

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（2021）

项目负责人：李傲颜 ayli@ccxi.com.cn

项目组成员：田梦婷 mtian@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021年06月15日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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和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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 0654 号

湖北济川药业股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“济川转债”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月十五日

评级观点：中诚信国际维持湖北济川药业股份有限公司（以下简称“济川药业”或公司）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“济川转债”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了公司良好的外部发展环境，核心产品竞争实力很强，资本结构稳健，偿债能力强等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力保障。同时，中诚信国际关注到公司产品收入集中度高，核心产品收入下滑，期间费用控制能力有待提升等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

济川药业（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	77.97	86.65	105.16	111.31
所有者权益合计（亿元）	54.58	61.04	77.63	82.02
总负债（亿元）	23.40	25.60	27.53	29.29
总债务（亿元）	7.11	7.27	7.07	8.18
营业总收入（亿元）	72.08	69.40	61.65	19.16
净利润（亿元）	16.88	16.23	12.77	4.39
EBIT（亿元）	20.11	19.24	15.17	5.13
EBITDA（亿元）	21.89	21.59	18.05	--
经营活动净现金流（亿元）	17.09	21.48	17.82	7.28
营业毛利率(%)	84.79	84.00	81.67	83.23
总资产收益率(%)	27.81	23.37	15.81	18.97*
资产负债率(%)	30.00	29.55	26.18	26.31
总资本化比率(%)	11.53	10.64	8.35	9.07
总债务/EBITDA(X)	0.33	0.34	0.39	--
EBITDA 利息倍数(X)	64.11	70.24	54.64	--

注：1、中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理；2、带*指标经过年化处理。

正面

- **外部发展环境良好。**国家医药卫生体制改革推进，政府投入加大，使得医药市场总量扩容，为公司发展提供了良好的外部环境。
- **核心产品保持很强的竞争实力。**公司主要产品蒲地蓝消炎口服液、小儿豉翘清热颗粒、雷贝拉唑钠肠溶胶囊市场占有率位

同行业比较

2020 年部分医药制造企业主要指标对比表

公司名称	过亿产品个数	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	期间费用率(%)	总资产（亿元）	资产负债率(%)
太极集团	19	112.08	0.66	42.33	144.86	78.15
济川药业	7	61.65	12.77	56.70	105.16	26.18

注：“太极集团”为“重庆太极实业（集团）股份有限公司”简称；太极集团过亿产品个数为 2019 年数据。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债务融资工具情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
济川转债	AA	AA	2020/05/12	8.43	6.31	2017/11/13~2022/11/13	回售、赎回

于行业前列，且销售收入均超过 5 亿元，具有较高的市场地位。

- **资本结构稳健，偿债能力强。**受益于非公开发行股票及利润累积，公司资本实力不断增强，资本结构稳健，财务杠杆率维持较低水平，且债务规模小，偿债能力强。

关注

- **产品收入集中度高，核心产品销售收入下滑。**公司收入主要来源于三大核心产品，其销售波动对公司收入和盈利影响较大。2020 年受新冠疫情期间医院门诊量下降等影响令部分主要产品销售收入下滑。此外，蒲地蓝消炎口服液尚未进入国家医保目录，其未来收入变化情况需持续关注。

- **期间费用控制能力有待提升。**公司销售费用规模较大，使近年期间费用率维持较高水平，2020 年期间费用率为 56.70%，对盈利造成一定侵蚀，期间费用控制能力有待提高。

评级展望

中诚信国际认为，湖北济川药业股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，产品结构大幅优化且竞争力显著提升，盈利大幅增长且具有可持续性等。
- **可能触发评级下调因素。**医药政策限制公司产品销售等情况大幅侵蚀利润水平，财务杠杆大幅攀升，流动性恶化，资本实力大幅削弱或其他导致信用水平显著下降的因素。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

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（债券简称为“济川转债”或“本次债券”，债券代码为“110038”）发行总额 84,316.00 万元，期限为 5 年，转股期为 2018 年 5 月 17 日至 2022 年 11 月 12 日，募集资金用途为 3 号液体楼新建（含高架库）项目、口服液塑瓶车间新建（含危化品库）项目、杨凌医药生产基地建设项目和综合原料车间新建项目的建设，截至 2020 年末已按照募集说明书募投项目累计使用募集资金 74,658.30 万元。截至 2021 年 3 月 31 日，累计共有 21,240.40 万元“济川转债”已转换成公司股票，转股数为 5,303,407 股，占可转债转股前公司已发行股份总额的 0.66%，同期末尚有 63,075.60 万元的“济川转债”未转股，占可转债发行总量的 74.81%。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经

济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳

杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处于持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

医药行业运行态势整体良好，近年来各项医改政策及实施细则密集出台，有利于提升行业规范化程度，并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境

随着经济增长和人口老龄化的加快，我国医药行业持续发展，根据国家统计局的数据显示，2020年医药工业整体经济平稳运行，全国医药规模以上企业实现营业收入27,960.3亿元，同比增长7.0%；实现利润总额4,122.9亿元，同比增长19.3%。医药工业的10个子行业中，除化学药品制剂、中药饮片加工和中成药外，其它7个子行业营业收入和实现利润均实现正增长。

中诚信国际认为，随着“4+7”扩面、新版医保目录、重点药品监控、新版药品管理法以及药品优先审批政策等一系列重磅政策法规的发布，通过医保、医药和医疗的联动，医药行业改革进一步推进与深化。近年来，新医保目录调整及药品集采落地和扩面等，使得药品费用显著降低；同时，一致性评价范围扩大等政策，有助于整体提升仿制药品质量，加速原研药替代。预计未来行业将向鼓励研发创新并向治疗性品种倾斜的方向发展。随着医药行业调控力度的不断加强，行业规范化程度或将进一步提高，为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。

表 1：2019 年以来医改重要政策一览

发布时间	部门	政策名称	政策概述	对行业影响
2019年1月	国务院	《关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	进行带量采购，量价挂钩，以量换价，形成药品集中采购价格。通过招标、议价、谈判等不同形式确定集中采购品种。	药价明显降低，降低企业交易成本，引导医疗机构规范用药，探索完善药品集中采购机制和以市场为主导的药价形成机制。
2019年7月	国家卫健委	《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》	制定省级和各医疗机构目录；加强目录外药品的处方管理。	辅助用药将受到极大限制，目录内药品将被严格管理。
2019年9月	国家医保局	《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》	在全国范围内推广国家组织药品集中采购和使用试点集中带量采购模式。	使全国符合条件的医疗机构能够提供质优价廉的试点药品，进一步降低群众用药负担。
2019年10月	国家卫健委等	《第一批鼓励仿制药品种目录》	纳入目录的品种有33个，包括多种抗癌药、帕金森药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等，属于国内专利到期和即将到期、尚没有提出注册申请，或临床供应短缺（竞争不充分）以及企业主动申报的药品。	有利于促进仿制药研发，提高药品供应保障能力。
2019年10月	国家药监局	《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征	对参比制剂、处方工艺技术、原辅包质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、	有助于提升注射剂仿制药的质量水平，促进产业升级和结构调整。

		求意见稿》	无开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求。	
2019年11月	国家发 改委	《产业结构调整指导 目录(2019年本)》	在医药领域，鼓励类目8项，包括儿童药、短缺药的开 发和生产，重大疾病防治疫苗、抗体药物、基因治疗 药物、细胞治疗药物、重组蛋白质药物、核酸药物、 数字化医学影像设备、人工智能辅助医疗设备、高端 放射治疗设备等；限制类目6项，包括新建紫杉醇(配 套红豆杉种植除外)、植物提取法黄连素(配套黄连种 植除外)生产装置等。淘汰类目13项，包括铅锡软管 管、单层聚烯烃软导管(肛肠、腔道给药除外)等。	推动制造业高质量发展， 引导产业升级转型。
2019年11月	国家医 保局、人 力资源 社会保 障部	《关于将2019年谈判 药品纳入<国家基本 医疗保险、工伤保险 和生育保险药品目 录>乙类范围的通知》	2019年《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药 品目录》共收录药品2,709个，与2017年版相比，调入 药品218个，调出药品154个，净增64个。	医保目录药品结构明显优 化，保障能力显著提升； 药品费用显著降低；突出 鼓励创新的导向。
2019年12月	国家组 织药品 集中采 购和使 用联合 采购办 公室	《全国药品集中采购 文件》	第二批国家组织药品集中采购和使用工作正式启动， 此次参与带量采购的共有33个药品品种，50个品规， 将于2020年1月17日在上海开标。	今年9月起，中标药品从11 个试点城市向全国扩容， 25个中标药品在原来的降 价基础上平均再降25%。
2020年3月	国务院	《关于深化医疗保障 制度改革的意见》	提出“1+4+2”的总体改革框架，“1”是力争到2030 年，全面建成以基本医疗保险为主体，医疗救助为托 底，补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗 互助共同发展的多层次医疗保障制度体系；“4”是全 面待遇保障、筹资运行、医保支付、基金监管四个机 制；“2”是完善医药服务供给和医疗保障服务两个支 撑。	有助于进一步拓展、完善 和深化医保制度改革。
2020年3月	国家药 监局	2020新版《药品注册 管理办法》和《药品生 产监督管理办法》	全面落实药品上市许可持有人制度、优化审评审批工 作流程、落实全生命周期管理要求和强化责任追究。	强化药品质量安全风险控 制，规范和加强药品监管， 保障药品安全、有效和质 量可控奠定法治基础。
2020年7月	国家组 织药品 集中采 购和使 用联合 采购办 公室	《第三批国家组织药 品集中采购》	第三批国家组织药品集中采购在上海开标，此次采购 共有189家企业参加，产生拟中选企业125家，拟中选 产品191个，采购规模达数百亿元。	此次拟中选产品平均降价 53%，最高降幅95%，带量 采购或将常态化。
2020年11月	国家组 织高值 医用耗 材联合 采购办 公室	《首批国家高值医用 耗材集中带量采购》	以冠脉支架为切入点进行首批国家高值医用耗材集 中带量采购，11月5日在天津产生拟中选结果，本次集 采产生10个拟中选产品，冠脉支架价格从均价1.3万元 左右下降至700元左右；预计全国患者将于2021年1月 份用上降价后的中选产品。	与2019年相比，相同企业 的相同产品平均降价 93%，国内产品平均降价 92%，进口产品平均降价 95%，并将逐步建立规范 化、常态化的高值医用耗 材集中带量采购制度。
2021年2月	国家组 织药品 集中采 购和使 用联合 采购办 公室	《第四批国家组织药 品集中采购》	第四批国家组织药品集中采购在上海开标，此次采购 共有152家企业参加，产生拟中选企业118家，共纳入 45种药品，拟中选产品158个。	此次拟中选药品平均降价 52%，最高降幅96%，国家 集采范围将持续扩大，进 一步保障临床用药需求。

资料来源：公开资料整理

医药流通行业稳定发展，受政策影响，行业规模效 应逐渐凸显，行业集中度或将进一步提高

在宏观经济持续发展、居民收入增长、人口老龄化趋势加剧的背景下，我国医药流通行业销售额稳步增长。根据《中国药品流通行业发展报告（2020）》数据，2019年全国七大类商品销售总额（含税值）23,667亿元，扣除不可比因素同比增长8.6%，增速同比上升0.9个百分点；其中药品零售市场销售额4,733亿元，扣除不可比因素同比增长

9.9%，增速同比上升0.9个百分点。

近年来，国家出台了一系列如“两票制”、“营改增”、国家集中带量采购、新版GSP《药品经营质量管理规范》、医保控费和飞行检查等医改措施和政策，持续影响国内医药流通行业的发展。2018年全国31个省份已全面执行“两票制”，直接压缩流通环节，工业-流通-医院将成为主流模式。纯销业务占比提升，拉长回款周期，带来更大的资金周转压力，对流通企业的成本控制和经营能力提出更高要

求。2019 年国家集中带量采购政策已在全国陆续实施和深化，以量取价的销售模式进一步压缩了流通企业的利润空间，大型流通企业的规模优势将得以体现，未来行业集中度或将进一步提升，中诚信国际将持续关注医改政策对医药流通企业的影响。

表 2：2020 年度医药批发企业主营业务收入前 10 强

位序	企业名称
1	中国医药集团有限公司
2	上海医药集团股份有限公司
3	华润医药商业集团有限公司
4	九州通医药集团有限公司
5	中国医药-重庆医药联合体
6	广州医药有限公司
7	深圳市海王生物工程股份有限公司
8	南京医药股份有限公司
9	华东医药股份有限公司
10	安徽华源医药集团股份有限公司

资料来源：中国医药商业协会

药品零售方面，连锁药店具备的品牌、质量、服务、成本控制等方面的优势，将使得零售企业连锁化成为行业发展方向。行业内龙头企业有望通过收购、合并、托管、参股等多种方式逐步实现规模化、集约化和国际化经营，提高经济效益，药品流通市场集中度也将进一步提升。截至 2019 年末，药品零售连锁率为 55.80%，同比提高 3.6 个百分点，前 100 位的药品零售企业销售总额 1,653 亿元，占零售市场总额的 34.9%，同比上升 1.5 个百分点，药品零售企业集中度逐步提升。

此外，现代医药物流作为医药流通企业调整经济结构、转变增长方式的重要途径，将是降低成本、提高效率与效益最关键的因素之一。未来建立快捷、高效、安全、方便且具有国际竞争力的现代医药物流服务体系，大幅提高物流的社会化、专业化和现代化水平，将是医药流通企业应对挑战、谋求发展的上佳选择。

公司主要医药产品市场地位较高，但核心产品收入集中度高；跟踪期内受新冠疫情防控期间医院门诊量下降等因素影响，部分主要产品销量及销售收入下滑，医药工业板块收入下降；蒲地蓝消炎口服液尚未进入国家医保目录，其未来收入变化情况需保持关注

公司主要从事药品的研发、生产和销售，拥有江苏泰兴和陕西杨凌两个生产基地，产品涉及清热解毒、消化、儿科、呼吸系统、心脑血管、镇痛麻醉和妇科等多个领域，拥有 10 余个剂型和 200 余个规格的药品生产资质。2020 年，公司杨凌生产基地项目完工并交付使用，截至 2020 年末，上述生产基地合计拥有包括蒲地蓝消炎口服液 13.49 亿支、小儿鼓翘清热颗粒 3.07 亿袋、雷贝拉唑钠肠溶胶囊 2.85 亿粒、黄龙止咳颗粒 5,150 万袋等产品生产能力。

公司药品产品线主要围绕儿科、呼吸和消化等领域，主要核心产品在细分领域市场占有率保持行业前列，竞争实力很强。2020 年销售收入超过 1 亿元的产品共 7 个，其中超过 10 亿元的产品为 2 个，较上年有所下降，主要系当年新冠疫情防控期间医院门诊量大幅下降等因素导致公司小儿鼓翘清热颗粒等主要产品销售下滑所致。产品结构方面，核心产品蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊和小儿鼓翘清热颗粒的销售占比虽有所下降，但仍维持在较高水平，公司销售收入受核心产品销售波动影响较大；同时，蛋白琥珀酸铁口服溶液及健胃消食口服液销售增速较快，且川芎清脑颗粒、甘海胃康胶囊及左乙拉西坦注射液于 2020 年新调入医保目录，公司产品结构或将进一步调整。

表 3：公司销售收入过亿医药产品情况

产品名称	功能主治	注册分类	是否处方药	新版国家医保品种	是否独家品种	2020 年销售收入	市场占有率
蒲地蓝消炎口服液	疖肿、腮腺炎、咽炎、扁桃体炎等	中药 8 类	是	否	否 (独家剂型)	超 20 亿元	在公立医院清热解毒中成药市场占比 13.74%，排名第二
雷贝拉唑钠	十二指肠溃疡、	化药 3 类	是	是	否	超 10 亿元	在公立医院雷贝拉唑市场占比

肠溶胶囊	胃溃疡						20.15%，排名第一
小儿豉翘清热颗粒	小儿风热感冒挟滞证	中药 6 类	是	是	是	超 5 亿元	在公立医院儿科感冒用中成药市场占比 51.99%，排名第一
蛋白琥珀酸铁口服溶液	缺铁性贫血	化药 6 类	是	否	否	超 1 亿元	在公立医院抗贫血铁制剂市场占比 6.02%，排名第六
健胃消食口服液	消化不良	中药 8 类	是	是	否 (独家剂型)	超 1 亿元	--
三拗片	风寒袭肺证、急性支气管炎	中药 6 类	是	是	是	超 1 亿元	在公立医院止咳祛痰平喘用中成药市场占比 3.32%，排名第七
黄龙止咳颗粒	肺肾气虚、痰热郁肺之咳嗽	中药类	否	否	是	超 1 亿元	--

注：1、截至 2020 年末，蒲地蓝消炎口服液已进入江苏、湖南、陕西、天津、安徽等 12 个省市的省级医保目录；2、截至 2020 年末，蛋白琥珀酸铁口服溶液已进入辽宁、河北、江苏、安徽、湖南的省级医保目录；3、表中市场占有率数据源自米内网统计的截至 2020 年上半年数据。

资料来源：公司提供

销售方面，公司采用以专业化学术推广为主、渠道分销为辅的销售模式，成立了专业化的学术推广部门，营销办事机构覆盖全国 30 个省、市、自治区，拥有超过 3,000 人的营销团队，与大型医药商业企业建立了长期稳定的业务关系。公司目前销售收入主要来自医院，截至 2020 年末，产品覆盖约 5,000 家二级以上医院，公司计划逐步扩大 OTC 渠道销售占比。

2020 年上半年，受新冠疫情防控影响，医院门诊量下降，蒲地蓝消炎口服液、小儿豉翘清热颗粒、三拗片、黄龙止咳颗粒等产品销量及销售收入出现较大幅度下滑，虽然随着疫情防控情况好转，产品销售于四季度逐步恢复正常，但公司全年医药工业

板块收入仍同比下降 11.23%；2021 年一季度，医药工业板块收入同比略有下滑，主要系新冠疫情对产品销售的影响主要从 2020 年二季度开始显现，且目前医院儿科等诊室的门诊量仍未完全恢复至疫情前水平所致。为了进一步促进销售尽快恢复疫情前水平，公司加大 OTC 药店、基层医疗机构和网络电商等渠道的开发力度，提升营销团队专业化水平，加快医保新品种的市场准入及推广工作。截至 2020 年末，蒲地蓝消炎口服液已纳入江苏、湖南、陕西、天津、安徽等 12 个省市的省级医保目录，但仍未纳入国家医保目录，未来 3 年可能面临退出省级医保目录的风险。**中诚信国际将持续关注**公司蒲地蓝消炎口服液产品进入国家医保目录进展及产品收入变化情况。

表 4：近年来公司各产品类别销量和收入情况（万盒、亿元）

分类	产品	销量			销售收入		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
清热解毒类	主要为蒲地蓝消炎口服液	16,679.15	12,675.81	11,542.56	31.95	23.48	21.40
消化类	主要为雷贝拉唑钠肠溶胶囊、健胃消食口服液	4,217.56	4,733.45	5,140.09	14.48	16.08	16.90
儿科类	主要为小儿豉翘清热颗粒	4,891.81	5,817.22	4,096.81	12.46	15.25	10.38
呼吸类	主要为三拗片、黄龙止咳颗粒	1,127.93	1,349.89	909.02	3.36	4.30	2.80
心脑血管类	主要为川芎清脑颗粒	333.16	352.50	326.75	0.80	0.84	0.78
妇科类	主要为妇炎舒胶囊	315.08	309.28	262.25	0.74	0.73	0.62
其他	包括蛋白琥珀酸铁口服溶液、甘海胃康胶囊等多个产品	1,190.65	1,094.14	1,120.29	5.94	6.12	6.43
合计	--	28,755.34	26,332.29	23,397.77	69.73	66.81	59.30

注：因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

除医药工业外，公司还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。近年医药商业业务发展和收

入相对稳定，2020年在营业总收入中的占比仍然较小。

2020年，公司通过定向增发股票筹集资金扩充小儿豉翘清热颗粒等产能，有助于满足一、二线产品市场需求，优化产品结构

截至2020年末，公司主要在建项目3个，拟扩充小儿豉翘清热颗粒及原料药、三拗片原料药和蛋白琥珀酸铁原料药产能，项目总投资合计10.39亿元，资金来源主要为公司于2020年10月通过非公开发行股票募集的项目建设资金共8.95亿元。

表5：截至2020年末公司主要在建项目情况（万元）

项目	产能	建设期	计划投资额	截至2020年末已投资
年产7.2亿袋小儿豉翘清热颗粒项目	小儿豉翘清热颗粒7.2亿袋	2年	54,499.72	3,651.79
中药提取车间五项目	小儿豉翘清热颗粒干浸膏200吨、小儿豉翘清热颗粒流浸膏500吨、三拗片干浸膏120吨	3年	26,189.18	3,339.47
原料六车间建设项目	蛋白琥珀酸铁原料药160吨	3年	23,243.00	414.30
合计	--	--	103,931.90	7,405.56

资料来源：公司提供

新研发中心启用后公司研发队伍不断扩充，但目前研发投入占比仍处于同行业较低水平；在研产品部分处于早期阶段

公司设有泰兴、上海两地研究院，负责中药和化学仿制药的研发、工艺改进等工作，其中上海研发中心2019年正式启用，当年底研究团队已基本搭建完成。伴随着上海研发中心的组建和启用，近年公司研发队伍不断扩大，研发人员数量占比持续提高。2020年公司研发投入占比有所上升，但仍在同行业处于较低水平。截至2020年末，公司及其子公司已获得各项技术专利77项，其中发明专利67

项。

表6：近年来公司研发投入情况

	2018	2019	2020
研发人员数量（人）	551	602	811
研发人员数量占比(%)	7.71	8.51	11.71
研发投入（亿元）	2.30	2.31	2.63
研发投入占营业收入比(%)	3.20	3.33	4.27

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

截至2020年末，公司主要在研产品涉及消化、皮肤等领域，其中化药部分项目尚处于药学研究或BE试验阶段。2020年，公司获得了琥珀酸普芦卡必利片、盐酸罗哌卡因注射液、左乙拉西坦注射用浓溶液3个药品生产批件，进一步拓展了产品线。

表7：截至2020年末公司主要研发项目情况

研发项目	治疗领域	注册分类	所处阶段
LBLZ Tab	用于胃溃疡、十二指肠溃疡、吻合口溃疡、反流性食管炎、卓-艾氏（Zollinger-Ellison）综合征辅助用于胃溃疡或十二指肠溃疡患者根除幽门螺旋杆菌	化药4类	BE试验
QFKL	用于表虚湿盛之慢性荨麻疹	中药6类	报产前工艺验证
PLK.	用于治疗成年女性患者中通过轻泻剂难以充分缓解的慢性便秘症状	化药4类	获得生产批件
FLPN Gra.	用于感染性疾病的治疗	化药4类	药学研究
SS Ora	用于肠镜检查前的肠道清洁	化药3类	已申报生产

资料来源：公司提供

财务分析

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年财务报告以及未经审计的2021年一

季度财务报表，其中2018~2020年财务数据均为审计报告期末数，公司财务报表均按照新会计准则编制。

受新冠疫情防控期间公司部分主要产品销售下滑

等影响，2020 年以来公司盈利水平下降；公司期间费用率维持较高水平，且呈上升态势，对盈利造成一定影响

由于 2020 年上半年新冠疫情防控期间隔离措施等因素，医院门诊量大幅下降，OTC 药店渠道销售亦受到不利影响，导致公司部分主要产品销售出现明显下滑，当年营业总收入同比下降 11.17%；2021 年一季度公司营业总收入同比下降 4.55%，主要系医院儿科等诊室门诊量未完全恢复至疫情前水平所致。

毛利率方面，2020 年产品销售价格略有下降，且产量下降导致各产品分摊的制造费用增加，以及新车间投入生产导致折旧费用增加，上述因素综合影响令医药工业板块毛利率小幅下滑，2021 年一季度有所回升；2020 年以来，由于医药商业板块业务模式调整，产品引入成本下降，改为由公司承担部分营销推广费用，受此影响，公司医药商业板块毛利率水平大幅提升。

表 8：近年来公司主要板块收入和毛利率构成(亿元、%)

收入	2018	2019	2020	2021.3
医药工业	69.73	66.81	59.30	18.47
医药商业	2.24	2.41	2.21	0.66
营业总收入	72.08	69.40	61.65	19.16
毛利率	2018	2019	2020	2021.3
医药工业	87.04	86.34	83.60	84.79
医药商业	15.87	21.03	31.76	41.42
营业毛利率	84.79	84.00	81.67	83.23

资料来源：公司提供

2020 年及 2021 年一季度，公司期间费用有所下降，但期间费用率呈现上升趋势，主要系研发费用上升及 2020 年新建成健康科技展览馆及办公楼等令相关折旧费用增加，使得公司管理费用上升所致。其中销售费用规模仍较大，使得期间费用率处于较高水平，对盈利造成一定影响。此外，因利息支出较少且存款产生利息收入，财务费用为负。

公司利润总额主要来源于经营性业务利润，2020 年及 2021 年一季度受营业收入下降及期间费用率上升影响，利润总额和净利润有所下滑；同期公司 EBIT 及 EBITDA 及相关盈利指标均随利润总

额的下降而下降，整体盈利能力有所弱化。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标(亿元、%)

	2018	2019	2020	2021.1-3
销售费用	36.64	34.49	30.10	9.67
管理费用(含研发费用)	4.36	4.68	5.34	1.51
财务费用	0.04	-0.22	-0.48	-0.22
期间费用合计	41.04	38.96	34.95	10.96
期间费用率	56.93	56.13	56.70	57.18
经营性业务利润	18.91	18.35	14.50	4.72
利润总额	19.77	18.93	14.84	5.05
净利润	16.88	16.23	12.77	4.39
EBIT	20.11	19.24	15.17	5.13
EBITDA	21.89	21.59	18.05	--
EBITDA 利润率	30.36	31.11	29.27	--
总资产收益率	27.81	23.37	15.81	18.97*

注：带*指标经过年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总资产和总负债平稳增长，财务杠杆比率维持较低水平，债务结构合理

经营活动现金持续净流入令公司资金不断累积，截至 2021 年 3 月末公司货币资金充裕且无使用受限，同时货币资金增加带动资产规模的持续增长；应收账款保持较大规模，但账龄普遍较短，截至 2020 年末，账期 1 年以内的应收账款占比为 96.23%，前五名占比为 5.44%，信用风险相对较低。固定资产主要为生产车间等房屋建筑物和机器设备，2020 年以来，因部分在建工程转固，固定资产规模总体上升；无形资产主要为土地使用权，2020 年以来因处置部分土地使用权及合并范围变化，无形资产规模总体下降。2020 年，公司购买理财增加，致使交易性金融资产大幅增至 12.58 亿元。

近年公司总负债随着应付账款和其他应付款的增加有所增长，其中其他应付款规模较大，主要为应付风险责任金和报销款，应付风险责任金系应付销售人员的与销售货款回收相关的责任金。公司有息债务占比不高，且以长期债务为主。

受益于利润累积及 2020 年非公开发行股票等因素，当年末资本公积大幅增长，所有者权益亦相应保持上升，财务杠杆比率维持较低水平。利润分配方面，公司共计派发 2020 年现金红利 4.00 亿元

(含税)，占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率降至 31.30%，主要系为保障公司研发投入及促进整体业务转型储备资金。

表 10：近年来公司主要资产情况（亿元、X、%）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	15.87	22.85	29.59	36.51
应收账款	19.65	18.47	19.37	19.08
存货	3.18	3.38	2.78	2.84
流动资产	43.58	49.12	65.76	71.90
固定资产	21.84	22.92	27.76	27.12
在建工程	6.31	7.26	3.65	3.94
无形资产	3.21	3.36	2.84	2.88
总资产	77.97	86.65	105.16	111.31
其他应付款	7.51	8.58	9.14	10.77
总负债	23.40	25.60	27.53	29.29
短期债务	1.59	1.50	1.05	2.08
总债务	7.11	7.27	7.07	8.18
短期债务/总债务	22.31	20.70	14.80	25.39
资本公积	17.62	17.66	31.14	31.14
所有者权益	54.58	61.04	77.63	82.02
资产负债率	30.00	29.55	26.18	26.31
总资本化比率	11.53	10.64	8.35	9.07

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司经营获现能力较强，债务规模小，偿债能力强

2020 年经营活动现金净流入规模随营业收入下降而有所下降，但经营获现仍然维持较高水平。由于在建工程投入和利用闲置资金购买理财，投资活动现金流呈净流出状态。2020 年筹资活动现金流转为流入状态，主要系当年非公开发行股票募得资金所致。

公司债务规模小，利息支出很少，EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力强。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	17.09	21.48	17.82	7.28
投资活动净现金流	-2.63	-4.44	-14.81	-0.37
筹资活动净现金流	-8.11	-10.05	3.74	-0.0003
EBITDA 利息保障倍数	64.11	70.24	54.64	--
经营活动净现金流/利息支出	50.06	69.87	53.94	89.06
总债务/EBITDA	0.33	0.34	0.39	--
经营活动净现金流/总债务	2.40	2.96	2.52	3.56*
货币等价物/短期债务	10.89	16.46	40.28	23.38

注：带*指标经过年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

备用流动性较少，但股权融资渠道畅通，能够为整体偿债能力提供支持

备用流动性方面，截至 2021 年 3 月末，公司获得授信额度总计 3.00 亿元，其中未使用的授信额度为 0.97 亿元，备用流动性较少。公司为上市公司，股权融资渠道畅通。

受限资产方面，截至 2021 年 3 月末，公司无受限资产。同期末，公司无对外担保、未决诉讼及股权质押情况。

过往债务履约情况：根据公开资料及公司提供的企业信用报告和相关资料，截至 2021 年 6 月 3 日，公司在公开市场无信用违约记录，借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

外部支持

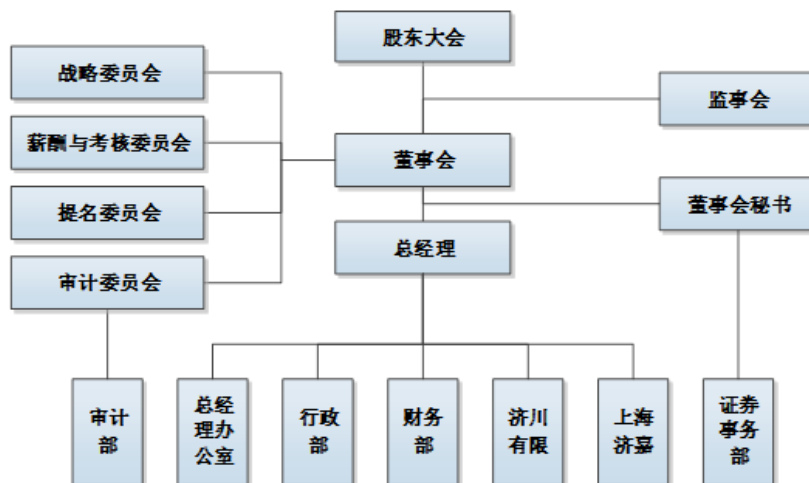
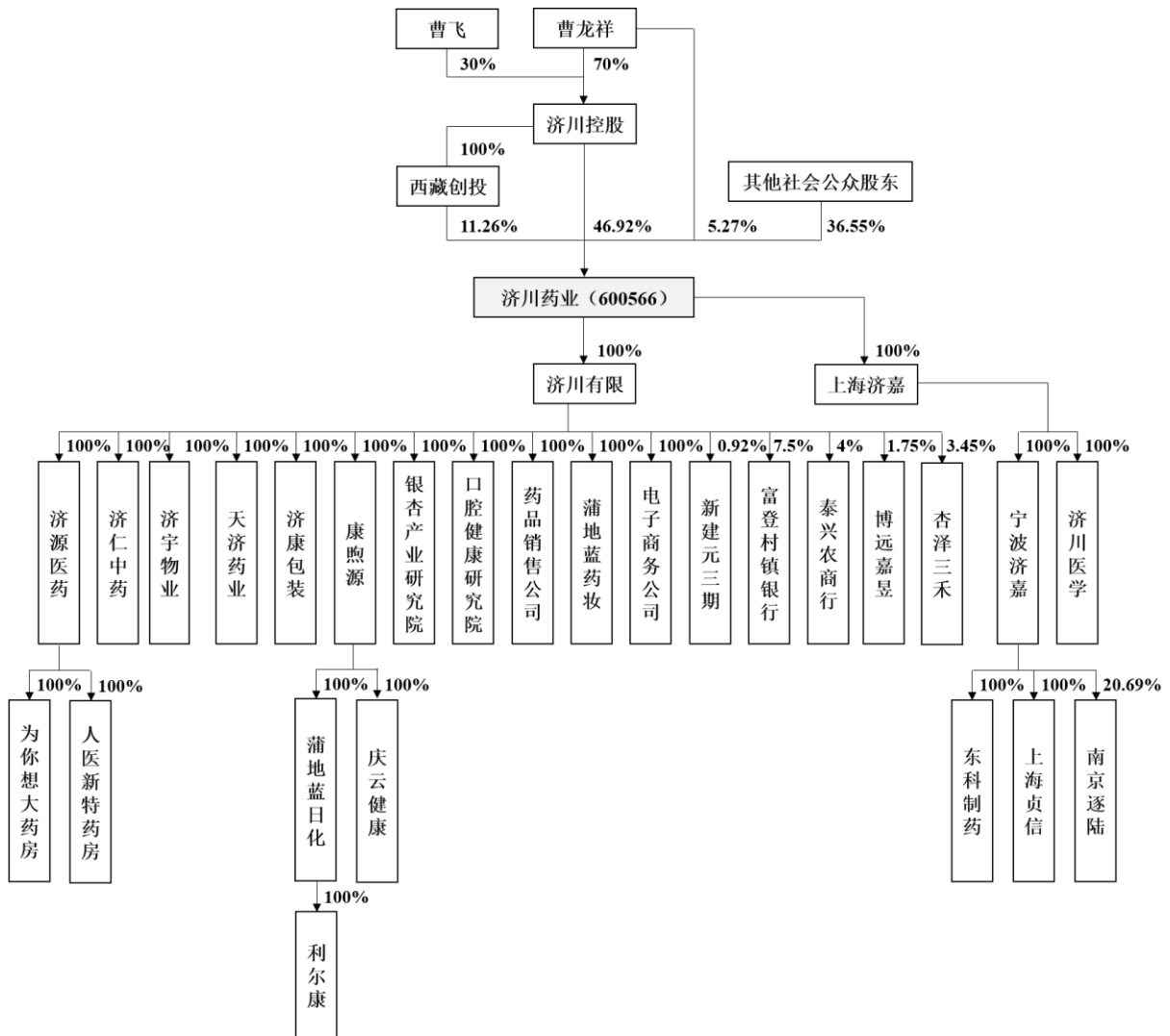
公司系实际控制人曹龙祥先生名下的最核心企业，其对公司的支持意愿很强，但对当地政府和金融机构等资源协调能力较为有限

公司控股股东为江苏济川控股集团有限公司（以下简称“济川控股”），实际控制人为自然人曹龙祥先生，其通过济川控股控制的企业包括济川药业、西藏嘉泽创业投资有限公司、西藏济川创业投资管理有限公司等，济川药业系实际控制人控制的最核心企业，其对公司的支持意愿很强。但由于公司实际控制人为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力较为有限，对公司支持能力较弱。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持湖北济川药业股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“济川转债”的债项信用等级为 **AA**。

附一：湖北济川药业股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：湖北济川药业股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	158,690.13	228,481.52	295,915.66	365,082.77
应收账款净额	196,535.19	184,719.33	193,723.51	190,817.57
其他应收款	1,057.20	1,066.16	1,033.49	827.58
存货净额	31,816.28	33,847.32	27,842.38	28,379.52
长期投资	6,223.52	10,661.96	15,532.84	18,758.88
固定资产	218,371.43	229,210.47	277,598.47	271,204.57
在建工程	63,053.26	72,592.42	36,489.44	39,387.56
无形资产	32,127.97	33,583.47	28,383.81	28,806.00
总资产	779,732.24	866,464.33	1,051,583.26	1,113,126.68
其他应付款	75,127.21	85,829.01	91,413.38	107,654.36
短期债务	15,868.85	15,039.21	10,468.66	20,765.32
长期债务	55,264.46	57,615.01	60,257.81	61,019.81
总债务	71,133.31	72,654.21	70,726.47	81,785.13
净债务	-87,556.82	-155,827.31	-225,189.19	-283,297.65
总负债	233,950.12	256,021.32	275,265.14	292,896.66
费用化利息支出	3,414.16	3,073.76	3,302.95	817.91
资本化利息支出	-	-	-	-
所有者权益合计	545,782.13	610,443.00	776,318.12	820,230.01
营业总收入	720,820.58	693,999.38	616,497.42	191,627.62
经营性业务利润	189,127.94	183,535.98	144,955.36	47,200.91
投资收益	2,457.68	1,172.63	136.65	654.18
净利润	168,786.33	162,297.39	127,721.25	43,909.67
EBIT	201,092.56	192,388.39	151,653.60	51,338.35
EBITDA	218,869.23	215,892.12	180,460.45	--
经营活动产生现金净流量	170,914.73	214,767.61	178,169.12	72,843.53
投资活动产生现金净流量	-26,314.54	-44,445.56	-148,114.74	-3,673.46
筹资活动产生现金净流量	-81,071.09	-100,530.66	37,379.77	-2.96
资本支出	66,805.79	54,643.91	42,962.66	7,992.03
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	84.79	84.00	81.67	83.23
期间费用率(%)	56.93	56.13	56.70	57.18
EBITDA 利润率(%)	30.36	31.11	29.27	--
总资产收益率(%)	27.81	23.37	15.81	18.97*
净资产收益率(%)	34.24	28.07	18.42	22.00
流动比率(X)	2.61	2.67	3.34	3.37
速动比率(X)	2.42	2.49	3.20	3.24
存货周转率(X)	3.91	3.38	3.66	4.57*
应收账款周转率(X)	3.95	3.64	3.26	3.99*
资产负债率(%)	30.00	29.55	26.18	26.31
总资本化比率(%)	11.53	10.64	8.35	9.07
短期债务/总债务(%)	22.31	20.70	14.80	25.39
经营活动净现金流/总债务(X)	2.40	2.96	2.52	3.56*
经营活动净现金流/短期债务(X)	10.77	14.28	17.02	14.03*
经营活动净现金流/利息支出(X)	50.06	69.87	53.94	89.06
经调整的经营净现金流/总债务(%)	126.31	157.23	109.28	--
总债务/EBITDA(X)	0.33	0.34	0.39	--
EBITDA/短期债务(X)	13.79	14.36	17.24	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	64.11	70.24	54.64	--
EBIT 利息保障倍数(X)	58.90	62.59	45.91	62.77

注：1、2021年一季报未经审计；2、将研发费用计入管理费用；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+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
	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
	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金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=股权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。