

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（2020）

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 洋 yyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020年06月04日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0494 号

江西富祥药业股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA-**，评级展望为稳定；

维持“富祥转债”的信用等级为 **AA-**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月四日

评级观点：中诚信国际维持江西富祥药业股份有限公司（以下简称“富祥药业”或“公司”）的主体信用等级为 **AA-**，评级展望为稳定；维持“富祥转债”的债项信用等级为 **AA-**。中诚信国际肯定了公司良好的外部发展环境，特色抗菌原料药及其中间体收入逐年增长等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力保障。同时，中诚信国际关注到公司未来投资规模大，债务结构有待改善，面临一定环保监管压力和汇兑风险等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

富祥药业（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	17.89	21.96	25.96	28.79
所有者权益合计（亿元）	9.67	11.47	15.28	18.10
总负债（亿元）	8.23	10.50	10.68	10.69
总债务（亿元）	5.23	7.42	7.88	8.14
营业总收入（亿元）	9.58	11.63	13.54	3.67
净利润（亿元）	1.74	1.92	3.07	0.84
EBIT（亿元）	2.16	2.51	3.91	1.07
EBITDA（亿元）	2.62	3.05	4.59	--
经营活动净现金流（亿元）	2.11	1.76	3.38	0.83
营业毛利率(%)	38.20	37.25	43.11	41.85
总资产收益率(%)	13.57	12.60	16.34	15.57*
资产负债率(%)	45.98	47.79	41.15	37.14
总资本化比率(%)	35.13	39.28	34.02	31.04
总债务/EBITDA(X)	2.00	2.43	1.72	--
EBITDA 利息倍数(X)	17.11	12.69	10.96	--

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

- **外部发展环境良好。**国家医药卫生体制改革推进，政府投入加大，使得医药市场总量扩容，同时十三五规划大力推动中医药行业发展，为公司发展提供了良好的外部环境。
- **特色抗菌原料药及其中间体收入逐年增长。**公司是全球 β -内酰胺酶抑制剂原料药、碳青霉烯类抗菌原料药及中间体和洛韦类中间体的主流供应商，2019 年在需求增长的拉动下收入进一步增长。

同行业比较

2019 年部分医药制造企业主要指标对比表

公司名称	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	营业毛利率（%）	总资产（亿元）	资产负债率(%)
海翔药业	29.41	7.71	50.26	67.47	15.16
九州药业	20.17	2.37	34.84	46.70	38.80
富祥药业	13.54	3.07	43.11	25.96	41.15

注：“海翔药业”为“浙江海翔药业股份有限公司”简称；“九州药业”为“浙江九州药业股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	存续期
富祥转债	AA-	AA-	4.20	2019/3/1~2025/3/1

步增长。

关注

- **未来投资规模大，债务结构有待改善。**公司在建项目尚需投资规模较大，未来或面临一定筹资压力；截至 2020 年 3 月末短期债务/总债务为 73.35%，短期债务占比较高，债务结构有待改善。
- **环保监管压力。**公司所在抗菌药物制造业属于产生化学污染物较多的行业，随着环保政策和监管力度趋严，公司依然面临一定的环保监管压力。
- **面临一定汇兑风险。**近年公司国外销售收入持续增长，2019 年达到 5.46 亿元，占营业总收入比重升至 40.32%，面临一定汇兑风险。

评级展望

中诚信国际认为，江西富祥药业股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，产品结构大幅优化且竞争力显著提升，收入及盈利大幅增长且具有可持续性。
- **可能触发评级下调因素。**医药政策或环保政策限制公司产品生产销售、投资项目效益未达预期等导致盈利、获现弱化，财务杠杆大幅攀升，流动性恶化，资本实力大幅削弱或其他导致信用水平显著下降的因素。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

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”）实际发行规模 4.20 亿元，约定将 3.5 亿元用于哌拉西林钠/他唑巴坦钠（8:1）无菌粉项目，0.7 亿元用于环保设施升级改造项目。富祥转债转股期为 2019 年 9 月 9 日~2025 年 3 月 1 日，截至 2020 年 3 月末，共有 3,031,947 张“富祥转债”完成转股，剩余可转债为 1,168,053 张。截至 2019 年末，本期债券募集资金已按照约定用途使用 0.56 亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不

容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

医药行业运行态势整体良好，近年来各项医改政策及实施细则密集出台，有利于提升行业规范化程度，并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境

随着经济增长和人口老龄化的加快，我国医药

行业持续发展，根据国家统计局的数据显示，2019 年前三季度医药工业整体经济平稳运行，全国医药工业企业实现营业收入 19,734.7 亿元，同比增长 8.4%；实现利润总额 2,628.1 亿元，同比增长 10.8%。

表 1：2019 年前三季度全国医药工业收入构成情况
(亿元、%)

行业名称	营业收入	同比增长	利润总额	同比增长
化学药品原料药制造	2,768.7	5.5	325.1	8.7
化学药品制剂制造	6,918.7	11.8	950.4	14.4
中药饮片加工	1,419.0	-1.8	122.1	-20.3
中成药生产	3,377.1	7.9	431.4	4.7
生物药品制造	1,835.1	10.3	376.1	20.8
卫生材料及医药用品制造	1,309.7	8.9	135.9	16.4
制药专用设备制造	118.1	10.2	2.4	205.6
医疗仪器设备及器械制造	1,988.3	7.6	284.9	14.8
合计	19,734.7	8.4	2,628.1	10.8

注：因采用四舍五入的取数原则，合计数可能存在尾差。

资料来源：公开数据整理

2019 年以来随着“4+7”扩面、新版医保目录、重点药品监控、新版药品管理法以及药品优先审评政策等一系列重磅政策法规的发布，通过医保、医药和医疗的联动，医药行业改革进一步推进与深化。2019 年新医保目录调整及药品集采落地和扩面等，使得药品费用显著降低；同时，一致性评价范围扩大等政策，有助于整体提升仿制药品质量，加速原研药替代。预计未来行业将向鼓励研发创新并向治疗性品种倾斜的方向发展。随着医药行业调控力度的不断加强，行业规范化程度或将进一步提高，为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。

表 2：2019 年以来医改重要政策一览

发布时间	部门	政策名称	政策概述	对行业影响
2019年1月	国务院	《关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	进行带量采购，量价挂钩，以量换价，形成药品集中采购价格。通过招标、议价、谈判等不同形式确定集中采购品种。	药价明显降低，降低企业交易成本，引导医疗机构规范用药，探索完善药品集中采购机制和以市场为主导的药价形成机制。
2019年7月	国家卫健委	《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》	制定省级和各医疗机构目录；制定省级和各医疗机构目录；加强目录外药品的处方管理。	辅助用药将受到极大限制，目录内药品将被严格管理。
2019年9月	国家医保局	《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》	在全国范围内推广国家组织药品集中采购和使用试点集中带量采购模式。	使全国符合条件的医疗机构能够提供质优价廉的试点药品，进一步降低群众用药负担。
2019年10月	国家卫健委等	《第一批鼓励仿制药目录》	纳入目录的品种有33个，包括多种抗癌药、帕金森药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等，属于国	有利于促进仿制药研发。提高药品供应保障能力。

			内专利到期和即将到期、尚没有提出注册申请，或临床供应短缺（竞争不充分）以及企业主动申报的药品。	
2019年10月	国家药监局	《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》	对参比制剂、处方工艺技术、原辅包质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求。	有助于提升注射剂仿制药的质量水平，促进产业升级和结构调整。
2019年11月	国家发改委	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	在医药领域，鼓励类目8项，包括儿童药、短缺药的开发和生产，重大疾病防治疫苗、抗体药物、基因治疗药物、细胞治疗药物、重组蛋白质药物、核酸药物，数字化医学影像设备、人工智能辅助医疗设备、高端放射治疗设备等；限制类目6项，包括新建紫杉醇(配套红豆杉种植除外)、植物提取法黄连素(配套黄连种植除外)生产装置等。淘汰类目13项，包括铅锡软管、单层聚烯烃软管(肛肠、腔道给药除外)等。	推动制造业高质量发展，引导产业升级转型。
2019年11月	国家医保局、人力资源社会保障部	《关于将2019年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》	2019年《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》共收录药品2,709个，与2017年版相比，调入药品218个，调出药品154个，净增64个。	医保目录药品结构明显优化，保障能力显著提升；药品费用显著降低；突出鼓励创新的导向。
2019年12月	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《全国药品集中采购文件》	第二批国家组织药品集中采购和使用工作正式启动，此次参与带量采购的共有33个药品品种，50个品规，将于2020年1月17日在上海开标。	今年9月起，中标药品从11个试点城市向全国扩容，25个中标药品在原来的降价基础上平均再降25%。

资料来源：公开资料整理

疫情期间，随着疫情防控和治疗工作的持续进行，相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求增加；同时，国家和金融机构出台的一系列政策和措施为医药企业提供了良好的行业发展和融资环境

2020年初新型冠状病毒疫情的爆发直接带动医药和医疗用品相关产业的需求与生产。疫情具有短期冲击大的特点，预计其对我国医药工业和医药流通行业2020年第一季度的销售规模数据影响较大，后期随着疫情控制对医药行业的影响减弱。随着疫情防控和治疗工作的持续进行，相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求量亦随之增加，医药和医疗用品相关行业已提前复工保证生产。针对国内医疗物资需求大且紧缺，我国不断加大医疗物资全球采购；同时，叠加消费者恐慌性抢购推升零售及网上药店的相关防控物资的消费量，受上述因素影响，预计疫情相关产品的医药工业和医药流通市场规模或将增长，不过疫情期间，交通运输受阻、医院普通门诊量和住院人数下降等因素，对医药工业和医药流通市场形成一定冲击。

自疫情爆发以来，国家和金融机构紧急出台了一系列政策和措施：为新型冠状病毒疫情防治工

作、患者救治工作以及相关经费问题提供了良好的保障；针对加快医疗器械审批速度，国家药监局发布了《关于印发医疗器械应急审批程序的通知》，有利于医疗器械产品快速上市抗击疫情；各金融机构信贷政策亦向医药企业倾斜，积极支持医药企业开发、生产和销售疫情防控所需品，对抗击疫情的相关医药企业开辟绿色通道、加大信贷支持、降低融资成本以及提供保险保障等。

2019年在需求增长的拉动下，主要产品销量和价格上升带动收入增长，但采购及销售集中度仍较高，境外销售占比提升或面临一定汇兑风险

公司主要从事特色抗菌原料药及其中间体的研发、生产和销售，在辽宁、山东、江西等地拥有五家生产基地，2019~2020年一季度产能保持稳定。

公司产品品类较齐全，主要产品产能位于全球或国内前列，且在欧洲、美国、日本等规范市场注册，是全球β-内酰胺酶抑制剂原料药、碳青霉烯类抗菌原料药及中间体和洛韦类中间体的主流供应商。同时，公司具备培南中间体起始物料4-AA产能200吨/年，满足自身生产需要的同时对外销售，产业链较为完善。

表 3: 公司主要产品情况 (吨/年)

分类	主要产品	产能	注册机构
β-内酰胺酶抑制剂及相关产品	他唑巴坦	100	美国 FDA、中国 NMPA、日本 PMDA、韩国 KFDA
	舒巴坦	500	美国 FDA、日本 PMDA
	托西酸舒他西林	50	中国 NMPA
碳青霉烯类产品	美罗培南母核	100	美国 FDA
	培南侧链	100	--
	4-AA	200	--
洛韦类产品	洛韦类相关中间体	1,080	--

资料来源: 公司提供

公司采购原材料主要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。2019 年随着主要供应商产能恢复, 他唑巴坦和舒巴坦的起始物料 6-APA 价格显著下降, 且培南中间体的起始物料 4-AA 可以实现完全自给, 有效降低了当期的直接材料成本。公司与上游原材料供应商合作稳定, 但供应商集中程度较高, 2019 年公司前五大供应商交易金额合计占比为 43.20%, 集中度进一步上升。

近年公司原料药和中间体收入持续增长, 2019 年合计增长 15.78%, 其中, 收入超过 1 亿元的产品增至 4 个, 包括他唑巴坦、舒巴坦、4-AA 和鸟嘌呤。分产品来看, 2019 年受下游抗生素制剂需求拉动, 他唑巴坦和舒巴坦销量增幅超过 10%, 同时舒巴坦销售均价上涨带动上述产品收入增长较多; 美罗培南母核 2019 年因车间改造导致产销量下降, 当期收入降幅较大; 美罗培南侧链当期量价均有所下降, 收入小幅下滑; 4-AA 当期因市场需求旺盛, 销量和价格均显著上涨, 推动收入大幅增加 0.97 亿元, 系当期公司收入的重要增长点。2020 年一季度, 疫情期间抗生素制剂需求增长, 公司主要产品销售状况良好。

公司产品以直销为主, 下游客户相对稳定, 国内主要包括珠海联邦制药有限公司、齐鲁制药有限公司和河北制药股份有限公司等在我国抗菌药物市场具有较大影响力的客户, 国外客户包括费卡、

阿拉宾度等, 产品直销欧洲、日本、美国、韩国等规范市场。国外客户主要通过 D/A (承兑交单) 和信用证结算, 账期 3~6 个月; 国内客户主要通过银行转账结算, 账期 30~60 天。2019 年公司前五名客户的销售额合计 6.11 亿元, 占总销售额比重为 45.11%, 下游销售客户集中度较高。2019 年公司国外销售收入 5.46 亿元, 占总收入比重 40.32%, 国外销售占比进一步上升, 或面临一定汇兑风险。2020 年一季度, 疫情对公司境外销售在物流和清关速度上造成一定影响, 但费卡等客户均未出现停产或减产情况, 国外销售基本正常。

公司公告称 2019 年 5 月 3 日研发中心中试车间发生局部着火, 无人员伤亡, 财产损失较小, 对公司生产经营影响较小; 公司安全管理仍有进一步提升空间。此外, 公司所在抗菌药物制造业属于产生化学污染物较多的行业, 随着环保政策和监管力度趋严, 对排污治理的要求越来越高, 公司依然面临一定的环保监管压力。

在建项目将进一步扩充公司既有产能, 同时派拉西林钠/他唑巴坦钠(8:1) 无菌粉将公司产业链延伸至下游制剂市场, 有助于提升公司产品竞争力; 但项目投资整体规模较大, 公司或面临较大的资金支出压力

截至 2020 年 3 月末, 公司主要在建项目 4 个, 拟扩充派拉西林钠/他唑巴坦钠(8:1) 无菌粉、4-AA、美罗培南和那韦中间体产能, 项目总投资合计 18.45 亿元, 主要通过富祥转债募集资金以及非公开增发募集资金进行投资, 未来仍面临较大投资压力。其中, 派拉西林钠 / 他唑巴坦钠 (8:1) 无菌粉系利用派拉西林酸和他唑巴坦酸生产, 其经分装后即可作为制剂产品出售, 该项目建成后将公司产业链延伸至下游制剂, 提高产品竞争力。

表 4：截至 2020 年 3 月末公司在建项目情况（亿元）

项目名称	产能	资金来源	建设期	计划总投资	累计投资
新型酶抑制剂扩产及产业链延伸项目	哌拉西林钠/他唑巴坦钠（8:1）无菌粉 450 吨/年	可转债募集资金 3.5 亿元、自有资金	2 年	5.56	0.69
高效培南类抗生素建设项目	4-AA 600 吨/年、美罗培南 200 吨/年	非公开发行股票资金 9.5 亿元、自有资金	2 年	10.54	-
年产 616 吨那韦中间体项目	氯醇、氯酮及 2R-环氧化物 616 吨/年	非公开发行股票资金 1.14 亿元、自有资金	1 年	1.50	0.30
环保设施升级改造项目	--	可转债募集资金 0.7 亿元、自有资金	2 年	0.85	0.21
合计	--	--	--	18.45	1.20

资料来源：公司提供

在研产品多数项目仍处于早期阶段，已进入商业化生产阶段的 AAI101 前景较好，预计下游制剂上市后将带动该产品收入增长

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，2019 年研发人员大幅增加，研发队伍进一步完善。截至 2020 年 3 月末，公司已获得 46 项国家专利，其中发明专利 27 项、实用新型专利 19 项。2019 年公司研发投入小幅增长，研发投入占比相对稳定。

表 5：公司研发投入情况

	2017	2018	2019
研发人员数量（人）	156	206	287

表 6：截至 2020 年 3 月末公司主要研发项目情况

研发项目	类别	治疗领域	注册分类	所处阶段
泰诺福韦酯	原料药	抗病毒	化药 4 类	达到产品研发技术储备标准
西他沙星	原料药	广谱喹诺酮类抗菌药	化药 4 类	完成中试
恩曲他滨	原料药	抗病毒	化药 4 类	达到产品研发技术储备标准
依法韦仑	原料药	抗病毒	化药 4 类	达到产品研发技术储备标准
1800	原料药	降血脂	化药 2 类	完成小试
1801	原料药	用于治疗细菌性痢疾和肠胃炎	化药 4 类	完成小试
1901	原料药、制剂	口服碳青霉烯类新广谱抗生素	化药 4 类	小试阶段
AAI101	原料药	创新酶抑制剂	化药 1 类	商业化生产阶段
阿维巴坦钠	原料药	β 内酰胺酶抑制剂	化药 4 类	公斤级

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析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 2017~2019 年财务报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报表，其中 2017~2019 年财务数据均为审

研发人员数量占比（%）	11.63	14.58	19.66
研发投入（亿元）	0.44	0.53	0.59
研发投入占营业收入比（%）	4.54	4.54	4.39

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

截至 2020 年 3 月末，公司主要在研项目涉及抗病毒、抗感染等领域原料药和制剂，多数项目仍处于早期阶段。其中，AAI101 是一种以公司现有主要产品他唑巴坦为原料，进一步合成的新型 β -内酰胺酶抑制剂，属于化药 1 类创新药，公司系目前正在进行三期临床试验的原研 AAI101 制剂产品的独家原料药供应商，预计后续相关制剂产品上市将带动该原料药产品收入增长。

计报告期末数。公司财务报表均按照新会计准则编制。中诚信国际在分析时将研发费用计入管理费用。

2019 年随着原材料价格下降以及主要产品销量和价格的上涨，营业收入和毛利率提高，期间费用率

下降，盈利能力显著增强

2019年得益于公司主要产品销量增加，部分产品销售价格上涨，营业总收入持续增长。2020年一季度公司原料药和中间体销售状况良好，收入同比增长24.39%。

得益于主要原材料6-APA等价格下降，以及舒巴坦和4-AA销售均价的上升，2019年中间体板块毛利率上升较快，系带动公司营业毛利率上升的主要动力。2020年一季度毛利率小幅下降主要是因舒巴坦等产品价格回调。

表7：公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.1-3
原料药	4.85	4.90	5.38	1.58
中间体	4.73	6.65	7.95	2.07
制剂	-	0.09	0.10	0.01
营业总收入	9.58	11.63	13.54	3.67
毛利率	2017	2018	2019	2020.1-3
原料药	51.57	47.05	47.24	51.04
中间体	24.47	29.42	40.17	34.67
制剂	-	84.46	81.31	79.91
营业毛利率	38.20	37.25	43.11	41.85

资料来源：公司提供

公司期间费用呈逐年增加趋势，其中销售费用和管理费用随着业务规模的增长呈上涨趋势；2019年债务规模上涨导致财务费用增加。得益于营业收入保持较快增长，近年期间费用率呈下降趋势，公司期间费用控制能力较强。

得益于收入扩张和毛利率的提升，2019年公司经营性业务利润大幅增长，且是利润总额的主要来源。2019年营业外损益变化较大是因当期确认非流动资产毁损报废损失0.11亿元。2019年EBITDA利润率和净资产收益率亦实现较大幅度的提升，公司盈利能力有所增强。

表8：公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
销售费用	0.18	0.25	0.27	0.05
管理费用	1.29	1.43	1.55	0.41
财务费用	0.22	0.10	0.22	-0.003
期间费用合计	1.69	1.78	2.04	0.45
期间费用率	17.68	15.34	15.09	12.37
经营性业务利润	1.89	2.45	3.88	1.08

资产减值损失	0.005	-0.11	-0.12	-0.02
营业外损益	0.03	-0.04	-0.11	-0.04
利润总额	2.01	2.27	3.58	1.01
净利润	1.74	1.92	3.07	0.84
EBIT	2.16	2.51	3.91	1.07
EBITDA	2.62	3.05	4.59	--
EBITDA 利润率	27.35	26.23	33.92	--
总资产收益率	13.57	12.60	16.34	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产规模稳步增长，2019年以来受益于利润积累及可转换公司债券转股，资本实力持续增强，资本结构稳健，但以短期债务为主的债务结构仍有待改善

近年公司资产规模逐年增长，且以流动资产为主。随着经营获现积累以及取得借款，公司货币资金逐渐增长，截至2020年3月末受限0.42亿元；应收账款有所波动，2019年末应收账款账龄主要在一年内；存货主要为库存商品和原材料，随业务规模扩张呈增长趋势；固定资产主要为机器设备和房屋建筑物，随着购置以及环保设施项目流水线等在建工程转固而增加；2019年因培南车间升级改造项目等持续投入，在建工程增幅较大；无形资产主要为土地使用权和药证，2019年增长主要系公司以0.37亿元收购景德镇市知音家居文化创意实业有限公司的国有土地使用权。

公司负债以有息债务为主，2019年发行可转换公司债券推动债务规模进一步上升，短期债务占比下降；随着2020年一季度富祥转债大量转股，短期债务/总债务回升至73.35%，债务结构有待改善。

受益于利润积累、发行可转换公司债券及可转换公司债券部分转股，2019年以来公司所有者权益增幅较大，财务杠杆率显著下降。其中，2019年末未分配利润转增股本，使股本增加0.44亿元；2019年和2020年一季度，可转换公司债券部分转股，使股本和资本公积同步增加，资本实力不断增强。此外，2019年公司现金分红总额1.53亿元，分红比例较高，不利于权益资本的积累。

表9：公司主要资产、负债和资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	6.13	7.81	7.91	10.33

应收账款	1.20	1.50	1.40	1.78
存货	1.86	2.12	2.36	2.23
流动资产	10.06	12.49	13.90	16.24
固定资产	3.73	5.13	5.60	5.51
在建工程	1.24	1.50	3.44	3.66
无形资产	1.06	0.97	1.14	1.13
总资产	17.89	21.96	25.96	28.79
总负债	8.23	10.50	10.68	10.69
短期债务	4.30	7.05	4.93	5.97
总债务	5.23	7.42	7.88	8.14
短期债务/总债务	82.23	95.01	62.64	73.35
所有者权益	9.67	11.47	15.28	18.10
资产负债率	45.98	47.79	41.15	37.14
总资本化比率	35.13	39.28	34.02	31.04

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年以来经营获现能力提升，整体偿债能力较强

2019年和2020年一季度因公司销售收入增长及销售回款的增加，经营获现水平较好；因在建项目投入增加，2019年在建工程投入增加，投资活动现金净流出规模扩大；因借款规模下降，同时偿还债务规模增加，同期筹资活动净现金流减少。

伴随着盈利能力和获现能力的提升，2019年公司经营活动净现金流和EBITDA对债务本息的覆盖能力增强，且货币资金能够覆盖短期债务，整体偿债能力较强。

表 10：公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	2.11	1.76	3.38	0.83
投资活动净现金流	-0.61	-1.61	-3.51	-0.57
筹资活动净现金流	0.87	1.70	0.31	2.05
EBITDA 利息保障倍数	17.11	12.69	10.96	--
经营活动净现金流/利息支出	13.80	7.31	8.06	--
总债务/EBITDA	2.00	2.43	1.72	--
经营活动净现金流/总债务	0.40	0.24	0.43	0.41
货币等价物/短期债务	1.56	1.21	1.85	1.73

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

备用流动性尚可，股权融资渠道畅通，能够为整体偿债能力提供支持

备用流动性方面，截至2020年3月末，公司获得授信额度总计15.80亿元，其中未使用的授信额度为9.80亿元，备用流动性尚可。公司为上市公司，股权融资渠道畅通。

根据公司2020年3月30日发布的《非公开发行A股股票预案》，公司拟非公开发行A股股票数量不超过51,284,335股（含51,284,335股），发行价格20.75元/股，募集总额不超过10.64亿元，全部发行对象均以现金方式认购本次非公开发行的股票。募集资金用于高效培南类抗生素建设项目和年产616吨那韦中间体项目。截至2020年3月31日，公司总股本288,698,360股，本次非公开发行股票后，公司总股本将增至339,982,695股，实际控制人包建华直接和间接持股比例降至23.33%，仍保持第一大股东和实际控制人地位。目前，本次非公开发行股票事项尚需中国证监会核准，具有一定不确定性。

受限资产方面，截至2020年3月末，公司受限资产账面价值1.21亿元，占总资产比例为4.20%，其中包括受限货币资金0.42亿元，其余为土地使用权和房产。

或有负债方面，截至2020年3月末，公司无对外担保和重大未决诉讼。

截至2020年3月末，公司实际控制人包建华质押股份715万股，占其持股数量的比例为9.96%。

过往债务履约情况：根据公开资料及公司提供的企业信用报告和相关资料，截至2020年4月7日，公司在公开市场无信用违约记录，借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

外部支持

公司系实际控制人包建华最核心的企业，自然人股东对公司的支持意愿很强，但对当地政府和金融机构等资源协调能力较为有限

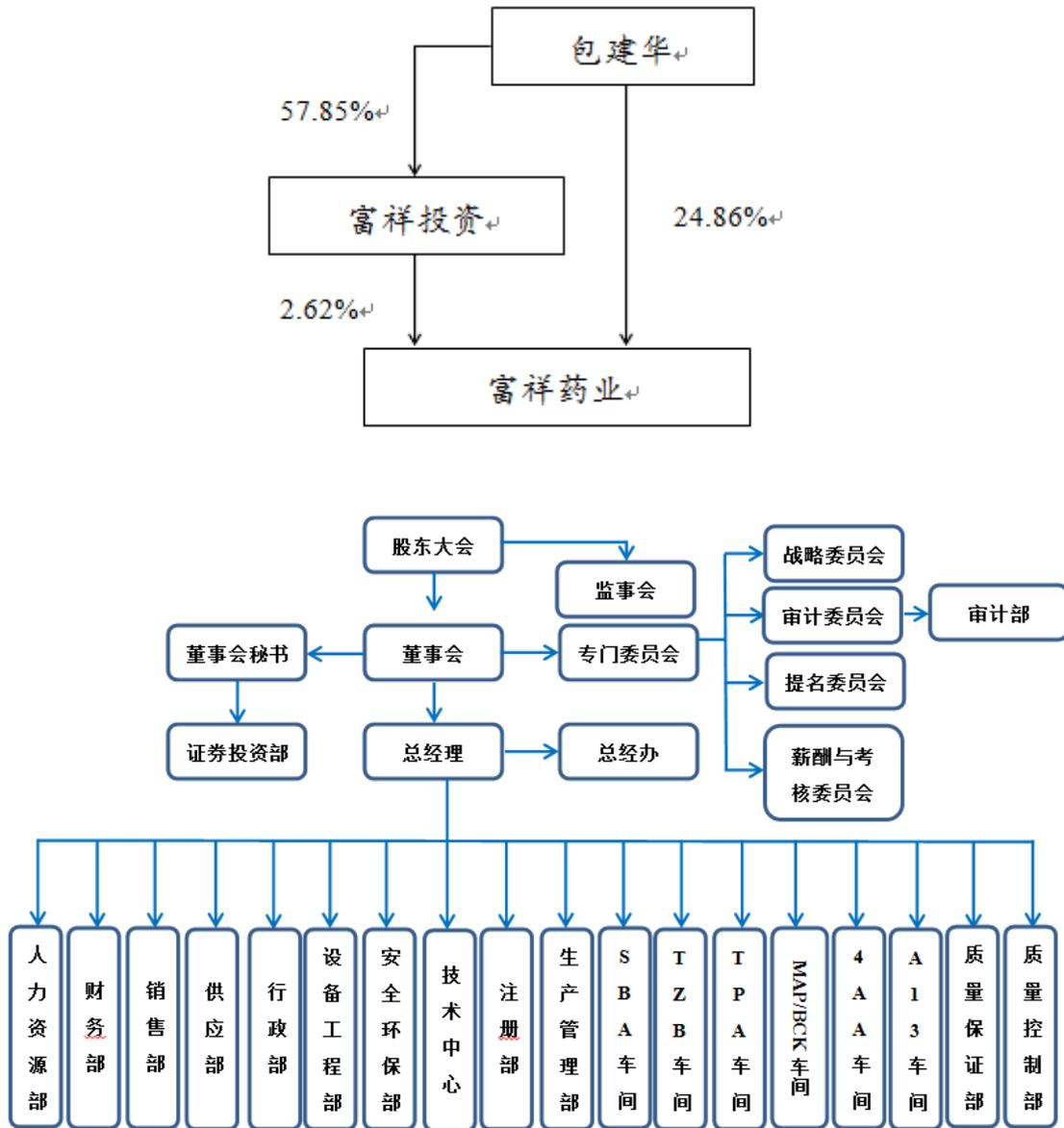
富祥药业实际控制人包建华除公司外还拥有景德镇市富祥投资有限公司（以下简称“富祥投资”）、浙江黄岩大众工贸有限公司和景德镇市古镇陶瓷有限公司，公司是其控制的最核心企业，股东支持意愿很强。但由于公司实际控制人为自然人，

对当地政府和金融机构等资源协调能力较为有限，
对公司支持能力较弱。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持江西富祥药业股份有限公司的主体信用等级为 **AA-**，评级展望为稳定；
维持“富祥转债”的债项信用等级为 **AA-**。

附一：江西富祥药业股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：江西富祥药业股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	61,260.69	78,070.20	79,136.30	103,328.40
应收账款净额	11,973.09	15,036.22	14,007.02	17,751.59
其他应收款	413.04	964.54	1,702.12	1,420.45
存货净额	18,609.28	21,202.44	23,564.00	22,260.13
长期投资	14,396.00	13,750.81	13,887.78	16,718.78
固定资产	37,345.07	51,258.56	55,985.00	55,075.11
在建工程	12,439.59	15,016.83	34,434.30	36,593.64
无形资产	10,589.01	9,656.45	11,394.04	11,288.19
总资产	178,940.77	219,648.38	259,579.96	287,880.86
其他应付款	508.71	176.21	547.68	408.79
短期债务	43,048.64	70,472.63	49,342.42	59,736.34
长期债务	9,300.00	3,700.00	29,430.84	21,706.33
总债务	52,348.64	74,172.63	78,773.25	81,442.67
净债务	-8,912.05	-3,897.57	-363.04	-21,885.74
总负债	82,270.14	104,979.72	106,829.57	106,907.42
费用化利息支出	1,531.51	2,405.09	3,310.58	564.26
资本化利息支出	0.00	0.00	881.26	--
所有者权益合计	96,670.64	114,668.67	152,750.39	180,973.43
营业总收入	95,815.05	116,343.36	135,404.68	36,720.94
经营性业务利润	18,913.57	24,517.92	38,798.16	10,843.46
投资收益	788.11	-261.60	-649.71	-169.41
净利润	17,447.67	19,236.19	30,688.00	8,411.18
EBIT	21,636.81	25,112.75	39,146.40	10,657.22
EBITDA	26,209.53	30,514.02	45,925.55	--
经营活动产生现金净流量	21,132.33	17,591.39	33,791.10	8,332.53
投资活动产生现金净流量	-6,103.90	-16,143.75	-35,145.26	-5,732.42
筹资活动产生现金净流量	8,727.44	16,974.82	3,081.80	20,523.66
资本支出	9,899.49	16,388.66	32,490.15	5,736.16
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	38.20	37.25	43.11	41.85
期间费用率(%)	17.68	15.34	15.09	12.37
EBITDA 利润率(%)	27.35	26.23	33.92	--
总资产收益率(%)	13.57	12.60	16.34	15.57*
净资产收益率(%)	19.93	18.20	22.95	20.16
流动比率(X)	1.49	1.30	1.92	2.02
速动比率(X)	1.21	1.08	1.59	1.74
存货周转率(X)	3.34	3.67	3.44	3.73*
应收账款周转率(X)	8.07	8.62	9.32	6.33*
资产负债率(%)	45.98	47.79	41.15	37.14
总资本化比率(%)	35.13	39.28	34.02	31.04
短期债务/总债务(%)	82.23	95.01	62.64	73.35
经营活动净现金流/总债务(X)	0.40	0.24	0.43	0.41*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.49	0.25	0.68	0.56*
经营活动净现金流/利息支出(X)	13.80	7.31	8.06	14.77
经调整的经营净现金流/总债务(%)	26.84	12.97	32.93	--
总债务/EBITDA(X)	2.00	2.43	1.72	--
EBITDA/短期债务(X)	0.61	0.43	0.93	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	17.11	12.69	10.96	--
EBIT 利息保障倍数(X)	14.13	10.44	9.34	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、将研发费用计入管理费用；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+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
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。