

四川科伦药业股份有限公司：

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“四川科伦药业股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”、“四川科伦药业股份有限公司2019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⁺，评级展望正面；维持上述债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年五月二十日

四川科伦药业股份有限公司 2018 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第二期）、2019 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（2019）

发行主体	四川科伦药业股份有限公司		
债券简称	18科伦02 19科伦01		
债券代码	112779.SZ 112894.SZ		
发行年限	5年期，附第2年末及第4年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权 5年期，附第2年末及第4年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权		
发行日期	2018/10/25 2019/4/23		
发行规模	人民币10亿元 人民币8.50亿元		
上次评级时间	2018/10/15 2019/4/11		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 正面
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 正面

基本观点

跟踪期内，四川科伦药业股份有限公司（以下简称“科伦药业”或“公司”）保持产销规模优势，行业地位突出，抗生素产业链不断完善，业务规模快速增长，研发创新力度不断加大，盈利能力及经营获现能力持续增强。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司债务规模较大以及期间费用控制能力有待提升等因素或将对公司信用水平产生一定影响。

综上，中诚信证评维持科伦药业主体信用等级 AA⁺，评级展望正面；维持“四川科伦药业股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”、“四川科伦药业股份有限公司 2019 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

- 持续保持产销规模优势，行业地位突出。公司是国内大输液行业中品种最为齐全的企业之一，生产基地遍布全国 14 个省份，销售片区覆盖我国除台湾、香港、澳门以外的所有省市地区，2018 年公司生产和销售各类大输液产品位居国内第一，继续保持突出的行业地位。
- 抗生素产业链不断完善，业务规模持续增长。公司构建了从抗生素中间体到原料药，再到抗生素制剂的完整产业链。2018 年公司抗生素板块川宁项目二期通过竣工环保验收，并于 4 月实现满产，带动公司非输液板块业务收入规模进一步增长。
- 研发创新力度不断加大。公司持续加大研发投入，2018 年全年研发投入 11.14 亿元，同比增长 31.74%。同时，公司在着力提升现有输液及其他药品的生产工艺和包装技术的同时，不断将重点投放到高技术内涵药物的研发，为其未来非输液业务持续快速发展提供保障。

概况数据

科伦药业	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	114.66	119.82	129.64	132.00
总资产（亿元）	234.10	279.88	293.61	298.12
总债务（亿元）	94.83	113.96	111.27	113.25
营业总收入（亿元）	85.66	114.35	163.52	42.88
营业毛利率（%）	43.33	51.31	59.56	58.30
EBITDA（亿元）	17.09	24.83	29.36	-
所有者权益收益率（%）	5.44	6.77	9.78	10.96
资产负债率（%）	51.02	57.19	55.85	55.72
总债务/EBITDA（X）	5.55	4.59	3.79	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.46	4.58	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、公司将“短期融资券”、“超短期融资券”及“附有回售权的公司债券”计入“其他流动负债”，中诚信证评在财务指标计算时将其计入短期债务；
3、2019 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分 析 师

应治亚 zyying@ccxr.com.cn

李 蕊 rli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年5月20日

- 盈利能力及经营获现能力持续增强。得益于收入规模及毛利率的提升,2018年公司盈利能力持续增强,同时,公司经营获现持续增长,经营活动净现金流持续净流入,对债务本息偿还形成良好保障。

关 注

- 债务规模较大。截至2018年末,公司总债务为111.27亿元,资产负债率为55.85%,处于较高水平,其债务规模及杠杆水平仍有下降空间。
- 期间费用控制能力有待提升。2018年公司期间费用合计83.34亿元,同比增长64.15%,期间费用收入占比为50.97%,同比增加6.57个百分点,其中销售费用增长较为明显,公司期间费用控制能力有待提升。

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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金使用情况

四川科伦药业股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）（债券简称“18 科伦 02”、债券代码“112779.SZ”）于 2018 年 10 月 25 日完成发行，募集资金 10 亿元，票面利率 5.45%，期限为 2+2+1 年，附第 2 年末和第 4 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；四川科伦药业股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称“19 科伦 01”、债券代码“112894.SZ”）于 2019 年 4 月 23 日完成发行，募集资金 8.50 亿元，票面利率 4.50%，期限为 2+2+1 年，附第 2 年末和第 4 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。报告期内募集资金使用程序符合公司规定及募集说明书要求。

行业关注

受居民生活水平及城镇化水平不断提高、医疗卫生改革全面推进以及人口老龄化程度加剧等因素影响，2018 年我国医药制造行业延续增长态势，行业收入增速与上年基本持平，但利润增速有所回落

2018 年，随着经济的增长和人口老龄化加剧，我国医药行业继续保持较快增长态势。2018 年 1~9 月，医药工业增加值同比增长 10.2%，高于全国工业整体增速 3.8 个百分点，保持工业全行业前列，占全国工业增加值的比重为 3.3%，较上年同期占比提高 0.1 个百分点。

根据国家统计局数据，2018 年医药制造业实现销售收入 23,986.3 亿元，同比增长 12.6%，较上年增速上升 0.1 个百分点；当年全行业实现利润总额 3,094.2 亿元，同比增长 9.5%，较上年增速降低 8.3 个百分点，医药制造业收入和利润水平仍保持较快增速，但受行业竞争加剧、研发投入增加和医保控费等因素影响，利润增速有所趋缓。从长期来看，在人口老龄化、城镇化进程不断推进、居民医疗消费水平和医保覆盖率提高等因素的推动下，我国医药行业仍具有较大增长空间。

2018 年，我国深入推进仿制药一致性评价，同时配合带量采购的推行，不断提高仿制药质量并促进药品价格降低；此外，国家亦通过深化审评审批制度改革，鼓励药品创新，未来市场份额或将进一步向研发实力突出、规模效应明显的制药企业集中

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；2018 年 12 月 28 日，国家药品监督管理局发布《关于仿制药质量和疗效一致性评价有关事项的公告》提出通过一致性评价的品种优先纳入目录，未通过一致性评价的品种将逐步被调出目录。一致性评价政策的实施与推进将促使市场份额进一步向具有研发实力和规模优势的领先企业集中，行业集中度将得以提升。

2018 年 11 月 14 日，中央全面深化改革委员会第五次会议审议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，明确了国家组织、联盟采购、平台操作的总体思路。2018 年 11 月 15 日，由 11 个试点地区委派代表组成的联合采购办公室正式发布《“4+7”城市药品集中采购文件》（以下简称“带量采购”），采购文件称将北京、天津、上海、重庆和沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安 11 个城市作为国家组织药品集中采购试点，各试点地区统一执行集中采购，采购过程中需确定采购量并由各试点地区上报，采购方案共涉及 31 个品种，均为通过一致性评价的品种。未来随着带量采购的逐步全国化，中小型医药制药企业的市场份额及利润空间或将受到严重挤压。带量采购为通过一致性评价的仿制药提供了与原研药公平竞争的机会，由于通过一致性评价的仿制药被认定是质量相同的标准产品，而具有明显价格优势的仿制药，有助于加速原研药的替代，短期内将推动市场份额向优先通

过一致性评价的中标药品快速集中，招标政策红利正在逐步兑现。

审评审批方面，2017 年 10 月国务院发布《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》，明确了改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展的改革纲领。2018 年优先审评审批政策持续完善，临床试验方面，NMPA 陆续发布临床试验细化要求和指导原则，规范临床试验用药物的生产，缩减临床审批时间；在注册审批流程方面，2018 年 8 月国务院办公厅下发《深化医药卫生体制改革 2018 年下半年重点工作任务》，明确指出有序加快境外已上市新药在境内上市审批，进口药品上市时间可缩短 1~2 年。上述政策旨在鼓励研发创新，加快审评，减少注册积压，降低具有明显临床价值、防治指定疾病且具有明显临床优势的仿制药及创新药的研发时间成本，为其研发上市创造有利条件。

2018 年，随着“两票制”在全国各省市的全面执行，医药流通行业集中度将得到进一步提升；短期内受“两票制”政策影响，国内流通企业纯销业务占比有所提升，促使应收账款账期不断加长，其资金周转能力面临一定挑战

医药流通方面，2017 年，“两票制”陆续在全国各省市推行，截至 2017 年末，福建、安徽、青海、重庆、上海等 20 个省份已开始执行，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。截至 2018 年末，全国 31 个省/直辖市已在全范围或区域内试点城市全面执行药品“两票制”政策。“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；短期内受“两票制”政策执行的影响，国内流通企业分销业务受到较大冲击，医院纯销业务占比逐步提升，致使企业应收账款账期不断拉长，国内流通企业竞争加剧，其运营能力面临一定挑战。长期来看，医药流通行业领先的企业可通过资金优势、规模效应以及更健全的销售网络取得更大的竞争优势，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，配合带量采购的实施，加之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，研发实力突出以及规模效应明显的企业将保持其竞争优势。此外，随着“两票制”在全国各省市的全面执行，短期内流通企业的运营能力面临一定考验，行业竞争加剧，未来医药流通行业的集中度将得到进一步提升。

业务运营

科伦药业主要从事医药研究开发、生产及销售，大输液业务是其传统业务，同时其业务已延伸至粉针、小水针和片剂胶囊等非大输液领域以及上游包装材料和原料药制造领域，形成了从上游的原料合成、中游的生产研发至下游覆盖全国范围的销售及服务网络的业务链。公司及下属生产企业均通过新版 GMP 认证。截至 2018 年末，公司拥有 568 个品种共 981 种规格的医药产品，其中有 124 个品种共 292 种规格的输液产品、393 个品种共 636 种规格的其它剂型医药产品、51 个品种共 53 种规格的原料药。另外，公司拥有 10 个品种的抗生素中间体、4 个品种共 7 个品规的医用器械。公司生产的药品按临床应用范围分类，共有 25 个剂型 568 种药品，其中，进入《国家基本药物目录（2018 年版）》的药品为 124 种，被列入 OTC 品种目录的药品为 82 种，被列入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年版）》的药品为 269 种。

2018 年公司取得营业收入 163.52 亿元，同比增长 43.00%。分行业看，医药制造板块实现营业收入 161.23 亿元，同比增长 42.29%，占营业收入比重为 98.60%。分产品看，大输液板块得益于产品结构优化，产品单价提升，当年实现营业收入 98.80 亿元，同比增长 30.37%，占营业收入的 60.42%。非输液板块实现营业收入 62.42 亿元，同比增长 66.37%，其中抗生素中间体及原料药板块实现收入 32.94 亿元，同比增长 79.62%；非输液制剂类产品得益于新品上市及销售推广，实现营业收入 28.57 亿元，同比增长 51.14%。从营业收入区域分布来看，

公司营业收入主要集中在西南、华北和华东，其收入占比分别为 29.32%、18.88%和 18.71%。另 2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 42.88 亿元，同比增长 9.05%。

表 1：2017~2018 年公司营业收入构成

单位：亿元		
产品	2017	2018
大输液产品	75.79	98.80
抗生素中间体及原料药	18.34	32.94
非输液制剂	18.90	28.57
其他	1.32	3.21
营业总收入	114.35	163.52

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，公司持续优化大输液产品结构，保持国内大输液市场龙头地位，收入实现良好增长；伊犁川宁项目满产推动抗生素中间体销售收入大幅上升；非输液制剂新品销售情况较好，未来前景可期

公司是我国大输液行业中品种最为齐全、包装形式最为完备的企业之一。截至 2018 年末，公司已在四川、云南、辽宁、浙江、湖南等 14 个省市设有大输液生产基地（不含哈萨克斯坦的生产基地），基本形成了全国性产业布局，较好地满足了大输液产品的市场需求特点，有效消除了大输液产品销售运输半径的制约，为其经营规模的持续扩大、市场份额的稳步增长奠定了基础。

随着“两票制”在各省市的全面实施，近年来公司转变营销模式，重构了营销体系架构。公司与国药集团等大型医药流通企业建立战略同盟；此外，公司以“内部培养+外部引进”的方式组建高端仿制药营销团队，为不断获批的新产品营销奠定销售基础；同时，公司继续强化学术推广，传递公司品牌及产品价值。公司在现有的销售网络广覆盖的优势基础上，加大医院覆盖力度，不断下沉渠道，同时加大对终端客户的开发。

受益于产品结构优化及销售模式调整，2018 年公司大输液业务收入规模实现良好增长，并保持较高的市场份额。2018 年两票制在全国全面推行，公司响应政策调整销售模式，加大对终端客户的开发力度，直接客户从 2017 年 4,700 余家增至 2018 年

6,607 余家，产品销售单价上升，公司收入规模及毛利率均有所提升。此外，公司继续推进大输液产品的软塑化进程，调整产品结构，扩大了高毛利率软塑产品销售占比，进一步增加了公司利润水平。在扩大销售收入的同时，公司采用新技术工艺降低能耗及单位生产成本，生产管理水平进一步提高。得益于上述举措，2018 年公司大输液业务实现营业收入 98.80 亿元，同比增长 30.37%，毛利率为 71.18%，同比增长 7.48 个百分点。产销方面，2018 年公司大输液业务产品生产量为 44.38 亿瓶/袋，同比增长 2.08%，销售量为 44.98 亿瓶/袋，同比增长 0.71%，产销基本平衡，产能利用率方面，2018 年公司产能利用率为 85.34%，较 2017 年同比上升 1.72 个百分点。公司保持了国内大输液板块龙头地位，市场占有率在 40%以上。输液品种方面，公司治疗性输液收入占比进一步提升，2018 年治疗性输液产品占大输液收入比重为 34.69%，同比上升 4.83 个百分点。

表 2：2016~2018 年大输液产品产销情况

单位：亿瓶/袋			
	2016	2017	2018
生产量	44.18	43.48	44.38
销售量	44.38	44.66	44.98
产能	50.00	52.00	52.00
产能利用率（%）	88.36	83.62	85.34

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司抗生素中间体及原料药主要由子公司伊犁川宁生物技术有限公司（以下简称“伊犁川宁”）负责。2011 年公司启动的伊犁川宁项目二期技术改造工程于 2018 年 4 月初通过环保部验收，产能完全释放。伊犁川宁四大抗生素中间体硫氰酸红霉素（硫红）、7-氨基头孢烷酸（7-ACA）、青霉素工业盐和侧链青霉素 6-氨基青霉烷酸（6-APA）分别设计产能 3,350 吨/年、3,300 吨/年、3,125 吨/年和 6,300 吨/年，四大产品产能在国内均位于前列。伊犁川宁 2018 年实现销售收入 32.86 亿元，同比增加 77%，并且扭亏为盈实现净利润 6.09 亿元，盈利能力较强。抗生素中间体价格方面，根据 wind 数据显示，硫红竞争格局较好，2018 年因部分企业因环保停产硫红市场价格由年初的 360 元/千克持续攀

升至年末的 465 元/千克；7-ACA 市场竞争剧烈，产能过剩，但全年价格波动较小，全年均价在 440-450 元/千克之间；因 2018 年威奇达逐渐复产，青霉素工业盐及 6-APA 价格全年处于下行状态。近年来抗生素中间体及原料药受环保政策影响较大，部分环保不达标企业被强制关停整改，对市场竞争格局造成较大影响，同时环保技术改造亦增加了企业的生产成本。公司的抗生素菌渣处理、废水处理均达国家环保标准，绿色制造技术领先，且伊犁川宁所在区位生产能耗及原材料成本较低，公司具有较好的成本优势。整体来看，公司抗生素中间体成本、规模竞争优势明显，可为公司贡献较大利润，但抗生素中间体收入受市场行情波动较大，或对利润产生一定影响。

非输液制剂方面，公司非输液类产品包括小容量注射剂（水针）、注射用无菌粉针（含分装粉针及冻干粉针）、片剂、胶囊剂、颗粒剂、口服液、腹膜透析液等。得益于新品上市及公司加大市场投入，2018 年公司非输液制剂实现销售收入 28.57 亿元，同比增长 51.14%。重点产品方面，公司不断推进终端市场销售，塑料水针实现销售收入 1.84 亿元，较同期增长 70.70%，天舒欣实现销售收入 3.94 亿元，同比增长 46.68%。此外，公司 2017 年起共有 30 个品种获批上市，公司积极开展新品种的销售覆盖工作，其中注射用帕瑞昔布钠、肠外营养线新产品及草酸艾司西酞普兰片 2018 年分别实现销售收入 1.35 亿元、1.39 亿元和 2.08 亿元，其他新获批的 22 个品种 2018 年实现销售收入 2.15 亿元，新品销售情况较好。重大中标项目方面，草酸艾司西酞普兰片中标 2018 年 12 月的“4+7”城市药品带量采购，此次中标承诺采购数量为 1,003.44 万片，中标价格为 30.94 元/盒。整体来看，非输液制剂传统核心产品及新品上市推动其收入大幅增长，随着新品销售网络进一步覆盖，非输液制剂板块未来销售收入有望继续提升。

表 3：2017~2018 年公司非大输液产品销售情况

单位：亿瓶/盒、万吨、元/瓶（盒、吨）、亿元

品种	2017 年			2018 年		
	销售量	单价	销售收入	销售量	单价	销售收入
粉针剂	3.49	1.52	5.31	3.58	2.63	9.40
小水针剂	5.46	0.37	2.01	5.13	0.62	3.18
片剂	0.65	4.23	2.74	0.66	6.29	4.14
胶囊剂	1.03	2.47	2.56	1.12	3.00	3.35
抗生素中间体	0.83	19.32	16.07	1.43	20.92	29.95
其他	-	-	8.83	-	-	12.40
合计	-	-	37.52	-	-	62.42

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

国际业务方面，2018 年公司继续积极拓展海外市场，实现海外销售收入 7.29 亿元，同比增长 120.06%。公司 2018 年共开展日本等 27 个国家/地区共计 120 个项目的注册工作。具体来看，输液方面，公司成为中国首家通过日本 GMP 认证的本土输液企业，质量体系获得医药主流市场的认可，产品已经出口日本市场。公司抗生素中间体通过了多家国际大客户审计，同时伊犁川宁四大抗生素中间体完成美国 FDA 备案，受益于此，抗生素中间体出口 5.46 亿元，同比增长 250.00%。

跟踪期内公司继续加大对产品研发投入，18 个新产品陆续获批，进一步丰富公司产品线；此外公司一致性评价进程亦位于行业前列

公司全资子公司四川科伦药物研究院有限公司（以下简称“科伦药物研究院”）是公司的主要研发机构，自 2013 年以来研发投入已超过 38 亿元，并已陆续进入研发收获期。研发投入方面，2018 年公司研发投入 11.14 亿元，较去年同期增长 31.74%，公司研发投入规模位居国内医药企业前列。

表 4：2016~2018 年公司研发投入情况

单位：亿元、%

	2016	2017	2018
研发投入	6.13	8.46	11.14
研发投入占营业收入比	7.16	7.40	6.81

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司一方面提升现有大输液及非大输液药品生产工艺和包装技术，另一方面不断加强高技术内涵药物的技术研发，为其未来非输液业务持续快速发展提供保障。2018 年公司 18 个重要仿制药物连

续获批生产，涉及肠外营养、麻醉镇静、中枢神经、抗感染等 7 大领域，其中国内首仿品种 4 项，首家一致性评价品种 4 项。具体来看，2018 年 7 月公司氨基酸葡萄糖注射液获得药品注册批件，是国内首个上市的氨基酸葡萄糖即用型肠外营养双腔袋，是全球已上市双腔袋产品中唯一可用于儿童患者的产品；同月，公司脂肪乳（10%）/氨基酸（15）/葡萄糖（20%）注射液获得药品注册批件，是全球首个工业化“全合一”三腔袋产品。同时，公司研发进程按步推进，获得 NMPA 创新药物临床试验批件 5 项，向美国 FDA 提出创新药物 IND 申请 1 项，并已获准开展临床研究；获得仿制药物生产批件 12 项，其中首仿获批 4 项。

仿制药一致性评价方面，截至 2019 年 3 月末，公司已有 9 个仿制药产品通过一致性评价并获得药品注册批件，其中草酸艾司西酞普兰片、氢溴酸西酞普兰片、甲硝唑片、替硝唑片、氢溴酸西酞普兰胶囊和氟康唑片均为国内首家通过一致性评价的产品。进度上看，目前公司仿制药一致性评价处于国内医药制造企业前列，随着“4+7”带量采购的全国推行，公司可获得带量采购带来的政策红利，有利于提高公司产品竞争力扩大市场份额，较强的研发能力可为公司未来仿制药产品的持续发展提供较好保障。

在建项目方面，截至 2018 年末，公司在建项目包含伊犁川宁项目等、科伦药物研究院生物楼工程、浙江国镜新厂建设项目等，计划投资金额 87.64 亿元，已投资 85.48 亿元，其中大部分在建项目已竣工，等待转入固定资产，公司未来面临的资本支出压力较小。

表 5：截至 2018 年末公司在建项目情况

项目名称	计划投资额	单位：亿元
		截至 2018 年末已投入
科伦药物研究院生物楼及综合楼工程	4.93	4.53
浙江国镜新厂建设项目	2.43	2.43
瑾禾生物万吨农副产品深加工项目	1.49	1.49
伊犁川宁新建抗生素中间体建设项目	70.09	72.05
苏州药研苏州生物园 B12 栋	1.2	0.98
岳阳分公司综合制剂二	0.9	0.83
湖南科伦新建液固双腔软袋输液生产线项目	2.06	1.17
江西异地改扩建新厂二期项目	0.2	0.18
新都基地固体制剂车间项目	0.32	0.24
伊犁川宁生物环保补强及公用系统填平补齐/改造升级项目	2.05	0.53
伊犁川宁生物热电系统填平补齐及改造升级项目	0.66	0.4
伊犁川宁生物生产系统填平补齐及改造升级项目	0.73	0.24
岳阳新建 A291 生产线	0.39	0.24
河南塑料安瓿水针 F 线	0.2	0.17
合计	87.64	85.48

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务分析

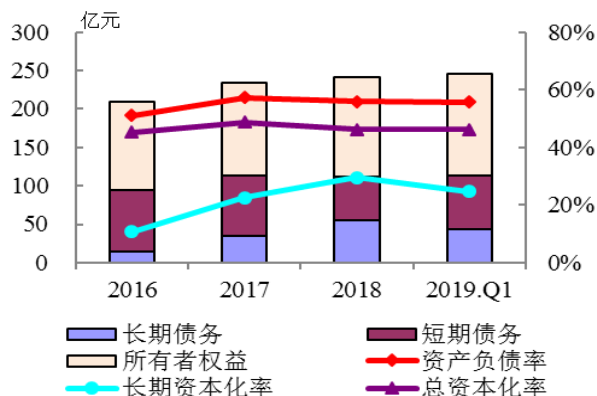
下列分析主要基于公司提供的经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年~2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度报。

资本结构

跟踪期内，随着公司业务规模的扩张，其资产及负债规模均较上年末有所增加。截至 2018 年末，公司资产总额 293.61 亿元，同比增长 4.90%。同期末，公司负债总计为 163.97 亿元，同比增长 2.44%。得益于利润留存，2018 年末公司所有者权益同比增长 8.19% 至 129.64 亿元。从财务杠杆比率来看，2018 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 55.85% 和 46.19%，分别较 2017 年末下降 1.34 个百分点和 2.56 个百分点，财务杠杆水平有所下降，但在医药制药企业中仍属于较高水平。另截至 2019 年 3 月末，公司资产总额小幅增加至 298.12 亿元，所有者权益增加至 132.00 亿元，资产负债率和总资

本化比率微降至 55.72%和 46.15%。

图 1：2016~2019.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

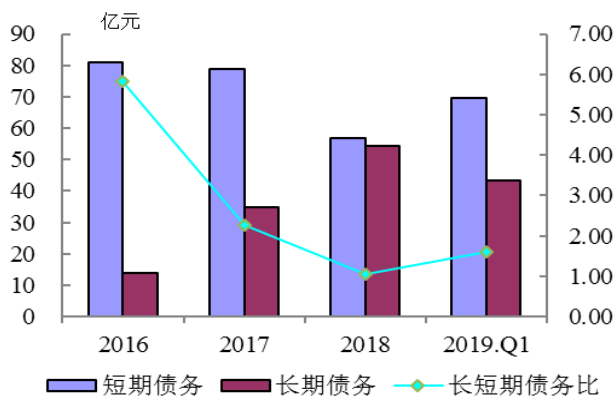
资产结构方面，公司资产仍以非流动资产为主，截至 2018 年末，公司非流动资产为 167.38 亿元，同比增长 2.25%，占总资产比重为 57.01%，同比下降 1.48 个百分点。公司非流动资产主要由固定资产、长期股权投资、无形资产和在建工程构成。具体来看，2018 年末公司固定资产为 112.60 亿元，同比增长 1.76%，当年公司在建工程完工转固 9.85 亿元，公司固定资产主要为已建成的生产线项目及研发大楼等；同期末公司长期股权投资为 23.06 亿元，同比增长 7.89%，主要因公司持有石四药集团有限公司（以下简称“石四药集团”）的股权在权益法下确认的投资损益所致，公司长期股权投资主要为对石四药集团的投资，期末账面余额为 22.02 亿元；同期末公司无形资产余额为 9.21 亿元，同比下降 12.06%，主要因公司处置部分土地使用权所致，公司无形资产主要由土地使用权、产品生产经营权和专利技术构成，2018 年末上述项目余额分别为 6.05 亿元、1.28 亿元和 1.19 亿元；在建工程方面，2018 年末公司在建工程余额为 8.23 亿元，同比下降 24.62%，主要因部分在建工程完工转入固定资产所致。另截至 2019 年 3 月末，公司非流动资产余额为 167.54 亿元，固定资产、长期股权投资、无形资产和在建工程分别为 111.17 亿元、23.18 亿元、9.03 亿元和 8.96 亿元。流动资产方面，公司流动资产主要由应收账款、存货、货币资金和应收票据构成。截至 2018 年末，公司应收账款同比增长 16.80% 至 56.79 亿元，主要因营业收入增加，应收账款相应增加，其中账龄一年以内的应收账款占比为

93.19%，公司根据账龄法计提坏账准备 1.08 亿元；同期末公司存货余额 29.73 亿元，同比增长 18.91%，主要因伊犁川宁项目原材料库存增加所致，期末原材料和库存商品分别为 14.90 亿元和 13.18 亿元；同期末货币资金为 18.26 亿元，同比增长 48.27%，主要得益于因公司销售回款情况较好，期末受限货币资金 0.20 亿元，主要系信用证保证金、其他保证金和存出投资款所受限；2018 年末公司应收票据为 10.08 亿元，同比下降 30.94%，主要因公司兑现部分银行承兑票据所致。另截至 2019 年 3 月末，公司流动资产余额为 130.58 亿元，其中应收账款、存货、货币资金和应收票据分别为 64.96 亿元、28.60 亿元、19.71 亿元和 6.63 亿元。

负债结构方面，公司负债主要由其他应付款、应付票据及应付账款和有息债务构成。截至 2018 年末，公司其他应付款余额 26.95 亿元，同比增长 23.63%，主要受两票制影响，应付市场开发及维护费大幅增加所致，2018 年末公司应付市场开发及维护费余额为 23.62 亿元，另截至 2019 年 3 月末公司其他应付款余额进一步上升至 28.70 亿元；同期末公司应付票据及应付账款为 15.50 亿元，同比增加 11.73%，主要为应付材料款和应付工程及设备款，另截至 2019 年 3 月末公司应付票据及应付账款小幅下降至 14.95 亿元。

债务规模方面，截至 2018 年末，公司总债务为 111.27 亿元，较上年末减少 2.36%，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 1.04 倍，较上年末下降 1.22 倍，主要因公司于 2018 年发行两期公司债券调整债务期限所致。从债务结构来看，2018 年末银行类机构借款约占总债务规模的 33.62%，债券融资约占总债务规模的 66.38%。另截至 2019 年 3 月末，公司总债务上升至 113.25 亿元，长短期债务比为 1.61 倍。

图 2：2016~2019.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，2018 年得益于利润累积，公司自有资本实力不断增强，财务杠杆水平有所下降。同时，公司 2018 年调整债务期限结构，期限结构有所优化，但短期债务占比仍处于较高水平。

盈利能力

2018 年公司取得营业收入 163.52 亿元，同比增长 43.00%。分产品看，大输液板块得益于产品结构优化，产品单价提升，当年实现营业收入 98.80 亿元，同比增长 30.37%，占营业收入的 60.42%；非输液类产品实现营业收入 62.42 亿元，同比增加 66.37%，其中抗生素中间体及原料药实现销售收入 32.94 亿元，同比增长 79.62%；非输液制剂类产品得益于新品上市，实现销售收入 28.57 亿元，同比增长 51.14%。另 2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 42.88 亿元，同比增加 9.05%。

毛利率方面，2018 年公司营业毛利率进一步提升，为 59.56%，同比增加 8.25 个百分点。分产品来看，受益于成本降低及产品结构优化，2018 年大输液产品毛利率为 71.18%，同比上升 7.48 个百分点；非大输液类产品得益于抗生素中间体及高毛利仿制药销售情况较好，2018 年非输液类产品毛利率为 42.68%，同比增加 15.07 个百分点。另 2019 年 1~3 月，公司毛利率为 58.30%，同比增长 0.39 个百分点。

期间费用方面，2018 年公司期间费用合计 83.34 亿元，同比大幅增长 72.55%，系销售费用增加所致，当年公司销售费用支出 59.87 亿元，同比增长 94.78%，主要是受两票制影响，以及公司新品

上市开发销售渠道所需。2018 年，公司三费收入占营业收入的比重为 50.97%，同比上升 6.57 个百分点。另 2019 年 1~3 月，公司三费合计 21.00 亿元，三费收入占比为 48.99%。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 6：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元

	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	12.54	30.74	59.87	14.58
管理费用	12.52	14.50	17.16	4.94
财务费用	2.93	5.53	6.32	1.48
三费合计	27.99	50.77	83.34	21.00
营业总收入	85.66	114.35	163.52	42.88
三费收入占比 (%)	32.68	44.40	50.97	48.99

注：2018 年管理费用含研发费用。

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，2018 年公司实现利润总额 13.33 亿元，同比增长 16.83%，其中经营性业务利润 11.76 亿元，同比增长 94.33%；此外公司还实现投资收益 1.47 亿元，同比下降 81.38%，主要系 2017 年公司持有石四药集团股票，因会计核算方法变更产生 7.43 亿元投资收益，而 2018 年该事项消除所致；同期公司资产减值损失为 1.13 亿元，较上年减少 1.93 亿元，主要包括坏账损失 0.44 亿元、存货跌价损失 0.66 亿元。2018 年公司实现净利润 12.67 亿元，同比增长 56.27%；同期公司所有者权益收益率为 9.78%，同比增加 3.01 个百分点，盈利能力有所提升。另 2019 年 1~3 月，公司实现利润总额 3.99 亿元，同比下降 11.16%，2019 年 1~3 月，公司实现净利润 3.62 亿元，同比下降 12.77%，所有者权益收益率为 10.96%。

总体来看，得益于公司各板块产品的均衡发展，2018 年公司主营业务收入及毛利率均呈上升趋势，整体盈利水平进一步提升。但中诚信证评也关注到，2018 年公司销售费用大幅上升，期间费用对利润侵蚀严重，公司费用控制能力仍有待加强。

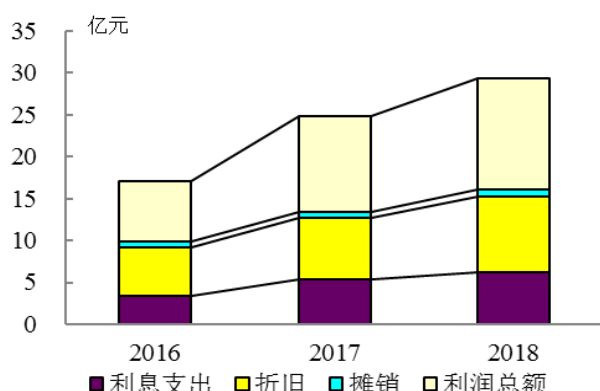
偿债能力

随着到期债务的偿还，公司整体债务规模有所下降。截至 2018 年末，公司总债务为 111.27 亿元，同比下降 2.36%，其中短期债务和长期债务分别为

56.77 亿元和 54.49 亿元，分别同比下降 28.13% 和增加 55.86%，长短期债务比为 1.04 倍，同比下降 1.22 倍。另截至 2019 年 3 月末，公司总债务为 113.25 亿元，长短期债务比为 1.61 倍。

从主要偿债指标来看，2018 年公司 EBITDA 为 29.36 亿元，同比增加 18.25%，获现能力有所增强。EBITDA 对债务本息的保障能力方面，2018 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 3.79 倍和 4.66 倍，分别同比下降 0.80 倍和上升 0.08 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度增强。

图 3：2016~2018 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，2018 年公司经营活动净现金流状况较好，为 29.54 亿元，同比增加 145.47%，主要原因为销售商品收到的现金增加及银行承兑汇票兑现所致。2018 年公司经营净现金流/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.27 倍和 4.69 倍，分别同比增加 0.16 倍和 2.47 倍，其经营性净现金流对债务本息覆盖程度有所增强。

表 7：2016~2019.Q1 公司部分偿债能力指标

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务（亿元）	80.97	79.00	56.77	69.90
长期债务（亿元）	13.86	34.96	54.49	43.35
总债务（亿元）	94.83	113.96	111.27	113.25
经营活动净现金流（亿元）	17.25	12.03	29.54	5.43
EBITDA（亿元）	17.09	24.83	29.36	-
总债务/EBITDA（X）	5.55	4.59	3.79	-
经营净现金流/总债务（X）	0.18	0.11	0.27	0.19
EBITDA 利息倍数（X）	3.46	4.58	4.66	-
经营净现金流/利息支出（X）	3.50	2.22	4.69	-

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 年末，公司已获得银行共计银行授信总额 59.10 亿元，未使用额度 24.52 亿元。此外，作为 A 股上市公司，科伦药业资本市场融资渠道较为畅通。

截至 2018 年末，公司受限资产账面价值为 9.58 亿元，占总资产比例较低。受限资产为货币资金、应收票据、固定资产和无形资产，受限账面价值分别为 0.20 亿元、0.66 亿元、7.88 亿元和 0.85 亿元，其中受限的固定资产主要用于银行借款抵押。

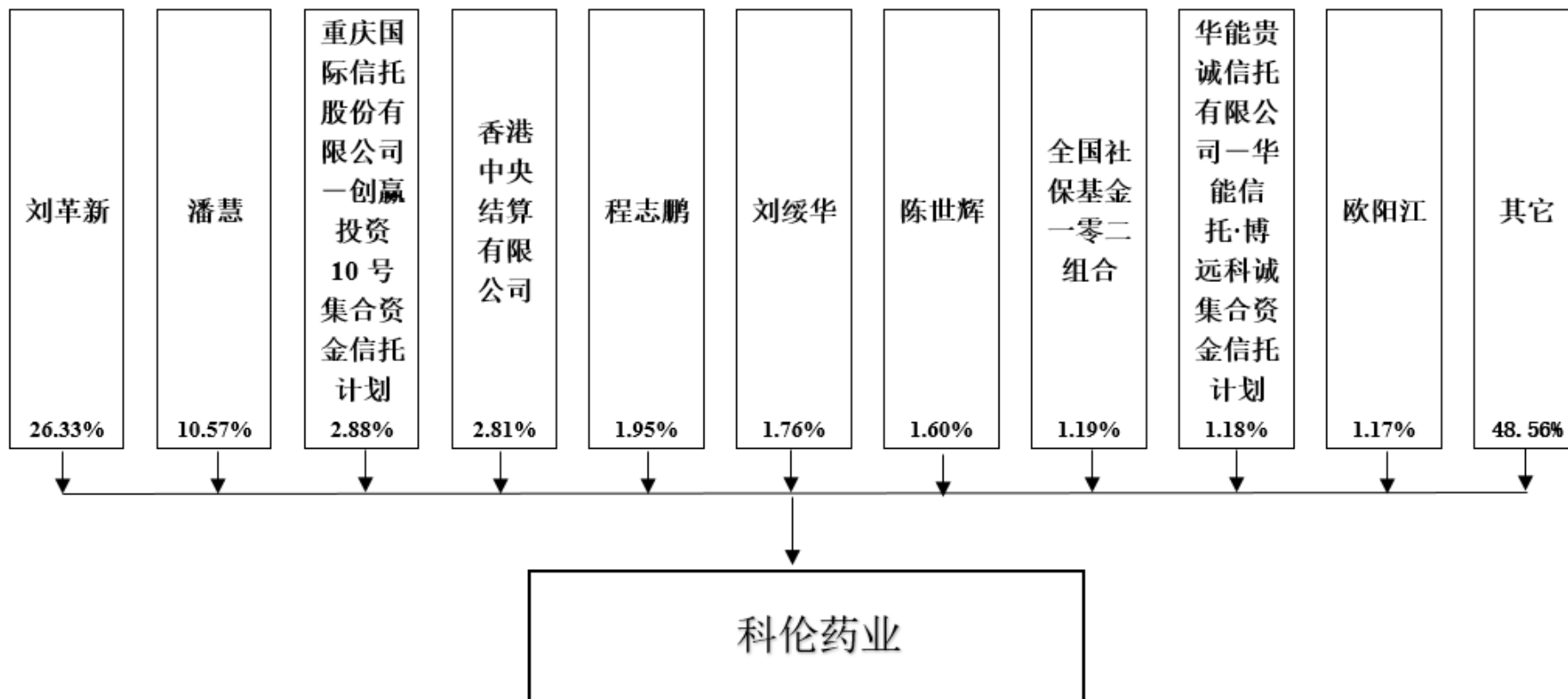
或有事项方面，截至 2018 年末公司无对外担保，亦无重大未决诉讼。

总体来看，跟踪期内公司传统输液业务稳定增长，非输液业务市场推广力度较大，销售费用的增长以及研发的不断投入使得三费增长较快。但考虑到目前公司营业收入及毛利率不断提升，且其经营所得可对债务本息形成较好的覆盖，加之经营性净现金流充裕、融资渠道畅通，公司整体具备很强的偿债能力。

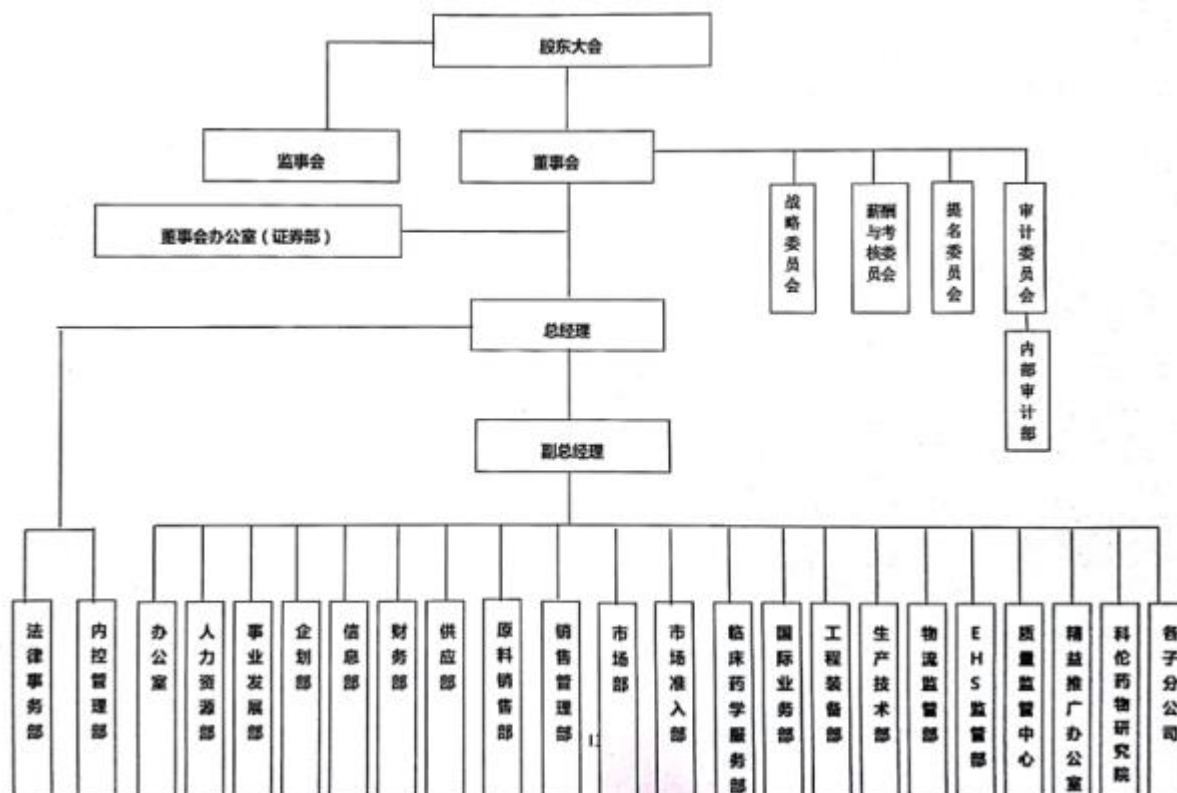
结 论

综上，中诚信证评维持科伦药业主体信用等级 **AA⁺**，评级展望正面；维持“四川科伦药业股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”、“四川科伦药业股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级 **AA⁺**。

附一：四川科伦药业股份有限公司股权结构图（截至2018年12月31日）



附二：四川科伦药业股份有限公司组织结构图（截至2018年12月31日）



附三：四川科伦药业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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	122,804.59	123,142.73	182,582.96	197,149.47
应收账款及应收票据净额	422,360.40	632,204.43	668,713.61	715,912.61
存货净额	213,315.94	250,048.38	297,343.31	285,966.17
流动资产	874,756.55	1,161,868.51	1,262,248.97	1,305,830.94
长期投资	98,763.56	213,771.11	230,630.04	231,769.76
固定资产合计	1,169,199.12	1,215,689.09	1,208,283.42	1,201,309.48
总资产	2,340,987.89	2,798,816.05	2,936,088.30	2,981,191.96
短期债务	809,675.78	789,975.52	567,728.45	699,010.13
长期债务	138,641.48	349,645.88	544,946.39	433,459.87
总债务（短期债务+长期债务）	948,317.26	1,139,621.40	1,112,674.84	1,132,470.00
总负债	1,194,353.00	1,600,570.84	1,639,676.37	1,661,145.69
所有者权益（含少数股东权益）	1,146,634.90	1,198,245.21	1,296,411.93	1,320,046.27
营业总收入	856,594.34	1,143,494.88	1,635,179.02	428,783.23
三费前利润	359,240.32	568,257.23	951,043.17	244,381.31
投资收益	1,570.85	78,781.18	14,668.30	3,551.97
净利润	62,432.36	81,108.26	126,748.40	36,176.44
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	170,878.87	248,300.43	293,623.20	-
经营活动产生现金净流量	172,540.74	120,319.14	295,350.70	54,259.20
投资活动产生现金净流量	-178,939.47	-237,937.95	-95,899.96	-34,237.22
筹资活动产生现金净流量	-60,961.39	121,148.48	-138,188.55	-8,378.07
现金及现金等价物净增加额	-66,935.71	2,965.29	61,231.82	11,472.44
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	43.33	51.31	59.56	58.30
所有者权益收益率（%）	5.44	6.77	9.78	10.96
EBITDA/营业总收入（%）	19.95	21.71	17.96	-
速动比率（X）	0.65	0.77	0.93	0.87
经营活动净现金/总债务（X）	0.18	0.11	0.27	0.19
经营活动净现金/短期债务（X）	0.21	0.15	0.52	0.31
经营活动净现金/利息支出（X）	3.50	2.22	4.69	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.46	4.58	4.66	-
总债务/EBITDA（X）	5.55	4.59	3.79	-
资产负债率（%）	51.02	57.19	55.85	55.72
总债务/总资本（%）	45.27	48.75	46.19	46.15
长期资本化比率（%）	10.79	22.59	29.59	24.72

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；

2、公司将“短期融资券”、“超短期融资券”及“附有回售权的公司债券”计入“其他流动负债”，中诚信证评在相关财务指标计算时将其计入“短期债务”；

3、2019 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经年化处理。

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

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

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。