



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪928号

江西富祥药业股份有限公司：

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“江西富祥药业股份有限公司创业板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
二零一九年六月二十六日

江西富祥药业股份有限公司 创业板公开发行可转换公司债券跟踪评级报告（2019）

发行主体	江西富祥药业股份有限公司		
债券简称	富祥转债		
债券代码	123020		
发行年限	6年期		
起息日	2019/3/1		
转股起止日期	2019/9/9~2025/3/1		
发行规模	人民币4.2亿元		
上次评级时间	2018/10/24		
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

富祥股份	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	7.84	9.67	11.47	12.53
总资产（亿元）	13.98	17.89	21.96	25.27
总债务（亿元）	2.94	5.23	7.42	10.04
营业总收入（亿元）	7.64	9.58	11.63	2.95
营业毛利率（%）	42.75	38.20	37.25	35.38
EBITDA（亿元）	2.46	2.62	3.05	-
所有者权益收益率（%）	22.00	18.05	16.78	17.11
资产负债率（%）	43.92	45.98	47.79	50.41
总债务/EBITDA（X）	1.19	2.00	2.43	-
EBITDA 利息倍数（X）	26.78	17.11	12.69	-

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指标经年化处理。

基本观点

跟踪期内，江西富祥药业股份有限公司（以下简称“富祥股份”或“公司”）凭借在生产工艺及产业链方面较强的竞争优势，业务收入规模及利润水平进一步提升。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增长较快、期限结构有待优化以及原材料价格持续增长，初始获利空间逐年下降，面临一定的行业政策及环保监管压力以及汇率波动风险等因素或将对公司信用水平产生一定影响。

综上，中诚信证评维持富祥股份主体信用等级AA⁻，评级展望稳定；维持“江西富祥药业股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券”信用等级AA⁻。

正 面

- 在生产工艺及产业链方面保持较强的竞争优势。作为全球β-内酰胺酶抑制剂的主流供应商，公司具有较为成熟的生产工艺，此外公司通过不断的技术研发和工艺改进，建立健全了一系列产品生产的完整产业链布局，其在生产工艺及产业链方面具有较强优势。
- 收入规模及利润水平有所提升。近年来凭借不断完善的产业链布局、较好的产品质量以及较高的客户认可度，2018年公司主要产品需求旺盛，全年营业收入同比增长21.42%至11.63亿元，实现经营性业务利润2.43亿元，同比增长29.44%，利润水平进一步提升。

关 注

- 债务规模持续增长，债务期限结构有待优化。近年来公司有息债务规模持续上升。截至2019年一季度末，公司总债务上升至10.04亿元，其中短期债务占比为66.44%，公司债务以短期债务为主，债务期限结构有待改善。
- 原材料价格持续增长，初始获利空间逐年下降。近年来受市场需求及竞争格局影响，原料

分析师

蒋 胜 tjiang@ccxr.com.cn刘汝博 rjliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月26日

药及中间体生产原材料价格呈现持续增长态势，而公司产品价格具有一定粘性，调整幅度不及原材料波动幅度，致使主要产品毛利率持续下降。

- 行业政策及环保监管压力。近年我国连续出台限制抗菌药物使用的政策，公司抗生素中间体及原料药业务受到一定冲击；同时环保政策与环保监管压力持续对抗菌药物生产企业在三废排放方面提出更高要求，公司依然面临一定的环保监管压力。
- 面临一定汇率波动风险。2018 年公司出口销售收入占其当年营业收入的比重为 35.57%，境外业务收入占比较大；同期公司实现汇兑损益 -0.07 亿元，公司利润易受汇率波动影响。

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

江西富祥药业股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券（债券简称“富祥转债”、债券代码“123020”）起息日为2019年3月1日，实际发行规模4.20亿元，债券存续期限为6年。转股期限为2019年9月9日至2025年3月1日。截至本报告出具日，本次债券尚未开始转股。截至2019年3月末，江西富祥药业股份有限公司（以下简称“富祥股份”或“公司”）富祥转债所募集资金仍未使用。

基本分析

受益于下游需求稳步增长，2018年我国原料药生产企业收入及利润规模均有所提升。其中大宗原料药由于近年环保高压导致小产能退出以及原材料成本波动，2018年价格高位回落；特色原料药由于产品附加值较高且专利到期品种数量不断增多，市场规模逐步提升。

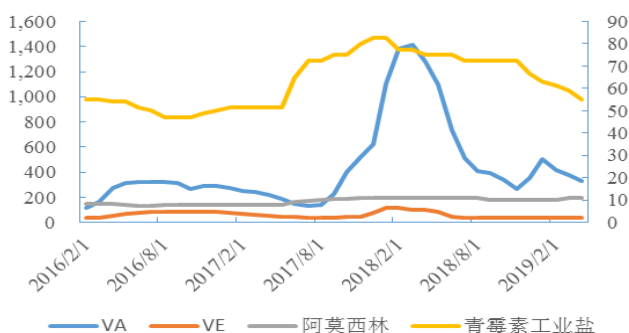
化学原料药是药剂的有效成分，经加工成为药物制剂后供临床使用。我国是世界原料药第二大生产国，可生产化学原料药近1,500种，其中青霉素工业盐、维生素C、维生素E等多个品种产量位居世界第一。除满足国内制剂生产企业需求外，我国原料药还大量出口到国外，其在化学药中的出口占比约在80%，占整体医药出口额的50%左右，比重较大，并且我国原料药出口市场仍然较为集中，亚洲、欧洲和北美洲占据我国出口原料药比重的近90%。受环保监管压力持续影响，2018年，原料药产量同比下降1.1%至282.3万吨。2018年，受益于下游需求稳步增长，以原料药生产为主的企业主营业务收入3,843.3亿元，同比增长10.4%；实现利润407.7亿元，同比增长15.4%。出口方面，2018年我国出口量继续保持增长态势，带动出口额同比增长3.2%至300.48亿美元。

从种类来看，化学原料药可分为大宗原料药和特色原料药。大宗原料药通常指市场需求稳定、应用普遍、规模较大的传统药品原料药，主要包括维生素类、抗生素类、氨基酸类以及激素类等品种，各厂商生产工艺及技术水平差别不大，产品同质化

严重，附加值较低。特色原料药包括处于专利保护期内药品的原料药以及专利保护期结束药品的原料药；相较于大宗原料药，特色原料药品种较多但品种规模较小，附加值相对较高。

大宗原料药方面，由于我国大宗原料药整体产能过剩，价格竞争激烈，大部分产品曾长期处于“量增价跌”的状态，而受益于近年来环保高压导致小产能逐步退出，同时原材料成本上涨，大宗原料药产品价格整体全面上涨。在巴斯夫德国柠檬醛工厂突然事故影响下，VE、VA价格先后于2017年12月和2018年2月达到历史峰值，分别为118.92元/千克和1,414.58元/千克。随着之后供给压力缓解，价格逐步回落，截至2019年3月末，VE和VA价格分别降至40.57元/千克和331.31元/千克。而上一轮限抗后，医院抗感染药物使用已趋于规范化，新的限抗政策对抗感染药物市场影响持续，但边际效应逐渐减少，截至2019年3月末，青霉素工业盐和阿莫西林价格分别为55元/BOU和192.5元/千克。

图1：近年来部分大宗原料药价格（元/千克、元/BOU）



资料来源：Choice数据库、Wind，中诚信证评整理

特色原料药方面，近年来受环保、生产成本等因素影响，产品附加值较高的特色原料药正加速向我国产业转移，随着专利到期的药品品种数量不断增多，特色原料药需求处于逐渐提升阶段。目前国内主流特色原料药以沙坦类和肝素类为主，沙坦类药物因其副作用小、耐受性好而成为全球市场规模最大的一类抗高血压药物，近年来随着人民生活水平的提高及工作压力的增大，高血压患病率越来越高，沙坦类药物销量提高带动相应原料药产量上涨，但受产能过剩影响，沙坦类原料药价格整体保持平稳下滑态势，2019年2月，厄贝沙坦和替米沙坦市场均价分别为650元/千克和1,250元/千克。而受2018年6月以来华海药业等主要缬沙坦原料药生产产

品检测出致癌物质造成供给缺口等影响, 缙沙坦价格持续上涨, 2019 年 2 月均价达 1,650 元/千克。肝素类药物是临床应用最广泛和最有效的抗凝血、抗血栓药物之一, 长期以来市场需求一直处于稳定增长趋势, 2016 年下半年起, 受益于猪小肠价格上涨推动粗品价格提高, 且肝素下游制剂需求稳定, 肝素原料药价格整体呈上涨态势, 2019 年 2 月出口平均单价为 6,470.89 美元/千克。

连续出台的限制抗菌药物使用政策对抗生素生产企业产生一定冲击; 同时环保政策及环保督查力度持续, 以抗菌药物等原料药生产为主的医药化工企业仍面临一定的环保监管压力。

2015 年 8 月 27 日, 国家卫计委和国家中医药管理局联合公布《关于进一步加强抗菌药物临床应用管理工作的通知》, 相较于 2013 年出台的《抗菌药物临床应用管理办法》, 此次“限抗令”更为严格, 进一步明确了医生不能因为任何原因滥开抗菌药物, 并规定抗菌药物处方点评结果应作为科室和医务人员处方权授予及绩效考核的重要依据。2016 年 8 月 5 日, 国家卫生计生委等 14 部门联合制定《遏制细菌耐药国家行动计划(2016-2020 年)》, 提出零售药店凭处方销售抗菌药物比率基本达到全覆盖, 凭兽医处方销售抗菌药物比率达到 50% 的目标, 通过全国二级以上医院基本建立抗菌药物临床应用管理机制, 以及通过人兽共用抗菌药物或易产生交叉耐药性的抗菌药物作为动物促生长应用逐步退出, 来实现遏制细菌耐药。2017 年 2 月, 国家卫生计生委办公厅发布了《关于进一步加强抗菌药物临床应用管理遏制细菌耐药的通知》, 要求各级卫生计生行政部门和各级各类医疗机构严格按照《药品管理法》、《医疗机构药事管理规定》、《抗菌药物管理办法》等有关规定, 全面落实抗菌药物管理要求, 同时加强抗菌药物临床应用和细菌耐药监测与评价。2018 年 5 月, 为了进一步加强抗菌药物临床应用管理, 国家卫生健康委员会发布了《关于持续做好抗菌药物临床应用管理有关工作的通知》, 要求加快建设多学科抗菌药物管理和诊疗团队, 继续加强抗菌药物临床应用重点环节管理,

加强儿童等重点人群抗菌药物临床应用管理, 加强抗菌药物监测评价和公众宣传, 开展抗菌药物临床应用阶段性评估工作。

近年来, 由于我国抗菌药物滥用现象普遍, 国家卫生部门针对性采取“限抗令”, 各省均在“限抗”上出台多项措施, 未来, 限制抗菌药物使用的各类监管仍将趋于严格, 业内企业经营或将承压。

与此同时, 随着近年来环保要求逐步提升, 环保督察执法深入推进, 以及环保限产政策的出台, 医药制造企业所面临的环保压力逐年加大。自 2015~2017 年末我国已对全国 31 个省(区、市)完成第一轮中央环保督察全覆盖工作, 督查力度空前加大。在环保督察过程中, 部分医药制造企业因环保不达标发生停产、搬迁、关闭等影响经营的情况, 其中, 原料药生产过程中产生的“三废”量较大且废物成分复杂, 污染危害严重, 面临更加严峻的环保监管压力。2018 年 5 月 25 日, 国家生态环境部表示中央环境保护督察组将陆续进驻河北、内蒙古、黑龙江、江苏、江西、河南、广东、广西、云南、宁夏等省(区), 对第一轮中央环境保护督察整改情况开展再次督查工作。此外, 《中华人民共和国环境保护税法》于 2018 年 1 月 1 日起正式施行, 环保税的征税范围为直接向环境排放的大气、水、固体和噪声等污染物的企业, 根据《重点排污单位名录管理规定(试行)》, 原料药制造被纳入水环境重点排污单位名录, 医药制造被纳入大气环境重点排污单位名录, 未来医药制造企业将面临更加严格的环境监管环境。

总体来看, 近年来不断趋严的环保政策与环保监管措施对抗菌药物生产企业在“三废”排放方面提出了更高要求, 医药化工企业的经营生产依然面临一定的环保监管压力。

2018 年，公司凭借其在生产工艺及产业链方面较强的竞争优势，业务规模继续扩大；同时受益于市场需求旺盛，公司主要产品产销量和销售价格实现增长，带动公司营业收入持续提升，但原材料价格上升使得公司毛利率水平有所下滑。此外，公司国外销售收入占比较大，或面临一定汇率波动风险。

公司主要从事原料药和医药中间体的研发、生产和销售，主要产品为复方抗生素所需的 β 内酰胺酶抑制剂，以及培南类抗生素的中间体和原料药。作为全球 β -内酰胺酶抑制剂的主流供应商拥有高效绿色的生产工艺，公司通过开发大吨位一锅法生产技术、降膜蒸馏技术、6-APA 脱氨基绿色合成技术、他唑巴坦中间体催化氧化技术、他唑巴坦结晶新技术、培南产品的手性合成技术、含溴废水回收利用技术、尾气吸收综合利用技术以及培南核心起始物料 4-AA 制备技术等核心工艺技术，有效克服

了传统技术工艺的不足，大幅提高了相关产品的单锅处理能力、大幅提高了反应收率，有效降低了生产污染物排放。此外公司亦通过不断的技术研发和工艺改进，建立健全了产品生产链条，完成了培南类产品的初始物料 4-AA、培南类母核、侧链、粗品等一系列产品生产的完整生产链布局，已发展成为碳青霉烯类产品的重要供应商。

2018 年在医药行业监管趋严的情况下，公司凭借其在生产工艺及产业链方面较强的竞争优势，业务保持良好发展，2018 年公司取得营业收入 11.63 亿元，同比增长 21.42%。其中原料药板块实现收入 4.90 亿元，同比小幅增长 0.86%；受益于市场需求的扩大，医药中间体板块实现营业收入 6.65 亿元，同比增长 40.67%；2018 年公司新增制剂类销售，对公司营业收入形成了一定补充。另 2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.95 亿元，同比小幅下降 3.25%。

表 1：2016~2019 年 1~3 月公司营业收入和毛利率情况

单位：亿元、%

品种	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1-3 月	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
原料药	3.31	55.91	4.85	51.57	4.90	47.05	1.11	40.58
医药中间体	4.33	32.68	4.73	24.47	6.65	29.42	1.82	31.55
制剂	-	-	-	-	0.09	84.46	0.02	84.02
合计	7.64	42.75	9.58	38.20	11.63	37.25	2.95	35.38

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从收入区域来看，2018 年公司内销销售额和出口销售额分别为 7.50 亿元和 4.14 亿元，占总销售收入比重分别为 64.43%和 35.57%，外销占比较上年小幅提升 2.09 个百分点，外销占收入比重较大；同时，受外销影响，同期公司汇兑损益为-0.07 亿元。整体来看，公司外销收入占比有所提升，面临一定的汇率波动风险。

下游客户方面，公司目前拥有珠海联邦制药有限公司、齐鲁制药有限公司和华北制药集团有限责任公司等在内的、在我国抗菌药物市场具有较大影响力的客户，产品销售稳定；公司拥有包括费卡、阿拉宾度在内的稳定国外客户，产品可以直销欧洲市场。优质客户稳定、持续的需求为公司的持续发展提供了保证。2018 年公司前五名客户的销售额合计 6.05 亿元，占总销售额比重为 52.04%，下游销

售客户集中度较高。

主要产品收入方面，公司销售产品包括舒巴坦系列酶抑制剂原料药、中间体及相关产品，他唑巴坦系列酶抑制剂原料药、中间体及相关产品，培南类抗菌药物的中间体。受益于市场需求旺盛，2018 年公司生产销售产品整体收入规模实现良好增长，但是受主要原材料成本上升影响，整体毛利率水平持续下滑。分产品来看，2018 年，他唑巴坦系列产品实现收入 4.37 亿元，较上年小幅下滑 0.30%，毛利率为 48.49%，较上年下降 6.36 个百分点，主要受 2018 年四季度设备检修改造、印度市场销售价格波动以及主要原材料价格上升等因素影响，他唑巴坦系列产品销售收入及毛利率水平有所下滑，但仍保持在较高水平；同期，受益于国内需求增加，销售价格上升明显，公司舒巴坦系列产品实现收入

2.75 亿元,同比大幅增长 86.53%,毛利率为 35.72%,较上年提升 7.53 个百分点;2018 年,受益于销售价格的上升,培南系列产品实现收入 2.64 亿元,同比增长 13.44%;但同时,受部分原材料成本上升影响,培南系列产品毛利率水平较上年下降 1.40 个百分点至 24.92%。另 2019 年 1~3 月,公司他唑巴坦系列产品实现收入 0.95 亿元,毛利率为 43.77%;舒巴坦系列产品实现收入 0.76 亿元,毛利率为 39.31%;培南系列产品实现收入 0.84 亿元,毛利率为 26.86%,受益于 2019 年以来原材料价格下降,公司毛利率有所提升。

销售方面,公司作为舒巴坦系、他唑巴坦原料药和中间体以及培南类产品的主要生产商,销售量主要受市场需求影响。2018 年舒巴坦系和培南类产品市场需求旺盛,公司整体销量较上年增长明显。具体来看,他唑巴坦销量较上年小幅下降 6.17%;舒巴坦和托西酸舒他西林销量分别较上年增长 24.31%和 14.70%;培南类美罗培南母核和美罗培南侧链(自制)销量分别较上年增长 9.92%和 29.15%。销售价格方面,2018 年公司主要产品中他唑巴坦、舒巴坦、托西酸舒他西林和美罗培南母核受市场供需增长以及原材料价格上升影响,销售价格较上年均呈明显上升趋势,带动公司整体销售收入实现增长。但同时,2018 年受市场竞争对手降价销售影响,公司为保持较大的市场占有率,主动下调美罗培南侧链(自制)销售单价。

生产方面,公司在辽宁、山东、江西等地拥有五家生产基地,公司舒巴坦系列主要产品为舒巴坦以及托西酸舒他西林,为第二代抗生素原料药;他唑巴坦系列主要产品是他唑巴坦,为第三代抗生素原料药;培南系列主要产品是美罗培南母核以及美罗培南侧链等,为第二代抗生素中间体。近年来公司主要产品产能保持稳定,为满足市场需求,公司 2018 年继续扩大他唑巴坦产能,其余产品产能均保持上年水平。截至 2018 年末,公司拥有年产 100 吨他唑巴坦、500 吨舒巴坦、50 吨托西酸舒他西林、100 吨美罗培南母核以及 100 吨美罗培南侧链(自制)产能。

公司采用以销定产的策略,主要产品产量及产

能利用率受市场需求影响,有一定波动,但 2018 年公司整体产量及产能有所扩大。其中,受 2018 年四季度设备检修改造以及印度市场价格波动,销售量有所下降影响,公司他唑巴坦产量较上年小幅下滑 0.49%,产能利用率亦有所下降;同时,受市场竞争因素影响,公司美罗培南母核产量及产能利用率同比有所下降。但此外,受益于国内市场需求增加、主要竞争对手产能有所限制以及工艺改进等因素影响,公司舒巴坦、美罗培南侧链和托西酸舒他西林产量及产能利用率均较上年有所提升,带动公司整体产量及产能有所扩大。

原材料采购方面,公司主要原材料采购为医药中间体及基础化工原料等,包括 6-APA、醋酸乙酯、氨苄西林等。近年来受市场需求及竞争格局影响,原料药及中间体生产原材料价格呈现持续增长态势。具体来看,近年来环保政策趋严,原材料生产企业产量受限,市场供应不断减少,主要采购原材料 6-APA、醋酸乙酯、氨苄西林、氢溴酸采购单价持续上升;同时,受下游需求减少影响,2018 年水合肼采购单价较上年有所下降。此外,公司与上游原材料供应商合作稳定,供应商集中程度较高,2018 年公司前五大供应商交易金额合计占比为 38.56%,集中度较上年提高 8.79 个百分点。

2018 年,公司继续保持对产品的研发投入,在研产品数量小幅提升;同时,公司在建项目包含高品质他唑巴坦和药物研发中心建设项目,后续资本支出压力较小。

公司总部设置有技术中心,拥有从化学合成、产品放大到质量研究、项目申报一套完整的研发体系,成为公司研发和创新的有力保障。截至 2018 年末公司拥有 206 人组成的研发队伍;同期末,公司获得国家发明专利 23 项,较上年末进一步增加。2018 年公司研发投入 5,287.74 万元,较上年增长 21.53%,研发投入占收入比重为 4.54%,研发投入占比较高,为公司在技术方面竞争实力的提升奠定了一定基础。截至 2018 年末,公司在研项目主要有泰诺福韦酯、西他沙星、恩曲他滨、依法韦仑等原料药和制剂。

表 2：2016~2018 年公司研发投入情况

单位：万元、%、项

	2016	2017	2018
研发投入	3,090.12	4,350.88	5,287.74
研发投入占营业收入比	4.05	4.54	4.54
国家发明专利数	16	21	23

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 3：截至 2018 年末公司主要在研产品

产品	用途	进展
泰诺福韦酯	抗病毒	中试准备
西他沙星	广谱喹诺酮类抗菌药	完成中试
恩曲他滨	抗病毒	完成小试
依法韦仑	抗病毒	小试阶段
1800	降血脂	完成小试
1801	用于治疗细菌性痢疾和肠胃炎	完成小试
1901	口服碳青霉烯类新广谱抗生素	小试阶段

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，截至 2018 年末，公司在建项目包含高品质他唑巴坦和药物研发中心建设项目，计划总投资金额 1.65 亿元，已投资 1.49 亿元，在建项目资金来源为 2015 年富祥股份首次公开发行股票所募集资金，公司未来面临的资本支出压力较小。

表 4：截至 2018 年末公司在建项目情况

单位：万元

项目名称	计划投资额	截至 2018 年末已投入
高品质他唑巴坦建设项目	11,500	9,988.66
药物研发中心建设项目	4,991	4,925.27
合计	16,491	14,913.93

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务分析

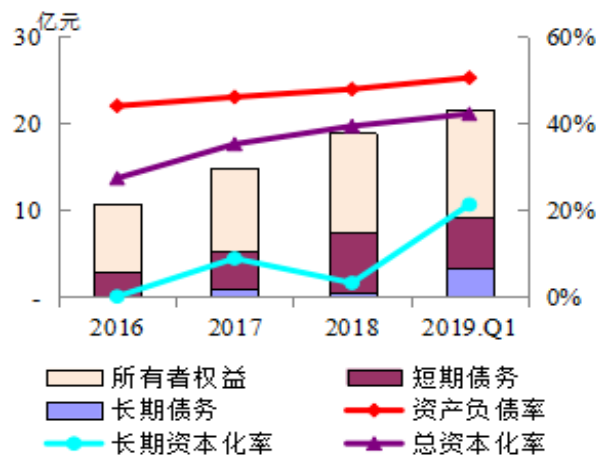
下列分析主要基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年~2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报告，所有数据均为合并口径。

资本结构

跟踪期内，随着公司药品销售规模逐步扩大，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 21.96 亿元，同比增长 22.75%。同期末，公司负债总计为 10.50 亿元，同比增长

27.60%。得益于利润留存以及资本公积转增股本¹，2018 年末公司所有者权益同比增长 18.62%至 11.47 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 47.79%和 39.28%，分别较 2017 年末增长 1.81 个百分点和 4.15 个百分点，财务杠杆水平有所上升但仍处于适中水平。另截至 2019 年 3 月末，公司资产总额小幅增加至 25.27 亿元，所有者权益增加至 12.53 亿元，资产负债率和总资本化比率进一步增至 50.41%和 44.49%。

图 2：2016~2019.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，公司资产以流动资产为主，截至 2018 年末，公司流动资产为 12.49 亿元，同比增长 24.19%，占总资产比重为 56.88%，较上年末上升 0.67 个百分点。公司流动资产主要由货币资金、存货和应收账款构成。截至 2018 年末，公司货币资金为 7.81 亿元，同比增长 27.44%，主要系银行存款，期末受限货币资金 0.39 亿元，主要系开具银行承兑汇票及抵押借款所受限；同期末公司存货余额 2.12 亿元，同比增长 13.93%，主要系原材料库存增加所致，其中，跌价准备 54.85 万元，期末原材料和库存商品账面价值分别为 1.03 亿元和 0.66 亿元；公司应收账款同比增长 25.58%至 1.50 亿元，主要因营业收入增加，应收账款相应增加，其中前五大应收账款账面余额合计为 1.07 亿元，占应收账款期末余额比例为 65.28%，相应计提的坏账准备期末余额 532.69 万元。另截至 2019 年 3 月末，公司

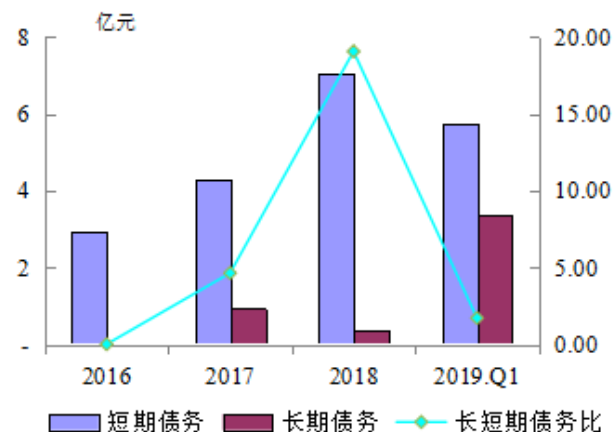
¹ 2018 年 5 月 11 日，公司召开 2017 年年度股东大会审议通过了 2017 年年度利润分配方案，公司以资本公积金转增股本，向全体股东每 10 股转增 10 股，共计转增 112,310,250 股，转增后公司股本变更为 224,620,500 股。

流动资产余额为 15.84 亿元，其中货币资金、存货和应收账款分别为 9.47 亿元、1.87 亿元和 2.69 亿元。

非流动资产方面，公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。具体来看，2018 年末公司固定资产为 5.13 亿元，同比增长 37.26%，公司固定资产主要为机械设备、房屋及建筑物；同期末公司在建工程余额为 1.50 亿元，同比增长 11.52%；同期末公司无形资产余额为 0.97 亿元，同比下降 8.81%，公司无形资产主要由土地使用权构成。另截至 2019 年 3 月末，公司非流动资产余额为 9.43 亿元，固定资产、在建工程和无形资产分别为 5.07 亿元、1.83 亿元和 1.25 亿元，其中，受公司扩大产能、新增厂区所需购买的国有土地使用权增加影响，期末无形资产余额有所上升。

负债结构方面，公司负债主要由应付账款和有息债务构成。截至 2018 年末，公司应付账款为 1.62 亿元，同比增加 33.59%，主要为应付材料款和应付工程及设备款，另截至 2019 年 3 月末公司应付账款进一步增至 1.26 亿元。债务规模方面，截至 2018 年末，公司总债务为 7.42 亿元，较上年末增长 41.69%，主要系公司扩大产能及日常运营资金需求上升所致；其中，短期债务 7.05 亿元，较上年末增长 63.70%，主要系短期借款及一年内到期的非流动负债增加所致；同期末，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 19.05 倍，较上年末大幅增长 14.42 倍，主要因公司短期债务大幅增长所致。另截至 2019 年 3 月末，公司总债务上升至 10.04 亿元，长短期债务比降为 1.98 倍，主要系公司 2019 年 3 月发行可转换债券调整债务期限所致。总体来看，公司债务规模持续增长，且以短期债务为主，债务期限结构有待改善。

图 3：2016~2019.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

所有者权益构成方面，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，受资本公积转增股本影响，2018 年公司实收资本同比增长 100%至 2.25 亿元，资本公积较上年末减少 24.28%至 3.24 亿元；同时，受益于公司良好的业务运营情况，未分配利润同比增长 29.49%至 5.28 亿元。

总体来看，2018 年公司资产规模保持增长，得益于利润累积与资本公积转增股本，公司自有资本实力不断增强。但同时，公司总债务规模明显上升，财务杠杆比率有所增长，且短期债务占比仍处于较高水平，债务期限结构有待优化。

盈利能力

得益于销售业绩的提升，2018 年公司取得营业收入 11.63 亿元，同比增长 21.42%，毛利率水平较上年小幅下降 0.95 个百分点至 37.25%。具体来看，其中原料药取得收入 4.90 亿元，医药中间体取得收入 6.65 亿元。营业毛利率方面，公司产品价格具有一定粘性，调整幅度不及原材料波动幅度，2017 年以来原材料价格不断上升，主要产品毛利率有所下降。2018 年原料药产品毛利率为 47.05%，较上年下降 4.52 个百分点，主要系受原材料成本上升幅度较大影响；受益于销售价格的显著上升，营业收入规模增长较快，医药中间体产品毛利率较上年提高 4.95 个百分点至 29.42%。另 2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.95 亿元，营业毛利率为 35.38%。

期间费用方面，2018 年公司期间费用合计 1.78 亿元，同比小幅增长 5.35%，系管理费用增加所致，从构成看，公司期间费用以管理费用为主，2018 年

管理费用为 1.43 亿元，主要是研发费用、职工薪酬以及股权激励费用，其中研发费用为 0.53 亿元。2018 年公司三费收入占营业收入的比重为 15.34%，同比下降 2.34 个百分点。另 2019 年 1~3 月，公司三费合计 0.45 亿元，三费收入占比为 15.13%。

表 5：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元

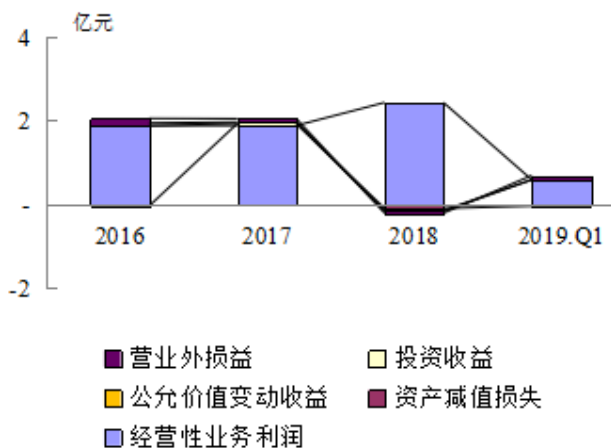
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	0.18	0.18	0.25	0.04
管理费用*	1.16	1.29	1.43	0.33
财务费用	-0.02	0.22	0.10	0.08
三费合计	1.32	1.69	1.78	0.45
营业总收入	7.64	9.58	11.63	2.95
三费收入占比 (%)	17.32	17.68	15.34	15.13

*注：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 2.27 亿元，同比增长 12.94%，其中经营性业务利润²2.43 亿元，同比增长 29.44%，公司经营性盈利能力增强；此外公司实现投资收益-0.03 亿元，主要系公司权益法核算的长期股权投资变动所致；同期公司资产减值损失为 0.11 亿元，主要系坏账损失、存货跌价损失以及无形资产和商誉减值损失。综上，2018 年公司实现净利润 1.92 亿元，同比增长 10.25%；同期公司所有者权益收益率为 16.78%，同比降低 1.27 个百分点。另 2019 年 1~3 月，公司实现利润总额 0.64 亿元，实现净利润 0.54 亿元，所有者权益收益率为 17.11%。

图 4：2016~2019.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

² 经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用。

总体来看，跟踪期内，原材料价格的上升侵蚀了公司的初始获利空间，但得益于销量的提升，公司营业收入持续上升，且期间费用控制能力有所增强，经营性业务盈利能力持续提升。

偿债能力

随着公司业务规模扩大，公司整体债务规模有所上升。截至 2018 年末，公司总债务为 7.42 亿元，同比上升 41.69%，其中短期债务和长期债务分别为 7.05 亿元和 0.37 亿元，长短期债务比为 19.05 倍。另截至 2019 年 3 月末，随着可转换公司债券的发行，公司总债务进一步上升为 10.04 亿元，长短期债务比为 1.98 倍。

从主要偿债指标来看，2018 年公司 EBITDA 为 3.05 亿元，同比增加 16.42%，获现能力不断增强。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 2.43 倍和 12.69 倍，分别同比上升 0.43 倍和下降 4.42 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度有所下降，但覆盖能力仍然很强。

从现金流角度看，2018 年公司经营活动净现金流为 1.76 亿元，同比下降 16.76%，主要系公司购买商品支付现金及支付职工现金增加所致。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 0.24 倍和 7.31 倍，分别同比下降 0.16 倍和 6.49 倍，随着公司债务规模的攀升，公司经营性净现金流对债务本息覆盖程度有所下降。

表 6：2016~2019.Q1 公司部分偿债能力指标

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务（亿元）	2.94	4.30	7.05	6.67
长期债务（亿元）	0.00	0.93	0.37	3.37
总债务（亿元）	2.94	5.23	7.42	10.04
经营活动净现金流（亿元）	1.89	2.11	1.76	0.10
EBITDA（亿元）	2.46	2.62	3.05	-
总债务/EBITDA（X）	1.19	2.00	2.43	-
经营净现金流/总债务（X）	0.64	0.40	0.24	0.04
EBITDA 利息倍数（X）	26.78	17.11	12.69	-
经营净现金流/利息支出（X）	20.50	13.80	7.31	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家商业银行保持着良好的合作关系，截至 2018 年末，公司已获得银行

授信总额 15.23 亿元，未使用额度 7.32 亿元。此外，作为 A 股上市公司，富祥股份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 1.04 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 0.39 亿元、0.24 亿元、0.18 亿元和 0.22 亿元，其中受限的货币资金和应收票据主要系开具银行承兑汇票受限，受限的固定资产和无形资产主要用于银行借款抵押。

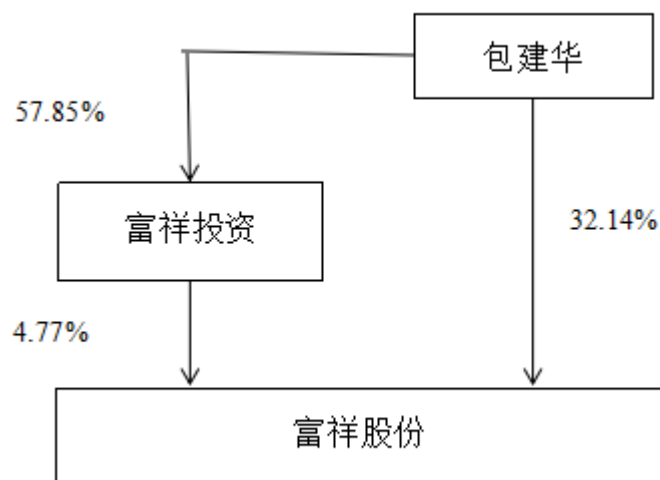
或有事项方面，截至 2018 年末公司无对外担保，亦无重大未决诉讼。股权质押方面，截至 2019 年 3 月 31 日，公司控股股东自然人包建华及其持有 57.85% 股权的关联公司景德镇市富祥投资有限公司合计持有公司股份数 82,856,600 股，其中质押股份数合计 56,480,648 股，质押比例为 68.17%。

总体来看，跟踪期内公司总债务规模增长较快，且短期债务占比较高。但考虑到公司作为国内舒巴坦系列、他唑巴坦系列以及培南系原料药及中间体的主要生产商，凭借较高的产品质量和较为稳定的客户资源，业务收入呈增长趋势，且其盈利能力增强，经营所得可对债务本息形成较好的覆盖，加之融资渠道畅通，公司债务偿还较有保障。

结 论

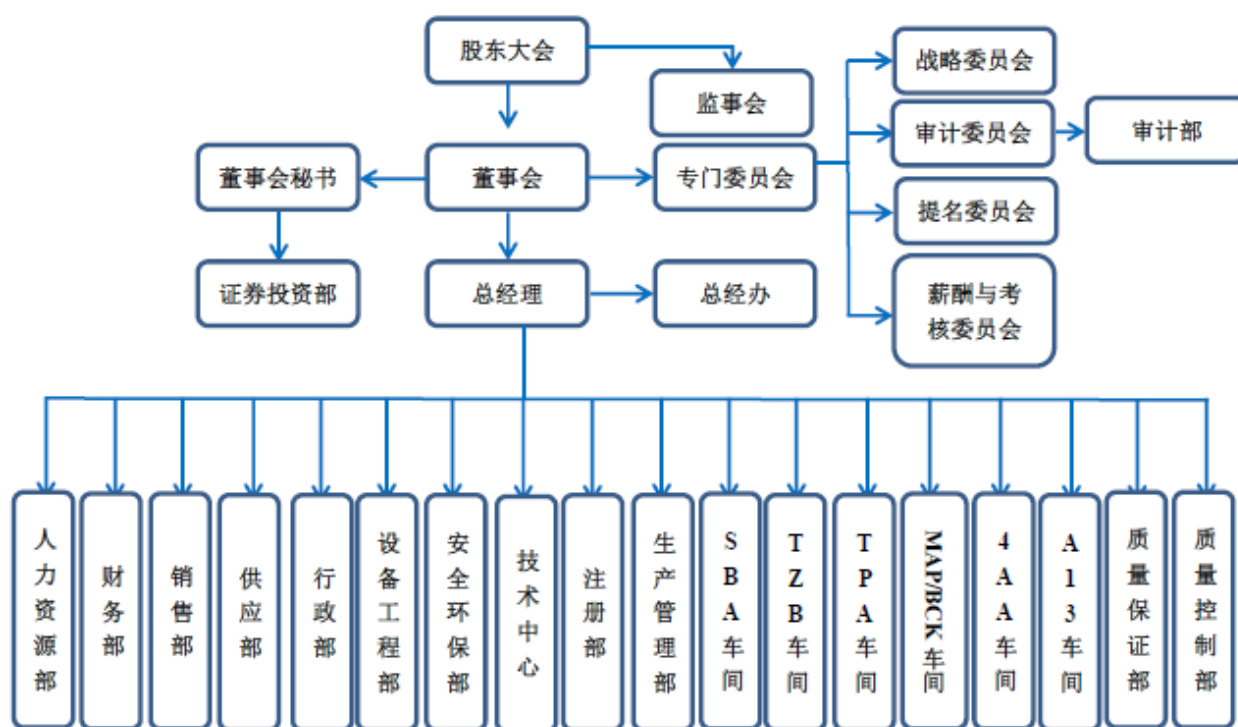
综上，中诚信证评维持富祥股份主体信用等级 **AA⁻**，评级展望稳定；维持“江西富祥药业股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券”信用等级 **AA⁻**。

附一：江西富祥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：江西富祥药业股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：江西富祥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	34,165.87	61,260.69	78,070.20	94,741.93
应收账款净额	11,768.87	11,973.09	15,036.22	26,885.01
存货净额	16,812.47	18,609.28	21,202.44	18,738.10
流动资产	86,057.66	100,591.25	124,926.42	158,370.89
长期投资	1,396.00	14,396.00	13,750.81	13,750.81
固定资产合计	42,268.03	50,810.46	66,275.40	69,033.39
总资产	139,836.67	178,940.77	219,648.38	252,714.62
短期债务	29,389.30	43,048.64	70,472.63	66,726.67
长期债务	0.00	9,300.00	3,700.00	33,699.55
总债务（短期债务+长期债务）	29,389.30	52,348.64	74,172.63	100,426.22
总负债	61,419.66	82,270.14	104,979.72	127,391.27
所有者权益（含少数股东权益）	78,417.01	96,670.64	114,668.67	125,323.35
营业总收入	76,368.69	95,815.05	116,343.36	29,520.34
三费前利润	31,937.73	35,680.54	42,103.41	10,239.79
投资收益	199.74	788.11	-261.60	0.00
净利润	17,252.02	17,447.67	19,236.19	5,361.15
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	24,631.03	26,209.53	30,514.02	-
经营活动产生现金净流量	18,853.42	21,132.33	17,591.39	1,022.66
投资活动产生现金净流量	-25,225.65	-6,103.90	-16,143.75	-12,252.66
筹资活动产生现金净流量	2,881.45	8,727.44	16,974.82	28,103.09
现金及现金等价物净增加额	-3,121.02	23,447.60	18,860.29	16,706.18
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	42.75	38.20	37.25	35.38
所有者权益收益率（%）	22.00	18.05	16.78	17.11
EBITDA/营业总收入（%）	32.25	27.35	26.23	-
速动比率（X）	1.37	1.21	1.08	1.57
经营活动净现金/总债务（X）	0.64	0.40	0.24	0.04
经营活动净现金/短期债务（X）	0.64	0.49	0.25	0.06
经营活动净现金/利息支出（X）	20.50	13.80	7.31	-
EBITDA 利息倍数（X）	26.78	17.11	12.69	-
总债务/EBITDA（X）	1.19	2.00	2.43	-
资产负债率（%）	43.92	45.98	47.79	50.41
总资本化比率（%）	27.26	35.13	39.28	44.49
长期资本化比率（%）	0.00	8.78	3.13	21.19

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、三费前利润未扣除利息支出；

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。