

信用等级公告

联合〔2019〕1831号

南京健友生化制药股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对南京健友生化制药股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

南京健友生化制药股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

南京健友生化制药股份有限公司拟公开发行的可转换公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年七月十九日



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>

南京健友生化制药股份有限公司

公开发行可转换公司债券信用评级报告

本次公司债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

债券规模：不超过 5.03 亿元（含）

债券期限：6 年

转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止

还本付息方式：按年付息、到期还本

评级时间：2019 年 7 月 19 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
资产总额（亿元）	15.23	26.95	34.02	35.73
所有者权益（亿元）	13.15	20.52	24.21	25.71
长期债务（亿元）	0.06	0.06	0.06	0.06
全部债务（亿元）	1.26	4.49	5.30	6.25
营业收入（亿元）	5.82	11.13	17.00	6.10
净利润（亿元）	2.57	3.14	4.25	1.49
EBITDA（亿元）	3.13	4.02	5.17	--
经营性净现金流（亿元）	-2.87	-2.35	0.62	-1.88
营业利润率（%）	41.15	46.03	49.23	47.36
净资产收益率（%）	21.37	18.67	18.98	5.96
资产负债率（%）	13.67	23.84	28.84	28.05
全部债务资本化比率（%）	8.75	17.94	17.95	19.55
流动比率（倍）	6.10	3.61	3.00	3.10
EBITDA 全部债务比（倍）	2.48	0.90	0.98	--
EBITDA 利息倍数（倍）	210.26	90.65	57.42	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.62	0.80	1.03	--

注：1. 本报告财务数据部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 2019 年 1-3 月份财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 数据单位除特别说明外均为人民币；4. 长期应付款调入长期债务计算

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对南京健友生化制药股份有限公司（以下简称“公司”或“健友股份”）的评级反映了公司作为国内肝素钠原料药主要生产企业之一，在行业地位、技术水平、下游客户质量等方面具有较强的综合竞争优势。公司通过产业链延伸进入肝素制剂及 CDMO 领域，进一步完善了产业链布局。近年来，公司产销情况良好，收入规模及盈利水平逐年提升，整体盈利能力很强，债务负担很轻。联合评级也关注到原材料价格波动、肝素制剂产能利用率低、国际贸易摩擦以及存货规模较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司制剂收入进一步拓展销售，在申报和在研品种等不断上市，盈利能力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 5.03 亿元的可转换公司债券，从本次可转换公司债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中来看，本次可转换公司债券转股的可能性较大，若完成转股，公司资本实力有望增强，财务杠杆有望进一步降低。

基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是国内少数同时通过美国 FDA 和欧盟 EDQM 认证的肝素原料药生产企业之一，经营规模较大，行业地位突出。

2. 公司生产技术先进、质量管理严格、客户质量较高、产品市场接受度较高，产业布局较好。

3. 近年来，公司产销情况良好，收入规模

及盈利水平逐年提升，盈利能力很强，债务负担很轻。

关注

1. 公司标准肝素原料药业务易受上游原材料价格及汇率波动影响，毛利率存在一定波动，肝素制剂业务产能利用率不高。

2. 公司收入主要来源于原料药业务，且销售集中度较高，产品结构有待改善。公司销售以出口为主，易受到国际贸易摩擦影响。

3. 公司存货规模大，对资金形成一定占用。

分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

李 彤

电话：010-85172818

邮箱：lit@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）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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。

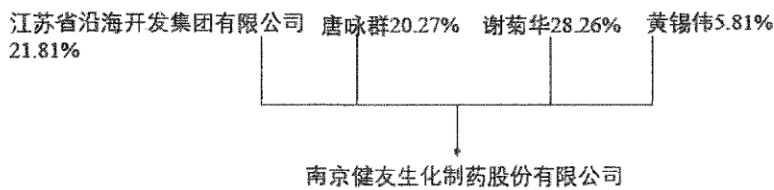
分析师：



一、主体概况

南京健友生化制药股份有限公司（以下简称“健友股份”或“公司”）由南京健友生物化学制药有限公司于 2011 年改制设立，改制设立时公司注册资本 12,000 万元，历经多次股权划转和增资，2017 年 7 月，经证监许可（2017）1026 号核准，公司首次公开发行股票，公司注册资本增至 4.23 亿元，股票代码：603707.SH，股票简称“健友股份”。后经资本公积转增股本等事项，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本增加至 5.52 亿元，谢菊华和唐咏群（母子关系）通过一致行动人协议合计持有公司 48.53% 的股权，为公司控股股东和实际控制人；谢菊华累计向中国银河证券股份有限公司质押公司股份 7,540,000 股，占其所持公司股份总数的 4.83%。

图 1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：药品生产（按许可证所列范围经营）；销售自产产品。药品的研发及其技术成果转让、技术咨询和服务。从事与本企业生产同类产品的批发、佣金代理（拍卖除外）和技术的进出口业务（不涉及国营贸易管理商品，涉及配额、许可证管理商品的，按国家有关规定办理申请）；自有房屋租赁。（涉及许可证经营的凭许可证经营）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2018 年底，公司本部设有采购部、生产部、研究开发中心部、国际营销部等职能部门（详见附件 1）；纳入合并范围子公司 5 家；拥有在职员工 1,615 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 34.02 亿元，负债合计 9.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 24.21 亿元，归属于母公司的所有者权益 24.21 亿元。2018 年，公司实现营业收入 17.00 亿元，净利润（含少数股东损益）4.25 亿元，归属于母公司所有者的净利润 4.25 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.62 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.18 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 35.73 亿元，负债合计 10.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）25.71 亿元，全部归属于母公司所有者权益。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.10 亿元，净利润（含少数股东损益）1.49 亿元，全部归属于母公司所有者净利润；经营活动产生的现金流量净额-1.88 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.64 亿元。

公司注册地址：江苏省南京高新开发区 MA010-1 号地；法定代表人：唐咏群。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次可转换公司债券概况

本次发行证券的种类为可转换为公司股票的可转换公司债券（以下简称“本次可转债”或“可转债”）。本次可转债及未来转换的股票将在上海证券交易所上市。本次可转债发行规模为不超

过人民币 50,319 万元，按面值发行，每张面值为人民币 100 元，期限为自发行之日起 6 年。本次可转债转股期自发行结束之日满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

本次可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。年利息指本次可转债持有人按持有的可转债票面总金额自本次可转债发行首日起每满一年可享受的当期利息。年利息的计算公式为：

$$I=B \times i$$

I：指年利息额；

B：指本次可转债持有人在计息年度（以下简称“当年”或“每年”）付息债权登记日持有的可转债票面总金额；

i：本次可转债的当年票面利率。

本次可转债无担保。

（1）转股条件

本次可转债初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司 A 股股票交易均价。具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

在本次可转债发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因可转债转股而增加的股本），将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

$$\text{派送股票股利或转增股本：} P_1 = P_0 / (1+n) ;$$

$$\text{增发新股或配股：} P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+k) ;$$

$$\text{上述两项同时进行：} P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+n+k) ;$$

$$\text{派送现金股利：} P_1 = P_0 - D ;$$

$$\text{上述三项同时进行：} P_1 = (P_0 - D + A \times k) / (1+n+k) 。$$

其中：P₀为调整前转股价，n为送股或转增股本率，k为增发新股或配股率，A为增发新股价或配股价，D为每股派送现金股利，P₁为调整后转股价。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股时期（如需）。当转股价格调整日为本次可转债持有人转股申请日或之后，转换股票登记日之前，则该持有人的转股申请按本公司调整后的转股价格执行。

修正价格：在本次可转债存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前 1 个交易日均价之间的较高者。

（2）赎回条款

到期赎回条款

在本次可转债期满后 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款

在转股期内，如果公司股票在任何连续30个交易日中至少15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%），公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。此外，当本次可转债未转股余额不足人民币3,000万元时，公司有权决定以面值加当期应计利息的价格赎回全部未转股的本次可转债。

当期应计利息的计算公式为： $I_A = B \times i \times t / 365$

I_A ：指当期应计利息；

B ：指本次可转债持有人持有的可转换公司债券票面总金额；

i ：指本次可转债当年票面利率；

t ：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

若在前述30个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

（3）回售条款

有条件回售条款

本次可转债的最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续30个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

附加回售条款

若本次可转债募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本次可转债持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或者全部本次可转债的权利。在上述情形下，本次可转债持有人可以在公司公告后的回售申报期内进行回售，本次回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权

2. 本次可转换公司债券募集资金用途

本次可转债募集资金总额不超过50,319万元（含），扣除发行费用后将全部用于以下项目：

表1 本次债券募集资金使用用途（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金额
1	高端制剂预灌封生产线项目	42,621.87	12,509.00
2	抗肿瘤产品技改扩能项目	28,191.22	22,810.00
3	补充流动资金	15,000.00	15,000.00
	合计	85,813.09	50,319.00

资料来源：公司提供

高端制剂预灌封生产线项目旨扩建一条高端制剂预灌封生产线，设计依诺肝素钠注射制剂产能为12,000万支/年。项目正常年可实现营业收入为122,400.0万元（不含税），年利润总额为17,684.9万元，项目投资财务税后内部收益率为39.4%，项目动态投资回收期（税后）为5.8年（含建设期）。

抗肿瘤产品技改扩能项目将扩建一条抗肿瘤药品注射剂灌装生产线，从事水针注射剂和冻干粉针剂的研发和生产，设计产能为2,500万支/年。项目建设期为2年，达产后，预计可实现年销售收入29,591.8万元，正常年份税后利润19,634.2万元，项目税后投资回收期为4.5年，财务内

部收益率（税后）为 42.8%。

总体看，公司募投项目建成后，有助于公司提升综合实力，增强其抗风险能力和可持续发展能力。

三、行业分析

公司主营业务为肝素钠原料药的生产及销售，属于医药工业。

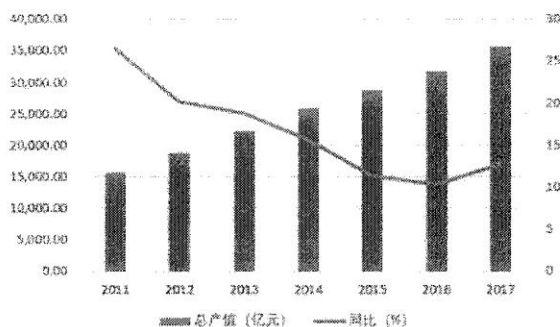
1. 医药工业

(1) 行业概况

医药行业从运营情况来看，主要分为医药工业和医药商业两大类，其中医药工业可分为七种子行业，分别为：化学原料药制造业、化学制剂制造业、生物制剂制造业、医疗器械制造业、卫生材料制造业、中成药制造业、中药饮片制造业。医药行业与民众健康密切相关，是我国国民经济的重要组成部分，其行业高增长和高收益性非常突出。进入 21 世纪以来，我国医药业行业保持快速增长势头，行业总产值增长率均高于同期 GDP 增长率。

改革开放 30 年来，我国药品监督管理不断规范，促进了医药工业快速发展。医药工业总产值从 1978 年的 79 亿元增加到 2013 年的超过 2 万亿元，2014 年超过 2.5 万亿元，30 多年增长超过 250 多倍。受进一步深化医疗改革及政府对药品价格等控制措施的影响，2016 年中国医药工业总产值 31,676 亿元，同比增长 10.7%，2017 年中国医药工业总产值 35,699 亿元，同比增长 12.7%，行业发展趋势回暖，2018 年前三季度我国医药工业整体经济运行平稳，并延续了 2017 年的增长势头，中国医药工业总产值呈现平稳增长趋势。

图2 2011~2017年中国医药工业总产值变化



资料来源：南方医药经济研究所

随着经济发展和居民生活水平的提高，医药产业在全国的地位逐渐升高，医药工业总产值占国民生产总值的比重也不断上升，由 2007 年的 2.53% 上升至 2016 年的 4.25%，总体上看比重上升的幅度较大。从未来看，由于国内和国际市场对药品市场需求和消费将继续增加，这将使得医药行业大力发展，在国民经济中的地位不断提升。

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，2016 年起行业开始企稳回升。

(2) 行业竞争

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。中国的制药企业在 20 世纪 80 年代初期只有 800 余家，截至 2018 年 6 月底已接近 7,600 家，

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。

总体看，目前我国医药生产企业众多，行业集中度较低，呈粗放型发展态势。

（3）行业政策

医改是影响整个医药行业的关键因素。近年来，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 2 2015 年以来相关医药政策汇总

时间	政策	主要内容	影响
2016 年 2 月	国务院办公厅《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》	到 2020 年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到 2030 年，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献	首次在国家层面编制中医药发展规划，标志着中医药发展已列入国家发展战略
2016 年 2 月	食品药品监督管理局《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》	从细则上对有限审批制度进行划分，重点支持三大类药物（新药、临床急需或质量疗效明显改进）的优先审批，规定 17 种情形可以进行优先审评	加快新药上市速度，有利于提高行业整体研发能力
2016 年 3 月	国务院办公厅《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价；国家基本药物目录（2012 年版）中 2007 年 10 月 1 日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在 2018 年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在 2021 年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册	有利于提升中国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力
2016 年 4 月	国务院办公厅《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格	有利于控制药品价格虚高，促进药品流通市场健康发展
2016 年 6 月	卫计委《关于尽快确定医疗费用增长幅度的通知》	各省（区、市）制定当地年度医疗费用增长幅度，力争 2017 年末之前全国医疗费用增长幅度降到 10% 以下	未来医药控费将从严并逐步渗透，行业增速可能继续放缓
2017 年 2 月	国务院办公厅《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明。食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展
2017 年 2 月	人社部《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年版）的通知》	西药和中成药部分共收载药品 2535 个，较 2009 年版目录增幅约 15.4%，其中西药部分 1297 个，中成药部分 1238 个（民族药 88 个）；经过专家评审同步确定了 45 个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品	对辅助用药限制明显，对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展
2017 年 7 月	全国人民代表大会常务委 员会《中华人民共和国中医药法》	中国首部《中医药法》，明确了中医药事业的重要地位和发展方针，提出建立符合中医药特点的管理制度，加大对中医药事业的扶	《中医药法》将党和国家的中医药方针政策上升为国家意志，为扶持和促进中医

		持力度，坚持扶持与规范并重，加强对中医药的监管，同时加大对中医药违法行为的处罚力度	药事业发展提供了坚实保障。《中医药法》将中医药事业发展经费纳入财政预算，并且打开医保大门，有力推进中医药产业振兴；将中医诊所由现行的许可管理改为备案管理，改变了以行政审批方式管理中医诊所的模式；提升中医药事业的市场化程度
2017年 10月	中共中央办公厅和国务院办公厅联合印发《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》	从改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力、加强组织实施六方面提出36条具体意见	继2015年8月《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》之后，又一个深化药品医疗器械审评审批制度改革的纲领性文件
2018年 4月	国务院办公厅《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	从仿制药研发、治疗疗效、支付三个层面提出框架性解决方案，鼓励仿制药研发，为通过一致性评价工作的仿制药产品后续落地提供了采购、医保、税收、宣传等方面的支持	可视仿制药改革的顶层文件，最终目的是加快国产优质仿制药的进口替代，再次强调“进一步加快推进仿制药一致性评价，鼓励具备条件的各类机构参与”

资料来源：联合评级整理

总体看，医药制造行业政策导向可分为生产端的去产能和消费端的调结构两大类，品种储备、资金实力、研发能力将对企业信用水平产生重要影响。

(4) 行业关注

研发能力不足

政策加速企业分化，药品的研发周期长、风险高、投资大。中国医药行业研发起步较晚，发展初期技术能力不足，研发投入较少，目前处于以仿制为主到仿创结合的阶段，仿制药比例高达96%，新药研究开发能力较弱。中国药企在研发方面如此匮乏，主要是由于缺乏创新药物的研发能力和完整的开发链，产品重复申报情况突出，导致企业同质化现象严重，处于无序竞争状态，企业利润空间有限，难以投入高额资金用于新药研发。以化学原料药为例，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。近年来，中国医药研发取得了较快发展，一方面由于肿瘤、心脑血管、糖尿病等重大疾病逐渐成为威胁国民健康最主要的疾病，市场对疗效好、价格优的新药产生了迫切需求；另一方面，中国新药研发环境显著改善，研发领域的支持政策密集发布。2016年中国医药研发投入107亿美元，占同期全球医药研发投入总金额的7.4%，同比提高0.9个百分点。随着中国药企研发实力的提升和政府对于仿制药监管的加强，中国医药研发投入会持续增加。在研发成本增加的压力下，同时受到研发人才限制的影响，目前中国新药研发体系仍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。在研发竞争愈发激烈的大环境下，近年来中国医药研发生产外包服务市场发展较快，研发生产外包能够有效降低产品开发的成本，提升公司研发效率。2015年以来，临床数据自查、仿制药一致性评价、药品优先审批等政策的出台为医药制造行业带来了机遇和挑战，在提高药品研发壁垒和质量的同时，也促使行业更加规范化和集中化，促进行业的优胜劣汰。

药品降价

2014年起,随着各省份基药招标开始,全国基药招标围绕着“降价”这一主旋律推进。广东、福建、重庆等省份都采用“最低价”的中标规则,吉林、湖南等地降价也是主要趋势,新版基药目录实施以来,新进目录基药价格均有一定降幅,个别省份创出历史新低。2014年11月25日,国家发改委下发《推进药品价格改革方案(征求意见稿)》(以下简称“征求意见稿”),欲取消药品最高零售限价,通过医保控费和招标采购,由市场竞争形成药品价格。根据征求意见稿,从2015年1月1日起,国家拟取消药品最高零售限价或出厂价格。2015年5月,发改委联合卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局等部门共同推出《关于印发推进药品价格改革意见的通知》,从2015年6月1日起取消绝大部分药品政府定价,完善药品采购机制,发挥医保控费作用,药品实际交易价格主要由市场竞争形成,其中对专利药、独家生产药品建立多方参与的谈判机制形成价格;对医保目录外的血液制品、国家统一采购的预防免疫药品、国家免费艾滋病抗病毒治疗药品和避孕药具,通过招标采购或谈判形成价格;麻醉药品和第一类精神药品,仍暂时实行最高出厂价格和最高零售价格管理。2015年10月,国家卫生计生委(以下简称“卫计委”)等16个部门建立了协调机制,组织开展首批国家药品价格谈判试点工作,谈判主要针对的是国内专利药品和独家生产药品。2016年5月20日,国家卫计委公布了首批国家药品价格谈判结果,其中慢性乙肝一线治疗药物“替诺福韦酯”、非小细胞肺癌靶向治疗药物“埃克替尼”和“吉非替尼”与此前公立医院的采购价格相比,谈判价格降幅均在50%以上。从长期看,中国将着手从体制上解决药品价格虚高的问题,并进行了积极探索,预计未来药品价格将呈现下行趋势,对一些价格高昂的专利药和独家品种,预计价格将有较大降幅。

(5) 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,随着生产端去产能和消费端调结构的各项政策陆续颁布且落地,药品价格下降趋势仍将持续,具备资金优势、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。对于有新产品纳入新版医保目录的医药制造企业来说,销售增长可期;两票制、医药分家、阳光采购等医药流通领域的政策有可能传导至上游制造行业,为做大收入同时提高终端控制力度,医药综合类企业可能将加快医药流通业务的布局。

总体看,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。

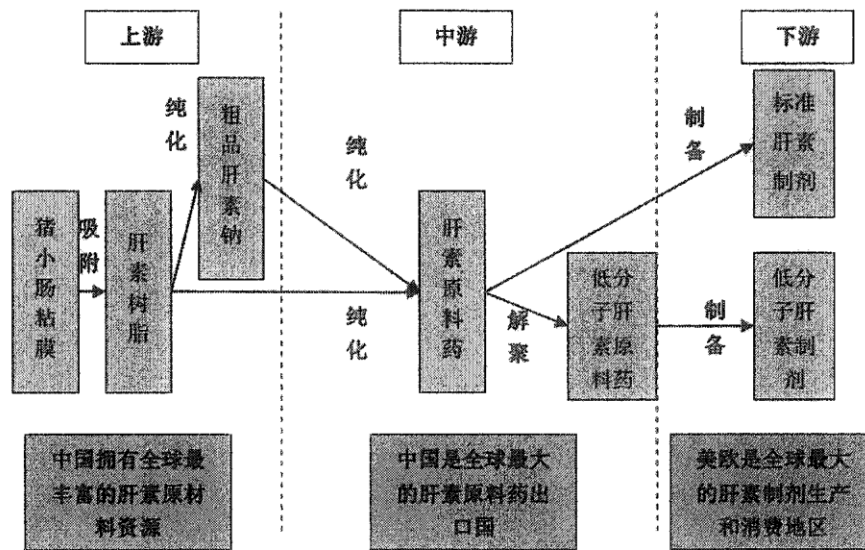
2. 肝素钠原料药

(1) 肝素产业链

肝素英文名为 Heparin, 简称为 Hep。肝素因首先从肝脏发现而得名,天然存在于肥大细胞,主要从猪小肠粘膜提取。生产企业首先需要从生猪小肠粘膜中提取并制成肝素粗品,因肝素粗品中含有杂蛋白,不能直接应用于临床治疗,需进一步提取纯化加工成肝素原料药,肝素原料药可直接用于制成标准肝素制剂,或进一步加工制为低分子肝素原料药,最终制成低分子肝素制剂。标准肝素制剂和低分子肝素制剂可直接应用于临床治疗。

肝素产业在过去 70 余年的发展过程中,已形成一条完整的产业链,其中肝素原料药是该产业价值链中非常重要且不可或缺的中间环节,而肝素类制剂(包括低分子肝素制剂)为该产业链上的最终产品。全球肝素产业链及产业分布可简要归纳如下:

图3 肝素产业链示意图



资料来源：联合评级搜集整理

根据肝素产业链上下游实际情况，肝素产品主要包括肝素树脂、粗品肝素钠、肝素原料药、低分子肝素原料药、标准肝素制剂和低分子肝素制剂。

(2) 肝素原料药

肝素原料药处于肝素产业链中游。首先生产企业从健康生猪的小肠粘膜中提取并制成粗品肝素钠，由于含有杂蛋白等杂质，需经进一步提纯后成为肝素原料药。肝素原料药通常以钠盐或钙盐的形式存在，称为标准肝素钠（Heparin Sodium）或标准肝素钙（Heparin Calcium），在实际使用中以标准肝素钠为多。肝素原料药主要用于生产标准肝素制剂或低分子肝素原料药，后者可进一步用于低分子肝素制剂的生产。

肝素原料药的主要质量指标为效价，含义为每毫克（mg）肝素原料药中的肝素活性单位（IU）的数量。每毫克肝素原料药含有的活性单位越多，表示其抗凝血的生物活性越强。用于直接制备成肝素类制剂的肝素原料药，其效价指标需符合各国药典的标准；用于进一步生产低分子肝素原料药的肝素原料药，其效价指标需符合低分子肝素制剂企业要求的特定标准。

(3) 我国肝素类产品出口情况

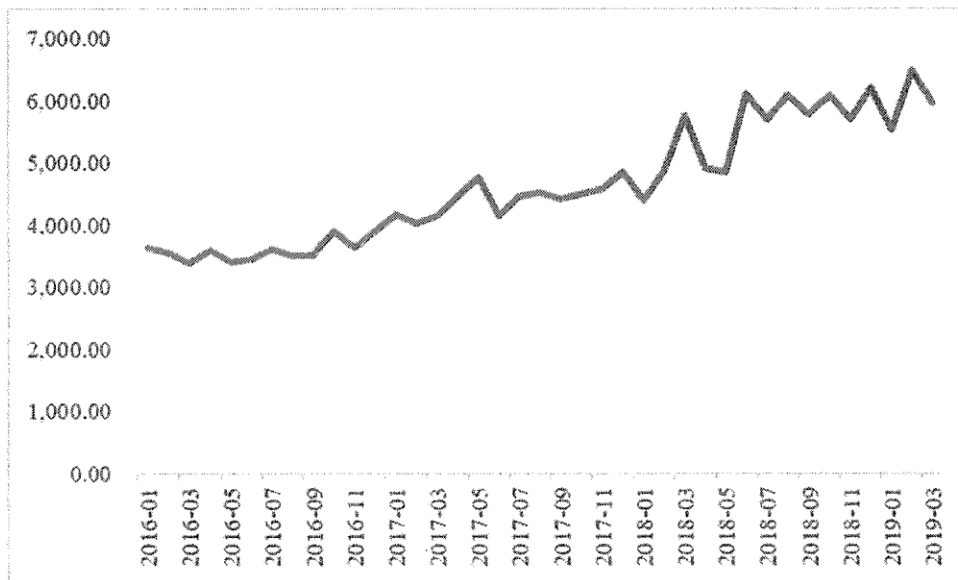
我国是全球最大的肝素类产品出口国，主要包括肝素粗品、肝素原料；而肝素类制剂基本在国内销售，只有少量出口到亚非拉等发展中国家。由于全球肝素类制剂生产企业主要为美欧国家的大型制药公司，我国临床使用的肝素类制剂，特别是低分子肝素制剂，也大部分从国外进口。

我国肝素原料药的生产始于上世纪70年代。2007年，我国肝素类产品出口量已经达到89.45吨，出口额达到1.38亿美元；2008年，受“百特事件”（美国百特公司使用中美合资常州凯普公司原料生产的“肝素钠注射液”，在美国引起严重药品不良反应的事件）和金融危机的影响，我国肝素类产品的出口仅为65.09吨；之后随着“百特事件”影响的消退，我国肝素类产品出口呈现价量齐升的态势，2017年，我国肝素类产品的出口量为177.64吨，出口金额约7.89亿美元，同比分别增长4.41%和20.53%。2018年累计出口量达205.18吨，同比增长10.67%。

2011年至2016年中旬，肝素价格从景气高点的11,000美元/kg下降至2016年的3,400美元/kg。主要是肝素原料药企业扩产，供给增加；同时下游制剂企业出于对于仿制药替代和口服抗凝剂替代的担忧减少了对肝素原料药的采购，库存周期不断下降所致。2016年中旬至今，下游企业

考虑到制剂的稳定增长，进入新一轮的补库存周期，而上游肝素粗品由于生猪屠宰的减少，供给减少。肝素粗品和原料药由于供需失衡，进入新一轮景气周期。2018年12月份我国肝素出口均价为6,201.63美元/kg，同比增长27.80%。

图4 近年来我国肝素类产品出口均价（单位：美元/kg）



资料来源：Wind

总体看，我国是肝素钠原料药出口大国，近年来出口数量稳定增长，出口单价自2015年后有所回升。

(4) 肝素原料药行业市场化程度及竞争格局

美国主要的肝素原料药生产企业包括Pfizer、SPL等。Pfizer生产的肝素原料药主要用于自身肝素类制剂的制备，少量对外销售。欧洲主要的肝素原料药生产企业包括Sanofi、Leo、Bioiberica等。其中，Sanofi和Leo公司生产的肝素原料药主要用于自身肝素类制剂的制备，Bioiberica为欧洲主要的肝素原料药供应商。

我国企业生产的肝素原料药主要出口至美国和欧洲等发达国家和地区。由于全球肝素类药品的需求巨大且持续增长，而美欧地区本身的肝素原料药资源已接近被完全利用，因此我国企业与美欧地区肝素原料药企业的竞争较小，行业内竞争主要为国内企业间的竞争。

根据CFDA网站信息，截至2017年底，我国持有CFDA颁发的肝素原料药（包含肝素钠与肝素钙）生产批准文号的企业有34家。行业内主要企业主要包括健友股份、深圳市海普瑞药业集团股份有限公司、常州千红生化制药股份有限公司、河北常山生化药业股份有限公司、烟台东诚药业集团股份有限公司等。

总体看，全球肝素类产品需求巨大，政策向好，未来发展前景良好。

(5) 肝素制剂

作为临床应用最广泛和最有效的抗凝血、抗血栓药物之一，肝素类药物在抗血栓医药市场上占据重要地位。全球老龄化加剧、肥胖人群规模不断增长以及新兴医药市场的快速发展将推动全球肝素类药物市场需求持续增加，具有极强抗凝血和抗血栓能力的肝素类药物市场具有较好的发展潜力。

近几年我国低分子肝素制剂销售保持快速增长，样本医院销售额由 2012 年的 6.64 亿元增长到 2017 年的 12.99 亿元，CAGR 为 14.38%，其中 2017 年同比增长 16.61%；2018 年 Q1-Q3 销售额达到 10.92 亿，同比增长 35.6%。

我国低分子肝素市场使用覆盖率相对较低，但发展非常快速，生产企业较多，低分子肝素制剂之前一直未进行分类管理。2010 年 11 月 15 日，国家药品监督管理局审评中心发文，建议低分子肝素注册进行分类申报，同时对国内已上市的低分子肝素制剂在一定的时间内根据其工艺等进行细分，质量标准进行提高。目前，除进口原研药外，国内获批的低分子肝素制剂情况如下：

表 3 国内获批的低分子肝素制剂情况（单位：个）

产品	企业数量	批文数量
低分子肝素钠	6	16
低分子肝素钙	6	13
依诺肝素钠	8	21
那屈肝素钙	6	16
达肝素钠	4	7

资料来源：CFDA

从竞争格局来看，目前国内各低分子肝素制剂中赛诺菲、葛兰素、辉瑞的进口产品仍处于统治地位，健友股份、深圳市天道医药有限公司等国内低分子肝素制剂生产商处于对进口产品的快速替代的发展趋势之中。

表 4 国内低分子肝素制剂市场竞争格局（单位：个、亿元、%）

产品名称	企业家数	2017 年样本市场规模	增长率	2018 年 Q1-Q3 市场规模	增长率
低分子肝素钠	5	1.58	1.77	1.26	5.12
低分子肝素钙	7	4.14	4.92	3.25	4.22
依诺肝素钠	8	3.2	19.35	3.63	29.28
那曲肝素钙	5	2.05	19.45	1.81	17.43
达肝素钠	4	0.98	48.07	0.97	35.62
合计/平均	29	11.95	13.19	10.92	16.40

数据来源：中国产业信息网

总体看，肝素制剂市场前景良好，国内质量标准有所提升，国内低分子肝素制剂生产商将加速对进口产品的替代。

四、基础素质分析

1. 规模及竞争力

公司是中国肝素原料药生产的主要企业之一，是国内少数同时通过美国 FDA 和欧盟 EDQM 认证的肝素原料药生产企业之一，同时拥有三种低分子肝素制剂批件，肝素原料药的市场占有率处于领先地位，与 Sanofi、Pfizer、Sandoz、Sagent 等主流肝素类制剂公司建立了长期稳定的合作关系，形成了有效的客户黏性。

公司及子公司健进制药有限公司（以下简称“健进制药”）共拥有三条通过美国 FDA 审核的无菌注射剂生产线，是国内少数几家无菌注射剂产品可以在美国上市的企业之一。健进制药首个无菌制剂产品于 2013 年出口美国，是中国第一批无菌注射剂直接销往美国的企业；健进制药研发

中心于 2016 年零缺陷通过美国 FDA 认证检查,成为中国第一批通过美国 FDA 认证的无菌制剂研发机构。目前,公司已有卡铂注射液、阿曲库铵注射液等产品在美国市场销售。未来随着在申报和在研品种等在美国不断上市,美国无菌注射液销售有望成为公司业务的重要增长点。

总体看,公司作为肝素钠原料药的头部企业,具有较高的品牌认知度,在肝素钠原料药领域拥有质量管理、客户资源优势,市场竞争力强。未来,随着公司开展无菌注射剂等领域的业务布局,公司竞争力或将得到持续提升。

2. 研发情况

公司近年来陆续被认定为江苏省粘多糖类生化药物工程技术研究中心、江苏省企业技术中心、省级工程中心。公司拥有 FDA 认证的研发中心,为中国第一批通过美国 FDA 认证的无菌制剂研发机构,同时公司目前拥有超过 300 人的研发团队,其中硕士及博士人员占比超过 60%。截至 2018 年底,公司共有在研项目 51 项,其中已申报项目 14 项,主要研发产品包括抗感染、抗肿瘤、泌尿系统、抗凝血、麻醉药等。2016~2018 年,公司研发费用分别为 0.49 亿元、0.77 亿元和 1.01 亿元,占营业收入比例分别为 8.43%、6.94%和 5.95%。

2018 年公司通过高新技术企业资格认定,并取得编号为 GR201832002859 的“高新技术企业证书”,有效期 3 年,根据《中华人民共和国企业所得税法》、《中华人民共和国企业所得税法实施条例》、《高新技术企业认定管理办法》(国科发火〔2016〕32 号)等相关规定,公司所得税税率自 2018 年起三年减按 15%计缴。

截至 2019 年 4 月 25 日,公司已获批 11 个注射剂 ANDA。其中,公司生产的肝素钠注射液于 2018 年 12 月获美国 FDA 批准上市、于 2019 年 3 月获英国药监机构(MHRA)上市许可(MA),为公司肝素制剂的国际化布局奠定基础;此外,公司拥有卡铂注射液、阿糖胞苷注射液、博来霉素注射液、氟尿嘧啶注射液等抗肿瘤产品 ANDA,注射剂产品管线较为丰富。

总体看,公司研发人员储备充足,研发储备丰富,新产品结构较为多元化。

3. 人员素质

截至 2018 年底,公司有董事、监事、高级管理人员共 10 名,管理团队整体素质高。

公司董事长兼总经理唐咏群先生,1975 年出生,硕士研究生学历,美国国籍;1996 年至 2004 年在美国富士通、朗讯和阿尔卡特公司担任工程师、高级工程师、项目经理等职务;2004 年回国担任本公司副总经理,负责公司科研、生产和国际市场开拓;2008 年起至今,任公司董事长、总经理。

公司董事、常务副总经理、财务总监兼董事会秘书黄锡伟先生,1970 年出生;2010 年 7 月起任亚信联创集团股份有限公司首席运营官、董事。2011 年起至今,任公司董事、常务副总经理、董事会秘书及财务负责人。

截至 2018 年底,公司在职员工合计 1,615 人。按专业构成划分,技术人员占比 55.48%,生产人员占比 26.01%,行政人员占比 11.46%,财务人员占比 3.59%,销售人员占比 3.47%;按学历构成划分,本科及以上学历占比 43.41%,专科学历占比 14.24%,其他学历占比 42.35%。

总体看,公司高级管理人员拥有较长行业从业经历和丰富的经营管理经验,整体素质较高;公司员工学历和专业构成能够满足公司经营发展的需要。

五、公司管理

1. 公司治理

公司根据《公司法》及其他有关法律、行政法规和规范性文件的规定，设立股东大会、董事会、监事会和总经理的法人治理结构。股东大会是公司最高权力机构，董事会是公司执行机构，监事会是监督层，总经理负责公司的日常经营管理。股东大会、董事会、监事会和总经理按照《公司章程》规定各司其职，各负其责。

依据公司章程，公司设股东会，由全体股东组成，股东会作为公司最高权力机构行使决定公司经营方针和投资计划、审议批准董事会、监事会的报告等股东会职权，股东会定期会议每半年召开一次。

公司董事会由6人组成，其中独立董事2名，不设职工代表董事，董事每届任期三年，期满可连选连任，董事会设董事长1人，由公司半数以上董事选举产生，董事会负责召集股东会并向股东会报告工作、执行股东会决定、决定年度经营计划和投资方案等相关工作。

公司设监事会，监事会由3名监事组成，设监事会主席1名，监事每届任期3年，期满可连选连任，监事会设副主席1名，监事会行使对董事会定期报告进行审核并提出书面审核意见、检查公司财务等职权。

公司设总经理1名，由董事会决定聘任或解聘，总经理对董事会负责，负责公司生产经营管理工作。

总体看，公司法人治理结构完善，可以满足其日常经营所需。

2. 管理体制

公司设立了采购部、生产部、质量保证部、营销中心、内审监察部等职能部门，并根据经营发展需要制定了各项管理制度。

财务管理方面，公司拥有独立的财务部门，按照《会计法》、《企业会计准则》及其他财务会计法规、条例，结合自身实际情况，制订了财务管理制度等内部财务会计制度，建立了独立的财务核算体系，制定了财务会计制度和对子公司的财务管理制度，配备了专业的财务人员，开设了独立的银行账户，不存在与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业共用银行账户的情况，依法独立申报纳税和缴纳税款，独立作出财务决策，自主决定资金使用事项，公司与关联方在财务上严格分开，独立运行。

针对公司产品的生产工艺特点、监管要求，公司建立了相关质量控制体系，对员工培训、供应商资格认定、物料购入、物料验收、取样检测、生产工艺过程控制、中间体质量控制、成品检验及放行等影响产品质量的所有关键环节均制定了管理制度，并对各关键环节进行重点监控，以保证产品质量。公司质量部履行cGMP和GMP规定的职责，并设置专人负责留样观察、质量档案等方面的工作。

公司已建立安全标准化管理体系并按文件规定开展各项安全管理工作，公司制定了《安全管理制度》和《操作规程》等制度文件，明确了安全方针和目标，修订、完善和落实《安全生产责任制》。

总体看，公司已建立起适合自身特点的管理模式和制度体系，为公司可持续发展提供了内部制度保障。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事肝素钠原料药研究、生产及销售，核心产品为肝素钠原料药。

2016~2018年，公司营业收入呈逐年增长态势，年均复合增长70.94%，主要系标准肝素原料药销售量及销售价格齐升所致；公司营业利润分别为1.61亿元、3.52亿元和4.60亿元，净利润分别为2.57亿元、3.14亿元和4.25亿元，均呈大幅增长态势。近三年，主营业务收入占比均在96%以上，公司主营业务突出。

分产品类型来看，2016~2018年，标准肝素原料药是公司主要收入来源，其收入逐年增长，年均复合增长58.55%，2018年达到11.84亿元，收入占比69.69%；国内制剂收入逐年增长，年均复合增长157.48%，主要系公司积极开拓国内制剂市场所致，2018年达到3.58亿元，占比21.05%；其他板块收入也均呈现逐年增长趋势，但收入占比较小。

表5 2016~2018年公司主营营业收入及毛利率情况（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
标准肝素原料药	4.71	81.29	40.78	9.19	82.74	45.65	11.84	69.69	40.55
国内制剂	0.54	9.32	48.13	1.09	9.79	67.88	3.58	21.05	81.69
国外制剂	0.22	3.72	46.13	0.36	3.20	-9.37	0.41	2.41	31.56
CDMO	0.23	4.00	46.18	0.35	3.18	54.11	0.92	5.42	41.82
其他	0.10	1.66	58.49	0.12	1.09	60.21	0.24	1.43	72.28
合计	5.79	100.00	42.18	11.10	100.00	46.49	16.99	100.00	49.51

资料来源：公司提供

注：CDMO业务指合同开发和生产业务；2016年CDMO收入由其他业务收入转入，因此2016年主营业务收入与毛利率与年报披露不一致

从毛利率水平看，2016~2018年，公司综合毛利率逐年上升，分别为42.18%、46.49%和49.51%，主要系国内制剂毛利率逐年提升等影响所致。分产品来看，2016~2018年，标准肝素原料药毛利率存在一定波动，2017年毛利率较上年上升4.87个百分点，主要系公司基于据有优势的原材料战略储备情况积极开拓优质国际客户，销量相应增长，量价齐升带来公司毛利率提高所致；2018年毛利率较上年下降5.10个百分点，主要系2018年肝素粗品原材料价格持续上涨所致。2016~2018年，国内制剂业务毛利率逐年提升，2018年达到81.69%，较上年上升13.81个百分点，主要系公司肝素制剂产品销售价格有所上升所致。其他业务毛利率存在一定波动，但由于收入占比较小，对公司综合毛利率影响不大。

从销售区域来看，2016~2018年，公司境内境外收入均呈现逐年增长趋势，境内收入占比逐年提升，2018年境内收入占比27.88%，境外收入占比72.12%。

表6 2016~2018年营业收入来源区域分布情况（单位：万元、%）

项目	2016年		2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
境内	6,811.18	11.75	13,668.76	12.31	47,349.71	27.88
境外	51,137.40	88.25	97,381.10	87.69	122,512.27	72.12
合计	57,948.58	100.00	111,049.86	100.00	169,861.98	100.00

资料来源：公司提供

2019年1~3月，公司实现营业收入6.10亿元，同比增长40.02%，主要系外销订单增加，内销市场进一步扩大所致；净利润1.49亿元，同比增长22.38%，增幅小于营业收入增长增幅主要系原材料价格进一步增长所致。

总体看，近三年，公司主营业务突出，销售收入逐年增长，收入主要来自国外客户，但国内收入占比逐年提升；综合毛利率水平逐年提升且处于较高水平。

2. 肝素钠（原料药）业务

（1）原材料采购

公司生产所需主要原材料为肝素粗品，肝素粗品由猪小肠黏膜提取加工而成，主要通过从供应商采购取得。肝素粗品的供给情况主要取决于生猪出栏量、小肠资源利用率以及肝素粗品的收率水平。我国生猪养殖和屠宰量占全球总量50%以上，拥有全球最丰富的猪小肠资源，但我国生猪集约化养殖比例较低，小肠资源利用率水平和发达国家相比仍有一定差距。由此导致肝素粗品生产企业相对于发达国家而言产业集中度较低。

公司采购模式分为一般采购模式和集中洗脱模式。在一般采购模式下，肝素原料企业直接向供应商采购肝素粗品，即从“树脂洗涤”到“干燥”等程序均在供应商处进行。在集中洗脱模式下，由公司统一采购树脂、蛋白酶等辅料，提供给体系内长期合作的肝素粗品供应商进行小肠黏膜的加工，公司派遣专人至现场予以技术指导和质量监测，待酶解、吸附完成后将树脂运回工厂进行洗涤和集中洗脱，树脂可以循环多次使用。通过将洗脱环节收拢至公司的方式，除有效提升洗脱效率外，有利于保证对原材料来源的追溯和杂质的控制。该模式下的供应商均为经过公司考核的长期供应商，公司为保证供应链稳定，对其供应的原材料会有相对稳定的采购量，同时，此种方式给上游供应商带来生产工序上的节省，深化了公司与供应商的长期合作，有利于公司加强对供应商的管理。此外，集中洗脱模式也加强了公司产品的可溯性。2016~2018年，公司肝素粗品采购总额分别为6.12亿元、9.96亿元和13.19亿元，呈现逐年增长趋势。

对于肝素粗品采购，公司一般根据年度销售计划、生产计划，制定年度采购计划；同时，公司为降低肝素粗品价格上涨或供应短缺风险，在满足生产及销售需求的情况下，会参考肝素粗品的市场环境，适时加大肝素粗品的采购。由于肝素粗品供应商众多，市场化程度较高，公司采购的肝素粗品均按照不同质量参数下的市场价格确定。针对集中洗脱模式下的肝素粗品采购，公司通常会在洗脱完成并验收入库后的30日内付款；一般模式下的肝素粗品采购，公司通常会即时支付。

从供应商集中度来看，2016~2018年，公司前五大供应商均为原料药采购供应商，集中度分别为41.91%、41.34%和49.49%。由于公司原料药主要出口销售，对供应原料的质量要求高，根据药品质量可追溯性的要求，公司肝素原料药的国内供应商全部为环保合格的大型肉制品相关企业，因而采购集中度较高。

表7 2016~2018年公司前五大供货商（单位：万元、%）

年份	供应商名称	采购额	占采购总金额的比例
2016年	第一大供应商	14,079.63	20.83
	第二大供应商	4,729.24	7.00
	第三大供应商	3,749.23	5.55
	第四大供应商	3,035.92	4.49
	第五大供应商	2,732.38	4.04
	合计	28,326.40	41.91

2017年	第一大供应商	20,072.26	17.33
	第二大供应商	14,019.35	12.1
	第三大供应商	4,902.12	4.23
	第四大供应商	4,563.19	3.94
	第五大供应商	4,326.85	3.74
	合计	47,883.77	41.34
2018年	第一大供应商	40,312.39	27.18
	第二大供应商	15,671.31	10.57
	第三大供应商	7,423.17	5.01
	第四大供应商	5,749.42	3.88
	第五大供应商	4,232.30	2.85
	合计	73,388.59	49.49

资料来源：公司提供

注：经企业确认，2017~2018年数据采用企业提供数据，与当年年报披露不符

总体看，公司原材料主要为肝素粗品，集中洗脱模式在一定程度上增强了公司原材料的供应稳定性和可溯性，供应商集中度较高，对单一供应商有一定依赖。

(2) 产品生产

公司主要产品为标准肝素原料。公司采取以销定产为主、结合库存和市场总体情况确定产量的生产模式。生产过程中，公司严格遵守 cGMP 和国家 GMP 标准的要求，保证药品质量及药品的安全性、有效性。同时，结合公司直接对接国际主流肝素类制剂生产企业的经验，进一步提高生产管理水平。

产能方面，2016~2018年，公司主要产品标准肝素原料产能无变化，均为 3.31 万亿单位/年。产量方面，标准肝素原料产量波动增长，年均复合增长 7.84%，主要系配合销量增长同时部分标准肝素原料投入到国内制剂生产所致；2017年产量较上年增长 11.97%，主要系 2017年销售量大幅增长所致；产能利用率均大于 100%，主要系公司延长生产时间、加大生产力度等以满足下游客户需求的扩张及自身制剂的生产需求所致。

表 8 2016~2018 年公司标准肝素原料产能产量情况（单位：亿单位、%）

项目	2016年	2017年	2018年
产能	33,100.00	33,100.00	33,100.00
产量	36,534.00	40,907.53	42,487.82
产能利用率	110.37	123.59	128.36

资料来源：公司提供

注：上表未区分投入自用和外销的数据

总体看，近三年，公司标准肝素原料产能未变化，受需求影响，产量大幅提升，产能利用率水平很高。

(3) 产品销售

在肝素原料销售模式上，公司采取以“直接销售为主、经销商销售为辅”的模式。

美欧地区是全球最主要的肝素制剂用药市场和肝素原料进口市场，由于药政管理要求严格以及技术壁垒较高，美欧肝素制剂生产企业的数量有限，市场集中度较高。以生产低分子肝素制剂的 Sanofi、Pfizer、Sandoz 等公司以及生产标准肝素制剂的 APP、Sagent 等公司为代表，美欧市场中的少数医药公司具有一定的产品溢价并占据大部分市场份额。

由于肝素原料药的供给受到肝素原材料资源的限制，其中高品质的原料药更受制于较高的技术工艺门槛以及严格的质量控制要求，供应增长相对有限。基于行业特性，美欧肝素制剂生产企

业与原料药供应商一旦确立合作关系后，出于全程可追溯性等药政监管要求以及对交易成本和产品质量的考虑，往往倾向于维持稳定的合作关系。

公司为 Pfizer 全球主要的标准肝素原料药供应商；Sagent 在美国境内销售的标准肝素制剂所需原料药仅向公司购买，仅在公司无法供应的情况下才可寻求其他供应商；公司是全球肝素制剂龙头企业 Sanofi 的长期合格供应商，2017 年公司凭借前瞻性的战略库存储备在高品质肝素原料药供应紧张的时期恢复了向 Sanofi 的销售。整体上，公司与 Sanofi、Pfizer、Sandoz、Sagent 等主流肝素类制剂公司建立了长期稳定的合作关系，形成了有效的客户黏性。

公司与主要客户签订长期供货协议，通常情况下，公司与客户定期确定供货协议有效期内的年度供应量和价格，客户一般按照月度或者季度向公司发订单，公司根据订单向客户供货以及收取货款。公司出口的产品一般采用电汇 T/T 等结算方式，并视客户的采购金额、合作历史等情况给予一定的账期，以外币结算。

从主要产品销售情况来看，2016~2018 年，公司标准肝素原料销量逐年增长，年均复合增长 20.97%；由于 2017 年起，上游肝素粗品行业整体供应不足，公司生产成本上涨，加之公司对下游客户具有一定议价能力，主动上调产品售价，公司销售均价逐年提升，2018 年达到 30,830.01 元/亿单位；公司产销率逐年提升，2018 年达到 90.37%。

表 9 2016~2018 年公司标准肝素原料销售情况（亿单位、元/亿单位，万元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
销量	26,238.00	35,873.90	38,395.66
销售均价	17,953.73	25,612.57	30,830.01
销售额	47,107.00	91,882.27	118,373.85
产销率	71.82	83.61	90.37

资料来源：公司提供
注：上表数据全部为外销数据

由于收入主要来自于国外，公司主要使用金融市场工具，包括利用出口押汇，远期外汇交易等工具来降低汇率波动产生的汇兑损失风险。

从客户集中度来看，公司主要客户为境外生产型企业，2016~2018 年，前五大客户销售额占销售收入的比重分别为 78.72%、74.83%和 64.47%，集中度高但呈下降趋势。

表 10 2016~2018 年公司前五大客户（单位：亿元、%）

年份	客户名称	销售金额	占比
2016 年	第一名客户	28,110.18	48.31
	第二名客户	7,524.66	12.93
	第三名客户	3,884.95	6.68
	第四名客户	3,144.42	5.40
	第五名客户	3,143.69	5.40
	合计	45,807.90	78.72
2017 年	第一名客户	41,493.73	37.29
	第二名客户	20,549.14	18.47
	第三名客户	8,961.03	8.05
	第四名客户	6,452.65	5.80
	第五名客户	5,803.37	5.22
	合计	83,259.92	74.83

2018年	第一名客户	48,496.99	28.52
	第二名客户	37,989.98	22.34
	第三名客户	11,839.25	6.96
	第四名客户	6,365.74	3.74
	第五名客户	4,927.46	2.90
	合计	109,619.42	64.47

资料来源：公司提供

注：经企业确认，2018年数据采用企业提供数据，与当年年报披露不符

总体看，近三年，公司产品销量逐年增长，销售均价逐年上升，整体销售情况良好，销售集中度较高。

3. 制剂板块

公司制剂主要产品包括依诺肝素钠注射液、那曲肝素钙注射液和达肝素钠注射液等。

在肝素制剂的销售模式上，公司目前主要以国内经销商代理为主，由全国各地专业经销商将肝素制剂推向终端医院销售市场。目前，公司肝素制剂经销商已经覆盖全国各主要省区。截至2018年底，公司肝素制剂经销商共809家。

公司均直接与经销商发生交易（未按行政区域级别等标准划分经销商级次），全部采用买断式销售，产品送至经销商指定地点后，产品权利义务即发生转移。公司与经销商并无其他返利政策和利益分配机制，双方交易价格根据公司指导协商确定。公司经销商的最终客户主要为各类医院，截至2018年底，公司经销商涵盖29个省级行政单位，医院2,132余家。

公司制剂生产所需的原材料主要为肝素原料药，为保证原材料质量、可溯源性，降低原材料采购成本，目前肝素相关制剂的原料药均为公司自产。公司制剂药采用以销定产的生产模式，根据年度销售计划及库存量制定年度生产计划，每月根据销售提供的当月预测销售量及仓库库存量制定月度生产计划及班次计划，按照班次计划组织生产。

2016~2018年，制剂产产能未发生变化，截至2018年底，产能为10,000万只/年；2016~2018年，国内低分子肝素制剂产量逐年增长，年均复合增长18.46%，产能利用率低，2018年仅为17.50%。2016~2018年，随着公司积极拓展销售，国内低分子肝素制剂销量逐年提升，年均复合增长92.07%，2018年达到1,172.81万只，产销率逐年提升。从销售均价上看，国内低分子肝素制剂销售均价逐年增长，年均复合增长33.95%，主要系受原材料涨价而提价所致，2018年达到30.38元/只。

表11 2016~2018年公司国内低分子肝素制剂销售情况（万只/年、万只、%、万元、元/只）

项目	2016年	2017年	2018年
产能	5,000	5,000	5,000
产量	623.43	653.00	874.90
产能利用率	12.47	13.06	17.50
销量	317.90	543.29	1,172.81
产销率	50.99	83.20	134.05
销售均价	16.99	20.02	30.48

资料来源：公司提供

总体看，近三年，公司制剂产销量持续增长，成为公司营业收入来源的重要补充，是肝素药物产业链的有效延伸，但产能利用率仍处于较低水平。

4. CDMO 业务

公司 CDMO 业务为对有无菌注射剂研发、生产需求的客户提供制剂端一站式的产业服务。客户以全球知名的药企和有全球产业化诉求的国内大型药企为主。业务执行上，针对不同客户，公司以项目组为核心提供差异化、定制化的研发、申报、生产服务，利用公司较强的全球化研发、申报经验和高质量的生产、制造体系与客户开展深度合作提供多方位的服务。

2018 年，公司 CDMO 业务实现收入 0.92 亿元，较上年增长 162.86%，占营业收入的比重为 5.42%，有利于分散业务单一风险。

总体看，公司 CDMO 业务快速增长，是公司主营业务的良好补充。

5. 经营效率

2016~2018 年，公司应收账款周转次数分别为 8.30 次、7.13 次和 8.21 次；受存货大幅增加影响，公司存货周转次数逐年下降，分别为 0.70 次、0.60 次和 0.53 次；总资产周转次数波动提升，分别为 0.41 次、0.53 次和 0.56 次。

从同行业比较情况来看，公司应收账款周转率、总资产周转率处在行业领先水平，存货周转率处在行业下游水平。

表 12 2018 年同行业可比上市公司经营效率情况指标（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
千红制药	5.10	3.06	0.42
常山药业	4.59	0.45	0.45
东诚药业	2.96	1.69	0.38
海普瑞	5.22	2.42	0.36
上述平均值	4.47	1.90	0.40
健友股份	8.38	0.53	0.56

资料来源：Wind

注：本表上市公司营运数据引自 Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径存在一定差异

总体看，公司经营效率尚可。

6. 经营关注

(1) 原材料价格波动风险

2016 年以来，公司上游原材料肝素粗品原料和猪小肠价格持续上涨，给公司成本控制带来压力。若未来原材料价格持续上涨，依然存在价格上涨到一定程度无法完全对外转嫁的风险，不利于生产成本控制，进而对公司的经营业绩产生影响。同时，公司存货规模较大，若肝素市场发生重大波动，相关产品市场价格急剧下降，公司存货存在一定减值风险。

(2) 现有产品结构有待改善

公司现阶段核心产品为肝素钠原料药，其他产品包括肝素类制剂等。尽管公司正在进行新产品的研发，但现有产品结构仍较为单一若未来出现市场竞争加剧、下游需求下降等外部环境恶化的情况，将会对公司的经营产生不利影响。

(3) 客户集中风险

公司对欧美主流肝素制剂生产企业的销售占比较大。尽管公司将贯彻实施客户维护及开发计划的相关措施，但鉴于肝素类药品的市场格局以及药政管理要求等因素所产生的原料行业特点，

公司仍面临销售客户集中的风险。

(4) 海外销售风险

公司产品绝大部分出口，且合并报表范围内有部分位于国外的子公司，人民币汇率波动将带来汇兑损失风险。近年来，国际贸易形势严峻，尤其是中美贸易摩擦逐步升级，如果公司主要出口国的政治、经济、社会形势以及贸易政策发生重大变化，将对公司的海外销售产生一定影响。

(5) 制剂业务产能利用率较低

2016~2018年，国内低分子肝素制剂产能利用率低，分别为12.47%、6.53%和8.75%。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2014~2016年度三年连审合并财务报表由天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；公司提供的2017~2018年度财务报表由中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。本报告财务分析部分中的2016年度和2017年度财务数据分别引自2017年度和2018年度经审计的财务报告期初数，2018年度财务数据引自2018年度经审计的财务报告期末数。公司2019年1~3月财务数据未经审计。

公司采用财政部于2018年6月15日发布《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）对一般财务报表格式进行了修订。

近三年，公司合并范围未发生变更。截至2018年底，公司合并范围内子公司共5家，公司财务数据的可比性强。

截至2018年底，公司合并资产总额34.02亿元，负债合计9.81亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计24.21亿元，归属于母公司的所有者权益24.21亿元。2018年，公司实现营业收入17.00亿元，净利润（含少数股东损益）4.25亿元，归属于母公司所有者的净利润4.25亿元；经营活动产生的现金流量净额0.62亿元，现金及现金等价物净增加额2.18亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额35.73亿元，负债合计10.02亿元，所有者权益（含少数股东权益）25.71亿元，全部归属于母公司所有者权益。2019年1~3月，公司实现营业收入6.10亿元，净利润（含少数股东损益）1.49亿元，全部归属于母公司所有者净利润；经营活动产生的现金流量净额-1.88亿元，现金及现金等价物净增加额-0.64亿元。

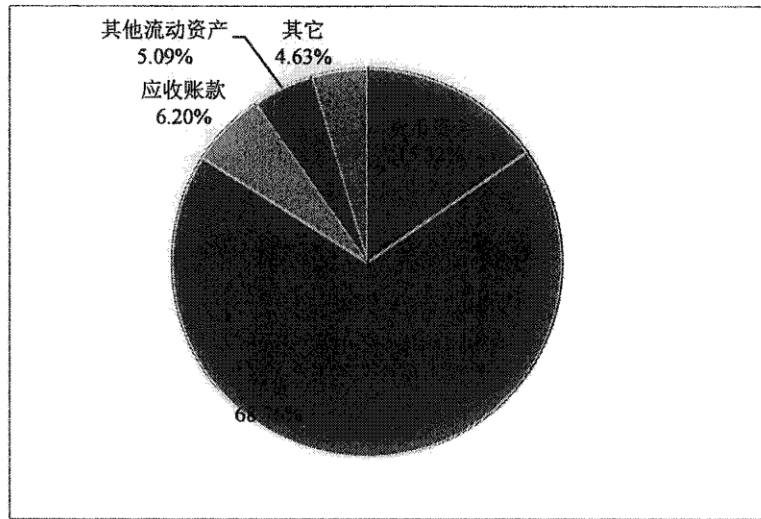
2. 资产质量

2016~2018年，公司资产规模呈逐年增长态势，年均复合增长49.48%，主要系流动资产增长所致。截至2018年底，公司资产合计34.02亿元，较年初增长26.26%，其中流动资产28.38亿元（占83.41%），非流动资产5.64亿元（占16.59%），资产结构以流动资产为主。

流动资产

2016~2018年，公司流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长64.14%，主要系货币资金和存货增加所致。截至2018年底，公司流动资产合计28.38亿元，较年初增长29.48%；公司流动资产主要由货币资金（占15.32%）、应收账款（占6.20%）、存货（占68.76%）和其他流动资产（占5.09%）构成，具体情况如下图所示。

图 5 截至 2018 年底公司流动资产构成图



资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司货币资金呈波动增长态势，年均复合增长 27.93%。截至 2018 年底，公司货币资金账面价值为 4.35 亿元，较年初增长 494.59%，主要系公司理财到期回收所致。公司货币资金主要由银行存款（占 50.35%）和其他货币资金（占比 49.63%）构成，其余为库存现金；其中受限使用资金为 1.47 亿元，主要是外汇交易保证金、结构性存款、存利盈存款，占期末货币资金的比例为 33.84%，受限比例较高。

2016~2018 年，公司应收账款呈波动增长态势，年均复合增长 52.18%。截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 1.76 亿元，较年初降低 23.34%，主要系 2018 年客户结构发生部分变化使得当年账期降低所致。公司的应收账款全部采用账龄法计提坏账准备，截至 2018 年底，应收账款账龄在一年以内的占 99.69%，账龄较短，累计计提坏账准备 363.79 万元。截至 2018 年底，公司应收账款前五名客户应收款项占应收账款余额的 62.82%，公司应收账款客户集中度较高。

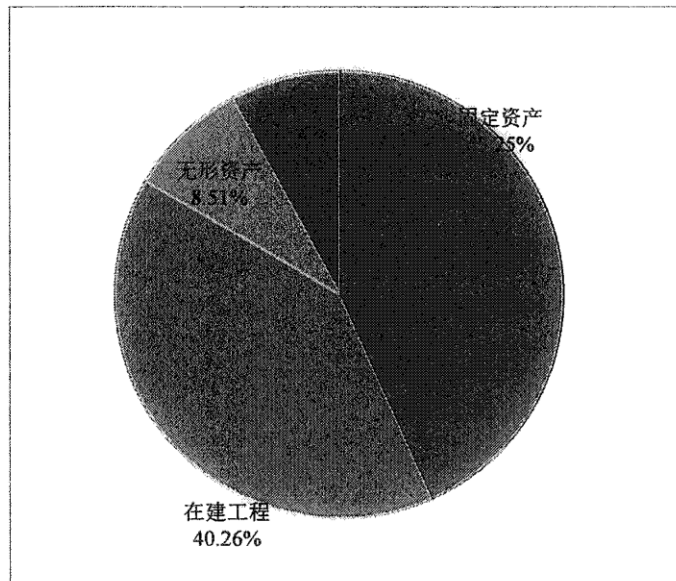
2016~2018 年，公司存货呈逐年增长态势，年均复合增长 70.40%，主要系公司增加原材料备货所致。截至 2018 年底，公司存货账面价值为 19.52 亿元，较年初大幅增长 50.82%，主要由原材料（占 63.75%）和库存商品（占 31.82%）构成；公司对原材料计提跌价准备 531.70 万元，计提比例为存货的 0.27%。公司主要原材料（肝素粗品）价格波动较大，如果未来肝素粗品价格出现下滑，则存货有一定的跌价风险。

2016~2018 年，公司其他流动资产呈波动增长态势，年均复合增长 158.10%，主要系理财产品和增值税留抵税额。截至 2018 年底，公司其他流动资产账面价值为 1.44 亿元，较年初大幅下降 74.45%，主要为收回理财投资所致；其中理财产品（占 65.75%）、增值税留抵税额（占 34.23%）。

非流动资产

2016~2018 年，公司非流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长 9.65%，主要系在建工程增加所致。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 5.64 亿元，较年初增长 12.21%；非流动资产主要由固定资产（占 43.25%）、在建工程（占 40.26%）和无形资产（占 8.51%）构成，具体情况如下图所示。

图 6 截至 2018 年底公司非流动资产构成图



资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司固定资产呈逐年减少态势，年均复合下降 10.35%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 2.44 亿元，较年初下降 10.97%，主要系计提折旧所致，主要由房屋及建筑物（占比 40.46%）、机器设备（占比 40.04%）和其他设备（占比 18.73%）构成。截至 2018 年底，公司固定资产账面原值 6.80 亿元，累计折旧 2.30 亿元，固定资产成新率为 68.71%，成新率一般。

2016~2018 年，公司在建工程呈逐年增长态势，年均复合增长 54.50%。截至 2018 年底，公司在建工程账面价值为 2.27 亿元，较年初大幅增长 77.04%，主要系公司增加注射用药品生产线技改扩能项目、低分子肝素钠产能扩大项目和研发中心建设项目等项目投入所致。

2016~2018 年，公司无形资产呈波动增长态势，年均复合增长 7.39%。截至 2018 年底，公司无形资产账面价值为 0.48 亿元，较年初增长 13.41%，主要系购置非专利技术所致。公司无形资产主要由土地使用权（占 53.93%）、非专利技术（占 42.49%）和软件（占 3.58%）构成。

截至 2018 年底，公司资产中受限资产合计 1.47 亿元，均为货币资金，占资产总额的 4.32%，受限比例较低。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 35.73 亿元，较年初增长 5.02%，其中流动资产占 83.95%，非流动资产占 16.05%。公司流动资产主要由货币资金（占比 13.55%）、应收票据和账款（占比 10.54%）和存货（占比 68.85%）构成；非流动资产主要由持有至到期投资（占比 0.72%）、固定资产（占比 41.14%）、在建工程（占比 40.92%）、无形资产（占比 8.31%）构成。

总体看，近年来，公司资产以流动资产为主，整体资产受限比例很低；但存货规模很大，对资金形成一定占用，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

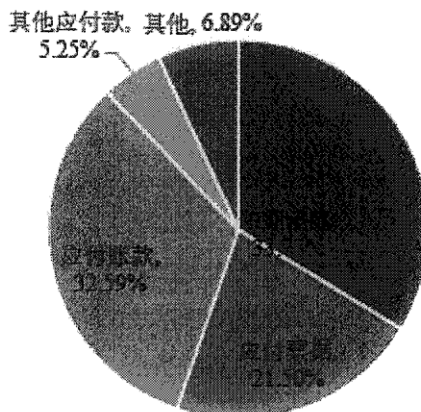
2016~2018 年，公司负债规模呈逐年增长态势，年均复合增长 117.15%，主要系流动负债增加所致。截至 2018 年底，公司负债合计 9.81 亿元，较年初增长 52.72%，其中流动负债 9.47 亿元（占 96.56%），非流动负债 0.34 亿元（占 3.44%），负债结构以流动负债为主。

流动负债

2016~2018 年，公司流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 134.3%。截至 2018 年底，公司

流动负债合计 9.47 亿元，较年初大幅增长 56.18%，主要系应付票据和应付账款增加所致；流动负债主要由短期借款（占 33.77%）、应付票据（占 21.50%）、应付账款（占 32.59%）和其他应付款（5.25%）构成。

图 7 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司短期借款呈波动增长态势，年均复合增长 63.31%。截至 2017 年底，公司短期借款为 3.23 亿元，较年初大幅增长 169.14%，主要系公司为满足短期资金需求进行贸易融资规模扩大所致。截至 2018 年底，公司短期借款账面价值为 3.20 亿元，较年初降低 0.91%，全部由信用借款构成。

截至 2016 年底，公司无应付票据。截至 2018 年底，公司应付票据账面价值 2.04 亿元，较年初大幅增长 70.31%，主要系随产销规模扩大所致，公司应付票据全部为银行承兑汇票。

2016~2018 年，公司应付账款呈逐年增长态势，年均复合增长 365.49%。截至 2018 年底，公司应付账款账面价值 3.09 亿元，较年初大幅增长 242.98%，主要系原材料价格上涨，企业大量备货，期末已到货未支付的材料款相应增加所致。

2016~2018 年，公司其他应付款呈逐年增长态势，年均复合增长 158.94%。截至 2018 年底，公司其他应付款账面价值 0.49 亿元，较年初大幅增长 158.19%，主要系股权激励款和收取的保证金及押金增加所致。

非流动负债

2016~2018 年，公司非流动负债呈波动减少态势，年均复合减少 2.44%。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 0.34 亿元，较年初下降 5.76%，主要系递延收益减少所致；非流动负债主要由长期应付款（占 18.25%）和递延所得税负债（占 81.75%）构成。

2016~2018 年，公司长期应付款金额未发生变化，均为 0.06 亿元，系南京市高新技术产业开发区管委会给予公司的财政扶持资金无息借款，借款期限为 2011 年 12 月至 2026 年 12 月；借款合同约定，若公司在高新区经营期未满足十五年，则借款到期日相应提前。

2016~2018 年，公司递延收益呈波动减少态势，年均复合下降 2.96%。截至 2018 年底，公司递延收益为 0.28 亿元，较年初下降 6.96%，均为政府补助。

从债务结构看，2016~2018 年，公司全部债务呈逐年增长态势，年均复合增长 320.06%。截至 2018 年底，公司短期债务 5.24 亿元（占 98.84%），长期债务 0.62 亿元（占 1.16%），公司以短期债务为主。2016~2018 年，公司资产负债率分别为 13.67%、23.84%和 28.84%，全部债务资本化

比率分别为 8.75%、17.94%和 17.95%，呈逐年上升态势；长期债务资本化比率分别为 0.47%、0.30%和 0.25%，呈逐年下降态势。公司整体债务负担很轻。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 10.02 亿元，较年初增长 2.14%；其中，流动负债和非流动负债占比分别为 96.68%和 3.32%。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务总额 6.25 亿元，较年初上升 17.92%，主要系短期债务增加所致；其中短期债务占比 99.01%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 28.05%、19.55%和 0.24%，较年初分别下降了 0.79 个百分点、上升 1.60 个百分点和下降 0.01 个百分点。

总体看，近年来，公司负债规模逐年增长，整体债务负担很轻，但债务结构有待调整。

所有者权益

2016~2018 年，公司所有者权益呈逐年增长态势，年均复合增长 35.71%，主要系 2017 年公司上市同时未分配利润增加所致。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 24.21 亿元，较年初增长 17.97%，主要系未分配利润增加所致，均为归属于母公司的所有者权益。截至 2018 年底，归属于母公司的所有者权益主要由股本（占 22.82%）、资本公积（占 21.18%）、其他综合收益（占 0.15%）、盈余公积（占 5.42%）和未分配利润（占 51.27%）构成；权益稳定性一般。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 25.71 亿元，较年初增长 6.19%，其中归属于母公司所有者权益为 25.71 亿元（占 100.00%）。截至 2019 年 3 月底，归属于母公司所有者权益中，股本、资本公积、盈余公积和未分配利润占比分别为 21.49%、20.01%、5.11%和 54.07%。

总体看，近年来，公司所有者权益逐年增长，但权益稳定性一般。

4. 盈利能力

受近三年公司产品销量及销售价格均增长影响，2016~2018 年，公司营业收入呈逐年增长态势，年均复合增长 70.94%；公司营业成本呈逐年增长态势，年均复合增长 59.68%，主要系原材料价格增长所致；2016~2018 年，公司营业利润分别为 1.61 亿元、3.52 亿元和 4.60 亿元，净利润分别为 2.57 亿元、3.14 亿元和 4.25 亿元，均呈大幅增长态势。

从期间费用来看，2016~2018 年，公司销售费用、管理费用、财务费用均呈逐年增长态势，期间费用总额年均复合增长 517.06%。具体看，2016~2018 年，公司销售费用分别为 0.10 亿元、0.47 亿元和 2.48 亿元，呈现逐年大幅增长趋势，主要系市场推广费增加所致。2016~2018 年，公司管理费用分别为 0.36 亿元、0.46 亿元和 0.37 亿元，年均复合增长 4.57%。2016~2018 年，公司财务费用分别为 41.14 万元、-434.25 万元和 -31.28 万元，主要系利息收入大于利息支出、人民币贬值产生了汇兑收益所致。2016~2018 年，公司费用收入比分别为 7.93%、7.95%和 16.75%，呈逐年上升趋势，整体费用控制能力较强。

2016~2018 年，公司所取得的投资收益分别为 0.15 亿元、0.07 亿元和 0.09 亿元，对公司营业利润贡献不大。

从盈利指标来看，2016~2018 年，公司营业利润率分别为 41.15%、46.03%和 49.23%，呈现逐年上升趋势；受公司资产及所有者权益大幅增长影响，公司总资产收益率分别为 19.58%、16.17%和 15.90%，总资产报酬率分别为 19.51%、17.10%和 15.64%，净资产收益率分别为 21.37%、18.67%和 18.98%，均呈下降态势。从同行业比较情况看，公司总资产报酬率、净资产收益率处于行业较高水平，销售毛利率均处于行业中等水平。具体情况如下表所示。

表 13 同行业上市公司 2018 年盈利能力情况 (单位: %)

企业名称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
千红制药	4.28	8.91	48.89
常山药业	5.70	5.73	71.42
东诚药业	8.52	7.91	57.31
海普瑞	6.10	9.03	40.09
以上平均值	6.15	7.90	54.43
健友股份	15.33	18.98	49.47

资料来源: Wind

注: Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异, 为便于与同行业上市公司进行比较, 本表相关指标统一采用 Wind 数据

2019 年 1~3 月, 公司实现营业收入 6.10 亿元, 同比增长 40.02%, 主要系外销收入订单增加, 内销市场进一步扩大所致; 净利润 1.49 亿元, 同比增长 22.38%。

总体看, 近年来, 公司收入规模逐年增长, 费用控制能力较强, 整体盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动来看, 2016~2018 年, 公司经营活动现金流入量分别为 6.46 亿元、11.10 亿元和 18.33 亿元, 呈逐年增长态势, 年均复合增长 68.42%; 其中, 销售商品、提供劳务收到的现金分别为 5.64 亿元、9.89 亿元和 16.16 亿元, 年均复合增长 69.24%。2016~2018 年, 公司经营活动现金流出量分别为 9.33 亿元、13.45 亿元和 17.71 亿元, 呈逐年增长态势, 年均复合增长 37.76%。受上述因素影响, 2016~2018 年, 公司经营活动现金流入净额分别为-2.87 亿元、-2.35 亿元和 0.62 亿元, 2016~2017 年, 经营活动产生的现金流量净额为负主要系公司备货原材料所致。2016~2018 年, 公司现金收入比率分别为 96.98%、88.84%和 95.07%, 公司收入实现质量一般。

从投资活动看, 2016~2018 年, 公司投资活动现金流入分别为 12.95 亿元、16.06 亿元和 29.49 亿元, 主要为收回理财产品投资所收到的现金。2016~2018 年, 公司投资活动现金流出分别为 11.55 亿元、21.99 亿元和 27.44 亿元, 主要为投资理财产品支出的现金。受上述因素影响, 2016~2018 年, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为 1.40 亿元、-5.93 亿元和 2.04 亿元。

从筹资活动看, 2016~2018 年, 公司筹资活动产生的现金流入分别为 3.55 亿元、11.26 亿元和 7.95 亿元, 主要为银行借款和吸收投资收到的现金。2017 年吸收投资收到的现金为公司上市募集资金。2016~2018 年, 公司筹资活动现金流出分别为 3.74 亿元、5.03 亿元和 8.51 亿元, 主要用于偿还债务。受上述因素影响, 近三年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.19 亿元、6.24 亿元和-0.56 亿元。

2019 年 1~3 月, 公司经营活动产生的现金流量净额为-1.88 亿元, 呈现净流出状态; 投资活动产生的现金流量净额为 0.34 亿元; 筹资活动产生的现金流量净额为 0.95 亿元。

总体看, 近年来, 由于大规模备货原材料, 公司经营活动现金流状况一般, 现金收入实现质量一般; 公司资本性支出较小, 公司外部融资需求一般。

6. 偿债能力

2016~2018 年, 受流动负债规模扩大的影响, 公司各项短期偿债能力指标均出现不同程度的下降; 其中, 流动比率分别为 6.10 倍、3.61 倍和 3.00 倍, 速动比率分别为 2.21 倍、1.48 倍和 0.94 倍, 流动资产对流动负债的保护程度处于较高水平; 现金短期债务比分别为 2.25 倍、0.17 倍和 0.86 倍, 现金类资产对短期债务的保障能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2016~2018年，公司EBITDA分别为3.13亿元、4.02亿元和5.17亿元，呈逐年增长态势。2018年，公司EBITDA主要由利润总额、计入财务费用的利息支出、折旧和摊销构成，分别占90.49%、1.74%、7.43%和0.34%。2016~2018年，公司EBITDA全部债务比分别为2.48倍、0.90倍和0.98倍，EBITDA对债务的保障能力较强，EBITDA利息倍数分别为210.26倍、90.65倍和57.42倍，EBITDA对利息的保障能力很强。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至2019年3月底，公司拥有各商业银行综合授信额度15.60亿元，未使用授信约11.58亿元¹，公司间接融资渠道较为畅通。同时，公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

截至2018年底，公司无对外担保事项。

截至2018年底，公司无重大诉讼仲裁事项。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至2019年4月9日，公司无已结清和未结清的关注及不良类贷款，过往债务履约情况良好。

总体看，近年来，公司整体偿债能力很强。

八、本次可转换公司债券偿债能力分析

1. 本次可转换公司债券对公司现有债务的影响

截至2019年3月底，公司债务总额为6.25亿元，本次拟发行可转换公司债券规模为5.03亿元，相对于目前公司债务规模，本次可转换公司债券发行额度对公司整体债务有较大影响。

以2019年3月底财务数据为基础，假设募集资金净额为5.03亿元，本次可转换公司债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为42.13%、30.49%和16.54%，分别较发行前上升了14.08个百分点、10.94个百分点和16.30个百分点，债务负担大幅加重，但仍处于合理水平。考虑到可转换债券具有转股的可能性，如公司本次发行的可转换债券转换为公司的权益，有利于公司降低资产负债率和减轻债务负担。

2. 本次可转换公司债券偿还能力分析

以2018年度相关财务数据为基础，公司2018年EBITDA为5.17亿元，为本次可转换公司债券发行额度（5.03亿元）的1.03倍，公司EBITDA对本次可转换公司债券的保护程度一般。公司经营活动现金流入量为18.33亿元，是本次可转换公司债券发行额度（5.03亿元）的3.64倍，经营活动现金流入量对本次可转换公司债券的覆盖程度较高。

从本次可转债的发行条款来看，由于公司做出了较低的转股修正条款（任意连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价低于当期转股价格的90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决），有利于降低转股价；同时制定了提前赎回条款[公司A股股票连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%），公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债；本次发行的可转债未转股余额不足人民币3,000万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部未转股的可转债]，有利于促进债券持有人转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能，同时，公司的募投项目未来发展前景较好，达产后有望提升公司的盈利能力，综合来看，公司偿债能力将进一步增强。

¹ 公司授信总额度以人民币计，报告期末不存在外币银行借款，未使用授信额度系以2019年3月31日汇率换算得到。

综合以上分析，并考虑到公司在行业地位、技术水平、下游客户质量等方面的竞争优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、综合评价

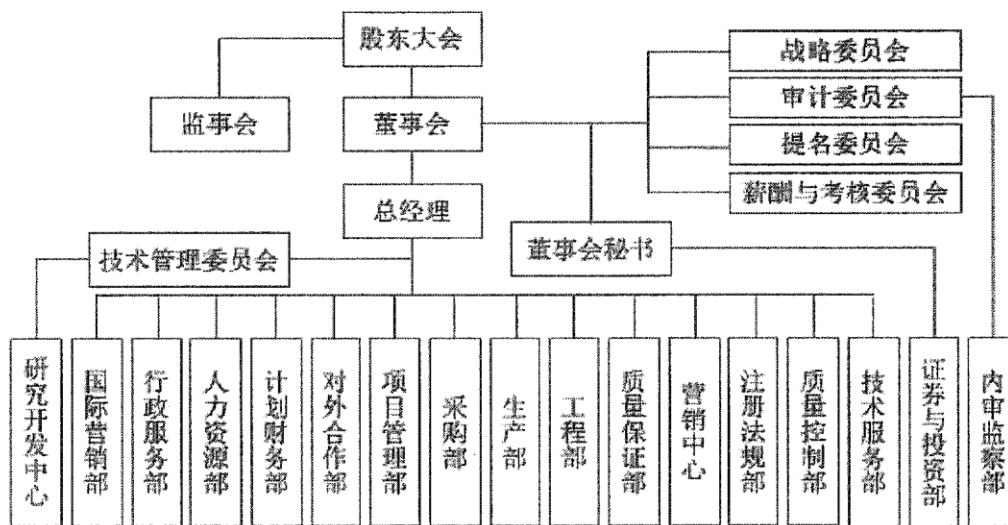
公司作为国内肝素钠原料药主要生产企业之一，在行业地位、技术水平、下游客户质量等方面具有较强的综合竞争优势。公司通过产业链延伸进入肝素制剂及 CDMO 领域，进一步完善了产业链布局。近年来，公司产销情况良好，收入规模及盈利水平逐年提升，整体盈利能力很强，债务负担很轻。联合评级也关注到原材料价格波动、肝素制剂产能利用率低、国际贸易摩擦以及存货规模较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司制剂收入进一步拓展销售，在申报和在研品种等不断上市，盈利能力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 5.03 亿元的可转换公司债券，从本次可转换公司债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中来看，本次可转换公司债券转股的可能性较大，若完成转股，公司资本实力有望增强，财务杠杆有望进一步降低。

基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 南京健友生化制药股份有限公司 组织结构图



附件 2 南京健友生化制药股份有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
资产总额 (亿元)	15.23	26.95	34.02	35.73
所有者权益 (亿元)	13.15	20.52	24.21	25.71
短期债务 (亿元)	1.20	4.42	5.24	6.19
长期债务 (亿元)	0.06	0.06	0.06	0.06
全部债务 (亿元)	1.26	4.49	5.30	6.25
营业收入 (亿元)	5.82	11.13	17.00	6.10
净利润 (亿元)	2.57	3.14	4.25	1.49
EBITDA (亿元)	3.13	4.02	5.17	--
经营性净现金流 (亿元)	-2.87	-2.35	0.62	-1.88
应收账款周转次数 (次)	8.30	7.13	8.21	--
存货周转次数 (次)	0.70	0.60	0.53	--
总资产周转次数 (次)	0.41	0.53	0.56	0.17
现金收入比率 (%)	96.98	88.84	95.07	82.08
总资本收益率 (%)	19.58	16.17	15.90	--
总资产报酬率 (%)	19.51	17.10	15.64	--
净资产收益率 (%)	21.37	18.67	18.98	5.96
营业利润率 (%)	41.15	46.03	49.23	47.36
费用收入比 (%)	16.36	14.88	22.70	18.63
资产负债率 (%)	13.67	23.84	28.84	28.05
全部债务资本化比率 (%)	8.75	17.94	17.95	19.55
长期债务资本化比率 (%)	0.47	0.30	0.25	0.24
EBITDA 利息倍数 (倍)	210.26	90.65	57.42	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	2.48	0.90	0.98	--
流动比率 (倍)	6.10	3.61	3.00	3.10
速动比率 (倍)	2.21	1.48	0.94	0.96
现金短期债务比 (倍)	2.25	0.17	0.86	0.67
经营现金流动负债比率 (%)	-166.17	-38.67	6.58	-19.38
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.62	0.80	1.03	--

注: 1. 本报告财务数据部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2. 2019 年 1-3 月份财务数据未经审计, 相关指标未年化; 3. 数据单位除特别说明外均为人民币; 4. 长期应付款调入长期债务计算。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转次数	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%
盈利指标	
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%
财务构成指标	
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%
长期偿债能力指标	
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
短期偿债能力指标	
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)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券发行额度
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/本次债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券发行额度

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 4 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。

联合信用评级有限公司关于 南京健友生化制药股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年南京健友生化制药股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

南京健友生化制药股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。南京健友生化制药股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注南京健友生化制药股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现南京健友生化制药股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如南京健友生化制药股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至南京健友生化制药股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送南京健友生化制药股份有限公司、监管部门等。





营业执照

统一社会信用代码 (副本) 91120104738471845H

名称 联合信用评级有限公司

类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)

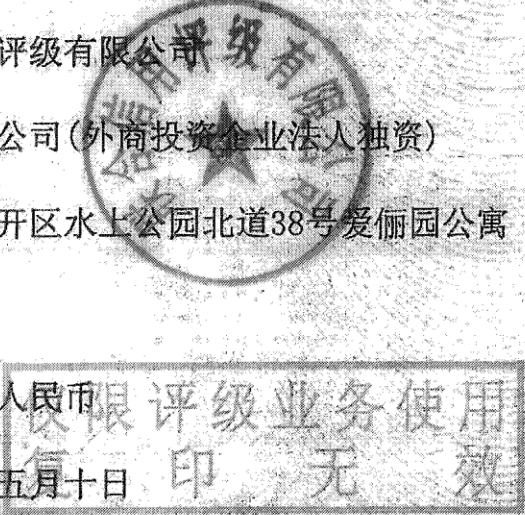
住所 天津市南开区水上公园北道38号爱丽园公寓508

法定代表人 万华伟

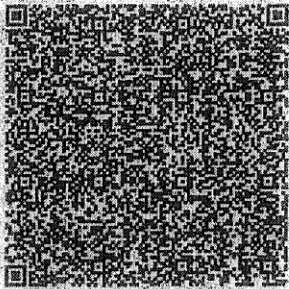
注册资本 叁仟万元人民币

成立日期 二〇〇二年五月十日

营业期限 2002年05月10日至 2032年05月09日



从事企业资信评估及相关业务的人员培训、咨询服务(不含中介);从事证券市场资信评级业务。(国家有专项专营规定的按国家专项专营规定办理)



登记机关



每年1月1日至6月30日,应登录公示系统报送年度报告,逾期列入经营异常名录

仅限评级业务使用
复 印

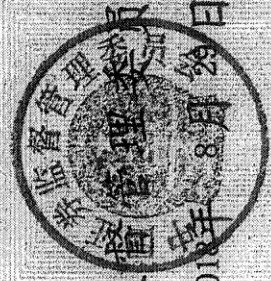


中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：联合信用评级有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：万华伟

注册地址：天津市南开区水上公园北道38号爱丽园公寓508
编号：ZPJ005



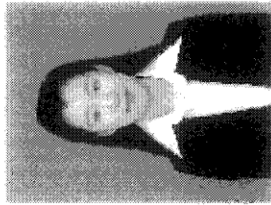
中国证券监督管理委员会(公章)

2018年8月29日

中国证券业执业证书

执业注册记录

2015-11-14 联合信用评级有限公司 证券投资咨询业务(其他) R0040215110002



姓名: 唐玉丽

性别: 女

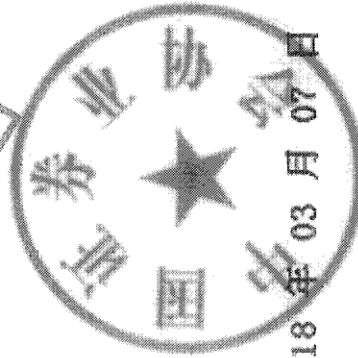
执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 联合信用评级有限公司

编号: R0040215110002

复 印
仅限评级业务使用
证书有效期至 2018-12-31

证书取得日期 2015-11-14

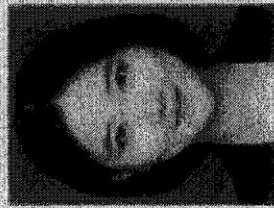


2018年03月07日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 李彤

性别: 女

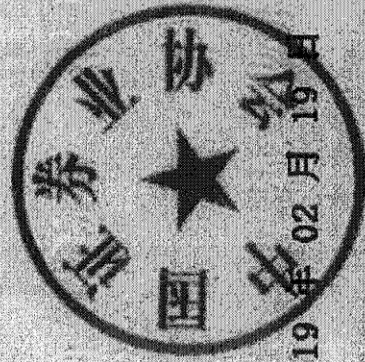
执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 联合信用评级有限公司

编号: R0040218110005

证书取得日期 2018-11-28

仅限评级业务使用
复印无效



2019年02月19日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。