

跟踪评级公告

联合〔2020〕2722号

山东未名生物医药股份有限公司：

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：

山东未名生物医药股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“负面”

山东未名生物医药股份有限公司公开发行的“17 未名债”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：

二〇二〇年八月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

山东未名生物医药股份有限公司

公司债券 2020 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: 负面

上次评级结果: AA 评级展望: 负面

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
17 未名债	7.20 亿元	5 年 (3+2)	AA-	AA	2019 年 12 月 24 日

跟踪评级时间: 2020 年 8 月 21 日

主要财务数据:

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	39.98	43.07	34.14	33.63
所有者权益 (亿元)	29.20	28.33	23.89	24.00
长期债务 (亿元)	7.91	8.80	7.64	6.95
全部债务 (亿元)	9.06	13.45	9.26	8.69
营业收入 (亿元)	11.62	6.65	5.68	1.02
净利润 (亿元)	3.92	-0.99	0.73	-0.49
EBITDA (亿元)	5.34	0.50	1.78	--
经营性净现金流 (亿元)	2.71	1.74	0.48	-0.13
营业利润率 (%)	77.07	83.92	85.64	82.54
净资产收益率 (%)	14.40	-3.43	2.80	-2.03
资产负债率 (%)	26.98	34.22	30.03	28.65
全部债务资本化比率 (%)	23.69	32.20	27.94	26.59
流动比率 (倍)	10.52	5.04	7.52	7.05
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.59	0.04	0.19	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	35.95	0.65	4.39	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.74	0.07	0.25	--

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化; 4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金; 5. 应付利息、长期应付款中债务部分已计入债务及相关指标核算

评级观点:

跟踪期内, 山东未名生物医药股份有限公司 (以下简称“未名医药”或“公司”) 的医药及农药中间体业务尚未复产, 医药板块安福隆销量增长, 而核心产品恩经复销量受行业政策及疫情等因素影响继续减少; 公司销售收入下降、期间费用对利润侵蚀严重, 净利润规模较小且对投资收益依赖程度很高; 公司现金类资产较充裕, 可对债务偿付形成较好保障。此外, 联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 也关注到公司被控股股东北京北大未名生物工程集团有限公司 (以下简称“未名集团”) 非经营性占用资金且未及时履行相应审议程序和信息披露义务, 公司被采取监管措施, 参股子公司北京科兴生物制品有限公司 (以下简称“北京科兴”) 股东纠纷仍处于诉讼过程中, 公司财务报表被出具非标审计意见, 以及公司控股股东所持公司股份被司法冻结、未名集团及公司实际控制人被列入失信被执行人名单等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来, 随着公司安福隆喷雾剂生产线产能的释放、近期投产试运行的 CDMO 项目逐步形成收入、医药中间体及农药中间体的复产以及部分新产品的上市, 公司收入水平和盈利能力有望恢复稳定。

综上, 联合评级决定下调公司的主体长期信用等级至 AA-, 评级展望为“负面”; 同时下调“17 未名债”的债项信用等级至 AA-。

优势

1. 跟踪期内, 公司安福隆产品产销量大幅增长, 毛利率有所提高。2019 年, 公司新建的安福隆喷雾剂车间竣工投产, 安福隆产品产销规模扩大, 销售收入同比增长 45.58%至 1.81 亿元; 因产销量增加, 产品单位成本下降,

毛利率较上年提高 8.82 个百分点至 77.66%。

2. 公司现金类资产较充裕，可对债务偿付形成较好保障。截至 2019 年末，公司现金类资产为 11.82 亿元（货币资金 11.21 亿元、应收票据 0.61 亿元），约为同期公司全部债务的 1.28 倍和“17 未名债”待偿本金（7.20 亿元）的 1.64 倍，公司现金类资产对债务的覆盖程度较高。

关注

1. 收入对单一医药产品依赖程度高，经营业绩易受行业政策变化的影响。2019 年，恩经复销售收入占营业收入的 68.09%。因国家加大对辅助用药限制力度，近年来恩经复销量逐年下降。若未来神经损伤修复领域出现替代药品或国家对辅助用药使用限制力度继续加大，公司药品销量和收入将进一步下降，并对公司的经营业绩产生不利影响。

2. 北京科兴股东纠纷仍未妥善解决。公司于 2018 年就股东知情权纠纷提起诉讼并经法院作出生效判决后，在 2018 年、2019 年度审计中，北京科兴同意公司聘请的审计机构进行现场审计，但审计机构认为仍未能实施必要的审计程序。公司已就股东知情权纠纷提起新的诉讼，该案件已于 2020 年 8 月 4 日开庭审理。

3. 公司期间费用对利润侵蚀严重，利润对投资收益依赖程度很高，而审计机构无法对投资收益发表恰当的审计意见。2019 年，公司费用收入比为 97.47%，期间费用对利润形成了严重侵蚀；公司投资收益是营业利润的 1.62 倍，利润对投资收益高度依赖，但根据公司审计报告，审计机构无法对公司 2019 年确认的投资收益发表恰当的审计意见。

4. 公司被控股股东非经营性占用资金，并因信息披露等事项被采取监管措施，存在公司治理及内部控制不规范的风险。公司控股股东未名集团自 2017 年 12 月至 2019 年 4 月与公司之子公司发生非经营性资金往来；公司在董事会及股东大会审议之前完成了未名集团

以资产抵偿债务的资产交割及过户手续¹。因未按规定履行相应的审议程序和信息披露义务，以及信息披露不准确等，近年来公司多次被监管部门或交易所采取监管措施，并已被计入诚信档案。公司存在公司治理及内部控制不规范风险。

5. 公司财务报表被出具非标准审计意见。中喜会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年财务报表出具了保留意见的审计报告，形成保留意见的基础主要包括无法对公司参股的北京科兴的投资收益及长期股权投资账面价值金额发表恰当的审计意见、无法对控股股东违规占用资金的完整性获取充分的审计证据、无法确定控股股东抵债资产价值、无法评价控股子公司的管理相关的内部控制是否有效运行、无法判断子公司与关联方生产技术委托开发交易的真实性和价格公允性等。

6. 实际控制人变更风险。截至 2020 年 3 月末，公司控股股东未名集团所持公司股份全部被司法冻结，未名集团及公司实际控制人潘爱华被列入失信被执行人名单；目前上述被冻结股份中已有少数被债权人申请拍卖。若未名集团不能妥善解决有关债务纠纷，公司存在实际控制人变更的风险。

分析师

孙长征 登记编号（R0040218070004）

李敬云 登记编号（R0040220010004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

¹ 截至本报告出具日，相关解决方案已经公司董事会和股东大会审议通过。

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他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：


张征 李敬云

联合信用评级有限公司

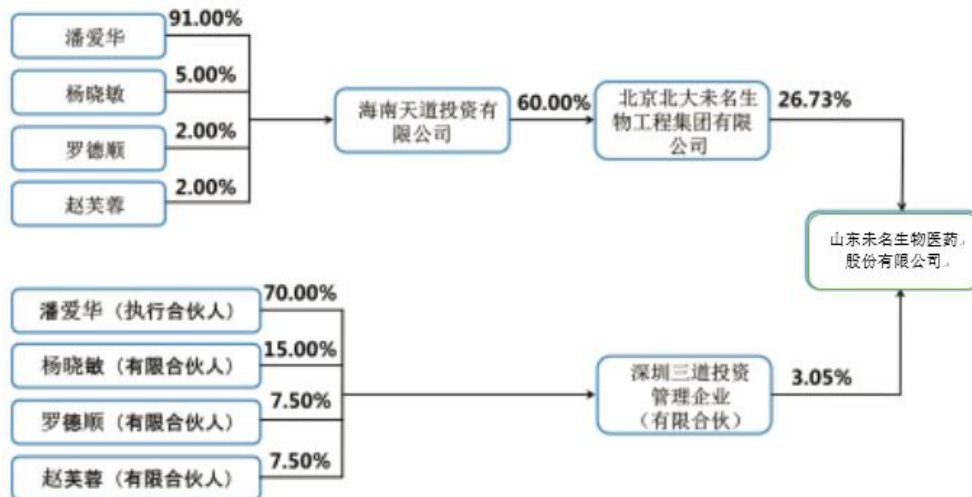
一、主体概况

山东未名生物医药股份有限公司（以下简称“公司”或“未名医药”），前身系淄博万昌科技股份有限公司（以下简称“万昌科技”），初始注册资本 1,000 万元；2009 年 10 月，万昌科技整体变更为股份公司，股本为 5,800 万股。2010 年 2 月，万昌科技以资本金转增股本的方式增加股本至 8,120 万股。2011 年 5 月，万昌科技首次公开发行人民币普通股 2,708 万股，发行后股本为 10,828 万股。万昌科技股票于 2011 年 5 月在深圳证券交易所中小企业板上市交易，股票简称“万昌科技”，股票代码“002581.SZ”。

未名生物医药有限公司（以下简称“厦门未名”）成立于 1998 年 12 月，成立时名称为“厦门北大之路生物工程有限公司”，初始注册资本 5,000 万元，其中北京北大未名生物工程集团有限公司（以下简称“未名集团”）认缴 2,167.50 万元，占比 43.35%；后经多次增资及股权转让，截至 2014 年 4 月末，厦门未名注册资本 13,136.90 万元。2014 年 9 月，厦门未名变更为现名称。

2015 年 9 月，万昌科技以发行股份并支付现金的形式向厦门未名原全体股东购买其持有的厦门未名全部股权，厦门未名实现借壳上市；增发完成后公司注册资本变更为 65,973.56 万元。交易完成后，未名集团成为万昌科技控股股东。2015 年 10 月，万昌科技名称变更为现名，股票简称变更为“未名医药”，股票代码不变。截至 2020 年 3 月末，未名集团持有公司 26.73% 的股份，是公司的控股股东；潘爱华及其一致行动人杨晓敏、罗德顺、赵芙蓉间接持有公司合计约 29.79% 的股份，为公司实际控制人；实际控制人所持公司股份中，有 99.69% 被质押，全部处于被司法冻结状态。

图 1 截至 2020 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

2019 年，公司经营范围无变更；公司本部组织结构无变化，合并范围内增加 1 家子公司。截至 2020 年 3 月末，公司合并范围内直接投资子公司共 3 家，拥有在职员工 946 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 34.14 亿元，负债合计 10.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益）23.89 亿元，其中归属于母公司所有者权益 23.12 亿元。2019 年，公司实现营业收入 5.68 亿元，净利润 0.73 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 0.63 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.48 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.81 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 33.63 亿元，负债合计 9.64 亿元，所有者权益（含少

数股东权益) 24.00 亿元, 其中归属于母公司所有者权益 23.13 亿元。2020 年 1—3 月, 公司实现营业收入 1.02 亿元, 净利润-0.49 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润-0.63 亿元; 经营活动产生的现金流量净额-0.13 亿元, 现金及现金等价物净增加额-0.90 亿元。

公司注册地址: 山东省淄博市张店区朝阳路 18 号; 法定代表人: 潘爱华。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司于 2017 年 9 月 22 日公开发行“山东未名生物医药股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券”(以下简称“本次债券”)。本次债券募集资金 8.00 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 2017 年 9 月 25 日。本次债券于 2017 年 10 月 20 日在上海证券交易所上市, 债券简称为“17 未名债”, 债券代码为“112593.SZ”。本次债券发行利率为 6.70%, 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 2019 年末, “17 未名债”已全部用于补充流动资金, 与募集说明书承诺用途一致。

2019 年 9 月 25 日, 公司支付了“17 未名债”2018 年 9 月 25 日至 2019 年 9 月 24 期间的利息。

2020 年 3 月, 公司购回“17 未名债”795,700 张。截至本报告出具日, “17 未名债”债券本金余额为 72,043 万元。

三、行业分析

1. 行业概况

2019 年, 医药行业仍保持着稳定增长, 但整体增速较上年有所下降。

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一, 20 世纪 70 年代以来, 全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度, 与国际相比, 中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生, 需求具有刚性, 药品需求弹性普遍较小, 因此医药制造业具有防御性特征, 抵御经济周期风险的能力较强。此外, 医药行业属于技术密集型行业, 具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强, 近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

2010 年以来, 随着基层医疗机构的发展, 新兴农村合作医疗建设以及医改的深入, 中国药品市场需求快速增长。国家统计局发布的数据显示, 2019 年, 中国医药行业收入增长依然稳定但利润增速有所放缓, 全国医药行业实现营业收入 23,908.60 亿元, 同比增长 7.40%, 高于全国规模以上工业企业同期整体水平 2.1 个百分点; 实现利润总额 3,119.50 亿元, 同比增长 5.90%, 增速较上年同期降低 3.6 个百分点。

2. 行业政策

医药制造行业政策导向重在降价, 一定程度上压缩了医药企业的盈利空间。

医改是影响整个医药行业的关键因素。2019 年是中国医药产业政策落地的一年, 围绕“供给侧改革”和“降价”两大主基调深化医药行业变革。从药品优先审评政策、医保目录准入谈判降价到全国药品集中采购的扩围等, 一方面一定程度上压缩了企业的盈利空间, 另一方面对企业的研发创新能力提出了挑战。

表 1 2019 年以来医药行业重要政策梳理

时间	政策	主要内容	影响
2019 年 1 月	《关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	是以“北京、天津、上海、重庆、沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安11个城市（4+7）”为试点，从通过“质量和疗效一致性评价”的仿制药中遴选合适品种，并由国家组织药品集中采购和使用，实现药价明显降低，减轻患者药费负担，降低企业交易成本，净化流通环境，改善行业生态的目的。此外，该方案也有助于引导医疗机构规范用药，支持公立医院改革，探索完善药品集中采购机制和以市场为主导的药品价格形成机制	降低药品采购价格，药品价格下降趋势仍将延续
2019 年 4 月	《2019 年国家医保药品目录调整工作方案》	此次药品目录调整以国家药监局批准上市的药品信息为基础，涉及西药、中成药、中药饮片三个方面。2019年11月28日，国家医保局、人力资源社会保障部共同发布“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”，至此，97种药品谈判成功进入医保	优化用药结构，保障常见病、慢性病、重大疾病的基本用药需求
2019 年 6 月	《中华人民共和国疫苗管理法》	全国人大常委会通过《中华人民共和国疫苗管理法》，为加强疫苗管理，保证疫苗质量和供应，规范预防接种，促进疫苗行业发展，保障公众健康制定了最高纲领性文件	促进目前国内的疫苗状况改善，疫苗产品逐步在全国范围内推行“国家统一招标”模式，提高疫苗采购效率，降低用药成本

资料来源：公开资料

3. 行业关注

（1）研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿制药，新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。中国制药行业企业机制尚未形成，研发投入不足，严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

（2）一致性评价进程加快，配套政策逐步完善，带量采购范围扩大，将加速企业间分化

自 2016 年一致性评价工作启动以来，国家陆续出台多项配套细则，保障一致性评价工作持续推进。2018 年 2 月至 7 月，国家药监局陆续公布了第二批至第五批通过一致性评价的品种，每批的品种品规不断增长，评审和通过速度明显提升。《中国上市药品目录集》数据库显示，截至 2019 年 5 月 18 日，共有 192 个品种完成一致性评价。口服固体制剂的一致性评价尚未完成，CDE 于 2017 年 12 月发布了《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）。相对于口服固体制剂而言，注射剂的覆盖范围更广，终端金额更大，涉及企业更多。《征求意见稿》虽未对开展范围、时间节点等作出详细说明，但可以预见，注射剂的一致性评价已经被提上日程。在配套政策支持方面，通过一致性评价的品种，药品监管部门允许其在说明书和标签上予以标注，并将其纳入《中国上市药品目录集》；对同品种药品通过一致性评价的药品生产企业达到 3 家以上的，在药品集中采购等方面，原则上不再选用未通过一致性评价的品种。此外，《国家基本药物目录（2018 年版）》已建立动态调整机制，通过一致性评价的品种优先纳入目录，未通过一致性评价的品种将逐步调出目录。2018 年 11 月，中央全面深化改革委员会第五次会议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，选取了 31 种通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4 直辖市+7 重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标。带量采购的目的是通过确定采购规模，降低交易成本，从而实现药品价格的降低，并有利于实现仿制药替代。2019 年 9 月 24 日，新一轮药品带量采购扩面开标，本次联盟采购共有 77 家企业，产生拟中选企业 45

家，拟中选产品 60 个。与联盟地区 2018 年最低采购价相比，拟中选价平均降幅 59%；与“4+7”试点中选价格水平相比，平均降幅 25%。

4. 未来发展

医药行业为弱周期行业，从长期看，受人口基数大、老龄化加重、居民收入水平提高、医疗保险扩容等因素的支撑，未来医药产品的下游需求仍将保持旺盛。2018 年以来，受医保控费、药品降价等因素影响，医药制造行业收入和利润增速放缓。预计 2020 年，随着“两票制”高开的边际影响逐渐减弱，一致性评价持续推进且配套的带量采购向全国扩面，以及医保目录调整、医保支付面临压力的环境下对辅助用药从严监管，医药制造业收入与利润或将继续面临一定压力；另一方面，经过新一轮调整，企业间分化愈加明显，研发能力突出、成本控制能力强、具有优质品种、具备资金实力的医药制造企业将在竞争中获益，医药制造行业集中度将有所提升，并将加快产业结构调整 and 升级。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员有所变化；根据内部控制方面所暴露的不足，公司对有关制度和子公司相应人员进行了调整。

2019 年 10 月，赵琰先生因个人原因辞去公司独立董事职务，赵芙蓉女士因身体原因辞去公司监事职务。2019 年 12 月，公司增补饶永先生为独立董事，增补肖芳女士为非职工代表监事。

2020 年 1 月，王婉灵女士因个人原因辞去公司副总经理职务。

根据公司及中国证券监督管理委员会山东监管局（以下简称“山东证监局”）所发布信息，自 2017 年 12 月至 2019 年 4 月，公司之子公司厦门未名、天津未名生物医药有限公司（以下简称“天津未名”）与公司控股股东未名集团及其关联方发生非经营性资金往来，且未按规定履行相应的审议程序和信息披露义务；占用资金抵偿方案在股东大会审议之前即完成了资产交割。公司内部治理及信息披露规范性有待提升。

跟踪期内，公司修改了《公司章程》《总经理工作细则》并制定了《子公司财务负责人委派制度》，规定公司对各子公司财务部进行垂直管理，所有子公司财务人员统一由公司委派，并已委派公司财务总监赖闻博兼任厦门未名财务总监，委派刘和中任天津未名财务总监。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，公司安福隆产品的销售收入因新产线投产而大幅增长，但核心产品恩经复的销售额受国家限制辅助用药政策的影响继续下降，公司营业收入有所下降，但综合毛利率仍保持在很高水平。

2019 年，公司实现营业收入 5.68 亿元，较上年下降 14.59%，主要系受国家加大辅助用药限制力度，核心产品恩经复销量下降所致。净利润由上年的亏损 0.99 亿元转为盈利 0.73 亿元，主要系上年计提资产减值损失金额较大所致。

2019 年，公司其他收入很少，主营业务收入占营业收入的比例为 99.99%。分产品类型来看，2019 年，恩经复产品收入下降 23.67%至 3.87 亿元，占营业收入的比重下降 8.11 个百分点至 68.09%，仍为公司第一大收入来源。安福隆收入增长 45.58%至 1.81 亿元，占营业收入的比重上升 13.18 个

百分点至 31.89%，主要系子公司天津未名新建喷雾剂车间竣工，产能扩大所致。由于山东未名天源生物科技有限公司（以下简称“未名天源”）因原材料断供及政府征地而停产，2019 年公司未生产原甲酸三乙酯和原甲酸三甲酯；未名天源已入股营口营新化工科技有限公司（以下简称“营新化工”），未来计划通过持股营新化工，继续涉足医药中间体、农药中间体的经营。

从毛利率看，2019 年，恩经复毛利率为 91.28%，较上年变化很小，仍保持在很高水平；安福隆毛利率提升 8.82 个百分点至 77.66%，主要系产品生产规模扩大，由检测费等构成的产品成本被摊薄所致。综上，2019 年，公司综合毛利率为 86.94%，较上年提高 1.77 个百分点。

表 2 2017-2019 年公司营业收入构成情况（单位：万元，%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
恩经复	71,593.78	61.59	93.55	50,639.40	76.20	92.42	38,651.77	68.09	91.28
安福隆	9,276.51	7.98	61.43	12,436.24	18.71	68.84	18,104.55	31.89	77.66
原甲酸三乙酯	6,855.95	5.90	36.21	29.95	0.05	19.00	--	--	--
原甲酸三甲酯	8,005.86	6.89	44.36	33.84	0.05	60.22	--	--	--
其他收入	20,509.57	17.64	58.37	3,319.95	5.00	36.61	7.40	0.02	93.31
合计	116,241.66	100.00	78.01	66,459.38	100.00	85.17	56,763.72	100.00	86.94

资料来源：公司提供

2020 年 1-3 月，公司实现营业收入 1.02 亿元，同比下降 19.25%，净利润亏损 0.49 亿元，主要系受新冠肺炎疫情影响，常见病、慢性病诊疗及用药量下降，公司恩经复产品销量下降所致。

2. 采购情况

2019 年，公司恩经复主要原料的采购量大幅下降，安福隆产品主要原料的采购量明显增加；各类原料采购价格比较稳定，但供应商集中度高。

2019 年，恩经复的主要原材料仍为鼠颌下腺和人血白蛋白，采购模式仍为以产定采。2019 年，鼠颌下腺采购量同比下降 26.11%至 6,370.00 百对，人血白蛋白采购量同比下降 33.33%至 2,800.00 瓶，主要系恩经复产销量下降所致。采购价格方面，2019 年，鼠颌下腺采购均价为 7.19 元/对，较上年变化不大；人血白蛋白采购均价为 410.00 元/瓶，较上年下降 14.67%。

表 3 2017-2019 年恩经复主要原材料的采购情况

原材料	项目	2017 年	2018 年	2019 年
鼠颌下腺	采购量（百对）	1,3026.00	8,621.00	6,370.00
	采购价格（元/对）	6.93	7.11	7.19
	采购金额（万元）	902.53	612.71	454.29
人血白蛋白	采购量（瓶）	2,200.00	4,200.00	2,800.00
	采购价格（元/瓶）	490.00	480.48	410.00
	采购金额（万元）	107.80	201.80	113.50

资料来源：公司提供

2019 年，公司对恩经复产品前五大原料供应商采购额合计占该产品原料采购总额的比重为 68.11%，较上年上升 14.11 个百分点，集中度高。

安福隆的主要原材料为酸水解酪蛋白和酵母浸出粉，2018 年以来，为降低单品成本，在经过相关部门检验，验证结果符合生产工艺要求的前提下，公司不再采购生化级产品，仅采购工业级

产品。2019年，公司酸水解酪蛋白采购量为2,000.00公斤，酵母浸出粉采购量为1,000.00公斤，分别较上年增长17.65%和100.00%，主要系产量增加所致；由于年底备货量不同，两种原料采购量增幅有所差异。采购价格方面，近年来公司所使用酸水解酪蛋白和酵母浸出粉市场价格变化很小。2019年，公司对安福隆产品前五大原料供应商采购额合计占该产品采购总额的比重为68.55%，采购集中度高。

表4 2017-2019年安福隆主要原材料的采购情况

原材料	项目	2017年	2018年	2019年
酸水解酪蛋白	采购量（公斤）	380.00/290.00	1,700.00	2,000.00
	采购金额（万元）	73.95/39.15	229.50	270.00
酵母浸出粉	采购量（公斤）	30.00/100.00	500.00	1,000.00
	采购金额（万元）	1.95/2.50	12.50	25.00

注：2017采购量及采购价中，前为生化级，后为工业级
资料来源：公司提供

2019年，公司采购结算方式及结算周期无重大变化。

3. 生产情况

2019年，公司恩经复产品产量继续下降，安福隆产品的产能和产量均大幅增长，公司整体产能利用率有待提高。

2019年，公司医药产品的生产模式未发生变化，仍为以销定产。

产能方面，2019年，由于天津未名喷雾剂生产线建成，公司安福隆产品年产能由上年的1,627.60万支提高至2,381.90万支；恩经复产品的年产能仍为1,000.00万支。

产量方面，2019年，受销量变化影响，公司恩经复产量同比下降25.59%至292.34万支，产能利用率较上年下降10.06个百分点至29.23%；公司安福隆产品产量同比增长39.77%至585.09万支，因产量增幅小于产能增幅，产能利用率较上年下降1.16个百分点至24.56%。公司产能利用率有待提高。

表5 2017-2019年恩经复和安福隆的产能及产量情况

产品	项目	2017年	2018年	2019年
恩经复	产能（万支）	1,000.00	1,000.00	1,000.00
	产量（万支）	475.77	392.86	292.34
	产能利用率（%）	47.58	39.29	29.23
安福隆	产能（万支）	1,627.60	1,627.60	2,381.90
	产量（万支）	290.20	418.60	585.09
	产能利用率（%）	17.83	25.72	24.56

资料来源：公司提供

4. 销售情况

2019年，公司恩经复销量有所下降，安福隆销量有明显增长；产品售价变化不大，客户集中度较低。

2019年，公司医药产品销售的组织形式、结算方式等未发生变化。

销量方面，2019年，公司恩经复销量²为314.85万支，较上年下降18.87%，主要系国家限制

² 按实际出货量，与收入确认口径有所差异

辅助用药的使用所致；产销率为 107.70%。2019 年，公司安福隆销量为 531.35 万支，较上年增长 27.99%，主要系公司所推出喷雾剂型产品的市场需求增加，以及天津未名新产线产能释放所致；产销率为 90.82%，较上年下降 8.36 个百分点，主要系公司为次年初备货所致。

销售价格方面，2019 年，公司恩经复产品和安福隆产品的各种剂型销售均价较上年变化不大。

表 6 2017 - 2019 年恩经复和安福隆的销售情况

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年
恩经复	销量（万支）	529.54	388.08	314.85
	产销率（%）	111.30	98.78	107.70
	销售价格（元/支）	135.21	130.49	131.96
安福隆	销量（万支）	301.14	415.14	531.35
	产销率（%）	103.77	99.17	90.81
	销售价格（元/支；100 万单位/300 万单位/500 万单位）	13.03/31.25/45.04	12.53/31.02/46.78	12.63/31.08/46.77

资料来源：公司提供

2019 年，公司恩经复产品对前五大客户合计销售额占年度销售总额比例为 23.50%，较上年下降 0.93 个百分点；安福隆产品对前五大客户单位销售额占年度销售总额比例为 19.72%，较上年下降 5.28 个百分点。公司销售集中度较低。

5. 在建项目

公司在建项目与现有主营业务关联度较高，建成投产后有望提升公司经营业绩，但面临一定的资金支出压力。

截至 2019 年末，公司在建项目有生物经济孵化器项目和 CMO 生产基地等，规划总投资合计 5.60 亿元，尚需投资 2.20 亿元。

表 7 截至 2019 年末公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	目前状态	规划总投资	已投资金额	尚需投资
生物经济孵化器	在建	25,000.00	4,149.84	20,850.16
CMO 生产基地（一期）	在建	31,000.00	29,811.29	1,188.71
合计	--	56,000.00	33,961.13	22,038.87

资料来源：公司提供

公司在建项目中，生物经济孵化器项目将建设多个中试生产线，公司在研发的多个国家一类新药项目将放入孵化器中进行孵化；同时将建设技术孵化平台，对外引进项目，孵化器的主要运营方向包括高端制剂平台、创新药平台、化药改良平台、CHO 平台等。CMO 生产基地（一期）拥有 40.00 万平方米的生产车间，共有 3 条 3*500L 原液生产线、1 条 500L 原液中试线、1 条 200L 原液中试线和 1 条制剂生产线。截至 2019 年末，一期建设已进入收尾阶段；公司预计一期项目投产后，年收入可达 2.00 亿元，年净利润在 4,000.00 万元左右。

6. 重大事项

（1）公司被控股股东非经营性占用资金

根据公司及山东证监局所发布信息，公司控股股东未名集团及其关联方自 2017 年 12 月至 2019 年 4 月与公司之子公司厦门未名、天津未名发生非经营性资金往来，截至 2019 年末，公司

被未名集团非经营性占用的资金余额为 5.07 亿元（不含利息）。此外，公司在董事会及股东大会审议前，完成了未名集团以四个生物新药和吉林未名天人中药材科技发展有限公司（以下简称“吉林未名”）100%股权抵偿所占用公司资金及利息的资产交割及过户手续³。

公司未经审议程序被控股股东非经营性占用资金且未及时披露，占用资金抵偿方案在履行必要审议程序前即完成资产交割，内部治理及信息披露规范性有待提升。

（2）公司与重要参股公司其他股东间的分歧尚未解决

截至 2020 年 3 月末，公司持有北京科兴生物制品有限公司（以下简称“北京科兴”）26.91% 的股份。北京科兴因股东间在重大发展问题上产生矛盾，在公司 2017 年度的审计过程中，拒绝公司聘请的审计机构中喜会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“中喜会计师事务所”）进场审计。公司于 2018 年就“股东知情权纠纷”提起诉讼并经法院作出生效判决后，在 2018 年、2019 年度审计中，北京科兴同意中喜会计师事务所进行现场审计，但中喜会计师事务所出具的审计报告认为：在对北京科兴财务报表审计时，获取了 2019 年度财务报表、会计账簿并进行了查阅，获取了中诚信安瑞（北京）会计师事务所有限公司出具的北京科兴财务报表审计报告，除此之外，未能获取其他的审计证据及实施必要的审计程序，无法判断未名医药是否能够对北京科兴有重大影响，无法对未名医药期末长期股权投资的账面价值及本期确认的投资收益发表恰当的审计意见。

公司已就股东知情权纠纷提起新的诉讼，要求判令北京科兴提供自北京科兴注册成立之日起的章程及其修订文本、董事会决议；按期置备北京科兴月度及年度（经审计）财务会计报告；按期置备北京科兴自 2017 年 1 月 1 日起的完整会计账簿（包括以纸质及电子计算机存储和生成的会计账簿，会计账簿包括总账、明细账、日记账和其他辅助性账簿）及与会计账簿记载内容有关的会计凭证（包括记账凭证、原始凭证及作为原始凭证附件入账备查的有关资料）提供给厦门未名及其委托的律师、注册会计师查阅；按期配合厦门未名委托的审计机构对北京科兴 2017、2018、2019 及往后年度的财务会计报告依法实施审计程序（包括提供实施审计程序所需的相关资料）等诉讼请求。该案件已于 2020 年 8 月 4 日开庭审理。

（3）未名天源医药中间体、农药中间体停产相关事宜

因原材料断供及政府征地，未名天源医药中间体、农药中间体产品于 2018 年 5 月停产。

根据公司所披露信息，未名天源为推进搬迁、恢复盈利能力，于 2019 年 11 月 28 日与广东美联新材料股份有限公司、营口盛海投资有限公司、营口至同化工合伙企业签订合资经营合同，对营新化工投资 6,600 万元（投资后持股 30.56%），目前已按照合同约定首期出资 2,000 万元，剩余 4,600.00 万元正协商以生产设备评估入资。营新化工目前正在进行设备安装调试，预计将于 2020 年 10 月试生产。

（4）公司 2019 年财务报表被出具非标准审计报告

中喜会计师事务所对公司 2019 年财务报表出具了保留意见的审计报告，形成保留意见的基础主要包括无法对公司参股的北京科兴的投资收益及长期股权投资账面价值金额发表恰当的审计意见、无法对控股股东违规占用资金的完整性获取充分的审计证据、无法确定控股股东抵债资产价值、无法评价控股子公司的管理相关的内部控制是否有效运行、无法判断子公司与关联方生产技术委托开发交易的真实性和价格公允性等。

（5）公司及相关负责人被采取监管措施

因子公司直接或通过第三方与未名集团及其关联方发生非经营性资金往来事项，未按规定履行相应的审议程序和信息披露义务，山东省证监局于 2019 年 12 月对公司、未名集团及潘爱华等

³ 截至本报告出具日，债务抵偿方案已分别经公司董事会和股东大会审议通过。

责任人采取出具警示函的监管措施，并记入证券期货市场诚信档案。

因在信息披露中存在违规行为，山东省证监局于 2020 年 6 月对公司采取出具警示函的监管措施，并将相关情况记入证券市场诚信档案。

此外，因控股股东非经营性占用上市公司资金、关联交易未及时履行审议程序和信息披露义务以及信息披露不准确，深圳证券交易所于 2020 年 6 月对公司、未名集团及潘爱华等责任人给予公开谴责的处分，并记入上市公司诚信档案。

7. 经营关注

（1）现有产品集中度高

公司自 2018 年 6 月起停止医药中间体、农药中间体的生产，2019 年收入主要来源于恩经复和安福隆两类药品，其中恩经复销售收入占营业收入的 68.09%。因国家加大对辅助用药限制力度，近年来恩经复销量呈下降趋势，虽然公司正在进行其他生物药品的研发且其“重组人 NGF 神经生长类滴眼剂”已于 2020 年 5 月获准开展临床试验，但生物制药具有研发周期长、审批和上市流程复杂的特点，2020 年公司药品结构尚不会发生较大变化。若未来神经损伤修复领域出现替代药品、辅助用药受限力度继续加大，公司药品销售收入可能出现进一步下降，并对公司业绩产生不利影响。

（2）环保风险

随着国家及地方环保部门环保监管力度的提高、人们环保意识的增强，公司面临的环保压力和风险逐步加大，公司子公司未名天源上游企业受环保政策影响，主要原材料断供，处于停产状态，如不能及时复产，将对公司营业收入及利润造成较大影响。

（3）实际控制人变更风险

截至 2020 年 3 月末，控股股东未名集团所持公司股份中，有 99.79% 被质押，且全部处于被冻结状态。截至本报告出具日，未名集团所持股份中已有少数被债权人申请拍卖，若未名集团不能妥善解决有关债务纠纷，公司存在实际控制人变更的风险。

（4）管理及内部控制风险

公司被控股股东非经营性占用资金且未履行必要的审议程序和信息披露义务、信息披露不准确，被监管部门和交易所采取监管措施或予以公开谴责，并已被计入诚信档案。公司管理及内部控制的规范性有待加强。

8. 未来发展

公司根据当前实际情况制定了较详细的工作计划，未来各项工作的实际效果有待观察。

面对当前所处环境，公司主要工作思路为对外稳固市场细分客户，采取灵活机动的营销策略，提高公司收入和利润；对内积极推进技术创新和工艺改进，加快产品新适应症的研发及新产品研发与新项目。具体措施包括：①大力发展干扰素喷雾剂“捷抚”的扩能达产，同时整合营销平台、加强规范化销售管理，继续加强现有医药产品的市场开发深度和广度。②继续对神经生长因子进行深度开发，进行工艺改进，提高神经生长因子得率、降低单位产品能耗等；加快恩经复“糖尿病足”适应症的研发和临床试验及产品报批，深度开发视神经损伤、开发滴眼剂、水针剂等新适应症和新剂型。③尽快完善 CDMO 一期工程的试生产工作，抓紧 CDMO 项目的推介，力争尽快形成生产能力，探索科研及成药生产的一体化 CDMO 程序，完成从研发阶段到成药批量生产的跨越，为公司增加利润增长点。④抓好未名天源的产业合作项目，力争最短时间内实施工程建设；同时，与原下游客户保持联系，深入了解客户需求，制订复产后产品生产、销售计划，力争 2020

年恢复生产。⑤对未名集团抵债的 4 项药品技术，准备采取委托研发、合作研发、合资经营等多种形式，推进研发进程，力争早日将研发成果转化为生产力。⑥对抵债的吉林未名公司，加强维护管理和继续种植经营，在适当条件下，采取合作经营、合作开发等形式予以有效利用。

六、财务分析

公司 2019 年度财务报表被中喜会计师事务所(特殊普通合伙)出具了保留意见的审计报告，2020 年 1—3 月合并财务报表未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

2019 年，公司新增子公司 1 家，为未名集团抵债的吉林未名；公司合并范围有所变化，且因同一控制下并购导致资本公积大幅下降，对公司财务报表可比性有所影响。2020 年 1—3 月，公司合并范围未发生变化。截至 2020 年 3 月末，公司合并范围内直接投资的子公司共 3 家。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 34.14 亿元，负债合计 10.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益）23.89 亿元，其中归属于母公司所有者权益 23.12 亿元。2019 年，公司实现营业收入 5.68 亿元，净利润 0.73 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.63 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.48 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.81 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 33.63 亿元，负债合计 9.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）24.00 亿元，其中归属于母公司所有者权益 23.13 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 1.02 亿元，净利润-0.49 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.63 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.13 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.90 亿元。

1. 资产质量

截至 2019 年末，公司资产规模较年初明显下降，资产结构相对均衡；流动资产中货币资金较充裕，但应收账款对营运资金形成一定占用；非流动资产中长期股权投资占比较大，审计机构表示无法对其发表意见。公司整体资产质量尚可。

截至 2019 年末，公司合并资产总额为 34.14 亿元，较年初下降 20.73%，主要系流动资产减少所致。其中，流动资产占 52.76%，非流动资产占 47.24%。公司资产结构相对均衡，非流动资产占比较年初上升较快。

(1) 流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产为 18.01 亿元，较年初下降 36.91%，主要系货币资金和其他应收款减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 62.24%）和应收账款（占 24.33%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金为 11.21 亿元，较年初下降 27.48%，主要系偿还部分债务所致；公司货币资金主要由银行存款（占 94.59%）和其他货币资金（占 5.35%）构成，货币资金中无受限资金。

截至 2019 年末，公司应收账款为 4.38 亿元，较年初下降 0.92%，变化不大。应收账款账面余额为 4.89 亿元，其中账龄 1 年以内的占 67.03%，1~2 年的占 23.15%，2~3 年的占 6.11%，3 年以上的占 3.70%，应收账款平均账龄较长；累计计提坏账准备 0.50 亿元，计提比例为 10.31%；按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款合计 1.06 亿元，占应收账款余额的 21.66%，集中度一般。

(2) 非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产为 16.13 亿元，较年初增长 11.08%，主要系长期股权投资增加所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 36.03%）、固定资产（占 26.89%）、在建工程（占 21.44%）和无形资产（占 9.73%）构成。

截至 2019 年末，公司长期股权投资为 5.81 亿元，较年初增长 33.66%，主要系权益法下确认对北京科兴的投资收益所致。根据审计报告，中喜会计师事务所无法判断公司是否能够对北京科兴具有重大影响，无法对期末长期股权投资的账面价值及本期确认的投资收益发表恰当的审计意见。

截至 2019 年末，公司固定资产为 4.34 亿元，较年初下降 5.86%。固定资产主要由房屋建筑物（占 61.13%）和机器设备（占 36.89%）等构成。累计计提折旧 5.18 亿元；固定资产成新率为 47.11%，成新率较低。

截至 2019 年末，公司在建工程为 3.46 亿元，较年初增长 10.42%，主要系继续对 CMO 生产基地和生物经济孵化器项目进行投资所致；公司未对在建工程计提减值准备。

截至 2019 年末，公司无形资产为 1.57 亿元，较年初增长 37.00%，主要系专利权增加所致。公司无形资产主要由土地使用权（占 47.89%）和专利权（占 48.74%）构成，累计摊销 0.65 亿元。

截至 2019 年末，公司无所有权或使用权受到限制的资产。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额为 33.63 亿元，较年初下降 1.49%，变化不大。其中，流动资产占 51.39%，非流动资产占 48.61%。公司资产结构相对均衡，较年初变化不大。

2. 负债及所有者权益

(1) 负债

截至 2019 年末，由于偿还短期借款和购买自身所发行债券，公司负债和债务规模较年初大幅下降，债务负担处于合理水平。

截至 2019 年末，公司负债总额为 10.25 亿元，较年初下降 30.44%，主要系流动负债减少所致。其中，流动负债占 23.36%，非流动负债占 76.64%。公司负债以非流动负债为主，且非流动负债占比上升较快。

截至 2019 年末，公司流动负债为 2.40 亿元，较年初下降 57.68%，主要系短期借款减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占 62.63%）、应付账款（占 12.60%）和其他应付款（占 8.55%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款为 1.50 亿元，较年初下降 66.67%，主要系公司货币资金较充裕，偿还部分借款所致；短期借款全部为保证借款。

截至 2019 年末，公司应付账款为 0.30 亿元，较年初下降 7.71%，主要系采购规模下降所致。应付账款账龄以 1 年以内（占 56.64%）和 1~2 年（占 30.67%）为主。

截至 2019 年末，公司其他应付款为 0.20 亿元，较年初增长 12.05%，主要系往来款增加所致。其他应付款主要由保证金（占 33.31%）、应付未付市场费（占 14.24%）和往来款（31.15%）构成。

截至 2019 年末，公司非流动负债为 7.86 亿元，较年初下降 13.46%，主要系应付债券减少所致。公司非流动负债主要由应付债券（占 88.51%）和长期应付款（占 8.69%）构成。

截至 2019 年末，公司应付债券为 6.95 亿元，较年初下降 12.31%，主要系公司自行购买面值 1.00 亿元的“17 未名债”所致。公司应付债券全部为“17 未名债”，2020 年 9 月面临持有人回售选择，若投资人全部选择回售，公司将面临较大的集中偿付压力。

截至 2019 年末，公司长期应付款为 0.68 亿元，较年初下降 21.96%，主要系逐步摊还应付融资租赁款所致；公司长期应付款全部为应付融资租赁款。

截至 2019 年末，公司全部债务合计 9.26 亿元，较年初下降 31.15%，主要系短期债务减少所

致。其中，短期债务占 17.56%，长期债务占 82.44%，以长期债务为主。短期债务为 1.63 亿元，较年初下降 65.00%，主要系偿还短期借款所致。长期债务为 7.64 亿元，较年初下降 13.27%，主要系公司自行购买“17 未名债”所致。截至 2019 年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 30.03%和 27.94%，较年初分别下降 4.19 个百分点和 4.26 个百分点；长期债务资本化比率为 24.22%，较年初上升 0.51 个百分点，公司债务负担处于合理水平。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额为 9.64 亿元，较年初下降 6.01%，主要系公司回购部分“17 未名债”所致。其中，流动负债占 25.44%，非流动负债占 74.56%。公司负债以非流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务合计 8.69 亿元，较年初下降 6.16%。其中，短期债务为 1.75 亿元（占 20.10%），较年初增长 7.38%，主要系应付利息增加所致。长期债务为 6.95 亿元（占 79.90%），较年初下降 9.04%，主要系回购部分债券所致。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 28.65%、26.59%和 22.45%，较年初分别下降 1.38 个百分点、1.35 个百分点和 1.78 个百分点。

（2）所有者权益

截至 2019 年末，因未名集团以资产抵偿债务，公司所有者权益较年初有所下降，权益结构稳定性一般。

截至 2019 年末，公司所有者权益合计（含少数股东权益）23.89 亿元，较年初下降 15.68%，主要系同一控制下企业合并，资本公积下降所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 96.78%，少数股东权益占比为 3.22%。归属于母公司所有者权益为 23.12 亿元，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 9.91%、37.07%、6.55%和 46.47%，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计（含少数股东权益）24.00 亿元，较年初增长 0.45%，变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 96.38%，少数股东权益占比为 3.62%。归属于母公司所有者权益 23.13 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占 9.91%、40.06%、6.11%和 43.92%，权益结构变化不大。

3. 盈利能力

2019 年，公司营业收入继续下降，期间费用对利润形成严重侵蚀，净利润规模小，且对投资收益依赖程度很高，整体盈利能力有待提高。

2019 年，公司实现营业收入 5.68 亿元，较上年下降 14.59%，主要系核心产品恩复销量下降所致；公司营业成本 0.74 亿元，较上年下降 24.77%。公司营业成本降幅高于营业收入降幅，主要系安福隆喷雾剂产品产销量增长，由检测费等构成的产品成本被摊薄所致。公司净利润由上年的亏损 0.99 亿元转为盈利 0.73 亿元，主要系上年计提资产减值损失金额较大所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 5.53 亿元，较上年下降 6.68%，主要系财务费用减少所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和研发费用分别占期间费用总额的 76.36%、18.82%和 9.88%，以销售费用为主。其中，销售费用为 4.22 亿元，较上年增长 7.06%；管理费用为 1.04 亿元，较上年下降 13.57%；研发费用为 0.55 亿元，较上年增长 18.94%；因利息收入高于利息支出，公司财务费用由上年的 0.32 亿元减少至-0.28 亿元。2019 年，公司费用收入比为 97.47%，较上年上升 8.26 个百分点，公司期间费用对营业利润形成严重侵蚀。

2019 年，公司实现投资收益 1.28 亿元，较上年变化不大；投资收益占营业利润比重为 161.79%，对营业利润影响很大。公司投资收益主要为对北京科兴的投资收益，但根据公司审计报告，审计

机构无法对公司本期确认的投资收益发表恰当的审计意见；近年来北京科兴未进行分红，公司投资收益的实现质量较差。

从盈利能力指标看，2019年，公司营业利润率较上年提高1.72个百分点至85.64%；因公司扭亏为盈，总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别由上年的-0.53%、-0.29%和-3.43%提高至3.03%、3.04%和2.80%，但仍处于较低水平。

2020年1—3月，公司实现营业收入1.02亿元，同比下降19.25%，净利润亏损0.49亿元，主要系受新冠肺炎疫情影响，常见病、慢性病诊疗及用药量下降，公司恩经复产品销量下降所致。

4. 现金流

2019年，因偿付债务较多，公司筹资活动现金由上年的净流入转为净流出；公司经营活动流入规模较小，未来若进行较大规模的投资，仍存在一定外部筹资需求。

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入量为7.04亿元，较上年下降20.64%，主要系销售收入下降所致；经营活动现金流出量为6.55亿元，较上年下降7.99%，主要系采购支出减少所致。受上述因素影响，2019年，公司经营活动产生的现金流量净额为0.48亿元，继续呈净流入状态，但净流入量较上年下降72.25%。2019年，公司现金收入比为110.95%，较上年下降12.87个百分点，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入量为3.93亿元，较上年下降34.75%，主要系收回投资收到的现金减少所致；主要为收回的定期存款和关联方占用资金。2019年，公司投资活动现金流出量为4.59亿元，较上年下降65.12%，主要系支付其他与投资活动有关的现金减少所致。受上述因素影响，2019年，公司投资活动产生的现金流量净额为-0.66亿元，继续呈净流出状态，净流出量较上年下降90.74%。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入量为1.50亿元，较上年下降66.67%，主要系减少银行借款所致；筹资活动现金流出量为6.14亿元，较上年增长237.45%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。受上述因素影响，2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-4.64亿元，由上年净流入转为净流出。

2020年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.13亿元，投资活动现金流量净额为-0.06亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-0.72亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标处于很高水平，长期偿债能力指标有所改善，整体偿债能力有所提升。

从短期偿债能力指标看，截至2019年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的5.04倍和4.95倍分别上升至7.52倍和7.24倍，流动资产对流动负债的覆盖程度很高；公司现金短期债务比由年初的3.76倍上升至7.27倍，现金类资产对短期债务的保障程度很高。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为1.78亿元，较上年增长256.62%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占28.05%）、摊销（占6.14%）、计入财务费用的利息支出（占22.77%）、利润总额（占43.04%）构成。2019年，公司EBITDA利息倍数由上年的0.65倍上升至4.39倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司EBITDA全部债务比由上年的0.04倍上升至0.19倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。

截至2020年3月末，公司获得银行授信总额合计2.10亿元，其中未使用额度0.60亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保和重大未决诉讼事项。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（统一社会信用代码：91370000726234826Q），截至 2019 年 8 月 17 日，公司本部已结清信贷信息中，有 1 个关注类账户，其余均为正常类账户。截至本报告出具日，公司实控人潘爱华先生、控股股东未名集团已被列入失信被执行人名单，不利于公司融资活动的开展。

6. 公司本部财务概况

截至 2019 年末，公司本部资产总额小幅下降，以长期股权投资为主；负债增长明显，以非流动负债为主，资产负债率较低。2019 年，公司无营业收入和投资收益，净利润出现小额亏损；经营活动现金和筹资活动现金呈净流出状态。

截至 2019 年末，公司本部资产总额为 45.29 亿元，较年初下降 7.46%，主要系流动资产减少所致。其中，流动资产为 6.54 亿元（占 14.43%），非流动资产为 38.76 亿元（占 85.57%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 13.48%）和其他应收款（占 86.21%）构成，非流动资产主要为长期股权投资（占 98.70%）。截至 2019 年末，公司本部货币资金为 0.88 亿元。

截至 2019 年末，公司本部负债总额为 9.84 亿元，较年初增长 21.09%。其中，流动负债为 2.89 亿元（占 29.34%），非流动负债为 6.95 亿元（占 70.66%）。从构成看，流动负债主要为其他应付款（占 99.80%），非流动负债全部为应付债券。截至 2019 年末，公司本部资产负债率为 21.73%，较年初上升 5.12 个百分点。

截至 2019 年末，公司本部所有者权益为 35.45 亿元，较年初下降 13.15%，主要系资本公积减少所致。其中，实收资本为 6.60 亿元（占 18.61%）、资本公积为 23.26 亿元（占 65.61%）、未分配利润合计 4.70 亿元（占 13.25%）、盈余公积合计 0.90 亿元（占 2.53%），权益结构稳定性较强。

2019 年，公司本部无营业收入，未实现投资收益，期间费用合计 0.38 亿元，净利润亏损 0.38 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 6.16 亿元和 13.23 亿元，经营活动产生的现金流量净额为-7.06 亿元；投资活动未发生现金流入和流出；筹资活动产生的现金流量净额为-1.33 亿元。

七、本次公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月末，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）为 9.85 亿元，约为“17 未名债”待偿本金（7.20 亿元）的 1.37 倍，公司现金类资产对“17 未名债”的覆盖程度尚可；净资产为 24.00 亿元，约为“17 未名债”待偿本金（7.20 亿元）的 3.33 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“17 未名债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 1.78 亿元，为“17 未名债”待偿债券本金（7.20 亿元）的 0.25 倍，公司 EBITDA 对“17 未名债”本金的覆盖程度一般。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 7.04 亿元，为“17 未名债”本金（7.20 亿元）的 0.98 倍，公司经营活动现金流入量对“17 未名债”的覆盖程度一般。

综合以上分析，公司对“17 未名债”的偿还能力变化不大。

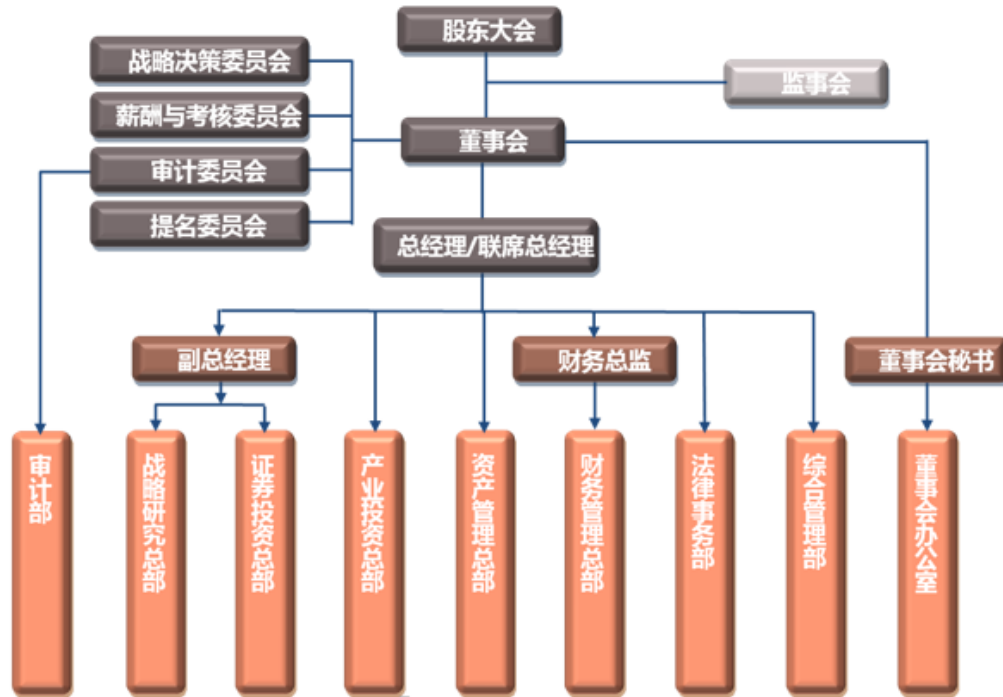
八、综合评价

跟踪期内，未名医药的医药及农药中间体业务尚未复产，医药板块安福隆销量增长，而核心产品恩经复销量受行业政策及疫情等因素影响继续减少；公司销售收入下降、期间费用对利润侵蚀严重，净利润规模较小且对投资收益依赖程度很高；公司现金类资产较充裕，可对债务偿付形成较好保障。此外，联合评级也关注到公司被控股股东非经营性占用资金且未及时履行相应审议程序和信息披露义务，公司被采取监管措施，参股子公司北京科兴股东纠纷仍处于诉讼过程中，公司财务报表被出具非标审计意见，以及公司控股股东所持公司股份被司法冻结、未名集团及公司实际控制人被列入失信被执行人名单等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司安福隆喷雾剂生产线产能的释放、近期投产试运行的 CDMO 项目逐步形成收入、医药中间体及农药中间体的复产以及部分新产品的上市，公司收入水平和盈利能力有望恢复稳定。

综上，联合评级决定下调公司的主体长期信用等级至 AA-，评级展望为“负面”；同时下调“17 未名债”的债项信用等级至 AA-。

附件 1 山东未名生物医药股份有限公司 组织结构图



附件 2 山东未名生物医药股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	39.98	43.07	34.14	33.63
所有者权益 (亿元)	29.20	28.33	23.89	24.00
短期债务 (亿元)	1.15	4.65	1.63	1.75
长期债务 (亿元)	7.91	8.80	7.64	6.95
全部债务 (亿元)	9.06	13.45	9.26	8.69
营业收入 (亿元)	11.62	6.65	5.68	1.02
净利润 (亿元)	3.92	-0.99	0.73	-0.49
EBITDA (亿元)	5.34	0.50	1.78	--
经营性净现金流 (亿元)	2.71	1.74	0.48	-0.13
应收账款周转次数 (次)	2.44	1.35	1.18	--
存货周转次数 (次)	4.08	1.71	1.22	--
总资产周转次数 (次)	0.35	0.16	0.15	0.03
现金收入比率 (%)	84.79	123.81	110.95	100.71
总资本收益率 (%)	12.81	-0.53	3.03	--
总资产报酬率 (%)	14.37	-0.29	3.04	--
净资产收益率 (%)	14.40	-3.43	2.80	-2.03
营业利润率 (%)	77.07	83.92	85.64	82.54
费用收入比 (%)	43.00	89.21	97.47	119.96
资产负债率 (%)	26.98	34.22	30.03	28.65
全部债务资本化比率 (%)	23.69	32.20	27.94	26.59
长期债务资本化比率 (%)	21.33	23.71	24.22	22.45
EBITDA 利息倍数 (倍)	35.95	0.65	4.39	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.59	0.04	0.19	--
流动比率 (倍)	10.52	5.04	7.52	7.05
速动比率 (倍)	10.28	4.95	7.24	6.76
现金短期债务比 (倍)	18.79	3.76	7.27	5.64
经营现金流动负债比率 (%)	105.56	30.83	20.21	-5.18
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.74	0.07	0.25	--

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 公司 2020 年 1 季报财务数据未经审计, 相关指标未年化; 4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金; 5. 应付利息、长期应付款中债务部分已计入债务计算

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
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) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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-税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+研发费用+销售费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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%
长期偿债能力指标	
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
短期偿债能力指标	
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)
本次公司债券偿还能力	
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。