

# 跟踪评级公告

联合〔2019〕1241号

上海现代制药股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的可转换公司债券进行跟踪评级，确定：

**上海现代制药股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”**

**上海现代制药股份有限公司公开发行的“现代转债”的债券信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监： 

二〇一九年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 上海现代制药股份有限公司 可转换公司债券 2019 年跟踪评级报告

## 主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

## 债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
现代转债	16.16 亿元	6	AAA	AAA	2018 年 6 月 14 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 19 日

## 主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	150.15	151.71	164.64	165.71
所有者权益 (亿元)	69.38	76.48	84.43	85.83
长期债务 (亿元)	30.95	19.16	12.62	10.86
全部债务 (亿元)	57.91	48.19	50.86	49.47
营业收入 (亿元)	91.26	85.18	113.21	31.75
净利润 (亿元)	8.54	8.19	10.70	2.61
EBITDA (亿元)	20.55	20.26	22.48	--
经营性净现金流 (亿元)	8.39	23.15	16.69	-2.88
营业利润率 (%)	34.81	41.72	47.41	50.68
净资产收益率 (%)	20.50	11.22	13.30	3.07
资产负债率 (%)	53.79	49.59	48.72	48.21
全部债务资本化比率 (%)	45.49	38.65	37.59	36.56
流动比率 (倍)	1.35	1.28	1.29	1.28
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.35	0.42	0.44	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.05	7.98	10.02	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.27	1.25	1.39	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、如未特别说明本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3、公司 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、公司长期应付款和其他应付款，已分别计入长期债务和短期债务。EBITDA 待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

## 评级观点

跟踪期内，上海现代制药股份有限公司（以下简称“公司”或“现代制药”）整体经营情况良好，原料药业务和制剂业务收入规模均大幅增长，且由于主动降低低毛利制剂产品产量，公司主营业务毛利率有所提升；此外，公司资产规模和净资产规模进一步增长，经营活动现金流保持净流入，盈利能力有所增强，整体债务负担仍较轻。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到医药行业政策变化较大、存货和应收账款规模较大、期间费用对利润侵蚀显著以及短期偿债压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司内部整合力度的进一步加大，募投项目的投产、产品线的不断丰富以及与股东中国医药集团有限公司协同效应的强化，公司收入和盈利规模有望获得进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，联合评级维持公司 AAA 的主体长期信用评级，评级展望为“稳定”，同时维持“现代转债”的 AAA 债项信用等级。

## 优势

1. 跟踪期内，公司作为为国药集团旗下统一的化学药平台，整体经营情况良好，原料药和制剂收入均大幅增长。

2. 由于主动压缩低毛利制剂业务，公司制剂业务毛利率有所提升，产品结构有所优化，公司整体盈利能力得到增强。

3. 跟踪期内，公司资产及净资产规模有所增长，债务负担仍较轻，经营活动现金流保持净流入。

## 关注

1. 医药行业政策变化较大，使公司仍面临行业政策变化的风险。

2. 跟踪期内，公司应收账款和存货规模较大，对其运营资金占用明显；短期偿债压力较大，债务结构有待调整。

3. 跟踪期内，公司期间费用对利润侵蚀显著，投资收益对营业利润贡献较大。

## 分析师

孙长征

电话：010-85172818

邮箱：suncz@unitedratings.com.cn

罗 峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn



## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



张岩 罗峰

联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

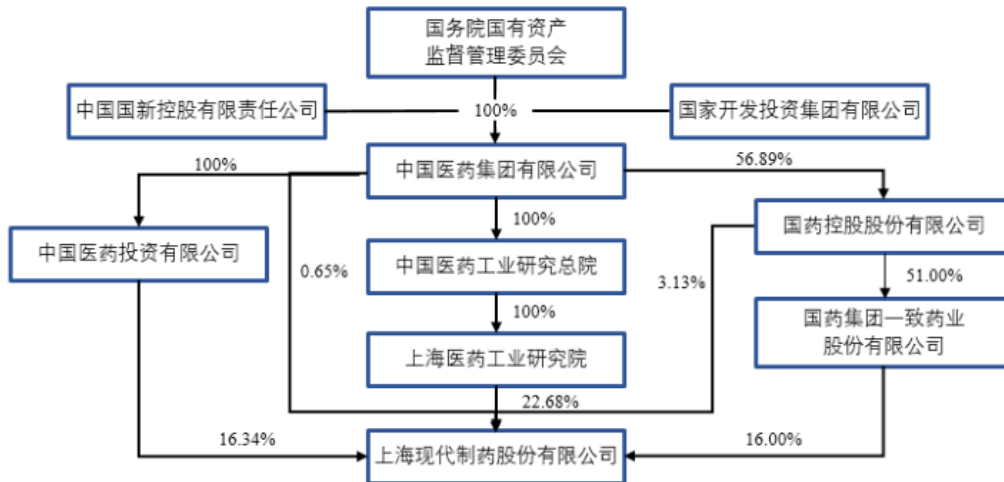
上海现代制药股份有限公司（以下简称“现代制药”或“公司”）的前身为上海现代制药有限公司，成立于1996年。2000年12月，经财政部和前国家经济贸易委员会批准，由上海医药工业研究院、上海现代药物制剂工程研究中心有限公司、上海广慈医学高科技公司、上海高东经济发展有限公司和上海华实医药研究开发中心作为发起人，上海现代制药有限公司整体变更为股份有限公司，注册资本5,419.19万元。

2004年5月16日，经中国证券监督管理委员会核准，公司向社会公开发行人民币普通股3,300万股，每股面值1.00元，公司注册资本增加至人民币8,719.19万元；2004年6月公司股票在上海证券交易所上市，股票简称为“现代制药”，股票代码为“600420.SH”。

2016年，公司完成重大资产重组，合并范围内新增10家子公司。2017年3月，公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项完成股份登记手续，公司注册资本由2.87亿元增加至5.56亿元。经2016年度股东大会决议，公司以2017年3月21日总股本555,229,464股为基数向全体股东每10股转增10股，公司股份总额为1,110,458,928股。2017年11月，公司回购中国医药投资有限公司持有的公司691,496股股份并注销，公司股本总额由1,110,458,928股减少为1,109,767,432股，2018年7月，公司回购并注销股份53,540,562股。

截至2019年3月底，公司总股本为1,056,226,870股，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，第一大股东为上海医药工业研究院，持股比例为22.68%。截止2019年3月底，持股比例5%以上股东的公司股份未被质押。

图1 截至2019年3月底公司股权结构情况



资料来源：公司提供

2018年，公司经营范围和组织结构未发生变动。截至2018年底，公司纳入合并范围一级子公司16家，在职员工共12,374人。

截至2018年底，公司合并资产总额164.64亿元，负债合计80.21亿元，所有者权益（含少数股东权益）84.43亿元，其中归属于母公司所有者权益68.06亿元。2018年，公司实现营业收入113.21

亿元，净利润（含少数股东损益）10.70 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 7.06 亿元；经营活动现金流量净额为 16.69 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.75 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 165.71 亿元，负债合计 79.88 亿元，所有者权益（含少数股东权益）85.83 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 69.91 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 31.75 亿元，净利润 2.61 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.85 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.88 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.36 亿元。

公司注册地址：上海市浦东新区建陆路 378 号；法定代表人：周斌。

## 二、债券概况及募集资金使用情况

经中国证券业监督管理委员会许可（2019）227 号文核准，公司获准发行不超过 16.16 亿元（含 16.16 亿元）可转换公司债券（以下简称“本次债券”）。公司已于 2019 年 4 月 1 日成功发行本次债券，发行规模为 16.16 亿元，期限为 6 年，转股期限自结束之日满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止，初始转股价格为 10.09 元/股，票面利率第一年 0.20%，第二年为 0.50%，第三年为 1.0%，第四年为 1.50%，第五年为 1.80%，第六年为 2.00%。2019 年 4 月 30 日，本次债券在上海证券交易所挂牌上市。

截至 2019 年 3 月底，本次债券募集资金尚未使用，本次债券尚未到付息期。

## 三、行业分析

### 1. 行业概况

医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长。2015-2017 年，医药制造行业收入和利润规模保持持续增长。国家统计局发布的数据显示，2018 年，中国医药行业收入增长依然稳定但利润增速有所放缓，全国规模以上医药制造业企业实现营业收入 24,264.7 亿元，同比增长 12.4%；其中主营业务收入 23,986.3 亿元，同比增长 12.6%；实现利润总额 3,094.2 亿元，同比增长 9.5%。

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段，医保控费对行业增长的边际冲击已有所减缓，在需求端的刺激下，2016 年起行业开始企稳回升；但从各子行业增速波动情况来看，行业开始表现出由总量增长向结构性增长转变，行业分化趋势愈加明显。

### 2. 行业政策

医改是影响整个医药行业的关键因素。2018 年以来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。医疗改革涉及公立医院改革、鼓励社会办医等多项内容；药品改革涉及药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容。

表 1 2018 年以来医药行业重要政策梳理

时间	政策	主要内容	影响
2018 年 3 月	国务院《深化党和国家机构改革方案》	与医药相关的“三医”职责权属全部进行调整：（1）组建国家卫生健康委员会作为国务院组成部门；（2）组建国家医疗保障局作为国务院直属机构，主要职责是拟订医疗保险、生育保险、医疗救助等医疗保障制度的政策、规划、标准并组织实施，监督管理相关医疗保障基金，完善国家异地就医管理和费用结算平台，组织制定和调整药品、医疗服务价格和收费标准，制定药品和医用耗材的招标采购政策并监督实施，监督管理纳入医保范围内的医疗机构相关服务行为和医疗费用等；（3）组建国家市场监督管理总局作为国务院直属机构，并基于药品监管的特殊性，组建国家药品监督管理局，由国家市场监督管理总局管理	国家医疗保障局将通过定价权和招标采购政策充分发挥医保限价、控费职能，药品价格下降趋势仍将延续
2018 年 4 月	国务院《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	对促进仿制药研发，提升仿制药质量疗效和完善支持政策 3 个方面提出了 15 项具体指导要求	明确了一致性评价政策的后续鼓励措施方向，对推进一致性评价工作具有重要意义，医药企业间竞争力分化将愈加明显
2018 年 4 月	国家药品监督管理局《关于进口化学药品通过检验有关实现的公告》	进口化学原料药及制剂（不含首次在中国销售的化学药品）在进口时不再逐批强制检验；口岸所在地药品监督管理部门在办理进口化学药品备案时不再出具《进口药品口岸检验通知书》，口岸药品检验所不再对进口化学药品进行口岸检验	加快药品进口的进程，减轻广大患者特别是癌症患者药费负担并有更多用药选择
2018 年 5 月	国家药品监督管理局《关于发布可豁免或简化人体生物等效性（BE）试验品种的公告》	确定2018年底前需完成一致性评价品种目录中可豁免或简化人体生物等效性（BE）试验的48个品种，其中可豁免人体BE品种15个，可申请豁免人体BE品种17个，可简化人体BE品种（包括可豁免空腹BE和可豁免餐后BE）13个，进行人体PK比较研究评价安全性品种3个	BE试验作为一致性评价的核心，时间和资金成本较高，随着2018年底大限临近，此次豁免和简化BE的48个品种可为医药生产企业节约大量时间和费用，有利于推进一致性评价进程
2018 年 5 月	国家药品监督管理局、国家卫生健康委员会《关于优化药品注册审批有关事宜的公告》	对防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病以及罕见病药品，进一步落实药品优先审评审批工作机制；境外已上市的防治严重危及生命且尚无有效治疗手段疾病及罕见病药品可以提交境外取得的临床试验数据直接申报药品上市注册申请；基于产品安全性风险控制需要开展药品检验工作并取消进口药品再注册核档程序	体现国家层面对重大疾病和罕见病的重视，有利于提高创新药上市审批效率，科学简化审批程序
2018 年 10 月	国家卫健委《国家基本药物目录（2018年版）》	目录品种有原来的520种增加到685中，包括417种化学药/生物药、268种中成药，新增品种主要包括抗肿瘤药12种、临床急需儿童药22种等	优化用药结构，保障常见病、慢性病、重大疾病的基本用药需求，提升基层用药水平
2018 年 11 月	中央全面深化改革委员会第五次会议《国家组织药品集中采购试点方案》	选取了31中通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4直辖市+7重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标	仿制药价格大幅下降，缓解医保压力，行业集中度进一步提升
2018 年 12 月	国家卫健委《关于做好辅助用药临床应用管理有关工作的通知》	将制订辅助用药目录，明确医疗机构辅助用药范围，对辅助用药管理目录中的全部药品进行重点监控	有利于控制辅助用药滥用现象，提高合理用药水平

资料来源：公开资料

总体看，医药制造行业政策主要体现在生产端的去产能和消费端的调结构两大方向；在有关政策的影响下，品种储备、资金实力、研发能力将对药企的发展产生重要影响。

### 3. 行业关注

#### （1）行业集中度低，兼并重组步伐加快，需要关注商誉减值风险

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低，市场较为分散。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右（不包含医药综合类企业），与全球医药巨头 400~500 亿美元的业绩相比差距甚远。此外，中国医药生产企业数量众多，品种雷同现象普遍，部分产品产能过剩。医药制造行业也面临“去产能”和“调结构”，随着环保监管趋严、一致性评价等政策调控，行业内资源不断向优势企业集中。为实现规模化生产、获得优势品种、拓宽销售网络，整合并购将成为提高行业集中度的重要手段，预计未来行业集中度将不断提高。与此



同时，企业在兼并重组过程中存在一定整合风险和商誉减值风险，一旦整合不达预期，较易发生计提商誉减值情形。2018年，多家医药行业上市公司发生商誉减值，对企业利润水平造成负面影响。

#### （2）研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿制药，新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。中国制药行业企业机制尚未形成，研发投入不足，严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

#### （3）一致性评价进程加快，配套政策逐步完善，随着带量采购落地，将加速企业间分化

自2016年一致性评价工作启动以来，国家陆续出台多项配套细则，保障一致性评价工作持续推进。2018年2月至7月，国家药监局陆续公布了第二批至第五批通过一致性评价的品种，每批的品种品规不断增长，评审和通过速度明显提升。《中国上市药品目录集》数据库显示，截至2019年5月18日，共有192个品种完成一致性评价。口服固体制剂的一致性评价尚未完成，CDE于2017年12月发布了《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）。相对于口服固体制剂而言，注射剂的覆盖范围更广，终端金额更大，涉及企业更多。《征求意见稿》虽未对开展范围、时间节点等作出详细说明，但可以预见，注射剂的一致性评价已经被提上日程。在配套政策支持方面，通过一致性评价的品种，药品监管部门允许其在说明书和标签上予以标注，并将其纳入《中国上市药品目录集》；对同品种药品通过一致性评价的药品生产企业达到3家以上的，在药品集中采购等方面，原则上不再选用未通过一致性评价的品种。此外，《国家基本药物目录（2018年版）》已建立动态调整机制，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调出目录。2018年11月，中央全面深化改革委员会第五次会议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，选取了31种通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4直辖市+7重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标。带量采购的目的是通过确定采购规模，降低交易成本，从而实现药品价格的降低，并有利于实现仿制药替代。2018年12月7日，招标工作完成，31个试点通用名药品有25个集中采购拟中选。其中，通过一致性评价的仿制药22个，原研药3个，仿制药替代效应显现；与试点城市2017年同种药品最低采购价相比，拟中选价平均降幅52%，最高降幅96%，降价效果明显。

总体看，仿制药一致性评价未来仍将成为医药制造企业工作的重点；同时，随着“带量采购”等配套政策的逐步落实，企业间市场份额、盈利能力和整体竞争力的分化将愈加明显。

#### 4. 未来发展

未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求。同时，随着各项医改政策在生产端去产能和消费端调结构的各项医改政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，企业间分化将继续加大，具备规模优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升，行业将进入转型升级的新阶段。从中长期看，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。



#### 四、管理分析

2018年，公司各项管理体制未发生变化。

2018年，公司董事长周斌因工作原因不再兼任公司总裁，董事会聘任杨军成为公司新任总裁；公司董事会成员、监事会成员有所变动，具体情况如下表所示：

表2 2018年~2019年1季度公司董事、监事、高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	变动情形	变动原因
周斌	总裁	离任	工作原因
杨军	总裁	聘任	董事会聘任
杨军	董事	聘任	股东大会选举
杨逢奇	监事	离任	工作原因
贾志丹	监事	选举	股东大会选举
杨文明	监事	离任	工作原因
许定波	独立董事	离任	任期届满
邵蓉	独立董事	离任	任期届满
刘存周	董事	离任	工作原因
章建辉	董事	离任	工作原因
余向东	监事	选举	职工代表大会选举
董增贺	董事	选举	股东大会选举
李晓娟	董事	选举	股东大会选举
魏宝康	董事	选举	股东大会选举
郑先弘	独立董事	选举	股东大会选举
田侃	独立董事	选举	股东大会选举

资料来源：公司年报

总体看，2018年，公司董事会、监事会成员和高级管理人员发生较大变化，但作为国务院国资委实际控制下的国有企业，公司法人治理、内部控制体系未发生变化，管理运作正常。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

2018年，公司实现营业收入113.21亿元，同比增长32.91%，实现净利润10.70亿元，同比增长30.71%。

从各板块收入来看，2018年，受行业政策及加大营销的影响，制剂产品收入和原料药产品收入均有较大增长，其中原料药产品收入41.75亿元，同比增长34.92%，占比37.21%，变动不大；制剂产品70.04亿元，同比增长36.29%，占比62.42%，变动不大。

表3 2016~2018年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
原料药	41.29	47.71	25.25	30.95	37.44	24.62	41.75	37.21	23.01
制剂	45.01	52.00	47.94	51.40	62.18	54.30	70.04	62.42	65.12
大健康	0.25	0.29	23.86	0.31	0.38	29.23	0.41	0.37	28.58
合计	86.55	100.00	37.05	82.66	100.00	43.09	112.20	100.00	49.32

资料来源：公司年报

从毛利率来看,2018年,原料药的毛利率为23.01%,与上年基本持平;制剂的毛利率为65.12%,较上年上升10.54个百分点,主要系公司对产品结构进行调整,压缩低毛利产品所致。受上述因素影响,2018年,公司主营业务毛利率为49.32%,较上年提高了6.23个百分点。

2019年1~3月,公司实现营业收入31.75亿元,同比增长2.10%;实现净利润2.61亿元,较上年同比增长1.08%,公司2019年一季度业务情况稳定。

总体看,2018年,公司营业收入大幅增长;受压缩低毛利制剂业务影响,毛利率水平有所提高,整体经营状况良好。

## 2. 采购情况

公司依据以产定采的方式,在采购工作中执行预算管理与计划管理,各生产主体的采购部门需根据每月生产计划及保证合理库存的要求,确定采购项目及数量,制定月采购计划。

公司产品生产所需的原材料主要包括原料、辅料和包装物。2018年,公司产品成本构成较上年变动不大,原料药的采购金额占总成本分别为49.73%;制剂的采购金额占总成本的34.28%;合计占总成本的84.04%。

表4 2016~2018年公司采购分种类占比情况(单位:亿元、%)

类别		2016年		2017年		2018年	
		采购额	占总成本比例	采购额	占总成本比例	采购额	占总成本比例
原料药	原辅包材	28.16	48.33	25.96	53.78	28.36	49.73
制剂	原辅包材	17.62	30.23	17.67	36.61	19.55	34.28
合计		<b>45.78</b>	<b>78.56</b>	<b>43.63</b>	<b>90.39</b>	<b>47.91</b>	<b>84.04</b>

资料来源:公司年报

在结算方面,公司与供应商主要采用现金和银行承兑汇票的方式结算,供应商一般给予公司90~180天的信用周期。

在供应商集中度方面,2018年,公司对前五名供应商的采购额为11.03亿元,占年度采购总额的22.67%,较上年上升了10.28个百分点,公司采购集中度仍不高。

总体看,2018年,公司采购种类未发生变化,采购额变化不大,采购集中度有所提高,但仍属较低。

## 3. 生产情况

从公司主要产品的产能来看,2018年,头孢克洛缓释胶囊的产能从1,650万盒减少到1,300万盒;注射用甲泼尼龙琥珀酸钠的产能从4,000万盒提升到5,333万盒;注射用甘露聚糖肽的产能从600万盒减少到335万盒;头孢克肟产能从10,512万盒减少到8,800万盒;尿源生化制品产能从80,000MIU减少到31,800MIU,其他主要产品产能未变化。从产量来看,2018年,公司主要产品产量根据市场需求变化而均有所变化。从产能利用率的情况来看,2018年,硝苯地平控释片、头孢克洛缓释胶囊、注射用甘露聚糖肽、头孢呋辛系列、头孢克肟和阿奇霉素的产能利用率均较上年有所提升;马来酸依那普利片、注射用甲泼尼龙琥珀酸钠、醋酸奥曲肽注射液、克拉维酸系列和阿莫西林产能利用率有所下降。

表 5 2016~2018 年公司主要产品的生产情况

产品类型		2016 年	2017 年	2018 年
硝苯地平控释片	产能 (万盒)	3,500	3,500	3,500
	产量 (万盒)	2,869	3,432	4,022
	产能利用率 (%)	81.97	98.06	114.91
马来酸依那普利片	产能 (万盒)	4,375	4,375	4,375
	产量 (万盒)	3,537	3,689	3,166
	产能利用率 (%)	80.85	84.32	72.37
头孢克洛缓释胶囊	产能 (万盒)	1,650	1,650	1,300
	产量 (万盒)	1,006	559	773
	产能利用率 (%)	60.97	33.88	59.46
注射用甲泼尼龙琥珀酸钠	产能 (万盒)	4,000	4,000	5,333
	产量 (万盒)	3,585	4,209	4,125
	产能利用率 (%)	89.63	105.23	77.35
注射用甘露聚糖肽	产能 (万盒)	600	600	335
	产量 (万盒)	301	257	205
	产能利用率 (%)	50.18	42.84	61.19
醋酸奥曲肽注射液	产能 (万盒)	600	600	600
	产量 (万盒)	201	167	155
	产能利用率 (%)	33.58	27.85	25.83
头孢呋辛系列	产能 (万盒)	8,875	8,570	8,875
	产量 (万盒)	4,937	5,263	6,680
	产能利用率 (%)	57.61	61.41	75.27
头孢克肟	产能 (万盒)	11,274	10,512	8,800
	产量 (万盒)	5,706	3,803	4,146
	产能利用率 (%)	54.28	33.73	47.11
尿源生化制品	产能 (MIU)	80,000	80,000	31,800
	产量 (MIU)	50,390	13,963	10,328
	产能利用率 (%)	62.99	17.45	32.48
阿奇霉素	产能 (吨)	400	400	400
	产量 (吨)	183	282	388
	产能利用率 (%)	45.83	70.64	97.00
克拉维酸系列	产能 (吨)	600	600	600
	产量 (吨)	704	602	1,087
	产能利用率 (%)	117.36	100.36	181.17
阿莫西林	产能 (吨)	10,000	10,000	10,000
	产量 (吨)	5,716	5,796	4,944
	产能利用率 (%)	57.17	57.97	49.44

资料来源：公司年报

总体看，2018 年，公司产品线丰富、产能充足；主要产品的产能、产量根据市场需求有所调整。

#### 4. 销售情况

从公司主要产品的销量来看，2018 年，受环保监管趋严，国内部分产能退出等因素综合影响，公司抗生素类原料药及中间体产品销量有所反弹，心脑血管类产品销量有所增长，硝苯地平控释片销量同比增长 24.66%，尿源生化制品销量同比增长 44.87%，克拉维酸系列同比增长 75.20%。其余



主要产品销量变动不大。从公司主要产品的产销率来看，2018年，公司主要产品的产销率依然维持在较高水平。

表6 2016~2018年公司主要产品销量情况（单位：%）

项目	2016年			2017年			2018年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
硝苯地平控释片 (万盒)	2,869	2,809	97.91	3,432	3,389	98.75	4,022	4,224	105.02
马来酸依那普利片 (万盒)	3,537	3,398	96.07	3,689	3,465	93.93	3,166	3,613	114.12
头孢克洛缓释胶囊 (万盒)	1,006	837	83.20	559	721	128.98	773	811	104.92
注射用甲泼尼龙琥珀酸钠 (万盒)	3,585	3,499	97.60	4,209	4,001	95.06	4,125	4,354	105.55
注射用甘露聚糖肽 (万盒)	301	319	105.92	257	262	101.80	205	200	97.56
醋酸奥曲肽注射液 (万盒)	201	194	96.42	167	166	99.37	155	151	97.42
头孢呋辛系列 (万盒)	4,937	5,114	103.59	5,263	5,448	103.52	6,680	5,809	86.96
头孢克肟(万盒)	5,706	5,848	102.49	3,803	4,168	109.60	4,146	3,887	93.75
尿源生化制品 (MIU)	50,390	20,962	41.60	13,963	25,348	181.54	10,328	36,721	355.55
阿奇霉素(吨)	145.61	134	92.18	283	278	98.52	388	306	78.87
克拉维酸系列(吨)	704	657	93.32	602	593	98.47	1,087	1,039	95.58
阿莫西林(吨)	5,717	5,192	90.82	5,797	5,453	94.08	4,944	5,065	102.45

资料来源：公司年报

从结算方式来看，2018年，公司销售结算方式较上年未发生变化。

从销售集中度来看，2018年，公司对前五名客户销售额为20.34亿元，占年度销售总额18.23%，比上年提高了6.18个百分点；其中对关联方销售金额10.89亿元，占年度销售额的9.76%。公司客户集中度较低。

总体看，2018年，主要产品销售情况良好，产销率仍然维持较高水平，客户集中度低。

#### 5. 在建及拟建项目

公司目前重要的在建项目共四个，预计总投资额为21.74亿元，其中重要在建项目坪山基地建设项目已完成投资5.68亿元，项目建设仍需资金1.31亿元，项目资金来源于自有资金；其余三个重要拟建项目均为可转债的募投项目，项目建设资金总需求为14.74亿元。

表7 截至2018年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	预计总投资	2018年底 累计投资	未来所需投资	资金来源
坪山基地建造项目	69,909.36	56,762.15	13,147.21	自有资金
新型制剂产业战略升级项目	107,099.05	903.85	106,195.20	可转债
威奇达资源综合利用项目	11,323.76	36.21	11,287.55	可转债
威奇达中抗青霉素绿色产业链升级项目	29,115.12	4,034.42	25,080.70	可转债
<b>总计</b>	<b>217,447.29</b>	<b>61,736.63</b>	<b>155,710.66</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供

总体看，公司未来项目资金需求主要来源于可转债，募集资金已基本到位，资金支出压力不大，且项目建成后将有助于公司产业升级。

## 6. 经营关注

### (1) 医药政策风险

近年来，随着医药体制改革不断深入，国家对医药行业的监管力度不断加大。药品审批、质量监管、药品招标、“两票制”全国推行、公立医院改革、医保控费、带量采购等系列政策措施的实施，为整个医药行业的未来发展带来重大影响，使公司面临行业政策变化的风险。

### (2) 原材料涨价风险

随着各地环保部门监管力度的增强，部分原料药供应紧张，价格大幅上涨。对于制剂生产企业而言，由于药品价格受招标限价控制，无法将上游原料涨价的压力向下游传递，公司面临盈利空间受到挤压的风险，更严重的是可能面临由于原料药断供导致的无法正常生产风险。

### (3) 环保风险

近年来，环保政策趋严，2018年1月1日，《环境保护税法》正式实施，将环保费改为环保税。以上法规的实施，均体现了国家加强环境保护、建设美丽中国的决心。因此，制药企业面临环保压力加大、环保工作难度提升和环保费用支出增加等风险。

## 7. 未来发展

公司未来经营发展计划如下：

研发方面，围绕着化学制药工业为主体，生物制药和大健康业务为两翼的三大业务格局，聚焦抗感染、心脑血管、抗肿瘤、麻精药物、代谢及内分泌五大领域，继续推进在产品种的仿制药一致性评价工作；跟进注射剂开展一致性评价后续政策，提前布局注射剂产品的一致性评价。

管理方面，进一步加强内部的协同与融合，推进营销领域的整合协同，持续强化一体化运营管控。通过推进子企业间产业链的协同、进行企业间产能的协同配置、实施相同或类似生产工艺、技术的优化共享，实现资源有效利用，降低运营成本。落实大品种战略，全面提升大品种的市场规模和产品竞争力。

生产方面，持续健全安全生产责任体系，根据MAH<sup>1</sup>制度的全面落实和GMP、GSP认证取消后的监管形势变化，完善质量及安全管理制度，加强对子公司的监督检查。

人才培养方面，公司围绕主营业务重点发展领域和新兴业务领域，培养复合型经营管理人才、科技人才，构建公司的人才资源管控体系。同时，公司进一步完善薪酬激励措施，推行人工成本管控，完善激励机制和约束机制，并且营造和优化有利于人才发展的制度环境、文化环境和工作环境。

总体看，公司对未来产业布局 and 经营方向有着明确的规划，且切实可行，经营发展成果可期。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的2018年度财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；公司2019年一季度财务报表未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部颁

<sup>1</sup> 药品上市许可持有人制度，指拥有药品技术的药品研发机构、科研人员、药品生产企业等主体，通过提出药品上市许可申请并获得药品上市许可批件，并对药品质量在其整个生命周期内承担主要责任的制度。

布的《企业会计准则》及相关规定编制。会计政策变更上，财政部于 2018 年 6 月 15 日发布了《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），对一般企业财务报表格式进行了修订。公司按照规定，对财务报表格式进行了相应修订。

截至 2018 年底，公司合并范围内一级子公司共 16 家，较上年减少一家，合并范围变动小，对财务数据可比性影响小，财务数据可比性较高。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 164.64 亿元，负债合计 80.21 亿元，所有者权益（含少数股东权益）84.43 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 68.06 亿元。2018 年，公司实现营业收入 113.21 亿元，净利润（含少数股东损益）10.70 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 7.06 亿元；经营活动现金流量净额为 16.69 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.75 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 165.71 亿元，负债合计 79.88 亿元，所有者权益（含少数股东权益）85.83 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 69.91 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 31.75 亿元，净利润 2.61 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.85 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.88 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.36 亿元。

## 2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 164.64 亿元，较年初增长 8.52%；其中，流动资产占比 51.45%，非流动资产占比 48.55%，较年初变动不大。

### （1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 84.70 亿元，较年初增长 22.40%，主要系货币资金增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占比 45.19%）、应收票据（占比 7.23%）、应收账款（占比 13.20%）和存货（占比 27.33%）所构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 38.27 亿元，较年初增长 57.13%，主要系投资规模和偿债规模缩减所致；公司货币资金主要包括银行存款（占比 87.65%）和其他货币资金（占比 12.35%）。其他货币资金均为受限货币资金，为应付票据保证金。

截至 2018 年底，公司应收票据 6.12 亿元，较年初减少 30.56%，主要系公司将部分银行承兑汇票贴现所致；公司应收票据主要为银行承兑汇票（占比 99.98%）。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值为 11.18 亿元，较年初增长 0.29%；公司的应收账款余额为 11.69 亿元，其中 86.37%按账龄分析法计提坏账准备，累计计提坏账准备 0.48 亿元，计提比例 4.71%；从账龄来看，公司应收账款以 1 年以内应收账款为主，占比 98.46%，账龄较短；从集中度来看，按欠款方归集的前五名的应收账款合计占应收账款期末余额的 19.81%，集中度一般。

截至 2018 年底，公司存货账面价值为 23.15 亿元，较年初增长 20.67%，系公司部分品种增加备货量所致；公司存货主要由原材料（占比 30.55%）、在产品（占比 16.45%）和库存商品（占比 45.21%）构成；公司针对库存商品计提存货跌价准备累计 0.49 亿元。

### （2）非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产为 79.94 亿元，较年初减少 3.11%；公司非流动资产以固定资产（占比 73.14%）和无形资产（占比 7.11%）为主。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值合计 58.46 亿元，较年初减少 10.78%，主要系计提折旧所致；公司固定资产以房屋及建筑物（占比 46.28%）、专用设备（占比 42.67%）和其他设备（占比 9.36%）为主。截至 2018 年底，固定资产累计计提折旧 40.88 亿元，固定资产成新率为 58.99%，成新率一般。



截至 2018 年底，公司无形资产 5.68 亿元，较年初减少 12.75%，主要系摊销所致；公司无形资产主要包括土地使用权（占比 85.44%）和非专利技术（占比 11.18%）；无形资产已累计计提摊销 4.38 亿元。

受限资产方面，截至 2018 年底，公司受限资产包括货币资金、应收票据、固定资产、无形资产以及长期股权投资，账面价值合计 12.59 亿元，占总资产的比例 7.64%，受限资产规模较小，公司所有权或使用权受到限制的资产如下表所示：

表8 截至2018年底公司所有权或使用权受限的资产情况（单位：亿元、%）

项目	账面价值	占总资产比例	所有权或使用权受限的原因
货币资金	4.73	2.87	应付票据保证金
应收票据	0.23	0.14	票据质押
固定资产	2.26	1.37	融资租赁抵押
无形资产	0.27	0.16	为最高额抵押合同的抵押物
长期股权投资	5.10	3.10	国药集团容生制药有限公司股权质押借款
合计	12.59	7.64	--

资料来源：公司年报

截至2019年3月底，公司资产合计165.71亿元，较年初增长0.65%；其中流动资产占比51.96%，非流动资产占比48.04%，整体资产构成较年初变化不大。

总体看，2018 年底，公司资产规模稳步提升，资产结构均衡，资产受限规模较小，资产质量较好。

### 3. 负债及所有者权益

#### （1）负债

截至 2018 年底，公司负债合计 80.21 亿元，较年初增长 6.62%，其中流动负债与非流动负债占比分别为 81.90%和 18.10%，以流动负债为主。

#### 流动负债

截至 2018 年底，公司流动负债合计 65.68 亿元，较年初增长 21.85%，主要系应付票据大幅增长所致；公司流动负债以短期借款（占比 24.37%）、应付票据（占比 17.63%）、应付账款（占比 13.33%）、其他应付款（占比 18.91%）以及一年内到期的非流动负债（占比 15.19%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款为 16.01 亿元，较年初增长 10.51%；公司短期借款由保证借款（占比 60.30%）和信用借款（占比 39.97%）构成。

截至 2018 年底，公司应付票据 11.58 亿元，较年初增长 201.83%，主要系公司增加票据使用所致；公司应付票据主要为银行承兑汇票（占比 99.99%）。

截至 2018 年底，公司应付账款 8.76 亿元，较年初下降 6.12%。

截至 2018 年底，公司其他应付款 12.42 亿元，较年初增长 9.52%，主要系制剂产品收入增长导致应付未付销售服务费相应增加所致。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 9.98 亿元，较年初增长 8.01%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

#### 非流动负债

截至 2018 年底，公司非流动负债 14.52 亿元，较年初下降 31.90%，主要系长期借款减少所致；非流动负债主要包括长期借款（占比 77.89%）、长期应付款（占比 8.19%）和递延收益（占比 11.81%）。

截至 2018 年底，公司长期借款 11.31 亿元，较上年下降 34.50%，主要系长期借款到期偿还所致；公司长期借款 2020 年到期金额 9.59 亿元，2021 年到期金额 2.90 亿元，债务主要集中在 2020 年，但考虑到公司货币性资产规模较大，对外投资规模尚可，集中偿还压力较小。

截至 2018 年底，公司长期应付款为 1.19 亿元，较年初下降 36.62%，主要系融资租赁款减少所致。

截至 2018 年底，公司递延收益 1.71 亿元，较年初下降 3.63%。

债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务合计 50.86 亿元，较年初增长 8.87%；债务结构方面，公司短期债务占比 75.18%，长期债务占比 24.82%，以短期债务为主。债务比率方面，截至 2018 年底，公司资产负债率为 48.72%，全部债务资本化比率为 37.59%，较年初变动不大；长期债务资本化比率为 13.01%，较年初下降 7.03 个百分点，主要系偿还长期借款所致。整体看，整体债务负担较轻，以短期债务为主，债务结构有待调整。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 79.88 亿元，较年初下降 0.40%；其中流动负债 67.12 亿元（占比 84.02%），较年初增长 2.18%；非流动负债 12.76 亿元（占比 15.98%），较年初减少 12.09%。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 49.47 亿元；其中短期债务 38.61 亿元（占比 78.04%），长期债务 10.86 亿元（占比 21.96%），公司仍以短期债务为主；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率分别为 48.21%、36.56% 和 11.23%，较年初变动不大。

总体看，2018 年底，公司负债规模有所增加，以流动负债为主；公司债务负担仍较轻，但以短期债务为主，债务结构有待调整。

#### （2）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 84.43 亿元，较年初增长 10.40%，主要系未分配利润增长所致；归属于母公司的所有者权益为 68.06 亿元（占比 80.61%），较年初增长 10.25%；归属于母公司的所有者权益主要由实收资本（占比 15.52%）、资本公积（占比 37.39%）和未分配利润（占比 44.27%）构成，所有者权益稳定性尚可。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 85.83 亿元，权益结构较年初变动较小。

总体看，2018 年底，公司所有者权益增长，以实收资本、资本公积为主，权益稳定性尚可。

#### 4. 盈利能力

2018 年，公司营业收入 113.21 亿元，同比增长 32.91%，主要系受行业政策和营销模式优化所致；营业成本为 57.99 亿元，同比增长 20.14%，营业成本增长幅度明显低于收入增长幅度，主要系公司一方面进行工艺技改，节能降耗，另一方面调整产品结构，压缩低毛利产品所致；营业利润 12.60 亿元，同比增长 33.12%；净利润为 10.70 亿元，同比增长 30.71%。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用（含研发费用）44.98 亿元，同比增长 64.54%，主要系销售费用增长所致；销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 72.09%、15.99%、8.31% 和 3.62%。2018 年，公司销售费用为 32.43 亿元，同比增长 117.65%，主要系制剂收入增长带动销售费用增长所致；公司管理费用为 7.19 亿元，同比增长 10.03%，主要业务规模扩大所致；公司研发费用 3.74 亿元，同比增长 17.07%，主要系增加药品的一致性评价投入所致；公司财务费用为 1.63 亿元，同比下降 40.01%，主要系汇兑收益增加所致。2018 年，公司费用收入比 39.73%，较上年上升 7.63 个百分点，受销售费用的大幅增长，公司费用收入比有所提高，期间费用对利润的侵蚀显著。

2018 年，公司投资收益为 4.39 亿元，较上年增加 4.20 亿元，主要系子公司青海制药（集团）有限责任公司转让其联营企业所致。投资收益对营业利润贡献较大。

从盈利指标来看，2018年，公司营业利润率47.41%，较上年上升5.69个百分点；总资本收益率9.95%，较上年上升1.39个百分点；总资产报酬率为9.54%，较上年上升1.54个百分点；净资产收益率为13.30%，较上年上升2.08个百分点。

2019年1~3月，公司实现营业收入31.75亿元，同比增长2.10%；实现净利润2.61亿元，同比增长1.08%。

总体看，2018年，公司营业收入大幅增长，受销售费用增长影响，费用控制能力有所下降，但整体盈利能力仍有所提高。

#### 5. 现金流

经营活动方面，2018年，公司经营活动现金流入101.48亿元，同比增长16.91%；公司经营活动现金流出84.79亿元，同比增长33.21%。综上情况，2018年，公司经营活动净现金流16.69亿元，同比下降27.88%。从收入实现质量来看，2018年，公司现金收入比86.05%，较上年下降4.98个百分点，收入实现质量有所下滑。

从投资活动来看，2018年，公司投资活动现金流入5.13亿元，较上年增加4.68亿元，主要系出售联营企业股权收回投资款所致；公司投资活动现金流出4.62亿元，同比增长151.12%。综上情况，2018年，公司投资活动现金流量净额为0.51亿元。

从筹资活动来看，2018年，公司筹资活动现金流入22.96亿元，同比下降12.97%；公司筹资活动现金流出29.49亿元，同比下降26.54%。综上情况，2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-6.53亿元。

2019年1~3月，公司经营活动现金流净额-2.88亿元，投资活动现金流净额-0.05亿元，筹资活动现金流净额-1.41亿元。

总体看，2018年，公司经营活动现金流保持净流入，投资活动现金需求较小并转为净流入，筹资活动现金认为净流出状态，但净流出规模有所下降。

#### 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2018年，公司流动比率为1.29倍（年初为1.28倍）；速动比率为0.94倍（年初为0.93倍）；现金短期债务比为1.16倍（年初为1.20倍），均变动不大。整体看，公司短期偿债能力仍较强。

从长期偿债能力指标来看，2018年，公司EBITDA为22.48亿元，同比增长10.97%。从EBITDA的构成来看，主要由折旧（占比31.04%）、计入财务费用的利息支出（占比9.59%）和利润总额（占比57.56%）所构成。2018年，公司EBITDA利息保障倍数10.42倍，EBITDA全部债务比为0.44倍，均较上年有所提升，EBITDA对债务和对利息的保障能力强。整体看，公司长期偿债能力仍很强。

截至2018年底，公司无对外担保。

截至2018年底，公司无重大未决诉讼或仲裁事项。

截至2018年底，公司从各商业银行获得的银行授信总额为121.01亿元，其中已使用额度为43.86亿元，未用额度为68.15亿元，公司间接融资渠道畅通。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1031010702676990E），截至2019年4月30日，公司未结清/已结清信贷信息中不存在关注类和不良/违约类记录，公司过往债务履约情况良好。



总体看，考虑到公司作为国药集团旗下统一的化学药平台，公司整体偿债能力极强。

## 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，现金类资产 39.86 亿元，为“现代转债”债券本金（16.16 亿元）的 2.47 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产为 85.83 亿元，约为债券本金（16.16 亿元）的 5.31 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“现代转债”的偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 22.48 亿元，约为债券本金（16.16 亿元）的 1.39 倍，公司 EBITDA 对债券的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，2018 年，公司经营活动产生的现金流入 101.48 亿元，约为债券本金（16.16 亿元）的 6.28 倍，公司经营活动现金流入量对债券覆盖程度很高。

综合以上分析，公司对本次债券的偿还能力极强。

## 八、综合评价

跟踪期内，公司整体经营情况良好，原料药业务和制剂业务收入规模均大幅增长，且由于主动降低低毛利制剂产品产量，公司主营业务毛利率有所提升；此外，公司资产规模和净资产规模进一步增长，经营活动现金流保持净流入，盈利能力有所增强，整体债务负担仍较轻。同时，联合评级也关注到医药行业政策变化较大、存货和应收账款规模较大、期间费用对利润侵蚀显著以及短期偿债压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司内部整合力度的进一步加大、募投项目的投产、产品线的不断丰富以及与股东中国医药集团有限公司协同效应的强化，公司收入和盈利规模有望获得进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，联合评级维持公司 AAA 的主体长期信用评级，评级展望为“稳定”，同时维持“现代转债”的 AAA 债项信用等级。

## 附件 1 上海现代制药股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	150.15	151.71	164.64	165.71
所有者权益 (亿元)	69.38	76.48	84.43	85.83
短期债务 (亿元)	26.95	27.56	38.24	38.61
长期债务 (亿元)	30.95	19.16	12.62	10.86
全部债务 (亿元)	57.91	46.72	50.86	49.47
营业收入 (亿元)	91.26	85.18	113.21	31.75
净利润 (亿元)	8.54	8.19	10.70	2.61
EBITDA (亿元)	20.55	20.26	22.48	--
经营性净现金流 (亿元)	8.39	23.15	16.69	-2.88
应收账款周转次数 (次)	11.90	7.06	9.69	--
存货周转次数 (次)	4.40	2.52	2.68	--
总资产周转次数 (次)	0.97	0.56	0.72	0.19
现金收入比率 (%)	266.36	91.03	86.05	71.84
总资本收益率 (%)	14.54	8.56	9.95	--
总资产报酬率 (%)	14.11	8.00	9.54	--
净资产收益率 (%)	20.50	11.22	13.30	6.09
营业利润率 (%)	34.81	41.72	47.41	50.68
费用收入比 (%)	24.36	32.10	39.73	37.97
资产负债率 (%)	53.79	49.59	48.72	48.21
全部债务资本化比率 (%)	45.49	37.92	37.59	36.56
长期债务资本化比率 (%)	30.85	20.03	13.01	11.23
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.05	7.98	10.02	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.35	0.43	0.44	--
流动比率 (倍)	1.35	1.28	1.29	1.28
速动比率 (倍)	0.96	0.93	0.94	0.94
现金短期债务比 (倍)	1.05	1.20	1.16	1.03
经营现金流流动负债比率 (%)	17.80	42.94	25.41	-4.29
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.27	1.25	1.39	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、如未特别说明本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3、公司 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、公司长期应付款和其他应付款，已分别计入长期债务和短期债务。EBITDA 待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

## 附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转率	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本次公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据  
 长期债务=长期借款+应付债券  
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债  
 全部债务=长期债务+短期债务  
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销  
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

### 附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级