

浙江康恩贝制药股份有限公司

2016 年面向合格投资者公开发行公 司债券 2019 年跟踪信用评级报告



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：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【156】号 01

债券简称：16 康恩贝

债券剩余金额：
11 亿元

债券到期日期：
2021 年 09 月 26 日

债券偿还方式：
每年付息一次，到期一
次还本

分析师

姓名：
秦风明 刘书芸

电话：
021-51035670

邮箱：
qinfm@pyrating.cn

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，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

浙江康恩贝制药股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开 发行公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 21 日	2018 年 06 月 08 日

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”）对浙江康恩贝制药股份有限公司（以下简称“康恩贝”或“公司”）及其 2016 年 9 月 26 日面向合格投资者公开发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司作为国内知名药企，具有较强品牌优势；2018 年公司医药制造业收入和盈利持续增长，主营业务提供稳定现金流。同时中证鹏元也关注到医保控费等医药行业政策对药品生产企业依然产生较大影响，公司应收票据及应收账款、存货规模增长较快，期间销售费用增长较快影响公司盈利增速、有息债务规模大幅增长，短期偿债压力较大。

正面：

- 公司作为国内知名药企，具有较强品牌优势。公司是国内医药行业的知名企业之一，多年来位居国家制药百强和中药十强企业，是国家中药现代化科技产业（浙江）基地示范企业，产品在各自细分领域市场的占有率位居行业前列。
- 医药制造业收入和盈利增长较快。2018 年公司医药制造业收入 66.78 亿元，较上年增长 31.70%，主导产品销售收入均有不同程度增长。2018 年公司主营业务毛利率 77.18%，较上年增长 4.49 个百分点。
- 主营业务提供稳定现金流。2018 年公司净利润规模持续增加，FFO 为 12.19 亿元，较上年增长 13.10%，公司主营业务持续贡献稳定现金流。

关注:

- **医保控费等医药行业政策对药品生产企业依然产生较大影响。**医保控费的大基调下，预计未来我国医药制造业整体盈利增速承压、行业内部以结构调整为主，药品生产企业将面临较大经营压力。
- **应收票据及应收账款、存货规模增长较快。**2018 年末公司应收票据及应收账款同比增长 38.76%，存货同比增长 27.58%，应收票据及应收账款较大程度占用公司营业资金，存货规模增长较快，需关注存货减值风险。
- **销售费用增长较快影响公司盈利增速。**2018 年公司销售费用 34.22 亿元，销售费用较上年增长 49.84%，销售费用占营业收入比重上升至 50.42%，较大程度影响公司盈利增速。
- **负债总额上升，有息债务规模大幅增长，短期偿债压力较大。**2018 年末公司负债总额 492,081.77 万元，较上年增长较大，其中流动负债占比 71.98%，较上年增加 6.94 个百分点，2018 年末公司有息负债规模 30.40 亿元，较上年增长 89.56%，2019 年 3 月底进一步增长至 32.49 亿元，短期偿债压力较大。

主要财务指标：（单位：万元）

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年
总资产	1,092,105.54	1,071,340.47	942,022.12
归属于母公司所有者权益合计	555,837.89	564,994.33	572,892.88
有息债务	324,938.98	304,034.58	160,390.34
资产负债率	47.21%	45.93%	37.97%
流动比率	1.33	1.34	2.00
速动比率	1.00	1.01	1.61
营业收入	168,835.82	678,664.53	529,396.68
营业利润	24,381.36	102,973.93	90,863.91
利润总额	24,444.92	101,716.60	89,611.60
综合毛利率	76.26%	77.11%	72.63%
总资产回报率	-	11.05%	10.75%
EBITDA	-	136,108.93	118,253.30
EBITDA 利息保障倍数	-	14.30	17.71
经营活动现金流净额	19,942.26	54,577.65	71,226.70

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及 2019 年未经审计一季报，中证鹏元整理

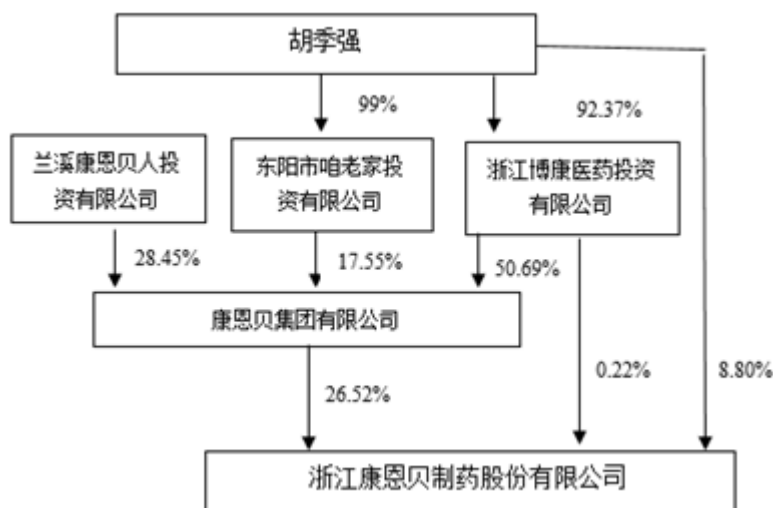
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2016年9月26日发行5年期（3+2）11亿元公司债券，票面利率为3.17%。本期债券募集资金已全部用于偿还银行贷款和补充流动资金。

二、发行主体概况

截至2019年3月底，公司总股本为266,732.02万股，未发生变化。公司控股股东康恩贝集团有限公司持股比例为26.52%，公司实际控制人仍为自然人胡季强。截至2019年3月底，公司产权及实际控制关系如下图所示。根据公司2019年6月5日公告《浙江康恩贝制药股份有限公司关于控股股东所持公司部分股份质押的公告》，截至2019年6月5日，康恩贝集团有限公司持有公司股份707,248,411股，占公司总股本的26.52%；累计质押股份数量339,030,000股，占康恩贝集团有限公司所持公司股份的47.94%，占公司总股份的12.71%。公司控股股东的一致行动人胡季强先生和浙江博康医药投资有限公司合计持有公司股份240,438,148股，占公司总股本的9.01%，其中已质押股份199,250,000股，占合计所持公司股份的82.87%，占公司总股本的7.47%。综上，公司控股股东康恩贝集团和一致行动人合计持有公司股份947,686,559股，占公司总股本的35.53%，其中已累计质押所持公司股份数量538,280,000股，占合计持有公司股份的56.80%，占公司总股份的20.18%。

图1 截至2019年3月末公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供

2018年公司合并范围新设五家子公司具体情况如下表所示。

表1 2018年公司合并报表范围新增子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
杭州康杏缘物业管理有限公司	100%	100.00	物业管理、会务服务	新设
浙江浙产药材发展有限公司	100%	10,000.00	中药材购销等	新设
江西珍视明大药房连锁有限公司	100%	200.00	药品等批发零售	新设
杭州健杏医药科技有限公司	100%	100.00	技术开发咨询	新设
上海康嘉医疗科技有限公司	100%	96,000.00	技术开发咨询	新设

资料来源：公司提供

三、运营环境

在医保控费的大基调下，预计未来我国医药制造业整体盈利增速承压、行业内部以结构调整为主，研发实力强、产品质量高且疗效明确的药企具有较强竞争优势，部分药品生产企业将面临较大经营压力

中证鹏元预计，未来鼓励医药行业创新、提高药品质量、医保控费仍将是医改政策的主要侧重点。医药行业是国民经济的重要组成部分，与人民群众的生命健康和生活质量等切身利益密切相关，受政策影响较大，属于弱周期行业。近年来我国医药行业政策主要分为药品供给侧改革、医疗体系改革、医保支付改革以及医药流通领域改革；药品供给侧改革主要侧重在鼓励创新、提高药品生产质量以及规范终端用药；医疗体系改革侧重在推进分级诊疗，以及改变“以药养医”的格局；医保改革主要侧重在管理体制改革、医保控费；流通领域政策侧重在整顿医药流通行业秩序，提高行业集中度。

表2 近年来医药行业政策概览

药品供给侧改革——鼓励创新、提高药品生产质量、规范终端用药	
研发端	1、优先审评审批；2、药品上市许可持有人制度试点；3、与国际接轨：加入ICH；4、化学药品注册分类变更
生产端	1、解决审评积压，临床数据自查；2、仿制药一致性评价；3、飞行检查；4、环保法；5、药品生产工艺核对
应用端	1、限辅助用药、中药注射剂；2、限抗、限输液
医疗体系改革——改变“以药养医”的格局，推进分级诊疗	
公立医院改革	1、医药分开（取消药品加成、处方外流、控制药占比、通用名开处方药）；2、城市、县级公立医院改革试点；3、规范诊疗
分级诊疗	1、医联体；2、提升基层服务能力；3、家庭医生；4、分级诊疗试点；5、区域内资源共享
促进社会办医	1、取消“两定”；2、将社会办医纳入医保定点范围；3、多点执业
医保支付改革——管理体制改革、医保控费	
体制	1、医保局统一管理城职保、城医保、新农合；2、城乡医保整合，“六统一”；3、医保目录调整；4、大病保险制度；5、医保全国联网；6、异地就医直接结算

联动药品	1、医保支付标准；2、国家药价谈判；3、集中采购、带量采购
联动医疗	1、医保支付方式改革：按项目付费改成按病种付费为主的多元复合支付方式；2、增加基层用药目录；3、腾笼换鸟
流通领域——整顿医药流通行业秩序，提高行业集中度	
批发	1、两票制；2、营改增；3、流通自查；4、取消从事第三方药品业务批准
零售	1、处方药外流；2、鼓励连锁

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

医保基金为医药行业最大的支付方，在医保控费的大基调下，我国医药制造业整体盈利增速承压，预计未来医药制造业以结构调整为主，研发实力强、产品质量高且疗效明确的药企具有较强竞争优势，辅助用药、营养性药品、中药注射剂、抗菌药等药品生产企业将面临较大经营压力。十一五期间，受益于医保的快速扩容、经济增长，我国医药制造业高速增长。十二五以来，受医保控费、取消药品加成以及限抗等政策影响，我国医药制造业发展增速放缓，但在人口老龄化趋势加剧、居民收入水平提高的拉动下仍保持较快增长。目前，我国医药市场已成长为仅次于美国的全球第二大医药市场。根据 Wind 资讯数据显示，2018 年我国医药制造业工业增加值同比增长 9.7%；规模以上医药制造企业实现主营业务收入 23,986.30 亿元，同比增长 12.6%，增速较 2017 年提高 0.1 个百分点，实现利润总额 3,094.20 亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年下降 8.3 个百分点。

图2 我国医药制造业发展情况



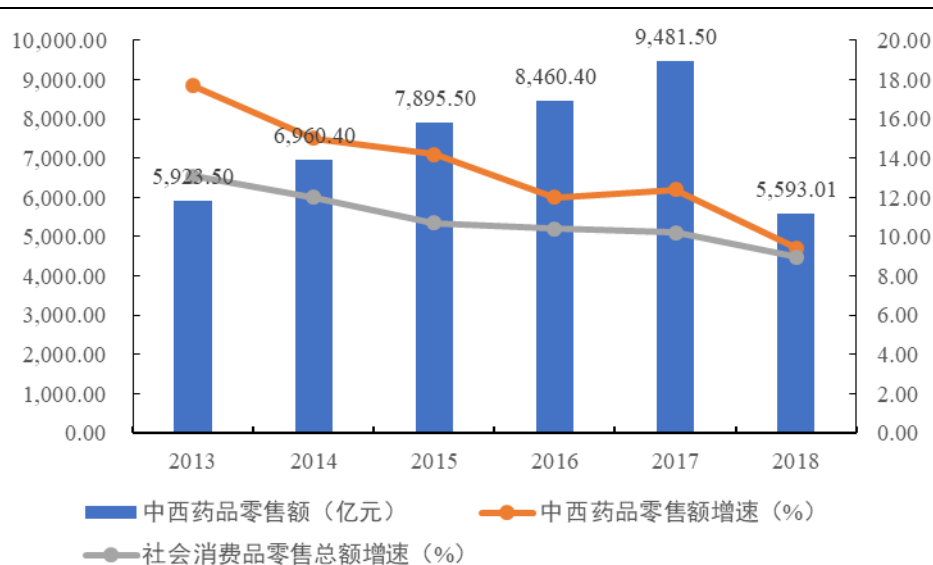
资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

药品零售额保持较快增长，但增速持续放缓；2018 年中药材价格波动并基本维持高位，进一步增加了中药生产企业的成本控制压力

近年来国内药品零售额保持较快增长，但增速持续放缓。根据国家统计局数据，2018 年国内中西药品零售额为 5,593.01 亿元，较上年增长 9.44%。近年受国内消费品零售总额增速持续放缓的影响，国内中西药品零售总额的增速放缓，2018 年中西药品零售额增速较 2013 年放缓 8.26 个百分点；但国内药品零售总额增速近年来仍高于同期社会消费品零

售总额的增速，其中 2018 年高 0.46 个百分点。随着生活水平的提高，人们对于健康的关注也在提升，2017 年全国居民人均医疗保健消费为 1,685 元，较上年增长 8.50%；全国城镇居民人均医疗保健消费支出 2,046 元。国内人口基数大且老龄化的速度有所加快，截至 2018 年末，我国人口总量已达到 13.95 亿人，其中 65 岁及以上人口占总人口的比重为 11.90%，同比增长 0.50 个百分点。老年人体质偏弱使得发病率较高且疾病医治疗程较长，将增加对药品的需求，未来国内药品市场仍有较大的增长空间。近期国家推出多项举措以促进中医药产业的发展，将促进中医药市场的健康成长。

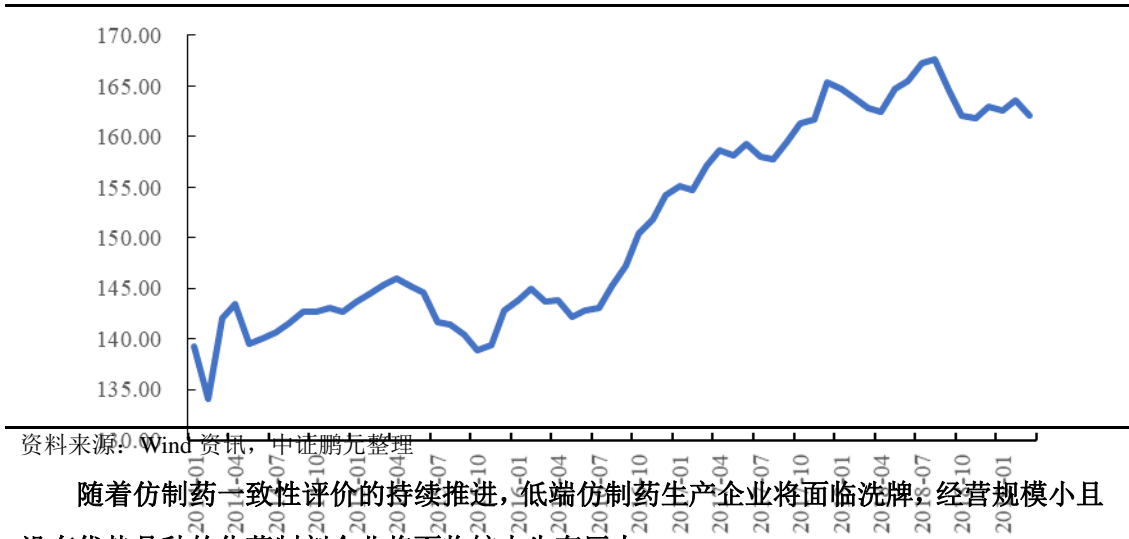
图3 近年来国内中西药品零售情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

中药行业是典型的药材资源依赖型行业，中药材价格上涨对中药企业带来一定的成本压力。根据中国成都中药材价格指数显示，国内中药材价格指数在 2018 年初与 2018 年末基本持平，分别为 164.69 和 163.02。2018 年中药材价格指数整体呈波动态势，维持在高位。2018 年第一季度主要是受春节期间商家积极备货和库存不足的影响，出现下跌回调。4-8 月价格指数总体持续上涨，8 月达到近年最大值 167.61。8-10 月开始出现回调，主要是因为天气炎热，市场处于销售淡季，行情较平淡。11 月后天气逐渐转凉，中药材市场进入传统销售旺季，货源走动顺畅，市场需求较充分，价格指数有所回升，但力度不足。整体来看，2018 年行情受中药材市场供需基本面影响最大，预计未来中药材价格仍会因市场行情变化继续波动。

图4 近年中国成都中药材价格指数变动情况



随着仿制药一致性评价的持续推进, 低端仿制药生产企业将面临洗牌, 经营规模小且没有优势品种的化药制剂企业将面临较大生存压力

我国化药目前仍以仿制药为主, 整体较为分散, 不同产品竞争格局差异较大。化药按创新程度可分为原研药、仿制药, 由于我国技术创新体系尚未形成、研发投入不足, 故国内化药市场 95% 以上为仿制药 (日本、美国的创新药百分比分别为 37% 和 43%)。从化药制剂行业整体来看, 由于人体疾病种类繁多, 药物和治疗方法需求多样化, 单个公司的产品较难覆盖众多需求, 因此只要在自己的细分领域建立起优势, 大大小小的公司都可以在市场上生存, 这就使得医药市场整体比较分散。

2016 年 3 月, 国务院办公厅印发了《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》, 对仿制药一致性评价的对象和时限、参比制剂遴选原则、评价方法、管理办法和鼓励性政策等方面做出了规定, 国家食品药品监督管理局 (以下简称 “CFDA”) 陆续也发布了多项技术指导原则指导企业开展一致性评价。按照要求, 国家基本药物目录 (2012 年版) 中 2007 年 10 月前批准上市的 289 个品种的化学药品仿制药口服固体制剂, 应在 2018 年年底前完成一致性评价, 否则将被淘汰出局。但由于部分药品参比制剂公布时间晚、临床检验机构数量不足等原因, 一致性评价工作完成进度远低于预期, 基于此, 2018 年 12 月 28 日, 国家药品监督管理局发文提到, 由于新版基药目录以及动态调整机制的建立, 对于基药目录品种不再设置评价时限, 同时继续要求基药品种自首家通过一致性评价以后, 其他品种需在 3 年内通过评价。

随着仿制药一致性评价的推进, 低端仿制药生产企业将面临洗牌。仿制药一致性评价 289 目录对应药品批文有 18,000 多个, 大部分品种年销售额不超过 500 万, 而口服固体制剂、注射剂一致性评价单个品种成本分别约为 500 万、300 万, 企业投入需要较长时间才

能收回成本。中证鹏元预计，随着仿制药一次性评价的推进，行业集中度将加速提升，低端仿制药生产企业洗牌不可避免，经营规模小且没有优势品种的药企将面临较大生存压力；对于高端仿制药来讲，市场竞争格局一般为原研药+仿制药形成的寡头垄断市场或垄断竞争市场，为抢占市场，高端仿制药生产企业较有动力积极推进一致性评价工作，抢先通过一致性评价的药企具有一定先发优势，未能按期通过一致性评价的药企或将丧失公立医院市场。

随着一致性评价和药品审评审批制度改革的推进，未来我国仿制药行业的格局将出现重大变化。一致性评价对企业的技术能力和资金实力提出了较高的要求，只有实力较为雄厚的企业才能够同时具备以上的条件，随着一致性评价的进行，无法通过一致性评价的产品将难以获得市场准入，中小企业将陆续退出，优质仿制药市场份额将持续增加，行业集中度得到提升。总体来看，未来仿制药行业竞争格局有望进一步优化。

四、经营与竞争

2018年公司实现主营业务收入67.61亿元，同比上升28.03%，医药制造业板块收入依然是公司主要收入来源，2018年公司医药制造业收入66.78亿元，较上年增长31.70%，占公司主营业务收入的98.76%，占主营业务收入的比重较上年提升2.75个百分点。公司医药商业收入受“两票制”政策影响大幅下滑。2019年一季度，公司医药制造板块实现收入16.53亿元，医药商业实现收入0.23亿元。

毛利率方面，2018年现代中药与植物药毛利较上年提升3.44个百分点，带动医药制造业板块毛利率较上年增长2.42个百分点。医药商业毛利率有较大幅度上升，但营收占比1.24%，盈利贡献小。2018年公司主营业务毛利率77.18%，较上年增长4.49个百分点，2019年一季度，医药制造业板块毛利下滑，公司主营业务毛利率有所下降。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年1-3月		2018年		2017年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
医药制造业	165,283.72	72.23%	667,759.25	77.95%	507,024.08	75.53%
现代中药与植物药	105,394.59	76.63%	443,985.45	82.95%	325,738.33	79.51%
化学药品	43,906.90	73.56%	154,505.70	81.71%	124,321.33	82.62%
原料药	9,386.28	24.59%	44,689.93	25.53%	38,630.35	23.67%
其他产品	6,595.95	60.82%	24,578.17	59.37%	18,334.07	65.85%
医药商业	2,281.16	2.00%	8,377.31	15.56%	21,067.07	4.49%
合计	167,564.88	71.27%	676,136.55	77.18%	528,091.14	72.69%

资料来源：公司 2017-2018 年年报、公司提供，中证鹏元整理

2018年公司医药制造细分板块收入均有不同程度增长，现代中药与植物药及化药依然是公司收入主要来源；原料药和其他产品收入继续为公司收入提供有益补充

公司主要从事药品研发、制造及批发与经销业务，已经形成以现代中药和植物药为核心，特色化学药为重要支撑的产品结构。公司拥有“康恩贝”、“前列康”、“珍视明”、“天保宁”4个驰名商标。跟踪期内公司业务范围未发生较大变化，业务经营模式主要为医药工业模式，公司是国内医药行业的知名企业之一，多年来位居国家制药百强和中药十强企业，是国家中药现代化科技产业（浙江）基地示范企业。公司在植物药（含中成药）与特色化学药制剂和原料药等领域，实现了从研发、生产到销售的全产业链覆盖，公司产品在细分领域依然保持较强优势。

2018年公司坚持大品牌大品种工程战略，公司主要产品销量及销售收入均较上年有不同程度增长，其中复方鱼腥草合剂增速较快，2018年实现销售收入3.57亿元，比上年同期增长100.11%。丹参川芎嗪注射液于2017年下半年才开始执行“两票制”下的价格政策，因此在2018年全年执行“两票制”下的价格政策，整体销量变化不大，但实现销售收入17.60亿元，较上年增长70.05%，但逐步执行“两票制”下的价格政策带来的销售收入增加额为10.90亿元，剔除该“两票制”因素仅增长20.49%。肠炎宁系列销售收入达到6.68亿元，较上年增长25.59%；化学药方面，金奥康、阿乐欣和必坦的销量及销售收入也较上年有一定增长。

截至2018年末公司共计有70余个产品被列入《国家基本药物目录》（2018版），210多个品种被列入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，具有“三独”（独家品种、独家剂型、独家规格）特色的产品120余个。纳入《国家基本药物目录》和2017年末公司在销药品165个（按通用名统计），其中纳入《国家基本药物目录》《和国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》产品大幅增加。

表4 2017-2018年公司主要药品销售情况（单位：万元、万瓶、万盒、万袋、万支）

药品	2018年		2017年	
	收入	销量	收入	销量
现代中药与植物药	443,985.45		325,738.33	-
丹参川芎嗪注射液	176,019.92	9,200.76	103,512.67	8,070.63
肠炎宁系列	66,844.58	7,787.07	53,223.15	7,658.70
天保宁银杏叶制剂	23,984.32	2,158.92	23,936.46	1,896.40
前列康普乐安产品	20,622.21	2,070.74	18,591.12	1,806.66
汉防己甲素	29,330.79	633.71	23,513.93	485.28
牛黄上清胶囊	12,141.37	676.32	10,525.92	625.73

珍视明滴眼液	10,329.57	1,043.02	9,299.01	956.59
麝香通心滴丸	13,029.56	685.57	11,700.98	596.31
复方鱼腥草合剂	35,652.74	2,478.85	17,816.35	1,458.43
化学药品	154,505.70	-	124,321.33	-
金奥康	50,333.77	2,136.51	47,083.78	2,016.05
阿乐欣	18,691.71	2,637.04	17,395.57	2,341.50
必坦	20,604.64	1,797.00	14,089.50	1,240.29
原料药	44,689.93		38,630.35	-
硫酸阿米卡星	25,732.44	18.10	18,867.99	16.03

资料来源：公司提供

2018年公司前五名客户销售额38,365.87万元，占年度销售总额5.65%，较上年下降3.14个百分点，公司销售集中度较低。

表5 2017-2018年公司前五大销售客户情况（单位：万元）

2018年			2017年		
客户名称	销售额	占比	客户名称	销售额	占比
支付宝（中国）网络技术有限公司	18,082.97	2.66%	支付宝（中国）网络技术有限公司	12,788.52	2.52%
国药控股股份有限公司	5,808.47	0.86%	华东医药股份有限公司	11,774.64	2.32%
上药控股有限公司	5,358.33	0.79%	温州市英特药业有限公司	8,023.64	1.58%
华润湖南医药有限公司	4,996.48	0.74%	国药控股股份有限公司	6,010.67	1.19%
西藏长江医药有限公司	4,119.61	0.61%	云南佳能达医药有限公司	5,966.75	1.18%
前五大客户合计	38,365.87	5.65%	前五大客户合计	44,564.22	8.79%

资料来源：公司提供

此外，公司2018年公告，2018年公司控股子公司江西珍视明药业有限公司（以下简称“珍视明药业公司”）实现营业收入4.48亿元，净利润3,352.04万元，公司2018年享有珍视明药业公司扣非后净利润2,987.58万元，同比增长64.42%，其中珍视明眼罩眼贴收入2.46亿元，同比大幅增长41.19%，需关注收入增长的持续性。

公司原料药产能利用率有所下降，部分产能整合，整体产能较充足

公司的生产基地分布较广，生产基地包括兰溪康恩贝母公司、杭州、贵州、江西、金华康恩贝基地、内蒙古及云南希陶公司，生产过程涵盖制药行业的全产业链，从植物药材的培育、种植、加工、提纯到药品的配制、生产。跟踪期内公司生产基地未发生较大变化，广泛分布的生产基地有利于药品采购和销售，全产业链的生产模式能够降低一定的成本，同时也能控制药材质量。

加工工艺方面，公司生产线的标准化程度较高，公司已有生产线及已建成的新车间全部通过新版GMP认证。目前公司的生产线主要有片剂生产线、胶囊剂生产线、颗粒剂、针

剂生产线和滴丸剂生产线几种，2018年度由于整体销售规模的增加，公司整体产能利用率上升，但由于产品及生产线较为分散，部分剂型产能利用率下降。

公司原料药主要以抗生素原料药为主，原料药产能利用率下滑主要受原料药市场低迷影响，以及受国家环保和工业安全等政策影响，上游化工原料大幅涨价且部分原料断供影响了生产和销售计划的完成。片剂、胶囊剂及颗粒剂2018年度产能与2017年度不一致，主要系为摆脱重资产困境，云南希陶公司总部从昆明搬迁至云南曲靖（原云南康恩贝植物药有限公司）生产基地，同时整合不同产业链上的产能，片剂、颗粒剂产能有所增加，胶囊剂产能有所下降。

表6 2017-2018年公司的产能情况

年度	剂型	原料药	片剂	胶囊剂	颗粒剂	口服液	小容量注射剂	单剂量合剂	滴丸剂
	单位	吨	亿片	亿粒	亿袋	亿支	亿支	亿盒	亿丸
2018年	产能	592.00	80.18	38.88	3.52	1.43	3.89	0.64	1.66
	产量	398.92	40.46	12.30	1.50	1.07	1.83	0.21	1.92
	产能利用率(%)	67.39	50.46	31.64	42.61	74.98	47.16	33.58	115.66
2017年	产能	592.00	78.79	42.24	2.99	1.43	3.89	0.64	1.66
	产量	429.36	40.33	13.84	0.84	0.67	1.71	0.12	1.21
	产能利用率(%)	72.53	51.18	32.76	28.09	46.72	44.07	18.07	72.59

资料来源：公司提供

此外，公司医药商业收入8,377.31万元，公司医药商业业务主要指通过公司自己的医药销售平台代理销售其他公司的医药产品，2015年-2016年医药商业销售主要由子公司浙江珍诚医药在线股份有限公司（以下简称“珍诚医药”）和上海康恩贝医药有限公司负责，公司于2016年12月末剥离珍诚医药后，2017年医药商业销售收入主要由上海康恩贝医药有限公司贡献。受“两票制”政策影响，2018年上海康恩贝医药有限公司医药商业销售收入大幅下滑。

2018年公司股权投资规模较大，在建项目尚需投入资金，存在一定资金压力

2018年公司资金投入规模较大，资金投入主要包含股权投资和非股权投资，2018年公司累积股权投资额17.41亿元，而上年同期股权投资金额仅为0.55亿元，公司本期重大股权投资包括对控股子公司浙江金华康恩贝生物制药有限公司（以下简称“金华康恩贝”）增资1.95亿元、对子公司江西天施康中药股份有限公司（以下简称“江西天施康”）增资1.80亿元，同时在2018年4月公司出资3.13亿元受让江西天施康41%股权时，2018年5月出资9.52亿元收购嘉和生物药业有限公司（以下简称“嘉和生物”）25.33%的股权等，主要基于加

快布局和推进生物药发展。

非股权投资方面，2018年公司持续投入资金推进生产线的改进和建设，目前正在建的较大项目有金华康恩贝公司国际化先进制药项目、杭州康恩贝公司生物科技产业发展基地等，其中杭州康恩贝公司生物科技产业发展基地、现代植物药产业园生产配套辅助设施项目和云南希陶公司曲靖分公司GMP生产线扩建及改造工程建设项目已经完工。截至2018年末，公司主要在建工程项目已累计投资7.33亿元，尚需投资9.49亿元，公司主要在建项目金华康恩贝公司国际化先进制药基地项目资金来源主要为募集资金，其他在建项目资金需求规模相对较小，投资项目进度需关注。

表7 截至2018年末公司主要的非股权投资项目情况（单位：万元）

项目名称	项目金额	已投资额	资金来源	项目进度
金华康恩贝公司国际化先进制药基地项目	113,537.21	24,700.09	募集资金	在建
杭州康恩贝公司生物科技产业发展基地	28,480.00	29,403.24	自筹资金及银行借款	已完工
现代植物药产业园生产配套辅助设施项目	7,220.00	5,963.73	自筹资金	在建
康恩贝中药公司口服液自动化生产线扩产改造项目	7,187.20	5,704.94	自筹资金	完工
云南希陶公司曲靖分公司GMP生产线扩建及改造工程建设项目	6,280.00	5,354.67	自筹资金	基本完工
天施康余江分公司中药配方颗粒车间	4,534.50	2,148.36	自筹资金	在建
合计	167,238.91	73,275.03		

资料来源：公司2018年年报，中证鹏元整理

2018年公司的研发投入进一步增加，但研发投入占营业收入的比重有所下降

2018年公司的研发投入继续增长，研发投入占营业收入的比重有所下降。截至2018年末，公司及其子公司开展的项目中，各类在研项目108项，其中化学药63项，包括仿制药52项，创新药11项；中药24项，包括创新中药2项，着重开展大品种大品牌的二次开发，提升产品的质量标准和生产工艺。项目进度方面，6个品种通过审评获得批件，7个品种进入审评阶段。对于公司重点开展的一致性评价工作，共立项21项，其中阿莫西林胶囊通过了仿制药一致性评价，盐酸坦索罗辛缓释胶囊、奥美拉唑肠溶胶囊、蒙脱石散、布洛芬颗粒、复方磺胺甲噁唑片、泮托拉唑钠肠溶片等已完成相关研究工作并已先后上报国家药监局药品审评中心进入审评阶段，其中蒙脱石散已通过仿制药一致性评价，公司其余各项正稳步开展中。2018年公司研发投入占营业收入和净资产的比重分别为2.70%、3.17%，研发投入占营业收入的比重较上年下滑0.15个百分点，但和同行业相比，公司的研发投入处于中上水平。

表8 2017-2018 年公司的研发投入情况

项目	2018年	2017年
研发投入合计（万元）	18,338.89	15,109.94
研发投入占营业收入比例（%）	2.70%	2.85%
研发投入占净资产比例（%）	3.17%	2.59%

资料来源：公司2017-2018年年报

表9 2018 年公司研发投入与同行业对比情况

同行业可比公司	研发投入金额（万元）	占营业收入比例	占净资产比例
哈药股份	18530.02	1.71 %	2.95%
云南白药	11,030.41	0.41%	0.55%
同仁堂	23,397.24	1.65%	1.61%
白云山	58,549.77	1.39%	2.53%
丽珠集团	68,723.94	7.76%	5.85%
康恩贝	18,338.89	2.70%	3.17%

资料来源：Wind资讯，公司2018年审计报告，中证鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告及2019年未经审计的一季报，公司根据《财政部关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15号）及其解读和企业会计准则的要求编制2018年度财务报表，此项会计政策变更采用追溯调整，对2017年的相关科目做了调整，因此2017年财务数据采用2018年期初数，报告均采用新会计准则编制。2018年合并报表范围新增加五家子公司。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，应收票据及应收账款、存货规模增长较快，较大程度占用公司营运资金，存货规模增长较快，长期股权投资规模较大，嘉和生物尚无研发产品获批生产和上市销售，存在一定研发风险和减值风险

2018年末，公司的总资产107.13亿元，较上年增长13.73%，其中流动资产占比44.38%，较上年下降5.11个百分点。2019年3月末公司总资产109.21亿元。

公司的流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款和存货构成。2018年末货币资金余额15.78亿元，其中银行存款15.65亿元，其他货币资金1,248.45万元，货币资金受限比率较低。2018年末应收票据及应收账款18.42亿元，较上年增长38.76%，主要系公司营业收入的增长带来应收货款的增加，其中2018年末应收票据余额5.36亿元，同比增长28.79%，2018年国内资金环境偏紧，部分客户资金压力较大，公司为控制应收账款风险，更多接受了客户以票据结算货款的方式，导致应收票据期末余额有所增加。2018年末应收账款前五大应收对象为沈阳圣康医药有限公司、华东医药股份有限公司、浙江英特药业有限责任公司、上药控股有限公司和陕西光大药业集团股份有限公司，前五大应收账款余额占比为8.51%，应收账款集中度较低；2018年末公司按账龄组合分析的应收账款账期在半年以内占比82.44%、6-12个月的比例为11.59%，1-2年的比例为4.13%，2-3年的比例为0.53%，3年以上的比例为1.31%，公司2018年计提坏账准备0.58亿元。公司存货主要为原材料、在产品 and 库存商品，2018年末存货增长27.58%，主要系随着销售规模的增加，公司2018年末部分产品库存、材料备货增加以及公司中药资源事业部期末中药材及中药饮片库存增加所致。

公司的非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产和商誉构成。2018年末公司长期股权投资15.45亿元，较上年末增长173.44%，系公司在2018年新增对嘉和生物药业有限公司投资9.53亿元，嘉和生物是一家集研发与生产一体化的生物制药企业，致力于抗体药物与其他新型生物药物的研发和产业化，截至目前尚无研发产品获批生产和上市销售，因新药研发及临床试验费用的投入，2018年度亏损1.12亿元，公司在2018年度确认所持嘉和生物股权权益法投资收益-2,349.09万元，另外对公司期初对法默凯医药公司762,041.32元的长期股权投资在确认投资收益-5.03万元，2016年至2018年，法默凯医药公司主要从事向外国医药公司提供药品在国内的注册服务，注册服务收入按照注册进度确认。由于受相关审批机构的审批进度影响，法默凯医药公司2018年度注册工作无进展，未确认收入，但日常经营开支不可避免，导致2018年法默凯医药公司发生亏损12.57万元，整体来看公司长期股权投资规模较大，部分投资的公司尚无研发产品获批生产和上市销售，存在一定研发风险和减值风险。公司固定资产主要为房屋和机器设备，2018年的增长主要源于在建工程转入4.01亿元；截至2018年末，未办妥产权的固定资产账面价值为4.96亿元，账面价值2.02亿元的固定资产已用于借款抵押。在建工程为公司在建的部分扩产、改进项目，建设进度良好，2018年共投入2.80亿元，转固4.01亿元，在建工程期末账面价值较上年末下降18.51%。无形资产主要为土地使用权和专利权，2018年公司无形资产变化不大，其中账面价值0.64亿元的土地已对外抵押。公司商誉为合并子公司时形成，2018年

未发生变化。

表10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	174,221.70	15.95%	157,755.78	14.73%	216,794.69	23.01%
应收票据及应收账款	184,937.60	16.93%	184,219.04	17.20%	132,765.23	14.09%
存货	123,016.60	11.26%	116,310.53	10.86%	91,166.58	9.68%
流动资产合计	503,497.33	46.10%	475,417.44	44.38%	466,184.04	49.49%
长期股权投资	152,894.04	14.00%	154,472.40	14.42%	56,491.49	6.00%
固定资产	247,427.99	22.66%	250,271.05	23.36%	226,227.26	24.02%
在建工程	29,274.36	2.68%	28,111.64	2.62%	34,495.75	3.66%
无形资产	46,109.77	4.22%	46,773.63	4.37%	46,498.36	4.94%
商誉	91,309.94	8.36%	91,309.94	8.52%	91,309.94	9.69%
非流动资产合计	588,608.21	53.90%	595,923.04	55.62%	475,838.09	50.51%
资产总计	1,092,105.54	100.00%	1,071,340.47	100.00%	942,022.12	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告及 2019 年未经审计一季报，中证鹏元整理

资产运营效率

受应收票据及应收账款和存货周转天数增长影响，公司净营业周期增长，营运压力有所加大

2018年公司应收票据及应收账款规模继续快速增长，周转天数增长至84.07天。同时随着销售规模的增加，公司2018年末部分产品库存、材料备货增加以及公司中药资源事业部期末中药材及中药饮片库存增加，存货周转天数较上年大幅上升，存货的周转销量下降。整体来看，2018年公司净营业周期继续增长，营运压力有所加大。2018年末货币资金余额降低，流动资产规模相对营业收入增幅较低，因此公司流动资产周转天数有所下降，扣除货币资金影响因素，公司实际流动资产运行效率并未提升。

表11 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2018年	2017年
应收票据及应收账款周转天数	84.07	76.27
存货周转天数	240.43	195.75
应付票据及应付账款周转天数	84.14	80.71
净营业周期	240.36	191.31
流动资产周转天数	249.74	288.87
固定资产周转天数	126.38	143.64
总资产周转天数	534.00	609.14

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018年公司营业收入有所上升，但销售费用增速较大，较大程度影响公司盈利增速

2018年公司医药制造板块的收入和毛利率有所上升，2018年公司资产减值损失为0.39亿元，主要系计提所持上海可得网络科技（集团）有限公司股权投资减值损失1,445.87万元所致。2017年按照《企业会计准则第22号—金融工具确认和计量》的处理原则，公司将实际已支付的收购贵州拜特制药有限公司（以下简称“贵州拜特”）股权或有对价6.47亿元中，原计入“公允价值变动损益”科目的或有对价转入“投资收益”科目列报，金额为3.30亿元。2018年度公司将剩余实际支付的收购贵州拜特公司或有对价1.62亿元中原计入“公允价值变动损益”科目的或有对价转入“投资收益”科目列报，金额为0.83亿元；2018年公司实现其他收益0.65亿元。2018年公司销售费用34.22亿元，销售费用较上年增长49.84%，主要系受“两票制”政策实施影响及营销队伍、网络 and 品牌建设的大力投入，2018年公司销售费用占公司营业收入比重上升至50.42%，较大程度影响公司盈利增速，2018年公司营业利润率和净资产收益率较上年微降。

表12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	168,835.82	678,664.53	529,396.68
资产减值损失	582.82	3,912.29	2,747.69
公允价值变动收益	882.28	6,912.47	31,580.78
投资净收益	-2,407.11	-8,362.81	-33,584.29
其他收益	3,303.59	6,548.47	5,996.21
营业利润	24,381.36	102,973.93	90,681.91
利润总额	24,444.92	101,716.60	89,611.60
综合毛利率	76.26%	77.11%	72.63%
销售费用	84,229.76	342,174.51	228,364.91
期间费用率	58.54%	57.85%	53.89%
营业利润率	14.44%	15.17%	17.13%
营业收入增长率	-	28.20%	-12.07%
净利润增长率	-	10.74%	80.62%
总资产回报率	-	11.05%	10.75%
净资产收益率	-	13.89%	14.13%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及 2018 年未经审计一季报，中证鹏元整理

现金流

2018年公司主营业务贡献稳定现金流，股权收购使得投资活动现金净流出规模较大

2018年公司净利润规模持续增加，FFO为12.19亿元，较上年增长13.10%，2018年公司经营活动净现金流较上年有所减少，主要系销售费用的大幅增长。2018年公司投资活动现金净流出17.07亿元，主要系收购嘉和生物药业有限公司25.34%股权支付股权转让款9.53亿元以及将2015年非公开发行募集资金存入定期存款3.9亿元，导致投资活动现金流出增加所致。2018年公司筹资活动现金净流量增加主要系公司逐步增加银行借款，以及2018年8月发行公司2018年第一期超短期融资券收到筹资活动的现金增加所致。整体来看2018年公司主营业务贡献稳定现金流，股权收购使得投资活动现金净流出规模较大。

表13 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
净利润	80,833.94	72,997.48
FFO	121,949.45	107,826.93
营运资本变化	-70,388.2	-36,600.23
其中：存货减少（减：增加）	-27,775.42	-26,111.76
经营性应收项目的减少（减：增加）	-63,126.95	-61,048.50
经营性应付项目的增加（减：减少）	20,514.17	50,560.03
经营活动产生的现金流量净额	54,577.65	71,414.70
投资活动产生的现金流量净额	-170,703.23	-53,969.91
筹资活动产生的现金流量净额	20,284.18	6,353.97
现金及现金等价物净增加额	-95,744.95	23,675.01

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

2018年公司负债总额上升，有息债务规模大幅增加，短期偿债压力较大

2018年公司负债总额49.21亿元，较上年增长37.59%。公司2018年根据公司第九届董事会2018年第九次临时会议和2018年第一次临时股东大会审议通过的《关于回购公司股份的预案》及第九届董事会2018年第十四次临时会议审议通过的《关于回购公司股份事项部分内容调整的议案》，公司拟通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式回购公司股份，回购资金总额不超过人民币8亿元，回购股份成本价格不超过8元/股。回购股份的用途为实施员工持股计划和用于转换公司发行的可转换为股票的公司债券。截至2018年12月31日，公司已累计回购股份数量为5,045.16万股，占公司总股本的比例为1.89%，累计支付的总金额为3.33亿元（含佣金、过户费等交易费用）。截至2019年4月23日，公司累计回购9,728.29万股，占公司总股本的比例为3.65%。公司股东权益持续下降，截至2019年3月

未产权比率为89.41%，所有者权益对负债的覆盖能力有所下降。

表14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	515,531.68	492,081.77	357,656.26
所有者权益	576,573.86	579,258.71	584,365.87
产权比率	89.41%	84.95%	61.20%

资料来源：公司2017-2018年审计报告及2019年未经审计一季报，中证鹏元整理

2018年末公司负债总额49.21亿元，较上年增长较快，负债主要包括短期借款、其他流动负债、其他应付款和长期借款。2018年末流动负债占比71.98%，较上年增加6.94个百分点。

公司的流动负债主要有短期借款、其他流动负债、应付票据及应付账款和其他应付款。短期借款为短期银行借款，2018年末短期借款余额12.81亿元，较上年增长163.56%，其中信用借款10.50亿元、抵押、保证借款0.60亿元、抵押借款1.71亿元。2018年新增其他流动负债5.00亿元，系公司在2018年8月发行2018年度第一期超短期融资券（简称18康恩贝SCP001），发行总额5.00亿元，期限270天，发行利率5.09%。应付票据及应付账款主要为公司应付的货款及工程款、设备款等，2018年余额同比增长4.00%。其他应付款主要为应付的销售费用、押金保证金等，2018年其他应付款增长25.66%，系公司加大了专业的学术推广等投入导致期末应计未付费用增加，及公司整体销售收入增加期末应计未付费用相应增加所致。

公司的非流动负债主要为长期借款和应付债券。公司的长期借款全部为质押借款。应付债券为公司于2016年9月发行的5年期公司债券，票面利率3.17%。

表15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	149,250.00	28.95%	128,090.00	26.03%	48,600.00	13.59%
其他流动负债	50,000.00	9.70%	50,000.00	10.16%	0.00	0.00%
应付票据及应付账款	41,667.07	8.08%	37,017.44	7.52%	35,593.98	9.95%
其他应付款	105,721.94	20.51%	101,267.24	20.58%	80,590.12	22.53%
流动负债合计	379,284.60	73.57%	354,197.77	71.98%	232,617.45	65.04%
长期借款	14,300.00	2.77%	15,300.00	3.11%	1,725.42	0.48%
应付债券	109,513.56	21.24%	109,519.16	22.26%	109,314.92	30.56%
非流动负债合计	136,247.09	26.43%	137,883.99	28.02%	125,038.81	34.96%
负债合计	515,531.68	100.00%	492,081.77	100.00%	357,656.26	100.00%
有息负债	324,938.98	63.03%	304,034.58	61.79%	160,390.34	44.84%

注：其他应付款中不包含应付利息和应付股利

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及 2019 年未经审计一季报，中证鹏元整理

由于整体融资规模的上升，2018年末公司资产负债率上升至45.93%，较上年增加7.96个百分点，2019年一季度末资产负债率进一步上升至47.21%。2018年末公司有息负债规模30.40亿元，较上年增长89.56%，2019年3月底进一步增长至32.49亿元，2018年公司流动比率和速动比率比上年均有下降，流动资产对流动负债的覆盖能力有所下滑。2018年EBITDA利息保障倍数有所下降，息税前利润对利息支付覆盖能力减弱。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	47.21%	45.93%	37.97%
流动比率	1.33	1.34	2.00
速动比率	1.00	1.01	1.61
EBITDA（万元）	-	136,108.93	118,253.31
EBITDA 利息保障倍数	-	14.30	17.71
有息债务/EBITDA	-	2.23	1.36
债务总额/EBITDA	-	3.62	3.02
经营性净现金流/流动负债	5.26%	15.41%	30.62%
经营性净现金流/负债总额	3.87%	11.09%	19.91%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及 2019 年未经审计一季报，中证鹏元整理

六、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月29日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

跟踪期内，公司生产较为稳定，2018年公司医药制造业收入66.78亿元，较上年增长31.70%，主导产品销售收入均有不同程度增长。2018年公司主营业务毛利率77.18%，较上年增长4.49个百分点。2018年公司主营业务提供稳定现金流；同时中证鹏元也关注到医保控费等医药行业政策的推进对药品生产企业或将产生较大影响，公司应收账款和存货增长较快，2018年销售费用增长较快影响公司盈利增速，公司负债总额上升，有息债务规模大幅增加，偿债压力较大。

经综合分析，中证鹏元维持本期债券的信用等级为AA+，维持康恩贝的主体长期信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

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3月	2018年	2017年
货币资金	174,221.70	157,755.78	216,794.69
应收票据及应收账款	184,937.60	184,219.04	132,765.23
存货	123,016.60	116,310.53	91,166.58
流动资产合计	503,497.33	475,417.44	466,184.04
长期股权投资	152,894.04	154,472.40	56,491.49
固定资产	247,427.99	250,271.05	226,227.26
在建工程	29,274.36	28,111.64	34,495.75
无形资产	46,109.77	46,773.63	46,498.36
商誉	91,309.94	91,309.94	91,309.94
非流动资产合计	588,608.21	595,923.04	475,838.09
资产总计	1,092,105.54	1,071,340.47	942,022.12
短期借款	149,250.00	128,090.00	48,600.00
其他流动负债	50,000.00	50,000.00	0.00
应付票据及应付账款	41,667.07	37,017.44	35,593.98
其他应付款	105,721.94	101,267.24	80,590.12
流动负债合计	379,284.60	354,197.77	232,617.45
长期借款	14,300.00	15,300.00	1,725.42
应付债券	109,513.56	109,519.16	109,314.92
非流动负债合计	136,247.09	137,883.99	125,038.81
负债合计	515,531.68	492,081.77	357,656.26
有息负债	324,938.98	304,034.58	160,390.34
营业收入	168,835.82	678,664.53	529,396.68
资产减值损失	582.82	3,912.29	2,747.69
公允价值变动收益	882.28	6,912.47	31,580.78
投资净收益	-2,407.11	-8,362.81	-33,584.29
其他收益	3,303.59	6,548.47	6,178.22
营业利润	24,381.36	102,973.93	90,863.91
利润总额	24,444.92	101,716.60	89,611.60
销售费用	84,229.76	342,174.51	228,364.91
经营活动产生的现金流量净额	19,942.26	54,577.65	71,414.70
投资活动产生的现金流量净额	3,046.02	-170,703.23	-53,969.91
筹资活动产生的现金流量净额	-3,563.72	20,284.18	6,353.97

财务指标	2019年3月	2018年	2017年
应收票据及应收账款周转天数	-	84.07	76.27
存货周转天数	-	240.43	195.75
应付票据及应付账款周转天数	-	84.14	80.71
净营业周期	-	240.36	191.31
流动资产周转天数	-	249.74	288.87
固定资产周转天数	-	126.38	143.64
总资产周转天数	-	534.00	609.14
综合毛利率	76.26%	77.11%	72.63%
期间费用率	58.54%	57.85%	51.04%
营业利润率	14.44%	15.17%	17.13%
总资产回报率	-	11.05%	10.75%
净资产收益率	-	13.89%	14.13%
营业收入增长率	-	28.20%	-12.07%
净利润增长率	-	10.74%	80.62%
资产负债率	47.21%	45.93%	37.97%
流动比率	1.33	1.34	2.00
速动比率	1.00	1.01	1.61
EBITDA (万元)	-	136,108.93	118,253.31
EBITDA 利息保障倍数	-	14.30	17.71
有息债务/EBITDA	-	2.23	1.36
债务总额/EBITDA	-	3.62	3.02
经营性净现金流/流动负债	5.26%	15.41%	30.62%
经营性净现金流/负债总额	3.87%	11.09%	19.91%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及 2019 年一季报，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	负债总额 / 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 + 其他流动负债 + 长期借款 + 应付债券

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。