药尚未有产品通过一致性评价，部分产品存在无法注册风险，公司商誉规模较大，存在减值风险，期间费用对利润形成一定侵蚀，以及存在一定的短期偿债压力

等风险因素。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为 **AA-**，维持公司主体长期信用等级为 **AA-**，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	46,062.49	21,688.15	15,385.10
应收账款	9,169.66	6,077.35	5,915.43
存货	17,765.24	18,746.81	15,754.48
流动资产合计	82,485.40	78,947.12	47,213.80
在建工程	15,963.19	12,543.48	7,457.93
无形资产	12,841.99	7,066.90	7,392.79
商誉	58,787.63	58,787.63	58,787.63
非流动资产合计	124,274.41	113,951.37	113,105.02
总资产	206,759.81	192,898.49	160,318.82
短期借款	39,194.00	24,936.49	22,519.33
应付票据	2,782.46	3,489.53	7,188.71
应付账款	2,808.39	3,129.46	3,239.30
流动负债合计	53,508.33	43,021.60	51,722.30
长期借款	11,744.00	15,300.00	17,800.00
应付债券	27,609.46	27,095.94	0.00
非流动负债合计	42,131.08	45,592.87	19,939.13
总负债	95,639.40	88,614.47	71,661.43
有息债务	81,905.92	70,821.96	47,508.04
所有者权益合计	111,120.41	104,284.01	88,657.39
营业收入	88,497.56	68,694.36	65,585.68
营业利润	18,191.53	11,595.43	10,043.83
净利润	15,554.65	10,634.28	9,477.70
经营活动产生的现金流量净额	18,796.95	10,295.61	10,129.67
投资活动产生的现金流量净额	6,374.72	-34,080.09	-24,215.11
筹资活动产生的现金流量净额	-767.39	30,053.36	4,948.65
财务指标	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	56.62	64.77	81.36
存货周转天数	180.63	174.57	167.34
应付账款周转天数	60.40	86.26	118.45
净营业周期	176.85	153.08	130.25
流动资产周转天数	328.35	330.58	304.56
固定资产周转天数	132.96	159.22	138.93
总资产周转天数	812.89	925.54	878.59
综合毛利率	58.89%	48.21%	47.74%

期间费用率	33.46%	30.87%	31.10%
营业利润率	20.56%	16.88%	15.31%
总资产回报率	10.91%	7.80%	7.67%
净资产收益率	14.44%	11.02%	11.21%
营业收入增长率	28.83%	4.74%	26.97%
净利润增长率	46.27%	12.20%	16.86%
资产负债率	46.26%	45.94%	44.70%
流动比率	1.54	1.84	0.91
速动比率	1.21	1.40	0.61
EBITDA (万元)	26,012.93	17,383.75	15,620.45
EBITDA 利息保障倍数	10.88	10.21	9.01
有息债务/EBITDA	3.15	4.07	3.04
债务总额/EBITDA	3.68	5.10	4.59
经营性净现金流/流动负债	0.35	0.24	0.20
经营性净现金流/负债总额	0.20	0.12	0.14

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至 2018 年末纳入公司合并报表范围的子公司

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

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款（含应付票据） 周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收票据余额} + \text{期初应收账款余额} + \text{期末应收票据余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款（含应付票据） 周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付票据余额} + \text{期初应付账款余额} + \text{期末应付票据余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款（含应收票据）周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款（含应付票据） 周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} - \text{债券摊销利息} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益}$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息负债	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券}$
非付现费用	$\text{资产减值损失} + \text{固定资产折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
非经常损益	$\text{处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失} + \text{财务费用} + \text{投资损失} + \text{递延所得税资产减少}$
FFO	$\text{净利润} + \text{非付现费用} + \text{非经常损益}$
营运资本变化	$\text{存货的减少} + \text{经营性应收项目的减少} + \text{经营性应付项目的增加}$

附录四 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。