

2018 年吉林敖东药业集团股份有限公司

**可转换公司债券 2018 年跟踪
信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【314】号 01

债券简称：敖东转债

债券剩余规模：
24.13 亿元

债券到期日期：
2024 年 3 月 13 日

债券偿还方式：对未转
股债券按年计息，每年
付息一次，附债券赎回
及回售条款

分析师

姓名：
张旻烁 刘书芸

电话：
021-51035670

邮箱：
zhangmy@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司化学制药
企业主体长期信用评级
方法，该评级方法已披
露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

2018 年吉林敖东药业集团股份有限公司 可转换公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 05 月 25 日	2017 年 10 月 10 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对吉林敖东药业集团股份有限公司（以下简称“吉林敖东”或“公司”，证券代码：000623，）及其 2018 年 03 月 13 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到 2017 年公司两种主要化药品种为独家专利产品、具有一定竞争优势，对外投资规模较大、以对广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）投资为主、投资收益较好，整体偿债能力较好；同时也关注到，受医改政策影响，公司化药主要产品销量略有下滑，新增产能能否消化存在一定不确定性，以及较高的期间费用对公司利润造成一定侵蚀等风险因素。

正面：

- 公司两种主要化药品种为独家专利产品，具有一定竞争优势。公司化药主要产品注射用核糖核酸 II、小牛脾提取物注射液为公司优势品种，且均为公司独家专利产品，具有一定竞争优势，2017 年分别实现营业收入 10.18 亿元、5.17 亿元，合计占公司营业收入的 51.54%。
- 公司对外投资规模较大，以对广发证券投资为主，投资收益较好。截至 2017 年底，公司长期股权投资、金融资产投资合计 165.11 亿元，占资产总额的 75.55%，其中对广发证券投资账面价值 148.73 亿元。2017 年公司确认的投资损益为 14.81 亿元，其中对广发证券确认的投资收益 14.49 亿元。

- **公司整体偿债能力较好。**截至 2018 年 3 月底，公司资产负债率仅为 12.85%，且资产以长期股权投资、金融资产为主，长期股权投资、金融资产主要系上市公司股权投资，流动性较高、变现能力较好；流动比率、速动比率达 5.64、5.12，且流动资产中货币资金占比 64.84%，货币资金无使用受限情况。

关注：

- **受医改政策影响，公司化药主要产品销量略有下滑。**受医改政策影响，2017 年公司化药主要产品注射用核糖核酸 II、小牛脾提取物注射液销量分别同比下降 2.86%、9.67%。未来随着医保控费政策继续推进，化药主要产品销量或继续下滑，可能会对公司盈利能力造成一定不利影响。
- **公司目前在建拟建项目较多，新增产能能否消化存在一定不确定性。**截至 2018 年 3 月底在建拟建项目较多，投产后将进一步扩大产能，未来产能消化情况存在一定不确定性。
- **公司期间费用规模较大，对公司利润造成一定侵蚀。**2017 年公司期间费用同比增长 11.28%，为 16.84 亿元；期间费用率同比继续提高，达 56.56%；较大规模的期间费用对公司利润造成一定侵蚀。

发行人主要财务指标：

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	2,446,092.00	2,185,458.95	2,034,050.33	1,983,401.63
归属于母公司所有者权益（万元）	2,108,070.11	2,029,972.01	1,863,914.55	1,737,877.16
有息债务（万元）	184,215.42	1,249.00	13,445.00	100,644.00
资产负债率	12.85%	6.03%	7.21%	11.35%
流动比率	5.64	3.18	2.99	1.68
速动比率	5.12	2.68	2.53	1.44
营业收入（万元）	70,784.48	297,677.16	273,669.71	233,476.08
营业利润（万元）	33,619.03	192,680.99	162,990.82	255,451.42
净利润（万元）	32,474.30	184,514.62	165,584.14	260,182.94
综合毛利率	72.82%	70.75%	71.03%	68.95%
总资产回报率	-	9.17%	8.80%	16.02%
EBITDA（万元）	-	211,495.91	192,924.35	282,673.74
EBITDA 利息保障倍数	-	860.70	69.81	131.22
经营活动现金流净额（万元）	2,775.47	25,648.60	33,381.30	38,803.24

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告及 2018 年 1-3 月未经审计的财务报表，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年3月13日公开发行6年期24.13亿元可转换公司债券。截至2018年3月31日，本期债券募集资金使用情况如下。

表1 截至2018年3月31日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	拟使用募集资金额度	已使用募集资金
吉林敖东延边药业股份有限公司扩建升级项目二期工程项目	85,200.00	0.00
吉林敖东世航药业股份有限公司中药饮片（含直接口服饮片）智能工厂建设项目	9,000.00	0.00
吉林敖东洮南药业股份有限公司自动化生产线建设项目	30,600.00	0.00
吉林敖东延吉药业科技园建设项目	51,500.00	0.00
补充流动资金项目	65,000.00	0.00
合计	241,300.00	0.00

资料来源：公司提供，鹏元整理

二、发行主体概况

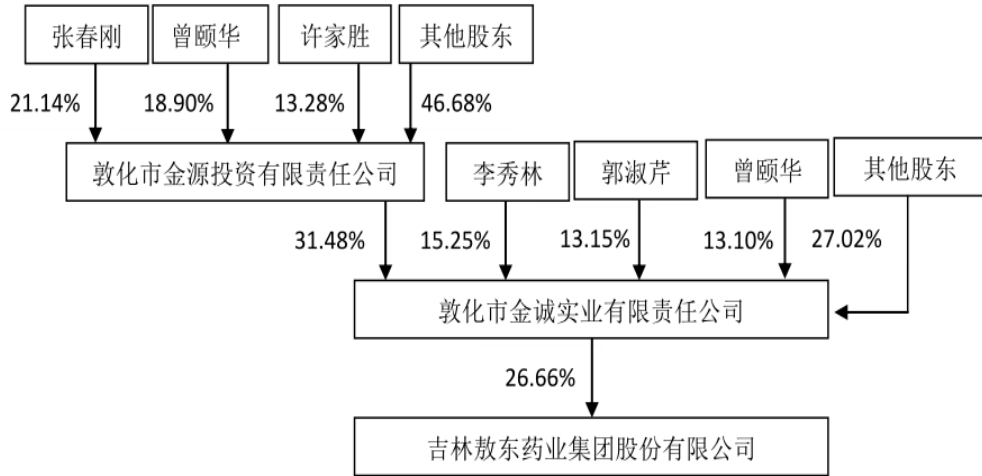
公司2016年度利润分配方案系以89,443.84万股为基数，每10股派发现金红利3.00元（含税），送红股3股（含税），不以公积金转增股本。公司利润分配方案实施后公司总股本增至116,277.00万股。截至2018年3月底，公司注册资本、实收资本为116,277.00万元，较2016年底增加26,833.15万元。

截至2018年3月底，公司控股股东、实际控制人、合并范围均未发生变化；控股股东仍为敦化市金诚实业有限责任公司（以下简称“金诚公司”），持有公司股份26.66%¹，同比无变动；实际控制人仍为敦化市金源投资有限责任公司以及李秀林、郭淑芹、应刚、陈永丰、杨凯、李秉安、杨学宏、曾颐华等8名自然人。2018年4月底公司实际控制人合计持有金诚公司82.99%的股权，较2016年底有所增加²，股权结构图如图1所示。公司主营业务亦无变化，仍主要从事中成药、化药研发、生产和销售，主要产品仍为安神补脑液、注射用核糖核酸II、小牛脾提取物注射液等。

¹ 根据公司2018年4月28日公告，截至公告披露日，金诚公司持有本公司股份累计质押15,728万股，占其持有公司股份数的50.75%。

² 根据国家企业信用信息公示系统显示，敦化市金诚实业有限责任公司注册资本2018年3月由5,266万元变更为5,208万元，2018年4月变更为5,999.09万元。

图1 截至2018年4月底公司股权结构图



资料来源：公司公告，鹏元整理

截至 2017 年 12 月 31 日，公司资产总额为 218.55 亿元，归属于母公司的所有者权益为 203.00 亿元，资产负债率为 6.03%；2017 年度，公司实现营业收入 29.77 亿元，净利润 18.45 亿元，经营活动现金净流入 2.56 亿元。

截至 2018 年 3 月 31 日，公司资产总额为 244.61 亿元，归属于母公司的所有者权益为 210.81 亿元，资产负债率为 12.85%；2018 年 1-3 月，公司实现营业收入 7.08 亿元，净利润 3.25 亿元，经营活动现金净流入 0.28 亿元。

三、运营环境

2017年我国医药产业规模继续稳步增长，产业发展态势整体向好

医药行业属于弱周期行业，是国民经济的重要组成部分，与人民群众的生命健康和生活质量等切身利益密切相关。在我国居民生活水平及城镇化水平不断提高、医疗保险制度改革全面推进、人口老龄化等因素的影响下，医药行业保持稳定增长。

据国家发改委产业协调司数据，2017年，规模以上医药企业主营业务收入29,826.0亿元，同比增长12.2%，增速较2016年提高2.3个百分点，恢复至两位数增长；医药产业8个子行业中主营业务收入增长最快的是中药饮片加工业和化学药品原料药制造业。同时，随着医药产业结构调整不断深化，2017年，规模以上企业实现利润总额3,519.7亿元，同比增长16.6%，增速提高1.0个百分点；利润增速高于主营业务收入增速，行业整体盈利水平得到提高。医药产业8个子行业中利润增长最快的是生物药品制造业和化学药品制剂制造业，产业发展动力不断向高附加值产品转移。

表2 2017年医药产业子行业运营情况

行业	主营业务收入			利润总额		
	金额 (亿元)	同比增 速	所占 比重	金额 (亿元)	同比增 速	所占 比重
化学药品制剂制造	8,340.60	12.90%	28.00%	1,170.3	22.1%	33.2%
中成药生产	5,735.80	8.40%	19.20%	707.2	10.0%	20.1%
化学药品原料药制造	4,991.70	14.70%	16.70%	436.1	13.7%	12.4%
生物药品制造	3,311.00	11.80%	11.10%	499.0	26.8%	14.2%
医疗仪器设备及器械制造	2,828.10	10.70%	9.50%	325.1	6.9%	9.2%
卫生材料及医药用品制造	2,266.80	13.50%	7.60%	213.9	14.4%	6.1%
中药饮片加工	2,165.30	16.70%	7.30%	153.4	15.1%	4.4%
制药专用设备制造	186.7	7.70%	0.60%	14.7	-8.1%	0.4%
合计	29,826.0	12.2%	100.0%	3,519.7	16.6%	100.0%

资料来源：中华人民共和国国家发展和改革委员会产业协调司网站，鹏元整理

根据海关进出口数据，2017年我国医药产品完成进出口贸易总额1,166.8亿美元，同比增长12.6%；其中，进口额558.8亿美元，同比增长16.3%，出口额608.0亿美元，同比增长9.4%，增幅达到近五年的最高值；进出口均呈现较快增长，一方面国民日益增长的健康需求拉动了医药产品进口，同时，本土企业不断推进供给侧改革、国际化进程的加快也带来了出口的快速增长，扭转了2016年出口额下降的局面。

此外，随着审评审批改革的不断深入，加快创新药品和医疗器械审评审批、药品上市许可持有人制度试点、优化审评审批流程等一系列举措快速推进，大大提高了审评审批效率，医药创新环境明显改善。

医保控费政策继续推进，辅助用药、中药注射剂等药品生产企业或面临业绩下滑压力

不合理用药、滥用药和检查等原因导致医保费用浪费，医保控费应运而生。目前针对医保控费主要政策有三，一是医院控制药占比³，二是医院医保费用限额拨付⁴，三是按病种付费⁵。在医保控费的压力下，多地着手建立重点监控药品制度，辅助用药、中药注射剂等成为监管部门重点监控的药品类型。广东省卫计委在《建立全省医疗机构重点药品监控制度的通知》中指出，对能量及营养成分补充药物、免疫增强剂、脑循环与促智药、活血化瘀类药物、中药注射剂、抗肿瘤辅助药等，以及本医疗机构认为有必要列入重点监控的其他药品进行遴选，编制本机构重点药品监控目录。上海市卫计委发布的《关于进一步加强本市医疗机构重点监控药品管理的通知》指出重点监控的品类：包括抗菌药物、中药

³ 药占比=药品收入/(药品收入+医疗收入+其他收入)

⁴ 相关部门每年会分配给每家医院一定的医保限额，这些额度被医院层层分解到科室直至医生身上。

⁵ 按病种收费，就是从患者入院，按病种治疗管理流程接受规范化诊疗，达到临床疗效标准后出院，整个过程中发生的诊断、治疗、手术等各项费用，都一次性打包收费。

注射剂、抗肿瘤药物、辅助性药品、营养性药品以及其他价格高、用量大的药品等。

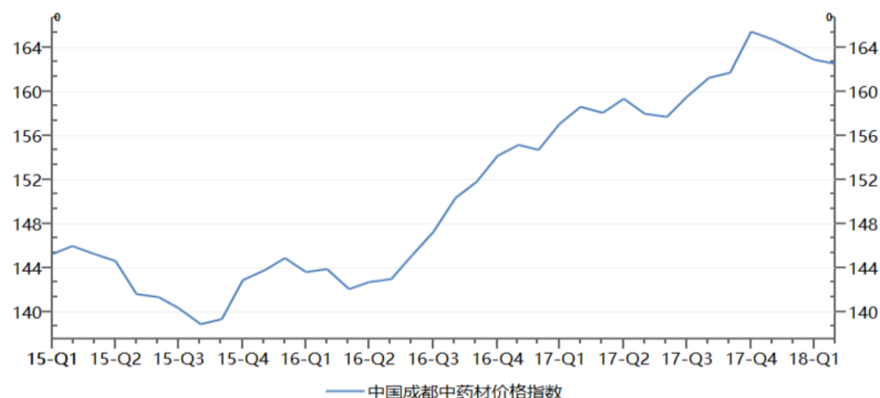
2017年按病种付费政策继续推进。2017年初，国家发改委印发《关于推进按病种收费工作的通知》(发改价格〔2017〕68号)，明确规定“各地二级及以上公立医院都要选取一定数量的病种实施按病种收费，城市公立医院综合改革试点地区2017年底前实行按病种收费的病种不少于100个。”并附上320个备选病种。2017年6月20日，国务院办公厅印发《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》(国办发〔2017〕55号)，部署从2017年起，进一步加强医保基金预算管理，全面推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式；要求各地选择一定数量的病种实施按病种付费，国家则选择部分地区开展按疾病诊断相关分组(DRGs)付费试点。

2018年上半年，除西藏外，全国30个省(自治区、直辖市)已发文落实国务院办公厅《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》，细化各地执行按病种付费的病种数等。未来随着医保控费相关政策的进一步推进，辅助用药、中药注射剂等药品生产企业或面临业绩下滑压力。

中药材价格整体呈波动上涨趋势，进一步加大中药生产企业的成本控制压力

中药行业是典型的药材资源依赖性行业，中药材价格上涨对中药企业带来一定的成本压力。近年来中药材整体价格指数呈波动上升趋势，2018年一季度有所下滑，但仍维持在160以上，如下图2所示。从常用药材三七、丹参等药材情况看，多年持续高价使得产能不断增加，产量已经远超需求，2015年三七行情继续不断下探，批发价格由2014年年初的450元/500克下降至2015年底的140元/500克；丹参价格则相对稳定，2015年基本处于12-14元/千克区间。2016年，由于大型医药企业囤货采购、下游需求增加以及投资投机等因素的影响，三七价格大涨至258.5元/500克，2017年以来趋于稳定。预计未来中药材价格仍会因市场行情变化继续波动。

图2 近年中国成都中药材价格指数变动情况



数据来源：Wind，鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事中成药、化学药品、保健食品等产品的研发、生产、销售。2017年，公司化药收入仍主要来自注射用核糖核酸Ⅱ、小牛脾提取物注射液，以上产品占化药收入的91.37%；中成药收入仍主要来自安神补脑液、血府逐瘀口服液、养血饮口服液、伸筋片以及羚贝止咳糖浆，以上产品占中成药收入的53.31%；食品主要系人参及酵素产品，其他产品主要系明胶，其他业务主要为生产过程中的边角废料销售业务。

2017年公司实现营业收入297,677.16万元，同比增长8.77%。其中，化药实现收入16.79亿元，同比增长17.69%，主要系为适应两票制改革，公司给经销商开票金额增长所致；中成药实现收入12.09亿元，同比下降2.22%，主要系安神补脑液销量下滑所致；食品收入同比增长10.24%，主要系产品品种增加所致。

毛利率方面，2017年公司综合毛利率水平为70.75%，同比变动较小。其中，化药毛利率增长主要系开票金额增长、产品销售均价增长所致；中成药毛利率同比略有下滑主要系当年中药材价格上涨所致；食品毛利率下滑主要系人工、能源成本增加以及酵素产品下调价格所致。

表3 2016-2017年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
中成药	120,898.50	55.81%	123,645.94	57.37%
化药	167,907.09	86.19%	142,667.75	85.22%
食品	6,394.70	16.94%	5,800.67	26.29%
其他产品	1,405.07	-215.50%	693.96	-0.76%
其他业务	1,071.79	32.76%	861.38	39.08%
合计	297,677.16	70.75%	273,669.71	71.03%

资料来源：公司2017年年报，鹏元整理

表4 2016-2017年公司主要产品收入情况（单位：万元）

产品类别	产品名称	2017年		2016年	
		金额	毛利率	金额	毛利率
化药	注射用核糖核酸Ⅱ	101,750.28	88%	83,524.11	85%
	小牛脾提取物注射液	51,664.25	96%	48,564.05	97%
	小计	153,414.53	-	132,088.16	-
中药	安神补脑液	41,983.67	58%	44,262.14	57%
	血府逐瘀口服液	8,305.06	62%	7,726.69	61%
	养血饮口服液	5,530.52	61%	6,328.95	63%

	伸筋片	4,341.99	64%	4,960.57	65%
	羚贝止咳糖浆	4,293.75	39%	3,846.39	47%
	小计	64,454.99	-	67,124.73	-
	合计	217,869.52	-	199,212.89	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司产品品种较为丰富，主要产品注射用核糖核酸Ⅱ、小牛脾提取物注射液为独家原研产品，具有一定竞争优势，但各项产品产能利用率偏低，在建拟建项目投产后将进一步扩大产能，新增产能能否消化存在一定不确定性

公司产品品种较为丰富。2017年底，公司共有药品批准文号600余个，涵盖注射剂、合剂、片剂、胶囊剂、颗粒剂、软胶囊剂、乳膏剂、软膏剂、丸剂、酒剂、栓剂、膜剂、糖浆剂、散剂、原料药等多个剂型；获国家专利授权119项，独家品种41个，进入国家医保目录品种251个，进入省医保目录品种394个。公司主要产品情况如下表所示，其中化药主要产品注射用核糖核酸Ⅱ、小牛脾提取物注射液为独家原研产品，具有一定竞争优势。

表5 截至2017年底公司主要产品情况

产品类别	产品名称	负责生产的子公司	主要销售终端	纳入医保情况
化药	注射用核糖核酸Ⅱ	延吉药业	医院	省医保
	小牛脾提取物注射液	洮南药业	医院	省医保
中药	安神补脑液	延边药业	药店	国家医保
	血府逐瘀口服液	延边药业	医院	国家医保
	养血饮口服液	力源药业	药店	国家医保
	伸筋片	延边药业	药店	
	羚贝止咳糖浆	力源药业	药店	部分省医保

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司生产基地主要集中在敦化、延吉以及洮南等地，具体如下表所示。公司药品主要根据销售计划进行生产，即根据销售部门对市场情况的判断及公司产品库存及产能情况，确定生产数量和规格。2017年公司产能无重大变动，产能利用率仍偏低，维持在55%-80%之间。截至2018年3月末，公司主要在建拟建项目为本期债券募投项目，项目计划总投资合计209,229.81万元，已投资4,411.66万元⁶，尚需投资204,818.15万元。考虑到公司目前整体产能利用率不高，在建、拟建项目投产后将进一步扩大产能，未来产能的消化情况存在一定的不确定性。

⁶ 根据公司2018年4月25日发布的《关于以募集资金置换预先已投入募集资金投资项目自筹资金的公告》，自2017年8月25日公司第九届董事会第二次会议审议通过本次公开发行预案起，至2018年3月31日止，本公司以自筹资金预先投入募集资金投资项目的实际投资金额为4,411.66万元。

表6 2017年公司主要生产基地情况

生产基地		主要生产产品
延边敦化生产基地	市区生产基地	中药材提取，安神补脑液灌装生产
	工业园生产基地	中成药、中药饮片、食品生产包装，药品仓储
延吉生产基地		以注射用核糖核酸II为主
洮南生产基地		以小牛脾提取物注射液为主

注：敦化市区生产基地计划后续搬迁到敦化工业园

资料来源：公司提供，鹏元整理

表7 2016-2017年公司主要产品产能、产量及产能利用率情况

产品名称	项目	2017年	2016年
中成药	产能（万盒/年）	13,899.40	13,896.27
	产量（万盒）	8,277.99	8,493.07
	产能利用率	59.56%	61.12%
化学药品	产能（万盒/年）	4,760.46	4,894.32
	产量（万盒）	3,061.28	2,734.99
	产能利用率	64.31%	55.88%

注：公司淘汰部分老旧注射用核糖核酸II生产线并于后期适当增加新生产线以适应其生产，导致近年化药产能有所波动

资料来源：公司提供，鹏元整理

表8 截至2018年3月底公司主要在建、拟建项目（募投项目）情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资额	已投资
吉林敖东洮南药业股份有限公司自动化生产线建设项目	40,430.98	2,907.98
吉林敖东世航药业股份有限公司中药饮片（含直接口服饮片）智能工厂建设项目	11,880.15	1,503.67
吉林敖东延边药业股份有限公司扩建升级项目二期工程项目	97,016.27	-
吉林敖东延吉药业科技园建设项目	59,902.41	-
合计	209,229.81	4,411.66

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年中成药销量有所波动，销售均价同比变动较小；受医改政策影响，注射用核糖核酸II、小牛脾提取物注射液销售均价提升、销量下滑，未来若销量继续下滑，可能会对公司盈利能力造成一定不利影响

公司主要通过经销商进行销售，销售范围覆盖全国各地。其中，产品销售终端为医院的，产品在各省、市的药品采购中心中标后，由合作的经销商进行销售，结算账期在3-6个月左右，公司对经销商提供市场及技术支持。产品销售终端为药店、诊所的，公司主要采用控销模式⁷，结算账期一般3个月左右，近年为了扩大市场，对部分老客户的账期由3个月延长为6个月。2017年公司销售客户集中度同比变动不大，前五大客户销售金额占销

⁷ 控销，即在渠道分销及终端动销的过程中，药品生产企业对价格和货物流向实行严格控制，也就是控制渠道、控制价格、控制终端。

售总额的24.06%，同比下降1.09个百分点，前五大客户中无关联方。

2017年公司主要产品安神补脑液、养血饮口服液、伸筋片、注射用核糖核酸II、小牛脾提取物注射液销量均同比下滑，分别同比下降4.58%、16.71%、19.95%、2.86%、9.67%。其中，安神补脑液销量下滑主要系市场营销渠道调整所致，未来可能会继续下滑，可能会对公司盈利产生一定不利影响；养血饮口服液销量下滑主要系由OTC产品变成处方药所致，伸筋片销量下滑主要系终端提价所致；注射用核糖核酸II、小牛脾提取物注射液销量下滑，主要系受国家医保控费、医院药占比控制等因素影响所致，未来医保控费政策继续推进，化药主要产品销量或继续下滑，可能会对公司盈利能力造成一定不利影响。从销售均价来看，伸筋片销售均价同比增长9.34%，其他中成药销售价格同比变动不大；注射用核糖核酸II、小牛脾提取物注射液销售均价均同比大幅增长，分别同比增长25.41%、17.80%，主要系为适应两票制改革，公司给经销商开票金额变大所致。需关注，销售终端为医院的产品盈利能力主要取决于招投标价格以及产品销量，而注射用核糖核酸II、小牛脾提取物注射液实质招投标价格同比变动不大。

表9 2016-2017年公司主要产品产量、销量及产销率情况

产品类别	产品名称	项目	2017年	2016年
化药	注射用核糖核酸II	产量（万支）	2,191.47	2,082.00
		销量（万支）	2,145.84	2,209.00
		产销率	97.92%	106.10%
	小牛脾提取物注射液	产量（万支）	1,843.89	2,026.00
		销量（万支）	1,859.00	2,058.00
		产销率	100.82%	101.58%
中药	安神补脑液	产量（万支）	26,653.00	29,191.00
		销量（万支）	27,742.00	29,075.00
		产销率	104.09%	99.60%
	血府逐瘀口服液	产量（万支）	4,266	4,109
		销量（万支）	4,632	4,346
		产销率	108.58%	105.77%
	养血饮口服液	产量（万支）	2,776	3,407
		销量（万支）	2,791	3,351
		产销率	100.54%	98.36%
	伸筋片	产量（盒）	4,586,120	7,642,968
		销量（盒）	5,981,540	7,472,248
		产销率	130.43%	97.77%
	羚贝止咳糖浆	产量（万支）	4,316	4,049

	销量（万支）	4,455	4,008
	产销率	103.22%	98.99%

注：注射用核糖核酸Ⅱ有三种规格，销量为三种规格加总
 资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年公司主要原材料价格上涨，未来若继续上涨，可能会对公司盈利能力造成一定不利影响

公司产品成本中直接原材料占比最大，其中中成药、化学药品直接材料占生产成本的比重分别约为65%-70%、63%-66%。公司中成药的原材料主要包括鹿茸、甘草、桃仁、淫羊藿、当归、桔梗等中药材，由子公司吉林敖东世航药业股份有限公司负责统一采购，主要从全国各地特许农户、标准化基地及药材合作社进行采购。化学药品的直接材料主要为苯酚、酒精、牛胰脏、牛脾脏等，由负责生产的子公司采购，主要的原材料牛胰脏、牛脾脏主要与当地屠宰场进行合作。公司对原材料的检测技术水平较好，对原材料质量有较好的把控。2017年公司主要原材料牛胰脏、苯酚、鹿茸采购均价同比有增长，需关注若未来主要原材料价格继续增长，可能会对公司盈利能力造成一定不利影响。

从主要供应商来看，公司前五大供应商采购金额占年度采购总额的39.53%，集中度同比变动不大。其中，第一大供应商采购金额占年度采购总额的16.95%，系公司第一大股东金诚公司，公司主要向其采购包装材料。为优化采购结构，2018年4月公司新成立的全资子公司吉林敖东瑞丰包装股份有限公司，拟以19,569.99万元购买金诚公司经营性资产及负债，目前该关联交易已完成。

表10 2016-2017公司部分主要原材料采购均价情况（单位：元/千克）

地区	2017年	2016年
苯酚	24.24	18.73
牛胰脏	75.67	55.56
枸杞子	31.85	57.88
鹿茸	3,971.07	2,428.76
酒精	5.86	6.65

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司在研项目较多，若后续研制成功将有助于提升产品质量并丰富产品种类，但药品研究具有研发周期长、投入大的特点，投放市场存在较大的不确定性

研发方面，公司研发投入金额同比略有增长，占营业收入比重同比略有下降。目前，公司正在研发的项目包括敖东牌枣仁益神口服液、束脂康元口服液保健食品、树舌胃可欣胶囊、肠炎平分散片（双黄肠炎分散片）、小儿脾胃舒口服液（小儿芪楂）、蝶脉通栓胶囊等新产品的研发，以及现有产品博安霉素和平阳霉素应用研究、小牛脾提取物注射液技术

提升与成果产业化、注射用核糖核酸II二次开发等。

目前公司在研产品较多，主要为产品质量提升、应用研究及新药品研发，若研制成功将有助于提升产品质量及丰富产品种类，但由于药品研发周期较长、审查较为严格，新研制药剂投放市场存在较大的不确定性。

表11 公司研发投入情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
研发投入	9,413.09	9,055.66
研发投入占营业收入的比重	3.16%	3.31%

资料来源：公司2017年年报，鹏元整理

2017年公司对外投资规模仍较大，仍以对广发证券的长期股权投资为主；广发证券经营良好，对其投资收益仍是公司利润总额的主要来源之一；但需关注公司利润总额受广发证券业绩波动影响较大

公司对外投资主要由本部负责，涵盖长期股权投资、金融资产投资等。公司长期股权投资均按权益法计量，主要为对广发证券、通钢集团敦化塔东矿业有限责任公司的投资，2017年末账面价值为1,501,335.79万元，同比增长11.61%，占资产总额的比重为68.70%；其中，对广发证券的长期股权投资账面价值1,487,338.42万元，占公司资产总额的68.06%。

广发证券业务主要包括投资银行业务、财富管理业务、交易及机构客户服务业务及投资管理业务，2017年营业收入及利润总额分别同比增长4.17%、8.77%。2017年公司对广发证券追加投资，持股比例增加至17.26%，成为广发证券第一大股东，权益法下确认的投资损益为14.49亿元，分别占当年公司投资收益、利润总额的97.82%、74.95%，仍是公司投资收益及利润总额的主要来源之一。2018年公司拟33.35亿元现金认购广发证券非公开发行股票，若认购成功，公司对广发证券的投资规模将进一步加大。需关注，公司对广发证券投资规模较大，利润总额受广发证券业绩波动影响较大。通钢集团敦化塔东矿业有限责任公司2017年仍亏损，公司确认投资损失5,661.29万元。

表12 2017年末公司长期股权投资情况（单位：万元）

联营企业名称	业务性质	2017年 投资变动	2017年		2016年	
			账面价值	持股比例	账面价值	持股比例
广发证券	证券经纪等	55,324.46	1,487,338.42	17.26%	1,325,569.58	16.76%
通钢集团敦化塔东矿业有限责任公司	铁矿石采、选、冶炼、运输及销售	0.00	11,959.51	30%	17,620.80	30%
中山市公共小额贷款有限责任公司	办理各项小额贷款等	0.00	1,233.67	20%	1,118.75	20%
珠海广发信德敦东基金管理有限公司	投资	0.00	804.18	40%	800.82	40%

合计	55,324.46	1,501,335.79	-	1,345,109.94	-
----	-----------	--------------	---	--------------	---

注：通钢集团敦化塔东矿业有限责任公司仍处于停产状态

资料来源：公司 2016-2017 年年报，鹏元整理

表13 近年广发证券主要财务指标

项目	2018年3月	2017年	2016年
总资产（万元）	38,784,032.76	35,690,463.82	35,980,135.34
归属于母公司所有者权益（万元）	8,610,600.79	8,485,420.25	7,853,020.95
资产负债率	76.83%	75.17%	77.39%
营业收入（万元）	386,357.39	2,157,564.85	2,071,203.76
营业利润（万元）	194,261.97	1,158,867.73	1,052,626.27
利润总额（万元）	194,624.58	1,164,402.55	1,070,506.05
归属于母公司所有者的净利润（万元）	152,631.69	859,539.91	803,010.66
综合毛利率	50.28%	53.71%	50.82%
经营活动现金流净额（万元）	1,809,249.36	-3,864,266.27	-2,115,220.59

资料来源：广发证券 2016-2017 年审计报告及 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

金融资产投资方面，2017年公司卖出中国平安、中信证券、招商证券等证券，新增对第一医药⁸、海通证券、南京医药等公司的投资。截至2017年底，公司持有的可供出售金融资产、交易性金融资产合计149,731.55万元，同比增长2.21%，占公司资产总额的6.85%。除持有的亚泰集团股权交易受限⁹外，公司金融资产无受限情况。

表14 2017年末公司金融资产情况（单位：万元）

按公允价值计量的金融资产

证券品种	证券代码	证券简称	最初投资成本	2017账面价值	2016账面价值	会计科目
境内外股票	600881	亚泰集团	53,733.08	66,829.16	63,349.68	可供出售金融资产
境内外股票	600833	第一医药	18,485.69	15,074.54	-	可供出售金融资产
境内外股票	06837.HK	海通证券	11,432.13	9,679.04	-	交易性金融资产
境内外股票	600713	南京医药	4,593.24	4,114.67	-	交易性金融资产
境内外股票	002501	利源精制	2,871.37	2,815.10	-	交易性金融资产
境内外股票	01558.HK	东阳光药	1,597.35	2,172.82	-	交易性金融资产
债券	888880	标准券	1,520.00	1,520.00	50	交易性金融资产
境内外股票	00460.HK	四环医药	1,132.72	1,137.11	-	交易性金融资产
基金	270008	广发核心精选	289.13	1,096.20	969.96	交易性金融资产
境内外股票	01508.HK	中国再保险	1,222.29	1,059.85	1,172.37	交易性金融资产
其他证券投资			4,762.03	4,633.07	4,300.00	

⁸ 公司为第一医药的第二大股东。

⁹ 2014年第三次临时股东大会审议批准，公司投资53,733.08万元以4.15元/股的价格认购吉林亚泰(集团)股份有限公司(以下简称“亚泰集团”)2014年度非公开发行股票129,477,298股；公司所持亚泰集团股票限售期为36个月，上市流通日期为2018年5月2日。

小计	101,639.02	110,131.55	69,842.02	
按成本计量的金融资产				
公司名称	2017年 现金红利	2017账 面价值	2016账 面价值	会计科目
延边敖翔房地产开发有限公司	-	-	35.00	可供出售金融资产
吉林敖东创新产业基金管理中心（有限合伙）	-	20,000.00	20,000.00	可供出售金融资产
珠海广发信德敖东医药产业投资中心(有限合伙)	1,176.00	19,600.00	19,600.00	可供出售金融资产
小计	1,176.00	39,600.00	39,635.00	-
合计		149,731.56	109,477.01	-

注：2016年末公司对中国平安（境内）、中国平安（境外）、招商证券、中信证券投资账面价值分别为12,160.28万元、9,306.68万元、8,415.25万元、6,978.25万元

资料来源：公司2017年年报

2017年政府在税收优惠及补贴方面继续给予公司支持，但需关注政策的持续性

子公司吉林敖东药业集团延吉股份有限公司、吉林敖东集团力源制药股份有限公司、吉林敖东酵素科技股份有限公司享受西部大开发15%企业所得税税收优惠政策。子公司吉林敖东鹿业有限责任公司享受农、林、牧、渔业项目所得减免税。公司子公司吉林敖东延边药业股份有限公司、吉林敖东洮南药业股份有限公司2017年9月通过高新技术企业复审，继续享受三年享受15%企业所得税税收优惠政策。

此外，公司所在行业为受国家鼓励和扶持的特定行业，在研究开发、技术更新等方面享受政府补贴。截至2017年底，公司递延收益中的政府补助余额为31,000.27万元；2017年公司计入当期损益的政府补助金额为11,436.35万元，对公司利润形成有益补充。但需要关注的是，税收优惠政策和政府补助取决于国家政策，未来持续性存在一定不确定性。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中准会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告及未经审计的2018年一季度报告，公司财务报表按新会计准则进行编制。2016年数据采用2017年审计报告年初数。公司2016年审计报告由立信会计师事务所（特殊普通合伙），2017年公司与立信会计师事务所（特殊普通合伙）的聘期已满。经协商，公司不再续聘立信会计师事务所（特殊普通合伙）为公司2017年度审计机构。

2017年公司合并范围无变更，截至2017年底，公司纳入合并范围的子公司共计21家，具体见附录五。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，仍以长期股权投资、金融资产为主，整体质量较高；但需关注若被投资企业出现不利变化或金融市场波动，可能导致长期股权投资及金融资产面临减值风险

截至2017年底，公司资产规模继续增长，为218.55亿元，同比增长7.44%；公司资产的增长主要集中在长期股权投资、可供出售金融资产以及应收账款的增长；公司资产结构变动不大，仍以非流动资产为主。2018年3月底随着本期债券募集资金到账，公司货币资金大幅增长至36.09亿元，总资产增至244.61亿元，较2017年底增长11.93%。

表15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	360,927.65	14.76%	119,081.59	5.45%	135,950.38	6.68%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	23,239.13	0.95%	28,144.23	1.29%	43,439.46	2.14%
应收票据	35,998.43	1.47%	45,839.63	2.10%	39,568.07	1.95%
应收账款	75,712.56	3.10%	59,204.72	2.71%	44,346.34	2.18%
存货	51,090.14	2.09%	47,750.74	2.18%	49,637.48	2.44%
流动资产合计	556,649.44	22.76%	307,417.34	14.07%	323,953.18	15.93%
可供出售金融资产	114,058.71	4.66%	121,587.32	5.56%	103,049.58	5.07%
长期股权投资	1,521,452.99	62.20%	1,501,335.79	68.70%	1,345,109.94	66.13%
固定资产	205,316.46	8.39%	208,829.53	9.56%	212,817.96	10.46%
非流动资产合计	1,889,442.56	77.24%	1,878,041.61	85.93%	1,710,097.14	84.07%
资产总计	2,446,092.00	100.00%	2,185,458.95	100.00%	2,034,050.33	100.00%

资料来源：公司2017年审计报告及未经审计的2018年1-3月财务报表，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、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、应收账款以及存货构成。截至2017年底，公司货币资金仍以境内银行存款为主，无受限货币资金。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要系公司持有的海通证券、南京医药、利源精制等公司股票，需关注股票价格波动引起的资产减值风险。应收票据主要系应收银行承兑汇票。应收账款主要系应收深圳德商医药有限公司、浙江震元股份有限公司、陕西广药康健医药有限公司等经销商的销售货款，2017年底同比增长33.51%，远高于营业收入规模增速，主要系中药板块开拓市场、对部分客户账期延长所致。应收账款余额账龄1年以内的占比94.49%，前五名占应收账款的16.41%，应收账款账龄较短、集中度尚可；此外，公司发货前要求销售人员支付公司一定比例的抵押金，2017年底

公司应付产品经理抵押金2.50亿元。整体来看，公司坏账风险相对可控，但仍需关注应收账款持续增长给公司带来的营运资金压力。存货主要为原材料、在产品、库存商品，公司产品存在有效期，且受市场需求及国家药品调价等影响，需关注存货损失及跌价风险。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产组成。2017年底公司可供出售金融资产同比增长17.99%，主要系增加对第一医药投资所致，公司可供出售金融资产明细具体见表13。公司长期股权投资主要系对广发证券、通钢集团敦化塔东矿业有限责任公司等公司的投资，具体明细见表11；长期股权资产占资产总额比重较高，2017年底占资产总额比重达68.70%，规模达150.13亿元，同比增长11.61%，主要系对广发证券投资增值以及对广发证券追加投资所致。公司固定资产主要包括办公楼、厂房，生产药品的机器设备及运输设备等。

总体来看，2017年公司资产规模保持增长，仍以长期股权投资、金融资产为主，整体质量较高；但需关注若被投资企业出现不利变化或金融市场波动，可能导致长期股权投资及金融资产面临减值风险。

资产运营效率

公司净营业周期继续增长，营运压力有所加大

2017年，由于公司营业收入规模增长，以及中药板块开拓市场、对部分客户账期延长，公司应收账款规模继续快速增长，应收账款周转天数增长至62.62天。公司存货周转天数同比略有下降，但仍处于较高水平。近年来公司应付账款规模有所波动，2017年同比略有下滑，应付账款周转天数有所下降。整体来看，2017年公司净营业周期继续增长，营运压力有所加大。2017年公司货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产规模下降，公司流动资产周转天数同比下降，但仍处于较高水平。由于公司资产仍以长期股权投资为主，因此总资产周转天数仍较长。

表16 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2017年	2016年
应收账款周转天数	62.62	52.40
存货周转天数	201.34	216.29
应付账款周转天数	75.50	90.40
净营业周期	188.46	178.28
流动资产周转天数	381.78	420.71
固定资产周转天数	254.96	258.16
总资产周转天数	2,551.46	2,642.39

资料来源：公司2015、2017年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入继续增长，利润水平仍较高；但利润总额对投资收益依赖较大，未来存在较大的波动性，期间费用规模较大，对公司利润造成一定侵蚀

2017年公司实现营业收入29.77亿元，同比增长8.77%；其中，中成药、化药分别实现收入12.09亿元、16.79亿元，分别同比下降2.22%、增长17.69%。其中，中成药收入下降主要系安神补脑液销量下滑所致；化药收入增长主要系为适应两票制改革，公司给经销商开票金额增长所致。公司化药主要产品注射用核糖核酸Ⅱ、小牛脾提取物注射液为独家原研产品，具有一定竞争优势，盈利能力较强；但需关注受医保控费、医院药占比控制影响，注射用核糖核酸Ⅱ、小牛脾提取物注射液销量同比下降，若未来继续下滑，可能会对公司盈利能力造成一定不利影响。公司综合毛利率水平较高，整体较为稳定，但需关注若未来主要产品原材料价格继续上涨，可能会对公司盈利造成一定不利影响。

受益于广发证券较高的盈利水平，公司投资收益规模较大，2017年实现投资收益14.81亿元，占当年利润总额的76.62%，利润总额对投资收益依赖较大，未来存在较大波动性。公司期间费用主要为销售费用；随着公司业务拓展，公司期间费用持续增长，2017年公司期间费用达16.84亿元，同比增长11.28%，对公司利润造成一定侵蚀。

整体来看，2017年公司营业收入继续增长，利润水平仍处较高水平；但需关注利润总额对投资收益依赖较大，未来存在较大波动性，期间费用规模较大，对公司利润造成一定侵蚀。

表17 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
营业收入	70,784.48	297,677.16	273,669.71
投资收益	26,235.22	148,117.82	131,520.30
营业利润	33,619.03	192,680.99	162,990.82
利润总额	33,748.53	193,303.00	174,008.63
净利润	32,474.30	184,514.62	165,584.14
综合毛利率	72.82%	70.75%	71.03%
期间费用率	58.68%	56.56%	55.28%
营业利润率	47.49%	64.73%	59.56%
总资产回报率	-	9.17%	8.80%
净资产收益率	-	9.36%	9.08%
营业收入增长率	-	8.77%	17.22%
净利润增长率	-	11.43%	-36.36%

资料来源：公司2017年审计报告及未经审计的2018年1-3月财务报表，鹏元整理

现金流

2017年公司营运资本增加，经营活动现金净流入规模同比有所下滑

2017年，公司收现比为0.99，资金回笼能力同比略有提高；但由于中药收入下滑且原材料采购成本增长，公司FFO（经营所得现金）同比略有下滑，主营业务现金生成能力略有下滑。由于公司营业收入规模增长，以及中药板块开拓市场、对部分客户账期延长，公司应收账款规模继续快速增长，营运资本进一步增长。受主营业务现金生成能力下滑、营运资本增长影响，2017年公司经营活动现金净额同比下降7,732.70万元，为25,648.60万元。

投资活动方面，由于利用闲置资金大规模买卖标准债券等交易性金融资产，公司收回投资收到的现金和投资支付的现金规模均较大；公司取得投资收益收到的现金主要为广发证券的现金分红。投资活动现金流出主要为在建工程项目支出、对第一医药等金融资产的投资，以及对广发证券追加的长期股权投资。2017年公司投资活动净流出3,445.88万元。

筹资活动方面，公司取得借款收到的现金、偿还债务支付的现金主要为收到、偿还的银行借款，2017年公司净偿还银行借款14,233.00万元；此外，公司派发现金分红2.68亿元，2017年公司筹资活动净流出3.93亿元。2018年1-3月，本期债券募集资金到账，筹资活动净流入23.86亿元。

表18 公司主要现金流量指标（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
收现比	0.99	0.99	0.92
净利润	32,474.30	184,514.62	165,584.14
非付现费用	-	20,368.88	21,566.01
非经营损益	-	-147,403.80	-128,361.96
FFO	-	57,479.70	58,788.19
营运资本变化	-	-31,831.11	-25,406.89
其中：存货减少（减：增加）	-	-40.99	-7,659.68
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-28,059.71	-24,961.00
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	-3,730.41	7,213.79
经营活动产生的现金流量净额	2,775.47	25,648.60	33,381.30
投资活动产生的现金流量净额	630.26	-3,445.88	28,912.24
筹资活动产生的现金流量净额	238,568.23	-39,312.06	-111,840.56

资料来源：公司2017年审计报告及未经审计的2018年1-3月财务报表，鹏元整理

资本结构与财务安全性

随着本期债券发行成功，公司有息债务快速增长，但财务杠杆水平仍较低、财务安全

性仍较好

2017年底，受短期借款规模下降影响，公司负债总额同比下降10.13%；另一方面，受益于公司经营盈余积累，公司所有者权益同比增长8.81%；故公司产权比率进一步降低至6.42%，所有者权益对负债的保障程度进一步提高。2018年3月底，由于公司成功发行“敖东转债”，公司负债总额快速增长，产权比率提高至14.75%，所有者权益对负债的保障程度有所下滑，但仍处较好水平。

表19 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
负债总额	314,329.49	131,795.74	146,646.87
所有者权益	2,131,762.51	2,053,663.21	1,887,403.45
产权比率	14.75%	6.42%	7.77%

资料来源：公司2017年审计报告及未经审计的2018年1-3月财务报表，鹏元整理

从负债结构来看，2017年底公司负债仍以流动负债为主，随着本期债券发行成功，2018年3月底，公司非流动负债占比提高至68.60%。公司流动负债主要包括短期借款、应付账款、预收款项、应付职工薪酬、应交税费和其他应付款等。公司短期借款波动较大，全部系抵押借款。应付账款主要系应付购货款、工程款。公司应付账款主要为原材料和设备采购款及工程、设备质保金等，2017年底规模同比下降9.43%，其中账龄在一年以内的占比85.12%，同比变动较小。预收款项主要系预收的小牛脾提取物注射液、注射用核糖核酸II货款。应付职工薪酬主要系应付职工的工资、奖金、津贴等，2017年底同比下降43.89%。应交税费主要系应交增值税、企业所得税等。其他应付款主要系应付销售人员的抵押金，随着应收账款的增长而增长，2017年底规模为5.09亿元，同比增长27.29%。公司非流动负债主要为应付债券、递延收益；其中，应付债券系应付本期债券，递延收益系尚未摊销完毕的政府补贴。

随着本期债券的发行成功，有息债务规模快速增长，2018年3月底公司有息债务规模为18.42亿元，占公司负债总额的58.61%。

表20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	814.55	0.26%	1,249.00	0.95%	13,445.00	9.17%
应付账款	19,773.63	6.29%	17,355.36	13.17%	19,162.47	13.07%
预收款项	7,206.38	2.29%	7,060.78	5.36%	8,236.08	5.62%
应付职工薪酬	4,450.29	1.42%	12,775.24	9.69%	22,770.18	15.53%
应交税费	7,943.61	2.53%	7,385.21	5.60%	4,637.56	3.16%

其他应付款	58,489.44	18.61%	50,918.18	38.63%	40,000.59	27.28%
流动负债合计	98,703.54	31.40%	96,744.29	73.40%	108,252.41	73.82%
应付债券	183,400.87	58.35%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
递延所得税负债	1,990.07	0.63%	3,872.18	2.94%	2,734.65	1.86%
递延收益-非流动负债	30,056.02	9.56%	31,000.27	23.52%	33,533.82	22.87%
非流动负债合计	215,625.95	68.60%	35,051.44	26.60%	38,394.47	26.18%
负债合计	314,329.49	100.00%	131,795.74	100.00%	146,646.87	100.00%
其中有息债务	184,215.42	58.61%	1,249.00	0.95%	13,445.00	9.17%

资料来源：公司 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

公司财务杠杆水平较低，财务安全性较高；2018年3月底，受本期债券成功发行影响，公司资产负债率提高至12.85%，仍处于较低水平。公司短期偿债能力指标表现尚可且流动资产中货币资金占比较高，短期偿债能力尚可；随着本期债券募集资金到账，2018年3月底公司流动比率、速动比率进一步提高，公司短期偿债能力进一步提升；整体来看，公司短期偿债能力尚可。随着公司投资收益规模变化，EBITDA有所波动，但由于公司有息债务规模较小，EBITDA对有息债务本息的保障程度较好。受主营业务现金生成能力下滑、营业资本增长影响，公司经营活动现金流净额同比下降，经营性净现金流对流动负债、负债总额保障能力有所下滑。

表21 公司主要偿债能力指标

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
资产负债率	12.85%	6.03%	7.21%
流动比率	5.64	3.18	2.99
速动比率	5.12	2.68	2.53
EBITDA（万元）	-	211,495.91	192,924.35
EBITDA 利息保障倍数	-	860.70	69.81
有息债务/EBITDA	-	0.01	0.07
债务总额/EBITDA	-	0.62	0.76
经营性净现金流/流动负债	0.03	0.27	0.31
经营性净现金流/负债总额	0.01	0.19	0.23

资料来源：公司 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

六、评级结论

2017年公司两种主要化药品种注射用核糖核酸II、小牛脾提取物注射液仍为独家专利产品，仍具有一定竞争优势，当年分别实现营业收入10.17亿元、5.17亿元，合计占公司营业收入的51.54%。公司对外投资规模较大，以对广发证券投资为主，投资收益仍较好；截

至2017年底，公司长期股权投资、金融资产投资合计165.11亿元，占资产总额的75.55%，其中对广发证券投资账面价值148.73亿元。2017年公司确认的投资损益为14.81亿元，其中对广发证券确认的投资收益14.49亿元。公司整体偿债能力较好，2018年3月底，公司资产负债率仅为12.85%，且资产以长期股权投资、金融资产为主，长期股权投资、金融资产主要系上市公司股权投资，流动性较高、变现能力较好；流动比率、速动比率达5.64、5.12，且流动资产中货币资金占比较高。货币资金无受限情况。

同时鹏元也注意到，2017年受医改政策影响，公司化药主要产品注射用核糖核酸II、小牛脾提取物注射液销量分别同比下降2.86%、9.67%；未来随着医保控费政策继续推进，化药主要产品销量或继续下滑，可能会对公司盈利能力造成一定不利影响。公司在建拟建项目较多，投产后将进一步扩大产能，未来产能消化存在一定的不确定性。公司期间费用规模较大，对公司利润造成一定侵蚀；2017年公司期间费用同比增长11.28%，达16.84亿元；期间费用率同比继续提高，达56.56%。

基于以上情况，经综合评定，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
货币资金	360,927.65	119,081.59	135,950.38	184,988.49
交易性金融资产	23,239.13	28,144.23	43,439.46	18,144.09
应收票据	35,998.43	45,839.63	39,568.07	25,387.19
应收账款	75,712.56	59,204.72	44,346.34	35,314.88
预付款项	4,217.25	2,202.97	1,208.28	1,943.13
应收利息	265.38	670.19	225.95	450.91
其他应收款	1,634.18	760.45	6,440.27	652.77
存货	51,090.14	47,750.74	49,637.48	45,638.81
其他流动资产	3,564.71	3,762.84	3,136.96	3,161.96
流动资产合计	556,649.44	307,417.34	323,953.18	315,682.24
可供出售金融资产	114,058.71	121,587.32	103,049.58	93,140.73
长期股权投资	1,521,452.99	1,501,335.79	1,345,109.94	1,316,748.34
投资性房地产	696.88	710.66	765.80	393.84
固定资产	205,316.46	208,829.53	212,817.96	179,686.18
在建工程	4,659.42	4,237.88	6,265.59	30,400.59
生产性生物资产	136.16	134.89	126.22	128.39
无形资产	29,440.28	29,873.23	32,181.03	34,758.62
开发支出	2,713.84	2,684.23	2,868.47	2,682.76
长期待摊费用	329.15	335.92	363.02	379.61
递延所得税资产	4,511.49	3,825.24	2,748.66	2,251.47
其他非流动资产	6,127.19	4,486.90	3,800.87	7,148.86
非流动资产合计	1,889,442.56	1,878,041.61	1,710,097.14	1,667,719.39
资产总计	2,446,092.00	2,185,458.95	2,034,050.33	1,983,401.63
短期借款	814.55	1,249.00	13,445.00	100,644.00
应付账款	19,773.63	17,355.36	19,162.47	20,660.11
预收款项	7,206.38	7,060.78	8,236.08	6,534.84
应付职工薪酬	4,450.29	12,775.24	22,770.18	16,438.75
应交税费	7,943.61	7,385.21	4,637.56	3,379.57
应付利息	25.12	0.00	0.00	64.67
应付股利	0.52	0.52	0.52	444.97
其他应付款	58,489.44	50,918.18	40,000.59	39,360.77
流动负债合计	98,703.54	96,744.29	108,252.41	187,527.69
应付债券	183,400.87	0.00	0.00	0.00
长期应付款	179.00	179.00	2,126.00	2,169.00
递延所得税负债	1,990.07	3,872.18	2,734.65	2,758.74

递延收益	30,056.02	31,000.27	33,533.82	32,587.77
非流动负债合计	215,625.95	35,051.44	38,394.47	37,515.52
负债合计	314,329.49	131,795.74	146,646.87	225,043.20
实收资本(或股本)	116,277.00	116,277.00	89,443.84	89,443.84
其它权益工具	56,139.28	0.00	0.00	0.00
资本公积金	406,796.48	406,796.48	406,831.16	406,559.90
其它综合收益	37,168.31	55,877.23	49,299.07	63,943.22
盈余公积金	152,747.72	152,747.72	138,898.94	126,925.74
未分配利润	1,338,941.31	1,298,273.58	1,179,441.54	1,051,004.46
归属于母公司所有者权益合计	2,108,070.11	2,029,972.01	1,863,914.55	1,737,877.16
少数股东权益	23,692.40	23,691.21	23,488.90	20,481.26
所有者权益合计	2,131,762.51	2,053,663.21	1,887,403.45	1,758,358.43
负债和所有者权益总计	2,446,092.00	2,185,458.95	2,034,050.33	1,983,401.63

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	70,784.48	297,677.16	273,669.71	233,476.08
其中：营业收入	70,784.48	297,677.16	273,669.71	233,476.08
二、营业总成本	63,361.82	264,107.15	241,392.99	202,662.19
其中：营业成本	19,239.84	87,066.38	79,290.57	72,484.64
税金及附加	1,564.63	6,254.96	5,393.42	3,578.77
销售费用	35,755.67	138,881.88	113,574.65	91,242.18
管理费用	5,709.57	32,779.33	36,747.22	35,483.30
财务费用	71.17	-3,297.08	973.38	-733.67
资产减值损失	1,020.95	2,421.69	5,413.74	606.97
加：公允价值变动收益	-3,056.37	-873.79	-728.85	599.66
投资收益	26,235.22	148,117.82	131,520.30	224,037.86
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	24,856.60	139,345.96	128,755.49	222,846.54
资产处置收益	25.77	544.50	-77.35	0.00
其他收益	2,991.75	11,322.45	0.00	0.00
三、营业利润	33,619.03	192,680.99	162,990.82	255,451.42
加：营业外收入	136.46	1,013.70	11,512.60	12,316.84
减：营业外支出	6.95	391.68	494.78	737.13
四、利润总额	33,748.53	193,303.00	174,008.63	267,031.13
减：所得税费用	1,274.23	8,788.37	8,424.49	6,848.19
五、净利润	32,474.30	184,514.62	165,584.14	260,182.94
（一）持续经营净利润	32,474.30	184,514.62	165,584.14	260,182.94
归属于母公司所有者的净利润	32,473.10	186,347.14	166,649.14	259,358.93
少数股东损益	1.20	-1,832.51	-1,064.99	824.01
六、其他综合收益的税后净额	-8,218.00	6,578.14	-14,644.14	26,460.17
归属母公司所有者的其他综合收益的税后净额	-8,218.00	6,578.15	-14,644.14	26,460.17
（二）以后将重分类进损益的其他综合收益	-8,218.00	6,578.15	-14,644.14	26,460.17
1.权益法下在被投资单位以后将重分类进损益的其他综合收益中享有的份额	-2,443.10	6,274.07	-15,384.70	19,489.74
2.可供出售金融资产公允价值变动损益	-5,647.00	63.53	231.63	6,818.83
5.外币财务报表折算差额	-127.89	240.55	508.92	151.60
归属于少数股东的其他综合	0.00	-0.01	0.00	0.00

收益的税后净额				
七、综合收益总额	24,256.30	191,092.76	150,940.00	286,643.11
归属于母公司所有者的综合收益总额	24,255.11	192,925.29	152,004.99	285,819.10
归属于少数股东的综合收益总额	1.19	-1,832.52	-1,064.99	824.01

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	70,114.73	295,863.34	251,637.32	220,464.08
收到其他与经营活动有关的现金	4,241.06	20,502.29	17,724.45	22,105.64
经营活动现金流入小计	74,355.79	316,365.64	269,361.77	242,569.72
购买商品、接受劳务支付的现金	17,997.98	81,476.43	64,365.36	64,571.49
支付给职工以及为职工支付的现金	15,246.79	55,360.88	21,180.35	18,246.97
支付的各项税费	14,730.98	55,944.16	52,149.46	44,474.20
支付其他与经营活动有关的现金	23,604.56	97,935.57	98,285.30	76,473.83
经营活动现金流出小计	71,580.32	290,717.04	235,980.47	203,766.49
经营活动产生的现金流量净额	2,775.47	25,648.60	33,381.30	38,803.24
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	37,305.39	1,081,136.22	430,368.01	655,514.96
取得投资收益收到的现金	0.00	46,593.65	102,682.84	25,632.40
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	6.38	4,508.48	258.44	135.39
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	6.30	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	37,311.76	1,132,244.65	533,309.28	681,282.74
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,607.27	8,392.67	15,802.68	33,411.03
投资支付的现金	35,074.24	1,127,291.56	488,377.55	765,755.83
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	216.82	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	6.30	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	36,681.50	1,135,690.53	504,397.05	799,166.86
投资活动产生的现金流量净额	630.26	-3,445.88	28,912.24	-117,884.11
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	0.00	2,000.00	5,000.00	14,000.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	2,000.00	5,000.00	14,000.00
取得借款收到的现金	0.00	69,189.37	114,208.81	111,244.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	50,003.50	0.00
发行债券收到的现金	239,040.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	239,040.00	71,189.37	169,212.32	125,244.00
偿还债务支付的现金	434.45	83,422.37	201,541.54	14,094.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	13.19	27,079.05	29,511.43	19,981.10
支付其他与筹资活动有关的现金	24.13	0.00	49,999.91	0.00

筹资活动现金流出小计	471.77	110,501.43	281,052.88	34,075.10
筹资活动产生的现金流量净额	238,568.23	-39,312.06	-111,840.56	91,168.90
四、汇率变动对现金的影响	-127.89	240.55	508.92	151.60
五、现金及现金等价物净增加额	241,846.06	-16,868.79	-49,038.11	12,239.61
加：期初现金及现金等价物余额	119,081.59	135,950.38	184,988.49	172,748.88
六、期末现金及现金等价物余额	360,927.65	119,081.59	135,950.38	184,988.49

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	184,514.62	165,584.14	260,182.94
加：资产减值准备	2,421.69	5,413.74	606.97
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	14,995.97	13,213.15	11,072.71
无形资产摊销	2,913.43	2,878.48	2,391.27
长期待摊费用摊销	37.78	60.63	24.48
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-544.50	77.35	263.50
固定资产报废损失	101.59	187.18	0.00
公允价值变动损失	873.79	728.85	-599.66
财务费用	245.72	2,763.45	2,154.15
投资损失	-148,117.82	-131,520.30	-224,037.86
递延所得税资产减少	-230.25	-473.19	-991.74
递延所得税负债增加	267.65	-125.30	-36.36
存货的减少	-40.99	-7,659.68	-3,155.55
经营性应收项目的减少	-28,059.71	-24,961.00	-14,822.67
经营性应付项目的增加	-3,730.41	7,213.79	5,751.05
经营活动产生的现金流量净额	25,648.60	33,381.30	38,803.24
现金的期末余额	119,081.59	135,950.38	184,988.49
减：现金的期初余额	135,950.38	184,988.49	172,748.88
现金及现金等价物净增加额	-16,868.79	-49,038.11	12,239.61

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
应收账款周转天数(天)	-	62.62	52.40	47.29
存货周转天数(天)	0.00	201.34	216.29	218.84
应付账款周转天数(天)	-	75.50	90.40	97.43
净营业周期(天)	0.00	188.46	178.28	168.69
流动资产周转天数(天)	-	381.78	420.71	468.21
固定资产周转天数(天)	0.00	254.96	258.16	263.39
总资产周转天数(天)	-	2,551.46	2,642.39	2,590.69
综合毛利率	72.82%	70.57%	71.03%	68.95%
期间费用率	58.68%	56.56%	55.28%	53.96%
营业利润率	47.49%	64.73%	59.56%	109.41%
总资产回报率	-	9.17%	8.80%	16.02%
净资产收益率	-	9.36%	9.08%	17.21%
FFO(万元)	0.00	57,479.70	58,788.19	51,030.40
产权比率	14.75%	6.42%	7.77%	12.80%
有息债务(万元)	184,215.42	1,249.00	13,445.00	100,644.00
资产负债率	12.85%	6.03%	7.21%	11.35%
流动比率	5.64	3.18	2.99	1.68
速动比率	5.12	2.68	2.53	1.44
EBITDA(万元)	-	211,495.91	192,924.35	282,673.74
EBITDA 利息保障倍数	-	860.70	69.81	131.22

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司

名称	注册资本 (万元)	持股比例		业务性质
		直接	间接	
吉林敖东延边药业股份有限公司	52,681.23	99.98%	0.02%	制药
吉林敖东洮南药业股份有限公司	4,698	96.41%		制药
吉林敖东药业集团延吉股份有限公司	13,094.58	99.92%	0.08%	制药
吉林敖东集团力源制药股份有限公司	19,960	98.05%	0.65%	制药
吉林敖东集团大连药业股份有限公司	2,600	94.96%		制药
吉林敖东集团金海发药业股份有限公司	14,100	99.26%	0.74%	制药
吉林敖东生态药业股份有限公司	4,024.30	84.82%		养殖业、种植业
吉林敖东医药有限责任公司	3,080	84.42%	15.30%	商业
吉林敖东鹿业有限责任公司	1,200	83.33%	16.67%	畜牧业
吉林敖东胶囊有限公司	4,390	100.00%		药品包装
延边公路建设有限责任公司	2,000	100.00%		公路建设及收费
吉林敖东酵素科技股份有限公司	10,000	51.00%		酵素原液产品产销
吉林敖东健康科技有限公司	10,000	100.00%		参茸制品
吉林敖东世航药业股份有限公司	27,371	69.38%	16.01%	中药饮片加工
吉林敖东林源医药营销股份有限公司	2,860	54.55%	1.38%	医药批发、保健品销售
吉林敖东医药科技有限公司	2,600	98.08%	1.92%	医药、医疗器械批发
吉林敖东生物科技股份有限公司	35,000	51.43%	5.71%	专用化学品制造
北京英伟奇信息咨询有限公司	11.25		99.72%	信息咨询；广告设计、制作
吉林敖东工业园公用资产管理有限公司	16,980	100.00%		热力、水生产及供应
敖东国际（香港）实业有限公司	220,000 港元，首次出资 40,000 万元	100.00%		投资
吉林正容医药发展有限公司	4,859	87.65%	10.55%	药品、保健食品、食品、医疗器械经销，中药材收购

资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	营业利润 / 营业收入 * 100%
净资产收益率	净利润 / $((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 * 100%
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付债券

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。