

中证鹏元资信评估股份有限公司

信用等级通知书

中鹏信评【2020】第 Z【128】号

江西同和药业股份有限公司：

受贵公司委托，中证鹏元资信评估股份有限公司从运营环境、公司治理与管理、经营与竞争、财务实力、债券偿还保障以及其他事项等方面对贵公司及贵公司拟发行的江西同和药业股份有限公司 2020 年公开发行可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 A+，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 A+。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本公司提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零二零年三月十日

江西同和药业股份有限公司

**2020 年公开发行可转换
公司债券信用评级报告**



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

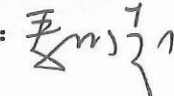
本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本
评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间
变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用
评级的变化情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【128】号 01

分析师

姓名：

秦风明 刘书芸

电话：

021-51035670

邮箱：

qinfm@cspengyuan.com

评级日期：

2020 年 3 月 30 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
化学制药企业主体长期
信用评级方法，该评级
方法已披露于公司官方
网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

江西同和药业股份有限公司 2020 年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：A+

发行主体长期信用等级：A+

发行规模：不超过 4.2 亿元（含 4.2 亿元）

评级展望：稳定

债券期限：6 年

债券偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息，附债券赎回和回售条款

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对江西同和药业股份有限公司（以下简称“同和药业”或“公司”，股票代码为“300636.SZ”）本次拟公开发行总额不超过 4.2 亿元（含 4.2 亿元）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 A+，该级别反映了本期债券安全性较高，违约风险较低。该等级的评定是考虑到公司产品客户认可度较高，目前技术储备与产品线相对较为丰富，预计将会给相关业务发展提供一定支撑，公司上市后资本实力增强，IPO 募投项目 2019 年完全投产后营业收入规模显著提升；同时中证鹏元也关注到，公司产品主要销往国外，且生产过程涉及易爆化学反应，面临一定的汇率波动和安全生产风险，原材料价格波动风险较高，影响盈利能力稳定性，在建项目尚需投资规模较大，存在较大的资金压力，且新增项目的产能消化存在一定不确定，存货规模大幅上升，影响经营活动现金流稳定性，以及公司有息债务规模增长较快，面临一定的偿债压力等风险因素。

正面：

- 公司产品客户认可度较高，目前技术储备与产品线相对较为丰富，将会给相关业务发展提供一定支撑。公司目前产品类别丰富，其中 6 个品种销售过千万，且主要产品销往日本、欧盟、北美等规范市场，公司多次通过 NMPA（中国国家药品监督管理局）、US-FDA（美国食品药品监督管理局）、PMDA（日本药物及医疗器械管理局）、MFDS（韩国食品药品安全部）和德国等官方机构的 GMP 现场检查，客户认可度较高；近年公司加大研发和环保投入力度，截至 2019 年底，公司拥有发明专利 17 项（其中，境内发明专利 16 项，境外发明专利 1 项），在研新产品 7 个，

为公司以后业务发展提供了一定支撑。

- 公司上市后资本实力有所增强，IPO 募投项目 2019 年完全投产后营业收入显著提升。2017 年 3 月公司首次公开发行募集资金净额 26,303.41 万元，资本实力有所增强；2019 年公司 IPO 募投项目相继建成及完成技术改造，持续供货能力得到显著提升，2019 年营业收入规模大幅增加 54.63%至 41,305.81 万元。

关注：

- 公司面临一定的汇率波动及安全生产风险。公司国外收入占比较大，2017-2019 年国外收入占比均在 85%以上，汇率变动及贸易摩擦可能对公司利润产生不利影响；公司生产过程中涉及较多易爆化学反应，我们也注意到公司 2017 年因生产安全事故受到处罚，尽管公司已经完善加强了安全生产体系，但仍不能完全排除安全事故发生的风险。
- 公司原材料价格波动风险较高。原材料为公司成本的主要构成部分，2018 年因原材料供应受限及价格上涨导致公司当期利润大幅下降，2019 年以来上游化工企业环保压力持续上升，部分中小化工企业仍面临关停及减产风险，原材料的稳定供应仍面临挑战，同时原材料价格波动风险较高，影响盈利能力稳定性。
- 公司存在较大的资金压力，新增项目的产能消化存在一定不确定。截至 2019 年底，公司主要在建项目（包含本期债券募投项目）总投资 69,251.84 万元，尚需投资 59,487.27 万元，存在较大的资金压力；同时公司在建项目新增原料药产能规模较大，考虑到公司目前部分产品产能利用率不高，新增产能的消化仍存在一定不确定。
- 公司存货规模大幅上升，影响经营活动现金流稳定性。2019 年末公司存货同比增长 53.38%，占总资产的 23.64%，存货周转效率低于同行业公司，对资金形成较大占用，使得 2019 年经营活动现金净流出 2,827.20 万元，经营获现能力的稳定性有待提升，同时应关注存货的跌价风险。
- 公司有息债务规模增长较快，面临一定的偿债压力。2019 年末公司流动比率和速动比率持续下降，有息债务规模增至 18,170.48 万元，其中短期有息债务占比 37.10%，面临一定的偿债压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	101,571.14	80,361.83	72,227.77
归属于母公司所有者权益	70,630.84	65,816.00	63,710.11

有息债务	18,170.48	0.00	0.00
资产负债率	30.46%	18.10%	11.79%
流动比率	2.03	2.05	6.84
速动比率	0.75	0.95	4.66
营业收入	41,305.81	26,712.40	29,671.60
营业利润	5,168.12	2,628.15	7,276.02
净利润	4,830.93	2,453.08	6,545.77
综合毛利率	29.74%	29.27%	36.60%
总资产回报率	6.14%	3.45%	13.17%
EBITDA	9,865.55	5,018.71	9,589.04
EBITDA 利息保障倍数	23.45	31,366.92	183.91
经营活动现金流净额	-2,827.20	7,493.25	3,405.39

注：2018 年公司利息支出规模很小，导致当期计算的 EBITDA 利息保障倍数较大。

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于2004年4月20日，前身为江西同和药业有限责任公司，由庞正伟和赵鸿良两名自然人共同出资成立，初始注册资本100.00万元。后经历次增资，2015年2月，公司召开创立大会并决议以公司截至2014年11月30日经审计的净资产折合股份整体变更设立为江西同和药业股份有限公司，注册资本3,180.00万元，于2015年5月完成工商备案登记。后经历次增资，2017年3月经中国证券监督管理委员会《关于核准江西同和药业股份有限公司首次公开发行股票批复》（证监许可[2017]345号）核准，公开发行人民币普通股（A股）不超过2,000.00万股，并于2017年3月31日在深圳证券交易所上市交易，公开发行后股本总额为8,000.00万股。公司上市后经历多次股权激励计划、限制性股票授予及回购等事项，截至2019年末，公司总股本为8,095.10万股。自然人庞正伟为公司第一大股东（直接持股比例19.61%，并通过奉新驰骋投资合伙企业（有限合伙）控制公司3.61%股份），且庞正伟和梁忠诚、丰隆实业有限公司（梁忠诚直接持有公司0.61%股份，通过丰隆实业有限公司控制公司18.63%股份）为一致行动人。因此，庞正伟和丰隆实业有限公司为公司控股股东，庞正伟、梁忠诚为公司实际控制人，截至2019年末，合计控制公司股份34,367,021股，占公司总股本的42.45%，其控制的股份被质押的合计19,999,999股，占其控制股份的58.20%。

表1 截至2019年末公司前十大股东情况（单位：股）

股东名称	持股数量	持股比例	质押股数	股东性质
庞正伟	15,872,921	19.61%	9,449,999	境内自然人
丰隆实业有限公司	15,081,081	18.63%	10,550,000	境外法人
宁波旌辉创业投资合伙企业（有限合伙）	9,516,449	11.76%	6,260,000	境内非国有法人
赵鸿良	3,736,238	4.62%	1,880,000	境内自然人
中国-比利时直接股权投资基金	3,489,476	4.31%	0.00	国有法人
奉新驰骋投资合伙企业（有限合伙）	2,918,919	3.61%	0.00	境内非国有法人
国泰基金管理有限公司—社保基金四二一组合	1,557,800	1.92%	0.00	其他
中国银行股份有限公司—国泰融安多策略灵活配置混合型证券投资基金	1,198,800	1.48%	0.00	其他
平安资产—邮储银行—如意10号资产管理产品	1,150,800	1.42%	0.00	其他
中国工商银行股份有限公司—诺安先锋混合型证券投资基金	1,142,389	1.41%	0.00	其他
合计	55,664,873	68.77%	28,139,999	—

资料来源：公司2019年年度报告，中证鹏元整理

公司主营业务为化学原料药和医药中间体的研发、生产和销售，主要产品方向为特色化学原料药及中间体、专利原料药中间体，近年逐步开展以合同加工形式为原研药（专利持有人）配套生产原料药中间体业务。截至2019年12月末，纳入公司合并报表范围的子公司为江西同和药业进出口有限责任公司，注册资本为500.00万元，主营业务为医药中间体、精细化工（危险品除外）销售。

二、本期债券概况

债券名称：江西同和药业股份有限公司2020年公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过人民币4.20亿元（含4.20亿元）；

债券期限和利率：6年，公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定债券利率；

还本付息方式：每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息；

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债券到期日止；

初始转股价格：本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司A股股票交易均价（若在该二十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交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司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；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%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股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价较高者；同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算；

赎回条款：在本期债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，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。在转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，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或部分未转股的可转换公司债券：（1）在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司股票在任意连续三十个交易日中至少有二十个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；（2）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币 3,000 万元时；

回售条款：本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券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。最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权；

若公司本期债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向股份公司回售其持有的全部或部分可转换公司债券的权利。在上述情形下，可转换公司债券持有人可以在回售申报期内进行回售，在回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权；

向原股东配售的安排：本期债券给予公司原 A 股股东优先配售权，原股东有权放弃优先配售权。具体优先配售数量提请股东大会授权董事会在发行前根据市场情况确定，并在本次发行的可转换公司债券的发行公告中予以披露。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过4.20亿元，资金投向明细如下：

表 2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
年产 100 吨 7-甲氧基萘满酮、30 吨利伐沙班等原料药及 20 亿片（粒）口服固体制剂项目一期工程	59,751.84	42,000.00	70.29%
合计	59,751.84	42,000.00	70.29%

资料来源：公司提供

本次发行实际募集资金净额少于上述项目拟投入募集资金总额，募集资金不足部分由公司自筹解决。如本次募集资金到位时间与项目实施进度不一致，公司可根据实际情况需要以其他资金先行投入，募集资金到位后予以置换。

（一）项目建设内容及建设进度

本期债券募投项目包括：生产车间8~11、甲类物品库1~4、1丙类仓库、储罐区及泵房、中间物料储罐区、酸碱储罐区、公用工程楼、三废处理站、机修五金库、废旧设备堆放间、生产管理中心、倒班宿舍、食堂、门卫、消防水池等。项目实施地点为江西省奉新高新技术产业园区东至园区二路、西至园区一路、南至天工大道、北至环城东路。本期债券募投项目总投资为59,751.84万元，项目建设期为3年，2019年开始土建，2021年底试生产。截至2019年底，本期债券募投项目累计已投入9,528.03万元。

（二）项目核准情况

本期债券募集资金投资项目涉及的审批、核准或备案情况如下：

表3 本期债券募投项目批复情况

项目名称	立项备案	环评
年产100吨7-甲氧基萘满酮、30吨利伐沙班等原料药及20亿片（粒）口服固体制剂项目一期工程 资料来源：公司提供，中证鹏元整理	奉发改[2017]490号	宜环评字[2017]93号

（三）项目收益

根据公司公告的《江西同和药业股份有限公司公开发行可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告》，本期债券募投项目建成投产后，预计年新增营业收入33,581.87万元，年新增净利润6,502.37万元，税后内部收益率8.78%，税后投资回收期9.86年（含建设期）。我们也关注到本期债券募投项目新增的原料药产能规模较大，投资回收期较长，对公司研发技术、管理能力等考验较大；同时，若市场供求关系、经营成本或相关政策等方面出现重大不利变化，则公司可能面临预期收益不能实现的风险。

四、运营环境

在人口老龄化趋势及居民健康意识不断提高等背景下，全球医药市场规模持续扩容；随着专利药品专利到期数量的增加，近年全球仿制药市场增速较快，原料药作为其上游产业，需求具有一定保障

医药行业与居民的生命健康和生活质量等密切相关，在世界人口总量持续增长、人口老龄化趋势日益明显以及居民健康意识不断提高等背景下，全球医药市场规模持续增长。

根据世界银行人口统计，截至2018年底，全球总人口数75.94亿人，其中65岁及以上人口占总人口的比例为8.87%，占比正逐年上升，人口老龄化趋势日益明显；根据世界银行预测，2050年中国65岁及以上人口比例将达到26%，人口老龄化提升将进一步提升医疗

卫生需求。根据IMS Health统计，2012-2018年全球医药市场总规模由9,620亿美元增至11,707亿美元，年均复合增长率为3.33%，到2020年全球医药市场规模将超1.4万亿美元，亚洲、拉丁美洲及非洲等新兴市场受益于经济不断增长、人均收入普遍提高、健康意识不断提升等因素，年均复合增长率预计将超过10%，成为全球医药行业的主要驱动力量。

图1 2010-2018年全球人口及老龄化情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图2 2012-2018年全球医药市场情况



资料来源：IMS Health，中证鹏元整理

近年全球仿制药市场规模持续上升，增速超过医药市场整体增速且保持在较高水平，一方面系新药研发难度较高、审批流程较长及资金需求量较高，获批上市新药数量较少，另一方面系近年化药专利到期数量的不断增加推动仿制药市场快速增长。2013-2020年全球约有1,666个化合物专利到期，为仿制药的发展提供较大空间。另外，根据IMS Health预测，2018年全球医药支出相比2013年将增长3,050-3,350亿美元，其中仿制药支出增长贡献达52%；在新兴医药市场增长中，仿制药的增长占83%，成为全球医药支出增长尤其是新兴医药市场增长的主要驱动因素。

从医药制造业产业链来看，原料药行业处于产业链中上游，需求主要受下游制剂行业影响；近年来得益于全球医药市场规模扩容及仿制药行业的快速增长，全球原料药行业市场规模保持增长，2010-2018年，全球原料药行业市场规模由1,010亿美元增至1,628亿美元，年复合增长率超过6%。考虑到未来随着化药专利到期的专利药品品种数量不断增多，仿制药的品种与数量也将持续上升，将推动仿制药市场份额的进一步提升，同时带动全球原料药需求的增长。

图3 2010-2018年全球原料药市场规模情况



资料来源：Pharmiweb，中证鹏元整理

近年全球原料药产能从欧美等发达国家向具有成本优势的中国、印度等国家转移，我国原料药产量及出口量持续增加

目前全球主要的原料药生产区域主要分布在北美、西欧以及亚洲地区的中国、印度和日本，其中中国、印度是全球主要的原料药出口基地，尤其在大宗原料药和特色原料药领域占有优势，欧洲主要以高附加值的专利期内原料药为主，日本绝大部分供应本土制剂企业，北美以进口为主。

过去十年由于高企的人力成本及环保压力，欧美原料药市场逐步向中国和印度转移，我国原料药产量持续增加，2010-2017年，我国化学药品原药产量从221.50万吨增至347.80万吨，年复合增长率达6.66%。2018年我国化学药品原药产量282.30万吨，同比下降18.83%，主要系环保政策收紧，部分中小原料药企业出清。出口量方面，2012-2018年，我国原料药出口量从616.2万吨增至929.72万吨，年复合增长率达7.10%；出口金额从227.0亿美元增至300.48亿美元，年复合增长率达4.78%，原料药出口量和出口金额均保持增长。

图4 2010-2018年我国化学药品原药产量情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图5 2012-2018年我国原料药出口情况

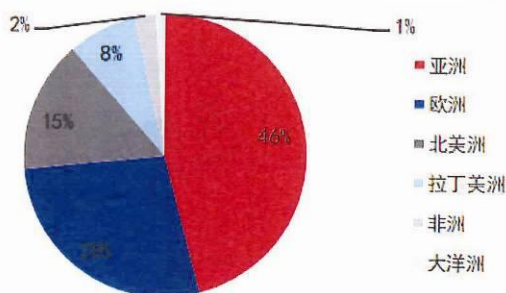


资料来源：中国医药保健品进出口商会，中证鹏元整理

从出口区域来看，亚洲仍为我国原料药最大的出口地区，其次为欧洲和北美洲，三大市场合计占比达89%；从具体国家地区来看，2018年我国原料药出口到187个国家和地区，

印度、美国和日本为我国原料药前三大出口国家，2018年印度占据原料药出口额的14.99%，美国占14.2%，日本占6.33%，三者合计占比35.52%。

图6 2018年我国原料药出口地区情况



资料来源：中国医药保健品进出口商会

国内环保政策持续收紧，环保及质量不达标的中小原料药企业逐步出清，行业集中度有望得到提升；原料药关联审批政策及化药带量采购政策的推进使得行业壁垒进一步提升，头部企业将获得更强的议价能力

原料药属于重污染行业，生产过程排放的废气、废水、废渣等对环境污染严重，2016年以来，国家环保政策持续收紧，环保督察常态化，2018年1月起《环境保护税法》正式实施，排污许可证制度全面推开。受江苏盐城、响水港化工厂爆炸影响，江苏省、浙江省、河北省均对当地新建医药、化工项目作出严格限制，大量原料药及中间体企业停产整顿或被直接关停。随着环保政策的推进，技术落后、环保不达标的中小原料药企业逐步退出市场，原料药行业竞争格局有所优化，行业集中度有望得到提升。

2017年11月，原国家食品药品监督管理总局发布《关于调整原料药、药用辅料和药包材审评审批事项的公告》，提出不再单独受理原料药、药用辅料和药包材注册申请，实行制剂与原料药、药用辅料、包装材料关联审批，待关联药品制剂提出注册申请后一并审评。2019年7月，国家药品监督管理局发布《进一步完善药品关联审评审批和监管工作有关事宜的公告》正式落地。关联审批模式下，下游制剂企业捆绑原料药同步审批，原料药的质量直接影响评审结果，且审批通过后如需更换原料药供应商需要再次审核，因此下游制剂企业将更倾向于选择质量过硬、供应能力稳定的原料药企业，对于原料药的质量及供应能力提出更高要求，行业壁垒将进一步提升。

首批“4+7”试点城市集中带量采购入选品种在2018年12月公布，全国11个试点城市的公立医院已经开始执行带量采购，2019年以来药品集中采购试点范围进一步扩大，从原来的11个省市变成了25个省份。带量采购模式下仿制药企业质量及成本控制能力成为影响下游仿制药企业盈利能力的关键因素之一，对于未布局原料药的制剂企业，将更倾向于选

择优质且供应能力稳定的原料药企业，原料药在产业链中重要性将进一步凸显，头部企业将获得更强的议价能力。

表 4 原料药及化工企业相关环保政策

时间	政策文件	政策内容
2016 年 11 月	《医药工业发展规划指南》	2020 年规模以上企业单位工业增加值能耗下降 18%、二氧化碳排放量下降 23%、挥发性有机物排放量下降 10%以上；化学原料药绿色生产水平明显提高
2017 年 10 月	《重点流域水污染防治规划（2016-2020）》	沿江地区严格限制新建高污染化工项目，沿海地区严格控制新建医药、农药和染料中间体项目
2018 年 1 月	《排污许可管理办法（试行）》	明确和细化了排污单位应持证排污和环保部门应依证监管的法律要求，对排污单位承诺制、信息公开、自行监测、台账记录和执行报告等要求做出了具体规定
2018 年 9 月	《浙江省打赢蓝天保卫战三年行动计划》	列入关停名单的全部关停到位，列入搬迁名单的危险化学品企业全部完成搬迁改造，新建项目入园率 100%，新建项目自动化控制系统装备率 100%，园区外化工企业不得新建、扩建化工生产项目，严格执行“三同时”有关规定
2019 年 4 月	《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》	压减规模以下化工生产企业的数量，对评估安全和环保风险，不达标企业需在 2020 年底前全部关闭退出，鼓励达标企业进入化工园区发展，新建化工项目原则上投资额不低于 10 亿元”
2019 年 6 月	《重点行业挥发性有机物综合治理方案》	加强制药、农药、涂料、油墨、胶粘剂、橡胶和塑料制品等行业 VOCs 治理力度，制药、农药行业推广使用非卤代烃和非芳香烃类溶剂，制药行业推广生物酶法合成技术

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律法规的要求以及公司章程的规定建立了股东大会、董事会和监事会，并且对董事会和董事、监事会和监事、经理层和高级管理人员在内部控制中的责任进行了明确规定，明确了股东大会、董事会、监事会和经理层之间各负其责、规范运作、相互制衡的公司治理结构。

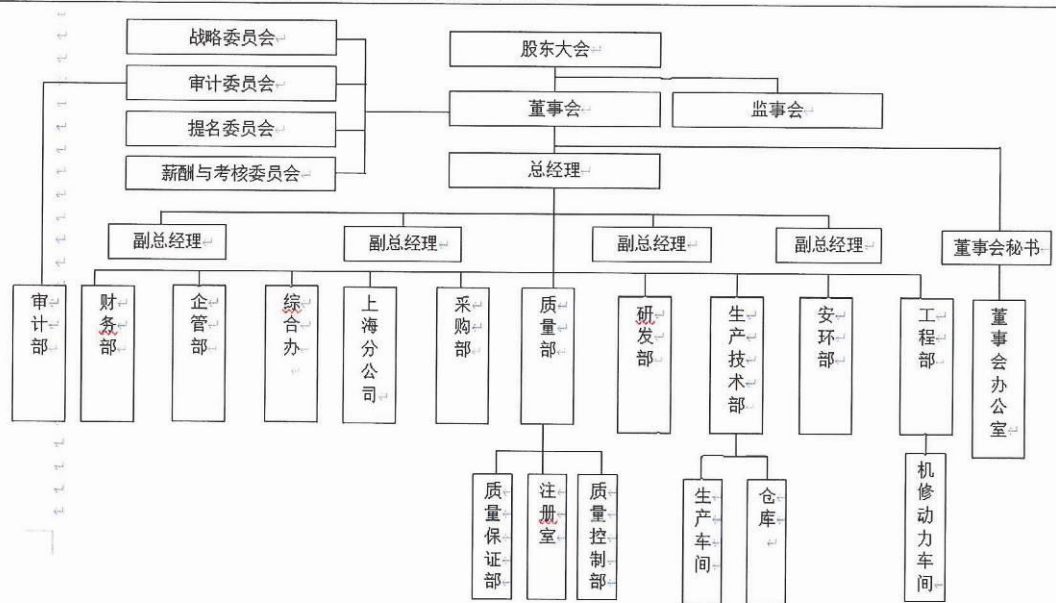
公司设股东大会、董事会、监事会和经营管理层，股东大会是公司的最高权力机构。公司董事会由股东大会选举或者更换，并可在任期届满前由股东大会解除其职务；董事会由九名董事组成，其中独立董事三人，设董事长（庞正伟）1人，副董事长1人，由董事会以全体董事的过半数选举产生；公司设董事会秘书，董事会秘书是公司高级管理人员，对公司和董事会负责；公司董事会下设审计委员会、薪酬和考核委员会、提名委员会、战略委员会，在投资决策、财务管理、业务经营、内部治理、人力资源等方面出谋划策，为董事会的决策提供专业参考和建设性意见。

监事会由三名监事组成，设监事会主席1名，由全体监事过半数选举产生；监事会中

职工代表的比例不低于1/3，由公司职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生；监事会每届任期三年，任期届满，连选可以连任，对公司重大事项、关联交易、财务状况以及董事、总经理和其他高级管理人员履行职责的合法、合规性进行有效监督。高级管理人员包含总经理、副总经理、董事会秘书、财务负责人，下设各职能部门，具体见图7所示。

公司根据国家法律法规及自身业务经营实际情况制定了相应的内部控制制度，涉及公司治理控制、会计系统控制、内部管理控制等各个方面。公司治理方面，公司根据《上市公司内部控制指引》的要求，结合公司实际情况制定了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《独立董事工作制度》以及各专门委员会工作细则、对外投资、对外担保、关联交易等方面的公司制度体系。财务方面，公司制定了相应的货币资金与票据管理制度、财产清查制度、预算管理制度等；业务层面，公司制定了相应的采购管理制度、仓库管理制度、质量控制制度、生产车间制度等，对公司整体业务环境进行控制。

图 7 截至 2019 年 12 月 31 日公司组织架构图



资料来源：公司提供

值得注意的是，2017年9月3日公司一生产“加巴喷丁”原料药的专用车间发生火灾，奉新县安全质量监督管理局及奉新县公安消防大队出具了《(奉)安监管罚(2017)1号行政处罚决定书(单位)》和《奉公(消)行罚决字[2017]0037号行政处罚决定书》，对公司分别处罚20万元和2.6万元，公司及公司相关责任人已于规定时限内缴纳了上述罚款。此外，公司董事长庞正伟于2018年9月19日-28日以集中竞价的方式合计买入公司股票5.84万股，

购入股票时间发生在三季报预约披露前30日内，构成敏感期买卖公司股票，上述行为违反了《创业板上市公司规范运作指引（2015年修订）》第3.8.17条的规定，深圳证券交易所于2018年10月30日出具监管函。

截至2019年末，公司员工共有员工942人，从学历构成来看，公司大专及以上学历人数占比为33.97%；从岗位结构来看，公司生产人员和技术人员较多，分别为603人和230人，占员工总数比例分别为64.01%和24.42%，能够满足公司日常经营活动。具体人员构成详见表5。

表5 截至2019年末公司员工构成情况

人员类型	人数	占员工总数的比例
生产人员	603	64.01%
销售人员	15	1.59%
技术人员	230	24.42%
财务人员	10	1.06%
行政人员	84	8.92%
合计	942	100.00%
学历构成	人数	占员工总数的比例
硕士及以上学历	21	2.23%
本科学历	182	19.32%
大专学历	117	12.42%
大专以下学历	622	66.03%
合计	942	100.00%

资料来源：公司2019年年报，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司主要从事化学原料药和医药中间体的研发、生产和销售，主要产品以加巴喷丁原料药、瑞巴派特原料药、醋氯芬酸原料药、塞来昔布原料药等为主，用于神经系统、消化系统、解热镇痛、循环系统、精神障碍等多个领域。

2017-2019年公司分别实现营业收入29,671.60万元、26,712.40万元和41,305.81万元，2018年收入下降主要系上游化工企业受环保压力停业整顿造成部分原料供应短缺，公司部分装置开工不足导致当期收入及毛利率均出现下滑；2019年公司原材料供应逐步恢复，同时IPO募投项目投产后产能逐步释放，当期营业收入较上年同期大幅增加54.63%。

毛利率方面，2018年受原材料供应短缺影响使得公司装置开工不足，同时原材料价格大幅上涨，使得医药原料药和中间体业务毛利率均出现下滑，2018年综合毛利率下降7.33

个百分点；2019年IPO募投项目投产后部分原料药产品产能利用率仍较低，且市场价格存在一定波动，综合导致原料药业务毛利率仍略有下降；医药中间体随着原料供应正常，毛利率逐步恢复，综合影响下2019年公司综合毛利率与2018年基本持平，但仍低于2017年。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
医药原料药	33,874.48	28.22%	22,623.00	30.27%	26,794.99	36.40%
医药中间体	7,375.86	34.83%	3,923.47	23.94%	2,848.51	38.13%
其他产品	55.47	282.84%	165.94	18.46%	28.10	65.43%
合计	41,305.81	29.74%	26,712.40	29.27%	29,671.60	36.60%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品线相对较为丰富，产品主要销售日本、韩国、欧盟等国外市场，产品质量得到认可，但部分产品毛利率及产销率波动较大，盈利能力稳定性较弱；公司客户主要为国外大型代理商，客户结构相对较稳定，但集中度较高，须关注汇率波动风险；COVID-19 疫情目前在国外仍未得到抑制，我们将持续关注其对公司出口业务的影响

公司主营产品为特色原料药，应用范围涵盖神经系统用药（抗癫痫药）、消化系统用药（抗溃疡病药）、解热镇痛及非甾体抗炎药、循环系统用药（抗高血压药）、治疗精神障碍药（抗抑郁药）等多个领域，产品线较为丰富。同时，公司主要产品完成了在日本、欧盟、北美等规范市场的药品注册，截至2019年底，公司累计取得5个产品的CEP证书、2个产品的US-DMF和加拿大DMF批准、6个产品的KDMF注册证书、3个产品的日本注册证书、1个产品的印度注册证书和4个产品的中国台湾注册证书，且多次通过国内外药监部门的现场审计，累计通过美国FDA现场审计4次、日本PMDA5次、EUGMP2次，国内药监现场检查8次，产品质量得到检验和认可，产品具有一定的竞争力。

表7 公司主要产品情况

药品系列	产品名称	制剂适用症
神经系统用药（抗癫痫药）	加巴喷丁	主要用于不全性癫痫，现在也广泛用于治疗神经理性疼痛（包括带状疱疹后遗神经痛，糖尿病神经病变，卒中后中枢性疼痛等）
解热镇痛及非甾体抗炎镇痛药	塞来昔布	缓解骨关节炎的症状和体征；缓解成人类风湿关节炎的症状和体征；治疗成人急性疼痛；缓解强直性脊柱炎的症状和体征
消化系统用药（抗溃疡病药）	瑞巴派特	胃溃疡，急性胃炎、慢性胃炎的急性加重期胃粘膜病变（糜烂、出血、充血、水肿）的改善
解热镇痛及非甾体抗炎镇痛药	醋氯芬酸	风湿性关节炎、类风湿性关节炎、骨关节炎、脊椎炎等，也适用于各种疾病引起的疼痛和发热
循环系统用药（抗高血压药）	坎地沙坦酯	原发性高血压

循环系统用药（抗高血压药）	替米沙坦	原发性高血压
循环系统用药（抗高血压药）	沙坦类中间体	作为几个治疗高血压的沙坦类原料药中间体
治疗精神障碍药（抗抑郁药）	文拉法辛	各种类型抑郁症，包括伴有焦虑的抑郁症及广泛性焦虑症

资料来源：公司提供

公司主要产品瑞巴派特、加巴喷丁、坎地沙坦系列、塞来昔布销售金额2019年整体呈上升趋势，占营业收入的比重分别为32.12%、28.86%、14.49%、5.73%，产品收入结构相对较为均衡。从毛利率来看，2018年瑞巴派特毛利率下降主要系当期市场价格波动及产能利用率有所下降所致，2019年随着产能利用率和市场价格的回升，毛利率回升7.62个百分点。2019年加巴喷丁业务毛利率大幅下降，主要系年产800吨加巴喷丁新建项目2019年投产后产能利用率较低导致单位成本上升所致。坎地沙坦系列含有多个销售产品，其销售产品结构的变化带来毛利率波动，2019年毛利率回升主要系产品系列内价格较高的品种销售规模增加所致。塞来昔布毛利率波动主要系地区销售价格差异所致，醋氯芬酸2019年毛利率大幅提升主要系该产品由原来通过贸易公司销售改为自主出口贸易，产品均价大幅提升；其他产品随着产能的逐步释放，毛利率水平整体有所上升。整体来看，公司主要产品毛利率受市场价格、原材料价格波动及产能利用情况等因素影响毛利率波动较大，盈利水平稳定性相对较弱。

表8 公司主营业务收入（按产品）构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
瑞巴派特	13,268.00	47.55%	8,610.88	39.93%	11,811.12	44.33%
加巴喷丁	11,919.72	5.38%	8,700.66	21.87%	8,751.38	27.56%
坎地沙坦系列	5,983.36	23.06%	2,920.62	14.87%	1,370.52	37.35%
塞来昔布	2,367.82	21.72%	957.40	20.23%	3,356.57	29.40%
醋氯芬酸	1,948.90	50.56%	1,688.33	26.32%	1,680.30	35.07%
其他产品	5,762.53	41.66%	3,539.44	38.97%	2,678.37	41.41%
合计	41,250.34	29.65%	26,417.33	29.50%	29,648.27	36.58%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从产销情况来看，随着原材料供应恢复正常，瑞巴派特、加巴喷丁2019年销量较2018年明显反弹；醋氯芬酸销量整体有所下降，主要系公司放弃部分通过国内贸易公司较低价格的销售业务，逐步采用自主贸易出口方式；塞来昔布2019年销量虽然有所反弹，但仍大幅低于2017年销量，主要系该产品主要的加拿大客户³2018年停止采购，导致当期销量

³ 该加拿大客户2018年末通过官方GMP现场检查而停止采购，2019年该客户重新通过官方GMP现场检查后逐渐恢复采购。

大幅下降，2019 年该客户重新恢复采购，但采购量未达到之前水平。从产销率来看，2017-2019 年公司各主要原料药的产销率均出现一定下滑，其中瑞巴派特、加巴喷丁产销率尚可，醋氯芬酸、塞来昔布产销率较低，仍需关注公司产品的去化速度。中间体方面，坎地沙坦系列成功进入日本和意大利市场，产品销量及产销率均大幅提升且处在较高水平。

表 9 公司主要产品销量及产销率情况（单位：千克）

产品名称	项目	2019 年	2018 年	2017 年
瑞巴派特	产量	192,262.19	126,226.70	147,449.13
	销量	174,679.05	122,696.30	160,134.50
	产销率	90.85%	97.20%	108.60%
加巴喷丁	产量	501,382.69	331,876.10	328,497.45
	销量	433,004.60	310,217.20	365,150.00
	产销率	86.36%	93.47%	111.16%
醋氯芬酸	产量	60,068.76	77,250.70	32,471.89
	销量	45,775.00	60,576.20	62,949.00
	产销率	76.20%	78.42%	193.86%
塞来昔布	产量	60,572.20	11,805.40	88,853.50
	销量	49,531.01	23,217.50	72,598.30
	产销率	81.77%	196.67%	81.71%
坎地沙坦系列	产量	27,379.42	28,492.00	6,441.43
	销量	34,123.60	19,310.05	6,173.70
	产销率	124.63%	67.77%	95.84%

资料来源：公司提供

从销售区域来看，近年公司主要产品相继完成了在日本、韩国、欧盟、北美等地区的药品注册，原料药国外销售规模持续增加，2017-2019 年国外销售额分别为 25,573.69 万元、23,523.3 万元和 38,210.48 万元，2019 年出口销售额占营业收入的比重达 92.51%。2017-2019 年公司国内销售金额分别为 4,097.91 万元、3,189.11 万元和 3,095.33 万元，整体规模有所下降。

表 10 2017-2019 年销售区域（单位：万元）

销售区域	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
日本	7,817.63	18.93%	5,040.56	18.87%	7,874.67	26.54%
国内	7,537.53	18.25%	5,918.37	22.16%	5,249.32	17.69%
韩国	7,238.03	17.52%	4,611.72	17.26%	4,422.69	14.91%

印度	6,950.83	16.83%	2,999.24	11.23%	881.81	2.97%
欧洲	4,410.55	10.68%	2,969.25	11.12%	4,042.28	13.62%
北美	1,573.27	3.81%	1,688.50	6.32%	4,252.98	14.33%
境外其他	5,777.99	13.98%	3,484.76	13.04%	2,947.85	9.94%
合计	41,305.83	100.00%	26,712.40	100.00%	29,671.60	100.00%

注：上表销售区域金额按客户所在国统计，部分通过国内出口商出口的产品核算在国内，因此与年报披露口径存在一定差异。

资料来源：公司提供

公司原料药出口销售有三种模式，一是自营出口，公司与外国客户直接取得联系，通过客户的现场审计及出口国主管部门的审批后，即可直接出口；二是通过进口国代理商出口，日本、韩国等国家或地区的药政当局要求在进口医药产品时，必须有在本国注册成立的公司作为代理商，办理进口医药产品的注册、审批程序，以便管理和联络，在向此类国家或地区出口时，需要通过出口目的国代理商进行出口销售。三是通过国内贸易商出口，根据最终进口国的具体情况，出于控制成本、提高效率等方面的考虑，公司部分产品选择通过国内贸易商出口的方式实现对外销售。2017-2019年，公司通过进口国代理商出口模式销售金额占比由53.05%提升至67.87%；通过国内贸易商出口模式因药品销售价格较低，近年公司逐步减少该模式的销售，增加自营出口模式销售。

结算方面，通过国内贸易商出口模式的结算货币为人民币，结算方式为款到发货。自营出口和通过进口国代理商出口模式的结算货币均为美元，主要通过电汇、信用证等方式结算款项，其中自营出口账期在180天内，通过进口国代理商出口即期结算。此外，公司通过出口信保和信用证的方式来保障收汇安全。

表 11 公司出口销售模式的主营业务收入（单位：万元）

销售区域	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自营出口	11,607.29	29.61%	7,141.80	28.58%	10,243.60	35.45%
通过进口国代理商出口	26,603.20	67.87%	16,381.50	65.56%	15,330.09	53.05%
通过国内贸易商出口	988.19	2.52%	1,462.98	5.86%	3,322.60	11.50%

资料来源：公司提供

从前五大客户来看，由于公司产品在日本、韩国、美国等地区销售主要通过出口代理商模式进行，因此公司前五大客户集中度较高，2017-2019年公司前五大客户销售收入占当年销售收入的比重分别为48.27%、46.21%和52.11%，其中第一大客户CBC株式会社为全球知名的贸易商，主要从事基础化学品、医药、农药、中间体、树脂涂料、化妆品、食品添加剂、香料、医疗设备、电子产品的国际贸易、委托加工及定制合成等业务，近三年销售占比均维持在25%以上。我们也注意到目前COVID-19疫情在日本、韩国、欧洲、北

美等地区仍呈扩散趋势，短期内疫情仍未能得到有效控制，未来可能会对公司产品出口产生一定不利影响，我们也将持续关注疫情变化对公司产品出口的影响。

表 12 2017-2019 年公司业务前五大客户情况（单位：万元）

期间	客户名称	销售金额	比例
2019年	CBC	10,999.33	26.63%
	GLENMARK PHARMACEUTICALS LIMITED	6,604.88	15.99%
	Pharm-Pia Co., Ltd	1,505.47	3.64%
	SK BIOTEK	1,445.14	3.50%
	DAEWONG BIO INC	971.51	2.35%
	合计	21,526.32	52.11%
2018 年	CBC	6,467.53	24.21%
	GLENMARK PHARMACEUTICALS LIMITED	2,761.73	10.34%
	SCIEGEN PHARMACEUTICALS INO	1,419.45	5.31%
	Pharm-Pia Co., Ltd	1,001.08	3.75%
	TEVA	693.23	2.60%
	合计	12,343.02	46.21%
2017 年	CBC	8,021.32	27.03%
	APOTEX	2,845.50	9.59%
	Pharm-Pia Co., Ltd	1,408.79	4.75%
	ALFRED E TIEF ENBACHER	1,119.60	3.77%
	石药集团中诚医药物流有限公司	926.82	3.12%
	合计	14,322.02	48.27%

资料来源：公司提供

整体来看，随着原材料供应的恢复及IPO募投项目投产，2019年公司产品销量、金额均显著提升，但毛利率及产销率波动较大，盈利能力稳定性较弱。公司产品销售目前仍以国外市场为主，主要客户为国外大型药品代理商，整体客户稳定性尚可，但集中度较高，且考虑到公司国外销售规模占比较大，仍需关注汇率波动带来的汇兑损失风险。

随着IPO募投项目投入使用，2019年公司主要产品产能规模大幅提升，持续供货能力得到提升，但部分产品产能利用率相对较低；且公司在建项目规模较大，存在较大的资金压力，且新增产能的消化存在一定不确定

公司主要产品属于特色原料药，特色原料药生产车间可分为专用车间、多用途车间（共线车间）和多功能车间三类，其中，专用车间系根据具体产品设计，只适用于生产特定产品，这类车间设备利用率高，产量大，能够实现较高的时空收率；多用途车间（共线车间）由固定的生产线构成，生产线中不同设备的功能均是确定的，只能用于生产工艺流程与生

产线功能一致的产品，这类车间常用于若干品种的轮替生产；多功能车间则采取模块化设计，每个模块通常配有2-5台反应釜，每台反应釜都是多功能的，根据产品工艺的不同，每台反应釜能够灵活组成不同的生产线，适用于不同产品的生产，具有高度灵活性，这类车间常用于产品经过中试以后的放大试生产。目前公司主要产品加巴喷丁及瑞巴派特主要在专用车间生产，其他产品均在多用途或多功能车间生产。截至2019年底，公司共拥有11个生产车间，其中专用车间6个，拥有反应釜265个；拥有多用途车间4个、多功能车间1个，拥有反应釜188个，具备较强的持续供应能力。

环保设施方面，公司注重持续在环保设施上进行投入，不断优化生产工艺，引进新的三废处理技术，提升三废处理技术的水平，建立了车间预处理和末端治理相结合的环保处理系统，确保三废达标排放。2017-2019年公司分别投入3,364.60万元、5,659.11万元和7,706.47万元，环保投入规模持续增加。同时我们也注意到国家环保标准将持续提升，未来公司仍面临一定的环保升级压力。

表13 2017-2019年公司环保投入情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
设备投入	5,396.07	4,346.32	2,515.02
运行费用	2,310.40	1,312.79	849.58
合计	7,706.47	5,659.11	3,364.60

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

生产模式方面，对于终端产品，一般情况下公司结合订单情况和设备运行情况，组织安排生产。对于小批量的客户采购，出于生产经济性的考虑，公司结合该产品的市场前景、药政法规的要求、市场开拓的重要性，确定排产数量。

随着公司IPO募投项目年产800吨加巴喷丁新建项目、年产10吨达比加群酯新建项目、年产30吨阿扎那韦新建项目、年产150吨醋氯芬酸改建项目、年产150吨塞来昔布改建项目、年产33吨沙坦类中间体改建项目2019年投产，相应产品的产量规模大幅提升。具体来看，瑞巴派特近年产能规模未发生变化，产量受原料供应限制2018年出现一定下滑，2019年产量规模恢复，产能利用率大幅升至128.17%，产能规模仍需提升。2019年随着年产800吨加巴喷丁项目全部投产，加巴喷丁产能规模大幅提升，但产能的消化仍需一定时间，当期产能规模增幅仍显著高于产量，使得当期产能利用率降至50.14%，产能利用率有待提升。醋氯芬酸和塞来昔布主要多功能和多用途车间生产，因为产品的工艺一般无法与生产车间的设备完全匹配，造成部分反应釜的闲置，同时，2019年公司醋氯芬酸选择性放弃部分低端销售市场导致产量有所下降，塞来昔布主要加拿大客户2018年停止采购，导致当期产量大幅下降，2019年该客户重新恢复采购，但采购量未达到之前水平。受以上因素综合影响，

醋氯芬酸和塞来昔布目前产能利用率相对仍较低。

表14 2017-2019年主要产品的产量、产能等情况（单位：千克）

产品名称	项目	2019 年	2018 年	2017 年
瑞巴派特	产能	150,000.00	150,000.00	150,000.00
	产量	192,262.19	126,226.70	147,449.13
	产能利用率	128.17%	84.15%	98.30%
加巴喷丁	产能	1,000,000.00	360,000.00	467,000.00
	产量	501,382.69	331,876.10	328,497.45
	产能利用率	50.14%	92.19%	70.34%
醋氯芬酸	产能	150,000.00	150,000.00	150,000.00
	产量	60,068.76	77,250.70	32,471.89
	产能利用率	40.05%	51.50%	21.65%
塞来昔布	产能	150,000.00	150,000.00	150,000.00
	产量	60,572.20	11,805.40	88,853.50
	产能利用率	40.38%	7.87%	59.24%
坎地沙坦酯及其中间体	产能	25,000.00	25,000.00	25,000.00
	产量	27,379.42	28,492.00	6,441.43
	产能利用率	109.52%	113.97%	25.77%

注：2017 年 9 月 3 日公司一生产“加巴喷丁”原料药的专用车间发生火灾，导致加巴喷丁产能减少，2017 年产能 467 吨，2018 年 IPO 募投项目年产 800 吨加巴喷丁新建项目生产 2 个月，当年产能为 360 吨，2019 年年产 800 吨加巴喷丁新建项目全部投产，产能规模提升至 1,000 吨。

资料来源：公司提供

公司主要在建项目包括本期债券募投项目和一厂区溶剂罐区、公用工程及部分车间技术改造项目，投资规模较大，截至2019年底，公司主要在建项目（包含本债券募投项目）总投资69,251.84万元，尚需投资59,487.27万元，存在较大的资金压力；同时公司在建项目中新增的原料药产能规模较大，考虑到公司目前部分产品产能利用率仍不高，新增产能的消化存在一定不确定性。

表 15 截至 2019 年底公司主要投资项目情况（单位：万元）

项目	项目内容	总投资	累计已投资
年产100吨7-甲氧基萘满酮、30吨利伐沙班等原料药及20亿片（粒）口服固体制剂项目一期工程	年产 7-甲氧基萘满酮 30 吨、米拉贝隆 5 吨、维格列汀 50 吨、替格瑞洛 10 吨及部分公用工程	59,751.84	9,528.03
一厂区溶剂罐区、公用工程及部分车间技术改造项目	新建公用工程楼 3、新建溶剂罐区 2 及改造原合成六车间	9,500.00	236.54
合计	-	69,251.84	9,764.57

资料来源：公司提供

整体来看，公司目前主要品种瑞巴派特产能规模不足，对产量形成一定限制；加巴喷

丁产能规模增幅较大，但目前产能利用率仍较低，对产品毛利率产生较大不利影响，且随着在建项目新增产能的增加，若不能及时消化可能会影响产品的毛利率。随着公司其他品种规模陆续放量，公司多功能、多用途车间产能利用率有望提升。值得注意的是，2018年公司上游化工企业因环保压力停业整顿造成部分原料供应短缺，2019年江苏、浙江等地区对化工企业建厂、生产等要求更加严格，若后期原材料供应难以保持，将对公司产能利用率产生较大不利影响。

近年上游化工企业环保压力持续上升，部分中小化工企业仍面临关停及减产风险，公司前五大供应商采购集中度较高，同时原材料价格波动较大，面临较大的成本控制压力

采购方面，公司设立采购部专门负责采购公司所需各类物资，包括原辅料、包装材料，生产设备、配件及辅助材料、分析仪器、实验室耗材和试剂等。采购部根据生产部门的生产计划和生产任务，结合公司的质量指标，制定采购计划。关于供应商的选择，公司采购部根据质量标准通过评选确定原辅料供应商并建立合格供应商目录，正常生产所需原辅料须向合格供应商目录内的厂商采购。公司采用竞争性比价的模式采购原料，确保原材料的采购价格处于合理水平。采购员通常获取三家合格供应商的报价（特殊情况可以少于三家），通过比价及综合评判后确定供应商。

从公司主要采购项目来看，2018年上游化工企业受环保压力停业整顿造成部分原料供应短缺，公司主要原材料采购量均出现一定下滑；2019年公司及时调整供应商策略，对每一种原材料原则上需确定三个省份及以上的供应商，以确保原材料的充足供应，2019年公司主要原材料采购量大幅回升。从采购均价来看，自2018年以来，受部分原材料供应紧张影响，加巴喷丁中间体1、氨基乙酯、联苯氰采购均价较2017年出现一定幅度上涨，对公司综合毛利率形成一定侵蚀。2019年以来加巴喷丁中间体1均价有所下降，其余原材料价格有所有上升，原材料价格波动仍较大，公司成本控制压力较大。

表 16 2017-2019 年公司主要采购项目成本及其变动情况（单位：千克、元/kg）

项目	2019 年			2018 年			2017 年		
	采购量	均价	金额	采购量	均价	金额	采购量	均价	金额
加巴喷丁 中间体 1	590.50	80.06	4,727.82	473.00	89.58	4,237.15	523.00	54.68	2,859.91
电	4,817.82	0.61	2,919.21	2,820.76	0.60	1,696.74	2,613.49	0.62	1,623.33
环合物 1	136.08	109.92	1,495.79	100.00	107.21	1,072.08	127.04	109.90	1,396.23
氨基乙酯	148.38	99.04	1,469.53	121.00	83.11	1,005.68	134.00	77.70	1,041.23
蒸汽	9,051.47	0.20	1,801.63	4,294.39	0.17	739.53	1,286.25	0.19	240.11
联苯氰(4- 溴甲基-2-	38.00	245.55	933.10	30.00	144.83	434.48	12.00	73.93	88.72

氰基联苯)

加巴喷丁 中间体 2	150.50	59.20	890.95	0.00	-	0.00	-	0.00	-
乙酸乙酯	1,381.22	5.55	765.90	1,038.13	6.58	683.11	660.07	5.18	342.05

资料来源：公司提供

从前五大供应商来看，近三年公司前五大供应商整体较为稳定，变化不大，2017-2019年公司前五大采购对象采购金额占当年采购金额的比重分别为43.85%、30.73%和41.68%，采购集中度相对较高，且采购区域较为集中。同时，2018年以来化工行业环保压力持续上升，部分中小化工企业仍面临关停及减产风险，随着公司产能规模的提升，原材料需求量将进一步上升，对公司原材料供应能力提出挑战。

表 17 2017-2019 年公司前五大供应商情况（单位：万元）

期间	供应商名称	采购金额	比例
2019年	河北三川化工有限公司	4,238.76	13.23%
	南昌金沙化工原料有限公司	2,958.34	9.23%
	国网江西省电力有限公司奉新县供电分公司	2,919.21	9.11%
	亿利洁能科技（江西）有限公司	1,801.63	5.62%
	江西邦浦医药化工有限公司	1,438.46	4.49%
	合计	13,356.40	41.68%
2018年	河北三川化工有限公司	3,244.92	10.31%
	南昌金沙化工原料有限公司	1,898.35	6.03%
	国网江西省电力有限公司奉新县供电分公司	1,696.74	5.39%
	江苏赛德力制药机械制造有限公司	1,611.85	5.12%
	浙江诚信医化设备有限公司	1,218.76	3.87%
	合计	9,670.61	30.73%
2017年	国网江西省电力有限公司奉新县供电分公司	1,623.33	10.18%
	江苏春晓医药化工科技有限公司	1,594.87	10.00%
	南昌金沙化工原料有限公司	1,357.04	8.51%
	河北三川化工有限公司	1,265.04	7.93%
	江西邦浦医药化工有限公司	1,152.99	7.23%
	合计	6,993.27	43.85%

资料来源：公司提供

整体来看，2018年原材料的供应受限及价格上升对公司整体的生产及盈利能力产生较大影响，公司目前采购集中度仍相对较高，且原材料价格波动较大，成本控制压力较大；2019年以来上游化工企业环保压力仍较大，我们将持续关注原料药供应的稳定性及原材料价格波动对公司经营的影响。

近年公司研发投入规模持续上升，为公司未来发展提供一定支撑

公司注重产品研发，目前公司建立了完整的研发体系，包括设备完善、功能齐全的实验室和中试车间和完成小试、优化及放大生产的开发能力；公司设立了“江西省特色原料药工程中心”、“博士后科研实践基地”、“博士后科研工作站”等科研中心，2019年末公司研发、技术人员合计230人，占员工总人数的24.42%；研发工作涵盖市场专利的追踪分析、先进技术的前瞻性研究、从事新工艺研发、放大生产、工艺优化、产品质量检测及杂质分析、DMF文件编写、国内外注册认证等多个方面。2017-2019年公司研发投入金额分别为1,252.05万元、2,535.93万元和3,633.34万元，复合增长率达70.35%，占营业收入的比重分别为4.22%、9.49%和8.80%，研发力度显著增强。截至2019年底，公司拥有授权国内发明专利共16项，欧洲发明专利1项。从项目储备来看，截至2019年底，公司在研项目较多，且主要在研项目进入中试、小试阶段，为公司后续持续发展提供一定支撑。

表 18 公司主要在研项目情况

研发产品	用途	进展
MO 的技术研究	MO，是抗抑郁药阿戈美拉汀的重要中间体，目前全球抗抑郁药市场中阿戈美拉汀疗效得到充分肯定，不良反应也比同类药品低，是非常具有前景的抗抑郁药，故 MO 也将具有良好前景，本项目旨在原有工艺基础上简化反应步骤。	中试生产
列净中间体的技术研究	是制备糖尿病新药达格列净、依帕列净的重要中间体。目前全球抗糖尿病市场中达格列净的临床疗效得到充分肯定，不良反应比同类产品低，具有广阔市场前景，故该中间体也将具有良好市场前景，本次技术研究旨在提高产品收率，提高产品市场竞争力。	中试生产
CDS-7 的技术研究	CDS-7，是坎地沙坦酯、阿齐沙坦的关键中间体。高血压是目前临床最常见、最重要的心血管疾病之一，已成为严重威胁人类健康和生命的疾病。坎地沙坦酯和阿齐沙坦的降压效果优越，具有广阔发展前景，故 CDS-7 具有良好前景，本项目旨在提高产品收率，降低生产成本。	小试研究
SP1001B 的技术研究	SP1001B 是新型抗病毒药阿扎那韦的重要中间体。阿扎那韦是 HIV 感染患者“鸡尾酒”疗法中的重要成分，具有较好市场前景，故 SP1001B 也将具有良好市场前景，本次技术研究旨在提高产品收率，减少三废。	中试生产
ACL 的二次技术研究	ACL 是口服强效非甾体抗炎药，临床上适用于治疗风湿性关节炎、类风湿性关节炎、骨关节炎、脊椎炎等，也适用于各种疾病引起的疼痛和发热。其适应人群广泛，不良反应少，市场情景广阔。本次二次开发旨在改变现有工艺中反应不完全，反应收率不够高的缺陷。	中试生产
RBPD 的二次技术研究	RBPD 是一种新型抗溃疡药的活性药用成分，临床用于治疗胃溃疡以及用于改善急性胃炎及慢性胃炎急性加重期的胃粘膜病变（如糜烂、出血、充血、水肿等），疗效好，副作用小，用量大。市场前景广阔。本次二次开发旨在解决 RBPD 生产中废酸的问题。	中试生产
VGLT 的技术研究	VGLT，是口服有效的 II 型糖尿病治疗药物。其疗效确切，患者众多，市场前景良好。本次技术研究旨在提高产品收率，降低生产成本，提高产品质量。	中试生产

资料来源：公司提供

七、财务分析

财务分析基础说明

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年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年执行《财政部关于修订印发2019年度一般企业财务报表格式的通知》、《关于修订印发合并财务报表格式（2019版）的通知》、财会〔2019〕6号和财会〔2019〕16号的规定，影响如下：

表 19 会计政策变更的内容

会计政策变更的内容和原因	审批程序	受影响的报表项目名称和金额	
		审批程序	审批程序
资产负债表中“应收票据及应收账款”拆分为“应收票据”和“应收账款”列示；“应付票据及应付账款”拆分为“应付票据”和“应付账款”列示；比较数据相应调整。	第二届董事会第十次会议	“应收票据及应收账款”拆分为“应收票据”和“应收账款”，“应收票据”上年年末余额 0 元，“应收账款”上年年末余额 2,827.44 万元；“应付票据及应付账款”拆分为“应付票据”和“应付账款”，“应付票据”上年年末余额 1,791.00 万元，“应付账款”上年年末余额 6,243.31 万元。	“应收票据及应收账款”拆分为“应收票据”和“应收账款”，“应收票据”上年年末余额 0 元，“应收账款”上年年末余额 3,014.98 万元；“应付票据及应付账款”拆分为“应付票据”和“应付账款”，“应付票据”上年年末余额 1,791.00 元，“应付账款”上年年末余额 6,242.25 万元。
其他流动资产-可供出售金融资产-理财产品重分类为“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”。	第二届董事会第八次会议	其他流动资产：减少 3,700.00 万元；交易性金融资产：增加 3,700.00 万元	其他流动资产：减少 3,700.00 万元；交易性金融资产：增加 3,700.00 万元

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

近三年合并报表范围无变化，纳入合并范围的子公司为江西同和药业进出口有限责任公司。

资产结构与质量

公司应收账款、存货增长较快，对资金占用较大，且面临一定的减值及跌价风险；固定资产、在建工程占总资产比重较高，整体资产流动性较弱

近年随着公司公开发行股票及负债规模增加，资产规模持续增长，截至2019年末，公司资产规模达101,571.14万元，近三年复合增长率为18.59%。从资产构成来看，公司资产主要以固定资产、在建工程等非流动资产为主，截至2019年末，公司非流动资产占比为62.49%。

表 20 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3,826.64	3.77%	3,986.73	4.96%	2,393.67	3.31%
应收账款	6,926.73	6.82%	2,827.44	3.52%	3,760.00	5.21%
存货	24,012.69	23.64%	15,655.48	19.48%	13,807.55	19.12%
其他流动资产	2,656.91	2.62%	2,074.28	2.58%	21,933.51	30.37%
流动资产合计	38,101.43	37.51%	29,232.34	36.38%	43,341.79	60.01%
固定资产	48,509.86	47.76%	30,214.44	37.60%	19,696.58	27.27%
在建工程	11,412.09	11.24%	17,537.51	21.82%	4,869.29	6.74%
无形资产	2,217.94	2.18%	2,311.43	2.88%	2,154.01	2.98%
非流动资产合计	63,469.70	62.49%	51,129.49	63.62%	28,885.98	39.99%
资产总计	101,571.14	100.00%	80,361.83	100.00%	72,227.77	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，2018 年数据系 2019 年期初数，中证鹏元整理

2019 年末公司货币资金账面余额 3,826.64 万元，其中银行存款 3,603.44 万元，其他货币资金（银行承兑汇票保证金）223.19 万元，货币资金受限比例较低。公司应收账款均为应收货款，近年规模存在一定波动，2019 年末公司应收账款大幅增至 6,926.73 万元，较上年同期增加 144.98%，一方面系 2019 年公司营业收入规模较上年同期大幅增加 54.63%，另一方面系公司为积极消化产能提高了非规范市场的业务拓展，客户回款的账期有所上升；从账龄来看，公司应收账款均集中在一年以内，2019 年计提坏账准备 215.75 万元；前五大应收对象应收余额占比 75.91%，其中应收第一名（GLENMARK PHARMACEUTICALS LIMITED⁴）占比 54.29%，集中度较高，存在一定的坏账风险。

存货主要为原材料、产成品、半成品和在产品，2019 年末公司存货规模 24,012.69 万元，较上年同期大幅增加 53.38%，主要系公司 IPO 募投项目投产后产能大幅提升，生产规模及营收规模上升带动产成品、半成品等规模大幅增加，2019 年末公司累计计提存货跌价准备 78.55 万元；整体来看，2019 年公司存货规模大幅增加，以产成品和在产品为主，公司产品主要销往国外，关税政策变化或国际贸易摩擦可能会影响公司产品出口，产成品及半产品的跌价损失风险将上升。其他流动资产主要系理财产品及留抵进项税，2017 年公司公开发行股票募集资金净额 26,303.41 万元，同时将 18,000.00 万元用于现金管理，导致当期其他流动资产规模较大，2018、2019 年募集资金投入募投项目，2019 年末，公司其他流动资产 2,656.91 万元，主要为留抵进项税，理财产品规模为 0。

非流动资产方面，2019 年末公司固定资产规模 48,509.86 万元，占总资产的比例达

⁴ GLENMARK PHARMACEUTICALS LIMITED 的付款方式为不可撤销信用证，开证银行支付信用已通过国家中信保审核通过，货物出运交单后通过公司议付银行得到开证银行确认承兑后办理押汇并放款。

47.76%，近三年复合增长率为 56.93%，主要系公司 IPO 募投项目及公司环保项目逐步转固，2019 年末尚未办妥权证的固定资产 1,077.23 万元，占比较小。截至 2019 年末，公司在建工程 11,412.09 万元，其中 366.01 亩新厂区（本期债券募投项目）账面价值 9,528.03 万元，为公司目前最大的在建项目。无形资产主要为土地使用权，2019 年末账面价值 2,217.94 万元，其中 1,452.10 万元的土地使用权已用于抵押，抵押比率为 65.47%。

整体来看，近年公司应收账款及存货规模增幅较大，需关注坏账风险、存货的去化速度和跌价风险；在建工程及固定资产规模占比较大，整体资产流动性较弱。

资产运营效率

公司净营业周期整体有所下降，经营效率有所提升，但与同行业公司相比经营效率仍不高

公司给予客户的信用账期较短，应收账款账龄均处于一年以内，货款回收相对较为及时，2019 年随着营收规模增加，应收账款周转天数较 2017 年有所延长。公司存货周转速度受销售规模影响存在一定波动，2019 年营业收入规模大幅提升带动存货周转天数下降。应付账款周转天数存在一定波动，较 2017 年整体有所上升。整体来看，受存货周转天数下降影响，2019 年公司净营运周期较上年同期下降 20.86 天，经营效率有所提升。

随着近年公司固定资产规模提升，固定资产周转天数较 2017 年大幅提升；从总资产周转天数来看，2019 年受公司营收规模大幅增加影响，公司总资产周转天数大幅下降。

表 21 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
应收账款周转天数	42.51	44.39	32.26
存货周转天数	246.04	280.69	254.97
应付账款周转天数	93.42	109.09	72.11
净营业周期	195.13	215.99	215.12
流动资产周转天数	293.42	489.04	392.47
固定资产周转天数	343.06	336.32	235.28
总资产周转天数	792.82	1,028.22	692.32

注：应付账款周转天数包含应付账款、应付票据和预收账款。

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，2018 年数据系 2019 年年初数，中证鹏元整理

与同行业公司（选取特色原料药生产企业）对比情况来看，公司应收账款周转天数低于行业内多数公司，但存货周转天数较高，整体净营业周期仍高于行业内多数公司。

表 22 2018 年公司主要运营效率指标与同行业对比情况（单位：天）

项目	应收账款周转天数	存货周转天数	净营业周期
天宇股份	63.95	218.54	177.60
美诺华	48.30	140.05	103.93
司太立	89.43	243.11	258.03
富祥股份	41.79	98.16	70.20
同和药业	44.39	280.70	240.84

资料来源：wind 资讯，中证鹏元整理

盈利能力

2018年受原材料供应限制及价格波动影响营业收入及毛利率有所下降，同时研发费用大幅上升使得当期净利润大幅下滑；2019年随着公司产能逐步释放，营业收入及利润规模有所提升，仍需关注汇率波动对公司利润的影响

从收入规模来看，2017-2019年公司营业收入规模分别为29,671.60万元、26,712.40万元和41,305.81万元，2018年营业收入及毛利率均有所下滑，主要系部分产品上游企业受环保压力停业整顿造成部分原料供应短缺，导致公司部分装置开工不足，销售交货推迟；2019年公司增加原料供应商的覆盖范围，同时IPO募投项目投产，产能逐步释放，导致当期营业收入较上年同期大幅增加54.63%。毛利率方面，2018年受原材料供应受限影响公司开工率不足，单位成本上升，毛利率较上年同期下降7.33个百分点；2019年随着新增产能投入，部分产品的产能利用率仍较低，影响当期利润水平，公司毛利率仍稳定在29%左右。

期间费用方面，公司期间费用主要由销售费用、管理费用和研发费用为主，2017-2019年研发费用由1,252.05万元增至3,633.34万元，对利润形成一定侵蚀；2018年管理费用大幅增加主要系当期停产检修费用大幅增加所致，受此影响，2018年期间费用率大幅增至23.91%。同时，公司产品主要销往国外，2017-2019年汇兑损益分别为215.83万元、-60.31万元和-100.66万元，随着公司国外销售规模增加，未来汇率若发生较大波动将对利润产生一定影响。

利润方面，近年公司利润规模有所波动，2017-2019年利润总额分别为7,460.33万元、2,632.53万元和5,168.33万元，2018年利润总额有所下降，主要系综合毛利率下降和研发费用增加所致；公司总资产收益率和净资产收益率较2017年均有所下降，2019年随着营业收入规模提升，总资产收益率和净资产收益率有所提升。

整体来看，2019年营业收入规模随着产能逐步释放大幅增长，但考虑到公司目前产能利用率仍不高，固定资产规模和研发投入规模大幅提升，仍会公司利润形成一定侵蚀，且

汇率波动可能对公司利润产生一定影响。

表 23 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
营业收入	41,305.81	26,712.40	29,671.60
营业利润	5,168.12	2,628.15	7,276.02
利润总额	5,168.33	2,632.53	7,460.33
净利润	4,830.93	2,453.08	6,545.77
综合毛利率	29.74%	29.27%	36.60%
期间费用率	16.16%	23.91%	13.33%
营业利润率	12.51%	9.84%	24.52%
总资产回报率	6.14%	3.45%	13.17%
净资产收益率	7.08%	3.79%	13.90%
营业收入增长率	54.63%	-9.97%	18.65%
净利润增长率	96.93%	-62.52%	12.87%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，2018 年数据系 2019 年期初数，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流存在一定波动，2019年应收账款及存货规模的提升对营运资金占用较大；公司资本性支出规模较大，投资活动现金流持续净流出，且在建项目尚需投资规模仍较大，存在较大的资金压力

2017-2019年公司收现比分别为1.05、1.00和0.90，经营业务资金回笼能力有所下降。营运资本方面，公司近年存货和经营性应收项目整体呈上升趋势，2018年经营性应付项目大幅增加使得当期经营活动现金净流入7,493.25万元；2019年存货及应收账款规模增幅较大，但经营性应付项目规模较上年同期变化不大，使得当期营业资本支出规模较大，经营活动现金净流出2,827.20万元。

投资活动方面，近年公司IPO募投项目及环保项目投资规模较大，2017-2019年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为11,510.83万元、24,237.23万元和18,449.63万元，使得投资活动现金持续净流出。截至2019年末，公司主要在建及拟建项目未来尚需投资59,487.27万元，存在较大的资金压力。

筹资活动方面，近年公司主要通过银行借款方式进行融资，2017年公司公开发行股票募集资金使得当期筹资活动净流入26,772.46万元；2019年公司银行借款规模大幅上升使得当期筹资活动现金净流入17,627.13万元。考虑到公司目前在建项目尚需投资规模较大，自有资金规模较小，未来融资需求仍较大。

表 24 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
净利润	4,830.93	2,453.08	6,545.77
营运资本变化	-12,794.01	2,383.81	-5,352.98
其中：存货减少（减：增加）	-8,402.06	-1,983.96	-966.95
经营性应收项目的减少（减：增加）	-4,436.35	-535.84	-2,892.11
经营性应付项目的增加（减：减少）	44.40	4,903.61	-1,493.92
经营活动产生的现金流量净额	-2,827.20	7,493.25	3,405.39
投资活动产生的现金流量净额	-14,646.40	-5,170.71	-32,301.99
筹资活动产生的现金流量净额	17,627.13	-1,348.27	26,772.46
现金及现金等价物净增加额	177.90	1,031.87	-2,246.86

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，2018 年数据系 2019 年期初数，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模增长较快，面临一定的偿债压力

受益于公司日常经营利润的积累，2016-2018 年所有者权益分别为 63,710.11 万元、65,816.00 万元和 70,630.84 万元，近三年复合增长率为 5.29%；随着公司在建项目持续投入，公司融资规模持续上升，2019 年末公司负债总额增至 30,940.30 万元，产权比率增至 43.81%，净资产对负债的保障程度有所下降。

表 25 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年	2017 年
负债总额	30,940.30	14,545.84	8,517.66
所有者权益	70,630.84	65,816.00	63,710.11
产权比率	43.81%	22.10%	13.37%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，2018 年数据系 2019 年期初数，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债仍以流动负债为主，但非流动负债占比规模整体有所提升，2017-2019 年末公司流动负债占负债总额的比重分别为 74.40%、98.23% 和 60.78%。

公司短期借款规模大幅提升，截至 2019 年末，公司短期借余额为 8,930.63 万元，其中信用借款 6,290.48 万元，出口信用证押汇 2,640.15 万元，出口信用证押汇无需支付利息。应付票据均为银行承兑汇票，2019 年末规模为 743.98 万元，无需支付利息。公司应付账款规模存在一定波动，2019 年末公司应付账款 5,471.20 万元，主要为购货款和设备工程款，2019 年应付账款周转天数有所下降，对上游供应商的占款能力一般。其他应付款主要系限制性股票和预提费用，2019 年末公司其他应付款 1,781.66 万元，其中限制性股票计划 969.44

万元。一年内到期的非流动负债主要系长期借款，2019年末450.00万元。

公司长期借款规模存在一定波动，其中2017年2,000.00万元质押借款（2018年转入一年内到期的非流动负债）为江西国资创业投资管理有限公司提供的无息贷款；2019年末公司长期借款大幅增至11,430.00万元，主要为信用借款和抵押借款。

表 26 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	8,930.63	28.86%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付票据	743.98	2.40%	1,791.00	12.31%	351.00	4.12%
应付账款	5,471.20	17.68%	6,243.31	42.92%	2,599.15	30.51%
其他应付款	1,781.66	5.76%	2,888.47	19.86%	2,389.27	28.05%
一年内到期的非流动负债	450.00	1.45%	2,000.00	13.75%	0.00	0.00%
流动负债合计	18,806.60	60.78%	14,287.93	98.23%	6,337.21	74.40%
长期借款	11,430.00	36.94%	0.00	0.00%	2,000.00	23.48%
非流动负债合计	12,133.70	39.22%	257.90	1.77%	2,180.45	25.60%
负债合计	30,940.30	100.00%	14,545.84	100.00%	8,517.66	100.00%
其中：有息债务	18,170.48	58.73%	0.00	0.00%	0.00	0.00%

注：公司短期借款中出口信用证押汇、应付票据、2017 年的长期借款（2018 年转入一年内到期的非流动负债）均为无息债务，在核算有息债务中剔除。

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，2018 年数据系 2019 年期初数，中证鹏元整理

公司有息债务由短期借款、一年内到期的非流动负债和长期借款构成，截至2019年末，公司有息债务余额18,170.48万元，较上年同期大幅增加；从期限结构来看，公司短期有息债务规模6,740.48万元，占有息债务总额的37.10%，面临一定的偿债压力。

表 27 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年及以后
有息债务	6,740.48	830.00	10,600.00
合计	6,740.48	830.00	10,600.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司资产负债率持续上升，2019年末资产负债率升至30.46%，较2017年末上升18.67个百分点。从短期偿债指标来看，公司流动比率整体有所下降，且公司流动资产中应收账款及存货规模持续上升，2019年末速动比率降至0.75，实际短期偿债压力有所上升。2019年末公司有息债务规模大幅增加，但部分贷款仍未到付息期，导致当期利息支出规模仍不大，EBITDA利息保障倍数为23.45。2019年随着有息债务规模提升，有息债务/EBITDA和债务总额/EBITDA持续上升，经营活动现金流净额对流动负债的保障程度较低。同时，

随着在建项目的持续投入，公司债务水平存在进一步上升的可能性。

表 28 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年	2017 年
资产负债率	30.46%	18.10%	11.79%
流动比率	2.03	2.05	6.84
速动比率	0.75	0.95	4.66
EBITDA（万元）	9,865.55	5,018.71	9,589.04
EBITDA 利息保障倍数	23.45	31,366.92	183.91
有息债务/EBITDA	1.84	0.00	0.00
债务总额/EBITDA	3.14	2.90	0.89
经营性净现金流/流动负债	-0.15	0.52	0.54
经营性净现金流/负债总额	-0.09	0.52	0.40

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，2018 年数据系 2019 年期初数，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券募投项目实现的收入与现金流入是本期债券偿还的主要来源，本期债券募投项目建成投产后，预计新增年营业收入为33,581.87万元，是本期债券偿付的主要来源。但我们也关注到本期债券募投项目新增的原料药产能规模较大，投资回收期较长，对公司研发技术、管理能力等考验较大；同时，若市场供求关系、经营成本或相关政策等方面出现重大不利变化，则公司可能效益不达预期的风险。

公司自身经营产生的营业收入和现金流入是本期债券偿还的重要保障，2017-2019年，公司分别实现营业收入29,671.60万元、26,712.40万元和41,305.81万元，2019年收入规模大幅提升54.63%；2017-2019年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为31,223.29万元、26,730.45万元和37,243.46万元，能够对本期债券偿付形成一定保障。但我们也注意到2019年应收账款和存货规模的上升对营运资金占用较大，经营活动现金流稳定性有待提升。

我们还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

九、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2020年3月4日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	3,826.64	3,986.73	2,393.67
交易性金融资产	0.00	3,700.00	0.00
应收账款	6,926.73	2,827.44	3,760.00
存货	24,012.69	15,655.48	13,807.55
其他流动资产	2,656.91	2,074.28	21,933.51
流动资产合计	38,101.43	29,232.34	43,341.79
固定资产	48,509.86	30,214.44	19,696.58
在建工程	11,412.09	17,537.51	4,869.29
无形资产	2,217.94	2,311.43	2,154.01
非流动资产合计	63,469.70	51,129.49	28,885.98
总资产	101,571.14	80,361.83	72,227.77
短期借款	8,930.63	0.00	0.00
应付账款	5,471.20	6,243.31	2,599.15
其他应付款	1,781.66	2,888.47	2,389.27
一年内到期的非流动负债	450.00	2,000.00	0.00
流动负债合计	18,806.60	14,287.93	6,337.21
长期借款	11,430.00	0.00	2,000.00
非流动负债合计	12,133.70	257.90	2180.45
负债合计	30,940.30	14,545.84	8,517.66
有息债务	18,170.48	0.00	0.00
所有者权益合计	70,630.84	65,816.00	63,710.11
营业收入	41,305.81	26,712.40	29,671.60
营业利润	5,168.12	2,628.15	7,276.02
净利润	4,830.93	2,453.08	6,545.77
经营活动产生的现金流量净额	-2,827.20	7,493.25	3,405.39
投资活动产生的现金流量净额	-14,646.40	-5,170.71	-32,301.99
筹资活动产生的现金流量净额	17,627.13	-1,348.27	26,772.46
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
应收账款周转天数	42.51	44.39	32.26
存货周转天数	246.04	280.69	254.97
应付账款周转天数	93.42	109.09	72.11
净营业周期	195.13	215.99	215.12
流动资产周转天数	293.42	489.04	392.47
固定资产周转天数	343.06	336.32	235.28

总资产周转天数	792.82	1,028.22	692.32
综合毛利率	29.74%	29.27%	36.60%
期间费用率	16.16%	23.91%	13.33%
营业利润率	12.51%	9.84%	24.52%
总资产回报率	6.14%	3.45%	13.17%
净资产收益率	7.08%	3.79%	13.90%
营业收入增长率	54.63%	-9.97%	18.65%
净利润增长率	96.93%	-62.52%	12.87%
资产负债率	30.46%	18.10%	11.79%
流动比率	2.03	2.05	6.84
速动比率	0.75	0.95	4.66
EBITDA（万元）	9,865.55	5,018.71	9,589.04
EBITDA 利息保障倍数	23.45	31,366.92	183.91
有息债务/EBITDA	1.84	0.00	0.00
债务总额/EBITDA	3.14	2.90	0.89
经营性净现金流/流动负债	-0.15	0.52	0.54
经营性净现金流/负债总额	-0.09	0.52	0.40

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，2018 年数据系 2019 年期初数，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2 + (\text{期初应付票据余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2 + (\text{期初预收账款余额} + \text{期末预收账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	营业利润 / 营业收入 * 100%
净资产收益率	净利润 / $((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 * 100%
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 (剔除信用证出口押汇) + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款 (剔除无息贷款部分)

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	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，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名称 中证鹏元资信评估股份有限公司
类型 其他股份有限公司（非上市）
住所 深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人 张剑文
成立日期 1993年03月17日



重要提示

- 1、商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
- 2、商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
- 3、商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

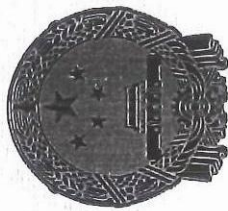


登记机关

2018 年 11 月 05 日



中华人民共和国国家工商行政管理总局监制



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

编号：ZPJ 002



中国证券监督管理委员会(公章)

2018 年 12 月 21 日

同和药业



中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 秦风明

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 中证鹏元资信评估股份有限公司

编号: R0030216080001



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: 刘书芸

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 中证鹏元资信评估股份有限公司

编号: R0030211080003



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。