



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪290号

湖北济川药业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“湖北济川药业股份有限公司公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本次跟踪主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本次债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年六月十一日

湖北济川药业股份有限公司 公开发行可转换公司债券跟踪评级报告（2018）

发行主体	湖北济川药业股份有限公司		
债券简称	济川转债		
债券代码	110038.SH		
发行规模	人民币 84,316.00 万元		
存续期限	2017/11/13-2022/11/12		
上次评级时间	2017/05/19		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

概况数据

济川药业	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	27.13	36.88	44.02	48.69
总资产（亿元）	35.85	49.88	66.63	74.14
总债务（亿元）	0.71	0.85	8.39	8.41
营业总收入（亿元）	37.68	46.78	56.42	21.28
营业毛利率（%）	84.34	85.24	84.95	84.67
EBITDA（亿元）	9.14	12.06	15.95	-
所有者权益收益率（%）	25.18	25.34	27.81	38.35
资产负债率（%）	24.34	26.07	33.93	34.33
总债务/EBITDA（X）	0.08	0.07	0.53	-
EBITDA 利息倍数（X）	406.56	10,776.38	292.05	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2018 年一季度所有者权益收益率经年化处理。

基本观点

2017 年医药制造行业延续了企稳回暖的态势，同时在人口老龄化、居民医疗消费水平提高、医保覆盖率提高等因素的推动下，行业仍将保持较好的发展前景。2017 年湖北济川药业股份有限公司（以下简称“济川药业”或“公司”）核心产品竞争优势依然突出，经营业绩持续增长，研发力度持续加大，财务结构依然稳健，债务期限结构得以优化。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到济川药业期间费用控制能力有待提升，产品降价的风险等因素或将对公司信用水平产生一定影响。

综上，中诚信证评维持济川药业主体信用等级 AA，评级展望为稳定；维持“湖北济川药业股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级 AA。

正 面

- 医药制造行业保持较好的发展态势。2017 年医药制造行业延续了企稳回暖的态势，行业的收入和利润均实现较快增长，且在人口老龄化、居民医疗消费水平提高、医保覆盖率提高等因素的推动下，将继续保持较好的发展前景。
- 核心产品竞争优势依然突出，经营业绩持续增长。2017 年公司继续强化蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊和小儿豉翘清热颗粒三大核心品种的战略地位，核心产品均保持快速增长，亦保持了较高的初始获利空间，市场领先地位稳固。全年公司实现营业收入 56.42 亿元，同比增长 20.61%。
- 研发力度持续加大。2017 年公司继续加大科研投入，当年研发投入总额为 1.95 亿元，较上年大幅增长 34.48%，占当年营业收入的 3.46%。同时 2017 年公司多项重大品种成功申报和获批临床，为其未来业务发展提供支持。
- 财务结构稳健，债务期限结构得以优化。2017 年公司资产负债率为 33.93%，仍处于合理水

平；同时，得益于 2017 年发行可转换公司债券，公司债务结构调整为以长期债务为主，长短期债务比为 0.20 倍，债务期限结构得以优化。

关 注

- 期间费用控制能力有待提升。2017 年，公司期间费用合计 33.12 亿元，占营业总收入的比重为 58.70%，较高的期间费用对其利润空间造成一定侵蚀，亦给期间费用管控能力带来压力。
- 产品降价的风险。随着国家医改体制的逐步深入，医保控费不断趋严、各省市招标降价持续推进、医保支付标准落地，公司药品价格或存在下降的风险，或对公司未来盈利水平造成影响。

分 析 师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

刘旭冉 xrlu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 6 月 11 日

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

募集资金使用情况

湖北济川药业股份有限公司公开发行可转换公司债券（以下简称“济川转债”）于 2017 年 11 月 13 日发行，票面利率第一年 0.2%、第二年 0.5%、第三年 0.8%、第四年 1.5%、第五年 6%，发行总额 84,316.00 万元，期限为 5 年，到期日为 2022 年 11 月 12 日，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。济川转债转股期为 2018 年 5 月 17 日至 2022 年 11 月 12 日，初始转股价格为 41.04 元，若公司发生派送红股、转增股本、增发新股、配股以及派发现金股利等情况，则转股价格相应调整。济川转债募集资金总额扣除承销费用后的净募集款项为 82,794.23 亿元，截至 2017 年末，公司已按照募集说明书上列明的用途使用募集资金 26,825.06 万元。

行业状况

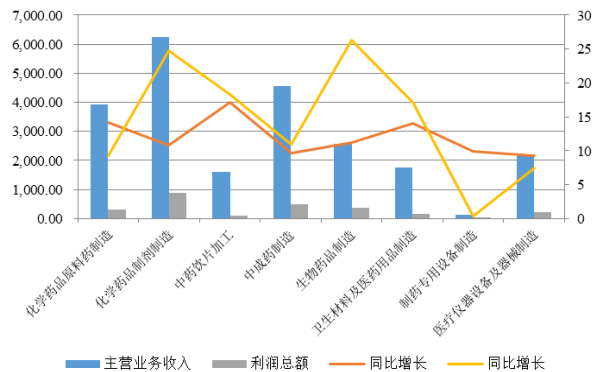
2017 年，医药制造行业延续企稳回暖的态势，行业的收入和利润均实现较快增长

2017 年，在创新政策扶持力度不断加大、市场需求依然强劲以及药品价格下降空间逐步收窄的影响下，医药制造行业延续企稳回暖的态势。根据国家统计局数据，2017 年医药制造业主营业务收入为 28,185.50 亿元，同比增长 12.5%；利润总额为 3,314.10 亿元，同比增长 17.8%，收入及利润总额增速分别较 2016 年同期上升 2.8 个百分点和 3.9 个百分点。从长期来看，在人口老龄化、居民医疗消费水平提高、医保覆盖率提高等因素的推动下，我国的医药行业仍具有较好的增长空间。

从医药制造子行业来看，根据工信部公布的 2017 年前三季度医药制造子行业的业绩显示，前三季度中药饮片行业收入保持了较高的增长速度，增速达 17.20%，其次是化学药品原料药、卫生材料及医药用品等；而化学药品制剂、中成药、制药专用设备、医疗仪器设备及器械制造均低于行业平均增速。从利润端情况看，生物药品行业受疫苗行业回暖的影响，刚需得以释放，同时流通渠道改革的完成带来利润的高速增长，全年增速为 26.26%，系利润总额增长最快的子行业。

图 1：2017 年前三季度医药制造子行业收入及利润增速

单位：亿元、%



资料来源：中华人民共和国工业和信息化部，中诚信证评整理

2017 年，我国继续推进仿制药的一致性评价；国家通过深化审评审批制度改革，鼓励药品创新，未来研发实力突出的制药企业有望保持其竞争优势

近年来为提升国产制药水平，提高国产药品的有效性和安全性，国家在存量药品方面推进仿制药一致性评价，鼓励企业研发创新。2016 年 3 月国务院印发《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，提出进行一致性评价来提高仿制药质量；2017 年 12 月 29 日，CFDA 公布了首批通过一致性评价品种名单，共 17 个品规获批，通过仿制药一致性评价的品种将在采购、医保及生产等方面享受支持。通过一致性评价，行业集中度将得以提升。

2017 年 10 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》，从改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力、加强组织实施六大方面提出 36 条具体意见。同月，CFDA 发布《中华人民共和国药品管理法修正案（草案征求意见稿）》，将 MAH 写入法律并要求全面落实，MAH 可在一定程度上缓解目前“捆绑”管理模式下出现的问题，从源头上抑制制药企业的低水平重复建设，提高新药研发的积极性。

医保控费及医保目录方面，2017 年 1 月，国家发改委、卫计委、人社部三部委联合下发《关于推进按病种收费工作的通知》；2017 年 6 月，国务院办公厅又下发了《关于进一步深化基本医疗保险支

付方式改革的指导意见》，要求从 2017 年起，全面推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式。2017 年底，安徽、山西等多个省份陆续出台政策，按病种付费试点范围扩展明显提速。医保目录方面，2017 年 2 月，人社部发布新版医保目录，随后确定 44 个纳入医保目录谈判范围的医药名单；4 月，人社部发布《关于公开征求建立完善基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录动态调整机制有关意见建议的通知》，医保药品目录将进入动态调整阶段，常态化、动态化的医保用药准入退出机制，是新版医保目录的一大亮点，这将推动制药企业更关注产品的疗效、安全性与经济性之间的考量。

随着“两票制”在全国各省的全面推行，医药流通行业集中度将得以提升

医药流通方面，2017 年，“两票制”在各省全面推进，截至 2017 年末，福建、安徽、青海、重庆、上海等 20 个省份已经开始执行，2018 年初，广西、贵州、湖北、江西、宁夏、西藏、新疆和北京 8 个省/直辖市开始执行。此外，广东、河南、云南、甘肃将于 2018 年年内全面推行“两票制”。“两票制”的执行可最大限度压缩药品流通环节的长度和宽度，通过减少层层加价来降低药品价格，并通过加强对药品的监督来保障用药安全；医药流通行业领先的企业可通过资金优势、规模效益以及更健全的销售网络取得更大的优势，行业集中度将得以提升。

中诚信证评认为，一致性评价的推进与创新药研发的鼓励政策，对国产制药水平的提升有着重要的意义，研发实力突出的企业将保持其竞争优势。医保控费目标的建立及医保目录的动态调整政策，将对制药企业产品的疗效及经济性提出更高的要求。此外，随着“两票制”在全国各省的陆续执行，医药流通行业的集中度将得以提升。

业务运营

公司主要从事药品的研发、生产和销售。公司产品产品线主要围绕儿科、呼吸、消化等领域，其中核心产品蒲地蓝消炎口服液（独家剂型）、雷贝

拉唑钠肠溶胶囊和小儿豉翘清热颗粒等在各自的细分领域市场占有率位居行业前列。

公司主要业务板块包括医药工业和医药商业，得益于核心业务板块的较好发展，2017 年公司实现营业总收入 56.42 亿元，同比上升 20.61%，其中医药工业板块实现营业收入 54.27 亿元，同比增长 20.38%，占营业总收入的 96.19%，较上年下降 0.19 个百分点；医药商业板块实现营业收入 2.06 亿元，同比增长 28.21%，占营业总收入的 3.65%。分行业来看，2017 年公司清热解毒类产品收入 24.81 亿元，同比增长 16.17%，占营业收入比重 43.98%；消化类产品收入 12.52 亿元，同比增长 14.68%，占营业收入比重为 22.20%；儿科类产品收入 9.04 亿元，同比增长 34.75%，占营业收入比重为 16.03%。此外，蛋白琥珀酸铁口服溶液依托公司营销网络发展势头良好。

表 1：2016~2017 年公司各业务板块收入构成

单位：亿元、%

业务板块	2016		2017	
	营业收入	占比	营业收入	占比
医药工业	45.09	96.38	54.27	96.19
医药商业	1.61	3.43	2.06	3.65
其他	0.09	0.19	0.09	0.16
合计	46.78	100.00	56.42	100.00

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

跟踪期内，公司坚持“大品种战略”，核心产品销量保持快速增长，其产能利用率较高，产销情况良好，收入规模持续增长

医药工业方面，公司拥有江苏泰兴和陕西杨凌两个生产基地，具有清热解毒类、消化类、儿科类、呼吸系统类、心脑血管类、镇痛麻醉类和妇科类等多个药品大类、10 余个剂型、200 余个规格的药品生产资质。2017 年，公司继续实施大品种战略，强化了清热解毒类产品蒲地蓝消炎口服液、消化类产品雷贝拉唑钠肠溶胶囊和儿科类产品小儿豉翘清热颗粒三大核心品种的战略地位，核心产品均保持快速增长以及市场领先规模优势，占有率不断提高，品种规模不断提升。

销售方面，公司继续积极布局中西医药、中药日化、中药保健三大领域，深入推进品牌建设战略

规划，加快医院、OTC、诊所、商超全渠道市场开发，持续提升产品销售规模。具体来看，蒲地蓝消炎口服液实现销量 75,344 万支，同比上升 19.86%，产销比为 104.53%；雷贝拉唑钠肠溶胶囊实现销量 20,734 万粒，同比上升 21.22%，产销比为 91.67%；小儿豉翘清热颗粒实现销量 19,742 万袋，同比上升 20.53%，产销比为 103.70%。2017 年公司三大核心品种合计销售收入占当期主营业务收入的 77.08%，较上年小幅下降 0.65 个百分点，仍处于核心地位。

表 2：2017 年公司核心产品销售情况

单位：亿元

产品	销量	增幅	产销比
蒲地蓝消炎口服液（万支）	75,344	19.86%	104.53%
雷贝拉唑钠肠溶胶囊（万粒）	20,734	21.22%	91.67%
小儿豉翘清热颗粒（万袋）	19,742	20.53%	103.70%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售区域方面，2017 年公司各区域营业收入均较上年有所增长，其中华北及华东区域营业收入合计占比为 63.08%，较上年下降 1.51 个百分点，仍为公司最主要的销售区域。同期，西南区域营业收入同比增长 38.72%，为公司收入规模增长最快的区域，主要系公司的核心产品蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊、小儿豉翘清热颗粒等继续保持快速增长所致。

表 3：2016~2017 年公司主营业务销售区域分布情况

单位：亿元、%

区域	2016		2017	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
东北	2.92	91.12	3.56	89.30
华北	8.85	89.89	10.85	88.51
华东	21.31	79.53	24.69	80.14
华南	2.97	87.96	3.77	88.92
华中	5.20	91.92	6.61	89.99
西北	3.16	89.82	3.70	88.23
西南	2.28	88.92	3.16	87.01
合计	46.69	85.29	56.33	84.99

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

生产方面，公司通过严格的质量管理规范，对产品从采购、生产、检验、储存、运输等各个环节严格把关，持续推进精细化的生产管理。2017 年，公司完成了固体二车间（颗粒剂）、固体五车间（片

剂、硬胶囊剂）、中药二车间（中药前处理及提取）的 GMP 认证工作。

2017 年，由于三大核心产品销售规模均有所提升，其当年产量亦随之增长。2017 年公司蒲地蓝消炎口服液生产线产能提升 27.99%至 78,800 万支，当年实际产量为 78,619 万支，产能利用率 99.77%；雷贝拉唑钠肠溶胶囊产能稳定在 17,400 万粒，产量提升 3.36%至 19,007 万粒，产能利用率 109.24%；小儿豉翘清热颗粒产能提升 10.41%至 25,880 万袋，产量升至 20,473 万袋，产能利用率 79.11%。

表 4：2016~2017 年公司核心产品产能及产量情况

产品	2016		2017	
	产能	产量	产能	产量
蒲地蓝消炎口服液（万支）	61,566	63,196	78,800	78,619
雷贝拉唑钠肠溶胶囊（万粒）	17,400	18,389	17,400	19,007
小儿豉翘清热颗粒（万袋）	23,440	16,480	25,880	20,473

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，医药商业方面，公司以全资子公司江苏济源医药有限公司、济川药业集团药品销售有限公司为平台，从事药品的配送、批发和零售，销售公司及其他企业的医药产品。2017 年公司医药商业业务取得较好的销售业绩，全年实现收入 2.06 亿元，同比上升 28.21%，占营业收入比重为 3.65%，目前公司该板块业务规模较小，但为公司营业收入形成一定补充。此外，随着国家医改体制的逐步深入，医保控费不断趋严、各省市招标降价持续推进、医保支付标准落地，公司药品价格或存在下降的风险。

2017 年公司继续较大研发投入，提升竞争实力；此外，未来随着在建项目的投产，公司经营业绩有望保持增长

在建项目方面，截至 2017 年末，公司主要有开发区项目、3 号液体楼新建（含高架库）项目、杨凌医药生产基地建设项目等在建制药项目。其中开发区项目主要为生产蒲地蓝消炎口服液、蛋白琥珀酸铁口服溶液的前序工艺，不产生成品；3 号液体楼新建（含高架库）项目主要产品有蒲地蓝消炎口服液和健胃消食口服液等；杨凌医药生产基地建

设项目主要产品有妇炎舒胶囊、甘海胃康胶囊、心欣舒胶囊和黄龙咳喘胶囊等。随着以上项目的建设，公司后期的生产能力将大幅提升，为其业务扩张奠定了良好的基础。

表 5：截至 2017 年末公司主要在建制药生产基地情况

项目	产品名称	单位	产能
开发区项目	蒲地蓝浸膏（蒲地蓝消炎口服液）	为生产蒲地蓝消炎口服液、蛋白琥珀酸铁口服溶液的前序工艺，不产生成品	
	黄芩苷粗品（蒲地蓝消炎口服液）		
	川芎清脑颗粒浸膏		
	蛋白琥珀酸铁		
3 号液体楼新建（含高架库）项目	蒲地蓝消炎口服液	万盒	9,000
	健胃消食口服液	万盒	3,000
杨凌医药生产基地建设项目	妇炎舒胶囊	亿粒	6.20
	甘海胃康胶囊	亿粒	3.20
	心欣舒胶囊	亿粒	1.02
	黄龙咳喘胶囊	亿粒	0.76

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2017 年末，公司上述主要在建制药项目计划投资金额 15.21 亿元，已投资 9.63 亿元，尚需投资 5.58 亿元。未来随着新生产基地的陆续投产，公司在医药研发及生产方面将进一步增强，公司经营业绩有望保持增长。

表 6：截至 2017 年末公司主要在建项目情况

单位：万元			
项目	拟投资总额	2017 年末累计投资	尚需投资额
开发区项目	65,000.00	55,860.61	9,139.39
3 号液体楼新建（含高架库）项目	30,000.00	26,462.29	3,537.71
杨凌医药生产基地建设项目	57,114.13	13,999.37	43,114.76
合计	152,114.13	96,322.27	55,791.86

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

研发方面，2017 年公司继续加大科研投入，当年研发投入总额为 1.95 亿元，较上年增长 34.48%，占当年营业收入的 3.46%。2017 年，公司成立了研发管理委员会，对研发管理体系进行了重新梳理，搭建组织架构、优化管理流程、重构考核机制、淘汰落后项目，集中研发资源，聚力突破一批重点在研项目；同时，2017 年公司上海研究院建设正式启动，建成后将成为公司高端药物研发平台和高端研发人才基地。

表 7：2016~2017 年公司研发费用投入情况表

	2016	2017
研发人员数量（人）	351	370
研发人员数量占比（%）	6.86	5.91
研发费用投入（亿元）	1.45	1.95
研发费用占营业收入比（%）	3.11	3.46

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2017 年公司的药品注册申报和临床研究工作有序推进，当年公司获得了养阴清胃颗粒的生产批件；获得了依维莫司片（5mg、10mg）、枳朴润肠胶囊、展筋活血膏的临床试验批件；完成了左乙拉西坦注射液、小儿豉翘清热糖浆、黄龙咳喘糖浆的申报。同时，公司积极推进相关产品的一致性评价工作进程。截至 2017 年末，公司药品在研项目中获得临床试验批件 13 项，进入 BE 试验 3 项，II 期临床 3 项，III 期临床 8 项，申报生产 16 项。专利方面，2017 年公司获得 6 项专利，包括一种雌二醇透皮喷雾剂及其制备方法（201310208939.2）、一种治疗更年期综合症的药物（201410159677.X）、一种治疗湿热瘀滞型慢性前列腺炎的中药组合物（201310567469.9）等。

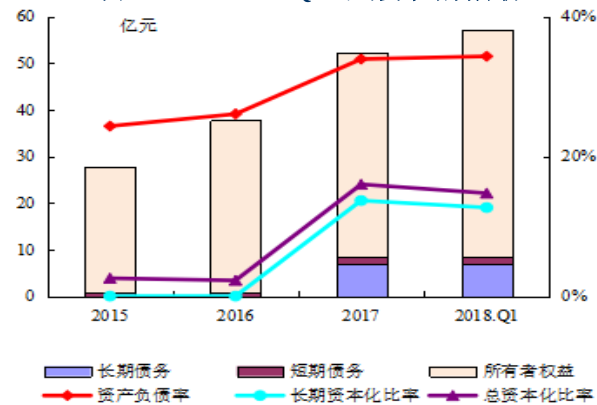
财务分析

下列分析主要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 2015~2017 年审计报告及公司提供的未经审计的 2018 年一季度财务报表。

资本结构

跟踪期内，公司业务规模持续增长，资产及负债规模较上年末均有所上升，截至 2017 年末，公司总资产为 66.63 亿元，同比增长 33.58%；同期，公司负债总计为 22.61 亿元，同比增长 73.89%，主要系公司发行可转换公司债券所致。所有者权益方面，得益于留存收益的积累，自有资本实力不断夯实，截至 2017 年末公司所有者权益为 44.02 亿元，较上年末增长 19.37%。另截至 2018 年 3 月末，公司总资产增至 74.14 亿元，所有者权益为 48.69 亿元。

图 2：2015~2018.Q1 公司资本结构分析



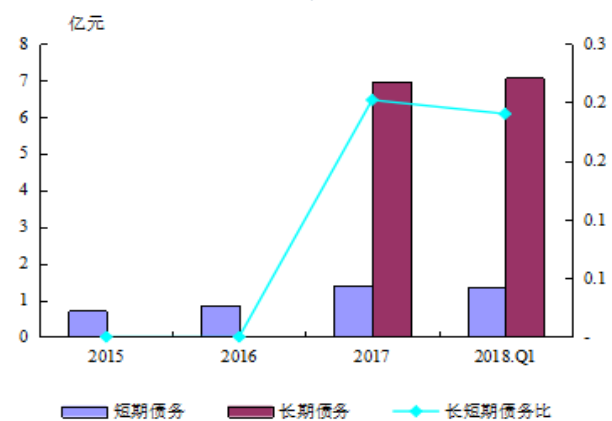
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产结构方面，截至 2017 年末，公司流动资产和非流动资产分别为 37.14 亿元和 29.49 亿元，占总资产的比重分别为 55.74%和 44.26%，公司流动资产占总资产的比重较上年末增加 0.38 个百分点。流动资产方面，公司流动资产主要由货币资金、应收账款和其他流动资产构成。具体来看，2017 年末公司货币资金 9.52 亿元，同比增长 6.88%；应收账款 16.87 亿元，同比增长 26.63%，其中账龄在 1 年以内的应收账款占比达 97.61%，应收账款前五名客户合计占比为 5.82%，集中度较低；其他流动资产 6.90 亿元，同比增加 219.11%，主要系跟踪期内暂时闲置募集资金理财余额增加所致。非流动资产方面，公司非流动资产以固定资产和在建工程为主，2017 年末固定资产为 16.53 亿元，同比增长 15.47%，主要系房屋及建筑物和机器设备等；在建工程较上年末增长 155.92%至 6.67 亿元，主要系跟踪期开发区项目、东厂区 3 号液体楼和杨凌医药生产基地等在建工程项目投资增加所致。

负债结构方面，公司负债主要由应付账款、其他应付款及债务构成。截至 2017 年末，公司应付账款为 4.63 亿元，同比上升 8.55%；其他应付款为 6.26 亿元，同比增长 23.76%，主要系风险责任金及应付报销款。债务规模方面，截至 2017 年末公司总债务为 8.39 亿元，同比上升 887.64%，其中长期债务大幅上升至 6.98 亿元，主要为本期公司发行可转换公司债券 8.43 亿元，扣除溢折价摊销，确认应付债券金额 6.98 亿元。同期末，公司长短期债务比为 0.20 倍，2018 年 3 月末进一步降至 0.19 倍，公司债务期限结构持续优化。

财务杠杆比率方面，截至 2017 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 33.93%和 16.01%，较 2016 年末分别上升 7.87 个百分点和上升 13.76 个百分点，公司财务杠杆水平持续上升，但仍处于合理水平。截至 2018 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化率分别为 34.33%和 14.73%。

图 3：2015~2018.Q1 公司债务结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，随着业务规模的扩大，公司资产及负债规模均有所上升，财务杠杆有所提高，但仍处于合理水平，公司财务结构依然稳健；同时受益于可转债发行，公司债务期限结构得到优化。

盈利能力

跟踪期内，公司收入规模持续增长，2017 年公司取得营业总收入 56.42 亿元，同比上升 21.28%。分业务板块来看，医药工业业务仍为公司主要的收入来源，医药商业板块发展势头良好，在总收入中占比逐年增加。2017 年公司医药工业实现营业收入 54.27 亿元，较上年增长 20.38%，占当年营业总收入的 96.19%，较上年下降 0.19 个百分点；同期末，公司医药商业实现营业收入 2.06 亿元，较上年增长 28.31%，占当年营业总收入的 3.65%，较上年提升 0.22 个百分点。

毛利率方面，2017 年公司营业毛利率为 84.95%，较上年小幅下降 0.29 个百分点，仍处于较高水平。分板块来看，2017 年公司医药工业毛利率同比小幅下降 0.47 个百分点至 87.54%，维持在较高水平；医药商业方面，2017 年医药商业业务毛利率为 17.78%，同比上升 8.75 个百分点。2018 年 1~3 月，公司营业毛利率为 84.67%，较 2017 年末小幅下滑 0.28 个百分点。

期间费用方面，随着业务规模的增长，2017年公司销售费用持续增长，主要为市场推广费用的增加。2017年，公司销售费用达29.41亿元，同比增长17.30%；同期管理费用为3.81亿元，同比增长12.59%，主要为技术开发费和职工薪酬的增加；同期财务费用为-0.10亿元，基本维持上年水平，主要为利息收入的增加。2017年，公司期间费用合计33.12亿元，占营业总收入的比重为58.70%，较上年下降1.93个百分点，但仍维持在较高水平。2018年1~3月，公司三费合计12.22亿元，占营业收入比重为57.44%，公司期间费用控制能力仍有待提升。

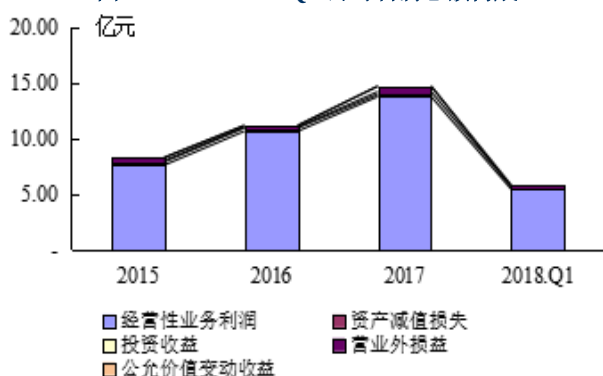
表 8：2015~2018.Q1 公司期间费用分析

	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用（亿元）	20.45	25.07	29.41	11.08
管理费用（亿元）	3.18	3.38	3.81	1.11
财务费用（亿元）	-0.05	-0.09	-0.10	0.03
三费合计（亿元）	23.58	28.36	33.12	12.22
营业总收入（亿元）	37.68	46.78	56.42	21.28
三费收入占比（%）	62.59	60.64	58.70	57.44

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额情况来看，公司2017年利润总额为14.36亿元，同比上升31.95%，主要由经营性业务利润构成。受益于收入规模的增长，2017年公司实现经营性业务利润13.72亿元，同比增长29.40%。此外，2017年公司资产减值损失和营业外损益分别为0.20亿元和0.67亿元。综上，2017年公司取得净利润12.24亿元，同比增长30.99%，所有者权益收益率为27.81%，较上年上升2.47个百分点。

图 4：2015~2018.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于大品种战略的实施，2017

年公司收入规模保持稳步增长，医药工业板块毛利率维持在较高水平，整体具备很强的盈利能力。但公司期间费用占营业收入比重维持高位，其期间费用管控能力仍有待加强。

偿债能力

随着业务规模的扩张，公司营运资金需求增加，导致债务规模有所上升。截至2017年末，公司总债务为8.39亿元，同比上升887.64%，主要系公司于2017年11月发行的可转换公司债券致使债务增长。截至2017年末，公司长短期债务比为0.20倍，2018年3月末进一步降至0.19倍，公司债务期限结构持续优化。

获现能力方面，2017年公司EBITDA为15.95亿元，同比增长32.25%，主要系利润总额增加所致；EBITDA/营业总收入为28.27%，其获现能力仍较强。从主要偿债指标来看，受总债务规模大幅上升影响，2017年公司总债务/EBITDA升至0.53倍，EBITDA利息保障倍数降至292.05倍，但EBITDA对债务本息的覆盖程度仍然很强。

现金流方面，2017年公司经营活动产生现金净流入为11.89亿元，同比增长30.19%，主要系公司当年销售情况良好，销售回笼增加所致。2017年公司经营活动净现金/利息支出降至217.65倍，经营活动净现金/总债务降至1.42倍，但公司经营性净现金流较为充裕，对债务本息的保障能力仍然很强。

表 9：2015~2018.Q1 公司部分偿债能力指标

财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
总债务（亿元）	0.71	0.85	8.39	8.41
EBITDA（亿元）	9.14	12.06	15.95	-
资产负债率（%）	24.34	26.07	33.93	34.33
长期资本化比率（%）	-	-	13.68	12.68
总资本化比率（%）	2.56	2.25	16.01	14.73
EBITDA 利息倍数（X）	406.56	10,776.38	292.05	-
总债务/EBITDA（X）	0.08	0.07	0.53	-
经营净现金流/总债务（X）	9.05	10.75	1.42	2.61
经营活动净现金/利息支出（X）	287.13	8,158.33	217.65	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家金融机构保持着良

好的合作关系，进一步增强了对偿债的保障程度。截至 2018 年 4 月 30 日，公司已获得银行共计 4.50 亿元的授信额度，其中未使用授信额度为 3.06 亿元，备用流动性充足。

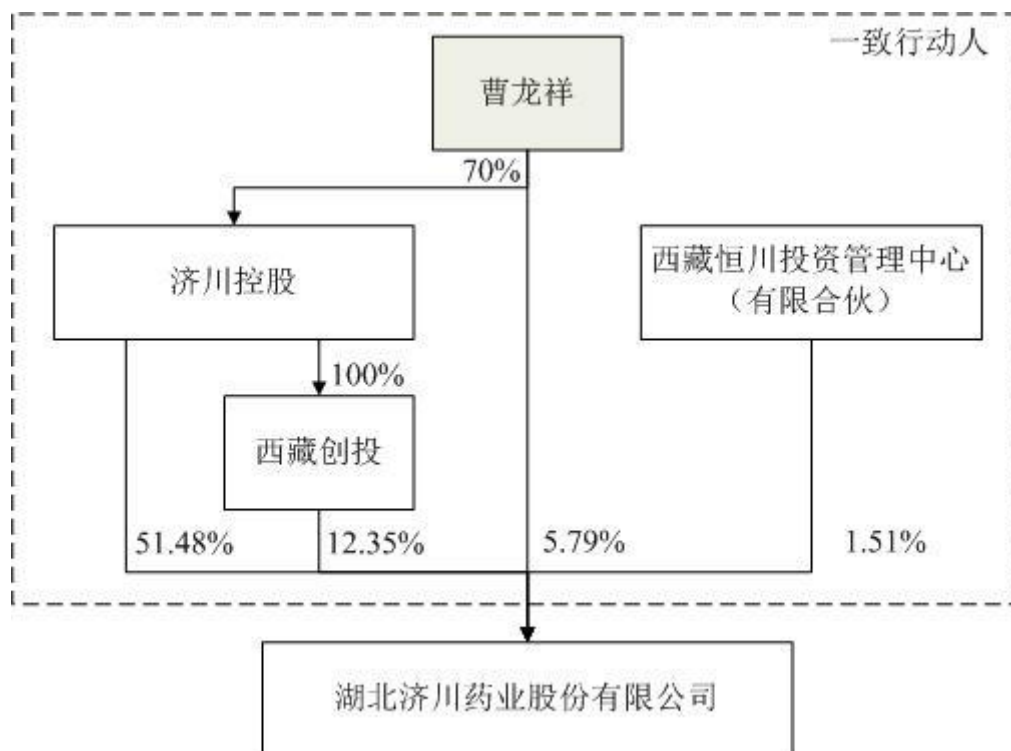
或有负债方面，截至 2018 年 3 月 31 日，公司无对外担保余额。此外，公司无重大对外诉讼等或有负债事项。

综合而言，2017 年公司债务规模大幅上升，财务杠杆水平持续提升，但仍处于合理水平。同时，考虑到公司收入规模的持续提升和较高的毛利水平，其盈利能力及获现能力很强，经营性净现金流较为充裕，对债务本息的覆盖程度很高，公司整体偿债能力依然很强。

结 论

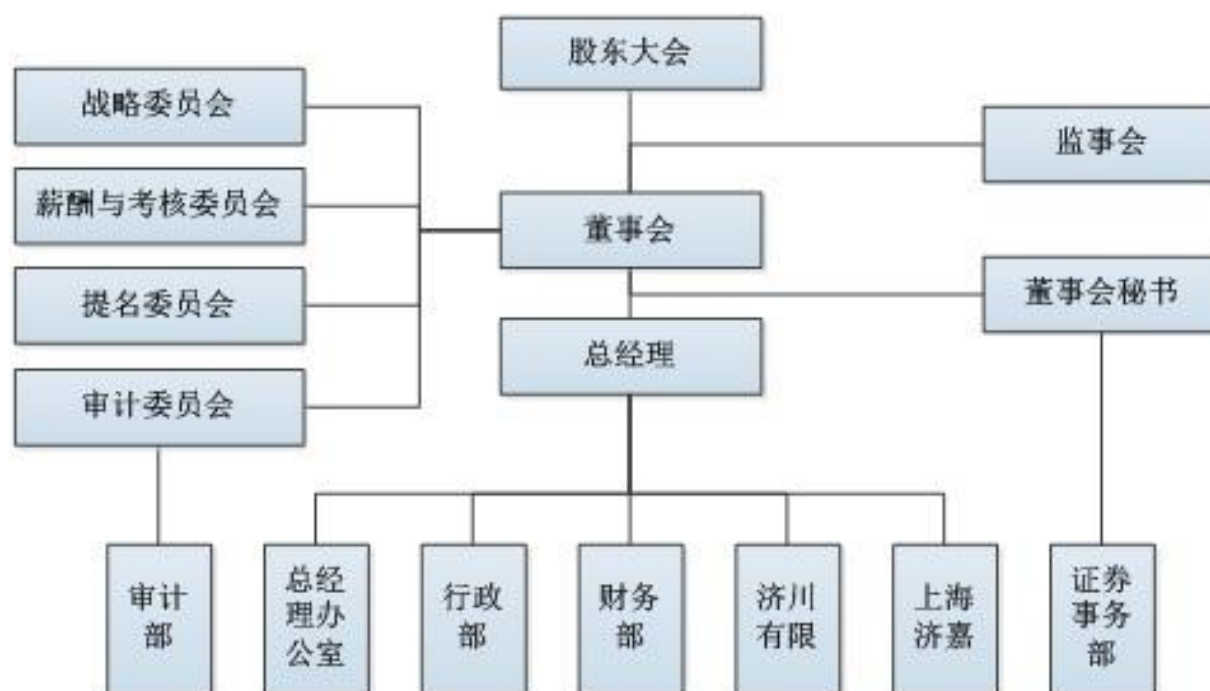
综上，中诚信证评维持湖北济川药业股份有限公司主体信用等级 **AA**，评级展望稳定；维持“湖北济川药业股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级 **AA**。

附一：湖北济川药业股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：湖北济川药业股份有限公司组织架构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：湖北济川药业股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	27,046.13	89,032.18	95,161.03	140,346.52
应收账款净额	109,919.46	133,200.24	168,665.72	207,569.92
存货净额	17,064.94	20,440.18	24,242.09	18,289.31
流动资产	171,777.17	276,103.19	371,351.98	439,520.16
长期投资	3,750.00	4,356.73	4,326.42	4,321.00
固定资产合计	135,425.72	169,244.04	232,030.26	237,892.62
总资产	358,542.21	498,761.16	666,254.48	741,370.77
短期债务	7,131.35	8,493.42	14,096.95	13,443.87
长期债务	-	-	69,787.34	70,688.75
总债务（短期债务+长期债务）	7,131.35	8,493.42	83,884.29	84,132.62
总负债	87,259.19	130,010.35	226,073.41	254,506.33
所有者权益（含少数股东权益）	271,283.02	368,750.81	440,181.07	486,864.44
营业总收入	376,783.64	467,789.16	564,200.91	212,760.51
三费前利润	311,377.44	389,705.70	468,449.52	176,037.45
投资收益	1,227.56	850.61	683.97	719.00
净利润	68,311.92	93,436.48	122,394.83	46,683.37
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	91,396.47	120,611.23	159,506.89	-
经营活动产生现金净流量	64,547.52	91,309.54	118,875.04	54,967.24
投资活动产生现金净流量	-42,331.61	-39,443.12	-124,071.29	-9,762.95
筹资活动产生现金净流量	-59,592.99	8,144.24	13,300.49	-18.81
现金及现金等价物净增加额	-37,377.09	60,010.66	8,104.24	45,185.49
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	84.34	85.24	84.95	84.67
所有者权益收益率（%）	25.18	25.34	27.81	38.35
EBITDA/营业总收入（%）	24.26	25.78	28.27	-
速动比率（X）	1.84	2.07	2.33	2.39
经营活动净现金/总债务（X）	9.05	10.75	1.42	2.61
经营活动净现金/短期债务（X）	9.05	10.75	8.43	16.35
经营活动净现金/利息支出（X）	287.13	8,158.33	217.65	-
EBITDA 利息倍数（X）	406.56	10,776.38	292.05	-
总债务/EBITDA（X）	0.08	0.07	0.53	-
资产负债率（%）	24.34	26.07	33.93	34.33
总资本化比率（%）	2.56	2.25	16.01	14.73
长期资本化比率（%）	-	-	13.68	12.68

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2018 年第一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务等指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。