

# 跟踪评级公告

联合[2018]874号

陕西必康制药集团控股有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**陕西必康制药集团控股有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”**

**陕西必康制药集团控股有限公司公开发行的“15 必康债”的债券信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监

二零一八年六月十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 陕西必康制药集团控股有限公司 公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA

评级展望：稳定

上次评级结果：AA

评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 必康债	8 亿元	5 年	AA	AA	2017 年 6 月 23 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 13 日

主要财务数据

项 目	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	135.73	153.41
所有者权益 (亿元)	30.73	39.18
长期债务 (亿元)	30.43	30.60
全部债务 (亿元)	61.87	67.17
营业收入 (亿元)	24.05	42.09
净利润 (亿元)	7.05	8.71
EBITDA (亿元)	10.21	11.35
经营性净现金流 (亿元)	13.57	-1.68
营业利润率 (%)	61.30	35.28
净资产收益率 (%)	25.35	24.91
资产负债率 (%)	77.36	74.46
全部债务资本化比率 (%)	66.81	63.16
流动比率 (倍)	1.02	0.66
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.17	0.17
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.37	5.90
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.28	1.42

注：本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异，EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，陕西必康制药集团控股有限公司（以下简称“陕西必康”或“公司”）作为一家现代化大型医药制药企业，在市场定位、产品种类、营销模式等方面仍然具备一定的竞争优势；2017 年，得益于新增的医药商业业务，公司资产及收入规模均有所增长，整体经营情况较稳定。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司在建项目资金支出压力较大、债务集中偿还压力很大、医药生产业务收入下滑、医药商业业务毛利率较低、大额应收账款对公司资金形成一定占用等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着山阳基地建成投产及医药商业板块并入后对公司营销水平的全面整合，公司收入规模及盈利水平有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望“稳定”；同时维持“15 必康债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 跟踪期内，公司收入及资产规模有所增长，整体经营情况稳定。

2. 跟踪期内，公司新增医药商业业务，有望与原有的医药工业业务形成良好的协同效应。

关注

1. 跟踪期内，公司新增医药商业业务毛利率很低，大幅拉低了公司综合毛利率水平；经营活动现金流转为净流出，收入质量明显下滑；大额应收账款对公司资金形成一定占用。

2. 公司在建项目规模较大，资金支出压力较大，投产日期多次变更，未来收益具有一定的不确定性。

3. 公司债务负担较重，债务到期集中度

高，集中偿还压力很大。

### 分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

范 琴

电话：010-85172818

邮箱：fanq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

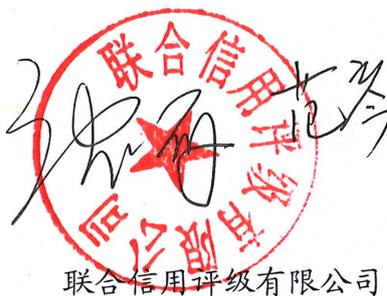
本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

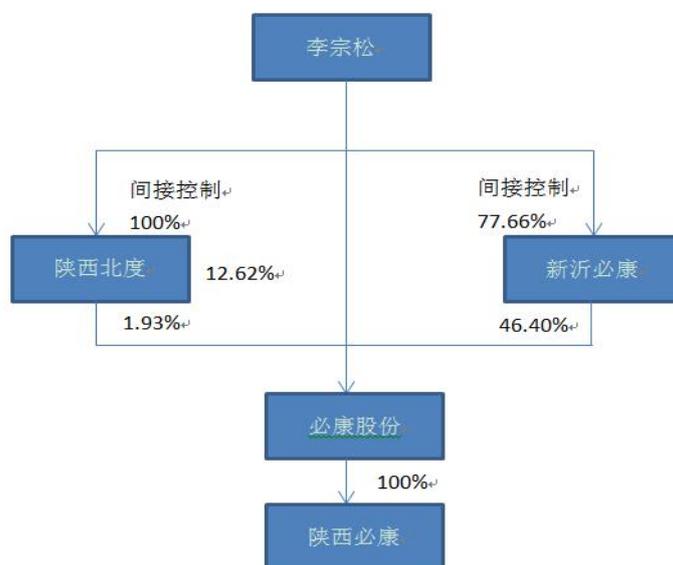
## 一、主体概况

陕西必康制药集团控股有限公司（以下简称“陕西必康”或“公司”）前身为陕西必康制药有限责任公司，2013年3月更为现名。公司初始注册资本总额为1,100万元，李宗松持股80%、谷晓嘉持股20%。

2015年12月，公司全体股东以其持有的陕西必康的股权用于认购江苏九九久科技股份有限公司（以下简称“九九久”）发行的股份，并于2015年12月15日在商洛市工商行政管理局完成了相关股权变更的工商登记手续。陕西必康成为九九久的全资子公司，九九久更名为江苏必康制药股份有限公司（股票简称：必康股份；股票代码：002411.SZ）。

截至2017年底，公司注册资本10.84亿元，必康股份持有公司100%的股权，为公司的控股股东；李宗松为公司的实际控制人。

图1 截至2017年底公司股权结构图



资料来源：联合评级整理

经营范围：中药材收购；大容量注射剂、小容量注射剂、片剂、颗粒剂、糖浆剂、软胶囊剂、软膏、乳膏、合剂、口服溶液、胶囊剂、中药饮片（直接口服饮片）的生产（药品生产许可证有效期至2020年12月31日）。

截至2017年底，公司下设财务部、资金部、质量部、生产基地等15个职能部门（详见附件1）；下设子公司16家；拥有员工共2,600人。

截至2017年底，公司合并资产总额153.41亿元，负债合计114.23亿元，所有者权益（含少数股东权益）39.18亿元，其中归属于母公司所有者权益37.38亿元。2017年，公司实现营业收入42.09亿元，净利润（含少数股东损益）8.71亿元，其中归属于母公司所有者净利润8.67亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.68亿元，现金及现金等价物净增加额-33.76亿元。

公司注册地址：陕西省山阳县城东；法定代表人：李宗松。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

根据中国证监会于 2015 年 11 月 25 日“证监许可[2015]2727 号”文核准。公司于 2015 年 12 月 7 日公开发行陕西必康制药集团控股有限公司 2015 年公司债券（以下简称“本次债券”）。本次债券募集资金 8 亿元，债券期限为 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，起息日为 2015 年 12 月 7 日。本次债券于 2015 年 12 月 31 日在上海证券交易所上市，债券简称为“15 必康债”，债券代码为“136070.SH”。本次债券发行利率为 4.68%，采用单利按年计息，不计复利。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。

截至 2018 年 3 月 31 日，公司累计使用募集资金 791,991,872.00 元，本次债券募集资金用途为补充流动资金，与募集说明书的承诺用途一致；累计支付手续费 1,266.00 元；累计收到银行利息收入 20,376.46 元；募集资金余额为 27,238.46 元（含存款利息）。“15 必康债”已于 2016 年 12 月 7 日支付第一期利息 3,744.00 万元，于 2017 年 12 月 7 日支付第二期利息 3,744.00 万元。

## 三、行业分析

公司所属行业为医药行业，具体业务内容涉及医药工业和医药商业。

医药行业与民众健康密切相关，是我国国民经济的重要组成部分。自新医改以来，在政策大力扶持、居民消费水平明显提高等因素的刺激下，我国医药产业处于行业发展成长期，未来发展潜力巨大，行业高增长和高收益性突出。进入 21 世纪以来，我国医药业行业保持快速增长势头，行业总产值增长率均高于同期 GDP 增长率。但受近两年药品降价、招标延缓、医保控费、新版 GMP 认证与公立医院规模限制等多重因素影响，基药红利效应逐渐消失，医药行业进入转型期，整体行业发展增速有所下降。

### 1. 医药工业

在收入规模及盈利方面，医药制造业受医保控费、药品招标降价、反商业贿赂等多重政策因素的影响，全行业整体的收入规模及盈利水平增速放缓，但由于支持药品需求的核心因素未发生改变，2017 年我国医药制造业仍维持了较高的景气度，实现主营业务收入 28,185.00 亿元，同比增长 12.50%；实现利润总额 3,314.10 亿元，同比增长 17.80%；行业毛利率为 32.41%，较上年 29.40%的毛利率水平上升 3.01 个百分点。未来由于国内和国际市场对药品市场需求和消费将继续增加，这将使得医药行业大力发展，在国民经济中的地位不断提升。

在原材料供应方面，随着 2015 年新版《中国药典》颁布以及药监部门检查频率的增加，能否采购到质量、含量合格的药材成为各大药企面临的共同难题，再加上需求支撑、恶劣天气、种植户减产等因素，使得 2016 年以来中药价格普遍上涨。依据中药材天地网显示，中药价格指数由 2016 年 1 月的 143.78 上涨至 2017 年 12 月的 165.43，同比上涨 7.3%。在具体中药材价格变化方面，三七（40 头）由 2017 年初的约 390~400 元/千克上涨至年底的 600 元/千克，党参（小条）由 2017 年初的 31 元/千克上涨至年底的 49 元/千克，太子参价格由 2017 年初的 40 元/千克上涨至年底的 85 元/千克。

价格方面，受需求支撑、原材料价格上涨等因素影响，2017 年以来我国中西药品及医疗保健用品零售价格呈上升趋势，截至 2017 年底，我国中西药品及医疗保健用品零售价格 PPI 为 102.7，较 2017 年初增长 2.10 个百分点。未来随着我国各省基药和非基药新一轮招标的全面启动、公立医院改革的全面推进，以及医保筹资压力的影响，我国药品价格将可能呈下降趋势。

总体看，2017年，我国医药行业整体收入规模仍在上涨，但增速已放缓；中药原材料价格普遍上涨；医药行业总体流通规模增速平缓上升；政策上的扶持力度也在增大；中西药品及医疗保健用品零售价格仍呈上升趋势。

## 2. 医药商业

随着医疗改革的推进和基本医保扩容所带来城乡居民用药需求的上升，我国药品流通市场规模继续保持高增长态势，但由于目前基本医保已对我国总人口形成大规模的覆盖，居民用药需求趋于稳定，致使我国药品流通市场增速放缓。

根据商务部发布的《2016年药品流通行业运行统计分析报告》，2016年药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回升。商务部药品流通统计系统数据显示，全国七大类医药商品销售总额18,393亿元，扣除不可比因素同比增长10.4%，增速较上年上升0.2个百分点。其中，药品零售市场3,679亿元，扣除不可比因素同比增长9.5%，增速同比上升0.9个百分点。按销售渠道分类，2016年对生产企业销售额60亿元，占销售总额的0.3%；对批发企业销售额7,520亿元，占销售总额的40.9%，同比下降0.9个百分点；对终端销售额10,813亿元，占销售总额的58.8%，同比上升0.6个百分点。其中，对医疗机构销售额7,673亿元，占终端销售额的71.0%；对零售终端和居民零售销售额3,141亿元，占终端销售额的29.0%。

2017年我国将深化医药卫生体制改革作为重点，继续深化公立医院改革、推进分级诊疗建设、推动药品价格“透明化”，国务院常务会议提出，全面推进公立医院药品集中采购，建立药品出厂价格信息可追溯机制，推行从生产到流通和从流通到医疗机构各开一次发票的“两票制”，使中间环节加价透明化，新型营销体系建设将增加药品生产企业的资金投入，缺乏上游品种资源和下游终端资源的夹层经销商面临出局，医药商业集中度将有所提高。2017年的医改将重点强调“医疗、医药、医保”的三医联动系列改革，招标新政、医保控费、药价开发、市场监管趋严等政策，将会对医药市场药品销售结构产生重大影响。

近年来，药品流通企业顺应医药健康需求，积极探索“互联网+”商业模式，努力开拓医药电商市场，与拥有流量优势的阿里巴巴、腾讯、百度、京东等互联网公司跨界融合、整合资源，对行业格局变革带来深刻影响。目前，国内医药电商模式层出不穷，且深入到医药的全产业链过程，其中B2C最多，B2B发展较慢，O2O尚处于探索之中。据国家食品药品监督管理总局统计，截至2017年1月，拥有互联网交易资质的企业合计为834家，企业数量同比增长40.17%。虽然医药电子商务整体销售收入占药品流通市场的比重不高，但其销售增速不断提高，随着未来“互联网+”政策的进一步落实，未来医药电子商务的发展潜力巨大。

总体看，随着我国医疗卫生体系的逐步完善，居民用药需求的增长趋于稳定，药品流通市场销售增速有所放缓，行业发展产生较大压力，促使行业内企业对经营模式进行调整，并推动电子商务和医药流通行业合作发展。

受各地医保控费政策、招标政策的影响、新型医药电商的发展，我国医药行业总体流通规模增速平缓上升。2017年，我国七大类医药商品销售总额约2.15万亿元，同比增长16.7%。随着医疗行业发展格局与模式转变，医疗供应链管理服务迅速升级，我国公共医疗投入力度加强，我国人口老龄化和城镇化等带来的市场刚需，均可对医药行业销售规模的发展提供持续支持。

总体看，医药流通行业仍处于增长期。

### 3. 行业政策

医改是影响整个医药行业的关键因素。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。医疗改革涉及公立医院改革、鼓励社会办医等多项内容；药品改革涉及药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容。

表 1 2017 年以来医药体制改革主要政策

时间	政策	主要内容	影响
2017年2月	国务院办公厅《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明；食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强有关税务数据的共享	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展
2017年2月	人社部《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2017年版)的通知》	西药和中成药部分共收载药品 2,535 个，较 2009 年版目录增幅约 15.4%，其中西药部分 1,297 个，中成药部分 1,238 个(含民族药 88 个)；经过专家评审同步确定了 45 个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品	对辅助用药限制明显，对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展
2017年2月	国务院《“十三五”国家药品安全规划》	维护公众健康，保障公众需求；鼓励研发创新，提高产品质量；加强全程监管，确保用药安全有效	进一步深化药品审批改革，提升监管水平
2017年7月	全国人民代表大会常务委员会《中华人民共和国中医药法》	中国首部《中医药法》，明确了中医药事业的重要地位和发展方针，提出建立符合中医药特点的管理制度，加大对中医药事业的扶持力度，坚持扶持与规范并重，加强对中医药的监管，同时加大对中医药违法行为的处罚力度	《中医药法》将党和国家的中医药方针政策上升为国家意志，为扶持和促进中医药事业发展提供了坚实保障。 《中医药法》将中医药事业发展经费纳入财政预算，并且打开医保大门，有力推进中医药产业振兴；将中医诊所由现行的许可管理改为备案管理，改变了以行政审批方式管理中医诊所的模式；提升中医药事业的市场化程度
2017年10月	中共中央办公厅和国务院办公厅联合印发《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、加强组织实施六方面提出 36 条具体意见	继 2015 年 8 月《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》之后，又一个深化药品医疗器械审评审批制度改革的纲领性文件
2018年4月	国务院办公厅《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	从仿制药研发、治疗疗效、支付三个层面提出框架性解决方案，鼓励仿制药研发，为通过一致性评价工作的仿制药产品后续落地提供了采购、医保、税收、宣传等方面的支持	可视为仿制药改革的顶层文件，最终目的是加快国产优质仿制药的进口替代，再次强调“进一步加快推进仿制药一致性评价，鼓励具备条件的各类机构参与”

资料来源：联合评级整理

总体看，2017 年以来，医药行业政策导向为加快药品审批，简化药品流通过程，强调药品安全，首部《中医药法》的颁布明确了中医药的产业地位。

### 4. 未来发展

未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求，同时，随着生产端去产能和消费端调结构的各项政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升。对于有新产品纳入新版医保目录的医药制造企业来说，销售增长可期；两票制、医药分家、阳光采购等医药流通领域的政策有

可能传导至上游制造行业，为做大收入同时提高终端控制力度，医药综合类企业可能将加快医药流通业务的布局。

总体看，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

#### 四、管理分析

2017年，公司管理层人员无重大变动，主要管理制度连续，管理运作良好。

#### 五、经营情况

##### 1. 经营概况

2017年，公司营业收入为42.09亿元，同比增长74.98%，主要系公司布局医药商业领域，通过股权收购方式将必康润祥医药河北有限公司（以下简称“润祥医药”）和必康百川医药（河南）有限公司（以下简称“百川医药”）纳入合并范围所致；实现营业利润10.33亿元，同比增长28.22%；实现净利润8.71亿元，同比增长23.44%。

从收入构成来看，2017年公司业务结构变化较大，当年各剂型药品收入金额合计为23.08亿元，较上年下降3.27%，占营业收入的比例为54.82%，新增医药商业收入18.73亿元，占营业收入比例为44.51%。从各剂型药品来看，口服液产品较上年大幅增长60.38%至1.70亿元，主要系公司新增川贝枇杷糖浆等7种口服液产品<sup>1</sup>所致；其他各剂型产品收入金额均不同程度下滑。

从综合毛利率来看，2017年，除口服液及溶液剂毛利率分别大幅下降10.31个百分点和9.76个百分点外，其余各剂型药品毛利率；口服液及溶液剂毛利率下滑系产品价格下降所致；受新增毛利率较低（3.72%）的医药商业业务影响，公司综合毛利率大幅下降26.02个百分点至36.74%。

表2 2016~2017年公司营业收入情况（单位：亿元，%）

业务类型	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
片剂	8.23	34.23	62.53	7.16	17.01	63.06
胶囊	7.84	32.58	86.66	7.64	18.16	88.55
颗粒剂	5.47	22.74	28.81	5.10	12.11	32.76
针剂	--	--	--	0.13	0.31	35.68
口服液	1.06	4.41	60.59	1.70	4.03	50.28
散剂	--	--	--	0.08	0.18	55.48
溶液剂	1.26	5.52	70.17	1.27	3.02	60.41
医药商业	--	--	--	18.73	44.51	3.72
其它	0.19	0.52	27.94	0.28	0.67	-35.99
<b>合计</b>	<b>24.05</b>	<b>100.00</b>	<b>62.76</b>	<b>42.09</b>	<b>100.00</b>	<b>36.74</b>

资料来源：公司审计报告

总体看，2017年，受益于新增的医药商业业务，公司营业收入大幅增长，但医药商业业务毛利率很低，综合毛利率大幅降低。

<sup>1</sup> 川贝枇杷糖浆、复方大青叶合剂、健儿消食口服液、麻杏止咳糖浆、小儿止咳糖浆、养血安神糖浆、银翘解毒合剂。

## 2. 医药板块

### (1) 采购情况

公司仍采用“以产订采”的采购模式，付款方式为压批付款，滚动结算。原材料检验方面，材料进厂后，物料管理委员会同质保部依据“装箱单”核对材料名称、规格并清点数量；质保部针对不同批号进行抽样，并依据药典标准进行检验，根据检验结果出具检验报告；中药材现场进行药材性状的真伪鉴别，并出具检测报告；物料管理人员依据合格的检验报告办理入库手续。

公司原材料主要由中药材、辅料、包材构成，2017年占总成本的比重分别为45.45%、10.36%和43.06%，中药材和辅料占比分别下降13.80个百分点和3.28个百分点，包材占比上升17.96个百分点。

从采购量看，2017年，随着部分产品生产规模缩减及产品结构调整，中药材采购量同比下降33.69%至1.24万吨，辅料采购量同比下降28.81%至1.26万吨，包材采购量同比大幅下降40.97%至19.80亿个。

从采购价格看，除其他类原材料外，主要原材料采购均价均有所上涨，其中，受市场上中药材价格上涨影响，中药材和辅料采购均价分别同比增长12.80%和4.05%至28.65元/kg和6.43元/kg，包材价格大幅增长1.83倍至0.17元/个（包材规格变动较大，价格相应变动）。受上述因素影响，2017年公司整体采购成本同比略降2.50%至7.82亿元。

表3 2016~2017年公司原材料采购情况

原材料	2016年		2017年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价
中药材	1.87万吨	25.40元/kg	1.24万吨	28.65元/kg
辅料	1.77万吨	6.18元/kg	1.26万吨	6.43元/kg
包材	33.54亿个	0.06元/个	19.80亿个	0.17元/个
其他	2.59万吨	623.38元/吨	2.21万吨	400.00元/吨

资料来源：公司提供

从供应商集中度来看，2017年公司前五大供应商采购金额合计4.67亿元，同比增长4.94%，占采购总额的比重由51.66%小幅下降至49.17%，供应商集中程度仍属较高。未来若上游供应商出现断货情况，公司将面临原材料短缺风险。

表4 2017年公司前五大供应商情况（单位：亿元，%）

年份	供应商	采购金额	占采购总额的比重
2017年	供应商一	1.37	14.42
	供应商二	1.25	13.19
	供应商三	0.79	8.34
	供应商四	0.77	8.08
	供应商五	0.49	5.15
合计	--	4.67	49.17

资料来源：公司提供

总体看，2017年，公司主要原材料采购量明显下滑，采购均价有所上涨，其中包材成本大幅增长，不利于公司生产成本控制，原材料供应商集中度仍较高。

(2) 生产情况

2017年，公司仍采取“以销定产”的生产模式，依据下游需求变化，积极调整产品结构，集中资源发展安胃胶囊、八正片和补肾强身胶囊三种产品。产能方面，截至2017年底，公司胶囊（含软硬胶囊）理论产能仍为136,000万粒/年，山阳基地二期（制剂）完工后，大颗粒车间2017年2月GMP认证通过，产能扩张为480,000.00万袋/年，片剂理论产能仍为1,070,000万片/年，口服液理论产能仍为60,000万支/年，产能规模较2016年底无变化，能够满足公司生产销售需求。从产能利用率来看，2017年，公司胶囊产品产能利用率达到161.23%，较上年减少8.56个百分点；颗粒剂产能利用率较上年下降28.83个百分点至16.50%；片剂产能利用率下降4.70个百分点至51.87%；公司新增7种口服液产品，口服液产能利用率上升了6.54个百分点至9.86%。总体看，公司部分剂型产品产能利用率有待提升。

表5 2016~2017年公司各剂型产品产能情况

类别	项目	2016年	2017年
胶囊（含硬胶囊与软胶囊）	理论产能（万粒/年）	136,000.00	136,000.00
	产量（万粒）	230,919.05	219,277.01
	产能利用率（%）	169.79	161.23
颗粒剂	理论产能（万袋/年）	160,000.00	480,000.00
	产量（万袋）	72,524.85	79,197.47
	产能利用率（%）	45.33	16.50
片剂	理论产能（万片/年）	1,070,000.00	1,070,000.00
	产量（万片）	605,321.57	555,017.23
	产能利用率（%）	56.57	51.87
口服液	理论产能（万支/年）	60,000.00	60,000.00
	产量（万支）	1,991.25	5,915.50
	产能利用率（%）	3.32	9.86

资料来源：公司提供

注：上述理论产能系根据生产线关键设备的每小时产能，按照假设每天工作八小时，每年工作300天计算得出。实际生产过程中，受到生产线维护、生产品类切换等因素的影响，实际产能通常低于理论产能。

产量方面，公司各片剂、颗粒剂及胶囊剂产能均受限于上游提取产能，由于提取产能有限，2017年，公司根据市场需求及产能情况主动调整产品结构，调整部分产品生产规模，补肾强身胶囊的产量大幅下降24.61%至63,897.41万粒，主要系产品调价后需求短期下降所致；小儿化痰止咳颗粒产量大幅增长21.40%至2,587.32万粒，主要系市场需求旺盛所致，其余产品变化幅度较小。公司八种主要产品的产量情况如下表所示。

表6 2016~2017年公司主要八类产品产量情况

产品	单位	2016年	2017年
风痛宁片	万片	36,588.24	34,017.12
小儿化痰止咳颗粒	万袋	2,131.32	2,587.32
银翘解毒颗粒	万袋	5,592.96	5,184.45
小儿感冒颗粒	万袋	42,063.67	42,020.54
五酯软胶囊	万粒	14,609.16	14,877.65
安胃胶囊	万粒	131,557.82	140,501.95
八正片	万片	36,031.78	33,712.13
补肾强身胶囊	万粒	84,752.06	63,897.41

资料来源：公司提供

总体看，公司产能及产量较为稳定，受市场需求变动影响，公司调整生产结构，以生产胶囊、颗粒和片剂为主。

(3) 销售情况

从销量看，小儿化痰止咳颗粒销量增长 20.50%至 2,596.92 万粒，主要系市场需求增长所致；补肾强身胶囊销量下降 24.61%至 63,897.41 万粒，主要系产品调价后需求短期下滑所致；风痛宁片下降 9.10%至 33,210.72 万粒，银翘解毒颗粒销量下降 7.09%，八正片销量下滑 5.82%，均主要系主要产品共用上游提取产能，公司为确保高毛利率产品的供给量，对产品结构进行调整所致。其余产品略有下降或增长，但幅度不大。从产销率看，2017 年公司各类产品产销率均达到 90%以上，公司产销情况较好。

表 7 2016~2017 年公司产品销量及产销率情况

产品	单位	2016 年		2017 年	
		销量	产销率	销量	产销率
风痛宁片	万片	36,536.40	99.86	33,210.72	97.63
小儿化痰止咳颗粒	万袋	2,155.20	101.12	2,596.92	100.37
银翘解毒颗粒	万袋	5,675.40	101.47	5,272.92	101.71
小儿感冒颗粒	万袋	42,056.93	99.98	42,032.02	100.03
五酯软胶囊	万粒	14,581.08	99.81	14,905.73	100.19
安胃胶囊	万粒	131,378.11	99.86	139,068.86	98.98
八正片	万片	35,888.69	99.60	33,801.22	100.26
补肾强身胶囊	万粒	84,752.06	100.00	63,897.41	100.00

资料来源：公司提供

从产品价格看，2017 年，除补肾强身胶囊价格大幅增长 38.97%至 4,198.43 元/万粒外，其余产品价格基本都有所下滑，主要系“两票制”后，部分区域中标价格有所下降所致。补肾强身胶囊价格大幅增长主要系原材料价格上涨，加之竞品涨价，公司主动上调售价所致。

表 8 2016~2017 年公司主要产品的价格情况（单位：元）

主要产品	单位	2016 年	2017 年
风痛宁片	每万片	6,833.39	6,699.10
小儿化痰止咳颗粒	每万袋	7,828.64	7,796.38
银翘解毒颗粒	每万袋	5,101.23	5,072.65
小儿感冒颗粒	每万袋	6,029.29	5,950.64
五酯软胶囊	每万粒	16,817.62	16,509.97
安胃胶囊	每万粒	2,165.24	2,135.91
八正片	每万片	6,771.23	6,698.95
补肾强身胶囊	每万粒	3,021.02	4,198.43

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，公司销售模式为下游商业公司买断模式，但由于产品种类丰富，下游合作商业公司较多，客户集中度较低。2017 年主要合作客户有陕西御隆药业有限责任公司、南京健耀医药贸易有限公司和重庆奥克大华医药有限公司等，账期一般在 3~4 个月，均以银行电汇方式结算，销售渠道畅通。2017 年公司前五大客户集中度由 2016 年的 18.69%下降至 16.31%，客户集中度进一步下降，处于较低水平。

表 9 2017 年公司前五大客户情况 (单位: 亿元, %)

年份	销售客户	销售金额	占销售总额比重
2017 年	销售客户一	3.41	8.1
	销售客户二	1.00	2.37
	销售客户三	0.89	2.13
	销售客户四	0.81	1.92
	销售客户五	0.75	1.79
合计	--	6.87	16.31

资料来源: 公司提供

总体看, 公司主要产品价格基本稳定; 由于产品结构调整, 各产品销量变化较大; 下游商业公司买断模式确保了公司销售渠道的畅通, 客户集中度仍较低。

### 3. 医药商业

跟踪期内, 公司通过股权收购的方式将润祥医药和百川医药纳入合并范围, 着手布局医药商业板块。润祥医药和百川医药均为区域知名医药商业企业, 主营业务为医药贸易批发, 经营范围广、终端渗透能力强、覆盖范围广, 其中百川医药是区域唯一一家具有毒麻药品经营资质的商业公司, 为公司在医药商业的布局取得了良好的开端。2017 年, 公司实现医药商业收入 18.73 亿元, 毛利率为 3.72%。

### 4. 重大项目

截至 2017 年底, 公司主要在建项目合计计划投资额 164.70 亿元, 已投资额 81.82 亿元, 2018~2019 年投资计划分别为 55.88 亿元和 27.18 亿元, 存在较大的资金支出压力。

公司重大的在建项目为“制药生产线技改搬迁项目”, 该项目建设地位于江苏新沂经济开发区, 项目建设规划占地面积约 544.86 亩, 项目建设按照 GLP、GCP、GMP、GSP 标准, 建设内容主要涉及生产车间、危险品仓库、蒸汽分配站及配套设施用房的建设; 生产设备的购置、安装与调试; 厂区围墙、道路、绿化、管网等室外公用工程; 预计总投资 46.52 亿元, 其中, 建设投资 43.05 亿元, 铺底流动资金 3.47 亿元。根据公司的投资计划, 项目所需资金由建设单位自筹解决 40% 以上, 即项目资本金率不低于 40%。截至 2017 年底, 公司对该项目已投入 32.32 亿元, 尚需投入 14.20 亿元。项目预计于 2018 年 8 月建成。项目建成后预计可达到年产医疗器械 (一次性输液器、无菌手套等) 3,320 万袋 (盒), 片剂 23,220 万瓶 (袋), 颗粒剂 2,900 万盒, 硬胶囊剂 4,200 万盒 (瓶), 口服液、外用液体 3,750 万瓶 (盒), 糖浆剂 2,160 万瓶 (盒), 软膏 400 万支, 软胶囊剂 5,000 万盒, 眼科用药 24,500 万盒, 中药提取 6,600 吨, 激素 (针剂、滴眼剂) 3,500 万盒, 大输液 3,150 万瓶, 小容量注射剂 2,500 万盒, 西林瓶冻干、粉针针剂 160 万支, 预充填针剂 320 万支的生产规模。考虑到 2017 年公司颗粒、片剂和口服液产能利用率较低, 在建工程完工后产能增大, 公司部分产品剂型存在产能过剩风险。

山阳基地三期项目建设地位于陕西省山阳县, 项目总投资 50.00 亿元。项目占地面积 860 亩, 总建筑面积 31.8 万平方米。主要建设中成药数字工厂 50,000 平方米, 植物提取中心 12,000 平方米, 大数据中心 4,000 平方米, 中药材战略储备库 45,000 平方米, 中医药研发中心 64,000 平方米, 智能物流中心 100,000 平方米, 中医智慧体验中心 33,000 平方米及其他相关配套设施 10,000 平方米, 购置安装生产线、仓储、物流及大数据交易设备 11,000 多台 (套)。项目于 2016 年 10 月开

工建设。C区中药数字工厂、智能萃取中心主体钢构已建设完成，并完成了楼梯间及周边砖墙砌体及外墙粉刷，办公大楼桩基施工中，餐饮中心基础施工完毕。A区B区回填碾压中。项目预计2019年10月建设完成，2019年投产。

表10 截至2018年3月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划投资额	截至2017年底已投资额	未来投资计划			预计完工时间
			2018年	2019年	2020年	
制药生产线技改搬迁	46.52	32.32	14.20	--	--	2018.08
山阳基地二期（制剂）	4.8	4.99	--	--	--	已完工
山阳基地提取扩建	4.87	3.80	1.07	--		已完工，GMP认证中
山阳基地三期（中药材储备库暨大数据平台）	50.00	17.26	20.00	12.74	--	2019.10
必康大健康智慧体验培训中心	43.00	18.56	10.00	14.44	--	2019.10
必康工业云数据中心	7.00	3.05	3.95	--	--	2018.10
必康大健康彩印包装	2.84	0.69	2.14	--	--	2018.10
年产6800吨高强高模聚乙烯纤维扩建项目	5.67	1.15	4.52	--	--	--
<b>合计</b>	<b>164.70</b>	<b>81.82</b>	<b>55.88</b>	<b>27.18</b>	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司目前在建项目投资规模较大，未来资金支出压力很大，公司投资战略激进，使公司的流动性风险大幅增加。

#### 5. 经营效率

2017年，合并医药商业业务后，公司应收账款周转次数由2016年的5.84次下降至3.24次；存货周转次数由2016年的12.84次略降至12.19次；总资产周转次数由2016年的0.26次略有提升至0.29次。

总体看，2017年，公司经营效率有所下降。

#### 6. 经营关注

##### （1）药品业务下滑

2017年公司药品制造业务收入下滑，部分产品产销量价格均降低；并购医药商业业务后综合毛利率大幅降低。

##### （2）在建项目体量较大，存在一定的资金压力

公司在建项目投资规模较大，截至2017年底，在建项目预计仍需投资82.88亿元，未来面临较大的资金支出压力。

##### （3）产品生命周期风险

药品是特殊商品，其研制开发周期较长，生命周期受疗效、毒副作用、人体耐药性以及新一代产品面市等诸多因素的影响，从总体上看，药品的生命周期呈缩短趋势。同时，国家医保目录调整将带来市场竞争格局的变化，导致市场竞争变化的不确定性，也会给公司的增长带来不确定性。

#### 7. 未来发展

医药商业方面，在继续提升医药工业竞争优势的基础上，公司在2018年将大力发展医药商业，

通过并购优质的区域性医药商业标的，迅速形成覆盖范围广、终端渗透能力强、经营品规丰富的商业体系，与医药工业形成良性协同。

药品业务方面，积极调整产品结构，充分释放产能。2018年，公司将在积极开拓市场渠道的同时，把握医药产业政策红利的市场机遇，运用公司产品在研发技术、质量、品牌、渠道、规模等方面的竞争优势，同时利用公司拟开展的建设项目为契机，积极调整产品结构、生产线结构，充分调动各分子公司的生产能力，以销定产，以产促销，努力扩展公司产品市场份额，提升公司整体盈利能力。

市场拓展方面，2018年，公司将继续深化专业化营销模式，提升精准服务水平。在公司发展战略的指导下，强化人才培养和营销团队建设、建立标准流程、突出核心产品、主抓连锁开发、深耕基层市场的营销思路，认识医药行业的变化，把握好医药改革带来的新机遇。

总体看，公司战略发展规划较为激进，可实施性一般。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的2016~2017年财务报表已由瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并对出具了标准无保留的审计意见。公司执行财政部2006年2月15日颁布的《企业会计准则》及其后颁布的相关规定（“新会计准则”）的要求。2017年根据修订后的《企业会计准则第16号—政府补助》，与企业日常活动相关的政府补助按照经济业务实质计入其他收益或冲减相关成本费用，与企业日常活动无关的政府补助计入营业外收支；公司对2017年1月1日存在的政府补助采用未来适用法处理，对2017年1月1日前发生的政府补助不予追溯调整。2017年会计政策变更对公司净利润无实质影响。

从合并范围变化来看，2017年，公司合并范围内子公司新增2家，分别为润祥医药和百川医药。截至2017年底，公司合并报表的子公司共16家，尽管合并范围变化不大，但由于新并入子公司收入规模及毛利率水平与公司原有医药工业业务相差较大，对其财务数据可比性有一定影响。

截至2017年底，公司合并资产总额153.41亿元，负债合计114.23亿元，所有者权益（含少数股东权益）39.18亿元，其中归属于母公司所有者权益37.38亿元。2017年，公司实现营业收入42.09亿元，净利润（含少数股东损益）8.71亿元，其中归属于母公司所有者净利润8.67亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.68亿元，现金及现金等价物净增加额-33.76亿元。

### 2. 资产质量

截至2017年底，公司资产总额153.41亿元，较年初增长13.03%，主要为非流动资产规模增长所致。资产总额中，流动资产和非流动资产分别占比35.25%和64.75%，非流动资产占比较年初提升20.34个百分点，资产结构变为以非流动资产为主。

#### （1）流动资产

截至2017年底，公司流动资产合计54.08亿元，较年初下降28.33%，主要系货币资金及其他流动资产减少所致；主要由货币资金（占比24.54%）、应收账款（占比33.62%）、存货（占比6.64%）和其他流动资产（占比31.49%）构成。

截至2017年底，公司货币资金13.27亿元（其中银行存款10.36亿元），较年初下降70.12%，主要系公司及下属子公司建设项目支付工程款及公司下属子公司南通必康新宗医疗服务发展有限公司（以下简称“必康新宗”）支付特许经营权费所支付的现金增加所致。使用受限的货币资金合

计2.91亿元，占比为21.93%；其中0.14亿元为长期借款保证金，其余为承兑汇票保证金。

截至2017年底，公司应收账款账面价值为18.18亿元，较年初增长1.92倍，主要系并表润祥医药和百川医药，及公司开拓市场为新增客户铺底销售所致。公司已对应收账款计提坏账准备1.06亿元，计提比例5.50%，计提较为充分。从账龄结构上看，应收账款1年以内占比89.36%，账龄较短；按年末余额计，前五名合计占比27.00%，集中度较上年有所下降。

截至2017年底，公司存货账面价值为3.59亿元，较年初增长4.22倍，主要系并表润祥医药和百川医药所致。公司计提跌价准备合计567.79万元，计提比例1.56%，计提比例很低。

截至2017年底，公司其他流动资产为17.03亿元（其中银行理财16.51亿元），较年初下降27.07%，主要系银行理财到期赎回所致。

## （2）非流动资产

截至2017年底，公司非流动资产合计99.33亿元，较年初增长64.79%，主要来自在建工程、无形资产和其他非流动资产的增长。公司非流动资产主要由在建工程（占比66.33%）、无形资产（占比6.56%）和其他非流动资产（占比15.02%）构成。

截至2017年底，公司在建工程合计65.89亿元，较年初增长38.46%，主要系随着必康新沂开发区综合体工业厂房、山阳三期工程、山阳二期扩建及嘉安双子座工程项目推进，资金投入增加所致。

截至2017年底，公司无形资产6.52亿元，较年初大幅增长2.42倍，主要系并表润祥医药和百川医药、及必康新宗特许经营权增加所致。

截至2017年底，公司其他非流动资产14.92亿元，较年初大幅增长1.21倍，主要系预付工程款增加所致。

截至2017年底，公司受限制资产账面价值合计为12.70亿元，占总资产比例为8.28%；其中2.91亿元为银行长期借款保证金和承兑保证金，0.25亿元为库存商品，8.51亿元为在建工程，0.69亿元为无形资产，其余为固定资产。

总体来看，截至2017年底，公司资产规模有所增长，非流动资产占比提升，货币资金和银行理财有所减少，应收账款占比大幅上升，对公司资金形成较大占用；非流动资产在建工程大幅增长，资产流动性较上年有所下降，整体资产质量有待提高。

## 3. 负债和所有者权益

### （1）负债

截至2017年底，公司负债合计114.23亿元，较年初增长8.79%，主要来自流动负债的增长，其中流动负债和非流动负债分别占比72.00%和28.00%，负债结构较年初变化不大。

截至2017年底，公司流动负债合计82.24亿元，较年初增长10.81%，主要来自于应付账款的增加，公司流动负债主要由应付账款（占比9.89%）和其他应付款（占比72.26%）构成。

截至2017年底，公司应付账款合计8.13亿元，较年初大幅增长88.14%，主要系并表润祥医药和百川医药所致，其中材料款4.52亿元，商品款3.28亿元，工程款0.19亿元，其余为设备款。从账龄上看，超过一年的重要应付账款为0.34亿元，占比很低。

截至2017年底，公司其他应付款为59.43亿元（其中关联方款项往来53.04亿元，债务部分30.00亿元已经记入短期债务），较年初下降4.99%。从账龄看，超过一年的重要其他应付款为0.22亿元，占比很低。

截至2017年底，公司非流动负债合计31.99亿元，较年初增长3.93%，主要来自于长期借款的

增长；主要为长期借款（占比8.49%）和应付债券（占比87.18%）。

截至2017年底，公司长期借款2.72亿元，较年初增长1.17倍，系新增2.17亿元信用借款所致。

截至2017年底，公司应付债券为27.89亿元，为陕西必康制药集团控股有限公司2015年公司债券（简称“15必康债”，到期日2020年12月6日，当前余额8.00亿元，下一行使回售权日为2018年12月7日）和陕西必康制药集团控股有限公司2016年非公开发行公司债券（简称“16必康债”，已到期偿还）。

截至2017年底，公司全部债务合计67.17亿元，较年初增长8.57%，主要来自短期债务的增长，其中短期债务36.57亿元，较年初增长16.34%，主要系新增短期借款及应付票据增加所致；长期债务30.60亿元、较年初增长0.55%，短期债务和长期债务分别占比54.44%和45.56%。截至2017年底，公司资产负债率为74.46%，较年初下降了2.90个百分点；全部债务资本化比率为63.16%，较年初下降3.65个百分点；长期债务资本化比率为43.86%，较年初下降5.90个百分点。公司整体债务规模扩大，但整体债务负担有所减轻。

总体看，截至2017年底，公司债务规模有所扩大，以长期债务为主，负债结构变化不大；但受并购业务影响，债务负担有所减轻。

#### （2）所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益合计39.18亿元，较年初增长27.48%，主要系未分配利润增长所致。截至2017年底，公司所有者权益中归属于母公司的所有者权益为37.38亿元，少数股东权益为1.80亿元。归属于母公司的所有者权益中实收资本10.84亿元（占比28.99%），资本公积6.06亿元（占比16.22%），盈余公积4.99亿元（占比13.34%），未分配利润15.49亿元（占比41.45%）。公司所有者权益中，未分配利润占比上升了12.58个百分点，权益结构稳定性有所下降。

总体看，截至2017年底，公司所有者权益有所增长，权益结构稳定性有所下降。

#### 4. 盈利能力

2017年，由于并表润祥医药和百川医药，公司实现营业收入42.09亿元，同比增长74.98%；公司营业成本相应增至26.83亿元，同比增长2.00倍；实现利润总额10.29亿元，同比增长21.99%；实现净利润8.71亿元，同比增长23.44%。

期间费用方面，2017年公司期间费用总额5.03亿元，同比下降28.53%，主要系销售和财务费用减少所致。公司费用构成中，销售费用占比70.29%，管理费用占比30.51%。2017年，公司销售费用为3.53亿元，同比下降20.15%，主要系公司调整与优化营销体系后，薪酬福利、业务招待费及市场推广费减少所致；管理费用为1.53亿元，同比基本持平；财务费用为-402.08万元，主要系当年度公司收到政府贴息补助，冲减本年利息支出0.90亿元所致。2017年，公司费用收入比较上年大幅下降17.30个百分点至11.95%，公司费用控制能力有所增强。

2017年，公司投资收益为0.76亿元，同比大幅增长75.84%，主要系购买理财产品取得的收益增加所致，投资收益占营业利润的比例为7.40%；营业外收入为721.93万元，同比下降84.07%，主要系政府补助大幅减少所致，营业外收入占利润总额的比例为0.70%。公司盈利对非经常性损益依赖度较低。

在盈利能力指标方面，受并表润祥医药和百川医药影响，公司2017年营业利润率由上年的61.30%大幅下降至35.28%，总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别较上年降低6.77个百分点、3.16个百分点和0.44个百分点，分别为9.00%、7.28%和24.91%。

总体看，2017年，受并表润祥医药和百川医药影响，公司收入规模大幅增长，盈利能力有所下降；费用控制能力有所增强。

#### 5. 现金流

从经营活动来看，2017年，公司经营活动流入现金42.07亿元，同比增长42.05%；公司经营活动流出现金43.75亿元，同比增长1.73倍，均主要系新增医药商业业务所致。受上述因素影响，2017年公司经营活动现金由净流入转为净流出1.68亿元；现金收入比为97.81%，较上年下降21.94个百分点，收入实现质量下滑明显。

从投资活动来看，2017年，公司投资活动流入现金153.48亿元，同比增长2.17倍；公司投资活动流出现金193.33亿元，同比增长1.08倍；均主要为购买或赎回理财产品造成的现金流动。受上述因素影响，2017年公司投资活动产生的现金流量净流出39.85亿元，净流出额同比下降10.22%。

从筹资活动来看，2017年，公司筹资活动流入现金为12.29亿元，同比下降84.00%，主要系发行债券收到的现金减少、及关联方资金往来减少所致。公司筹资活动流出现金4.53亿元，同比下降56.43%，主要系偿还债务支付的现金减少所致。受上述因素影响，2017年公司筹资活动产生的现金流量净额为7.77亿元，同比下降88.31%。

总体看，2017年，公司经营活动现金净额转为流出，收入实现质量下滑；投资活动净流出额有所下降，筹资活动现金净流入额大幅减少，公司未来融资压力较大。

#### 6. 偿债能力

从短期偿债指标看，由于流动资产增速不及流动负债增速，截至2017年底，公司流动比率由年初的1.02倍下降至0.66倍，速动比率由年初的1.01倍下降至0.61倍。受货币资金大幅减少及应付票据迅速增加影响，2017年公司现金短期债务比由上年的1.41倍大幅下滑至0.37倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度仍较强，公司短期偿债能力仍很强。

从长期偿债能力指标看，2017年，公司EBITDA为11.35亿元，同比增长11.16%，主要系利润总额增加所致。2017年，公司EBITDA由折旧（占比4.72%）、摊销（占比2.50%）、计入财务费用的利息支出（占比2.15%）和利润总额（占比90.63%）构成。2017年，公司EBITDA利息倍数由上年的4.37倍上升至5.90倍，EBITDA全部债务比仍为0.17倍，EBITDA对全部债务的保障能力基本不变，仍处于较强水平。

截至2018年3月底，公司无对外担保事项和重大未决诉讼事项。

截至2018年3月底，公司共获得银行授信额度9.69亿元，已使用授信额度5.99亿元，未使用授信额度3.70亿元，融资渠道有待拓宽。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1061102400000240R），截至2018年5月2日，公司已还清的债务信息概要中，存在26笔不良及关注类贷款信息记录。未结清的信贷信息记录概要中无不良或关注类信贷信息。

总体看，公司现金类资产规模下降明显，长短期偿债能力均有所下滑，且面临一定的集中偿还压力。

### 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017年底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达13.44亿元，约为“15必康债”债券本金（8.00亿元）的1.68

倍，公司现金类资产对本次债券的覆盖程度较高；净资产达39.18亿元，约为债券本金（8.00亿元）的4.90倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15必康债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司 EBITDA 为11.35亿元，约为债券本金（8.00亿元）的1.42倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动产生的现金流入42.07亿元，约为债券本金（8.00亿元）的5.26倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内知名医药生产企业之一，核心产品的市场竞争力强，在行业地位、业务规模、营销渠道和盈利能力等方面具有的优势，公司对“15必康债”债券的偿还能力仍然很强。但如果“15必康债”在2018年内全额回售，届时公司将面临一定的集中偿付压力。

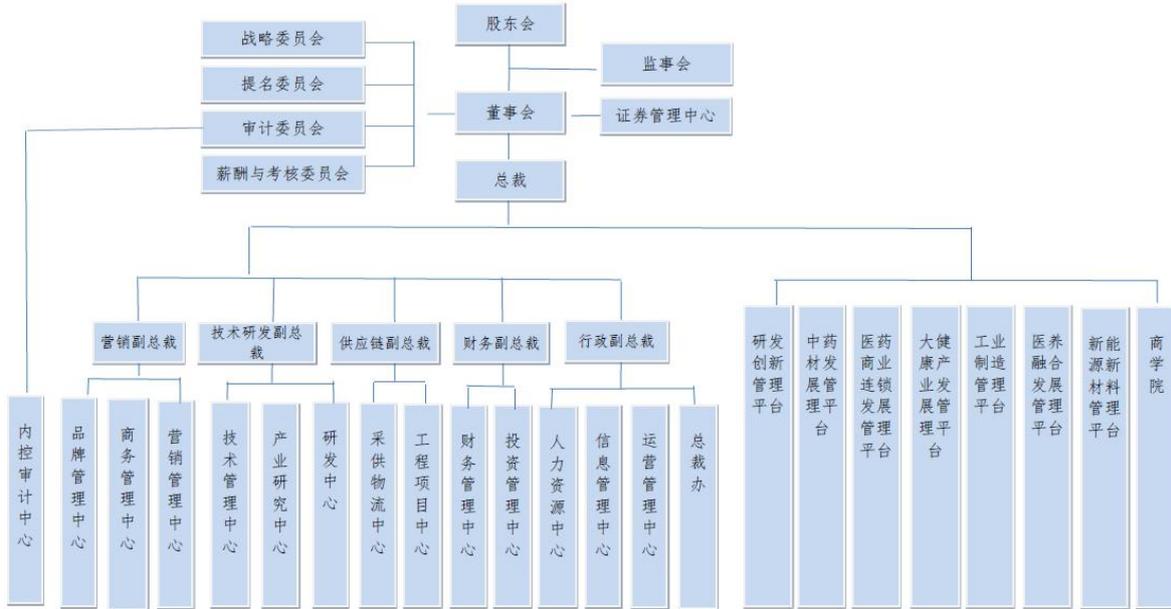
## 八、综合评价

作为一家现代化大型医药制药企业，在市场定位、产品种类、营销模式等方面仍然具备一定的竞争优势；2017年，得益于新增的医药商业业务，公司资产及收入规模均有所增长，整体经营情况较稳定；同时，联合评级也关注到在建项目资金支出压力较大、债务集中偿还压力很大、医药生产业务收入下滑、医药商业业务毛利率较低、大额应收账款对公司资金形成一定占用等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着山阳基地建成投产及医药商业板块并入后对公司营销水平的全面整合，公司收入规模及盈利水平有望进一步提升。

基于对公司主体及公司债券偿还能力的综合评估，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；“15必康债”的债项信用等级为“AA”。

## 附件 1 陕西必康制药集团控股有限公司 组织结构图



## 附件 2 陕西必康制药集团控股有限公司 主要财务指标

项 目	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	135.73	153.41
所有者权益 (亿元)	30.73	39.18
短期债务 (亿元)	31.43	36.57
长期债务 (亿元)	30.43	30.60
全部债务 (亿元)	61.87	67.17
营业收入 (亿元)	24.05	42.09
净利润 (亿元)	7.05	8.71
EBITDA (亿元)	10.21	11.35
经营性净现金流 (亿元)	13.57	-1.68
应收账款周转次数 (次)	5.84	3.24
存货周转次数 (次)	12.84	12.19
总资产周转次数 (次)	0.26	0.29
现金收入比率 (%)	119.75	97.81
总资本收益率 (%)	15.77	9.00
总资产报酬率 (%)	10.44	7.28
净资产收益率 (%)	25.35	24.91
主营业务毛利率 (%)	62.76	36.39
营业利润率 (%)	61.30	35.28
费用收入比 (%)	29.25	11.95
资产负债率 (%)	77.36	74.46
全部债务资本化比率 (%)	66.81	63.16
长期债务资本化比率 (%)	49.76	43.86
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.37	5.90
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.17	0.17
流动比率 (倍)	1.02	0.66
速动比率 (倍)	1.01	0.61
现金短期债务比 (倍)	1.41	0.37
经营现金流流动负债比率 (%)	18.29	-2.04
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.28	1.42

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本次公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。