

2018 年吉林敖东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：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【131】号 01

债券简称：敖东转债

债券剩余规模：
24.08 亿元

债券到期日期：
2024 年 3 月 13 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：
张旻燊 刘书芸

电话：
021-51035670

邮箱：
zhangmy@cspengyuan.c
om

本次评级采中证鹏元资
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

2018 年吉林敖东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

	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 05 月 29 日	2018 年 05 月 25 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”）对吉林敖东药业集团股份有限公司（以下简称“吉林敖东”或“公司”，证券代码：000623）及其 2018 年 03 月 13 日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。该评级结果是考虑到公司两种主要化学药品品种为独家专利产品、具有一定竞争优势，公司对外投资规模较大、以对广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）投资为主、投资收益较好，整体偿债能力很强；同时也关注到，受医改政策影响，公司化学药品主要产品销量继续下滑，投资收益波动性较大、未来仍存在较大的不确定性，新增产能能否消化存在一定不确定性，以及较高的期间费用对公司利润造成较大侵蚀等风险因素。

正面：

- 公司两种主要化学药品品种为独家专利产品，具有一定竞争优势。公司化学药品主要产品注射用核糖核酸 II、小牛脾提取物注射液为公司优势品种，且均为公司独家专利产品，具有一定竞争优势，2018 年分别实现营业收入 12.17 亿元、5.43 亿元，合计占公司营业收入的 52.96%。
- 公司对外投资规模较大，以对广发证券投资为主，投资收益较好。截至 2018 年底，公司长期股权投资、金融资产投资合计 163.21 亿元，占资产总额的 66.19%，其中对广发证券投资账面价值 150.57 亿元。2018 年公司确认的投资收益为 7.21 亿元，其中对广发证券确认的投资收益 7.46 亿元。

- **公司整体偿债能力很强。**截至 2018 年底，公司资产负债率仅为 13.85%，且资产以长期股权投资、金融资产为主，长期股权投资、金融资产主要系上市公司股权投资，流动性较高、变现能力较好；流动比率、速动比率分别达 4.90、4.44，且流动资产中货币资金、定期存款占比 64.41%，货币资金、定期存款均无受限情况。

关注：

- **受医改政策影响，公司化学药品主要产品销量继续下滑。**受医保控费政策影响，2018 年公司化学药品主要产品注射用核糖核酸 II、小牛脾提取物注射液销量分别同比下降 26.79%、10.44%。未来随着医保控费政策继续推进，化学药品主要产品销量或继续下滑，可能会对公司盈利能力造成一定不利影响。
- **公司投资收益波动性较大，未来仍存在较大的不确定性。**公司投资收益以对广发证券的投资收益为主，受广发证券盈利水平影响较大，2018 年公司实现投资收益 72,107.60 万元，同比下降 51.32%。
- **公司目前在建拟建项目较多，新增产能能否消化存在一定不确定性。**截至 2018 年底公司在建拟建项目较多，投产后将进一步扩大产能，未来产能消化情况存在一定不确定性。
- **公司期间费用规模较大，对公司利润造成较大侵蚀。**2018 年公司期间费用同比增长 22.82%，为 20.68 亿元；期间费用率达 62.21%，同比提高 5.65 个百分点；较大规模的期间费用对公司利润造成较大侵蚀。

发行人主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,551,520.02	2,465,854.23	2,183,162.66	2,034,050.33
归属于母公司所有者权益合计	2,183,149.56	2,102,840.58	2,027,675.71	1,863,914.55
有息债务	203,593.72	201,294.48	1,249.00	13,445.00
资产负债率	13.61%	13.85%	6.04%	7.21%
流动比率	5.39	4.90	3.18	2.99
速动比率	4.96	4.44	2.68	2.53
营业收入	82,231.38	332,407.83	297,677.16	273,669.71
投资收益	49,548.46	72,107.60	148,117.82	131,520.30
营业利润	69,236.65	97,758.95	192,680.99	162,990.82
净利润	64,398.72	92,465.61	184,514.62	165,584.14
综合毛利率	73.59%	72.00%	70.75%	71.03%
总资产回报率	-	4.63%	9.18%	8.80%

EBITDA	-	126,367.24	211,495.91	192,924.35
EBITDA 利息保障倍数	-	14.45	860.70	69.81
经营活动现金流净额	-1,811.42	34,763.52	25,648.60	33,381.30

注：2016 年、2017 年数据分别采用 2017 年、2018 年审计报告年初数

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

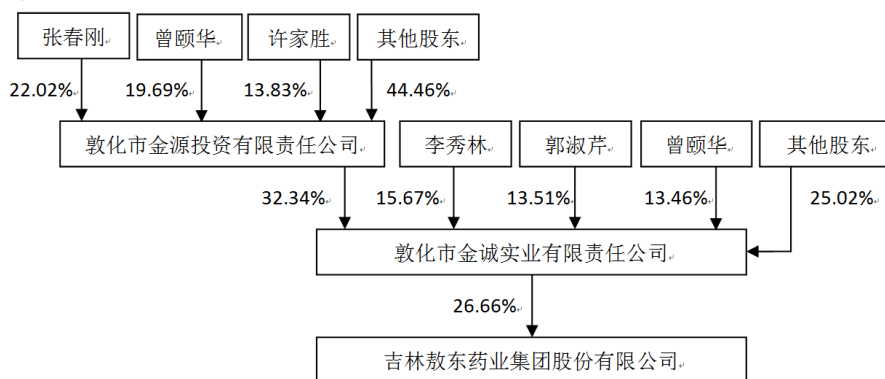
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年3月13日公开发行6年期24.13亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于吉林敖东延边药业股份有限公司扩建升级项目二期工程项目、吉林敖东世航药业股份有限公司中药饮片（含直接口服饮片）智能工厂建设项目、吉林敖东洮南药业股份有限公司自动化生产线建设项目、吉林敖东延吉药业科技园建设项目以及补充流动资金项目。根据公司2018年年度报告，截至2018年底，本期债券募集资金专项账户余额为165,222.05万元。

二、发行主体概况

从本期债券发行日至2019年5月20日，公司董事、监事、高级管理人员转股增加股份244,966股，其他“敖东转债”持有人转股增加股份15,454股，合计增加股份260,420股。截至2019年5月20日，公司股本变更为116,303.04万元。跟踪期内，公司控股股东、实际控制人未发生变化。截至2019年3月底，控股股东仍为敦化市金诚实业有限责任公司（以下简称“金诚公司”），持有公司股份26.66%¹，同比无变动；实际控制人为敦化市金源投资有限责任公司以及李秀林²、郭淑芹、曾颐华、陈永丰、杨凯、李秉安、杨学宏、等7名自然人³。2019年3月底公司实际控制人合计持有金诚公司82.53%的股权。

图1 截至2019年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

¹ 根据公司2019年5月22日发布的公告，截至公告披露日，金诚公司持有本公司股票30,994万股，占公司总股本的26.65%；本次解除质押业务完成后，金诚公司所持有本公司股份累计质押170,21万股，占公司总股本的比例为14.64%。

² 除李秀林，公司未提供其他一致行动控制人征信报告。

³ 公司原实际控制人之一应刚已于2019年1月离职，2019年3月金诚公司回购股东应刚所持股权共计159.50万元出资额并办理完毕工商变更登记手续。

跟踪期公司主营业务亦无变化，仍主要从事中成药、化学药品研发、生产和销售，主要产品仍为安神补脑液、注射用核糖核酸II、小牛脾提取物注射液等。2018年公司合并范围新增子公司1家，减少子公司2家。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
吉林敖东瑞丰包装股份有限公司	100%	19,000	包装设计、印刷、制作；药用包装材料制作、销售等	新设

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
吉林敖东集团大连药业股份有限公司	94.96%	2,600.00	制药	股权转让
吉林敖东生态药业股份有限公司	84.82%	4,024.30	养殖业、种植业	注销

资料来源：公司 2018 年年报，中证鹏元整理

三、运营环境

在医保控费的大基调下，预计未来我国医药制造业整体盈利增速承压、行业内部以结构调整为主，研发实力强、产品质量高且疗效明确的药企具有较强竞争优势，辅助用药、营养性药品、中药注射剂、抗菌药等药品生产企业将面临较大经营压力

中证鹏元预计，未来鼓励医药行业创新、提高药品质量、医保控费仍将是医改政策的主要侧重点。医药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，受政策影响较大，属于弱周期行业。近年来我国医药行业政策主要可分为药品供给侧改革、医疗体系改革、医保支付改革以及医药流通领域改革；药品供给侧改革主要侧重在鼓励创新、提高药品生产质量以及规范终端用药；医疗体系改革侧重在推进分级诊疗，以及改变“以药养医”的格局；医保改革主要侧重在管理体制改革、医保控费；流通领域政策侧重在整顿医药流通行业秩序，提高行业集中度。

表2 近年来医药行业政策概览

药品供给侧改革——鼓励创新、提高药品生产质量、规范终端用药

研发端	1、优先审评审批；2、药品上市许可持有人制度试点；3、与国际接轨；加入 ICH；4、化学药品注册分类变更
生产端	1、解决审评积压，临床数据自查；2、仿制药一致性评价；3、飞行检查；4、环保法；5、药品生产工艺核对
应用端	1、限辅助用药、中药注射剂；2、限抗、限输液

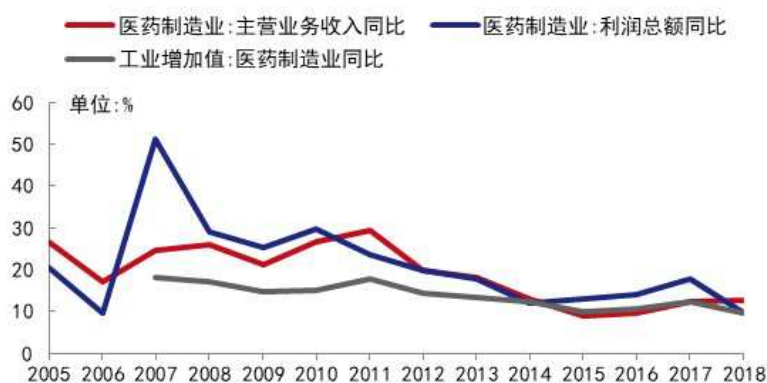
医疗体系改革——改变“以药养医”的格局，推进分级诊疗

公立医院改革	1、医药分开（取消药品加成、处方外流、控制药占比、通用名开处方药）；2、城市、县级公立医院改革试点；3、规范诊疗
分级诊疗	1、医联体；2、提升基层服务能力；3、家庭医生；4、分级诊疗试点；5、区域内资源共享
促进社会办医	1、取消“两定”；2、将社会办医纳入医保定点范围；3、多点执业
医保支付改革——管理体制变革、医保控费	
体制	1、医保局统一管理城职保、城医保、新农合；2、城乡医保整合，“六统一”；3、医保目录调整；4、大病保险制度；5、医保全国联网；6、异地就医直接结算
联动药品	1、医保支付标准；2、国家药价谈判；3、集中采购、带量采购
联动医疗	1、医保支付方式改革：按项目付费改成按病种付费为主的多元复合支付方式；2、增加基层用药目录；3、腾笼换鸟
流通领域——整顿医药流通行业秩序，提高行业集中度	
批发	1、两票制；2、营改增；3、流通自查；4、取消从事第三方药品业务批准
零售	1、处方药外流；2、鼓励连锁

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

医保基金为医药行业最大的支付方，在医保控费的大基调下，我国医药制造业整体盈利增速承压，预计未来医药制造业以结构调整为主，研发实力强、产品质量高且疗效明确的药企具有较强竞争优势，辅助用药、营养性药品、中药注射剂、抗菌药等药品生产企业将面临较大经营压力。十一五期间，受益于医保的快速扩容、经济增长，我国医药制造行业高速增长。十二五以来，受医保控费、取消药品加成以及限抗等政策影响，我国医药制造行业发展增速放缓，但在人口老龄化趋势加剧、居民收入水平提高的拉动下仍保持较快增长。目前，我国医药市场已成长为仅次于美国的全球第二大医药市场。根据 Wind 资讯数据显示，2018 年我国医药制造业工业增加值同比增长 9.7%；规模以上医药制造企业实现主营业务收入 23,986.30 亿元，同比增长 12.6%，增速较 2017 年提高 0.1 个百分点，实现利润总额 3,094.20 亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年下降 8.3 个百分点。

图2 我国医药制造业发展情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

中药材价格2018年有所下降，但仍维持在高位，中药生产企业仍面临成本控制压力
 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。2017年初以来中药材价格指数整体有所下滑，但仍维持在较高水平，如下图3所示，中药生产企业仍面临成本控制压力。预计未来中药材价格仍会因市场行情变化继续波动。

图3 近年中国中药材综合200价格指数变动情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事中成药、化学药品、保健食品等产品的研发、生产、销售。2018年公司实现营业收入332,407.83万元，同比增长11.67%。其中，化学药品实现收入195,580.16万元，同比增长16.48%，主要系为适应两票制改革，公司给经销商开票金额增长所致；中成药实现收入121,420.54万元，同比略有回升；食品收入同比增长55.54%，主要系产品品种增加所致；其他收入同比增长222.51%主要系包装产品销售收入增长所致。毛利率方面，2018年公司综合毛利率水平为72.00%，同比略有增长，主要系毛利率水平较高的化学药品收入占比提高所致。

表3 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
化学药品	195,580.16	85.10%	167,907.09	86.19%
中成药	121,420.54	58.27%	120,898.50	55.81%
食品	9,946.03	16.81%	6,394.70	16.94%
其他收入	4,531.50	2.85%	1,405.07	-215.50%

其他业务	929.61	37.56%	1,071.79	32.76%
合计	332,407.83	72.00%	297,677.16	70.75%

注：1、食品收入主要系子公司吉林敖东健康科技有限公司、吉林敖东酵素科技股份有限公司收入，产品涵盖参茸制品、孢子粉胶囊、酵素等；2、其他收入主要系子公司吉林敖东瑞丰包装股份有限公司的包装产品销售收入和吉林敖东生物科技股份有限公司的明胶和骨源磷酸氢钙销售收入；3、其他业务主要为生产过程中的边角废料销售业务。

资料来源：公司 2018 年年报，中证鹏元整理

表4 公司主要产品收入及毛利率情况（单位：万元）

产品类别	产品名称	2018 年		2017 年	
		金额	毛利率	金额	毛利率
化学药品	注射用核糖核酸 II	121,737.20	86%	101,750.28	88%
	小牛脾提取物注射液	54,318.02	96%	51,664.25	96%
	小计	176,055.22	-	153,414.53	-
中药	安神补脑液	40,888.61	61%	41,983.67	58%
	血府逐瘀口服液	8,572.77	68%	8,305.06	62%
	养血饮口服液	4,792.59	63%	5,530.52	61%
	少腹逐瘀颗粒	4,008.73	51%	3,154.79	54%
	羚贝止咳糖浆	4,311.95	41%	4,293.75	39%
	小计	62,574.64	-	63,267.79	-
合计	238,629.86	-	216,682.32	-	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品品种较为丰富，主要产品注射用核糖核酸 II、小牛脾提取物注射液为独家原研产品，具有一定竞争优势，但各项产品产能利用率偏低，在建拟建项目投产后将进一步扩大产能，新增产能能否消化存在一定不确定性

公司产品品种较为丰富。2018年底，公司共有药品批准文号559个，涵盖注射剂、合剂、片剂、胶囊剂、颗粒剂、软胶囊剂、乳膏剂、软膏剂、丸剂、酒剂、栓剂、膜剂、糖浆剂、散剂、原料药等多个剂型；获国家专利授权85项，独家品种42个，进入国家医保目录品种257个，进入省医保目录品种315个。公司主要产品情况如下表所示，其中化学药品主要产品注射用核糖核酸 II、小牛脾提取物注射液为独家原研产品，具有一定竞争优势。

表5 截至2018年底公司主要产品情况

产品类别	产品名称	负责生产的子公司	主要销售终端	纳入医保情况
化学药品	注射用核糖核酸 II	延吉药业	医院	省医保
	小牛脾提取物注射液	洮南药业	医院	省医保
中药	安神补脑液	延边药业	药店	国家医保
	血府逐瘀口服液	延边药业	医院	国家医保

	养血饮口服液	力源药业	药店	国家医保
	少腹逐瘀颗粒	延边药业	医院及第三终端	国家医保
	羚贝止咳糖浆	力源药业	药店	部分省医保

注：中药所列主要产品系销售前五大产品，2018年伸筋片销售收入有所下降、少腹逐瘀颗粒销售收入增长，故表格中新增少腹逐瘀颗粒、减少伸筋片，与去年跟踪评级报告所列主要中药产品略有差异
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司生产基地主要集中在敦化、延吉以及洮南等地，具体如下表所示。公司药品主要根据销售计划进行生产，即根据销售部门对市场情况的判断及公司产品库存及产能情况，确定生产数量和规格。2018年公司产能、产量同比均有所下降，主要系公司出售子公司吉林敖东集团大连药业股份有限公司所致；公司产能利用率仍偏低，其中化学药品产能利用率同比有所下降，主要系注射用核糖核酸II、小牛脾提取物注射液产量下滑所致。

截至2019年3月末，公司主要在建拟建项目为本期债券募投项目，项目计划总投资合计209,229.81万元，已投资15,120.97万元，尚需投资194,108.84万元。考虑到公司目前整体产能利用率不高，在建、拟建项目投产后将进一步扩大产能，未来产能的消化情况存在一定的不确定性。

表6 公司主要生产基地情况

生产基地		主要生产产品
延边敦化生产基地	市区生产基地	中药材提取，安神补脑液灌装生产
	工业园生产基地	中成药、中药饮片、食品生产包装，药品仓储
延吉生产基地		以注射用核糖核酸II为主
洮南生产基地		以小牛脾提取物注射液为主

注：敦化市市区生产基地计划后续搬迁到敦化工业园
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表7 公司主要产品产能、产量及产能利用率情况

产品名称	项目	2018年	2017年	同比
中成药	产能（万盒/年）	11,911.00	13,899.40	-14.31%
	产量（万盒）	7,540.44	8,277.99	-8.91%
	产能利用率	63.31%	59.56%	
化学药品	产能（万盒/年）	3,900.00	4,760.46	-18.08%
	产量（万盒）	2,379.63	3,061.28	-22.27%
	产能利用率	61.02%	64.31%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 截至2019年3月底公司主要在建、拟建项目（募投项目）情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资额	已投资
吉林敖东洮南药业股份有限公司自动化生产线建设项目	40,430.98	6,407.08

吉林敖东世航药业股份有限公司中药饮片（含直接口服饮片）智能工厂建设项目	11,880.15	7,600.00
吉林敖东延边药业股份有限公司扩建升级项目二期工程项目	97,016.27	409.63
吉林敖东延吉药业科技园建设项目	59,902.41	704.26
合计	209,229.81	15,120.97

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年公司化学药品主要原材料价格上涨、中成药主要原材料价格同比下降

公司产品成本中直接原材料占比最大，其中中成药、化学药品直接材料占生产成本的比重分别约为65%-70%、63%-66%。公司中成药的原材料主要包括鹿茸、甘草、桃仁、淫羊藿、当归、桔梗等中药材，由公司子公司吉林敖东世航药业股份有限公司负责统一采购，主要从全国各地特许农户、标准化基地及药材合作社进行采购。化学药品的直接材料主要为苯酚、酒精、牛胰脏、牛脾脏等，由负责生产的子公司延吉药业、洮南药业各自采购，主要的原材料牛胰脏、牛脾脏主要与当地屠宰场进行合作。公司对原材料的检测技术水平较好，对原材料质量有较好的把控。2018年公司中成药主要原材料（除人参全根付外）价格有所下跌，但化学药品主要原材料牛胰脏、苯酚采购均价同比大幅增长，若未来主要原材料价格继续上涨，可能会对公司盈利能力造成一定不利影响。

从主要供应商来看，2017年公司第一大供应商为公司控股股东金诚公司，公司主要向其采购包装材料，采购金额占年度采购总额的16.95%。2018年4月公司新成立子公司吉林敖东瑞丰包装股份有限公司，以19,569.99万元购买金诚公司经营性资产及负债，交易完成后前五大供应商采购金额占年度采购总额的24.82%，集中度同比下降14.71个百分点。

表9 公司部分主要原材料采购均价情况（单位：元/千克）

原材料名称		2018年	2017年	同比
化学药品原材料	苯酚	30.62	24.24	26.32%
	牛胰脏	111.73	75.67	47.65%
	酒精	5.42	5.86	-7.51%
中成药原材料	鹿茸	3,841.13	3,971.07	-3.27%
	骨粒	2.97	3.27	-9.17%
	枸杞子	21.17	31.85	-33.53%
	人参全根付	140.99	93.09	51.46%
	西洋参	80.29	200.68	-59.99%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年公司中成药销售整体保持平稳；化学药品业务受医改政策影响较大，注射用核糖核酸Ⅱ、小牛脾提取物注射液销售均价继续提升、销量继续下滑，未来若销量继续下滑，可能会对公司盈利能力造成一定不利影响

公司主要通过经销商进行销售，销售范围覆盖全国各地，销售终端涵盖医药、药店等；其中，产品销售终端为医院的，产品在各省、市的药品采购中心中标后，由合作的经销商进行销售，结算账期在3-6个月左右，公司对经销商提供市场及技术支持；产品销售终端为药店、诊所的，公司主要采用控销模式⁴，结算账期一般3个月左右。为促进注射用核糖核酸Ⅱ销售，2018年子公司延吉药业对部分老客户的账期有所延长，其余业务账期变动不大。2018年公司销售客户集中度同比略有增长，前五大客户销售金额占销售总额的29.33%，同比增长5.27个百分点，前五大客户中无关联方。

2018年公司化学药品业务受医改政策影响仍较大，注射用核糖核酸Ⅱ、小牛脾提取物注射液销售均价继续提升、销量继续下滑。销量方面，受国家医保控费、控制辅助用药等因素影响，公司主要化学药品注射用核糖核酸Ⅱ、小牛脾提取物注射液销量分别同比下降26.79%、10.44%，未来医保控费政策继续推进，化学药品主要产品销量或继续下滑，可能会对公司盈利能力造成一定不利影响。销售均价方面，受两票制改革进一步深化影响，注射用核糖核酸Ⅱ、小牛脾提取物注射液销售均价继续大幅增长，需关注销售终端为医院的产品盈利能力主要取决于招投标价格以及产品销量，而注射用核糖核酸Ⅱ、小牛脾提取物注射液实质招投标价格同比变动不大，销售均价增长主要系适应两票制改革、给经销商开票金额增长所致。受销售均价增长影响，2018年化学药品收入为195,580.16万元，同比增长16.48%；尽管化学药品销售均价同比大幅增长，但受原材料价格增长，以及销量下降、单位折旧成本增加等因素影响，2018年化学药品毛利率同比下降1.09个百分点。

2018年公司中成药销售整体保持平稳。销量方面，随着市场营销渠道调整基本完成，安神补脑液2018年销量同比下降1.37%，跌幅缩小，预计未来销量保持平稳；其他销售额排名靠前的中成药销量涨跌不一，血府逐瘀口服液、少腹逐瘀颗粒销量继续保持增长，分别同比增长6.00%、22.53%，养血饮口服液、羚贝止咳糖浆分别同比下降19.24%、4.85%。销售均价方面，销售金额排名前五的中成药安神补脑液、血府逐瘀口服液、养血饮口服液、少腹逐瘀颗粒、羚贝止咳糖浆销售均价分别同比变动-1.26%、-2.62%、7.30%、3.70%、5.54%。2018年公司中成药共实现收入121,420.54万元，同比增长0.43%；毛利率为58.27%，同比提高2.46个百分点，主要系原材料价格下降所致。

表10 公司主要产品产量、销量及产销率情况

产品类别	产品名称	项目	2018年	2017年
化学药品	注射用核糖核酸Ⅱ	产量（万支）	1,552	2,191

⁴ 控销，即在渠道分销及终端动销的过程中，药品生产企业对价格和货物流向实行严格控制，也就是控制渠道、控制价格、控制终端。

		销量（万支）	1,571	2,146
		产销率	101.22%	97.92%
	小牛脾提取物注射液	产量（万支）	1,685	1,844
		销量（万支）	1,665	1,859
中药	安神补脑液	产销率	98.81%	100.82%
		产量（万支）	28,661	26,653
		销量（万支）	27,363	27,742
	血府逐瘀口服液	产销率	95.47%	104.09%
		产量（万支）	4,494	4,266
		销量（万支）	4,910	4,632
	养血饮口服液	产销率	109.27%	108.58%
		产量（万支）	2,290	2,776
		销量（万支）	2,254	2,791
	少腹逐瘀颗粒	产销率	98.43%	100.54%
		产量（盒）	196	172
		销量（盒）	193	157
	羚贝止咳糖浆	产销率	98.21%	91.69%
		产量（万支）	4,814	4,316
销量（万支）		4,239	4,455	
		产销率	88.06%	103.22%

注：注射用核糖核酸Ⅱ有三种规格，销量为三种规格加总

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在研项目较多，若后续研制成功将有助于提升产品质量并丰富产品种类，但药品研发具有研发周期长、投入大的特点，投放市场存在较大的不确定性

2018年公司继续加大研发投入力度，围绕现有产品进行深入研究，不断优化产品结构。目前，公司已启动经典名方的研究开发工作，加快注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸等新产品的研发进度，以及现有产品安神补脑液药效学试验、注射用核糖核酸Ⅱ抗肿瘤、免疫增强效应及协同化疗增效减毒研究、注射用盐酸博安霉素增加适应症临床研究、注射用盐酸平阳霉素工艺优化研究、降纤酶注射液工艺优化研究等。2018年公司研发投入金额为12,367.19万元，同比增长31.38%，占营业收入比重同比提高0.56个百分点。

目前公司在研产品较多，主要为产品质量提升、应用研究及新药品研发，若研制成功将有助于提升产品质量及丰富产品种类，但由于药品研发周期较长、投入大，审查较为严格，新研制药剂投放市场存在较大的不确定性。

表11 公司研发投入情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
----	-------	-------

研发投入	12,367.19	9,413.09
研发投入占营业收入的比重	3.72%	3.16%

资料来源：公司 2018 年年报，中证鹏元整理

公司对外投资规模仍较大，仍以对广发证券的长期股权投资为主；公司对广发证券的投资收益仍是公司利润总额的主要来源之一，公司利润总额受广发证券业绩波动影响较大

公司对外投资主要由本部负责，涵盖长期股权投资、金融资产投资等。公司长期股权投资均按权益法计量，主要为对广发证券、通钢集团敦化塔东矿业有限责任公司的投资，2018年末账面价值为1,514,710.80万元，同比增长1.05%，占资产总额的比重为61.43%；其中，对广发证券的长期股权投资账面价值1,505,705.04万元，占公司资产总额的61.06%。

广发证券业务主要包括投资银行业务、财富管理业务、交易及机构客户服务业务及投资管理业务，2018年营业收入及利润总额分别同比下降29.43%、48.43%。2018年公司对广发证券追加投资1.59亿元，持股比例增加至17.45%，仍为广发证券第一大股东，权益法下确认的投资损益为7.46亿元，同比下降48.53%，分别占当年公司投资收益、利润总额的103.42%、75.40%，仍是公司投资收益及利润总额的主要来源之一。需关注，公司对广发证券投资规模较大，利润总额受广发证券业绩波动影响较大。通钢集团敦化塔东矿业有限责任公司2018年仍亏损，公司确认投资损失5,772.17万元。

表12 2018年末公司长期股权投资情况（单位：万元）

联营企业名称	业务性质	2018年追加投资	2018年		2017年	
			账面价值	持股比例	账面价值	持股比例
广发证券	证券经纪等	15,898.41	1,505,705.04	17.45%	1,485,042.13	17.26%
通钢集团敦化塔东矿业有限责任公司	铁矿石采、选、冶炼、运输及销售	0.00	6,187.34	30.00%	11,959.51	30.00%
中山市公共小额贷款有限责任公司	办理各项小额贷款等	0.00	-	-	1,233.67	20.00%
珠海广发信德敦东基金管理有限公司	投资	0.00	819.66	40.00%	804.18	40.00%
吉林博雅特医营养科技有限公司	特医食品	2,000.00	1,998.77	40.00%	-	-
合计		17,898.41	1,514,710.80		1,499,039.49	

注：通钢集团敦化塔东矿业有限责任公司仍处于停产状态；2018年底对中山市公用小额贷款有限责任公司持股比例下降，该公司由权益法核算改按可供出售金融资产核算

资料来源：公司 2018 年年度报告，中证鹏元整理

表13 近年广发证券主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年3月	2018年	2017年
总资产	41,491,014.46	38,910,594.64	35,690,463.82
归属于母公司所有者权益	8,878,421.84	8,501,801.69	8,485,420.25
资产负债率	77.68%	77.22%	75.17%

营业收入	683,919.44	1,527,037.30	2,157,564.85
营业利润	401,963.60	605,242.92	1,158,867.73
利润总额	401,915.45	600,433.82	1,164,402.55
归属于母公司所有者的净利润	291,915.00	430,012.63	859,539.91
经营活动现金流净额	558,397.89	3,323,913.49	-3,864,266.27

资料来源：广发证券 2017-2018 年审计报告及 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

金融资产投资方面，2018年公司减少对亚泰集团、东阳光药等证券的投资，增加对海通证券、南京医药等公司、吉林敖东创新产业基金管理中心（有限合伙）、珠海广发信德敖东医药产业股权投资中心(有限合伙)的投资，同时新增对广发信德汇金(龙岩)股权投资合伙企业(有限合伙)的投资。整体来看，2018年公司对金融资产新增投资金额5,470.92万元。但受金融资产公允价值变动影响，截至2018年底，公司持有的可供出售金融资产、交易性金融资产合计117,403.62万元，同比下降21.59%，占公司资产总额的4.76%。2018年底公司金融资产受限金额为62.29万元，系公司持有的富士康工业互联网股份有限公司股票⁵。

表14 2018年末公司金融资产情况（单位：万元）

按公允价值计量的金融资产

证券品种	证券代码	证券简称	最初投资成本	2018 账面价值	2017 账面价值	会计科目
境内外股票	600881	亚泰集团	53,733.08	42,591.46	66,829.16	可供出售金融资产
境内外股票	600833	第一医药	18,485.69	9,901.48	15,074.54	可供出售金融资产
境内外股票	06837.HK	海通证券	11,432.13	9,250.57	9,679.04	交易性金融资产
境内外股票	600713	南京医药	4,593.24	3,977.10	4,114.67	交易性金融资产
境内外股票	002501	利源精制	2,871.37	803.76	2,815.10	交易性金融资产
境内外股票	01558.HK	东阳光药	1,597.35	794.00	2,172.82	交易性金融资产
债券	888880	标准券	1,520.00	2,450.00	1,520.00	交易性金融资产
境内外股票	00460.HK	四环医药	1,132.72	586.63	1,137.11	交易性金融资产
基金	270008	广发核心精选	289.13	773.99	1,096.20	交易性金融资产
境内外股票	01508.HK	中国再保险	1,222.29	998.59	1,059.85	交易性金融资产
其他证券投资			4,762.03	2661.74	4,633.07	
小计			101,639.02	74,789.32	110,131.55	

按成本计量的金融资产

公司名称	2018 年增加投资	2018 账面价值	2017 账面价值	会计科目
吉林敖东创新产业基金管理中心（有限合伙）	400.00	20,400.00	20,000.00	可供出售金融资产

⁵ 公司 2018 年参与富士康工业互联网股份有限公司（以下简称“工业富联”）股票网下发行工作，获配的工业富联股票 76,777 股中，30%的股份无锁定期，70%的股份锁定期为 12 个月，锁定期自工业富联股票在上交所上市交易之日起开始计算。

珠海广发信德敖东医药产业股权投资中心(有限合伙)	380.80	19,980.80	19,600.00	可供出售金融资产
中山市公用小额贷款有限责任公司	0.00	1,233.50	1,233.67	可供出售金融资产
广发信德汇金(龙岩)股权投资合伙企业(有限合伙)	1000.00	1,000.00	-	可供出售金融资产
小计	1,780.80	42,614.30	39,600.00	-
合计		117,403.62	149,731.56	

资料来源：公司 2018 年年度报告，中证鹏元整理

2018年政府在税收优惠及补贴方面继续给予公司支持，但需关注政策的持续性

公司子公司吉林敖东药业集团延吉股份有限公司、吉林敖东集团力源制药股份有限公司、吉林敖东酵素科技股份有限公司、吉林敖东瑞丰包装股份有限公司享受西部大开发 15% 企业所得税税收优惠政策。子公司吉林敖东鹿业有限责任公司享受农、林、牧、渔业项目所得减免税。公司子公司吉林敖东延边药业股份有限公司、吉林敖东洮南药业股份有限公司 2017 年 9 月通过高新技术企业复审，继续享受三年 15% 企业所得税税收优惠政策。

此外，公司所在行业为受国家鼓励和扶持的特定行业，在研究开发、技术更新等方面享受政府补贴。截至 2018 年底，公司递延收益中的政府补助余额为 31,396.75 万元；2018 年公司计入当期损益的政府补助金额为 10,891.49 万元，对公司利润形成有益补充。但需要关注的是，税收优惠政策和政府补助取决于国家政策，未来持续性存在一定不确定性。

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中准会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度报告，公司财务报表按新会计准则进行编制。2017 年数据采用 2018 年审计报告年初数。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，仍以长期股权投资、金融资产为主，整体质量较高；但需关注若被投资企业出现不利变化或金融市场波动，可能导致长期股权投资及金融资产面临减值风险

截至 2018 年底，公司资产规模继续增长，为 246.59 亿元，同比增长 12.95%；公司资产的增长主要集中在货币资金、其他流动资产的增长；公司资产结构变动不大，仍以非流动资产为主。

表15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	195,616.55	7.67%	191,710.93	7.77%	119,081.59	5.45%
交易性金融资产	89,374.24	3.50%	22,293.63	0.90%	28,144.23	1.29%
应收票据及应收账款	135,193.95	5.30%	118,512.72	4.81%	105,044.35	4.81%
其中：应收票据	49,368.69	1.93%	44,499.72	1.80%	45,839.63	2.10%
应收账款	85,825.26	3.36%	74,013.00	3.00%	59,204.72	2.71%
存货	52,437.93	2.06%	54,407.00	2.21%	47,750.74	2.19%
其他流动资产	170,988.15	6.70%	185,899.21	7.54%	3,762.84	0.17%
流动资产合计	653,491.38	25.61%	580,199.76	23.53%	307,417.34	14.08%
可供出售金融资产	43,499.32	1.70%	95,109.99	3.86%	121,587.32	5.57%
长期股权投资	1,579,589.73	61.91%	1,514,710.80	61.43%	1,499,039.49	68.66%
固定资产	203,502.91	7.98%	206,807.72	8.39%	208,829.53	9.57%
递延所得税资产	6,837.59	0.27%	10,273.28	0.42%	3,825.24	0.18%
其他非流动资产	8,191.38	0.32%	2,367.19	0.10%	4,486.90	0.21%
非流动资产合计	1,898,028.64	74.39%	1,885,654.47	76.47%	1,875,745.32	85.92%
资产总计	2,551,520.02	100.00%	2,465,854.23	100.00%	2,183,162.66	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收票据、应收账款、存货及其他流动资产构成。截至2018年底，公司货币资金仍以境内银行存款为主，无受限货币资金。交易性金融资产主要系公司持有的海通证券、南京医药、利源精制等上市公司股票，2018年底同比下降20.79%，主要系持有上市公司股票公允价值变动所致。应收票据仍主要系应收银行承兑汇票。应收账款主要系应收经销商的销售货款，2018年底同比增长25.01%，高于营业收入规模增速，主要系注射用核糖核酸II业务应收账款快速增长⁶所致。应收账款余额账龄1年以内的占比91.35%，前五名占应收账款的10.58%，应收账款账龄较短、集中度尚可；此外，公司发货前要求销售人员支付公司一定比例的抵押金，2018年底公司应付产品经理抵押金2.75亿元。整体来看，公司坏账风险相对可控，但仍需关注应收账款持续增长给公司带来的营运资金压力。存货主要为原材料、在产品、库存商品，2018年底同比增长13.94%，与业务规模增长相匹配；公司产品存在有效期，且受市场需求及国家药品调价等影响，需关注存货损失及跌价风险。其他流动资产主要系定期存款，同比大幅增长，主要系利用闲置募集资金办理定期存款所致。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、无形资产组成。

⁶ 根据公司提供的延吉药业 2018 年审计报告，延吉药业 2017 年底、2018 年底应收账款分别为 0.75 亿元、2.22 亿元

可供出售金融资产主要系对亚泰集团、第一医药、吉林敖东创新产业基金管理中心（有限合伙）、珠海广发信德敖东医药产业股权投资中心(有限合伙)等公司的投资，2018年底公司可供出售金融资产同比下降21.78%，主要系亚泰集团、第一医药等上市公司公允价值变动所致。公司长期股权投资主要系对广发证券、通钢集团敦化塔东矿业有限责任公司等公司的投资；长期股权资产占资产总额比重较高，2018年底占资产总额比重达61.43%，规模达151.47亿元，同比略有增长，主要系对广发证券追加投资所致。公司固定资产主要包括办公楼、厂房，生产药品的机器设备及运输设备等。公司无形资产主要系土地使用权及专利权。

总体来看，2018年公司资产规模保持增长，仍以长期股权投资、金融资产为主，整体质量较高；但需关注若被投资企业出现不利变化或金融市场波动，可能导致长期股权投资及金融资产面临减值风险。

资产运营效率

受应收账款周转天数增长影响，公司净营业周期继续增长，营运压力有所加大

2018年，受注射用核糖核酸II业务对客户账期延长影响，公司应收账款规模继续快速增长，应收账款周转天数增长至72.14天。公司存货周转天数同比略有下降，但仍处于较高水平。整体来看，2018年公司净营业周期继续增长，营运压力有所加大。2018年公司货币资金、应收账款、其他流动资产规模大幅增长，公司流动资产周转天数同比上升。由于公司资产仍以长期股权投资为主，因此总资产周转天数仍较长。整体来看，公司资产运营效率欠佳。

表16 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2018年	2017年
应收账款周转天数	72.14	62.62
存货周转天数	197.58	201.34
应付账款周转天数	75.49	75.50
净营业周期	194.23	188.46
流动资产周转天数	480.65	381.78
固定资产周转天数	225.07	254.96
总资产周转天数	2,517.46	2,550.07

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018年受投资收益下降影响，公司利润总额下滑，但仍处较高水平；需关注，公司利

润总额对投资收益依赖较大，未来仍存在较大的波动性，期间费用规模较大，对公司利润造成较大侵蚀

2018年公司实现营业收入332,407.83万元，同比增长11.67%。其中，化学药品、中成药分别实现收入195,580.16万元、121,420.54万元，分别同比增长16.48%、0.43%，化学药品收入增长主要系为适应两票制改革，公司给经销商开票金额增长所致。公司化学药品主要产品注射用核糖核酸II、小牛脾提取物注射液为独家原研产品，具有一定竞争优势，盈利能力较强；但需关注受医保控费、医院药占比控制影响，2018年注射用核糖核酸II、小牛脾提取物注射液销量继续下降，分别同比下降26.79%、10.44%，若未来继续下滑，可能会对公司盈利能力造成一定不利影响。毛利率方面，2018年公司综合毛利率水平为72.00%，同比略有增长，主要系毛利率水平较高的化学药品收入占比提高所致，但需关注若未来主要产品原材料价格上涨，可能会对公司盈利造成一定不利影响。

受广发证券盈利水平下降影响，2018年公司实现投资收益72,107.60万元，同比下降51.32%，占当年利润总额的72.91%，利润总额对投资收益依赖仍较大，未来仍存在较大波动性。其他收益主要系政府补助，占当年利润总额的10.96%。公司期间费用主要为销售费用；随着公司业务拓展，公司期间费用持续增长，2018年公司期间费用达20.68亿元，同比增长22.82%，对公司利润造成较大侵蚀。

整体来看，2018年受投资收益下降影响，公司利润总额下滑，但仍处较高水平；需关注，公司利润总额对投资收益依赖较大，未来仍存在较大的波动性，期间费用规模较大，对公司利润造成较大侵蚀。

表17 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	82,231.38	332,407.83	297,677.16
投资收益	49,548.46	72,107.60	148,117.82
其他收益	1,876.89	10,838.49	11,322.45
营业利润	69,236.65	97,758.95	192,680.99
利润总额	69,333.70	98,897.97	193,303.00
净利润	64,398.72	92,465.61	184,514.62
综合毛利率	73.59%	72.00%	70.75%
期间费用率	66.68%	62.21%	56.56%
营业利润率	84.20%	29.41%	64.73%
总资产回报率	-	4.63%	9.18%
净资产收益率	-	4.43%	9.37%
营业收入增长率	16.17%	11.67%	8.77%

净利润增长率	98.31%	-49.89%	11.43%
--------	--------	---------	--------

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司主营业务现金生成能力尚可，本期债券募集资金能满足在建项目资金需求，公司整体资金压力较小

2018年，公司收现比为1.05，资金回笼能力同比略有提高；但由于化学药品销量下滑且原材料采购成本增长，公司FFO（经营所得现金）同比减少1,174.76万元，主营业务现金生成能力同比略有下滑。由于公司注射用核糖核酸II业务对客户账期延长，公司应收账款规模继续快速增长，营运资本进一步增长，但增长金额同比有所减少。2018年公司经营活动现金净额同比增加9,114.93万元，达34,763.52万元。

投资活动方面，由于公司利用闲置资金大规模买卖标准债券等交易性金融资产，公司收回投资收到的现金和投资支付的现金规模均较大；公司取得投资收益收到的现金主要为广发证券的现金分红；支付其他与投资活动有关的现金主要系办理定期存款。2018年公司投资活动净流出17.54亿元，主要当年利用闲置募集资金办理定期存款18.20亿元所致。

筹资活动方面，公司取得借款收到的现金、偿还债务支付的现金主要为收到、偿还的银行借款。2018年公司净借入银行借款1.03亿元，发行本期债券收到现金23.90亿元，派发现金分红3.49亿元，筹资活动净流入21.39亿元。

截至2019年3月末，公司主要在建拟建项目为本期债券募投项目，项目计划总投资合计209,229.81万元，已投资15,120.97万元，尚需投资194,108.84万元，本期债券募集资金能满足在建项目资金需求。整体来看，公司整体资金压力较小。

表18 公司主要现金流量指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
收现比	0.88	1.05	0.99
净利润	64,398.72	92,465.61	184,514.62
非付现费用	-	21,408.51	20,368.88
非经营损益	-	-57,569.17	-147,403.80
FFO	-	56,304.95	57,479.70
营运资本变化	-	-21,541.43	-31,831.11
其中：存货减少（减：增加）	-	-9,090.93	-40.99
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-23,456.58	-28,059.71
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	11,006.09	-3,730.41
经营活动产生的现金流量净额	-1,811.42	34,763.52	25,648.60

投资活动产生的现金流量净额	6,245.85	-175,406.48	-3,445.88
筹资活动产生的现金流量净额	-733.82	213,949.71	-39,312.06

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

随着本期债券发行成功，公司有息债务快速增长，但财务杠杆水平仍较低、财务安全性仍较好

2018年底，受本期债券成功发行影响，公司负债总额同比增长159.05%；另一方面，受益于公司经营盈余积累，公司所有者权益同比增长3.56%；故公司产权比率提高至16.07%，所有者权益对负债的保障程度有所下滑，但仍处较好水平。

表19 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	347,209.57	341,416.10	131,795.74
所有者权益	2,204,310.46	2,124,438.13	2,051,366.92
产权比率	15.75%	16.07%	6.42%

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

从负债结构来看，随着本期债券发行成功，2018年底，公司非流动负债占比提高至65.31%。公司流动负债主要包括短期借款、应付账款、预收款项、应付职工薪酬、应交税费和其他应付款等。公司短期借款主要系子公司敖东国际（香港）实业有限公司获取的抵押借款，获取借款主要用于增持广发证券H股。公司应付账款主要为原材料和设备采购款及工程、设备质保金等，2018年底规模同比增长24.90%，其中账龄在一年以内的占比88.28%。预收款项主要系预收的小牛脾提取物注射液、注射用核糖核酸II货款。应付职工薪酬主要系应付职工的工资、奖金、津贴等，2018年底同比下降52.70%。应交税费主要系应交增值税、企业所得税等。其他应付款主要系应付应付销售人员抵押金及市场维护费用等，2018年底规模为6.02亿元，同比增长18.22%，主要系延吉药业应付市场维护费增长所致。公司非流动负债主要为应付债券、递延收益；其中，应付债券系应付本期债券，递延收益系尚未摊销完毕的政府补贴。

随着本期债券的发行成功，公司有息债务规模快速增长，2018年底公司有息债务规模为20.13亿元，占公司负债总额的58.96%。

表20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	10,157.03	2.93%	10,332.84	3.03%	1,249.00	0.95%

应付票据及应付账款	21,679.02	6.24%	21,676.02	6.35%	17,355.36	13.17%
其中：应付账款	21,679.02	6.24%	21,676.02	6.35%	17,355.36	13.17%
预收款项	14,002.56	4.03%	12,513.26	3.67%	7,060.78	5.36%
应付职工薪酬	4,374.67	1.26%	6,042.52	1.77%	12,775.24	9.69%
应交税费	5,725.45	1.65%	7,292.25	2.14%	7,385.21	5.60%
其他应付款	65,264.17	18.80%	60,193.80	17.63%	50,918.18	38.63%
流动负债合计	121,253.52	34.92%	118,439.91	34.69%	96,744.29	73.40%
应付债券	193,436.69	55.71%	190,961.64	55.93%	0.00	0.00%
递延收益	31,677.36	9.12%	31,396.75	9.20%	31,000.27	23.52%
非流动负债合计	225,956.04	65.08%	222,976.19	65.31%	35,051.44	26.60%
负债合计	347,209.57	100.00%	341,416.10	100.00%	131,795.74	100.00%
其中：有息债务	203,593.72	58.64%	201,294.48	58.96%	1,249.00	0.95%

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司财务杠杆水平较低，财务安全性较高；2018年底，受本期债券成功发行影响，公司资产负债率提高至13.85%，仍处于较低水平。公司短期偿债能力指标表现良好且流动资产中货币资金占比较高，短期偿债能力很强；随着本期债券募集资金到账，2018年底公司流动比率、速动比率进一步提高，公司短期偿债能力进一步提升；整体来看，公司短期偿债能力很强。随着公司投资收益规模变化，EBITDA有所波动；2018年由于EBITDA下降，且公司有息债务、利息支出增加，公司EBITDA利息保障倍数大幅下降，但仍处很高水平，公司EBITDA对有息债务本息的保障程度高。

表21 公司主要偿债能力指标

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	13.61%	13.85%	6.04%
流动比率	5.39	4.90	3.18
速动比率	4.96	4.44	2.68
EBITDA（万元）	-	126,367.24	211,495.91
EBITDA 利息保障倍数	-	14.45	860.70
有息债务/EBITDA	-	1.59	0.01
债务总额/EBITDA	-	2.70	0.62
经营性净现金流/流动负债	-0.01	0.29	0.27
经营性净现金流/负债总额	-0.01	0.10	0.19

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月29日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

2018年公司两种主要化学药品品种注射用核糖核酸Ⅱ、小牛脾提取物注射液仍为独家专利产品，仍具有一定竞争优势，当年分别实现营业收入12.17亿元、5.43亿元，合计占公司营业收入的52.96%。公司对外投资规模较大，以对广发证券投资为主，投资收益仍较好；截至2018年底，公司长期股权投资、金融资产投资合计163.21亿元，占资产总额的66.19%，其中对广发证券投资账面价值150.57亿元。2018年公司确认的投资损益为7.21亿元，其中对广发证券确认的投资收益7.46亿元。公司整体偿债能力很强，截至2018年底，公司资产负债率仅为13.85%，且资产以长期股权投资、金融资产为主，长期股权投资、金融资产主要系上市公司股权投资，流动性较高、变现能力较好；流动比率、速动比率达4.90、4.44，且流动资产中货币资金、定期存款占比64.41%，货币资金、定期存款均无受限情况。

同时中证鹏元也注意到，2018年受医改政策影响，公司化学药品主要产品注射用核糖核酸Ⅱ、小牛脾提取物注射液销量分别同比下降26.79%、10.44%；未来随着医保控费政策继续推进，化学药品主要产品销量或继续下滑，可能会对公司盈利能力造成一定不利影响。公司投资收益以对广发证券的投资收益为主，受广发证券盈利水平影响较大，2018年公司实现投资收益72,107.60万元，同比下降51.32%。公司投资收益波动性较大，未来仍存在较大的不确定性。公司在建拟建项目较多，投产后将进一步扩大产能，未来产能消化存在一定的不确定性。公司期间费用规模较大，对公司利润造成较大侵蚀；2018年公司期间费用同比增长22.82%，为20.68亿元；期间费用率达62.21%，同比提高5.65个百分点。

基于以上情况，经综合评定，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标

财务数据（单位：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	195,616.55	191,710.93	119,081.59	135,950.38
交易性金融资产	89,374.24	22,293.63	28,144.23	43,439.46
应收票据及应收账款	135,193.95	118,512.72	105,044.35	83,914.41
其中：应收票据	49,368.69	44,499.72	45,839.63	39,568.07
应收账款	85,825.26	74,013.00	59,204.72	44,346.34
预付款项	4,209.56	3,308.63	2,202.97	1,208.28
其他应收款(合计)	5,670.99	4,067.64	1,430.64	6,666.22
其中：应收利息	3,230.20	2,666.90	670.19	225.95
其他应收款	2,440.79	1,400.74	760.45	6,440.27
存货	52,437.93	54,407.00	47,750.74	49,637.48
其他流动资产	170,988.15	185,899.21	3,762.84	3,136.96
流动资产合计	653,491.38	580,199.76	307,417.34	323,953.18
可供出售金融资产	43,499.32	95,109.99	121,587.32	103,049.58
长期股权投资	1,579,589.73	1,514,710.80	1,499,039.49	1,345,109.94
投资性房地产	641.74	705.08	710.66	765.80
固定资产	203,502.91	206,807.72	208,829.53	212,817.96
在建工程	10,123.02	9,846.52	4,237.88	6,265.59
生产性生物资产	131.60	122.40	134.89	126.22
无形资产	32,768.30	33,537.67	29,873.23	32,181.03
开发支出	6,823.08	6,215.78	2,684.23	2,868.47
商誉	4,841.19	4,841.19	0.00	0.00
长期待摊费用	1,078.78	1,116.85	335.92	363.02
递延所得税资产	6,837.59	10,273.28	3,825.24	2,748.66
其他非流动资产	8,191.38	2,367.19	4,486.90	3,800.87
非流动资产合计	1,898,028.64	1,885,654.47	1,875,745.32	1,710,097.14
资产总计	2,551,520.02	2,465,854.23	2,183,162.66	2,034,050.33
短期借款	10,157.03	10,332.84	1,249.00	13,445.00
应付票据及应付账款	21,679.02	21,676.02	17,355.36	19,162.47
其中：应付账款	21,679.02	21,676.02	17,355.36	19,162.47
预收款项	14,002.56	12,513.26	7,060.78	8,236.08
应付职工薪酬	4,374.67	6,042.52	12,775.24	22,770.18
应交税费	5,725.45	7,292.25	7,385.21	4,637.56
其他应付款(合计)	65,314.79	60,583.02	50,918.69	40,001.11
其中：应付利息	50.10	388.70	0.00	0.00
应付股利	0.52	0.52	0.52	0.52
其他应付款	65,264.17	60,193.80	50,918.18	40,000.59

流动负债合计	121,253.52	118,439.91	96,744.29	108,252.41
应付债券	193,436.69	190,961.64	0.00	0.00
长期应付款	136.00	136.00	179.00	2,126.00
递延收益	31,677.36	31,396.75	31,000.27	33,533.82
递延所得税负债	705.99	481.80	3,872.18	2,734.65
非流动负债合计	225,956.04	222,976.19	35,051.44	38,394.47
负债合计	347,209.57	341,416.10	131,795.74	146,646.87
有息债务	203,593.72	201,294.48	1,249.00	13,445.00
所有者权益合计	2,204,310.46	2,124,438.13	2,051,366.92	1,887,403.45
营业收入	82,231.38	332,407.83	297,677.16	273,669.71
营业利润	69,236.65	97,758.95	192,680.99	162,990.82
净利润	64,398.72	92,465.61	184,514.62	165,584.14
经营活动产生的现金流量净额	-1,811.42	34,763.52	25,648.60	33,381.30
投资活动产生的现金流量净额	6,245.85	-175,406.48	-3,445.88	28,912.24
筹资活动产生的现金流量净额	-733.82	213,949.71	-39,312.06	-111,840.56
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	72.14	62.62	52.40
存货周转天数	-	197.58	201.34	216.29
应付账款周转天数	-	75.49	75.50	90.40
净营业周期	-	194.23	188.46	178.28
流动资产周转天数	-	480.65	381.78	420.71
固定资产周转天数	-	225.07	254.96	258.16
总资产周转天数	-	2,517.46	2,550.07	2,642.39
综合毛利率	73.59%	72.00%	70.75%	71.03%
期间费用率	66.68%	62.21%	56.56%	55.28%
营业利润率	84.20%	29.41%	64.73%	59.56%
总资产回报率	-	4.63%	9.18%	8.80%
净资产收益率	-	4.43%	9.37%	9.08%
营业收入增长率	16.17%	11.67%	8.77%	17.22%
净利润增长率	98.31%	-49.89%	11.43%	-36.36%
资产负债率	13.61%	13.85%	6.04%	7.21%
流动比率	5.39	4.90	3.18	2.99
速动比率	4.96	4.44	2.68	2.53
EBITDA (万元)	-	126,367.24	211,495.91	192,924.35
EBITDA 利息保障倍数	-	14.45	860.70	69.81
有息债务/EBITDA	-	1.59	0.01	0.07
债务总额/EBITDA	-	2.70	0.62	0.76
经营性净现金流/流动负债	-0.01	0.29	0.27	0.31

经营性净现金流/负债总额	-0.01	0.10	0.19	0.23
--------------	-------	------	------	------

注：2016年、2017年数据分别采用2017年、2018年审计报告年初数

资料来源：公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年1-3月财务报表，中证鹏元整理

附录二 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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	营业利润 / 营业收入 * 100%
净资产收益率	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	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 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	负债总额 / 资产总额 * 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 + 应付债券

附录三 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。