



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪525号

湖北济川药业股份有限公司：

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“湖北济川药业股份有限公司公开发行可转换公司债券”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，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；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
二零一九年六月十八日

湖北济川药业股份有限公司 公开发行可转换公司债券跟踪评级报告（2019）

发行主体	湖北济川药业股份有限公司		
债券简称	济川转债		
债券代码	110038		
发行年限	5 年期		
起息日	2017/11/13		
发行规模	8.43 亿元，2019/3/31 已转股金额 2.12 亿元，余额 6.31 亿元		
上次评级时间	2018/06/11		
上次评级结果	债项级别 AA	主体级别 AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA	主体级别 AA	评级展望 稳定

概况数据

济川药业	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	36.88	44.02	54.58	59.71
总资产（亿元）	49.88	66.63	77.97	85.93
总债务（亿元）	0.85	8.39	7.11	7.43
营业总收入（亿元）	46.78	56.42	72.08	20.79
营业毛利率（%）	85.24	84.95	84.79	85.55
EBITDA（亿元）	12.06	15.95	21.89	-
所有者权益收益率（%）	25.34	27.81	30.93	34.17
资产负债率（%）	26.07	33.93	30.00	30.51
总债务/EBITDA（X）	0.07	0.53	0.33	-
EBITDA 利息倍数（X）	10,776.38	292.05	64.11	-

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、2019 年一季度所有者权益收益率经年化处理。

基本观点

2018 年湖北济川药业股份有限公司（以下简称“济川药业”或“公司”）核心产品产销量均实现较快增长，市场领先地位稳固，经营业绩持续提升。同时，公司债务水平较低，财务结构保持稳健。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到产品降价的风险以及济川药业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，中诚信证评维持济川药业主体信用等级 AA，评级展望为稳定；维持“湖北济川药业股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级 AA。

正面

- 医药行业发展前景向好。2018 年医药行业收入和利润均保持增长，同时随着医疗体系改革不断深化及政策支持，加之人口老龄化、居民医疗消费水平提高、医保覆盖率提高等因素的推动，未来医药行业仍将保持较好的发展前景。
- 核心产品市场领先地位稳固。2018 年公司继续强化蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊和小儿豉翘清热颗粒三大核心品种的战略地位，核心产品产销量均保持较快增长，亦保持了较高的初始获利空间，且核心产品市场占有率仍位于行业前列，市场领先地位稳固。
- 经营业绩持续提升。2018 年公司继续坚持“大品种战略”，同时受益于核心产品增补医保名录和 OTC 渠道加速拓展以及领先的行业地位，公司销售收入持续快速增长。2018 年公司实现营业收入 72.08 亿元，同比增长 27.76%，实现净利润 16.88 亿元，同比增长 37.96%。
- 债务水平较低，财务结构稳健。得益于良好盈利水平带来的自有资本实力的不断夯实，公司债务水平较低。截至 2018 年末公司资产负债率为 30.00%，较上年末下降 3.93 个百分点；总资本化率为 11.53%，同比下降 4.48 个百分

点，财务结构稳健。

关 注

- 产品降价的风险。随着国家医改体制的逐步深入，医保控费不断趋严，医保支付标准落地、医保局成立以及带量采购实施，公司药品价格或存在下降的风险，或对公司未来盈利水平造成影响。
- 期间费用控制能力有待提升。随着业务规模扩大带来的销售费用的较快上升，2018 年公司期间费用同比增长 23.91%至 41.04 亿元，占营业总收入的比重为 56.93%，较高的期间费用对其利润空间造成一定侵蚀，亦给期间费用管控能力带来压力。

分 析 师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

王亚冬 ydwang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 6 月 18 日

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。

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

湖北济川药业股份有限公司公开发行可转换公司债券（债券简称为“济川转债”或“本次债券”、债券代码为“110038”）起息日为 2017 年 11 月 13 日，发行总额 84,316.00 万元，期限为 5 年，票面利率第一年 0.2%、第二年 0.5%、第三年 0.8%、第四年 1.5%、第五年 6%，转股期为 2018 年 5 月 17 日至 2022 年 11 月 12 日，初始转股价格为 41.04 元，2018 年 6 月 1 日起，因实施公司 2017 年度利润分配方案，济川转债的转股价格调整为 40.04 元/股，到期日为 2022 年 11 月 12 日，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。截至 2019 年 3 月 31 日，累计共有 211,745,000 元“济川转债”已转换成公司股票，转股数为 5,285,010 股，占可转债转股前公司已发行股份总额的 0.65%，同期末尚有 631,415,000 元的“济川转债”未转股，占可转债发行总量的 74.89%。

行业状况

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

公司主要从事药品的研发、生产和销售，药品产品线主要围绕儿科、呼吸、消化等领域，其中核心产品蒲地蓝消炎口服液（独家剂型）、雷贝拉唑钠肠溶胶囊和小儿豉翘清热颗粒（独家品种）等在各自的细分领域市场占有率位居行业前列。

公司主要业务板块包括医药工业和医药商业，得益于市场领先的规模优势和核心药品销量的较快增长，2018年公司取得营业总收入72.08亿元，同比上升27.76%。分业务板块来看，当年公司医药工业实现营业收入69.73亿元，较上年增长28.48%，占当年营业总收入的96.74%，较上年上升0.55个百分点；同期，公司医药商业实现营业收入2.24亿元，较上年增长8.90%，占当年营业总收入的3.11%，较上年下降0.54个百分点；分产品来看，清热解毒类药物、消化类药物和儿科类药物仍然是公司业务收入的主要来源，主要品种分别为蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊、健胃消食口服液以及小儿豉翘清热颗粒。上述清热解毒类药物、消化类药物和儿科类药物三类产品2018年分别实现营业收入31.95亿元、14.48亿元和12.46亿元，较2017年末分别同比增长28.77%、15.59%和37.76%，合计占营业收入比重为81.70%。

表 1：2017~2018 年公司各业务板块收入构成

单位：亿元、%

业务板块	2017		2018	
	营业收入	占比	营业收入	占比
医药工业	54.27	96.19	69.73	96.74
医药商业	2.06	3.65	2.24	3.11
其他	0.09	0.16	0.11	0.15
合计	56.42	100.00	72.08	100.00

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

跟踪期内，公司坚持“大品种战略”，受益于核心产品增补医保目录和 OTC 渠道加速拓展，公司核心产品市场占有率仍位于行业前列，销售收入持续快速增长。

医药工业方面，公司拥有江苏泰兴和陕西杨凌两个生产基地，具有清热解毒类、消化类、儿科类、呼吸系统类、心脑血管类、镇痛麻醉类和妇科类等多个药品大类、10 余个剂型、210 余个规格的药品生产资质。2018 年公司坚持大品种战略，借助部分大品种增补进入省级医保目录的契机，推进医保品种的持续上量，形成大品种规模发展梯队。跟踪期内，三大核心产品等大品种在医院渠道下沉、药店渠道发力的情况下，品种规模不断提升；同时，蛋白琥珀酸铁口服溶液和陕西东科制药有限责任公司（以下简称为“东科制药”）旗下黄龙止咳颗粒等二线品种随着渠道布局和市场推广，销量继续维持较快增长，产品梯队逐渐构建。

销售方面，公司坚持中西医药为主业，同时拓展中药日化、中药保健品，深入推进“医院、OTC、诊所、商超”的全渠道营销战略，以大品种为目标，充分发挥营销网络优势，大力开发二、三级终端，持续提升产品销售规模。具体来看，2018 年蒲地蓝消炎口服液实现销量 99,682 万支，同比上升 32.30%，产销比从去年的 104.53% 上升至 109.26%；雷贝拉唑钠肠溶胶囊实现销量 25,474 万粒，同比上升 22.86%，产销比从去年的 91.67% 上升至 103.58%；小儿豉翘清热颗粒实现销量 25,779 万袋，同比上升 30.58%，产销比从去年的 103.70% 提升至 105.49%。2018 年公司三大核心品种合计销售收入占当期主营业务收入比重为 77.39%，较上年小幅上升 0.31 个百分点，仍处于核心地位。

表 2：2018 年公司核心产品销售情况

产品	销量	增幅	产销比
蒲地蓝消炎口服液（万支）	99,682	32.30%	109.26%
雷贝拉唑钠肠溶胶囊（万粒）	25,474	22.86%	103.58%
小儿豉翘清热颗粒（万袋）	25,779	30.58%	105.49%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从医保和基药目录的增补工作来看，2018 年公司积极参与各地医保和基药目录的增补工作，其中蒲地蓝消炎口服液增补进河南省、吉林省、山东省、安徽省医保目录并开始执行；蛋白琥珀酸铁口服溶液增补进安徽省、江苏省、湖南省医保目录并开始执行。受益于此，公司华中及东北区域销售收入增速大幅提高。

销售区域方面，2018 年公司各区域营业收入仍保持快速增长，其中华东及华北区域营业收入分别为 30.18 亿元和 13.75 亿元，分别同比增长 22.27% 和 26.74%，合计占比为 61.04%，较上年下降 2.04 个百分点，主要系华中与东北区域销售收入增幅均在 40% 以上，两区域销售收入占比亦有所上升，使得华东及华北区域销售收入占比略有下降，但仍为公司最主要的销售区域。客户集中度方面，2018 年公司前五大客户销售收入 4.75 亿元，占公司营业收入比重为 6.59%，公司核心药品基本实现全国布局，客户集中度较低。

表 3：2017~2018 年公司主营业务销售区域分布情况

单位：亿元、%

区域	2017		2018	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
东北	3.56	89.30	5.04	87.31
华北	10.85	88.51	13.75	87.27
华东	24.69	80.14	30.18	81.50
华南	3.77	88.92	4.49	87.71
华中	6.61	89.99	9.79	88.07
西北	3.70	88.23	4.78	86.52
西南	3.16	87.01	3.94	85.18
合计	56.33	84.99	71.97	84.83

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从药品集中招标采购情况来看，跟踪期内公司产品主要为各省通过集中招标进行采购。其中，蒲地蓝消炎口服液医疗机构采购量同比增长 32.30% 至 16,613.67 万盒，雷贝拉唑钠肠溶胶囊医疗机构

采购量同比增长 19.74% 至 3,058.55 万盒, 小儿豉翘清热颗粒医疗机构采购量同比增长 32.46% 至 4,455.63 万盒; 从采购价格区间来看, 公司部分规格药品的采购价格区间略向下移动, 使得整体销售毛利率略有下降, 但仍保持在较高水平。公司秉承“品质至上”的质量理念, 不断完善质量管理体系, 强化生产过程中的全流程质量控制, 深入推行 GMP 常态管理。跟踪期内, 公司完成了原料药五车间、注射剂三车间、口服液二车间、口服液四车间、口服液五车间、口服液六车间、溶液剂二车间、滴耳剂一车间、喷雾剂一、二车间、气雾剂二车间、西厂区中药前处理车间, 中药二、三车间以及东科制药 5 个车间的 GMP 认证工作。同时, 公司产能扩充项目建设进展顺利, 2018 年完成了 3 号液体楼的项目建设, 为公司口服液制剂的产能提升和规模扩张提供坚实基础, 并持续推进开发区项目、杨凌医药生产基地的建设。

2018 年, 由于三大核心产品销售规模均保持快速增长, 其当年产量亦随之上升。2018 年公司蒲地蓝消炎口服液生产线产能提升 18.76% 至 93,580 万支, 当年实际产量为 108,911 万支, 同比大幅增长 38.53%, 产能利用率 116.38%, 同时由于东厂区 3 号液体楼项目已于 2018 年年末获得 GMP 证书, 预计将进一步提升蒲地蓝消炎口服液的产能; 雷贝拉唑钠肠溶胶囊产能提升 77.78% 至 30,933 万粒, 产量提升 38.82% 至 26,385 万粒, 产能利用率 85.30%; 小儿豉翘清热颗粒产能提升 38.79% 至 35,920 万袋, 产量亦大幅增长 32.83% 至 27,194 万袋, 产能利用率 75.71%。

表 4: 2017~2018 年公司核心产品产能及产量情况

产品	2017		2018	
	产能	产量	产能	产量
蒲地蓝消炎口服液 (万支)	78,800	78,619	93,580	108,911
雷贝拉唑钠肠溶胶囊 (万粒)	17,400	19,007	30,933	26,385
小儿豉翘清热颗粒 (万袋)	25,880	20,473	35,920	27,194

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

此外, 医药商业方面, 公司以全资子公司江苏济源医药有限公司、济川药业集团药品销售有限公司为平台, 从事药品的配送、批发和零售, 销售公

司及其他企业的医药产品。2018 年公司医药商业业务实现收入 2.24 亿元, 同比小幅上升 8.90%, 占营业收入比重为 3.11%, 目前公司该板块业务规模较小, 但为公司营业收入形成一定补充。

2018 年公司继续加大研发投入, 持续推进在建项目建设, 为未来产品线的进一步丰富和生产能力的提升奠定基础。

在建项目方面, 截至 2018 年末, 公司主要有杨凌医药生产基地建设项目、东厂区 3 号液体楼项目和开发区项目等在建制药项目。其中开发区项目主要为生产蒲地蓝消炎口服液、蛋白琥珀酸铁口服溶液的前序工艺, 不产生成品; 东厂区 3 号液体楼项目主要产品有蒲地蓝消炎口服液等; 杨凌医药生产基地建设项目主要产品有黄龙止咳颗粒、妇炎舒胶囊、甘海胃康胶囊、心欣舒胶囊和黄龙咳喘胶囊等。随着以上项目的建设, 公司后期的生产能力将大幅提升, 为其业务扩张奠定了良好的基础。

表 5: 截至 2018 年 12 月末公司主要在建制药生产基地情况

项目	产品名称	单位	产能
开发区项目	蒲地蓝浸膏 (蒲地蓝消炎口服液)	为生产蒲地蓝消炎口服液、蛋白琥珀酸铁口服溶液的前序工艺, 不产生成品	
	黄芩苷粗品 (蒲地蓝消炎口服液)		
	川芎清脑颗粒浸膏		
东厂区 3 号液体楼项目	蛋白琥珀酸铁		
	蒲地蓝消炎口服液	万盒	9,000
杨凌医药生产基地建设项目	健胃消食口服液	万盒	3,000
	妇炎舒胶囊	亿粒	6.20
	甘海胃康胶囊	亿粒	3.20
	心欣舒胶囊	亿粒	1.02
	黄龙咳喘胶囊	亿粒	0.76

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

截至 2018 年末, 公司上述主要在建制药项目计划投资金额 15.21 亿元, 已投资 13.88 亿元, 尚需投资 2.17 亿元。未来随着新生产基地的陆续投产, 公司在医药研发及生产方面将进一步增强, 公司经营业绩有望保持增长。

表 6: 截至 2018 年 12 月末公司主要在建项目情况

单位: 万元			
项目	拟投资总额	累计投资金额	尚需投资额
开发区项目	65,000.00	63,586.25	1,413.75
3 号液体楼新建	30,000.00	38,388.13	-
杨凌医药生产基地建设项目	57,114.13	36,834.43	20,279.70
合计	152,114.13	138,808.81	21,693.45

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

研发方面, 2018 年公司继续加大科研投入, 不断扩充技术研发队伍, 提高技术创新能力。全年公司研发总投入为 2.30 亿元, 同比增长 17.95%, 占当年营业总收入比重为 3.20%。2018 年公司共获得 6 项专利, 且截至 2018 年末其药品在研项目中获得临床试验批件 17 项, 完成 BE 试验 1 项, II 期临床 5 项, III 期临床 8 项, 申报生产 16 项。2019 年公司计划开展的研发药品项目 10 项, 包括 JHZK.G、琥珀酸普芦卡必利片和小儿法罗培南钠颗粒等。药品注册及取得生产批文方面, 2018 年, 公司子公司东科制药收到了国家药监局核准签发的银花平感颗粒药品(独家产品)补充申请批件, 银花平感颗粒药品的生产技术转让完成。预计公司的产品线将进一步丰富, 为公司持续发展提供有力的支撑。

表 7: 2017~2018 年公司研发费用投入情况表

	2017	2018
研发人员数量(人)	370	551
研发人员数量占比(%)	5.91	7.71
研发投入合计(亿元)	1.95	2.30
研发投入占营业收入比(%)	3.46	3.20

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

财务分析

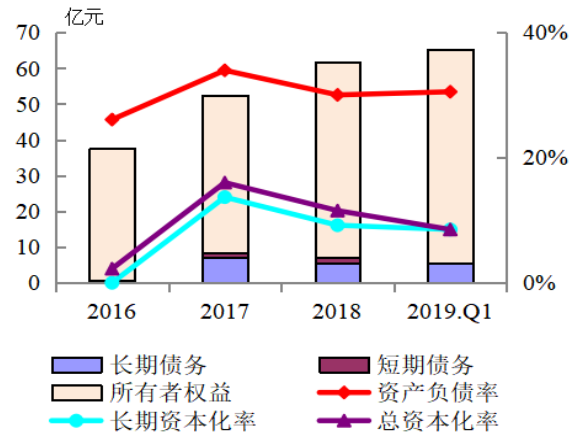
下列分析主要基于公司提供的经立信会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告及公司提供的未经审计的 2019 年一季度财务报表。

资本结构

2018 年公司业务规模持续增长, 资产和负债规模均较上年相应上升, 截至 2018 年末, 公司总资产为 77.97 亿元, 同比增长 17.03%; 同期末, 公司负债总计为 23.40 亿元, 同比小幅增长 3.48%。所有者权益方面, 得益于留存收益的积累, 自有资本

实力不断夯实, 截至 2018 年末公司所有者权益为 54.58 亿元, 较上年末增长 23.99%。另截至 2019 年 3 月末, 公司总资产增至 85.93 亿元, 总负债为 26.22 亿元, 所有者权益为 59.71 亿元。

图 1: 2016~2019.Q1 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, 截至 2018 年末, 公司流动资产和非流动资产分别为 43.58 亿元和 34.39 亿元, 占总资产的比重分别为 55.89% 和 44.11%, 公司流动资产占总资产的比重较上年末增加 0.15 个百分点。流动资产方面, 公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成。具体来看, 2018 年末公司货币资金 15.87 亿元, 同比大幅增长 66.76%, 主要系公司销售商品资金回笼大幅增加所致; 同期末公司应收账款余额为 19.65 亿元, 同比增长 16.52%, 其中账龄在 1 年以内的应收账款占比达 98.06%, 应收账款前五名客户合计占比为 5.40%, 集中度较低。另 2018 年末, 公司计提应收账款坏账 1.08 亿元, 占期末应收账款比例为 5.19%。应收账款周转率方面, 2018 年提高 0.21 次至 3.95 次, 公司应收账款周转效率有所提升; 同期末, 公司存货净值为 3.18 亿元, 较上年末增长 31.24%, 其中库存商品同比增长 32.41% 至 2.15 亿元; 2018 年末, 公司其他流动资产 3.04 亿元, 同比减少 56.01%, 主要系跟踪期内暂时闲置募集资金理财余额减少所致。非流动资产方面, 公司非流动资产以固定资产和在建工程为主, 2018 年末公司固定资产为 21.84 亿元, 同比增长 32.09%, 主要系在建工程转固定资产增加所致; 在建工程规模为 6.31 亿元, 与上年末基本持平, 其中开发区项目、东厂区 3 号液

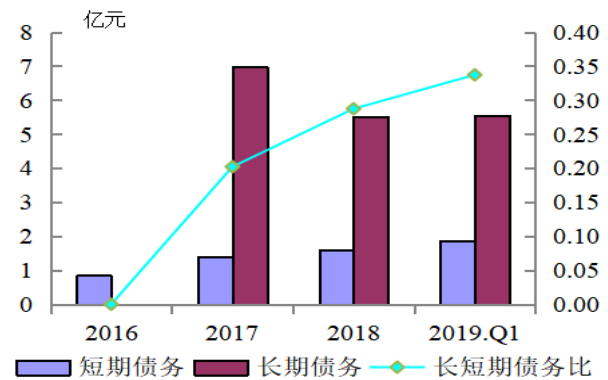
体楼项目部分转为固定资产，另公司加大了杨凌医药生产基地和新公寓楼等在建工程项目的投入。截至 2019 年 3 月末，公司流动资产增至 51.34 亿元，占总资产比重为 59.75%，较 2018 年末上升 3.86 个百分点；其中公司货币资金、应收账款、存货以及其他流动资产分别为 20.94 亿元、22.58 亿元、3.12 亿元和 2.75 亿元；同期末，公司非流动资产为 34.58 亿元，与 2018 年末规模基本持平，其中固定资产与在建工程分别为 21.20 亿元和 6.56 亿元。

负债结构方面，公司负债主要由应付账款、其他应付款及有息债务构成。截至 2018 年末，公司应付账款为 5.05 亿元，同比上升 9.13%，主要系公司在建项目应付工程设备款及材料款；其他应付款为 7.51 亿元，同比增长 19.98%，主要系风险责任金及应付报销款上升所致。另截至 2019 年 3 月末，公司应付账款和其他应付款分别为 4.25 亿元和 10.79 亿元，仍保持增长态势。

有息债务方面，截至 2018 年末公司总债务为 7.11 亿元，同比下降 15.20%，其中长期债务下降至 5.53 亿元，主要为公司发行的可转债当期发生转股金额为 2.08 亿元，转股数量为 5,193,355 股，截至 2018 年末，尚有 6.35 亿元的济川转债未转股，扣除溢折价摊销后债券余额为 5.53 亿元；同期末，公司长短期债务比为 0.29 倍。另 2019 年 3 月末，公司债务规模为 7.43 亿元，较 2018 年末小幅增长 4.50%，长短期债务比为 0.34 倍。

财务杠杆比率方面，截至 2018 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 30.00% 和 11.53%，较 2017 年末分别下降 3.93 和 4.48 个百分点，公司财务杠杆水平有所下降。另截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化率分别为 30.51% 和 11.07%。

图 2：2016~2019.Q1 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

所有者权益方面，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润构成。2018 年末公司实收资本为 4.00 亿元，基本保持上年水平；资本公积为 17.62 亿元，较上年末同比上涨 13.46%，主要系济川转债累计转股 5,193,355 股，增加资本公积 2.11 亿元；盈余公积为 1.62 亿元，与上年基本持平。得益于利润留存增长，2018 年末公司未分配利润为 30.32 亿元，同比大幅增长 40.76%，公司所有者权益亦大幅增长 23.99% 至 54.58 亿元。

总体来看，随着业务规模的扩大，公司资产规模保持持续上涨态势，同时得益于公司利润留存大幅增长，公司财务杠杆水平有所降低，财务结构仍较为稳健。

盈利能力

跟踪期内，公司收入规模持续增长，2018 年公司取得营业总收入 72.08 亿元，同比上升 27.76%。毛利率方面，2018 年公司营业毛利率为 84.79%，较上年小幅下降 0.16 个百分点，仍处于较高水平。分产品来看，公司清热解毒类药物、消化类药物和儿科类药物分别实现毛利率 84.53%、93.15% 和 89.21%，较 2017 年末分别下降 0.87、0.45 和 0.21 个百分点，主要系部分规格药品在各省集中招标采购中价格有所下降及部分中药原材料价格上涨以及直接人工、制造费用增加所致。另 2019 年 1~3 月，公司营业毛利率为 85.55%，较 2018 年上浮 0.76 个百分点。

期间费用方面，随着业务规模的增长，2018 年公司销售费用持续增长，主要为市场推广费用的增

加。2018年，公司销售费用达36.64亿元，同比增长24.58%，主要系市场推广费增加所致；同期管理费用为2.39亿元，同比增长11.12%，主要为职工薪酬的增加；同期财务费用为0.04亿元，财务费用支出由负转正，同比增加145.52%，主要为公司可转债利息支出增加所致。另公司根据《财政部关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15号），将原管理费用中研发费用分类之研发费用科目单独列示，2018年，公司研发费用为1.96亿元，同比增长18.60%¹。2018年，公司期间费用合计41.04亿元，占营业总收入的比重为56.93%，较上年下降1.77个百分点，但仍维持在较高水平。另2019年1~3月，公司三费合计11.70亿元，占营业收入比重为56.29%，公司期间费用控制能力仍有待提升。

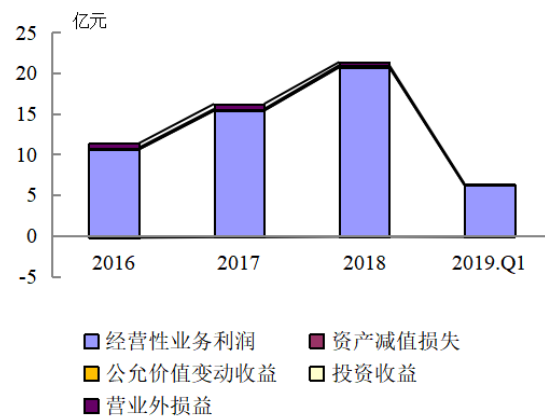
表 8：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用（亿元）	25.07	29.41	36.64	10.58
管理费用（亿元）	3.38	2.15	2.39	0.64
研发费用（亿元）	-	1.66	1.96	0.53
财务费用（亿元）	-0.09	-0.10	0.04	-0.04
费用合计（亿元）	28.36	33.12	41.04	11.70
营业总收入（亿元）	46.78	56.42	72.08	20.79
费用收入占比（%）	60.64	58.70	56.93	56.29

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，公司2018年利润总额为19.77亿元，同比上升37.70%，主要由经营性业务利润构成。受益于收入规模的增长，2018年公司实现经营性业务利润18.76亿元，同比增长36.72%。此外，2018年公司资产减值损失和营业外损益分别为0.14亿元和0.75亿元。综上，2018年公司取得净利润16.88亿元，同比增长37.96%，同期公司所有者权益收益率为30.93%，较上年上升3.12个百分点，公司盈利水平保持稳定增长。另2019年1~3月，公司实现利润总额为5.98亿元，净利润5.10亿元。

图 3：2016~2019.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于核心产品销量的持续增长，2018年公司收入规模稳步提升，医药工业板块毛利率维持在较高水平，整体具备很强的盈利能力。但公司期间费用占营业收入比重维持高位，其期间费用管控能力仍有待加强。

偿债能力

随着公司发行的可转换债券部分转股，公司债务规模有所下降。截至2018年末，公司总债务为7.11亿元，同比下降15.20%；另2019年3月末，公司总债务小幅增至7.43亿元，长短期债务比为0.34倍，较2018年末增加0.05倍，债务期限结构较为合理。

获现能力方面，2018年公司EBITDA为21.89亿元，同比增长37.22%，主要系利润总额增加所致；EBITDA/营业总收入为30.36%，其获现能力仍较强。从主要偿债指标来看，由于总债务规模有所降低，2018年公司总债务/EBITDA降至0.33倍，EBITDA利息保障倍数降至64.11倍，但EBITDA对债务本息的覆盖程度仍然很强。

现金流方面，2018年公司经营活动产生现金净流入为17.09亿元，同比大幅增长43.78%，主要系公司当年销售情况良好，销售回笼增加所致。2018年公司经营活动净现金/利息支出降至50.06倍，经营活动净现金/总债务上升至2.40倍，公司经营性净现金流较为充裕，对债务本息的保障能力仍然很强。

¹ 根据最新会计准则，公司2017~2019年Q1管理费用中研发费用已单独列示，2016年未作调整。

表 9：2016~2019.Q1 公司部分偿债能力指标

财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
总债务（亿元）	0.85	8.39	7.11	7.43
EBITDA（亿元）	12.06	15.95	21.89	-
资产负债率（%）	26.07	33.93	30.00	30.51
总资本化比率（%）	2.25	16.01	11.53	11.07
EBITDA 利息倍数（X）	10,776.38	292.05	64.11	-
总债务/EBITDA（X）	0.07	0.53	0.33	-
经营净现金流/总债务（X）	10.75	1.42	2.40	3.35
经营活动净现金/利息支出（X）	8,158.33	217.65	50.06	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2019 年 3 月末，公司获得银行总授信额度为 2 亿元，公司已使用额度 1.87 亿元，主要用于银行承兑汇票。同时，公司作为 A 股上市公司，其资本市场融资渠道通畅。

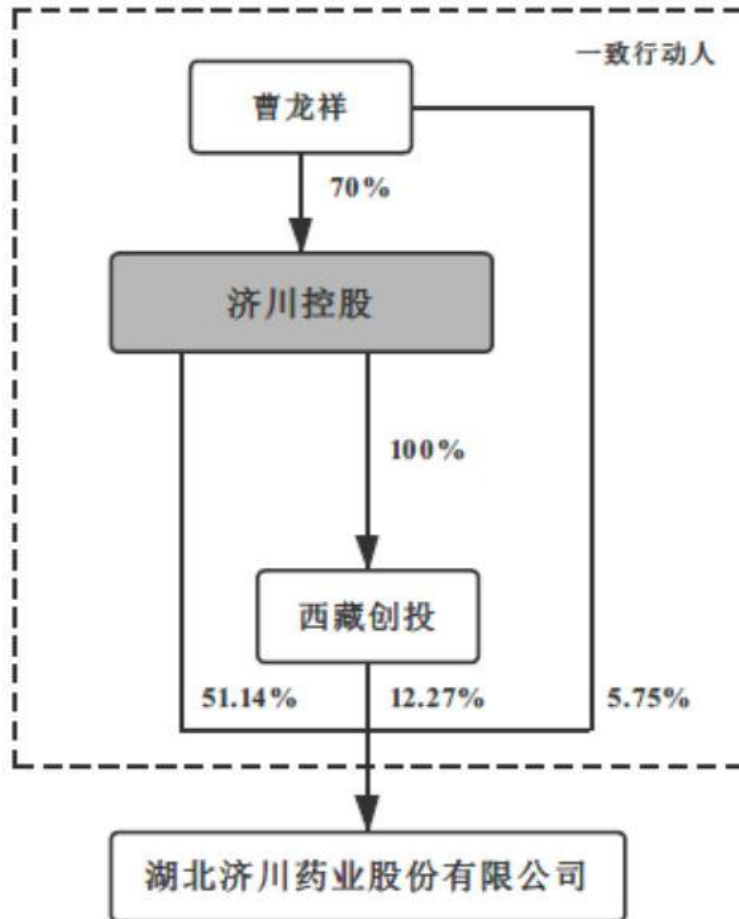
或有负债方面，截至 2019 年 3 月 31 日，公司无对外担保。同期末公司控股股东江苏济川控股集团有限公司累计质押公司股权 3,750 万股，占其持股比例的 9.00%。此外，公司无其它股权质押及重大对外诉讼等或有负债事项。

综合而言，2018 年末公司债务规模有所下降，杠杆水平较低，财务结构稳健。同时，考虑到公司收入规模的持续提升和较高的毛利水平，其盈利能力及获现能力很强，经营性净现金流较为充裕，对债务本息的覆盖程度很高，具有很强的偿债能力。

结 论

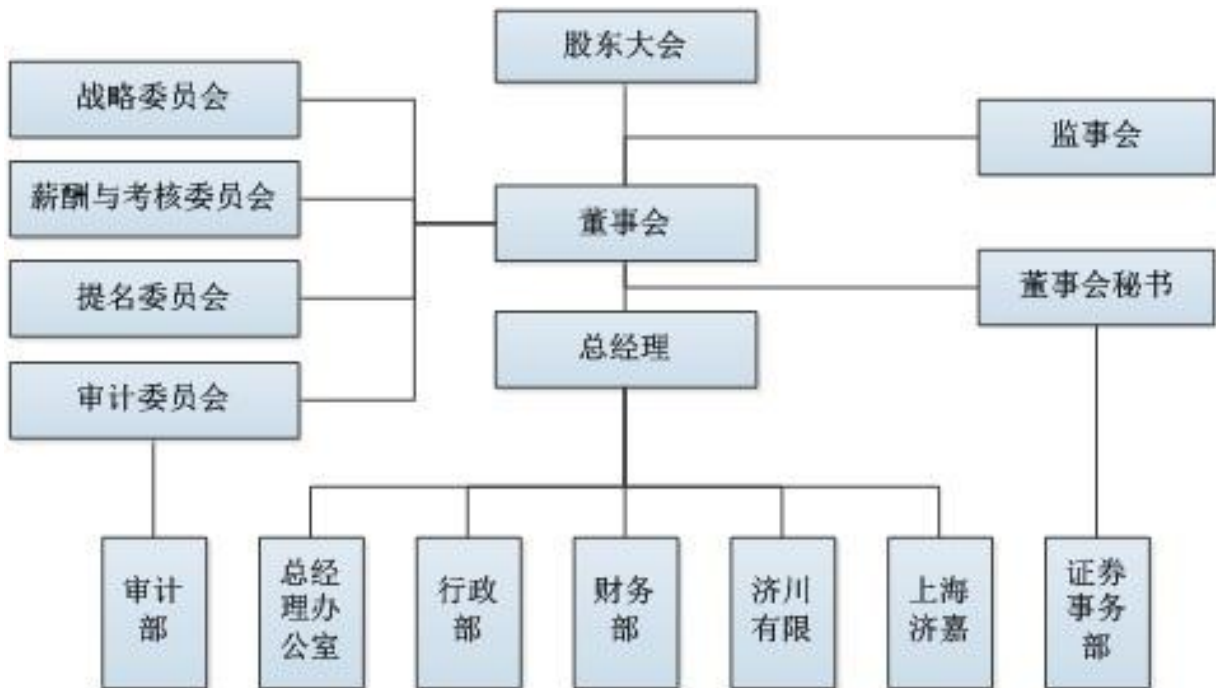
综上，中诚信证评维持湖北济川药业股份有限公司主体信用等级 **AA**，评级展望稳定；维持“湖北济川药业股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级 **AA**。

附一：湖北济川药业股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：湖北济川药业股份有限公司组织架构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：湖北济川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	89,032.18	95,161.03	158,690.13	209,421.39
应收账款净额	133,200.24	168,665.72	196,535.19	225,842.18
存货净额	20,440.18	24,242.09	31,816.28	31,235.66
流动资产	276,103.19	371,351.98	435,783.38	513,442.77
长期投资	4,356.73	4,326.42	6,223.52	6,180.72
固定资产合计	169,244.04	232,030.26	281,424.69	282,805.48
总资产	498,761.16	666,254.48	779,732.24	859,287.75
短期债务	8,493.42	14,096.95	15,868.85	18,736.02
长期债务	0.00	69,787.34	55,264.46	55,598.88
总债务（短期债务+长期债务）	8,493.42	83,884.29	71,133.31	74,334.90
总负债	130,010.35	226,073.41	233,950.12	262,153.31
所有者权益（含少数股东权益）	368,750.81	440,181.07	545,782.13	597,134.44
营业总收入	467,789.16	564,200.91	720,820.58	207,942.14
三费前利润	389,705.70	468,449.52	598,023.74	174,077.80
投资收益	850.61	683.97	2,457.68	352.91
净利润	93,436.48	122,394.83	168,786.33	51,017.61
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	120,611.23	159,506.89	218,869.23	-
经营活动产生现金净流量	91,309.54	118,875.04	170,914.73	62,178.81
投资活动产生现金净流量	-39,443.12	-124,071.29	-26,314.54	-11,435.15
筹资活动产生现金净流量	8,144.24	13,300.49	-81,071.09	-12.40
现金及现金等价物净增加额	60,010.66	8,104.24	63,529.10	50,731.26
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	85.24	84.95	84.79	85.55
所有者权益收益率（%）	25.34	27.81	30.93	34.17
EBITDA/营业总收入（%）	25.78	28.27	30.36	28.74
速动比率（X）	2.07	2.33	2.42	2.48
经营活动净现金/总债务（X）	10.75	1.42	2.40	3.35
经营活动净现金/短期债务（X）	10.75	8.43	10.77	13.27
经营活动净现金/利息支出（X）	8,158.33	217.65	50.06	-
EBITDA 利息倍数（X）	10,776.38	292.05	64.11	-
总债务/EBITDA（X）	0.07	0.53	0.33	-
资产负债率（%）	26.07	33.93	30.00	30.51
总资本化比率（%）	2.25	16.01	11.53	11.07
长期资本化比率（%）	0.00	13.68	9.19	8.52

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、2019 年第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/短期债务等指标经年化处理。

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
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。