



# 陕西盘龙药业集团股份有限公司 2021年公开发行可转换公司债券信用评级 报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值

## 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：

谭璇

# 陕西盘龙药业集团股份有限公司

## 2021年公开发行可转换公司债券信用评级报告

### 评级结果

主体信用等级  
 评级展望  
 债券信用等级  
 评级日期



### 评级观点

中证鹏元评定陕西盘龙药业集团股份有限公司（以下简称“盘龙药业”或“公司”，股票代码：002864.SZ）本次拟发行不超过 2.76 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 A+，该级别反映了本期债券安全性较高，违约风险较低。

上述等级的评定是考虑到公司核心产品盘龙七片具有一定的品牌影响力和产品竞争力，公司现金类资产占比较高，债务偿付压力较小，上市后资本实力增强、融资渠道更加多元；同时中证鹏元也关注到，公司面临一定核心产品单一风险，产品价格下降风险，原材料面临一定的价格波动风险和短缺风险，新增产能能否消化存在较大不确定性及面临一定的营运资金压力。

### 债券概况

**发行规模：**2.76 亿元  
**发行期限：**6 年  
**偿还方式：**对未转股债券按年付息，每年付息一次，附债券赎回及回售条款  
**发行目的：**用于陕西省医疗机构制剂集中配制中心建设项目、盘龙药业质量检验检测共享平台升级改造项目及补充流动资金  
**增信方式：**公司实际控制人谢晓林提供保证担保，承担连带保证责任

### 未来展望

公司核心产品具有一定的品牌影响力及产品竞争力，未来业务发展较有保障，整体债务规模较小，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

### 公司主要财务数据及指标（单位：万元）

| 项目            | 2021 年 3 月 | 2020 年     | 2019 年    | 2018 年    |
|---------------|------------|------------|-----------|-----------|
| 总资产           | 121,562.18 | 116,254.88 | 92,887.79 | 81,783.58 |
| 归母所有者权益       | 72,851.48  | 72,077.70  | 67,470.95 | 61,159.76 |
| 总债务           | 10,334.42  | 6,334.42   | 0.00      | 0.00      |
| 营业收入          | 17,486.81  | 67,031.30  | 61,063.68 | 48,944.78 |
| 净利润           | 1,840.63   | 8,109.23   | 7,177.89  | 6,468.19  |
| 经营活动现金流净额     | 449.35     | 9,223.80   | 6,788.65  | 4,684.61  |
| 销售毛利率         | 60.00%     | 62.29%     | 69.50%    | 71.15%    |
| EBITDA 利润率    | -          | 17.19%     | 16.99%    | 17.88%    |
| 总资产回报率        | -          | 9.31%      | 9.57%     | 9.59%     |
| 资产负债率         | 38.79%     | 36.72%     | 27.36%    | 25.22%    |
| 净债务/EBITDA    | -          | -3.33      | -2.12     | -2.13     |
| EBITDA 利息保障倍数 | -          | 33.62      | -         | -         |
| 总债务/总资本       | 12.20%     | 7.93%      | 0.00%     | 0.00%     |
| FFO/净债务       | -          | -10.70%    | -12.79%   | -9.56%    |
| 速动比率          | 2.16       | 2.32       | 2.70      | 2.99      |
| 现金短期债务比       | 9.38       | 46.45      | -         | -         |

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计财务报表，中证鹏元整理

### 联系方式

项目负责人：张旻燊   
 zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员：韩飞   
 hanf@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **公司核心产品盘龙七片细分领域市场份额排名靠前，具有一定的品牌影响力和产品竞争力。**盘龙七片为公司独家生产品种、国家医保甲类目录品种、国家专利品种，“盘龙”牌商标四次被认定为“陕西省著名商标”；受益于渠道开拓、动态调整产品规格及布局零售市场，近年盘龙七片产品收入持续增长。
- **公司现金类资产占比较高，整体偿付压力较小。**截至2020年末，公司现金类资产规模达4.64亿元，有息债务规模为0.63亿元，若考虑本期债券发行成功，现金短债务比达46.45，覆盖比率仍较好。
- **公司上市后资本实力得到增强，融资渠道更加多元。**公司于2017年11月首次公开发行股票，募集资金净额1.84亿元，增加了资本实力的同时也拓宽了公司的融资渠道。

## 关注

- **公司面临一定核心产品单一风险。**近年盘龙七片销售收入占当期自产中成药收入比例均在70%以上，盘龙七片的生产与销售状况在较大程度上决定公司的收入和盈利水平，若盘龙七片的生产与销售出现异常波动，将对公司的经营业绩造成较大影响。
- **公司面临一定的产品价格下降风险。**公司目前主要产品销售价格较为稳定，但随着国家相继实施医保基金控费、药品集中采购、医保药价谈判、带量采购等政策，医保控费政策逐渐加码，公司主要产品仍存在一定的产品价格下降压力。
- **原材料面临一定的价格波动风险和短缺风险。**盘龙七片原材料多为秦岭山区的珍稀药材，产地具有明显地域性，受自然条件限制较大，中药材供应稳定性较差，主要原材料采购单价波动较大。
- **部分剂型产能利用率较低，未来新增产能能否消化存在较大不确定性。**茶剂、合剂、胶囊剂、消毒液、原料药等产品目前尚处于市场导入期，市场需求和政策演变影响产品销量，产能利用率较低；在建、拟建项目规模较大，完工后产能能否完全消化存在较大不确定性。
- **应收账款规模较大，面临一定的营运资金压力。**近年公司应收账款规模持续增长集中度提升且账龄有所延长，面临一定的营运资金压力。

## 本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称       | 版本号                |
|-----------------|--------------------|
| 医药制造企业信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2021V1.0 |
| 外部特殊支持评价方法      | cspy_ff_2019V1.0   |

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 一、发行主体概况

公司原名“陕西盘龙制药有限公司”（以下简称“盘龙有限”），成立于1997年9月22日，由谢晓林等31名自然人合计出资126万元成立，其中谢晓林出资20万元，出资比例15.87%。2003年6月18日，盘龙有限股东会决议通过将公司名称变更为“陕西盘龙制药集团有限公司”。经多次股权转让及增资，截至2012年6月，公司注册资本增至6,500万元。2013年5月21日，公司整体变更设立为“陕西盘龙药业集团股份有限公司”，以2012年末净资产额17,887.04万元折合6,500万股，每股面值1元，超出股本部分的净资产计入资本公积。

2017年11月16日，公司公开发行的人民币普通股股票在深圳证券交易所中小板上市，股票简称“盘龙药业”，股票代码“002864.SZ”，发行后总股份8,667万股，发行价为每股10.03元，募集资金净额达18,404.82万元。截至2021年3月末，公司注册资本和实收资本均为8,667万元。其中，谢晓林持股3,717.10万股，持股占比42.89%，为公司控股股东及实际控制人。

公司是一家集药材GAP种植、药品生产、研发、销售及医药物流为核心产业的现代高新技术企业。公司经营药品以聚焦风湿骨伤类为主，代表产品盘龙七片为核心品种，同时涵盖肝胆类、心脑血管类、妇科类、抗肿瘤类、儿科类等多个治疗领域。截至2020年末，纳入公司合并报表范围的子公司共7家，1个非企业单位，具体情况见附录四。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**陕西盘龙药业集团股份有限公司公开发行可转换公司债券；

**发行规模：**不超过人民币2.76亿元（含）；

**债券期限和利率：**6年；本次发行的可转换公司债券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，到期归还未转股的可转债本金并支付最后一年利息；

**转股期限：**自可转换公司债券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；

**初始转股价格：**本次发行的可转换公司债券的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股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价的较高者，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：**在本次发行的可转换公司债券存续期间，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；

#### **赎回条款:**

**到期赎回条款:** 在本次发行的可转换公司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。

**有条件赎回条款:** 在转股期内, 当下述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债: (1) 在转股期内, 如果公司股票在任意连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%(含130%)。(2) 当本次发行的可转债未转股余额不足3,000万元时。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格计算, 在转股价格调整日及以后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

#### **回售条款:**

##### **1、有条件回售条款**

本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度, 如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价的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。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、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。本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度, 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, 该计息年度不能再行使回售权, 可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

##### **2、附加回售条款**

若公司本次发行的可转换公司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, 可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。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价格回售给公司。本次发行的可转换公司债券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, 该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(当期应计利息的计算方式参见赎回条款的相关内容)。

**增信方式:** 由公司实际控制人谢晓林提供保证担保, 承担连带保证责任。

### **三、本期债券募集资金用途**

本期债券拟募集资金总额为不超过人民币2.76亿元（含），扣除发行费用后，资金投向明细如下：

**表1 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    |
|----------------------|------------------|------------------|-------------|
| 陕西省医疗机构制剂集中配制中心建设项目  | 15,062.54        | 15,062.54        | 100%        |
| 盘龙药业质量检验检测共享平台升级改造项目 | 4,956.84         | 4,956.84         | 100%        |
| 补充流动资金               | 7,580.62         | 7,580.62         | 100%        |
| <b>合计</b>            | <b>27,600.00</b> | <b>27,600.00</b> | <b>100%</b> |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 1、陕西省医疗机构制剂集中配制中心建设项目

本项目实施主体为公司本部，位于陕西省商洛市柞水县石七路盘龙生态产业园区内，拟对公司原有综合制剂车间、前提取车间和仓储库房进行改扩建，在原有场地新增加建筑面积为9,665.00m<sup>2</sup>的新制剂车间、提取车间和仓储库房，建立陕西省医疗机构制剂集中配制中心，为全省医疗机构提供院内制剂开发和委托生产等工作。计划建设周期为18个月，2021年7月—2022年12月。该项目总投资15,062.54亿元，主要投资包括建筑工程、设备购置、设备安装调试费及铺底流动资金等。

本项目拟生产的产品涉及儿科、胃肠消化科、心脑血管、呼吸科、皮肤科、妇科、内分泌科等疾病领域的治疗或辅助治疗等。根据公司提供的可研报告，本项目运营期10年，项目建成后，预计年平均销售收入为29,460.72万元，本项目所得税税率按15%征收，预计年均净利润额5,100.20万元。项目投资回收期（税后）5.93年，内部收益率（税后）28.98%，但未来因政策、市场等因素能否按预期完工或者实现预期收益存在一定的不确定性。

2021年1月18日，公司取得了陕西省药品监督管理局关于本项目建设的备案批复（陕药监函[2021]29号）。2021年3月10日，公司取得柞水县发展和改革局出具的陕西省企业投资项目备案确认书（项目代码：2103-611026-04-01-841010）。

### 2、盘龙药业质量检验检测共享平台升级改造项目

本项目实施主体为公司本部，投资总额4,956.84万元，其中，场地装修费1,140.00万元，占比23.00%；设备购置及维护费3,816.84万元，占比77.00%。项目位于陕西省商洛市柞水县石七路盘龙生态产业园区内，利用公司自有用地，新建建筑面积3,000.00平方米。本项目的规划建设周期为12个月，2021年7月至2022年6月。

本项目不直接产生收益。项目拟规划对公司质量检验检测平台进行升级改造，主要对公司从原料进厂、产品生产、成品验收各环节进行质量检测和监控工作，满足公司自身的质检需求，进一步提高企业综合实力。

2021年3月10日，公司取得柞水县发展和改革局出具的陕西省企业投资项目备案确认书（项目代码：

2103-611026-04-02-996393)。

## 四、运营环境

在人口老龄化趋势日益明显、居民生活水平不断提高、健康意识增强等背景下，医疗保健需求仍有较大增长空间，长期行业需求不变，中药作为我国医药市场的重要及特色组成部分仍将持续受益

医药行业与居民的生命健康和生活质量等密切相关，在人口老龄化趋势日益明显、居民生活水平不断提高、健康意识增强等背景下，国内医疗保健服务需求不断上升，中药作为我国医药市场的重要及特色组成部分仍将持续受益。

根据国家统计局数据，截至2019年底，我国总人口数14.00亿人，其中65岁及以上人数1.76亿人，占总人数的比例12.57%，65岁以上的老年人人数占比正逐年上升。2013-2019年我国城镇居民人均医疗保健消费支出由912.10元增长至1,902.00元，累计增长108.53%，其中医疗保健支出占消费支出的比重由6.90%升至8.80%，未来我国人均医疗保健消费支出仍将保持增长，医疗需求仍有较大空间，长期行业需求不变。

图 1 2013-2019 年医疗保健支出情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图 2 2009-2019 年我国人口老龄化情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

野生药材受资源稀缺、政策保护等因素影响，预计未来价格仍将保持高位；大宗药品价格受供需因素影响波动较大，具有中药材原料种植基地或独家品种的企业抗风险能力较强

野生药材方面，长期以来动物类药材多为野生。由于野生资源稀缺，且逐年枯竭，国家实施严格的政策保护，再加上劳动力价格持续上涨，使得野生及动物类药材供给出现不足，随着需求的不断增长，价格呈现平稳上升态势，2019年中药材野生99价格指数<sup>3</sup>维持在2,950点左右上下波动，2020年中药材野生99价格指数再次突破3,000点。中证鹏元预计2020年中药材野生99价格指数仍处于高位。

<sup>3</sup> 中药材野生 99 价格指数系中药材天地网编制的，用于衡量野生药材的价格波动情况。

大宗中药材方面，从反映全国中药材整体价格情况的“中药材综合200价格指数”来看，大宗药品价格波动较大，经历前期上涨后，中证鹏元预计2020年中药材综合200价格指数在家种药材供应量上升的背景下持续震荡调整，但不排除自然灾害对个别地区及品种的影响。

**图3 中药材价格指数综合 200**



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

**图4 中药材价格指数野生 99**



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

中药材价格变化对不同子行业影响不同。对中药产业链上游企业（如中药材流通、中药饮片），由于其产品随中药材价格随行就市，中药材涨价对其影响有限。对于中成药制造企业，由于进入基本药物目录的中药品种定价受政府调控，若中药原材料价格持续上涨，中成药原料和价格有倒挂的风险。此外，中药材涨价对具体企业也不尽相同，对拥有核心技术和独家品种的制药企业，其对原料成本的转嫁能力较强，中药材涨价对其影响有限。近年东阿阿胶、片仔癀、马应龙、广誉远分别对旗下东阿阿胶、复方阿胶浆、片仔癀麝香痔疮膏、安宫牛黄丸等主要产品进行了提价，有效化解成本上升压力。

**在中药新药审批趋严、医保控费等政策背景下，产品价格面临下调风险，短期内中成药收入及利润增速下行压力仍较大；心脑血管等慢性疾病布局较多且拥有独家品种的企业具备优势；新冠疫情下医药行业增速有所下滑**

近年中药新药审批趋严，中药新药注册及获批数量均较少，2018-2020年获批的中药新药产品分别为2个、2个、2个，分别为丹龙口服液、关黄母颗粒、金蓉颗粒、芍麻止痉颗粒、小儿荆杏止咳颗粒、以岭药业的连花清咳片、康缘药业的筋骨止痛凝胶。中药产品以长期疗效为原则，短期内产品销售更多依靠企业对产品的推广能力；另一方面，中药审批周期较长，缺少中医证候的动物实验模型，且疗效短期内难以确定，导致中药制造企业研发回报率较低，企业研发动力不足。

随着主管部门不断改进完善药品价格体制、医疗保险制度和药品集中采购招标等制度，强化医保控费和医院合理用药政策，中药产品的销售价格继续面临下调的风险。根据米内网数据，2017-2019年我国公立医疗机构销售终端中成药的销售额分别同比增长3.56%、0.91%、-1.70%，2019年首次出现1.7%的负增长。考虑到医保控费长期压力依然存在，且辅助用药多为中药注射剂，在销售费用大幅提升下，短期内中成药制造行业销售及利润增速下行压力较大。

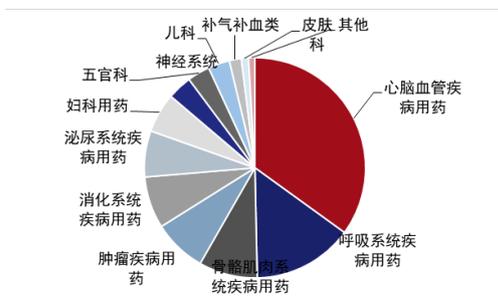
**图 5 近年中药受理品种数量情况**


资料来源: 药监局药品审评中心, 中证鹏元整理

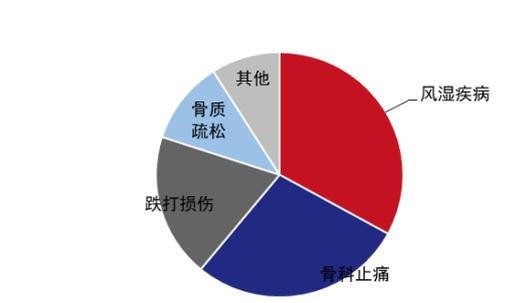
**图 6 公立医疗机构中成药的销售情况**


资料来源: 米内网, 中证鹏元整理

心脑血管等慢性疾病在中成药销售领域占据重要地位, 在该领域布局较多且拥有独家品种的企业更有优势。根据米内网数据显示, 心脑血管疾病用药市场规模超千亿, 占中成药市场份额的比重达35%。心脑血管疾病中多数病种为长期慢性病, 其中的中风、厥心痛、头痛、眩晕、心悸怔忡、健忘等均属中医药治疗的优势病种。中成药在治疗慢性病方面具有辨证施治、标本兼顾等独特优势, 因此, 心脑血管中成药在医院终端中成药市场中占据了重要地位, 连续多年市场份额都在35%以上。中证鹏元认为在心脑血管疾病领域布局较多且拥有较多独家品种的企业更易获得较大的市场份额。

**图 7 2019 年中国公立医院终端中成药格局**


资料来源: 米内网, 中证鹏元整理

**图 8 2020 年公立医院骨骼肌疾病用药亚类格局**


资料来源: 米内网, 中证鹏元整理

2020年初由于受到新冠疫情影响, 我国医药企业不同程度出现延迟开工, 停工停产、运输受阻、物流管制与人员交通限制等情况, 对医药行业生产经营、消费服务造成了很大冲击, 医药商业、零售药店、医药制造业增速出现大幅下滑。后期随着新冠疫情的有效控制, 医药行业加快复工复产, 受疫情的影响逐渐降低, 下滑幅度明显收窄。在此次新冠肺炎疫情中, 中医药得到了广泛的应用, 特别是中医药在防治疫情方面的功效, 有望大幅增加中成药及中药方剂的市场规模。本次疫情提升了全社会对医药行业的关注及后续投入, 有利于促进医药行业研发创新, 推动公共卫生体系完善, 保障医药行业长期健康发展。同时中国医药产业结构正从粗放型增长向技术创新驱动的集约型增长转型。

## 五、公司治理与管理

根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和其他有关法律、法规的规定，公司建立了较为完善的法人治理结构，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》等为主要架构的规章制度，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了科学有效的职责分工和制衡机制。公司董事会内部按照功能分别设立了战略与投资委员会、提名与薪酬考核委员会、审计与内控委员会四个专业委员会，并制定了相关的工作细则，以规范董事会各专业委员会的工作流程，以进一步完善公司治理结构，促进董事会科学、高效决策。

公司三会设置健全，明确了决策、执行及监督层的职能分工及内部协调、制衡机制，建立了较为规范的法人治理结构。具体来看，公司股东大会享有法律法规和公司章程规定的合法权利，是公司的最高权力机构。董事会由9名董事组成，其中独立董事3名，设董事长1名。监事会由5名监事组成，其中职工监事2名，设监事会主席1人。公司设总经理1名，副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。

公司控股股东及实际控制人为谢晓林先生，持股占比达42.89%，其他股东持股占比相对较低，股权结构较为稳定，集中度相对较高。公司董事长及总经理均由谢晓林先生担任，毕业于西北大学工商管理硕士，高级经济师，历任西安制药厂榨水分厂副厂长、陕西盘龙制药集团有限公司董事长兼总经理等职务，陕西省第十三届政协委员、商洛市第四届人大代表、中国医药物资协会副会长、陕西省医药协会副会长，陕西中医药学会副会长等。

公司采取职能式的管理结构，股东大会是公司最高权力机构；董事会对股东大会负责，直接领导由总经理、副总经理等组成的经营管理团队。公司设立营销中心、生产技术中心、质量控制中心、行政中心、财务部等职能部门。同时为适应管理需要，公司建立了涉及生产、采购、销售、质量、环保、财务、审计、项目建设、人力资源、对外投资、对外担保、资产、募集资金、关联交易等覆盖公司生产经营各环节的规章制度。

公司围绕“一体两翼”的战略目标，在做强医药工业主体的同时，积极实施双轮驱动政策，一方面充分重视研发和投资并购工作，争取进一步丰富公司产品种类、提高公司药品研发实力、拓宽公司产品销售市场。另一方面强化市场精细度建设，加强市场开拓，加大产品营销推广力度，继续加大布局医药商业物流业务和零售终端的开发投入，并围绕大健康、医疗服务、康养等内容进行积极探讨和论证，积极规划中药养生、医疗服务领域。公司战略规划清晰，但需关注外延并购带来的财务、管理及投资风险。

## 六、经营与竞争

公司是一家集药材GAP种植、药品生产、研发、销售及医药物流为核心产业的现代高新技术企业。从收入结构来看，公司营业收入主要来源于自产中成药、医药商业及中药饮片收入。其中，自产中成药

受益于渠道拓展、产品升级，收入规模整体有所上升，2020年受疫情影响收入规模略有下降；医药商业业务收入持续大幅增长，主要系近年公司大力发展商业配送业务、市场占有率有所提升，以及2020年5月收购博华医药51%股权所致；中药饮片收入规模持续上升，但收入占比较小。

从自产中成药主要产品构成来看，核心产品盘龙七片销售收入占当期自产中成药收入比例均在70%以上，受益于持续的市场开拓，主动调整产品规格及布局零售市场，近年盘龙七片产品收入持续增长。小儿咽扁颗粒2019年收入规模同比增长109.63%，主要系当期中标省份增多、市场认知度提升所致，2020年受新冠疫情影响小儿咽扁颗粒需求下降，收入同比下降61.47%；其他产品仍处于导入期和成长期，收入规模占比较小。

毛利率方面，公司销售毛利率持续下降，主要系毛利率较低的医药商业业务收入占比持续上升所致。其中，自产中成药毛利率较为稳定；2020年医药配送业务毛利率同比上升6.65个百分点，主要系当期收购的博华医药纳入合并范围影响，博华医药主要配送产品为医疗器械、高值耗材和中药饮片等高毛利产品；2020年中药饮片毛利率同比下降12.20个百分点，主要系当期公司采取薄利多销的销售政策、部分中药材采购价格上涨所致。

**表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

| 项目              | 2020年            |               | 2019年            |               | 2018年            |               |
|-----------------|------------------|---------------|------------------|---------------|------------------|---------------|
|                 | 金额               | 毛利率           | 金额               | 毛利率           | 金额               | 毛利率           |
| 自产中成药           | 43,211.52        | 86.02%        | 45,824.61        | 88.05%        | 38,122.92        | 88.00%        |
| 医药商业            | 21,887.67        | 18.94%        | 14,398.38        | 12.29%        | 10,555.23        | 11.45%        |
| 中药饮片            | 1,642.56         | 17.86%        | 650.79           | 30.06%        | 266.63           | 25.07%        |
| 其他 <sup>4</sup> | 289.55           | 51.07%        | 189.89           | 64.54%        | 0.00             | -             |
| <b>合计</b>       | <b>67,031.30</b> | <b>62.29%</b> | <b>61,063.68</b> | <b>69.50%</b> | <b>48,944.78</b> | <b>71.15%</b> |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表3 公司自产中成药主要产品构成（单位：万元）**

| 项目        | 2020年            |                | 2019年            |                | 2018年            |                |
|-----------|------------------|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------|
|           | 金额               | 占比             | 金额               | 占比             | 金额               | 占比             |
| 盘龙七片      | 34,617.77        | 80.11%         | 33,130.56        | 72.30%         | 30,022.41        | 78.75%         |
| 小儿咽扁颗粒    | 2,583.98         | 5.98%          | 6,706.43         | 14.63%         | 3,199.11         | 8.39%          |
| 骨松宝片      | 953.84           | 2.21%          | 844.06           | 1.84%          | 342.90           | 0.90%          |
| 痛风舒片      | 702.75           | 1.63%          | 661.74           | 1.44%          | 526.63           | 1.38%          |
| 其他药品      | 4,353.18         | 10.07%         | 4,481.82         | 9.78%          | 4,031.88         | 10.58%         |
| <b>合计</b> | <b>43,211.52</b> | <b>100.00%</b> | <b>45,824.61</b> | <b>100.00%</b> | <b>38,122.92</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### ➤ 自产中成药

<sup>4</sup> 主要为库房出租收入。

公司核心产品盘龙七片细分领域市场份额排名靠前，具有一定的品牌影响力和产品竞争力；受益于渠道拓展及产品升级，近年来盘龙七片销量持续增长，但存在一定的核心产品单一风险；随着医保控费政策逐步加码，产品价格面临一定的下降压力

公司自产中成药核心产品主要为盘龙七片，盘龙七片<sup>5</sup>为公司独家生产品种、国家医保甲类目录品种、国家专利品种，在风湿类疾病中成药细分市场中具有一定品牌影响力和产品竞争力；根据米内网数据显示，近5年盘龙七片市场份额在风湿类疾病中成药细分市场排名前五。近年公司不断丰富产品线，开拓并丰富了妇科、消化、儿科等领域的产品线。目前拥有4个独家品种，生产药品共涉及15个剂型、1个原料药、74个药品的生产批准文号和1个保健品及1个保健用品，其中41个品种进入《2020版国家医保目录》（甲类品种21个，乙类品种20个），37个品种被列入非处方药（OTC）品种目录（甲类品种17个，乙类品种20个）。

**表4 风湿类疾病中成药领域市场份额情况（单位：万元）**

| 排名 | 通用名    | 2020年  |       | 2019年  |       |
|----|--------|--------|-------|--------|-------|
|    |        | 金额     | 占比    | 金额     | 占比    |
| 1  | 白芍总苷胶囊 | 36,479 | 7.68% | 35,400 | 7.18% |
| 2  | 痹祺胶囊   | 30,110 | 6.34% | 32,241 | 6.54% |
| 3  | 盘龙七片   | 29,023 | 6.11% | 31,109 | 6.31% |
| 4  | 尕痹片    | 22,104 | 4.66% | 22,323 | 4.53% |
| 5  | 尕痹胶囊   | 22,054 | 4.65% | 18,611 | 3.77% |

数据来源：米内网，公司提供，中证鹏元整理

**表5 公司主要产品基本情况**

| 药品名称    | 医保分类   | 是否基药 | 产品国产批文数量 | 主要销售终端 | 主要销售模式 |
|---------|--------|------|----------|--------|--------|
| 盘龙七片    | 国家医保甲类 | 否    | 1        | 医院     | 学术推广模式 |
| 小儿咽扁颗粒  | 国家医保乙类 | 否    | 29       | 医院     | 学术推广模式 |
| 骨松宝片    | 非医保    | 否    | 4        | 医院     | 学术推广模式 |
| 痛风舒片    | 国家医保乙类 | 否    | 10       | 医院     | 经销商模式  |
| 复方醋酸棉酚片 | 陕西增补品种 | 否    | 2        | 医院     | 学术推广模式 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品销售主要由营销中心负责，销售模式包括专业化学术推广模式、经销商模式。其中，盘龙七片（糖衣片及薄膜衣片24、36、48粒装）、骨松宝片、克比热提片、小儿咽扁颗粒、金茵利胆胶囊、复方醋酸棉酚片等主要产品采用专业化学术推广模式，痛风舒片、三七伤药片、黄连上清片等OTC产品主要采用经销商模式。专业化学术推广模式由特药事业部、市场部负责营销管理工作；其中，特药事业

<sup>5</sup> 盘龙七片为祖传秘方，始源于19世纪60年代，由盘龙七、老鼠七、竹根七、白毛七、扣子七（珠子参）、青蛙七、羊角七、重楼、壮筋丹、五加皮、丹参、红花等二十九味中草药配伍而成，采用现代科学技术生产制备而成，可以迅速改善病灶处血液循环，发挥镇痛、抗炎、消肿的作用，从而促进骨骼生长，加速病灶部位的修复，缩短治疗周期。

部负责终端市场的开发工作，市场部主要负责产品医学研究课题规划、学术推广资料制作、产品市场推广策略的制定及学术推广活动的组织实施工作。公司经销商模式系由OTC部负责营销管理工作，由子公司陕西盘龙医药股份有限公司（以下简称“盘龙医药股份”）负责配送。专业化学术推广模式下，医药配送商账期为货到60-90天；经销商模式下，经销商一般为先款后货。

受益于渠道拓展、产品升级，公司主要产品销量、产量持续保持增长，公司实施以销定产的生产模式，产销率维持在较高水平。近年公司核心产品盘龙七片销量持续增长，主要原因：①报告期内公司持续开拓省外市场；在现有存量市场的基础上稳步开拓了新的增量市场；②公司在售价保持基本稳定的情况下，根据不同销售终端的特点，灵活调整营销策略，以匹配不同细分市场的需求及偏好，逐步实行多元化市场渗透；③报告期内，发行人原有的糖衣片市场份额逐步被薄膜衣片替代。2020年，盘龙七片产品新中标浙江、福建、西藏等地区，随着产品推广的逐步深入及医疗机构就诊量逐步上升，2021年公司产品销量有望保持增长。需关注，近年盘龙七片销售收入占当期自产中成药收入比例均在70%以上，盘龙七片的生产与销售状况在较大程度上决定公司的收入和盈利水平，若盘龙七片的生产与销售出现异常波动，将对公司的经营业绩造成较大影响，存在一定的核心产品单一风险。

产品价格方面，盘龙七片产品销售单价较为稳定，其他主要产品中标价格均较为稳定，但随着医保控费政策逐步加码，国家相继颁布医保基金控费、药品集中采购、医保药价谈判等政策的实施，公司主要产品仍存在一定的产品价格下降压力。

**表6 公司主要产品（分剂型）产销率情况**

| 剂型 | 单位 | 2020年     |           |         | 2019年     |           |         | 2018年     |           |        |
|----|----|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|--------|
|    |    | 产量        | 销量        | 产销率     | 产量        | 销量        | 产销率     | 产量        | 销量        | 产销率    |
| 片剂 | 万片 | 80,641.18 | 80,971.03 | 100.41% | 88,966.82 | 84,994.25 | 95.53%  | 76,438.05 | 76,200.72 | 99.69% |
| 胶囊 | 万粒 | 4,460.20  | 3,671.86  | 82.33%  | 4,826.11  | 5,478.96  | 113.53% | 4,989.04  | 4,495.08  | 90.10% |
| 颗粒 | 万袋 | 876.72    | 781.01    | 89.08%  | 844.14    | 735.94    | 87.18%  | 476.52    | 389.96    | 81.83% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表7 公司盘龙七片产品销售情况（单位：万元、万盒、元/盒）**

| 项目         | 2020年           |               |              | 2019年           |               |              | 2018年           |               |              |
|------------|-----------------|---------------|--------------|-----------------|---------------|--------------|-----------------|---------------|--------------|
|            | 收入              | 销量            | 单价           | 收入              | 销量            | 单价           | 收入              | 销量            | 单价           |
| 糖衣片 24 粒装  | 125.95          | 7.5           | 16.79        | 190.12          | 11.96         | 15.90        | 214.40          | 13.20         | 16.24        |
| 糖衣片 36 粒装  | 1,503.31        | 93.51         | 16.08        | 3,252.07        | 203.41        | 15.99        | 3,934.55        | 242.78        | 16.21        |
| 糖衣片 48 粒装  | 1,732.97        | 104.61        | 16.57        | 1,711.61        | 108.60        | 15.76        | 1,020.90        | 64.25         | 15.89        |
| <b>小计</b>  | <b>3,362.23</b> | <b>205.62</b> | <b>16.35</b> | <b>5,153.80</b> | <b>323.97</b> | <b>15.91</b> | <b>5,169.85</b> | <b>320.23</b> | <b>16.14</b> |
| 薄膜衣片 24 粒装 | 371.78          | 18.51         | 20.09        | 588.29          | 29.58         | 19.89        | 781.97          | 41.35         | 18.91        |
| 薄膜衣片 36 粒装 | 8,078.76        | 405.01        | 19.95        | 10,490.89       | 537.08        | 19.53        | 10,041.68       | 514.55        | 19.52        |
| 薄膜衣片 42 粒装 | 1,177.20        | 57.42         | 20.50        | 449.21          | 21.50         | 20.89        | -               | -             | -            |
| 薄膜衣片 48 粒装 | 21,627.80       | 1,114.51      | 19.41        | 16,448.37       | 835.61        | 19.68        | 14,028.91       | 728.46        | 19.26        |

|    |           |          |       |           |          |       |           |          |       |
|----|-----------|----------|-------|-----------|----------|-------|-----------|----------|-------|
| 小计 | 31,255.54 | 1,595.45 | 19.59 | 27,976.76 | 1,423.77 | 19.65 | 24,852.56 | 1,284.36 | 19.35 |
| 合计 | 34,617.77 | 1,801.07 | 19.22 | 33,130.56 | 1,747.74 | 18.96 | 30,022.41 | 1,604.59 | 18.71 |

注：上表中列示的盒数为统一折算成 24 粒/盒的数量；即：销量（万盒）=（该规格/24）\*该规格销量；单价=收入/销量  
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**除片剂、颗粒剂外，公司其他剂型生产线产能利用率较低；在建、拟建项目规模较大，完工后产能能否消化存在较大不确定性**

公司采取以销定产生产模式，按订单和库存合理组织生产。公司现有一个生产基地——柞水生产基地，8个剂型生产车间，分别为茶剂、合剂、胶囊、颗粒、片剂、消毒液、药酒、原料药车间，均已通过了国家新版GMP认证。

从产能利用率来看，片剂、颗粒剂产能利用率相对较高，其他剂型产能利用率较低。其中，片剂主要产品为盘龙七片、骨松宝片、三七伤药片、黄连上清片、克比热提片等，核心产品盘龙七片销量规模保持增长，片剂产能利用率较有保障，2020年受疫情影响小儿麦枣咀嚼片、黄连上清片销量下降，片剂产量同比有所下降，但仍维持在较高水平；颗粒剂产品主要为小儿咽扁颗粒，2019年受益于中标省份增多、市场认知度提升，小儿咽扁颗粒销量增幅较大，相应颗粒剂产能利用率大幅提升，2020年疫情期间板蓝根颗粒产量上升，产能利用率维持在相对较高的水平；其他茶剂、合剂、胶囊剂、消毒液、原料药等产品目前尚处于市场导入期，市场需求和政策演变影响产品销量，产能利用率较低，能否达到预期水平，仍有待观察。整体来看，除片剂产品外，其他剂型产能利用率仍有一定提升的空间。

**表8 公司主要产品（分剂型）产能利用率情况**

| 剂型 | 单位 | 2020年  |           |        | 2019年  |           |         | 2018年  |           |        |
|----|----|--------|-----------|--------|--------|-----------|---------|--------|-----------|--------|
|    |    | 产能     | 产量        | 产能利用率  | 产能     | 产量        | 产能利用率   | 产能     | 产量        | 产能利用率  |
| 片剂 | 万片 | 86,400 | 80,641.18 | 93.33% | 86,400 | 88,966.82 | 102.97% | 86,400 | 76,438.05 | 88.47% |
| 胶囊 | 万粒 | 8,000  | 4,460.20  | 55.75% | 8,000  | 4,826.11  | 60.33%  | 8,000  | 4,989.04  | 62.36% |
| 颗粒 | 万袋 | 1,000  | 876.72    | 87.67% | 1,000  | 844.14    | 84.41%  | 1,000  | 476.52    | 47.65% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年3月末公司在建、拟建项目总投资合计41,848.99万元，已投资12,480.06万元。生产线扩建项目建成后，公司生产能力将达到：片剂110,000万片/年，胶囊剂20,000万粒/年，颗粒剂1,000万袋/年和酒剂50万瓶/年。公司在建、拟建项目规模较大，完工后产能能否完全消化存在较大不确定性。

**表9 截至2021年3月末，公司在建、拟建项目情况（单位：万元）**

| 类别 | 项目名称              | 总投资       | IPO/可转债募集资金 | 累计已投资    |
|----|-------------------|-----------|-------------|----------|
| 在建 | 生产线扩建项目           | 11,035.00 | 11,035.00   | 7,915.44 |
|    | 研发中心扩建项目          | 3,661.59  | 3,661.59    | 879.25   |
|    | 营销网络扩建及信息系统升级建设项目 | 2,333.02  | 2,333.02    | 547.31   |
|    | 醋酸棉酚原料药及中药饮片生产线项目 | 4,800.00  | 0.00        | 3,138.06 |

|              |                      |                  |                  |                  |
|--------------|----------------------|------------------|------------------|------------------|
| 拟建（本期债券募投项目） | 陕西省医疗机构制剂集中配制中心建设项目  | 15,062.54        | 15,062.54        | 0.00             |
|              | 盘龙药业质量检验检测共享平台升级改造项目 | 4,956.84         | 4,956.84         | 0.00             |
| <b>合计</b>    |                      | <b>41,848.99</b> | <b>37,048.99</b> | <b>12,480.06</b> |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司主要原材料受供需关系及自然环境等因素影响，采购单价波动较大，存在一定的原材料价格波动风险和短缺风险

公司原材料采购主要采用“以产定购”的模式，根据生产计划、库存情况结合市场供需情况，来决定采购量。针对普通流通药材、包装材料等原辅材料，公司通常采取“询价采购”或“竞价采购”模式选取合格供应商进行采购，根据经营和市场情况增加或调整计划时，一般保持20-35天的生产库存需求；针对道地药材或部分大宗药材，综合考虑其生长环境的特殊性以及市场流通等特点，公司通常会经过前期市场调研，根据药材各自的采集季节在合适时机进行“产地采购”，库存周期保持在1-3年；大宗商品采购实行每季度一次的定期询价、比价、议价，采购中采取比价或者招标的方式，并在确保质量的前提下，实行廉价采购，库存周期保持在3个月左右。

从公司自产中成药营业成本构成来看，直接材料为产品成本构成最主要部分，近三年成本占比均在75%以上。公司采购的主要原材料以中药材及包装材料为主，中药材主要是重楼、当归、红花、大黄、三七、秦艽、盘龙七等药材；包装材料主要是纸箱、铝箔等。结算账期方面，包材采购一般为货到付款，中药材采购一般为月结。

中成药原材料采购受气候影响和地域范围限制较大，产出不稳定；农户根据市场价格选择种植品种，导致价格波动频繁，中药材供应稳定较性差，采购单价随行就市，波动较大。公司核心产品盘龙七片组方包括二十余味中药材，多为产自秦岭山区的珍稀药材，产地分布具有明显地域性，受自然条件限制较大，若发生自然灾害或经济环境等因素发生重大变化，导致市场供求出现较大波动，存在一定原材料价格波动风险和短缺风险。

从主要原材料采购量来看，重楼、三七采购量波动系公司根据中药材市场价格调节采购量所致。红花为三七伤片重要原材料，受三七伤片销量下滑影响，公司减少了对于红花的采购。当归为盘龙七片主要原材料之一，盘龙七片销量不断增加，公司相应加大了采购。

**表10 公司主要原材料采购情况**

| 原材料 | 项目          | 2020 年度   | 2019 年度  | 2018 年度   |
|-----|-------------|-----------|----------|-----------|
| 重楼  | 采购量（公斤）     | 15,380.00 | 8,901.10 | 13,199.10 |
|     | 采购金额（万元）    | 1,053.93  | 770.72   | 1,268.64  |
|     | 占原材料采购总额的比例 | 22.39%    | 20.09%   | 31.51%    |
|     | 采购单价（元/公斤）  | 685.26    | 865.87   | 961.15    |
|     | 采购量（公斤）     | 3,445.70  | 7,689.90 | 6,555.60  |

|    |             |           |           |           |
|----|-------------|-----------|-----------|-----------|
| 三七 | 采购金额（万元）    | 66.27     | 119.47    | 127.56    |
|    | 占原材料采购总额的比例 | 1.41%     | 3.11%     | 3.17%     |
|    | 采购单价（元/公斤）  | 192.32    | 155.37    | 194.58    |
| 红花 | 采购量（公斤）     | 11,655.90 | 15,249.20 | 19,685.70 |
|    | 采购金额（万元）    | 121.27    | 159.35    | 192.51    |
|    | 占原材料采购总额的比例 | 2.58%     | 4.15%     | 4.78%     |
| 当归 | 采购单价（元/公斤）  | 104.04    | 104.49    | 97.79     |
|    | 采购量（公斤）     | 27,903.00 | 24,205.10 | 24,748.30 |
|    | 采购金额（万元）    | 63.05     | 54.73     | 87.16     |
| 大黄 | 占原材料采购总额的比例 | 1.34%     | 1.43%     | 2.16%     |
|    | 采购单价（元/公斤）  | 22.60     | 22.61     | 35.22     |
|    | 采购量（公斤）     | 22,469.70 | 15,871.10 | 17,490.00 |
| 大黄 | 采购金额（万元）    | 45.77     | 35.12     | 37.38     |
|    | 占原材料采购总额的比例 | 0.97%     | 0.92%     | 0.93%     |
|    | 采购单价（元/公斤）  | 20.37     | 22.13     | 21.37     |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## ► 医药商业

### 公司医药商业业务收入规模持续增长，利润贡献相对有限，信用账期压力较大

公司医药商业主要由子公司盘龙医药股份及陕西博华医药有限公司（以下简称“博华医药”）负责，主要从事处方药、OTC药品、医疗器械的配送业务，医院配送网络覆盖陕西全省，其中商洛地区配送医院网络实现全覆盖。2020年5月，盘龙医药股份收购博华医药51%股份，盘龙医药股份和博华医药在配送区域上相互补充，实现陕西全省配送覆盖；博华医药在医用耗材领域具有优势，实现产品优势互补。

医药配送业务上游供应商主要为药品生产企业、医疗器械厂家及部分经销商，采购结算账期一般为款到发货、1-3个月不等，付款方式主要为电汇或银行汇票形式，供应商采购集中度较低。医药配送业务主要业务区域为商洛全域，西安、汉中、铜川、渭南、延安、榆林等，下游客户主要为陕西省内县级医院、村镇卫生室，目前已覆盖三级医院三十余家，二级医院近六十家，一级医院四十余家，包括商洛市中心医院、镇安县医院、大荔县医院等。结算账期方面，医院终端账期平均长期长达7-8个月，付款方式主要为电汇或银行汇票形式，客户集中度水平较低。

近年，随着公司加大力度发展医药商业业务、市场占有率有所提升，以及2020年5月收购博华医药51%股权、博华医药收入纳入合并范围，医药商业业务收入规模持续增长；2018-2020年医药商业业务毛利率分别为11.45%、12.29%和18.94%，2020年医药配送业务毛利率同比上升6.65个百分点，主要系当期收购的博华医药纳入合并范围影响，博华医药主要配送产品为医疗器械、高值耗材和中药饮片等高毛

利产品。总体来看，医药商业业务规模持续增长，但利润贡献相对有限，且需承担较长的信用账期压力。

## 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2018-2020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：2018-2020年合并范围分别新增2家、1家、2家子公司。

**表11 近年公司合并范围变化情况**

| 变动原因       | 2020年    | 2019年    | 2018年    |
|------------|----------|----------|----------|
| <b>新增：</b> | <b>2</b> | <b>1</b> | <b>2</b> |
| 新设         | 1        | 1        | 2        |
| 收购         | 1        | 0        | 0        |
| <b>减少：</b> | <b>0</b> | <b>0</b> | <b>0</b> |
| 处置         | 0        | 0        | 0        |
| 注销         | 0        | 0        | 0        |

资料来源：公司2018-2020年年报，中证鹏元整理

### 资产结构与质量

**公司现金类资产占比较高，整体资产流动性尚可；应收账款规模较大，承担一定的营运资金压力**

近年公司总资产规模持续增长，2018-2020年复合增长率为19.23%。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主。

近年公司货币资金均维持在较高水平，2020年货币资金余额较高，主要系公司赎回理财产品、由其他流动资产科目转货币资金科目核算所致；截至2020年末，期末货币资金尚无受限情况。应收票据均为银行承兑汇票。2018-2020年公司现金类资产分别为1.99亿元、2.35亿元和4.64亿元，分别占当期资产规模的24.37%、25.34%和39.93%。

应收账款系未结货款，近年应收账款规模持续增长，2018-2020年应收账款余额分别占当期营业收入的35.91%、35.29%和51.17%，2020年占比较高，主要受疫情影响、客户回款速度较慢以及公司收购博华医药所致<sup>6</sup>。从账龄方面看，2018-2020年一年以内应收账款余额占比分别为96.92%、98.11%和92.92%，2020年占比有所下降，主要受疫情影响、医院应收账款周转天数增加所致。从主要应收对象来看，应收对象主要为县级医院、社区医院、医药流通商；部分应收对象为民营经销商，存在一定的回收

<sup>6</sup>博华医药作为医药流通企业，其下游客户主要为陕西省下属医院、药店、卫生院等客户，客户回款周期较长，导致期末应收账款余额较大，2020年末博华医药应收账款余额达8,683.74万元。

风险。总体来看，公司应收账款规模较大，占用一定的营运资金，集中度有所提升且账龄有所延长，面临一定的营运资金压力。

**表12 截止 2020 年末，公司应收账款余额前五名情况（单位：万元）**

| 公司名称          | 账面余额            | 账龄           | 占比            |
|---------------|-----------------|--------------|---------------|
| 商洛市中心医院       | 2,275.38        | 1 年以内, 1-2 年 | 6.63%         |
| 大荔县医院         | 2,020.60        | 1 年以内        | 5.89%         |
| 榆林市第二医院       | 1,369.23        | 1 年以内        | 3.99%         |
| 镇安县医院         | 981.94          | 1 年以内        | 2.86%         |
| 特格尔医药集团股份有限公司 | 971.20          | 1 年以内        | 2.83%         |
| <b>合计</b>     | <b>7,618.35</b> | -            | <b>22.20%</b> |

注：特格尔医药集团股份有限公司系公司长期合作客户，销售终端以中小型连锁药店为主；  
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司存货主要由库存商品和原材料构成，近年存货余额逐年增长，主要系业务增长，公司增加备货所致。2018-2020年公司存货跌价准备分别为0万元、157.93万元和290.97万元，主要系甘肃盘龙种植的黄芪因市场价格下降，可变现净值低于账面价值所致。

公司固定资产主要由房屋建筑物及机器设备构成，近年固定资产规模持续下降，主要系部分库房用于出租转入投资性房地产科目核算所致。公司在建工程主要为生产线扩建项目和醋酸棉酚原料药及中药饮片生产线项目，随着项目持续建设投资，在建工程规模持续增长。

整体来看，公司现金类资产占比较大，资产流动性尚可；但应收账款规模较大，面临一定的营运资金压力。

**表13 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

| 项目             | 2021 年 3 月        |                | 2020 年            |                | 2019 年           |                | 2018 年           |                |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------|
|                | 金额                | 占比             | 金额                | 占比             | 金额               | 占比             | 金额               | 占比             |
| 货币资金           | 39,657.13         | 32.62%         | 38,200.25         | 32.86%         | 11,768.36        | 12.67%         | 8,512.32         | 10.41%         |
| 应收票据           | 7,222.58          | 5.94%          | 8,219.61          | 7.07%          | 6,747.16         | 7.26%          | 6,384.22         | 7.81%          |
| 应收账款           | 33,984.64         | 27.96%         | 32,055.18         | 27.57%         | 20,275.09        | 21.83%         | 16,555.79        | 20.24%         |
| 存货             | 6,619.35          | 5.45%          | 6,639.07          | 5.71%          | 5,789.12         | 6.23%          | 3,990.30         | 4.88%          |
| 其他流动资产         | 43.06             | 0.04%          | 60.31             | 0.05%          | 18,805.40        | 20.25%         | 23,026.67        | 28.16%         |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>90,176.07</b>  | <b>74.18%</b>  | <b>86,340.67</b>  | <b>74.27%</b>  | <b>69,091.63</b> | <b>74.38%</b>  | <b>59,838.02</b> | <b>73.17%</b>  |
| 固定资产           | 11,035.10         | 9.08%          | 11,317.83         | 9.74%          | 12,220.26        | 13.16%         | 14,175.94        | 17.33%         |
| 在建工程           | 9,333.29          | 7.68%          | 8,422.60          | 7.24%          | 2,200.03         | 2.37%          | 0.00             | 0.00%          |
| 无形资产           | 5,741.18          | 4.72%          | 5,777.18          | 4.97%          | 5,938.27         | 6.39%          | 6,097.70         | 7.46%          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>31,386.11</b>  | <b>25.82%</b>  | <b>29,914.21</b>  | <b>25.73%</b>  | <b>23,796.16</b> | <b>25.62%</b>  | <b>21,945.56</b> | <b>26.83%</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>121,562.18</b> | <b>100.00%</b> | <b>116,254.88</b> | <b>100.00%</b> | <b>92,887.79</b> | <b>100.00%</b> | <b>81,783.58</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 公司收入、利润规模持续增长，但盈利能力有所弱化

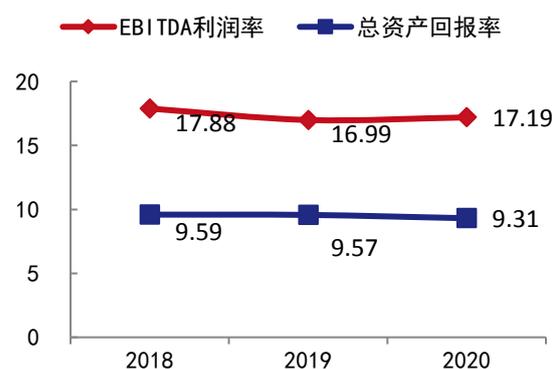
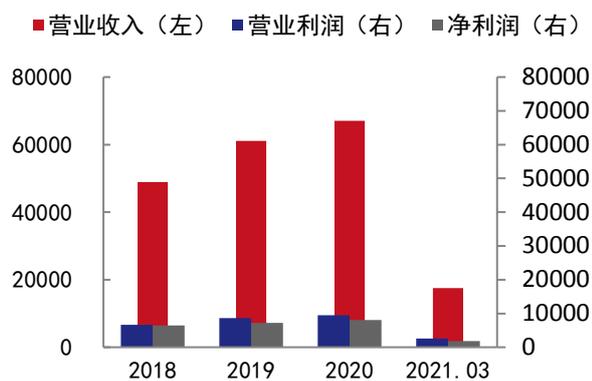
2018-2020年公司营业收入分别为4.89亿元、6.11亿元和6.70亿元，主要系核心产品盘龙七片销量持续增长、2020年6月收购博华医药所致。随着公司经营规模的扩大，公司营业利润、净利润均实现持续增长。

受低毛利率医药商业业务收入规模占比持续上升影响，公司销售毛利率持续下降。此外，受医药商业业务收入持续增长的影响，公司期间费用率持续下降。综合影响下，近年公司EBITDA利润率有所波动。未来随着医药商业业务收入规模的进一步增长，EBITDA利润率存在进一步下降的可能。

受在建工程生产线扩建项目及醋酸棉酚原料药及中药饮片生产线项目持续投入影响，公司总资产回报率持续下降。随着在建、拟建项目持续投入，短期内公司总资产回报率存在进一步下降的可能。

图 9 公司收入及利润情况（单位：万元）

图 10 公司盈利能力指标情况（单位：%）



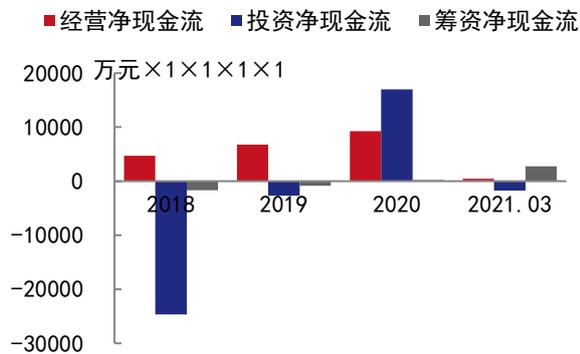
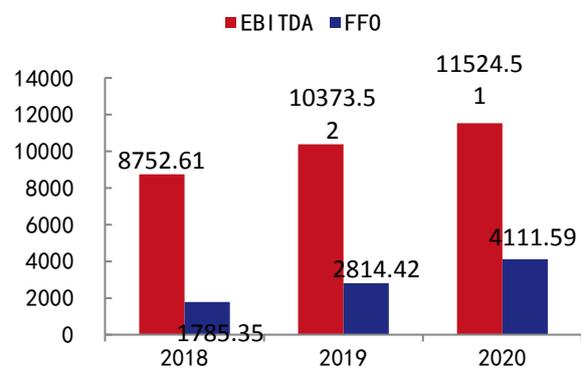
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流

#### 近年公司经营活动现金流表现较好，整体资金压力不大

受益于公司经营规模扩大、营业收入持续增长，且公司下游客户回款情况稳定，收现比均维持在较高水平，公司经营活动产生的现金流量金额呈持续增长趋势。公司投资活动主要由募投项目建设投入及购买、赎回理财产品支出构成，2018 年和 2020 年投资活动现金净流出规模波动较大，主要系当期理财产品投资规模变动所致。公司筹资活动净现金流规模相对较小，2020 年筹资活动现金净流入系新增银行借款所致。公司账面资产均未用于抵押借款，且上市后融资渠道更加多样，整体融资弹性较高。

近年公司收入规模持续增长，销售毛利率有所下降，但仍维持在较高水平，其他费用支出较为稳定，公司 EBITDA、FFO 规模持续增长，现金生产能力较强。整体来看，公司在建项目规模较大，但公司账面资金较为充裕、融资弹性较高、现金生成能力较强等因素，资金压力不大。

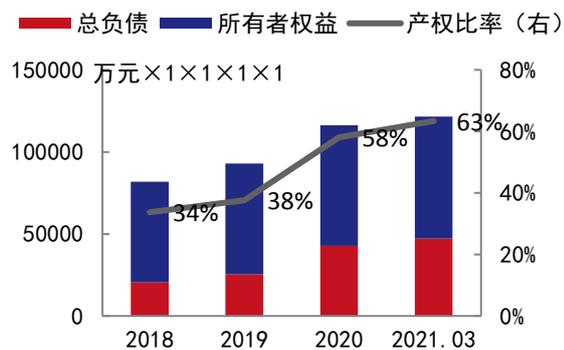
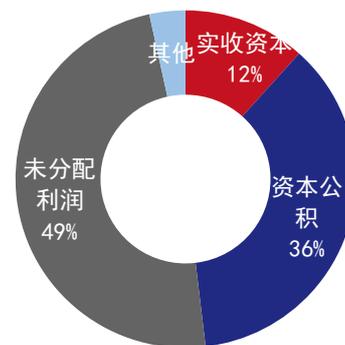
**图 11 公司现金流结构**

**图 12 公司 EBITDA 和 FFO 情况 (万元)**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

### 资本结构与偿债能力

公司资本实力不断增强，负债水平有所上升，整体偿付压力较小

受益于公司持续经营积累，公司所有者权益持续增长。同期，公司负债规模持续增长，2020 年同比增长 67.95%，增幅较大，主要系新增项目贷款所致。整体来看，公司产权比率持续增长，但仍维持在可控水平，净资产对负债的保障程度仍较强。

**图 13 公司资本结构**

**图 14 2021 年 3 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

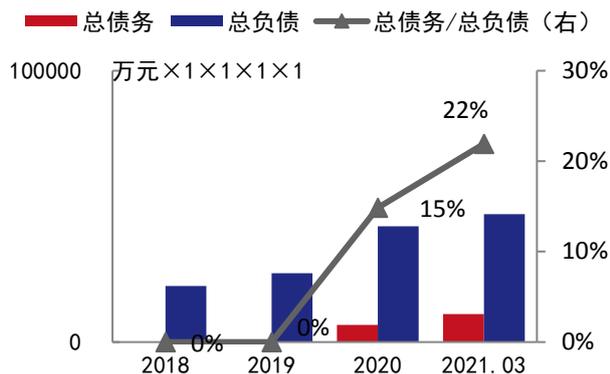
从公司负债结构来看，公司负债主要集中在银行借款、应付账款及其他应付款科目。2020 年新增短期借款 999.42 万元，主要系收购博华医药、其应收账款保理借款纳入合并范围所致；2021 年 3 月末短期借款增至 4,999.42 万元；应付账款主要系支付给供应商货款构成，2020 年应付账款余额增幅较大，主要系收购博华医药、其应付账款纳入合并范围所致；其他应付款主要系应付市场推广费、押金及保证金、个人借款等构成，随着公司营业收入的增加、市场推广费、押金保证金相应增加以及收购博华医药影响，近年公司其他应付款规模持续增长；2020 年新增长期借款系向中国农业发展银行取得的项目贷款。

**表14 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

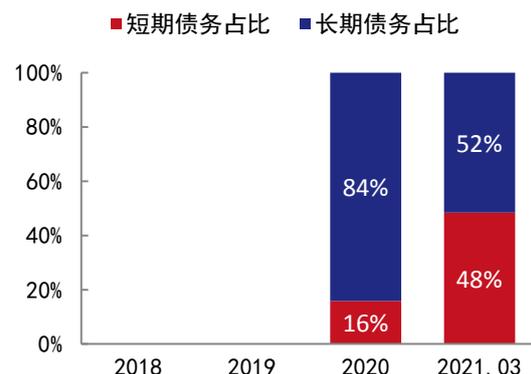
| 项目             | 2021年3月          |                | 2020年            |                | 2019年            |                | 2018年            |                |
|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------|
|                | 金额               | 占比             | 金额               | 占比             | 金额               | 占比             | 金额               | 占比             |
| 短期借款           | 4,999.42         | 10.60%         | 999.42           | 2.34%          | 0.00             | 0.00%          | 0.00             | 0.00%          |
| 应付账款           | 5,753.45         | 12.20%         | 5,880.81         | 13.78%         | 3,662.57         | 14.41%         | 4,096.72         | 19.86%         |
| 其他应付款          | 24,133.35        | 51.18%         | 23,921.48        | 56.04%         | 17,118.31        | 67.35%         | 11,951.57        | 57.95%         |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>38,724.55</b> | <b>82.12%</b>  | <b>34,417.98</b> | <b>80.63%</b>  | <b>23,467.59</b> | <b>92.33%</b>  | <b>18,704.30</b> | <b>90.69%</b>  |
| 长期借款           | 5,335.00         | 11.31%         | 5,335.00         | 12.50%         | 0.00             | 0.00%          | 0.00             | 0.00%          |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>8,430.86</b>  | <b>17.88%</b>  | <b>8,270.64</b>  | <b>19.37%</b>  | <b>1,949.26</b>  | <b>7.67%</b>   | <b>1,919.52</b>  | <b>9.31%</b>   |
| <b>负债合计</b>    | <b>47,155.41</b> | <b>100.00%</b> | <b>42,688.62</b> | <b>100.00%</b> | <b>25,416.84</b> | <b>100.00%</b> | <b>20,623.82</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务规模不大，规模合计0.63亿元，以长期有息债务为主。本期可转换债券发行规模2.76亿元，若假设到期前均未转股，将显著提升公司总债务规模。

**图 15 公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

**图 16 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

受2020年博华医药纳入合并范围以及新增项目贷款影响，公司资产负债率上升至36.72%，但负债水平仍较低。公司盈利对债务利息偿付的保障程度很高，总资本对总债务的保障能力较强，账面盈余资金可完全覆盖总债务，公司净债务为负。整体来看，公司杠杆水平较低，财务风险很小。

**表15 公司杠杆状况指标**

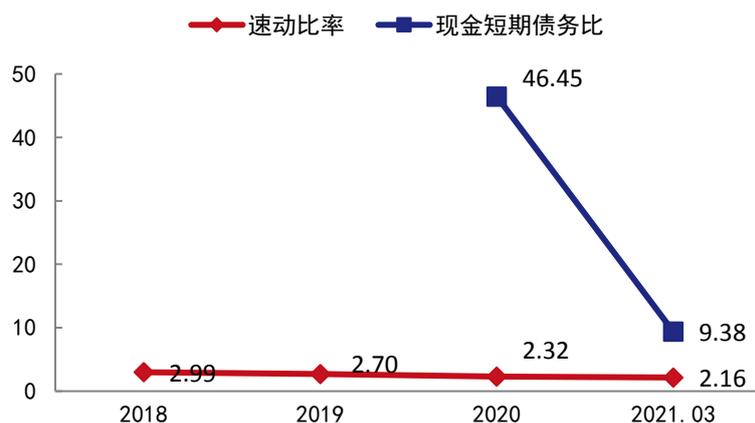
| 指标名称          | 2021年3月 | 2020年   | 2019年   | 2018年  |
|---------------|---------|---------|---------|--------|
| 资产负债率         | 38.79%  | 36.72%  | 27.36%  | 25.22% |
| 净债务/EBITDA    | -       | -3.33   | -2.12   | -2.13  |
| EBITDA 利息保障倍数 | -       | 33.62   | -       | -      |
| 总债务/总资本       | 12.20%  | 7.93%   | 0.00%   | 0.00%  |
| FFO/净债务       | -       | -10.70% | -12.79% | -9.56% |

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务规模较现金类资产规模较小，考虑到本期债券2.76亿元发行成功后，现金短期债务比

达1.37，现金短期债务覆盖比率仍较好；随着经营规模扩大，应付市场推广费增速较快，导致公司速动比率持续小幅下降，总体来看，公司短期偿付能力较强，考虑到账面资金充裕，经营活动现金生成能力较强，融资弹性较高，公司偿付压力较小。

**图 17 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 八、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2018年1月1日至报告查询日（2021年2月23日），公司本部及子公司盘龙股份、博华医药、实际控制人谢晓林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。

### 或有事项分析

截至2020年12月31日，子公司博华医药少数股东张卫杰与北京银行股份有限公司西安分行签订借款协议，借款金额为300.00万元，借款期限为2020年5月21日至2021年5月21日。子公司博华医药为上述借款提供最高额连带责任保证担保。张卫杰取得借款后实际借给博华医药使用。

## 九、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

公司募投项目实现的现金流入为本期债券偿债资金的主要来源。根据公司提供的项目可行性研究报告，本期募投项目中，陕西省医疗机构制剂集中配制中心建设项目项目建成后，预计年平均销售收入为29,460.72万元，本项目所得税税率按15%征收，预计年均净利润额5,100.20万元。需要关注的是，未来

因政策、市场等因素能否按预期完工或者实现预期收益存在一定的不确定性。

公司经营活动现金净流入为本期债券偿债资金的重要保障。2018-2020年公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为5.00亿元、6.14亿元和6.77亿元，经营活动产生现金流量净额分别为0.47亿元、0.68亿元和0.92亿元。公司下游客户资质较好且回款较为稳定，业务发展较有保障。但同时中证鹏元也关注到，公司应收票据及应收账款规模较大，占用了公司一定的营运资金且面临一定的回收风险。

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。

### 本期债券保障措施分析

本次发行的可转换公司债券由公司实际控制人谢晓林提供保证担保，承担连带保证责任。担保的范围包括本期可转换债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他依据法律、法规和相关规定应由担保人支付的合理费用，担保的受益人为全体可转换公司债券持有人。

## 十、结论

综上，中证鹏元评定陕西盘龙药业集团股份有限公司主体信用等级为A+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为A+。

## 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。

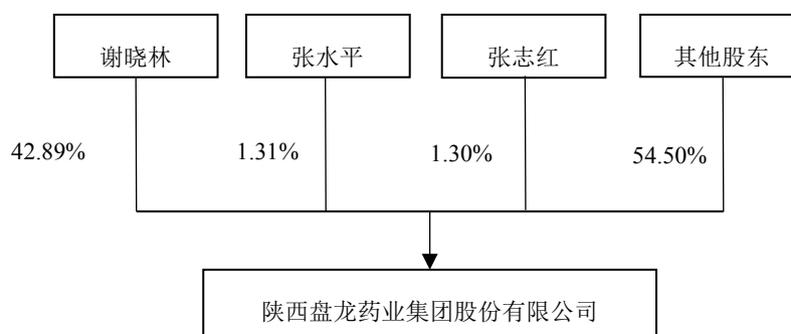
本评级机构将及时在本评级机构网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

## 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）   | 2021年3月        | 2020年        | 2019年        | 2018年        |
|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金          | 39,657.13      | 38,200.25    | 11,768.36    | 8,512.32     |
| 应收账款          | 33,984.64      | 32,055.18    | 20,275.09    | 16,555.79    |
| 流动资产合计        | 90,176.07      | 86,340.67    | 69,091.63    | 59,838.02    |
| 非流动资产合计       | 31,386.11      | 29,914.21    | 23,796.16    | 21,945.56    |
| 资产总计          | 121,562.18     | 116,254.88   | 92,887.79    | 81,783.58    |
| 短期借款          | 4,999.42       | 999.42       | 0.00         | 0.00         |
| 应付账款          | 5,753.45       | 5,880.81     | 3,662.57     | 4,096.72     |
| 其他应付款         | 24,133.35      | 23,921.48    | 17,118.31    | 11,951.57    |
| 一年内到期的非流动负债   | 0.00           | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 流动负债合计        | 38,724.55      | 34,417.98    | 23,467.59    | 18,704.30    |
| 长期借款          | 5,335.00       | 5,335.00     | 0.00         | 0.00         |
| 应付债券          | 0.00           | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 长期应付款         | 0.00           | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 非流动负债合计       | 8,430.86       | 8,270.64     | 1,949.26     | 1,919.52     |
| 负债合计          | 47,155.41      | 42,688.62    | 25,416.84    | 20,623.82    |
| 总债务           | 10,334.42      | 6,334.42     | 0.00         | 0.00         |
| 归属于母公司的所有者权益  | 72,851.48      | 72,077.70    | 67,470.95    | 61,159.76    |
| 营业收入          | 17,486.81      | 67,031.30    | 61,063.68    | 48,944.78    |
| 净利润           | 1,840.63       | 8,109.23     | 7,177.89     | 6,468.19     |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 449.35         | 9,223.80     | 6,788.65     | 4,684.61     |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -1,767.00      | 16,983.66    | -2,665.91    | -24,667.58   |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 2,774.52       | 224.44       | -866.70      | -1,651.89    |
| <b>财务指标</b>   | <b>2021年3月</b> | <b>2020年</b> | <b>2019年</b> | <b>2018年</b> |
| 销售毛利率         | 60.00%         | 62.29%       | 69.50%       | 71.15%       |
| EBITDA 利润率    | -              | 17.19%       | 16.99%       | 17.88%       |
| 总资产回报率        | -              | 9.31%        | 9.57%        | 9.59%        |
| 产权比率          | 63.38%         | 58.03%       | 37.67%       | 33.72%       |
| 资产负债率         | 38.79%         | 36.72%       | 27.36%       | 25.22%       |
| 净债务/EBITDA    | -              | -3.33        | -2.12        | -2.13        |
| EBITDA 利息保障倍数 | -              | 33.62        | -            | -            |
| 总债务/总资本       | 12.20%         | 7.93%        | 0.00%        | 0.00%        |
| FFO/净债务       | -              | -10.70%      | -12.79%      | -9.56%       |
| 速动比率          | 2.16           | 2.32         | 2.70         | 2.99         |
| 现金短期债务比       | 9.38           | 46.45        | -            | -            |

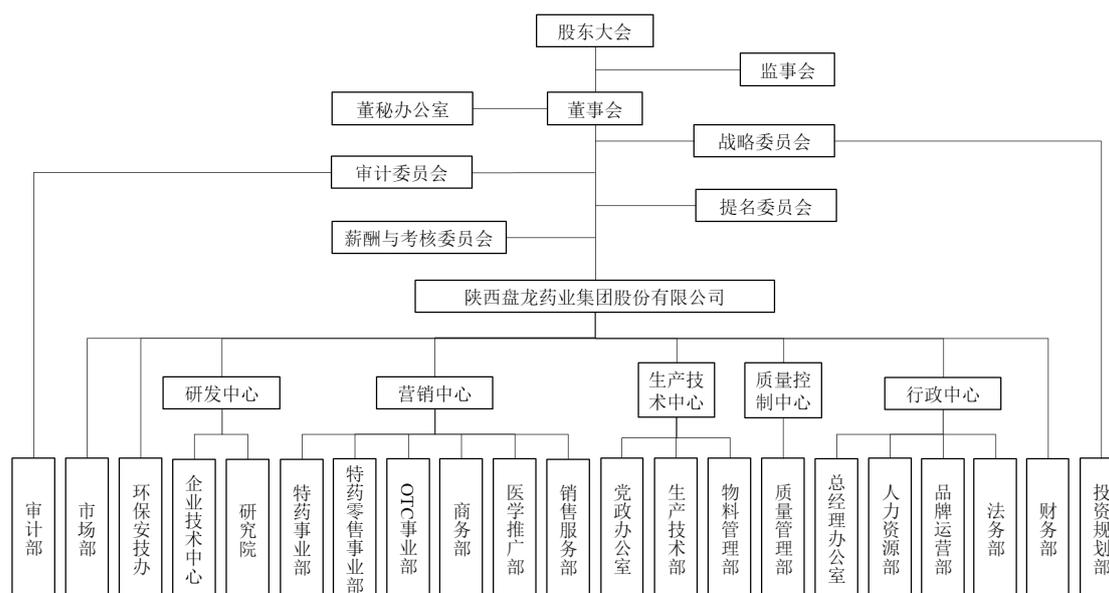
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

| 公司名称           | 注册资本      | 持股比例   | 主营业务 |
|----------------|-----------|--------|------|
| 陕西盘龙医药股份有限公司   | 10,000.00 | 100%   | 医药商业 |
| 陕西商洛盘龙植物药业有限公司 | 10,000.00 | 100%   | 中药饮片 |
| 陕西盘龙医药研究院      | 50.00     | 100%   | 科研   |
| 甘肃盘龙药业有限公司     | 5,000.00  | 100%   | 工业   |
| 陕西盘龙健康产业控股有限公司 | 10,000.00 | 100%   | 投资   |
| 陕西盘龙医药保健品有限公司  | 2,000.00  | 100%   | 工业   |
| 陕西博华医药有限公司     | 6,000.00  | 间接 51% | 医药商业 |
| 陕西盘龙云康网络科技有限公司 | 500.00    | 间接 51% | 医药电商 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录五 公司前五大客户情况（单位：万元）

| 年份    | 客户名称 | 销售额              | 占比            |
|-------|------|------------------|---------------|
| 2020年 | 第一名  | 11,347.90        | 16.94%        |
|       | 第二名  | 4,368.20         | 6.52%         |
|       | 第三名  | 1,767.79         | 2.64%         |
|       | 第四名  | 1,661.02         | 2.48%         |
|       | 第五名  | 1,440.94         | 2.15%         |
|       | 小计   | <b>20,585.85</b> | <b>30.72%</b> |
| 2019年 | 第一名  | 12,779.39        | 20.93%        |
|       | 第二名  | 4,357.95         | 7.14%         |
|       | 第三名  | 1,620.55         | 2.65%         |
|       | 第四名  | 1,588.63         | 2.60%         |
|       | 第五名  | 1,430.40         | 2.34%         |
|       | 小计   | <b>21,776.93</b> | <b>35.66%</b> |
| 2018年 | 第一名  | 11,182.69        | 22.85%        |
|       | 第二名  | 4,490.18         | 9.17%         |
|       | 第三名  | 1,267.00         | 2.59%         |
|       | 第四名  | 1,166.39         | 2.38%         |
|       | 第五名  | 1,082.46         | 2.21%         |
|       | 小计   | <b>19,188.71</b> | <b>39.20%</b> |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录六 公司前五大供应商情况（单位：万元）

| 年份    | 供应商名称 | 采购品种    | 采购金额   | 占比              |
|-------|-------|---------|--------|-----------------|
| 2020年 | 第一名   | 药品      | 536.79 | 2.25%           |
|       | 第二名   | 医疗设备、药品 | 438.05 | 1.84%           |
|       | 第三名   | 药品      | 377.70 | 1.58%           |
|       | 第四名   | 包装材料    | 339.92 | 1.42%           |
|       | 第五名   | 药品      | 323.72 | 1.36%           |
|       |       | 小计      | -      | <b>2,016.18</b> |
| 2019年 | 第一名   | 药品      | 899.64 | 4.16%           |
|       | 第二名   | 药品      | 629.54 | 2.91%           |
|       | 第三名   | 中药材     | 545.25 | 2.52%           |
|       | 第四名   | 药品      | 361.48 | 1.67%           |
|       | 第五名   | 药品      | 339.28 | 1.57%           |
|       |       | 小计      | -      | <b>2,775.19</b> |
| 2018年 | 第一名   | 药品      | 904.03 | 6.33%           |
|       | 第二名   | 原材料     | 407.12 | 2.85%           |
|       | 第三名   | 原材料     | 362.34 | 2.54%           |
|       | 第四名   | 药品      | 359.03 | 2.51%           |
|       | 第五名   | 原材料     | 355.49 | 2.49%           |
|       |       | 小计      | -      | <b>2,388.01</b> |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录七 主要财务指标计算公式

| 指标名称          | 计算公式   |
|---------------|--|
| 短期债务          | 短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项                            |
| 长期债务          | 长期借款+应付债券+其他长期债务调整项  |
| 总债务           | 短期债务+长期债务  |
| 现金类资产         | 货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项                               |
| 净债务           | 总债务-盈余现金   |
| 总资本           | 总债务+所有者权益  |
| EBITDA        | 营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入 |
| 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)                             |
| FFO           | EBITDA-净利息支出-支付的各项税费                                       |
| 自由现金流 (FCF)   | 经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出                                     |
| 毛利率           | (营业收入-营业成本) / 营业收入×100%                                    |
| EBITDA 利润率    | EBITDA / 营业收入×100%   |
| 总资产回报率        | (利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%            |
| 产权比率          | 总负债/所有者权益合计*100%   |
| 资产负债率         | 总负债/总资产*100%   |
| 速动比率          | (流动资产-存货) / 流动负债   |
| 现金短期债务比       | 现金类资产/短期债务   |

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

## 附录八 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。 |



# 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。

**此复印件仅供  
盘龙药业使用  
再复印无效**



登记机关



2018年11月08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

此复印件仅供  
盘龙药业  
再复印无效

# 中国证券业执业证书



姓名: 张曼潼

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: R0030216080004

执业注册记录



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。

# SAC

## 中国证券业协会 Securities Association of China

### 自律 服务 传导

self-regulation service communication

### 登记基本信息

|      |                |      |                |   |
|------|----------------|------|----------------|---|
| 姓名   | 韩飞             | 性别   | 男              |  |
| 执业机构 | 中证鹏元资信评估股份有限公司 | 登记编号 | R0030220080004 |   |
| 执业岗位 | 证券投资咨询(其他)     | 学历   | 硕士研究生          |   |
| 登记日期 | 2020-08-14     |      |                |   |



### 登记变更记录

| 登记编号           | 登记日期       | 执业机构           | 执业岗位       | 登记状态 | 离职登记日期     |
|----------------|------------|----------------|------------|------|------------|
| S0260115050183 | 2015-05-22 | 广发证券股份有限公司     | 一般证券业务     | 离职注销 | 2015-09-08 |
| R0030220080004 | 2020-08-14 | 中证鹏元资信评估股份有限公司 | 证券投资咨询(其他) | 正常   |            |