

宁波美诺华药业股份有限公司
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 号阳光高尔夫大厦二楼

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
【424】号 01

分析师

秦风明

刘书芸

电话：
021-51035670

邮箱：
qinfm@cspengyuan.com

评级日期：
2020 年 06 月 15 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

宁波美诺华药业股份有限公司 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：AA-

发行主体长期信用等级：AA-

发行规模：不超过 5.20 亿元（含 5.20 亿元）

评级展望：稳定

债券期限：6 年

增信方式：保证担保

担保主体：宁波美诺华控股有限公司及姚成志先生

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”）对宁波美诺华药业股份有限公司（以下简称“美诺华”或“公司”，股票代码：603538.SH）本次拟公开发行总额不超过 5.20 亿元（含 5.20 亿元）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到近年我国原料药产量及出口量持续增加，成为原料药第一大出口国，为公司发展提供良好的机遇，公司资质齐全，产品种类丰富，具有一定竞争力，近年收入和利润规模稳定增长，上市后资本实力增强；同时中证鹏元也关注到，公司对单一客户依赖很大，若该客户发生重大变化，将对公司盈利产生不利影响，公司产品主要销往国外，面临一定汇率波动风险，且公司存在一定资金压力，在建项目和募投项目可能存在产能消纳风险导致收益不达预期效益，以及近年公司有息债务规模快速增长，存在一定短期偿债压力等风险因素。

正面：

- 近年我国原料药产量及出口量持续增加，成为原料药第一大出口国，为公司发展提供良好的机遇。我国是全球最大的原料药生产地之一，也是全球第一大原料药出口国，2012-2019 年，我国原料药出口量从 616.2 万吨增至 1,011.85 万吨，年复合增长率达 7.34%；2000 年前中国每年获得的 DMF 注册号基本为个位数，近年来中国每年新增获得的 DMF 注册仅次于印度，已经超过欧美五国的数量，中国在全球原料药市场地位逐步提升。

- **公司资质齐全，产品种类丰富，具有一定竞争力。**公司主要原料药、中间体产品涵盖心血管类和中枢精神类药物，主要销往欧盟等规范市场，截至 2019 年末，公司拥有国内授权专利 103 项，取得欧盟 EDQM 颁发的原料药 CEP 认证证书 9 个，取得日本独立行政法人医药品及医疗器械综合管理机构 PMDA 签发的 MF 证书 6 项，子公司浙江燎原药业股份有限公司（以下简称“燎原药业”）5 项产品获得美国 FDA 的 DMF 注册，具有一定竞争力。
- **公司近年收入和利润规模快速增长。**受益于燎原药业纳入合并范围以及自身技术改造，近年公司主营业务收入快速增长，2017-2019 年复合增长率为 39.86%；利润总额 2017-2019 年复合增长率为 70.55%，主要系沙坦类产品价格提升使利润空间扩大所致。
- **公司上市后资本实力增强。**2017 年 4 月公司首次公开发行募集资金净额 38,145.00 万元，2019 年末公司净资产增至 15.69 亿元，资本实力增强，上市后融资渠道更通畅。

关注：

- **公司对单一客户依赖很大，若其发生重大变化，将对公司盈利产生不利影响。**2017-2019 年公司对第一大客户斯洛文尼亚最大的制药公司 KRKA,D.D.NOVO MESTO（以下简称“KRKA”）销售占比分别为 71.09%、68.33%和 70.31%，依赖较大，未来若 KRKA 无法与公司继续合作关系或 KRKA 经营状况发生重大变化，将对公司盈利产生不利影响。
- **公司以海外市场为主，面临一定汇率波动风险。**公司销售以国外销售为主，2017-2019 年外销占比均在 80%以上，多以美元等外币定价和结算，汇率波动将直接影响公司盈利水平。
- **公司存在一定资金支出压力，在建项目和募投项目可能存在产能消纳风险导致收益不达预期效益。**截至 2019 年末，公司主要在建和拟建项目预计总投资 18.97 亿元，尚需投资 14.43 亿元，存在一定资金支出压力。在项目实施过程中和项目实际建成后，可能由于市场环境发生重大不利变化或市场上出现更具竞争优势的产品等因素存在产能消纳风险导致收益不达预期效益。
- **近年公司有息债务规模快速增长，存在一定短期偿债压力。**截至 2019 年末，公司有息债务规模 5.96 亿元，2017-2019 年复合增长率为 96.09%，其中短期有息债务 4.73 亿元，近年公司流动比率和速动比率持续下滑，2019 年分别为 1.30 和 0.84，

公司短期偿债能力大幅减弱，存在一定短期偿债压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

| 项目 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|---------------|------------|------------|------------|
| 总资产 | 261,396.95 | 227,108.21 | 151,370.63 |
| 归属于母公司所有者权益 | 136,414.21 | 119,715.39 | 111,629.32 |
| 有息债务 | 59,608.26 | 53,585.55 | 15,502.87 |
| 资产负债率 | 39.99% | 40.99% | 23.20% |
| 流动比率 | 1.30 | 1.38 | 2.29 |
| 速动比率 | 0.84 | 0.99 | 1.85 |
| 营业收入 | 118,020.53 | 84,896.15 | 60,532.06 |
| 营业利润 | 18,973.39 | 11,255.66 | 6,388.13 |
| 净利润 | 16,079.99 | 10,506.18 | 4,995.29 |
| 综合毛利率 | 38.35% | 32.56% | 34.07% |
| 总资产回报率 | 8.51% | 6.58% | 5.57% |
| EBITDA | 27,230.03 | 17,552.01 | 10,249.17 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 10.43 | 8.49 | 21.83 |
| 经营活动现金流净额 | 17,975.19 | 4,659.52 | 8,015.35 |

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

担保方美诺华控股（母公司）主要财务指标（单位：万元）

| 项目 | 2019年 | 2018年 |
|-----------|-----------|-----------|
| 总资产 | 25,403.69 | 41,576.89 |
| 所有者权益 | 7,680.55 | 7,367.39 |
| 资产负债率 | 69.77% | 82.28% |
| 营业收入 | 914.68 | 0.00 |
| 净利润 | 313.16 | 117.79 |
| 经营活动现金流净额 | 6,509.00 | -5,338.19 |

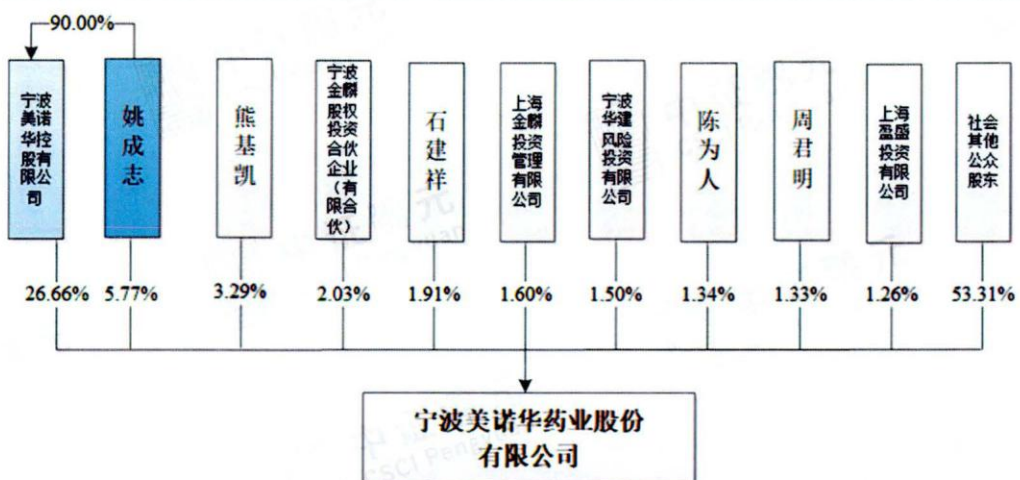
注：2018年数据采用2019年审计报告期初数

资料来源：美诺华控股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2月19日，原名“宁波亿贸进出口有限公司”（以下简称“宁波亿贸”），系由郑伟斌、方翠菊、余雅凤3名自然人以货币资金出资设立，初始注册资本为300万元。后经多次增资与股权转让，2010年8月，宁波亿贸注册资本增至5,250.00万元，名称变更为宁波美诺华药业有限公司（以下简称“美诺华有限”），2012年1月整体变更设立为股份有限公司，美诺华有限截至2011年12月31日的净资产267,624,738.15元按约1:0.3363的比例折成9,000万股，每股面值1元，股本总额为人民币9,000.00万元，未计入股本部分的17,762.47万元计入公司资本公积，2012年2月14日，美诺华正式成立，注册资本为9,000万元。2017年4月，经中国证券监督管理委员会证监许可[2017]344号文核准，公司首次公开发行不超过3,000万股人民币普通股，发行价格14.03元/股，并于4月17日起在上海证券交易所上市交易，股票代码603538.SH。后经多次转增和股权激励，截至2020年3月末，公司总股本为14,968.20万股，宁波美诺华控股有限公司（以下简称“美诺华控股”）为公司控股股东，持股比例为26.66%，姚成志先生为实际控制人，对公司直接持股比例为5.77%，此外对美诺华控股持股比例为90%，姚成志先生直接和间接控制公司48,540,000股股份，占公司总股本的32.43%。公司控股股东、实际控制人所持有的公司股票不存在被质押、冻结和其它限制权利的情况。

图1 截至2020年3月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

表1 截至2020年3月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 |
|------|------|------|------|------|
|------|------|------|------|------|

| | | | | |
|------------------------|------------|--------|-----------|---------|
| 宁波美诺华控股有限公司 | 39,900,000 | 26.66% | 0 | 境内非国有法人 |
| 姚成志 | 8,640,000 | 5.77% | 0 | 境内自然人 |
| 熊基凯 | 4,920,000 | 3.29% | 4,920,000 | 境内自然人 |
| 宁波金麟股权投资合伙企业 (有限合伙) | 3,039,499 | 2.03% | 0 | 其他 |
| 石建祥 | 2,860,000 | 1.91% | 0 | 境内自然人 |
| 上海金麟投资管理有限公司 | 2,400,000 | 1.60% | 0 | 境内非国有法人 |
| 宁波华建风险投资有限公司 | 2,242,200 | 1.50% | 0 | 境内非国有法人 |
| 陈为人 | 2,006,600 | 1.34% | 0 | 境内自然人 |
| 周君明 | 1,993,628 | 1.33% | 0 | 境内自然人 |
| 上海盈盛投资有限公司 | 1,886,800 | 1.26% | 0 | 境内非国有法人 |
| 合计 | 69,888,727 | 46.69% | 4,920,000 | - |

注：姚成志系宁波美诺华控股有限公司控股股东和实际控制人

资料来源：公司2020年一季报，中证鹏元整理

公司主要从事医药中间体、特色原料药、制剂的研发、生产与销售，公司主要原料药、中间体产品涵盖心血管类和中枢精神类药物，包括缬沙坦、氯沙坦、坎地沙坦、培哌普利、瑞舒伐他汀、阿托伐他汀、氯吡格雷、埃索美拉唑等。截至2020年3月末，公司纳入合并范围的子公司共12家，详见下表。

表2 截至2020年3月末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

| 公司名称 | 注册资本 | 持股比例 | 业务性质 | 取得方式 |
|---------------------------------------|------------|---------|-------|-----------|
| 浙江美诺华药物化学有限公司 | 668.11 万美元 | 92.50% | 工业 | 同一控制企业合并 |
| 安徽美诺华药物化学有限公司 | 656.30 万美元 | 94.15% | 工业 | 同一控制企业合并 |
| 浙江燎原药业股份有限公司 | 2,810.96 | 84.57% | 工业 | 非同一控制企业合并 |
| 香港联合亿贸进出口有限公司 | 1 万元港币 | 100.00% | 商业 | 设立 |
| 宁波联华进出口有限公司 | 4,000.00 | 100.00% | 商业 | 同一控制企业合并 |
| 杭州新诺华医药有限公司 | 2,000.00 | 100.00% | 研发 | 设立 |
| 上海新五洲药业有限公司 | 500.00 | 100.00% | 研发 | 同一控制企业合并 |
| 宁波美诺华天康药业有限公司 | 20,000.00 | 100.00% | 工业 | 非同一控制企业合并 |
| 宣城美诺华药业有限公司 | 19,607.85 | 51.00% | 工业 | 设立 |
| BIOMENOVO RESEARCH PRIVATE LIMITED | 1,840 万卢比 | 99.74% | 研发 | 非同一控制企业合并 |
| Menovo Pharma USA LLC | - | 100.00% | 商业 | 设立 |
| 宁波美诺华医药科技有限公司 | 5,000.00 | 100.00% | 工业和商业 | 设立 |

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：宁波美诺华药业股份有限公司2020年公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过5.20亿元（含5.20亿元）；

债券期限和利率：6年，票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请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机构（主承销商）协商确定；

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；

增信方式：美诺华控股及姚成志先生为本期债券提供不可撤销连带责任保证担保；

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；

转股价格：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：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 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，持有本期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二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者，同时，修正后的转股价格不得低于股票面值。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；

债券赎回条款：本期债券期满后五个交易日内，公司将赎回未转股的本期债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会（或董事会授权的人士）根据发行时市场情况与保荐人（主承销商）协商确定。此外，在本期债券转股期内，若公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）或当本期债券未转股余额不足3,000万元时，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本期债券；

债券回售条款：

1、有条件回售：在本期债券最后两个计息年度内，如果公司 A 股股票任意连续三十个交易日收盘价格低于当期转股价格的 70%，本期债券持有人有权将其持有的全部或部

分可转换公司债券按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。最后两个计息年度，本期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本期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，持有人不能多次行使部分回售权；

2、附加回售：在本期债券存续期内，若本期债券募集资金投资项目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，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售的权利。持有人有权将其持有的本期债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，本次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权；

转股后的股利分配：因本期债券转股而增加的公司股票享有与原股票同等的权益，在股利发放的股权登记日当日登记在册的所有普通股股东（含因本期债券转股形成的股东）均参与当期股利分配，享有同等权益；

向原股东配售的安排：本期债券可向公司原股东优先配售，具体优先配售数量及比例提请股东大会授权董事会（或董事会授权的人士）在发行前根据市场情况确定，并在本期债券的发行公告中予以披露。原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和通过上海证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销商包销。具体发行方式由公司股东大会授权董事会（或董事会授权的人士）与保荐机构（主承销商）在发行前协商确定。

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人民币5.20亿元（含5.20亿元），资金投向明细如下：

表3 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 |
|--------|-----------|-----------|----------|
| 高端制剂项目 | 45,930.66 | 40,000.00 | 87.09% |

| | | | |
|-----------|------------------|------------------|---------------|
| 补充流动资金 | 12,000.00 | 12,000.00 | 100.00% |
| 合计 | 57,930.66 | 52,000.00 | 89.76% |

注：本期债券实际募集资金（扣除发行费用后的净额）若不能满足上述项目资金需要，资金缺口部分由公司自筹资金解决。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

高端制剂项目：

1、项目建设内容

公司拟通过建设高端制剂项目，主要研发生产抗肿瘤类产品，项目建成后预计产品年总生产能力达到约3,100万支（片、颗）。本项目具体投资概算情况和建设方案如下表所示。

表4 高端制剂项目投资概算情况

| 序号 | 工程或费用名称 | 投资额（万元） | 占总投资比例 |
|----------|---------------|------------------|----------------|
| 1 | 建设投资 | 42,027.11 | 91.50% |
| 1.1 | 建筑工程费 | 16,271.78 | 35.54% |
| 1.2 | 设备购置费 | 22,688.50 | 49.40% |
| 1.3 | 安装工程费 | 1,178.53 | 2.57% |
| 1.4 | 工程建设其他费用 | 1,267.21 | 2.76% |
| 1.5 | 预备费 | 621.09 | 1.35% |
| 2 | 建设期利息 | 900.00 | 1.96% |
| 3 | 铺底流动资金 | 3,003.55 | 6.54% |
| | 合计 | 45,930.66 | 100.00% |

资料来源：《宁波美诺华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》

表5 本期债券募投项目建设方案（单位：平方米）

| 序号 | 名称 | 占地面积 | 建筑面积 |
|----|------------|---------------|---------------|
| 1 | 1#一号研发生产车间 | 2,482 | 15,822 |
| 2 | 2#二号研发生产车间 | 1,929 | 8,847 |
| 3 | 3#生产配套综合楼 | 1,642 | 6,350 |
| 4 | 4#制剂生产车间 | 2,421 | 12,487 |
| 5 | 5#制剂生产车间 | 2,241 | 9,321 |
| 6 | 6#仓储中心 | 1,515 | 10,088 |
| 7 | 7#动力车间 | 1,060 | 6,492 |
| 8 | 其他建筑 | 450 | 150 |
| | 总计 | 13,740 | 69,557 |

资料来源：《宁波美诺华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》

2、项目备案情况

本项目的可行性研究报告已编制完毕，已获得宁波市高新区经济发展局出具的关于高端制剂项目的《浙江省企业投资项目备案（赋码）信息表》（备案项目编号2020-330294-27-03-113225），已获得宁波国家高新区建设管理局（交通管理局、环境保护局）出具的《关

于宁波美诺华医药科技有限公司高端制剂项目环境影响报告表的批复意见》（甬高新环建[2020]21号）。

3、项目实施主体及建设周期

本项目实施主体为公司全资子公司宁波美诺华医药科技有限公司。本项目总投资45,930.66万元，根据项目建设计划要求，本项目建设期为3年，建设投资于建设期全部投入，第1年投入40%，第2年投入30%，第3年投入30%。

4、项目经济效益

根据公司提供的可行性分析报告，本项目投资财务内部收益率为24.36%，投资回收期为6.55年（不含建设期）。

但我们也关注到，项目建成后的资金回流存在一定的不确定性，是否达到预期依赖于公司能否正确判断、把握行业的市场动态和发展趋势，持续保持并提升技术水平、管理水平和服务质量，保持与客户持续、稳定的合作关系；且在项目实施过程中和项目实际建成后，可能由于市场环境发生重大不利变化、下游的投资需求萎缩、或市场上出现更具竞争优势的产品等因素存在项目进度及收益不达预期的风险。

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方式等密切相关，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 2 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 3 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%，预计到 2020 年，全球原料药市场规模将达到 1,864 亿美元，增速超过 6.0%。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4 2010-2020年全球原料药市场规模统计及预测（单位：亿美元）



资料来源：Pharmiweb，中证鹏元整理

近年我国原料药产量及出口量持续增加，我国成为全球第一大原料药出口国；新冠疫情短期内或将使全球原料药市场供给紧张，国内主要原料药企业原料药价格有所上涨以及受印度封国及欧美疫情较为严重影响海外订单可能向国内转移

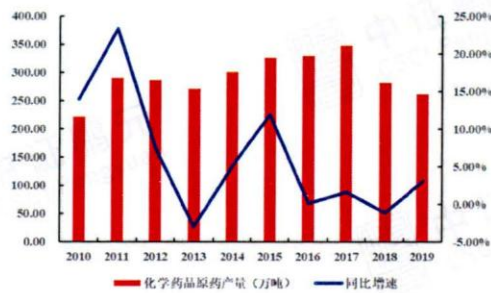
目前全球主要的原料药生产区域包括制药工业发展时间最长的北美、西欧以及亚洲地区的中国、印度和日本，其中中国、印度是全球主要的原料药出口基地，尤其在大宗原料药和特色原料药领域占有优势，欧洲主要以高附加值的专利期内原料药为主，日本绝大部分供应本土制剂企业，基本处于自给自足状态，北美地区原料药需求约占全球的三分之一，但受限于环保等成本压力，目前自产量不到消耗量的一半，北美地区原料药以进口为主。我国是全球最大原料药生产地之一，也是全球第一大原料药出口国，在国际市场上占据着重要地位。

过去十年全球原料药产能从欧美向新兴市场转移，印度和中国成为主要承接者，一方面，由于人力成本高企及环保压力巨大，欧美原料药产能正流向拥有政策优势及大量DMF证书的中印两国，另一方面，中国凭借更为成熟的基础工业体系、成本优势及发酵类产品优势，在技术、产品质量体系和DMF认证等方面快速追赶印度。根据Chemical Weekly估计，生产环节占原研药全部成本的30%左右，在中国进行外包生产约可减少总成本的15%左右，2000年前中国每年获得的DMF注册号基本为个位数，2010年后基本每年都在100个以上，近年来中国每年新增获得的DMF注册仅次于印度，已经超过欧美五国的数量，中国在全球原料药市场占比逐步提升。

中国目前拥有全球数量最多的原料药生产基地，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%；2018-2019年我国化学药品原药产量分别为282.30万吨和262.10万吨，较之前年度有所下滑，主要系

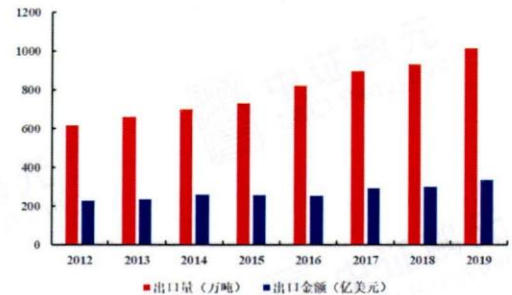
环保政策收紧，部分中小原料药企业出清。出口量方面，2012-2019年，我国原料药出口量从616.2万吨增至1,011.85万吨，年复合增长率达7.34%；出口金额从227.0亿美元增至336.83亿美元，年复合增长率达5.80%，原料药出口量和出口金额均保持增长，尽管中国原料药出口规模最大，但主要以前端中间体以及维生素、抗生素等大宗原料药为主，附加值较低。

图5 近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

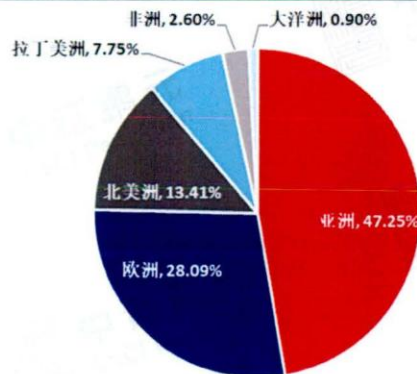
图6 近年我国原料药出口情况



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，2019年我国原料药出口到189个国家和地区，主要出口集中于亚洲、欧洲、北美洲三大市场，合计占据我国原料药出口总额的89%。印度作为我国原料药出口第一大目的国，其原料药70%来自中国。2019年，我国对欧洲出口原料药207.63万吨，货值94.61亿美元。其中对欧盟出口额达到82.81亿美元，同比增长12.36%。受中美贸易摩擦影响，2019年我对北美洲出口原料药78.79万吨，货值45.18亿美元，同比减少0.37%。

图7 2019年我国原料药出口地区情况



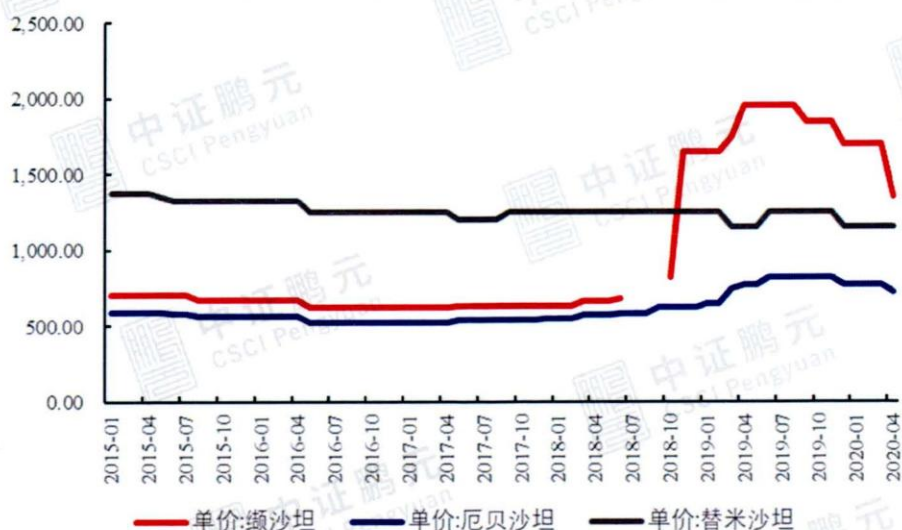
资料来源：中国医药保健品进出口商会

2019年12月8日，官方通报的首例不明原因肺炎患者发病，2020年1月12日，世界卫生组织（WHO）将此次检出之病毒命名为2019-nCoV（2019新型冠状病毒），截至2020年5月

28日13时，海外地区累计确诊人数达570.16万人，此次疫情对医药行业也造成一定冲击，海外主要产能地区如意大利、印度和美国等形势均不容乐观，印度政府于2020年3月3日宣布即日起限制26种活性药物成分（API）和与之相关药品出口以满足印度国内需求为主，3月24日，印度宣布全国封锁21天，此后又将全国封锁延长至2020年6月底，虽然目前大部分原料药产品目前已经解禁，但印度作为原料药出口大国整体受疫情影响较大，复工复产将受到一定影响，预计全球原料药供给有所失衡，主要原料药价格将上涨。而国内由于已处于疫情中后期，相关医药企业基本按时复工复产，全球原料药供给的缺口使国内主要原料药企业原料药价格上涨，短期内海外订单可能向国内转移。

目前临床用于高血压治疗的药物中，沙坦类药物市场已成长为规模最大的抗高血压药物市场，缬沙坦则是沙坦类中市场占有率最高的品种。缬沙坦是一种非肽类的血管紧张素II受体拮抗剂（ARB），由瑞士诺华公司开发成功后，首先在德国上市，1997年获得FDA批准在美国上市，商品名为代文（Diovan），由于缬沙坦专利在2012年到期，仿制药的进入使缬沙坦对应原料药的需求继续上升。2018年10月后，受华海药业缬沙坦“致癌物”事件影响，缬沙坦产量大幅下降，由于其全球需求量较大，价格随之飙升，2019年4-8月，缬沙坦均价报1950元/千克，价格创过去十年新高。2020年4月后，缬沙坦价格出现下滑。预计未来随着全球产能恢复，价格仍将有所下滑并趋于平稳。

图8 近年主要沙坦类产品价格变化情况（单位：元/千克）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

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6 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 | 压减规模以下化工生产企业的数量，对评估安全和环保 |

| | | |
|------------|--------------------|---|
| | 保整治提升方案》 | 风险，不达标的企业需在 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

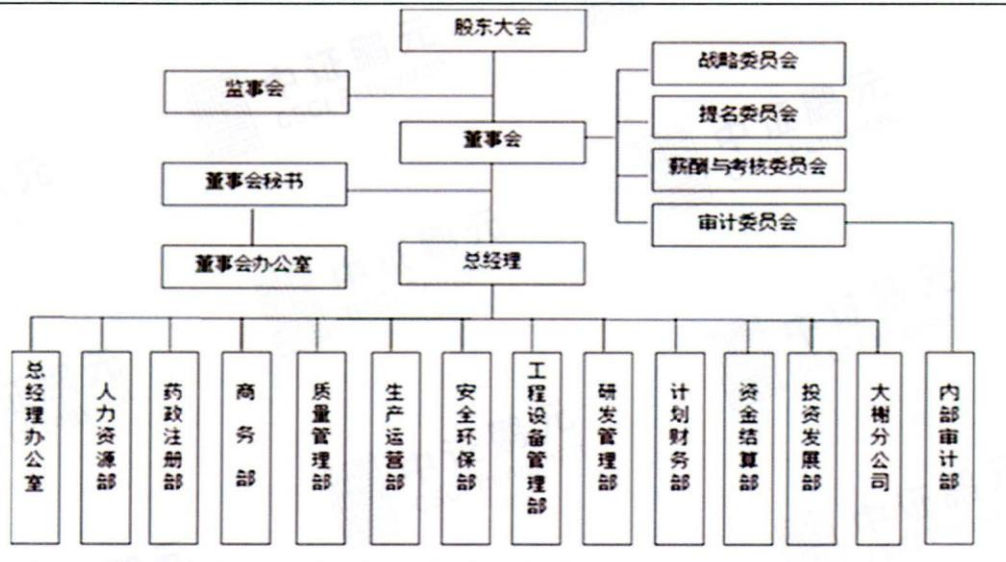
公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上海证券交易所股票上市规则》等法律法规和规范性文件的要求，不断完善法人治理结构，建立公司内部控制体系，规范公司运作。

股东大会是公司最高的权力机构。公司董事会下设战略委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会、审计委员会等专门委员会，其中审计委员会下设内部审计部。

公司设董事会，对股东大会负责，董事会由9名董事组成，其中独立董事3名，董事会设董事长1人，由全体董事过半数选举产生。董事任期3年，任期届满可连选连任。董事可以由总经理或者其他高级管理人员兼任，但兼任总经理或者其他高级管理人员职务的董事以及由职工代表担任的董事，总计不得超过公司董事总数的1/2。公司设总经理1名，设副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。公司总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书或经公司董事会确定为高级管理人员的其他人员为公司高级管理人员。公司设监事会，监事会由3名监事组成，监事会设主席1人。监事每届任期3年，监事任期届满，连选可以连任。监事会每6个月至少召开一次会议。

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。公司根据自身经营管理以及业务发展的需要，设置了相关职能部门，各部门之间权责明确，部门架构设置、内部管理制度建设及部门配置能够满足公司日常业务开发与经营管理的需要。目前公司设有总经理办公室、人力资源部、药政注册部、商务部、质量管理部、生产运营部、安全环保部、工程设备管理部、研发管理部、计划财务部、资金结算部、投资发展部和大榭分公司13个部门。

图 8 截至 2019 年末公司组织结构图



资料来源：公司提供

截至2019年末，公司及主要子公司共有员工2,268人，从教育程度来看，本科及以上学历共计568人，占总人数的比重为25.04%；专业构成方面，公司以生产人员、行政人员和技术人员为主，合计占总人数的比重为95.41%，公司人员配置能够满足日常生产经营需要。

表7 截至 2019 年末公司及主要子公司人员情况（单位：人）

| 专业构成 | 人数 | 占比 | 教育程度 | 人数 | 占比 |
|------|-------|---------|-------|-------|---------|
| 生产人员 | 1,200 | 52.91% | 硕士及以上 | 83 | 3.66% |
| 销售人员 | 61 | 2.69% | 本科 | 485 | 21.38% |
| 技术人员 | 371 | 16.36% | 本科以下 | 1,700 | 74.96% |
| 财务人员 | 43 | 1.90% | - | - | - |
| 行政人员 | 593 | 26.15% | - | - | - |
| 合计 | 2,268 | 100.00% | 合计 | 2,268 | 100.00% |

资料来源：公司2019年年报，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司主要从事特色原料药、医药中间体、制剂的研发、生产与销售。公司主营业务主要分为医药制造和医药流通两大类，医药制造方面，公司主要原料药和中间体产品涵盖心血管类和中枢精神类药物；公司制剂业务以CMO业务为切入点进入快速发展通道；医药流通方面，公司主要根据客户需求外购部分非自产或产能不足的产品直接对外销售。

近年公司主营业务收入持续快速增长，近三年复合增长率为39.86%，其中2018年同比增长38.81%，主要系浙江燎原药业股份有限公司（以下简称“燎原药业”）自购买日2018

年5月23日起纳入公司合并范围，以及公司通过技术改造使当年产品产量和销售额均实现增长所致；2019年主营业务收入同比增长40.91%，主要系公司主要产品缬沙坦的销售收入同比大幅增长以及公司制剂产能快速释放，部分产品逐步实现规模化销售。

毛利率方面，2017-2019年公司主营业务综合毛利率分别为33.75%、32.85%和38.34%，近年波动增长。2019年较2017年提升4.59个百分点，主要系原料药市场格局有所变动，心血管类产品毛利率均有所提升，沙坦类产品由于市场价格提升使利润空间加大；2018年主营业务综合毛利率小幅下滑主要系当年由于安全环保水平提升，部分原辅材料采购价格上涨压缩部分利润空间以及医药流通业务由于外部竞争激烈销售单价下降使毛利率有所下滑所致。制剂类产品毛利率显著提升主要系之前年度由于生产线技改以及CMO业务处于转移验证期未实现商业化生产，2019年子公司宁波美诺华天康药业有限公司（以下简称“天康药业”）部分制剂规模化生产使销售收入增长的边际效应较为显著。

表8 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2019年度 | | 2018年度 | | 2017年度 | | |
|------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | |
| 自产销售 | 抗高血压类 | 55,906.74 | 45.76% | 33,285.91 | 36.39% | 22,666.85 | 31.22% |
| | 降血脂类 | 11,355.85 | 47.21% | 13,381.69 | 41.13% | 15,998.73 | 45.62% |
| | 抗血栓类 | 15,200.10 | 42.17% | 12,045.32 | 39.44% | 3,288.74 | 35.55% |
| | 中枢神经类 | 7,322.67 | 41.47% | 6,051.79 | 25.17% | 2,692.49 | 33.55% |
| | 其他类中间体及原料药 | 7,615.95 | 35.19% | 8,393.50 | 33.02% | 6,184.08 | 40.17% |
| | 制剂类 | 6,313.23 | 7.47% | 811.87 | -63.80% | 184.50 | -122.70% |
| | 小计 | 103,714.54 | 41.98% | 73,970.07 | 35.34% | 51,015.38 | 36.67% |
| 医药流通 | 13,960.47 | 11.24% | 9,539.27 | 13.48% | 9,144.21 | 17.46% | |
| 合计 | 117,675.02 | 38.34% | 83,509.34 | 32.85% | 60,159.59 | 33.75% | |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品线较为丰富，产品以心血管类产品为主，近年主要产品价格持续提升；公司海外市场占比较高，面临一定汇率波动风险；公司对单一客户依赖过大，若主要客户无法与公司继续合作关系或其经营状况发生重大变化，将对公司盈利产生不利影响；2020年新冠疫情带来的全球原料药市场短缺使公司受益部分产品价格上涨，但也对公司国际物流造成一定影响

公司产品线较为丰富，原料药、中间体产品主要涵盖心血管类和中枢精神类药物，详见表9，产品主要销往欧盟等规范市场，近年公司不断进行市场开拓，业务规模不断扩大。截至2019年末，公司拥有国内授权专利103项，取得欧盟EDQM颁发的原料药CEP认证证书9个，取得日本独立行政法人医药品及医疗器械综合管理机构PMDA签发的MF证书6项，子

公司燎原药业5项产品获得美国FDA的DMF注册，具有一定竞争力。

表9 公司主要产品及用途

| 类别及用途 | 主要产品 |
|-------|-----------------------------|
| 心血管类 | 缬沙坦、氯沙坦钾、坎地沙坦、培哌普利 |
| 降血压类 | 缬沙坦、氯沙坦钾、坎地沙坦、培哌普利 |
| 降血脂类 | 瑞舒伐他汀、阿托伐他汀 |
| 抗血栓类 | 氯吡格雷、阿哌沙班、利伐沙班 |
| 中枢神经类 | 普瑞巴林、加兰巴敏、文拉法辛、米氮平 |
| 肠胃类 | 埃索美拉唑 |
| 制剂 | 普瑞巴林胶囊、氯沙坦钾片、缬沙坦片、培哌普利吡达帕胺片 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主营业务收入以心血管类产品收入为主，心血管类产品又以降血压类产品收入为主，2017-2019年降血压类产品收入占主营业务收入的比重分别为37.68%、39.86%和47.51%，逐年提升，主要系降血压类产品中缬沙坦类产品近年收入快速增长，对收入贡献逐年加大。受客户需求影响，主要降血脂类产品收入均出现下滑；氯吡格雷作为公司抗血栓类产品中最为主要的产品，随着燎原药业的并入，近年收入快速增长，2017-2019年复合增长率为103.43%。公司其他类产品主要包括抗过敏类产品等，其与肠胃类产品等对公司主营业务收入形成一定补充。

近年公司制剂类收入大幅增长，2018年、2019年制剂产品收入增幅分别达340.04%、677.62%，主要系与联营企业宁波科尔康美诺华药业有限公司（以下简称“科尔康美诺华”）的CMO业务逐步进入商业化生产销售，以及天康药业的普瑞巴林胶囊、氯沙坦钾片等产品销售收入有明显增长，随着“天康药业年产30亿片出口固体制剂项目”以及本期债券募投项目未来建成及投产，公司制剂类产品收入有望进一步快速增长。2019年，公司共完成制剂技术转移品种6个，累计实现欧洲制剂定制生产服务产品9项，制剂出口业务加速放量。除科尔康美诺华外，公司新增2家国内领先医药企业定制生产合作，已完成产品的转移验证并通过中国药监部门的现场检查，逐步实现商业化生产。

表10 近年公司主要自产销售产品收入及单价变化（单位：万元、万元/吨）

| 产品 | 2019年 | | | 2018年 | | | 2017年 | |
|-------|-----------|--------|--------|-----------|--------|---------|-----------|--------|
| | 销售额 | 单价 | 单价涨幅 | 销售额 | 单价 | 单价涨幅 | 销售额 | 单价 |
| 缬沙坦 | 34,734.63 | 159.93 | 57.49% | 15,649.67 | 101.55 | 17.90% | 10,830.25 | 86.13 |
| 培哌普利 | 13,737.95 | 488.69 | -3.74% | 11,180.30 | 507.68 | 22.60% | 6,524.62 | 414.09 |
| 氯沙坦钾 | 3,368.39 | 103.51 | 17.97% | 4,788.03 | 87.74 | 40.71% | 626.69 | 62.35 |
| 瑞舒伐他汀 | 7,631.44 | 612.79 | 15.09% | 9,561.76 | 532.44 | -13.10% | 10,886.90 | 612.70 |
| 阿托伐他汀 | 3,724.41 | 197.79 | 27.30% | 3,799.24 | 155.35 | 3.37% | 5,111.83 | 150.28 |

| | | | | | | | | |
|------|-----------|--------|---------|-----------|--------|---------|-----------|--------|
| 氯吡格雷 | 13,610.51 | 33.42 | -21.37% | 11,371.10 | 42.50 | -69.27% | 3,288.74 | 138.33 |
| 米氮平 | 3,234.50 | 150.18 | -6.73% | 2,036.15 | 161.02 | - | - | - |
| 合计 | 80,041.84 | - | - | 58,386.73 | - | - | 37,269.03 | - |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司主要自产销售产品价格持续提升，缬沙坦2018年和2019年增幅分别达17.90%和57.49%。从主要产品的产销情况来看，氯吡格雷和缬沙坦是公司近年产销规模较大的产品，其中氯吡格雷2018年起产销大幅增长主要系受燎原药业纳入合并范围所致，但整体单价持续下滑；缬沙坦近年量价齐升；受市场需求变化影响，氯沙坦钾、瑞舒伐他汀产销出现波动，阿托伐他汀出现下滑。从产销率来看，由于公司及燎原药业主要按订单生产，主要产品产销率基本保持在80%以上。

表11 近年公司主要产品产销情况（单位：吨）

| 产品名称 | 项目 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|-------|-----|--------|---------|---------|
| 缬沙坦 | 产量 | 224.70 | 150.02 | 117.67 |
| | 销量 | 217.19 | 154.11 | 125.74 |
| | 产销率 | 96.66% | 102.73% | 106.86% |
| 培哚普利 | 产量 | 28.91 | 24.99 | 16.11 |
| | 销量 | 28.11 | 22.02 | 15.76 |
| | 产销率 | 97.24% | 88.13% | 97.81% |
| 氯沙坦钾 | 产量 | 44.48 | 51.82 | 14.32 |
| | 销量 | 32.54 | 54.57 | 10.05 |
| | 产销率 | 73.16% | 105.31% | 70.19% |
| 瑞舒伐他汀 | 产量 | 14.61 | 17.96 | 16.89 |
| | 销量 | 12.45 | 17.96 | 17.77 |
| | 产销率 | 85.24% | 99.99% | 105.20% |
| 阿托伐他汀 | 产量 | 19.40 | 23.19 | 35.15 |
| | 销量 | 18.83 | 24.46 | 34.01 |
| | 产销率 | 97.08% | 105.45% | 96.76% |
| 氯吡格雷 | 产量 | 491.26 | 323.24 | 25.40 |
| | 销量 | 407.24 | 267.53 | 23.77 |
| | 产销率 | 82.90% | 82.77% | 93.60% |
| 米氮平 | 产量 | 31.56 | 16.82 | - |
| | 销量 | 21.54 | 12.65 | - |
| | 产销率 | 68.24% | 75.21% | - |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司销售主要分为自产销售及医药贸易流通两部分。自产销售方面，公司的产品客户

群体主要定位于欧美规范制剂生产企业，因此主要采取向客户直接销售的销售模式。公司商务部包括欧洲部、北美部、亚洲部、海运部等部门，直接与客户沟通并签订协议。在定价方面，公司一般根据市场需求，结合成本、汇率变动及产品质量等因素确定产品价格，多采用市场定价方式，部分采用成本加成定价模式。医药贸易流通方面，一般采用外购外销的贸易模式，当客户的需求产品不属于公司生产产品范围内时，公司通过寻找合适的供应商进行采购，再销售给客户，定价一般基于采购价格，以市场价格为导向，结合利润核算、汇率变动等因素确定价格。公司给予主要客户的账期一般在30-45天。

子公司燎原药业国内销售主要采取经销模式，经销业务的客户对象为国内医药贸易商，燎原药业销售部门与医药贸易商签订买断式合同，销售部门再根据销售合同和贸易公司的进仓通知单开具发货通知单，仓库根据开具的出库单发货，待燎原药业获取船务公司的进仓收货清单后，向贸易公司收取货款。燎原药业部分产品通过公司自营出口销售给国外医药贸易商及国外制药厂家。

值得关注的是，公司海外市场占比较高，以美元等外币定价和结算，而公司费用支出主要通过人民币支付，若人民币兑美元等外币汇率持续上升，即使公司的外币销售价格不变，也会导致折算的人民币销售收入下降，反之亦然，因此汇率的波动将直接影响盈利水平。

从公司销售区域来看，近年始终以国外销售为主，主要系对斯洛文尼亚最大的制药公司KRKA的销售，近年公司内销比例逐年提升，2017-2019年占比分别为8.51%、16.53%和19.92%，未来随着公司加速拓展国内市场，内销比例可能进一步提升。

2019年12月8日，官方通报的首例不明原因肺炎患者发病，2020年1月12日，世界卫生组织（WHO）将此次检出之病毒命名为2019-nCoV（2019新型冠状病毒），此次疫情对医药行业造成一定冲击。中国作为原料药和中间体生产和出口大国，相关生产供应受到WHO的高度重视，公司在疫情期间积极按时复工，整体受疫情影响较小，且由于全球原料药市场面临一定短缺，公司部分原料药产品受益价格上涨，利润空间有所加大，但由于公司产品主要销往海外，随着海外疫情的蔓延，相关物流运输受到一定影响。

表12 2017-2019年公司按地区销售收入及占比情况（单位：万元）

| 项目 | 2019年度 | | 2018年度 | | 2017年度 | |
|----|------------|---------|-----------|---------|-----------|---------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 国外 | 94,238.33 | 80.08% | 69,706.09 | 83.47% | 55,039.98 | 91.49% |
| 国内 | 23,436.68 | 19.92% | 13,803.25 | 16.53% | 5,119.61 | 8.51% |
| 合计 | 117,675.02 | 100.00% | 83,509.34 | 100.00% | 60,159.59 | 100.00% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从前五大客户情况来看，2017-2019年公司前五大客户销售金额占当期营业收入的比例分别为90.36%、79.99%和81.96%，其中，对KRKA依赖程度较高，近三年占比始终维持在70%左右。KRKA成立于1954年，系斯洛文尼亚最大的制药公司，分别在斯洛文尼亚的卢布尔雅那证券交易所和波兰的华沙证券交易所两地上市，公司初创时期，当时印度国内的原料药和医药中间体企业生产的产品未完全达到KRKA的采购标准，公司在与KRKA多次的首仿抢仿的合作过程中，基于研发能力和生产工艺逐步成为KRKA的第一大供应商并与其建立长期战略合作伙伴关系。2017年公司与KRKA合资设立科尔康美诺华，2020年又约定同比例增资，目前公司与KRKA对科尔康美诺华持股比例分别为40%和60%。但中证鹏元也关注到，未来若KRKA无法与公司继续合作关系或KRKA经营状况发生重大变化，将对公司盈利产生不利影响。

表13 2017-2019年公司前五大客户情况（单位：万元）

| 期间 | 序号 | 客户名称 | 营业收入 | 占当期营业收入的比例 |
|-------|----|----------------------------------|-----------|------------|
| 2019年 | 1 | KRKA,D.D.NOVO MESTO | 82,984.80 | 70.31% |
| | 2 | 南京杰运化工有限公司 | 5,757.54 | 4.88% |
| | 3 | DKSH France SA | 4,165.48 | 3.53% |
| | 4 | GEDEON RICHTER PLC | 2,096.93 | 1.78% |
| | 5 | BAYER AG | 1,730.64 | 1.47% |
| | | 合计 | 96,735.39 | 81.96% |
| 2018年 | 1 | KRKA,D.D.NOVO MESTO | 58,007.27 | 68.33% |
| | 2 | 南京杰运化工有限公司 | 3,212.39 | 3.78% |
| | 3 | DKSH France SA | 2,684.63 | 3.16% |
| | 4 | GEDEON RICHTER PLC | 2,398.17 | 2.82% |
| | 5 | BAYER AG | 1,602.41 | 1.89% |
| | | 合计 | 67,904.87 | 79.99% |
| 2017年 | 1 | KRKA,D.D.NOVO MESTO | 43,032.91 | 71.09% |
| | 2 | GEDEON RICHTER PLC | 4,475.49 | 7.39% |
| | 3 | 上海梁津化工有限公司 | 3,299.19 | 5.45% |
| | 4 | DKSH France SA | 2,642.81 | 4.37% |
| | 5 | OASISPHARM INTERNATIONAL CO.,LTD | 1,246.34 | 2.06% |
| | | 合计 | 54,696.75 | 90.36% |

注：受同一实际控制人控制的客户合并计算销售额，其中科尔康美诺华销售额已与KRKA合并计算
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受全球沙坦类产品供不应求情况影响，公司沙坦类产品产量快速提升；公司在建和拟建项目规模较大，需关注项目可能由于市场环境发生重大不利变化或市场上出现更具竞争优势的产品等因素存在产能消纳风险导致收益不达预期效益

生产模式方面，公司产品主要采用 MTO（Make To Order，接单生产）的模式组织生产，即依据收到的订单制定生产计划及购买原料，为降低库存同时又能灵活应对临时订单的需求，公司一般在客户购货数量的基础上增加一定比例（不超过10%）的适度库存进行生产。公司主要根据商务部门制定的销售计划制定年度、季度及月度生产计划，每月月末根据客户的订单调整次月月度生产计划，并组织实施生产。

从主要产品产能来看，近年除缬沙坦及氯吡格雷产能有所增长外，其他产品产能基本保持稳定，2019年缬沙坦产能增长主要系子公司浙江美诺华药物化学有限公司技改新增缬沙坦相关产品产能80吨/年所致；氯吡格雷产能变动主要系2018年起燎原药业纳入合并范围所致。从公司主要产品产能利用率来看，缬沙坦作为公司最为主要的产品，近年产能利用率波动上升，主要系近年沙坦类产品在全球市场出现供不应求的情形，公司缬沙坦产量快速提升。受客户需求变化影响，瑞舒伐他汀和阿托伐他汀等降血脂类产品产能利用率整体有所下滑，氯吡格雷及米氮平产能利用率快速提升。

表14 2017-2019年主要产品的产量、产能等情况（单位：吨）

| 产品名称 | 项目 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|-------|-------|---------|---------|--------|
| 缬沙坦 | 产能 | 210.00 | 130.00 | 130.00 |
| | 产量 | 224.70 | 150.02 | 117.67 |
| | 产能利用率 | 107.00% | 115.40% | 90.52% |
| 培哌普利 | 产能 | 28.00 | 25.00 | 18.00 |
| | 产量 | 28.91 | 24.99 | 16.11 |
| | 产能利用率 | 103.25% | 99.95% | 89.50% |
| 氯沙坦钾 | 产能 | 53.00 | 53.00 | 53.00 |
| | 产量 | 44.48 | 51.82 | 14.32 |
| | 产能利用率 | 83.92% | 97.77% | 27.02% |
| 瑞舒伐他汀 | 产能 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| | 产量 | 14.61 | 17.96 | 16.89 |
| | 产能利用率 | 73.05% | 89.80% | 84.45% |
| 阿托伐他汀 | 产能 | 60.00 | 60.00 | 60.00 |
| | 产量 | 19.40 | 23.19 | 35.15 |
| | 产能利用率 | 32.33% | 38.65% | 58.59% |
| 氯吡格雷 | 产能 | 507.00 | 345.00 | 50.00 |
| | 产量 | 491.26 | 323.24 | 25.40 |
| | 产能利用率 | 96.90% | 93.69% | 50.80% |
| 米氮平 | 产能 | 63.00 | 63.00 | - |
| | 产量 | 31.56 | 16.82 | - |
| | 产能利用率 | 50.10% | 26.70% | - |

注：2018年5月燎原药业纳入合并范围，氯吡格雷、米氮平产销量相应增加；2019年浙江美诺华技改新增缬沙坦相关产品产能80吨/年。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年末，宣城美诺华年产1,600吨原料药项目一期项目已完成基本建设和设备安装，并于2019年四季度取得药品生产许可证，但由于处于投产初期，产能未全部释放，当年度实现营业收入1,839.99万元，经营亏损1,160.56万元。年末公司主要在建项目包括宣城美诺华年产1,600吨原料药项目一期项目、浙江美诺华东扩项目公司以及IPO项目安徽美诺华年产400吨原料药技改项目一期和天康药业年产30亿片出口固体制剂项目，拟建项目主要为本期债券募投项目高端制剂项目。2019年末公司主要在建和拟建项目计划投资合计18.97亿元，已投资合计4.54亿元，尚需投资14.43亿元，公司存在一定的资金压力，且未来随着项目建成投产，公司收入规模有望得到进一步扩大，但也可能由于市场环境发生重大不利变化或市场上出现更具竞争优势的产品等因素存在产能消纳风险导致收益不达预期效益。

表15 截至2019年末公司主要在建、拟建项目情况（单位：万元）

| 项目 | 计划投资 | 已投资 | 尚需投资 | 项目进度 |
|--------------------------|------------|-----------|------------|-------------|
| 宣城美诺华年产 1,600 吨原料药项目一期项目 | 39,400.00 | 32,757.46 | 6,642.54 | 完成基本建设和设备安装 |
| 浙江美诺华东扩项目 | 35,000.00 | 5,825.61 | 29,174.39 | 土建 |
| 安徽美诺华年产 400 吨原料药技改项目 | 41,311.80 | 4,641.64 | 36,670.16 | 基建 |
| 天康药业年产 30 亿片（粒）出口固体制剂项目 | 28,062.00 | 2,145.95 | 25,916.05 | 土建 |
| 高端制剂项目 | 45,930.00 | 0.00 | 45,930.00 | 尚未开工 |
| 合计 | 189,703.80 | 45,370.66 | 144,333.14 | - |

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

近年公司主要原材料采购单价持续提升；公司主要供应商较为稳定，集中度持续下降，但需关注部分中小化工企业可能由于环保不达标而面临关停及减产风险从而对公司盈利产生一定影响

采购模式方面，公司建立了《采购管理制度》以规范公司的采购业务，采购一般由商务部门负责供应商信息管理和采购计划的分派，技术部负责根据客户要求制定原材料采购的技术标准，质量管理部负责原材料质量控制。公司一般按重要程度及价值将采购品分为A、B、C三类，再选择符合要求的供应商进行采购，A类产品为能直接影响最终产品的质量或形成产品的采购品；B类产品为能够间接影响最终产品质量的采购品；C类产品为无法影响最终产品质量的采购品。公司的制剂原料采购基本为内部采购。在原材料供应商选择方面，公司根据质量标准通过评选确定原辅料供应商，为确保供货的稳定性，对于关键和

主要原材料一般会保证两个以上的供应商。

公司生产所需主要原材料包括氰基溴联苯、缬沙坦中间体、吡啶羧酸、诺氟沙星、坎地沙坦酯、赖诺普利等，采购价格基本为市场报价，从下表来看，主要原材料中除瑞舒伐他汀采购单价有所下滑外，其他主要原材料近年采购单价整体均呈上涨态势，其中氰基溴联苯、诺氟沙星和缬沙坦中间体近三年采购单价复合增长率分别达76.27%、41.42%和42.56%，公司一般以市场需求为导向，结合产品成本、汇率变动及产品质量等多种因素确定原料药产品价格，从而一定程度控制成本压力。

表16 2017-2019年公司主要原材料采购情况（单位：千克、元/千克）

| 原材料 | 2019年 | | 2018年 | | 2017年 | |
|---------|------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|
| | 采购量 | 采购单价 | 采购量 | 采购单价 | 采购量 | 采购单价 |
| 氰基溴联苯 | 403,550.00 | 228.86 | 211,511.00 | 135.17 | 137,450.00 | 73.65 |
| 缬沙坦中间体 | 261,087.40 | 287.31 | 116,995.20 | 192.87 | 80,128.60 | 141.36 |
| 叠氮化钠 | 215,000.00 | 65.94 | 130,600.00 | 59.33 | 115,001.00 | 54.94 |
| 吡啶羧酸 | 40,200.00 | 217.70 | 42,900.00 | 213.95 | 41,921.00 | 213.12 |
| 诺氟沙星 | 34,400.00 | 561.37 | 24,600.00 | 488.46 | 14,300.00 | 280.68 |
| 坎地沙坦酯 | 17,353.91 | 3,525.87 | 5,624.00 | 3,156.34 | 2,574.00 | 3,215.69 |
| 赖诺普利 | 10,520.00 | 1,745.74 | 7,805.00 | 1,559.98 | 8,450.00 | 1,583.50 |
| 瑞舒伐他汀侧链 | 9,000.00 | 1,415.93 | 14,066.10 | 1,421.85 | 17,500.00 | 1,465.06 |
| 阿托伐他汀侧链 | 2,600.00 | 874.74 | 19,560.00 | 610.13 | 20,608.50 | 560.30 |
| 莫西沙星中间体 | 1,000.00 | 2,610.62 | 5,050.00 | 2,267.24 | - | - |
| 钯碳 | 940.00 | 18,348.77 | 148.00 | 12,580.71 | 35.00 | 10,150.18 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从前五大供应商情况来看，2017-2019年前五大供应商合计占比分别为43.37%、25.30%和36.39%，近年集中度有所波动，浙江华海药业股份有限公司和浙江天宇药业股份有限公司始终为公司主要供应商，河南豫辰药业股份有限公司近年采购占比提升，公司对单一供应商依赖不大。同时，2018年以来化工行业环保压力持续上升，部分中小化工企业可能由于环保不达标而面临关停及减产风险，此外，随着公司经营规模的提升，未来对原材料需求量将进一步上升，若供应商出现原材料短缺、价格上涨或原材料不能达到公司生产要求的质量标准等情况，在一定程度上将影响公司正常盈利水平。

表17 2017-2019年公司前五大供应商情况（单位：万元）

| 时间 | 序号 | 供应商名称 | 采购金额 | 占全年采购比例 |
|-------|----|--------------|----------|---------|
| 2019年 | 1 | 浙江华海药业股份有限公司 | 9,565.37 | 13.07% |
| | 2 | 河南豫辰药业股份有限公司 | 7,633.10 | 10.43% |
| | 3 | 浙江天宇药业股份有限公司 | 4,882.66 | 6.67% |
| | 4 | 常州市华阳科技有限公司 | 2,624.69 | 3.59% |

| | | | | |
|-------|-------------|----------------|-----------|--------|
| 2018年 | 5 | 浙江乐普药业股份有限公司 | 1,931.13 | 2.64% |
| | 合计 | | 26,636.95 | 36.39% |
| | 1 | 浙江华海药业股份有限公司 | 4,374.80 | 8.32% |
| | 2 | 河南豫辰药业股份有限公司 | 2,719.26 | 5.17% |
| | 3 | 浙江天宇药业股份有限公司 | 2,473.87 | 4.71% |
| | 4 | 江苏恒盛药业有限公司 | 1,734.62 | 3.30% |
| 2017年 | 5 | 江苏阿尔法药业有限公司 | 1,992.52 | 3.79% |
| | 合计 | | 13,295.07 | 25.30% |
| | 1 | 浙江华海药业股份有限公司 | 5,118.82 | 15.80% |
| | 2 | 重庆博腾制药科技股份有限公司 | 2,563.86 | 7.91% |
| | 3 | 浙江天宇药业股份有限公司 | 2,281.16 | 7.04% |
| | 4 | 浙江燎原药业股份有限公司 | 2,159.33 | 6.67% |
| 5 | 江苏阿尔法药业有限公司 | 1,925.94 | 5.95% | |
| 合计 | | 14,049.11 | 43.37% | |

注：该表统计的前五大供应商不含工程类供应商
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。近三年合并报表范围变化情况如下表所示，2018年公司合并范围新增一家子公司，2019年公司合并范围减少一家子公司。截至2019年末，公司合并范围子公司情况详见表1。

表18 公司 2017-2019 年合并报表范围变化情况

| 时间 | 变化 | 公司名称 | 方式 |
|------|----|--------------|------------|
| 2019 | 减少 | 上海五洲同一药业有限公司 | 清算注销 |
| 2018 | 新增 | 浙江燎原药业股份有限公司 | 非同一控制下企业合并 |

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

近年公司资产规模快速增长，整体流动性尚可，但需关注应收账款坏账风险及存货跌价风险

受益于公司不断扩大经营规模以及燎原药业2018年起纳入合并范围，2019年末，公司资产总额26.14亿元，2017-2019年复合增长率为31.41%。从资产结构来看，由于2018年起

公司工程投入加大以及企业合并使固定资产增加，公司资产结构变为以非流动资产为主，2019年末公司非流动资产占总资产的比重为56.53%。

2019年末，公司货币资金余额3.42亿元，主要为银行存款，近年公司股权投资及工程项目投入资金需求加大而增加银行借款使货币资金有所增长，年末受限货币资金0.77亿元，主要为保证金及用于担保的定期存款等，货币资金受限比例为22.42%。2019年末，公司交易性金融资产1.01亿元，系公司利用闲置募集资金购买的保本浮动利率理财产品；年末公司应收账款账面价值1.76亿元，2017-2019年复合增长率为52.62%，一方面是由于燎原药业纳入合并范围带来一定的增长，另一方面由于公司给予客户账期一般在30-45天，年末应收账款规模相对较大，从账龄来看，99.76%的应收账款账龄为一年，年末应收账款合计计提坏账932.15万元。

公司存货主要包含库存商品、原材料、在产品和发出商品等，2019年末存货规模4.00亿元，2017-2019年复合增长率达65.32%，近年存货的增长主要原因一是燎原药业2018年纳入合并范围使存货规模有所提升，二是公司为应对外部市场环境变化，增加了物料储备，提高主要产品常用原辅料及半成品的备货量，三是公司在订单需求量增长的情况下提升产能利用率，在产品及自制半成品库存有所增加，年末公司存货合计计提跌价准备0.15亿元。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，产成品及半成品仍将面临一定跌价风险。公司其他流动资产主要为银行理财产品及未交增值税，2019年其他流动资产大幅减少主要系根据新金融工具准则，本期所购买保本浮动利率理财产品计入交易性金融资产。

表19 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 | 34,225.84 | 13.09% | 36,995.00 | 16.29% | 25,855.17 | 17.08% |
| 交易性金融资产 ¹ | 10,059.95 | 3.85% | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% |
| 应收账款 | 17,551.75 | 6.71% | 15,246.58 | 6.71% | 7,535.31 | 4.98% |
| 存货 | 40,017.29 | 15.31% | 29,900.19 | 13.17% | 14,642.53 | 9.67% |
| 其他流动资产 | 8,669.53 | 3.32% | 20,224.77 | 8.91% | 27,811.03 | 18.37% |
| 流动资产合计 | 113,639.70 | 43.47% | 107,313.05 | 47.25% | 77,733.89 | 51.35% |
| 长期股权投资 | 13,399.25 | 5.13% | 11,389.10 | 5.01% | 23,895.98 | 15.79% |
| 固定资产 | 65,800.05 | 25.17% | 45,710.05 | 20.13% | 24,836.26 | 16.41% |
| 在建工程 | 26,936.59 | 10.30% | 28,166.41 | 12.40% | 11,037.36 | 7.29% |
| 无形资产 | 16,773.85 | 6.42% | 16,121.72 | 7.10% | 10,239.34 | 6.76% |

¹ 根据 2019 年 1 月 1 日起适用的新金融工具准则规定，本期所购买保本浮动利率理财产品通过本科目核算，上期购买保本浮动利率理财产品 15,000 万元归集在“其他流动资产”科目

| | | | | | | |
|---------|------------|---------|------------|---------|------------|---------|
| 商誉 | 5,100.15 | 1.95% | 5,100.15 | 2.25% | 0.00 | 0.00% |
| 其他非流动资产 | 9,724.33 | 3.72% | 4,736.86 | 2.09% | 911.51 | 0.60% |
| 非流动资产合计 | 147,757.25 | 56.53% | 119,795.16 | 52.75% | 73,636.74 | 48.65% |
| 资产总计 | 261,396.95 | 100.00% | 227,108.21 | 100.00% | 151,370.63 | 100.00% |

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末，公司长期股权投资账面价值1.34亿元，主要系对浙江瑞邦药业股份有限公司、科尔康美诺华和宁波美诺华锐合股权投资合伙企业（有限合伙）的股权投资，2018年长期股权投资同比大幅减少52.34%，主要系燎原药业纳入合并范围抵消公司对其原有投资以及公司减少对浙江晖石药业有限公司²（以下简称“浙江晖石”）的投资所致，2019年长期股权投资同比增长17.65%主要是对科尔康美诺华追加投资所致。2019年末公司固定资产账面价值6.58亿元，主要包括房屋及建筑物、机器设备、电子设备等，2017-2019年固定资产复合增长率为62.77%，原因一是2018年燎原药业纳入合并范围，二是宣城美诺华1,600吨原料药项目一期等在建工程项目转入固定资产，年末未办妥产权证书的固定资产合计0.93亿元，用于抵押的固定资产1.60亿元，固定资产受限比例为24.28%。2019年末，公司在建工程账面价值2.69亿元，主要为宣城美诺华1,600吨原料药项目一期、浙江美诺华东扩项目、安徽美诺华年产400吨原料药技改项目一期等工程项目，近年随着公司经营规模扩大，在建工程整体规模增长，2019年同比减少4.37%主要系部分工程转入固定资产所致。2019年末，公司无形资产账面价值1.68亿元，主要为土地使用权、专利权和软件等；年末公司商誉0.51亿元，系2018年5月23日购买燎原药业股权形成，购买日确认的燎原药业可辨认资产为2.79亿元（增值0.85亿元），截至本年末，公司对燎原药业持股比例为84.57%，2019年度未发生商誉减值，需关注若未来燎原药业因内外部环境发生重大不利变化而出现现金流量不达预期的情况可能存在一定商誉减值风险。2019年末，其他非流动资产账面价值0.97亿元，主要为预付土地出让款、预付设备工程款和预付购房款。

整体来看，近年由于燎原药业纳入合并范围以及公司经营规模扩张，公司资产总额快速增长，整体流动性尚可，但近年存货和应收账款增长较快，需关注其跌价和坏账风险。

资产运营效率

近年公司净营业周期与总资产周转天数均有所上升，但与同行业公司相比，资产运营效率良好

² 2018年9月，公司与南京药晖生物科技合伙企业（有限合伙）、南京药石科技股份有限公司签订股权转让协议，向其转让公司持有的浙江博腾（现更名为浙江晖石）12.50%的股份。本次股权转让完成后，公司持有浙江晖石22.50%的股权，不再具有董事会提名权，剩余权益性投资转入可供出售金融资产核算。

公司客户主要为欧美等规范市场医药企业，主要采取直销模式，一般给予客户30-45天账期，近年随着公司营收规模的增长，应收账款周转天数有所延长，由2017年的40.13天增至2019年的52.67天。近年为应对外部市场环境变化，公司增加战略性物料储备，提高主要产品常用原辅料及半成品备货量，以及随着订单需求量的增长，公司相关在产品和自制半成品库存增加，存货周转天数由2017年的138.08天延长至2019年的179.30天，受上述因素的综合影响，公司净营业周期由2017年的95.65天增至2019年的146.16天。

从资产运营效率来看，近年由于公司合并范围新纳入燎原药业以及部分在建工程竣工转固，2019年公司固定资产周转天数达170.07天，较2017年增长23.09天，但由于公司营收规模增幅较大，总资产周转天数仅小幅提升，2019年为745.05天，较2017年增加10.86天。

表20 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 | 52.67 | 50.85 | 40.13 |
| 存货周转天数 | 179.30 | 145.23 | 138.08 |
| 应付账款周转天数 | 85.81 | 84.42 | 82.56 |
| 净营业周期 | 146.16 | 111.67 | 95.65 |
| 流动资产周转天数 | 336.99 | 392.34 | 334.25 |
| 固定资产周转天数 | 170.07 | 149.57 | 146.98 |
| 总资产周转天数 | 745.05 | 802.47 | 734.19 |

资料来源：公司2017-2019年审计报告，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，公司各项运营效率指标均低于行业内主要公司指标平均值，整体运营效率良好。

表21 2019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 | 54.12 | 286.56 | 223.84 |
| 华海药业 | 106.35 | 372.63 | 410.85 |
| 同和药业 | 42.51 | 246.04 | 215.88 |
| 司太立 | 71.91 | 205.08 | 190.73 |
| 富祥药业 | 38.61 | 104.60 | 68.77 |
| 算数平均值 | 62.70 | 242.98 | 222.01 |
| 美诺华 | 52.67 | 179.30 | 146.16 |

资料来源：Wind，中证鹏元整理

盈利能力

近年公司营业收入和利润规模快速增长，但需关注汇率波动对公司利润的影响

受益于2018年燎原药业纳入合并范围以及核心产品销售收入增长等因素的影响，近年

公司营业收入快速增长，2017-2019年分别为6.05亿元、8.49亿元和11.80亿元，近三年复合增长率为39.63%。毛利率方面，近年公司综合毛利率波动上升，2017-2019年分别为34.07%、32.56%和38.35%，2018年综合毛利率下滑主要系行业安全环保水平提升使上游生产企业集中度提升，部分原辅材料采购价格上涨以及医药流通业务毛利率有所下滑；2019年综合毛利率提升主要系公司沙坦类产品价格提升利润空间扩大以及2019年4月1日起，制造业务增值税税率由16%降至13%，公司税负减轻。

期间费用方面，近年公司期间费用率波动下滑，2017-2019年分别为22.68%、21.03%和21.76%，整体表现较为稳定，近年公司管理费用的增长主要系实施股权激励确认股份支付的费用，财务费用增长主要系公司借款增加带来的利息支出增加，研发费用的增长主要系加大研发投入以及研发人员薪酬福利提升所致。此外，公司产品主要销往国外，2017-2019年公司汇兑损益分别为841.61万元、-687.98万元和-354.21万元，随着未来销售规模的进一步扩大，公司面临一定汇率波动风险，若汇率发生较大波动可能对公司利润产生一定影响。

利润方面，近年公司利润规模持续增长，2017-2019年利润总额分别为0.64亿元、1.07亿元和1.87亿元，近三年复合增长率为70.55%，主要系受沙坦类原料药市场供需影响，相关产品提价使利润空间扩大所致，此外，2018-2019年公司分别实现投资收益2,830.55万元和682.24万元，2018年主要系通过企业合并、理财产品以及出售参股子公司浙江博腾药业12.5%股权实现投资收益，2019年投资收益主要来源于通过长期股权投资、交易性金融资产。值得关注的是，燎原药业2019年净利润0.21亿元，同比下滑28.76%，主要系环保改造投入增加使公司人工成本提升，部分供应商因环保整治产量不足，部分客户需求减少使订单量下滑，未来仍存在继续下滑的风险。

表22 公司主要盈利指标（单位：万元）

| 项目 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|---------|------------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 118,020.53 | 84,896.15 | 60,532.06 |
| 投资收益 | 682.24 | 2,830.55 | -47.99 |
| 营业利润 | 18,973.39 | 11,255.66 | 6,388.13 |
| 利润总额 | 18,724.66 | 10,675.87 | 6,437.11 |
| 净利润 | 16,079.99 | 10,506.18 | 4,995.29 |
| 综合毛利率 | 38.35% | 32.56% | 34.07% |
| 期间费用率 | 21.76% | 21.03% | 22.68% |
| 营业利润率 | 16.08% | 13.26% | 10.55% |
| 总资产回报率 | 8.51% | 6.58% | 5.57% |
| 净资产收益率 | 11.06% | 8.40% | 5.28% |
| 营业收入增长率 | 39.02% | 40.25% | 4.71% |

净利润增长率 53.05% 110.32% -41.32%
资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

近年公司主营业务回款情况一般，未来随着本期债券募投项目及其他在建工程的持续投入，存在一定资金压力

近年公司收现比有所改善，但公司整体资金回笼情况一般。随着公司经营规模扩大，订单需求增长，相应的战略性备货增加，近年公司营运资本对资金的占用整体有所增长，但由于经营性应收项目增幅放缓，经营活动现金流量净额净流入规模增长，2017-2019年分别为0.80亿元、0.47亿元和1.80亿元。

公司投资活动主要包括为扩充产能而对宣城美诺华1,600吨原料药项目一期、浙江美诺华东扩项目和安徽美诺华400吨原料药技改项目一期等在建工程的持续投入以及购买赎回理财产品，投资活动现金流持续大额净流出，随着公司本期债券募投项目及其他在建项目的投入增加，未来公司投资活动支出或将维持较高水平，虽然公司目前经营活动现金流情况较好，但仍需关注公司存在一定的资金压力。

筹资活动方面，近年公司主要通过银行借款及股权融资方式进行筹资，其中2017年公司通过公开发行股份募集资金4.21亿元，2019年南京先声东元制药有限公司以现金方式向宣城美诺华药业有限公司增资1.12亿元；2019年由于公司偿还债务规模较大，使当年筹资活动净流入规模有所减小。

表23 公司现金流情况（单位：万元）

| 项目 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|------------------|------------|------------|------------|
| 收现比 | 0.99 | 0.84 | 0.84 |
| 净利润 | 16,079.99 | 10,506.18 | 4,995.29 |
| 营运资本变化 | -9,283.16 | -10,578.38 | -1,452.88 |
| 其中：存货减少（减：增加） | -11,308.19 | -7,070.49 | -295.29 |
| 经营性应收项目的减少（减：增加） | -1,757.70 | -9,824.79 | -2,335.25 |
| 经营性应付项目的增加（减：减少） | 3,782.73 | 6,316.90 | 1,177.66 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 17,975.19 | 4,659.52 | 8,015.35 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -35,120.14 | -32,620.77 | -42,159.35 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 9,899.83 | 38,400.17 | 47,117.34 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -7,002.23 | 10,284.37 | 12,612.86 |

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

2017年公司上市后资本实力增强，近年公司有息债务规模快速增长，存在一定短期偿债压力，净资产对负债的保障程度大幅减弱

2017年4月公司首次公开发行募集资金净额38,145.00万元，且受益于公司经营积累以及股权激励计划，近年公司所有者权益持续增长，截至2019年末为15.69亿元，2017-2019年复合增长率为16.16%，资本实力增强。随着公司经营规模不断扩大，负债规模持续攀升，2019年末公司负债总额达10.45亿元，2017-2019年复合增长率为72.54%。受上述因素的综合影响，近年公司产权比率波动上升，2019年达66.65%，较2017年提升36.44个百分点，净资产对负债的保障程度大幅减弱。

表24 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 | 104,544.97 | 93,092.02 | 35,119.09 |
| 所有者权益 | 156,851.98 | 134,016.19 | 116,251.54 |
| 产权比率 | 66.65% | 69.46% | 30.21% |

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

2019年末，公司短期借款余额4.29亿元，2017-2019年复合增长率为66.44%，年末短期借款包括保证借款1.59亿元、信用借款1.15亿元、保证及抵押借款1.00亿元以及抵押借款0.55亿元。2019年末，公司应付票据余额1.29亿元，均为银行承兑汇票，近年快速增长，主要系公司为合理控制付款周期增强资金流动性而加大对采购货款使用票据结算的方式所致；公司应付账款主要为应付原材料及贸易商品采购款、设备采购款及工程款，年末余额1.80亿元，2017-2019年复合增长率为33.16%，主要系近年工程支出增加所致。2019年末，其他应付款余额0.32亿元，主要为应付股权激励回购款项及部分押金和保证金；年末一年内到期的非流动负债余额0.43亿元，系一年内到期的长期借款。

2019年末，公司长期借款余额1.23亿元，包括0.86亿元抵押借款和0.37亿元保证与质押借款。

表25 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 | 42,944.26 | 41.08% | 42,794.90 | 45.97% | 15,502.87 | 44.14% |
| 应付票据 | 12,913.48 | 12.35% | 9,536.40 | 10.24% | 5,326.32 | 15.17% |
| 应付账款 | 17,980.19 | 17.20% | 16,709.02 | 17.95% | 10,140.39 | 28.87% |
| 其他应付款 | 3,245.17 | 3.10% | 4,666.04 | 5.01% | 292.48 | 0.83% |
| 一年内到期的非流动负债 | 4,320.00 | 4.13% | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% |
| 流动负债合计 | 87,639.77 | 83.83% | 77,943.69 | 83.73% | 34,014.21 | 96.85% |
| 长期借款 | 12,344.00 | 11.81% | 10,790.65 | 11.59% | 0.00 | 0.00% |

| | | | | | | |
|---------|------------|---------|-----------|---------|-----------|---------|
| 非流动负债合计 | 16,905.20 | 16.17% | 15,148.33 | 16.27% | 1,104.89 | 3.15% |
| 负债合计 | 104,544.97 | 100.00% | 93,092.02 | 100.00% | 35,119.09 | 100.00% |
| 其中：有息债务 | 59,745.27 | 57.15% | 53,585.55 | 57.56% | 15,502.87 | 44.14% |

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息负债以短期有息负债为主，截至2019年末，公司有息债务规模5.97亿元，2017-2019年复合增长率为96.09%，年末有息债务占公司总负债的比重为57.15%，其中短期有息债务4.73亿元，公司存在一定短期偿债压力。

从偿债指标来看，近年公司为经营发展扩大融资规模，资产负债率波动上升，2019年末为39.99%，较2017年提升16.79个百分点。近年公司流动比率和速动比率持续下滑，2019年分别为1.30和0.84，公司短期偿债能力大幅减弱。2019年公司EBITDA规模2.72亿元，2017-2019年复合增长率为63.00%，近年EBITDA利息保障倍数波动下滑，由2017年的21.83降至2019年的10.43，有息债务与EBITDA比值由2017年的1.51提升至2019年的2.19，公司盈利对有息债务的本息偿还保障程度有所减弱。

表26 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|
| 资产负债率 | 39.99% | 40.99% | 23.20% |
| 流动比率 | 1.30 | 1.38 | 2.29 |
| 速动比率 | 0.84 | 0.99 | 1.85 |
| EBITDA（万元） | 27,230.03 | 17,552.01 | 10,249.17 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 10.43 | 8.49 | 21.83 |
| 有息债务/EBITDA | 2.19 | 3.05 | 1.51 |
| 债务总额/EBITDA | 3.84 | 5.30 | 3.43 |
| 经营性净现金流/流动负债 | 0.21 | 0.06 | 0.24 |
| 经营性净现金流/负债总额 | 0.17 | 0.05 | 0.23 |

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券项目收益是公司偿债资金的重要来源。根据可行性分析报告，高端制剂项目内部收益率为24.36%，但中证鹏元也关注到，项目建成后的资金回流存在一定的不确定性，是否达到预期依赖于公司能否正确判断、把握行业的市场动态和发展趋势，持续保持并提升技术水平、管理水平和服务质量，保持与客户持续、稳定的合作关系；且在项目实施过程中和项目实际建成后，可能由于市场环境发生重大不利变化、下游的投资需求萎缩、或

市场上出现更具竞争优势的产品等因素存在项目进度及收益不达预期的风险。

公司日常经营收益及经营性现金流可为公司偿债资金提供重要保障。2017-2019年，公司主营业务收入分别为6.02亿元、8.35亿元和11.77亿元；经营活动净现金流分别为0.80亿元、0.47亿元和1.80亿元，公司日常经营产生的现金流能为偿债提供一定保障。同时中证鹏元也关注到，2019年末公司应收账款账面价值1.76亿元，合计计提坏账932.15万元，未来随着公司经营规模进一步扩大，应收账款规模也将扩大，公司可能存在应收账款无法及时收回而形成坏账的风险，从而对公司资金使用效率及经营业绩产生不利影响。

此外，中证鹏元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，将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。

同时作为上市公司，公司必要时可通过资本市场其他渠道筹集资金以确保本期债券本息的按时偿付，但需关注因公司经营状况变化等原因而导致各类融资渠道收紧的风险。

（二）本期债券保障措施分析

美诺华控股及姚成志先生为本期债券提供不可撤销的连带责任保证担保

根据《关于宁波美诺华药业股份有限公司公开发行A股可转换公司债券担保函》，公司控股股东美诺华控股及公司实际控制人姚成志先生为本次发行可转债提供不可撤销的连带责任保证担保，担保范围为本公司经中国证监会核准发行的可转换公司债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金及债权人实现债权而产生的合理费用³，担保的受益人为全体可转换公司债券持有人。

美诺华控股成立于2009年7月，注册资本5,000.00万元，实际控制人为姚成志先生，持股比例为90%，经营范围包括实业投资（未经金融等监管部门批准不得从事吸收存款、融资担保、代客理财、向社会公众集（融）资等金融业务）、自营或代理各类货物和技术的进出口业务（国家限定经营或禁业进出口的货物和技术除外）等。

截至2019年末，美诺华控股单体总资产25,403.69万元，净资产7,680.55万元，资产负债率69.77%，2019年，美诺华控股单体营业收入914.68万元，净利润313.16万元，经营活动现金流净额6,509.00万元。

截至本报告出具日，中证鹏元未对美诺华控股进行评级，无法判断其增信效果。

³ 根据担保函，债券持有人为实现债权的合理费用指为实现债权，依据本次发行文件及本担保函行使任何权益、权利而发生的合理费用，包括但不限于诉讼费（或仲裁费）、律师费、评估费、拍卖费等

表27 担保方美诺华控股（母公司）主要财务指标（单位：万元）

| 项目 | 2019年 | 2018年 |
|-----------|-----------|-----------|
| 总资产 | 25,403.69 | 41,576.89 |
| 所有者权益 | 7,680.55 | 7,367.39 |
| 有息债务 | 0.00 | 5,000.00 |
| 资产负债率 | 69.77% | 82.28% |
| 流动比率 | 0.77 | 0.93 |
| 速动比率 | 0.77 | 0.93 |
| 营业收入 | 914.68 | 0.00 |
| 营业利润 | 312.59 | 298.11 |
| 净利润 | 313.16 | 117.79 |
| 综合毛利率 | 0.28% | - |
| 经营活动现金流净额 | 6,509.00 | -5,338.19 |

注：2018年数据 2019年审计报告采用期初数

资料来源：美诺华控股 2019年审计报告，中证鹏元整理

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据提供的企业信用报告，从2017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，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到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 | 34,225.84 | 36,995.00 | 25,855.17 |
| 交易性金融资产 | 10,059.95 | 0.00 | 0.00 |
| 应收账款 | 17,551.75 | 15,246.58 | 7,535.31 |
| 存货 | 40,017.29 | 29,900.19 | 14,642.53 |
| 长期股权投资 | 13,399.25 | 11,389.10 | 23,895.98 |
| 固定资产 | 65,800.05 | 45,710.05 | 24,836.26 |
| 在建工程 | 26,936.59 | 28,166.41 | 11,037.36 |
| 无形资产 | 16,773.85 | 16,121.72 | 10,239.34 |
| 商誉 | 5,100.15 | 5,100.15 | 0.00 |
| 总资产 | 261,396.95 | 227,108.21 | 151,370.63 |
| 短期借款 | 42,944.26 | 42,794.90 | 15,502.87 |
| 应付票据 | 12,913.48 | 9,536.40 | 5,326.32 |
| 应付账款 | 17,980.19 | 16,709.02 | 10,140.39 |
| 一年内到期的非流动负债 | 4,320.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 12,344.00 | 10,790.65 | 0.00 |
| 总负债 | 104,544.97 | 93,092.02 | 35,119.09 |
| 有息债务 | 59,608.26 | 53,585.55 | 15,502.87 |
| 所有者权益合计 | 156,851.98 | 134,016.19 | 116,251.54 |
| 营业收入 | 118,020.53 | 84,896.15 | 60,532.06 |
| 营业利润 | 18,973.39 | 11,255.66 | 6,388.13 |
| 净利润 | 16,079.99 | 10,506.18 | 4,995.29 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 17,975.19 | 4,659.52 | 8,015.35 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -35,120.14 | -32,620.77 | -42,159.35 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 9,899.83 | 38,400.17 | 47,117.34 |
| 财务指标 | 2019年 | 2018年 | 2017年 |
| 应收账款周转天数 | 52.67 | 50.85 | 40.13 |
| 存货周转天数 | 179.30 | 145.23 | 138.08 |
| 应付账款周转天数 | 85.81 | 84.42 | 82.56 |
| 净营业周期 | 146.16 | 111.67 | 95.65 |
| 流动资产周转天数 | 336.99 | 392.34 | 334.25 |
| 固定资产周转天数 | 170.07 | 149.57 | 146.98 |
| 总资产周转天数 | 745.05 | 802.47 | 734.19 |
| 综合毛利率 | 38.35% | 32.56% | 34.07% |
| 期间费用率 | 21.76% | 21.03% | 22.68% |
| 营业利润率 | 16.08% | 13.26% | 10.55% |

| | | | |
|---------------|-----------|-----------|-----------|
| 总资产回报率 | 8.51% | 6.58% | 5.57% |
| 净资产收益率 | 11.06% | 8.40% | 5.28% |
| 营业收入增长率 | 39.02% | 40.25% | 4.71% |
| 净利润增长率 | 53.05% | 110.32% | -41.32% |
| 资产负债率 | 39.99% | 40.99% | 23.20% |
| 流动比率 | 1.30 | 1.38 | 2.29 |
| 速动比率 | 0.84 | 0.99 | 1.85 |
| EBITDA (万元) | 27,230.03 | 17,552.01 | 10,249.17 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 10.43 | 8.49 | 21.83 |
| 有息债务/EBITDA | 2.19 | 3.05 | 1.51 |
| 债务总额/EBITDA | 3.84 | 5.30 | 3.43 |
| 经营性净现金流/流动负债 | 0.21 | 0.06 | 0.24 |
| 经营性净现金流/负债总额 | 0.17 | 0.05 | 0.23 |

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，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 | $360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$ |
| 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 | $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 净资产收益率 | $\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$ |
| 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 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$ |
| 产权比率 | 负债总额 / 所有者权益 |
| 资产负债率 | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$ |
| 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 + 1年内到期的长期有息债务 + 长期借款 |

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 |
| 代 | 表 | 人 |
| 成 | 立 | 日 |
| 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。



此复印件仅供
美诺华 使用
再复印无效

登记机关



2018年11月05日



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



姜诺华

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

证书取得日期 2016-08-13



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



2019年01月16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。