



信用等级通知书

信评委函字[2019]G259-F2号

四川科伦药业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“四川科伦药业股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望正面；本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年四月十一日

四川科伦药业股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁺
评级展望	正面
发行主体	四川科伦药业股份有限公司
发行规模	本期发行的公司债券基础发行规模为人民币3亿元，并设有超额配售选择权，其中超额配售额度不超过人民币15亿元（含15亿元）。
债券期限	本期债券共设两个品种，品种一为5年期，第二年末和第四年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为5年期，第三年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率	本期债券的利率采取询价方式确定，发行人与主承销商将根据网下询价结果按照国家有关规定协商确定利率区间，以簿记建档方式确定最终发行利率。
偿还方式	本期公司债券采用单利按年计息，不计复利。利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

概况数据

科伦药业	2015	2016	2017	2018.Q3
所有者权益（亿元）	111.64	114.66	119.82	128.26
总资产（亿元）	225.83	234.10	279.88	290.65
总债务（亿元）	91.46	94.83	113.96	112.62
营业总收入（亿元）	77.63	85.66	114.35	122.32
营业毛利率（%）	41.96	43.33	51.31	59.14
EBITDA（亿元）	15.58	17.09	24.83	-
所有者权益收益率（%）	4.85	5.44	6.77	11.15
资产负债率（%）	50.57	51.02	57.19	55.87
总债务/EBITDA（X）	5.87	5.55	4.59	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.16	3.46	4.58	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、公司将“短期融资券”、“超短期融资券”及“附有回售权的公司债券”计入“其他流动负债”，中诚信证评在财务指标计算时将其计入短期债务；
3、2018 年前三季度所有者权益收益率经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“四川科伦药业股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 AA⁺，该级别反映了本期债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定四川科伦药业股份有限公司（以下简称“科伦药业”或“公司”）主体信用等级为 AA⁺，评级展望为正面，该级别反映了发行主体科伦药业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。中诚信证评肯定了公司行业地位突出、抗生素全产业链不断完善、技术研发水平较高、盈利能力逐年提升，经营获现能力较强等因素对公司对本期债券信用水平的支撑作用。但中诚信证评也关注到行业政策环境变化、公司债务规模不断增长、期间费用控制能力有待提升等因素可能对公司及本期债券整体信用水平所造成的影响。

正 面

- 产销规模优势明显，行业地位突出。公司是我国大输液行业中品种最为齐全、包装形式最为完备的企业之一，2018 年 6 月末其大输液产品达到 119 个品种共 285 种规格，生产基地遍布全国 14 个省份，销售片区覆盖我国除台湾、香港以外的所有省市地区，2017 年公司生产和销售各类大输液产品位居国内第一，行业地位突出。
- 抗生素全产业链不断完善。公司利用新疆伊犁当地优质且相对低廉的自然资源优势，构建了从抗生素中间体到原料药，再到抗生素制剂的完整产业链。2018 年初抗生素板块川宁项目二期项目工程通过竣工环保验收，并已于 2018 年 4 月满产，未来可成为公司收入来源的补充，公司非输液板块业务规模将进一步扩大。
- 技术研发水平较高。近年来公司研发投入持续

分析师

应治平 zyying@ccxr.com.cn

李蕊 rli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年4月11日

加大，同时公司近年来不断引进关键药物领域领军人才，下属药物研究院已成为中国医药行业最具实力的医药研发中心之一；此外，公司在着力提升现有输液及其他药品的生产工艺和包装技术的同时，不断将重点投放到高技术内涵药物的研发，为其未来非输液业务持续快速发展提供保障。

- 盈利能力逐年提升，经营获现能力较强。受益于公司输液板块业务产品结构持续优化，以及非输液板块抗生素全产业链的不断完善，近年来公司收入规模和盈利能力持续提升，经营获现能力不断增强，能够对债务本息形成较好覆盖。

关注

- 行业政策环境变化。近年我国先后出台了有关控制抗生素滥用、限制等级医院门诊输液等政策，上述政策使得公司输液板块和抗生素中间体业务受到一定影响。
- 债务规模不断增长。近年来公司债务规模逐年扩大，2015~2017年债务规模分别为91.46亿元、94.83亿元和113.96亿元，复合增长率为11.62%，杠杆水平呈上升趋势。
- 期间费用控制能力有待提升。2015~2017年公司三费合计25.50亿元、27.99亿元和50.77亿元，三费收入占比分别为32.85%、32.68%和44.40%，其中销售费用增长较为明显，公司期间费用控制能力有待提升。

信用评级报告声明

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

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

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

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程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.ccxr.com.cn）公开披露。

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

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

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

四川科伦药业股份有限公司成立于 2002 年 5 月，前身为四川科伦大药厂有限责任公司（以下简称“科伦有限”）；2003 年 7 月，经四川省人民政府【川府函[2003]162 号】《四川省人民政府关于四川科伦大药厂有限责任公司变更设立四川科伦药业股份有限公司的批复》批准，科伦有限整体变更为股份公司；2010 年 6 月，科伦药业在深圳证券交易所上市（股票代码：002422）。截至 2018 年 9 月末，公司总股本 144,000 万股，其中自然人刘革新持股比例为 26.33%，为公司控股股东和实际控制人。

公司主要从事医药研究、开发及生产销售，截至 2018 年 6 月末公司共有 557 个品种共 965 种规格的医药产品，其中大输液是其主导业务，公司共拥有 119 个品种共 285 种规格的输液产品，是目前国内输液行业中品种最为齐全、包装形式最为完备的医药制造企业之一。同时公司业务已延伸至粉针、小水针和片剂胶囊等非大输液领域以及上游包装材料和原料药制造领域。截至 2018 年 9 月末，公司拥有子公司 51 家，其中全资子公司 33 家，非全资子公司 18 家。

截至 2017 年 12 月 31 日，公司总资产 279.88 亿元，负债总额 160.06 亿元，资产负债率 57.19%。2017 年，公司实现营业总收入 114.35 亿元，净利润 8.11 亿元，产生经营活动净现金流 11.03 亿元。

截至 2018 年 9 月 30 日，公司总资产 290.65 亿元，负债总额 162.39 亿元，资产负债率 55.87%。2018 年 1~9 月，公司实现营业总收入 122.32 亿元，净利润 10.73 亿元，产生经营活动净现金流 18.99 亿元。

本期债券概况

表 1：本期公司债券基本条款

基本条款	
债券名称	四川科伦药业股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
发行总额	本期发行的公司债券基础发行规模为人民币 3 亿元，并设有超额配售选择权，其中超额配售额度不超过人民币 15 亿元（含 15 亿元）。
债券期限	本期债券共设两个品种，品种一为 5 年期，第二年末和第四年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 5 年期，第三年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率	本期债券的利率采取询价方式确定，发行人与主承销商将根据网下询价结果按照国家有关规定协商确定利率区间，以簿记建档方式确定最终发行利率。
偿还方式	本期公司债券采用单利按年计息，不计复利。利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	公司拟将本期债券募集资金扣除发行费用后用于偿还有息债务及补充流动资金，募集资金用途不得变更。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

行业概况

医药行业属于弱周期行业，被誉为“永不衰落的朝阳产业”，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，医药行业持续增长。

随着经济的增长和人口老龄化的加快，我国医药行业近年来保持了快速增长。“十一五”期间，我国医药行业保持高位运行，其中医药工业年复合增长率为 23.31%。“十二五”期间，我国医药工业仍保持较快增长势头，规模以上医药工业增加值年均增长率为 13.4%，占全国工业增加值的比重从 2.3% 提高到 3.0%。2016 年规模以上医药工业增加值同比增长 10.6%，增速较上年同期提高 0.8 个百分点，高于全国工业整体增速 4.6 个百分点，位居工业全行业前列。医药工业增加值在整体工业增加值中所占比重为 3.3%，较上年增长 0.3 个百分点，医药工业对工业经济增长的贡献进一步扩大。2017 年医药工业增加值同比增长 12.4%，高于全国工业整体增

速 5.6 个百分点。

在医改进程方面,2009 年以来,随着医改方案、基本药物目录、医保目录等重大行业政策的陆续出台,我国第五次医药卫生体制改革正逐步深入开展。新医改政策重点用于推进基本医疗保障制度建设、健全基层医疗卫生服务体系、促进基本公共卫生服务均等化和建立国家基本药物制度等方面,为国内医药行业带来整体市场扩容的历史机遇。

2012 年以来,我国政府对医药行业的调控力度不断加强,国家及地方政府的医药政策密集出台,从年初的《国家药品安全“十二五”规划》,到年末印发的《生物产业发展规划》,政策面覆盖到医药各细分领域,不仅大部分对各领域的具体发展方向和目标进行了明确,也对实施方法进行了指导,这将有利于行业规范化程度的提高,并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。2013 年 3 月,卫生部发布《国家基本药物目录》(2012 年版),涉及品种大幅增加,中药品种比例有所提升,注重结构优化,剂型规格标准化增强,基药招标采购中的质量指标愈加重要。

2014 年,李克强总理在政府工作报告中提出要推进医改向纵深发展,扩大城市公立医院综合改革试点,创新社会资本办医机制和巩固完善基本药物制度。中诚信证评认为,此次政府工作报告首次提出“创新社会资本办医机制”的理念,进一步表明了政府对社会资本办医的大力支持,为社会资本办医扫清部分障碍,有助于调动社会资本办医的积极性和促进多元化医疗体系的发展。2015 年,李克强总理提出继续深入推进医药卫生改革发展,取消绝大部分药品政府定价,完善城乡居民基本医保,深化基层医疗卫生机构综合改革,全面推开县级公立医院改革,破除以药养医,并积极发展中医药和民族医药产业。2016 年,李克强总理提出要协调推进医疗、医保、医药联动变革。实现大病保险全覆盖,整合城乡居民基本医保制度,改革医保支付方式,加快推进基本医保全国联网和异地就医结算。协同推进医疗服务价格、药品流动等改革,深化药品医疗器械审评审批制度改革。2017 年,国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革 2017 年重点工作任

务》,指出 2017 年 9 月底前全面推开公立医院综合改革,所有公立医院全部取消药品加成(中药饮片除外)。2017 年,前四批 200 个试点城市公立医院药占比(不含中药饮片)总体降到 30%左右,百元医疗收入(不含药品收入)中消耗的卫生材料降到 20 元以下。2017 年年底前,综合医改试点省份和前四批 200 个公立医院综合改革试点城市所有公立医疗机构全面执行“两票制”,鼓励其他地区实行“两票制”。2018 年,十九届三中全会通过《深化党和国家机构改革方案》,组建国家卫生健康委员会、国家药品监督管理局和国家医疗保障局三大部门,原有分工调整合并,推动健康中国战略,促进三医联动,为人民群众提供全方位全周期健康服务,医药行业监管迎来新的篇章。

表 2: 2009 年以来中国医疗卫生体制改革政策出台情况

日期	政策名称
2009.04	《关于深化医药卫生体制改革的意见》
2009.07	国务院办公厅发布了《医药卫生体制五项重点改革 2009 年工作安排》
2010.12	国务院印发《建立和规范政府办基层医疗卫生机构基本药物采购机制的指导意见》
2011.05	商务部发布《全国药品流通行业发展规划纲要(2011-2015 年)》
2011.11	科技部等十部委联合发布了《医学科技发展“十二五”规划》
2012.01	工信部发布《医药工业“十二五”发展规划》
2012.09	发改委发布《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》
2012.11	人力资源社会保障部、财政部、卫生部发布《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》
2012.12	国务院印发《生物产业发展规划》
2013.02	国家食品药品监督管理局发布《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励药物创新的意见》
2013.03	卫生部发布 2012 年版《国家基本药物目录》
2013.12	国家卫生和计划生育委员会发布《关于加快发展社会办医的若干意见》
2014.03	卫生计生委、财政部、中央编办、发展改革委和人社部《关于推进县级公立医院综合改革的意见》
2014.05	发改委发布《发改委定价范围内的低价药品目录》
2014.05	国务院印发《深化医药卫生体制改革 2014 年重点工作任务》
2014.11	发改委发布《推进药品价格改革方案(征求意见稿)》
2015.05	国家发改委、国家卫生计生委等部门联合下发《关于印发推进药品价格改革意见的通知》
2015.05	国务院办公厅印发《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》(国办发[2015]38 号)
2015.06	国务院办公厅印发《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》
2015.07	国务院办公厅印发《关于全面实施城乡居民大病

	保险的意见》（国办发[2015]57号）
2015.10	国家卫生计生委、国家发展改革委、财政部、人力资源社会保障部和国家中医药管理局等5部门联合印发《关于控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见》
2016.01	国务院印发《关于整合城乡居民基本医疗保险制度的意见》（国发[2016]3号）
2016.04	国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》（国办发[2016]26号）
2016.06	国务院医改办印发《推进家庭医生签约服务指导意见的通知》（国医改办发[2016]1号）
2016.09	国家卫生计生委办公厅、财政部办公厅联合印发《关于做好2016年县级公立医院综合改革工作的通知》
2016.10	中共中央、国务院印发了《“健康中国2030”规划纲要》
2016.11	工业和信息化部、国家发展和改革委员会、科学技术部、商务部、国家卫生和计划生育委员会、国家食品药品监督管理总局联合印发《医药工业发展规划指南》（工信部联规[2016]350号）
2016.12	商务部发布《全国药品流通行业发展规划（2016-2020年）》
2016.12	国务院发布《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》
2017.01	多部委联合印发《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》
2017.02	国务院办公厅印发《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》
2017.04	国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务》
2018.03	组建国家卫生健康委员会、国家药品监督管理局和国家医疗保障局

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

国家在新医改中出台的一系列政策也为培育大型医药企业提供了良好的政策环境条件。2012年1月工信部发布《医药工业“十二五”发展规划》，聚焦五大重点领域、六大保障措施、七大发展目标、十大主要任务，将促进我国医药工业由大到强的转变；《关于县级公立医院综合改革试点的意见》及《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》的发布标志着对医院补偿机制的改革开始进入实质阶段，推进县级医院综合改革，通过取消药品加成而转为服务收费及政府补贴并落实相关责任等方式使医改的执行性得到加强；同年11月，《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》出台，医保支付方式改革正式开始，新政向主要面向基层，并建立了激励约束机制，控制总额、按人头或病种付费等方式的转变将影响医疗终端的扩容速度和药品结构，未来高性价比产品将迎来发展机遇。随着国家新医改的逐步推进，中国医药行业整

合条件已成熟，行业整合在政府推动下将加快发展并进入并购高峰期，大型医药企业将借助并购与整合做大做强。“十二五”期间收购兼并交易额达1,500亿元以上，大型医药企业主营业务收入超过100亿元的企业达到16家，一批创新型中小企业高速发展。产业和金融深度融合，89家医药企业在国内外证券市场上市，另有200余家企业在新三板挂牌。

2016年以来，国家出台多项政策鼓励医药行业快速发展。2016年10月国务院印发了《“健康中国2030”规划纲要》，提出到2030年我国主要健康指标进入高收入国家行列，人均预期寿命较目前再增加约3岁达到79岁，健康科技创新整体实力位居世界前列等战略目标。11月，工信部、国家卫计委等六部门联合印发《医药工业发展规划指南》，要求到2020年，行业规模效益稳定增长，创新能力显著增强，产品质量全面提高，供应保障体系更加完善，国际化步伐明显加快，医药工业整体素质大幅提升，其中行业增长目标是主营业务收入年均增速高于10%。

中诚信证评认为，《“健康中国2030”规划纲要》、《医药工业发展规划指南》是未来我国医药制造行业中长期发展的指南针，在目前医药制造行业增速回升态势下，上述利好政策将进一步推动行业发展。

医药工业

医药行业主要分为医药工业和医药商业两大类。作为上游的医药工业主要包括化学原料药、化学制剂药、生物制药、医疗器械、中药饮片、制药装备、卫生材料及医药用品、中成药等八个子行业。其中化学原料药、化学制剂药和中成药实现销售收入远超过其他子行业，占据重要地位；同时受益于国家不断加强对疾病防控的投资力度，生物制药行业近年发展良好。

随着经济的增长和人口老龄化的加快，我国医药行业近年来保持了快速增长。医药制造业的销售收入从2000年的1,594.33亿元增长到2017年的28,185.50亿元，年均复合增长率达到18.41%；2017年全行业实现利润总额3,314.10亿元，同比亦增长17.80%，医药制造业收入和利润水平仍保持两位数

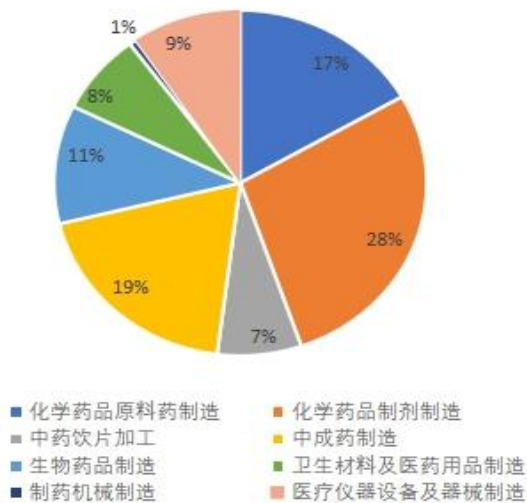
的增速，但中诚信证评注意到近年来收入和利润增速已呈下滑趋势。目前我国的医药行业与欧盟和北美国家相比尚处于成长阶段，医药企业在规模、资金和技术等方面较国际知名医药企业仍存在较大差距，行业未来仍有较大的增长空间。

图 1：2000 年以来中国医药制造业销售收入及利润总额变化情况



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

图 2：2017 年中国医药制造业销售收入构成情况



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

从行业盈利情况来看，医药价格政策性下调、药品集中招标采购政策的推行以及市场竞争日趋激烈等对医药企业的经营效益造成一定的影响。2017 年全行业实现利润总额 3,314.10 亿元，同比亦增长 17.80%，增速较上年同期提 3.9 个百分点，高于主营业务收入增速 5.3 个百分点。各子行业中，增长最快的是生物药品制造和化学药品制剂制造业务，而制药机械制造出现负增长。

图 3：2017 年中国医药制造业利润总额构成情况



资料来源：公开资料，中诚信证评整理

市场需求方面，药品消费的增长与人口的自然增长及人口结构的变化有着密不可分的关系。根据国务院办公厅 2013 年 9 月下发的《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》，2012 年底我国 60 周岁以上老年人口已达 1.94 亿，2020 年将达到 2.43 亿，2025 年将突破 3 亿。由于老龄人口疾病发生率高，且以重病、慢性病为主，需要经常或长期用药（相关研究表明，退休人员卫生费用一般是未退休人员卫生费用的 3 倍，在某些国家甚至达到 5 倍），因此老龄人口占比的增加将直接刺激我国药品消费总量的增长。同时，目前我国农村居民医疗保健水平较低，远低于城镇居民的平均水平，而城镇化将促进其医疗、养老、社会保障等多方面与城市接轨，进而带动基层、县医院的发展，为医药消费带来巨大增量。

与此同时，2016 年 3 月 5 日李克强总理在第十二届全国人民代表大会第四次会议上的政府工作报告中指出，未来我国将新型农村合作医疗和城镇居民基本医疗保险财政补助标准从每人每年 380 元提高到 420 元，基本公共卫生服务经费财政补助从人均 40 元提高到 45 元。全面覆盖城乡居民大病保险，促进医疗资源向基层和农村流动。鼓励社会办医，发展中医药、民族医药事业。随着我国医疗改革进程的不断深化，医药行业仍将有望保持增长态势。

大输液行业

大输液主要是区别于小针剂的输液产品，是我

国日常治疗使用最为普遍的一种剂型。大输液产品按临床用途分类，主要分为体液平衡用输液、治疗用药物输液、营养用输液、血容量扩张用输液及透析造影五大类别。其中，前三类国内目前使用较为普遍，主要包括葡萄糖输液、氯化钠输液、葡萄糖氯化钠输液、替硝唑输液、氧氟沙星输液和氨基酸输液等；羟乙基淀粉输液是国内使用较多的血容量扩张用输液。

除在药品质量方面，国内厂商的大输液药品竞争主要体现在包装形式上。目前国内大输液包装形式分为玻璃瓶、塑瓶、软袋和直立式软袋四类，其中玻璃瓶包装是最主要的包装形式；软袋包装又分为PVC软袋和非PVC软袋包装，以非PVC软袋包装为主；直立式软袋是最新的包装形式，为科伦药业全球首创，具有专利保护。从世界范围内看，美国使用软袋和塑瓶的比率达到90%，欧洲达到70%，印度也达到了50%以上，我国软袋、塑瓶产品却只占市场份额的35%左右。随着软塑料包装技术的发展，制造成本的不断下降，其在国内的市场份额将逐步提高，而玻璃瓶包装因在运输、存储和稳定性等方面受到较大限制，市场份额将不断下滑。根据现阶段我国大输液产品格局的调整趋势，大输液生产企业将主要开发药用包装材料专用原辅料、添加剂、配件，包括具有高洁净、高加工性能等特性的原辅料，注射剂“吹瓶-灌装-封口”工艺专用塑料树脂，洁净无菌包装膜等；重点开发和生产符合药品GMP要求的注射剂“吹瓶-灌装-封口”三位一体设备等，预计未来3~5年内，产品结构调整、产业及包材升级仍是行业发展的主要趋势。

市场规模方面，大输液作为医疗机构最普遍的药品制剂，在我国的市场需求巨大，近年来市场总体规模大幅增长。但国内大输液也出现了产能过剩、竞争日益激烈等问题，竞争加剧及国家基药政策使大输液产品市场价格趋于下降。此外，限抗政策也对大输液市场产生较大影响。目前，普通输液占整个输液市场的80%。其中，抗生素产品用普通输液作溶媒占普通输液的30%左右，因此近年抗生素药物的使用量普遍下降在影响大输液产品销量的同时也促使企业进行产品结构调整，并将进一步

推动行业整合速度。

行业集中度方面，2006年我国大输液行业前十名企业生产集中度约为23.37%，2007年提升至44.1%，2008年达到48.4%。目前，我国大输液生产厂家有300家左右，产能超过1亿瓶的企业只有30家左右，前10位厂商的市场占有率约为2/3左右，与发达国家相比，行业集中度仍然处于较低水平。但大输液市场正加快步伐向国外发达市场90%的集中度水平靠拢。未来，随着我国大输液行业由粗放式增长转向集约式增长，生产厂家数量进一步减少、行业集中度进一步提升将成为大势所趋。

2013~2016年，新版GMP认证导致部分小企业被市场淘汰，同时受医保控费、招标降价以及“限抗令”和“限制门诊输液”政策推行的影响，大输液行业逐步走向低谷，销售量价齐跌，行业整体盈利水平降低；而大企业通过研发投入的加强、生产自动化程度的提高、对关键技术的自主创新获得可持续发展，大输液行业资金密集型和技术密集型的特点逐渐显现。2017年以来，在政策引导下，大输液行业供给格局改善，行业集中度不断提高，同时非PVC软袋以及治疗和营养性输液等高端产品占比不断提高，大输液行业销量触底回升，产品升级推动出厂价提升，行业盈利能力有所提升，而具有资本和技术优势的龙头企业市场地位得以进一步巩固。

总体来看，大输液行业近年来竞争有所加剧，市场价格处于下行趋势，同时行业集中度不断提高，输液龙头企业受益于集中度提升和包材升级产销量增加，但招标政策具有不确定性，价格继续走低的风险犹在。

行业关注

国家加大药品流通领域整治力度并在全国内推广两票制，以减少流通环节，同时仿制药一致性评价等政策将促进行业集中度将进一步提升

2016年国内药品流通格局发生重大调整。4月26日国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》，明确医改试点省份要在全范围内推广两票制，鼓励一票制，医院和药品生产企业的直接结算货款，药企和配送企业计算配送费

用。2017年2月9日国务院办公厅发布了《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》，其中，在流通环节重点整顿流通秩序，改革完善流通体制，特别提到推行药品购销两票制，争取到2018年在全国推开。截至2017年末，福建、安徽、青海、重庆、上海等20个省份已经开始执行，2018年初，广西、贵州、湖北、江西、宁夏、西藏、新疆和北京8个省/直辖市开始执行。此外，广东、河南、云南、甘肃将于2018年年内全面推行“两票制”。“两票制”的执行可最大限度压缩药品流通环节的长度和宽度，通过减少层层加价来降低药品价格，并通过加强对药品的监督来保障用药安全；医药流通行业领先的企业可通过资金优势、规模效益以及更健全的销售网络取得更大的优势，行业集中度将得以提升。

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

中诚信证评认为，随着“两票制”在全国各省的全面推行，医药流通行业集中度将得以提升，同时，仿制药一致性评价如能得到有效执行，将大幅改善医药行业集中度低的竞争格局，研发能力强、资金实力充足的优质企业有望提前通过一致性评价，其市场份额将得到提升。

抗菌药物管理趋于严格，限抗限输政策逐渐升级，促进行业洗牌

2015年8月27日，国家卫计委和国家中医药管理局联合公布《关于进一步加强抗菌药物临床应用管理工作的通知》，相较于2013年出台的《抗菌药物临床应用管理办法》，此次“限抗令”更为严格，进一步明确了医生不能因为任何原因滥开抗菌药物，并规定抗菌药物处方点评结果应作为科室和

医务人员处方权授予及绩效考核的重要依据。2016年8月25日，国家卫计委等14部门联合制定《遏制细菌耐药国家行动计划（2016-2020年）》正式公布，强调重点整治滥用抗菌药物现象，至2020年实现售药店凭处方销售抗菌药物的比例基本达到全覆盖。此后，各地区相继出台政策，安徽、浙江、江苏、江西已明确出台对门诊输液的限制性措施，而河南、四川、内蒙古、新疆、福建、湖北、云南的改革更加彻底，已在逐步明确限制门诊输液相关政策。2017年3月国家卫计委发布《关于进一步加强抗菌药物临床应用管理遏制细菌耐药的通知》，重点督查基层医疗，并要求一个月内全国各级各类医疗机构制定本机构抗菌药物供应目录，明确各级医师抗菌药物处方权，并上报至当地卫计局备案。2018年5月10日，国家卫健委印发《关于持续做好抗菌药物临床应用管理有关工作的通知》，要求进一步加强抗菌药物临床应用管理，同时加强儿童等重点人群抗菌药物临床应用管理。

近年来，由于我国抗菌药物滥用现象普遍，卫生部门针对性采取“限抗令”，各省均在“限抗”上出台多项措施，其中安徽直接列出“负面清单”，要求53种疾病不输液；福建在遴选目录中，要求抗菌药物三级医院总数不超过50种，二级医院不超过35种；湖北较多医院已经在医院管理系统中启用处方统计和监控，发现滥用现象即可查到源头，对医生进行限制和处罚。

抗菌药物管理逐渐严格，“限抗令”和“限输令”的推行使得抗生素生产企业和输液生产企业受到一定影响，大部分生产抗菌药物的企业业绩严重下滑。未来，限制抗菌药物使用仍将趋于严格，影响到从原料药生产企业到药品经销商的整条产业链，业内企业经营承压，促进行业洗牌。

竞争优势

大输液产品品种齐全，产销规模优势明显，行业地位突出

科伦药业是我国大输液行业中品种最为齐全、包装形式最为完备的医药制造企业之一，截至2018年6月末，公司大输液产品达到119个品种共285

种规格。近年来，公司持续推动产品结构调整与创新产品的开发，产品结构不断优化，大输液制剂板块整体毛利稳步提升。目前公司已在四川、云南、辽宁、浙江、湖南等 14 个省市设有大输液生产基地（不含哈萨克斯坦的生产基地），基本形成了全国性产业布局，较好地满足了大输液产品的市场需求特点，销售片区覆盖我国除台湾、香港以外的所有省市地区。2017 年，公司生产和销售各类大输液产品 43.48 亿瓶/袋和 44.66 亿瓶/袋，销量位居国内大输液行业第一位，行业地位突出。

非输液产品种类的丰富有利于公司规避单一市场风险，且抗生素全产业链不断完善

公司积极发展非大输液产业，主要生产中成药、西药抗生素普药品种及抗生素中间体和原料药等，虽然该部分业务起步相对较晚，但是依托大输液业务的营销渠道，未来仍有较大成长空间，且目前该业务板块是公司发展重点。公司非输液产品种类的丰富令其产品结构进一步多元化，有利于规避单一市场风险。

此外，公司利用新疆伊犁当地优质且相对低廉的自然资源优势，构建了从抗生素中间体到原料药，再到抗生素制剂的完整产业链。2017 年，公司持续推动抗生素全产业链的发展，抗生素板块川宁项目二期项目工程于 2018 年初通过竣工环保验收，2018 年 4 月二期项目已实现满产，2018 年前三季度伊犁川宁项目实现营业收入 25.11 亿元，并且扭亏为盈，川宁项目未来可成为公司收入来源的重要补充之一。随着抗生素全产业链的不断完善，公司非输液业务板块盈利能力有望进一步增强。

技术研发能力较为突出

公司近年来不断引进关键药物领域领军人才，下属药物研究院已成为中国医药行业最具实力的医药研发中心之一。公司在高端药品和新型医药包装材料这两大领域中都取得重大突破，已获得了 82 个新药证书，其自主研发的拥有多项专利技术的可立袋成功上市，在国内外均属首创。此外，公司还通过研发体系的建设和多元化的技术创新，对优秀仿制药、创新小分子药物、新型给药系统和生物技术药物等高技术内涵药物进行研发。截至

2018 年 8 月 15 日，公司已有 A 类在研项目 443 项，包括 348 项仿制药物（包括一致性评价 113 项）、17 项新型给药系统（以下简称“NDDS”）、41 项创新小分子药物、37 项生物大分子，获批临床 41 项，待批生产 38 项，主要领域涵盖抗肿瘤、抗感染、糖尿病、肠外营养、抗凝药等重大疾病领域。截至 2019 年 3 月 19 日，公司已有 9 个仿制药产品通过一致性评价并获得药品注册批件。总体来看，公司丰富的在研产品种类及较强的研发实力也为其未来发展提供了有力保障。

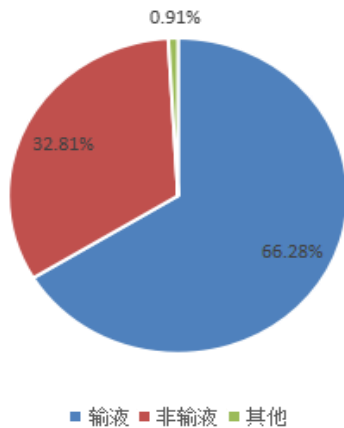
业务运营

科伦药业主要从事医药研究开发、生产及销售，大输液业务是其传统业务，同时其业务已延伸至粉针、小水针和片剂胶囊等非大输液领域以及上游包装材料和原料药制造领域，形成了从上游的原料合成、中游的生产研发至下游覆盖全国范围的销售及服务网络的业务链。公司及下属生产企业均通过新版 GMP 认证。截至 2018 年 6 月末，公司拥有 557 个品种共 965 种规格的医药产品、医药包材、医疗器械以及抗生素中间体产品，其中有 119 个品种共 285 种规格的输液产品，392 个品种共 632 种规格的其它剂型医药产品，46 个品种共 48 种规格的原料药；此外，公司拥有 10 种抗生素中间体和 4 个品种共 7 个品规的医疗器械。公司生产的药品按临床应用范围分类，共有 25 个剂型 557 种药品。其中，进入《国家基本药物目录（2012 版）》的药品为 122 种，被列入 OTC 品种目录的药品为 82 种，被列入《国家医保目录（2017 版）》的药品为 266 种。

近年来，公司营业收入持续增长，2015~2017 年，公司分别实现营业总收入 77.63 亿元、85.66 亿元和 114.35 亿元，年均复合增长率为 11.62%。分业务板块看，近年来大输液产品收入占比虽有所下降，但仍保持在 60% 以上；同时公司不断加大非大输液业务的投入，非大输液产品收入占比由 2015 年的 21.75% 提高至 2017 年的 32.81%。此外，因 2018 年通过持续产业升级和品种结构调整公司输液板块的收入提升，同时公司环保问题解决抗生素中间体产能释放，2018 年 1~9 月公司实现营业总收入

122.32 亿元，同比增长 54.63%。

图 4：2017 年公司主营业务收入构成情况



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

原材料供应

公司生产所需原材料主要为包装材料、药物活性成分和辅料。除部分药物活性成分、玻璃瓶及组合盖自产外，绝大部分原材料通过公司供应部面向全国统一采购，其余日常生产所需低值易耗品则由各生产基地分散采购，既决策灵活又能在一定程度上降低采购成本。为维持可靠的供应链并确保物料品质，公司一般与供应商维持长期合作关系。

采购结算方面，公司根据采购量、交货时间和采购价格等因素对供应商采取不同的结算方式。对于价格波动较小、供应稳定的原辅包装材料，公司采取先货后款的结算方式，采购金额占比约为 40%，结算周期由于采购量和价格的不同而不同，通常情况下包装材料的结算周期约为 60 天，常用原料的结算周期约为 30 天；对于市场紧俏物资、价格波动较大以及重要的原料和包装材料，公司则采用先款后货的结算方式，采购金额占比约为 60%。2015~2017 年，公司前五大供应商交易金额占比分别为 16.45%、9.60% 和 22.99%。

根据采购总价金额排序，公司主要采购的原材料有聚丙烯粒料、组合盖、纸箱、多层共挤膜、玻璃瓶、葡萄糖、卵磷脂以及胶塞等。公司一方面通过集中采购控制成本，另一方面通过技术创新、提高精细化管理水平等方式，有效地降低了原材料消耗，使产品的原材料成本持续下降。

表 3：2015~2018.Q3 公司主要原材料采购价格情况

单位：元/公斤、元/支、元/套、元/平方米

项目	2015	2016	2017	2018.Q3
聚丙烯粒料	13.92	12.12	9.52	9.60
组合盖	0.20	0.15	0.14	0.14
纸箱	3.76	3.70	3.93	3.99
多层共挤膜	7.43	5.83	5.57	5.21
葡萄糖-医药	4.35	3.48	3.53	4.10
葡萄糖-食品	2.03	1.39	1.36	1.31
玻璃瓶	0.33	0.27	0.26	0.26
卵磷脂	1,508.31	1,358.08	1,373.25	1,320.83
胶塞	0.09	0.05	0.05	0.04

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来公司通过收购、设立等方式向上游产业链拓展，保证相关原材料稳定供应的同时进一步降低成本。公司相继完成对上游企业崇州君健塑胶有限公司和腾冲县福德生物资源开发有限公司的收购，大幅降低输液产品的成本，有效解决康复新产品的原材料短缺或含量不稳定情况。此外，公司持续推进的伊犁川宁抗生素中间体项目（以下简称“川宁项目”）利用新疆当地资源优势以降低生产成本，构建抗生素全产业链模式。

总体来看，公司通过集中采购控制成本的同时，对上游产业链进行部分布局，使产品的原材料成本持续下降。

产品生产

大输液业务

公司是我国大输液行业中品种最为齐全、包装形式最为完备的企业之一。截至 2018 年 9 月末，公司已在四川、云南、辽宁、浙江、湖南等 14 个省市设有大输液生产基地（不含哈萨克斯坦的生产基地），基本形成了全国性产业布局，较好地满足了大输液产品的市场需求特点，有效消除了大输液产品销售运输半径的制约，为其经营规模的持续扩大、市场份额的稳步增长奠定了基础。

此外，近年来通过对外企业并购和内部企业整合，公司的输液板块布局得到进一步完善。公司于 2014 年 6 月收购石四药集团有限公司（原“利君国际医药（控股）有限公司”，以下简称“石四药集团”）4.96% 的股权。2015 年以来，公司加大对石四药集

团的投资力度，截至 2018 年 9 月末，公司合计持有其 19.18% 的股份，并将该部分股权作为产业投资长期持有，有利于优化公司在中高端软塑包装输液和治疗性输液方面的品种。

按包装形式分类，近年来公司玻璃瓶、塑瓶包装以及非 PVC 软袋包装输液产品的市场占有率领先；直立式软袋包装输液产品作为公司专利产品，目前市场上类似的竞争性产品较少。同时，公司不断减少在运输、存储、稳定性等方面受到较大限制的玻璃瓶包装产品的生产比例，提高塑瓶、软袋的生产占比。

按照临床用途分类，公司大输液产品以葡萄糖输液、氯化钠输液、葡萄糖氯化钠输液、替硝唑输液、氧氟沙星输液、左旋氧氟沙星输液、甲硝唑输液、环丙沙星输液、氨基酸输液、脂肪乳输液、复方氯化钠输液以及诺氟沙星输液共 12 种产品为主。近三年，上述 12 种大输液产品的产量占公司所有大输液产品总产量的比重超过 90%，且主要产品的市场占有率均列全国前列，与同行业竞争对手相比，产销规模优势明显。

2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司大输液产品产量分别为 45.45 亿瓶/袋、44.38 亿瓶/袋、43.48 亿瓶/袋和 33.02 亿瓶/袋，2016 年以来，由于我国先后出台的有关控制抗生素滥用、控制辅助用药、限制等级医院门诊输液等政策使得市场整体输液需求量呈下滑趋势，导致公司大输液产品产量有所下滑。销售收入方面，受益于公司产品线的持续增加及产品结构优化，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司大输液产品分别实现销售收入 59.29 亿元、60.09 亿元、75.79 亿元和 73.63 亿元。

表 4：2015~2018.Q3 大输液产品产销情况

	单位：亿瓶/袋			
	2015	2016	2017	2018.Q3
生产量	45.45	44.38	43.48	33.02
销售量	45.27	44.18	44.66	34.16

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

非大输液业务

公司非大输液业务主要生产中成药、西药抗生素普药品种及抗生素中间体和原料药等，主要由伊犁川宁生物技术股份有限公司（以下简称“伊犁川宁”）、

四川科伦药业股份有限公司安岳分公司、四川科伦药业股份有限公司邛崃分公司（以下简称“邛崃分公司”）、四川新迪医药化工有限公司（以下简称“新迪医化”）、湖南科伦制药有限公司岳阳分公司（以下简称“湖南科伦岳阳分公司”）和广西科伦制药有限公司（以下简称“广西科伦”）等分（子）公司经营。

近年来，公司实施了抗生素全产业链发展战略，在新疆伊犁进行伊犁川宁抗生素中间体项目（以下简称“川宁项目”）建设，初步构建了从抗生素中间体到原料药，再到抗生素粉针、冻干粉针和口服制剂相结合的非输液类产品全产业链。公司于 2011 年启动的川宁项目系抗生素全产业链的龙头项目，该项目位于新疆伊犁河谷，所在地区煤矿、农作物和水资源等自然资源丰富且相对于国内其他地区有成本优势，截至 2018 年 9 月末项目累计已投资 71.99 亿元。此外，川宁项目配套建设的环保“三废”设施系统占地面积超过 300 亩，投资超过 17 亿元，占项目总投资的 25% 以上，是中国医药行业有史以来最大的单体环保投资项目。未来，环保政策的不断趋严将促使行业供需格局不断改善，从而利好公司的发展。

川宁项目包括一期硫氰酸红霉素项目（以下简称“一期项目”）和二期头孢中间体项目（以下简称“二期项目”），其中一期项目于 2014 年收到环保验收批复，2016 年实现满产。2017 年 5 月起公司对二期环保设施进行升级改造，2018 年 3 月二期项目收到环评批复，并于 4 月实现满产。2017 年二期项目环保系统处于优化改造期，其产能受到限制，青霉素、头孢均未能持续满产。受此影响，2017 年伊犁川宁实现收入 18.51 亿元，亏损 7,490 万元。川宁项目主要产品包括硫氰酸红霉素、7-氨基头孢烷酸、青霉素工业盐和无侧链青霉素 6-氨基青霉烷酸等，其产能分别为 3,200 吨/年、3,000 吨/年、3,000 吨/年和 6,000 吨/年。2018 年前三季度伊犁川宁项目实现营业收入 25.11 亿元，随着川宁项目竣工满产，公司抗生素全产业链初步形成，未来可成为公司收入来源的重要补充。

同时，公司建立了邛崃分公司、新迪医化、湖

南科伦岳阳分公司及广西科伦四家抗生素原料药及制剂生产基地，将中间体进一步加工成原料药和制剂，并利用大输液销售渠道打通原料药和制剂销售市场。其中，2016年邛崃项目完成了GCLE车间、回收车间安装技改工程、多肽注册车间安装工程以及多品种注册车间建设工程，但由于生产饱和度低，全年邛崃项目实现亏损3,170万元。2017年新迪医化与邛崃分公司着力开展的创新承接工作，完成验证、临床样品、中试、小试合计35项，创新项目目标达成率超过110%，同时公司不断调试和优化工艺路线，由于市场竞争加剧、产品售价持续低迷，受该因素影响，该项目的设施利用率较低，资产的经济效益预计将低于预期，公司对有减值迹象的资产进行了充分的分析和评估。根据该评估报告，对新迪医化和邛崃分公司资产分别计提资产减值损失15,617万元、2,177万元。2017年新迪医化与邛崃分公司整体亏损26,452万元。2018年前三季度，邛崃项目根据国家医药审评审批政策调整，对六项产品开展一致性评价技术攻关、3个中间体进行全新技术开发和连续反应的小试试验设备及其配套技术设备的创新研究，2018年以来共完成15项创新产品的临床试验样品制备、中试和验证。受益于此，2018年前三季度邛崃分公司和新迪医化分别实现营业总收入0.22亿元和0.06亿元，分别实现净利润-0.08亿元和-0.12亿元，同比减少亏损44.71%和30.16%。此外，广西科伦将是部分承接川宁项目二期有关头孢粉针制剂、无菌头孢原料药的生产企业。广西科伦新厂一期工程建设于2014年工程完工，广西科伦部分生产线于2015年下半年开始试生产。2017年，广西科伦通过技术攻关，中间体、原料药、制剂产品的一次合格率均有较大提升，总体产销量大幅增加，全年较上年同期大幅减亏，2017年11、12月实现单月盈利。未来，公司将通过技术进步降低材料单耗，坚持技术攻关实现工艺创新，提高设备利用率和生产饱和度，扩大销售渠道寻求多方面合作及开发吸收新品种。

与大输液业务相比，公司非大输液业务起步较晚，但通过采取输液、非输液产品联动招标策略及抗生素全产业链相关企业开始投产，近年该业务发

展迅速，产量逐年提升，业务收入增幅明显。2015~2017年及2018年1~9月，公司非大输液产品分别实现营业收入16.89亿元、22.24亿元、37.52亿元和47.80亿元，其中2017年公司非输液制剂三大核心产品——塑料水针、天舒欣（康复新液）和百洛特（草酸艾司西酞普兰片）销售收入分别为1.08亿元、2.69亿元和1.32亿元，同比分别增长105.24%、137.01%和185.22%，呈高速增长态势。

表 5：2015~2018.Q3 非大输液产品产量情况

品种	2015	2016	2017	2018.Q3
粉针剂（亿瓶）	3.37	4.12	3.44	2.64
小水针剂（亿瓶）	4.58	3.85	4.71	3.87
片剂（亿盒）	0.78	0.77	0.64	0.52
胶囊剂（亿盒）	0.73	1.02	1.19	0.84
其他（亿单位）	0.89	0.61	0.86	0.47
抗生素中间体（万吨）	0.11	0.38	0.94	1.13

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司大输液产品产销规模优势明显，行业地位突出，近年来产销量相对稳定；得益于联动招标策略及抗生素全产业链初步形成，公司非大输液产品产量有所提升。

市场销售

公司始终贯彻贴近市场、就近生产和服务营销的经营策略，采取“统一管理、区域经营”的商业运作模式，目前已建立了全国性的生产布局和营销网络。公司生产基地已遍布全国14个省份，基本形成了全国性生产布局。公司现有的销售片区基本覆盖我国除台湾、香港以外的所有省市地区，并集中在西南、华中和华东地区。此外，公司还设有专职销售服务队伍，为各销售片区提供支援与协助。全国性销售网络提高了公司产品销售效率，为持续提升其品牌的市场知名度及扩大产品的市场覆盖率提供了保障。

为了开拓国际市场，加快业务拓展步伐，公司在香港设立全资子公司“科伦国际发展有限公司”。此外，科伦KAZ药业有限责任公司（以下简称“哈萨克斯坦科伦”）国际销售团队于2015年基本建设完成。2016年，哈萨克斯坦科伦实现扭亏为盈，2017年持续实现盈利，产品已在哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、俄罗斯4国实现规模销售。此

外, 2017 年, 公司继续拓展国内生产企业海外出口业务, 全年共开展尼日利亚等 21 个国家/地区共计 85 个项目的注册工作, 通过菲律宾等三个国家药监部门的现场检查。除常规产品出口之外, 新产品的海外销售药政工作也开始进行。同时, 公司抗生素产业链出口业务也已展开, 通过了多家国际大客户审计, 2017 年外贸销售广西科伦、伊犁川宁产品约 1.56 亿元, 抗生素制剂产品注册正在进行中。

公司销售区域以国内为主, 并集中在西南、华东和华中地区, 非大输液产品借助大输液产品原有销售渠道发挥协同效应, 已取得良好成效; 随着公司海外市场的逐渐扩大, 非洲等地区的销售量也相应增加。公司持续开展药品在欧美规范市场的认证工作, 但由于产品境外注册周期较长, 相关销售收入在营业总收入中占比较小。公司国际市场销售主要以美元结算, 近年来国际业务收入规模快速增长, 汇率波动的风险将对公司盈利产生一定影响。

表 6: 2015~2018.Q3 按地区营业收入情况

单位: 亿元

地区	2015	2016	2017	2018.Q3
西南	27.42	27.57	37.34	36.29
华东	14.13	17.10	20.29	23.21
华中	13.15	13.21	19.60	20.74
华北	10.99	12.35	19.98	23.25
东北	4.83	4.96	7.07	6.79
西北	6.07	7.88	6.76	5.98
国际业务	1.05	2.59	3.31	5.17

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

销售结算方面, 公司使用现金、转账进行结算的比例约占 60%, 使用银行承兑汇票、即期国内信用证进行结算的比例约占 40%, 根据经销商所在销售片区经济水平、竞争情况的不同给予不同的回款信用期, 回款信用期控制在 90 天以内。

分业务板块来看, 2015~2017 年, 公司分别实现大输液产品收入 59.29 亿元、60.09 亿元和 75.78 亿元, 输液业务毛利率分别为 49.54%、52.95% 和 63.70%。公司输液板块已实现新型包材全面升级, 同时, 公司输液制剂产品结构持续优化, 并通过对标学习、节能降耗, 提高效益降低成本, 继续保持其在输液领域的领先地位。2018 年 1~9 月, 公司实现大输液产品收入 73.63 亿元, 毛利率为 70.59%, 输液产品结构持续优化, 并通过加强生产管理进一步降低生产成本, 公司获利能力持续增长。

表 7: 2015~2018.Q3 公司大输液产品销售情况

单位: 亿瓶/袋、元/瓶袋、亿元

品种	2015			2016			2017			2018.Q3		
	销售量	单价	销售收入	销售量	单价	销售收入	销售量	单价	销售收入	销售量	单价	销售收入
普通输液	38.35	1.13	43.50	37.86	1.15	43.62	38.22	1.39	53.15	29.48	1.62	47.85
治疗性输液	6.92	2.28	15.79	6.52	2.53	16.47	6.44	3.51	22.63	4.68	5.51	25.78
合计	45.27	1.31	59.29	44.38	1.35	60.09	44.66	1.70	75.78	34.16	2.16	73.63

注: 由于数据经四舍五入处理, 故单项数和数与合计数存在尾差。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

2015~2017 年, 公司分别实现非大输液产品收入 16.89 亿元、22.24 亿元和 37.52 亿元, 近年来公司实现非大输液产品收入大幅增长, 一方面系重点产品销售量的较快增长, 另一方面系川宁项目一期项目满产使得抗生素系列产品产量大幅增长, 同时川宁项目二期环保“三废治理”工艺升级改造的进度对产销量及业绩影响较显著。随着公司抗生素全产业链的不断完善, 有望成为新的收入和利润增长

点, 并进一步增强公司综合实力和核心竞争力。2018 年 1~9 月, 公司实现非大输液产品收入 47.80 亿元, 已超过 2017 年全年收入, 主要系伊犁川宁产能释放, 收入增加。

随着川宁项目竣工满产, 公司抗生素产品产能逐渐释放, 有望成为新的收入利润增长点。同时, 中诚信证评将持续关注近年来国家陆续出台的限抗政策对抗生素行业的影响。

表 8：2015~2018.Q3 公司非大输液产品销售情况

单位：亿单位、元/单位、亿元

品种	2015			2016			2017			2018.Q3		
	销售量	单价	销售收入	销售量	单价	销售收入	销售量	单价	销售收入	销售量	单价	销售收入
粉针剂	3.25	1.18	3.82	3.74	0.99	3.71	3.49	1.52	5.31	2.78	2.43	6.76
小水针剂	4.16	0.32	1.33	4.05	0.40	1.61	5.46	0.37	2.01	4.14	0.58	2.41
片剂	0.72	2.47	1.77	0.72	2.35	1.69	0.65	4.23	2.74	0.50	6.09	3.04
胶囊剂	0.80	2.59	2.08	0.94	2.58	2.43	1.03	2.47	2.56	0.74	3.03	2.23
抗生素中间体	0.13	25.92	3.48	0.38	20.40	7.82	0.83	19.32	16.07	1.08	21.2	22.97
其他	-	-	4.41	-	-	4.98	-	-	8.83	-	-	10.39
合计	-	-	16.89	-	-	22.24	-	-	37.52	-	-	47.80

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司销售渠道稳定，营销网络覆盖全国，通过与坚持生产基地贴近主要市场的理念相结合，公司传统大输液业务收入较为稳定，非大输液业务收入呈现增长态势。

技术研发

公司全资子公司四川科伦药物研究院有限公司（以下简称“科伦药物研究院”）是公司的主要研发机构，目前公司成功构建了以科伦药物研究院为核心，苏州、天津、美国研究分院为分支的研发体系。通过加强自身创新建设和构建知识联盟，公司下属药物研究院现已成为中国医药行业最具实力的医药研发中心之一。

公司一方面提升现有大输液及非大输液药品生产工艺和包装技术，另一方面不断加强高技术内涵药物的技术研发，包括优秀仿制药、创新小分子药物、新型给药系统和生物技术药物四大研究方向。未来，公司优秀仿制药物或将进一步提高非输液业务的销售收入及盈利能力；更长远来看，创新小分子药物、新型给药系统及生物技术药物若研发成功，有望为公司打开更广阔的市场。

研发团队建设方面，截至 2017 年末，公司研发人员 2,240 人，占总人数的比重为 12.25%。随着在研产品线的不断丰富，公司相继在国内外引进了 100 余位化学小分子和生物大分子不同关键药物研究平台的领军人才，并通过对中美两地研发人才、技术资源等的互动整合，迅速实现了全球研发动态信息、关键研发技术平台和功能体系等与国际的接轨。

近年来，公司技术研发成果开始显现。2015 年，

公司自主研发的拥有多项专利技术的“新型直立式聚丙烯医用输液袋制造技术与产业化”项目（可立袋）荣获国家科学技术进步二等奖。2015 年 4 月，注射用乳糖酸阿奇霉素/氯化钠注射液（液固双室袋），获中国人民解放军总后勤部卫生部军队医疗机构制剂批件，该项产品为国内首家，解决了在紧急救治状态下无法快速静脉给药治疗的问题。2015 年 7 月，公司复方醋酸钠林格注射液获国家食品药品监管总局注册批件；同月，公司首个成功申报临床的生物技术药物—重组抗表皮生长因子受体（EGFR）人鼠嵌合单克隆抗体注射液品种获国家食品药品监管总局注册批件。2016 年 6 月，公司聚丙烯安瓿包装利巴韦林注射液获得国家食品药品监管总局药品补充申请批件，成为首个成功获批聚丙烯安瓿包装利巴韦林小容量注射液生产的企业。2018 年 7 月公司氨基酸葡萄糖注射液获得药品注册批件，是国内首个上市的氨基酸葡萄糖即用型肠外营养双腔袋，是全球已上市双腔袋产品中唯一可用于儿童患者的产品；同月，公司脂肪乳（10%）/氨基酸（15）/葡萄糖（20%）注射液获得药品注册批件，是全球首个工业化“全合一”三腔袋产品。

表 9：2018 年公司获得药品注册批件的产品

药品名称	用途	获批时间
乳酸钠林格注射液	体液平衡输液	2018.02.02
盐酸氨溴索注射液	呼吸系统用药	2018.03.12
口服补液盐散（III）	体液平衡输液	2018.04.28
小儿电解质补液	体液平衡输液	2018.05.23
盐酸右美托咪定注射液	镇静药	2018.05.31
唑来膦酸注射液	治疗骨质疏松	2018.05.31
脂肪乳（10%）/氨基酸（15%）/葡萄糖（20%）注射液	营养用输液	2018.07.12
氨基酸葡萄糖注射液	营养用输液	2018.07.12
中长链脂肪乳/氨基酸（16%）葡萄糖（16%）电解质注射液	营养用输液	2018.07.31
脂肪乳氨基酸（17%）葡萄糖（19%）注射液	营养用输液	2018.08.27
盐酸奥洛他定滴眼液	过敏性结膜炎	2018.09.27
盐酸氨溴索氯化钠注射液	用于支气管炎	2018.12.29

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司研发投入分别为 4.98 亿元、6.13 亿元、8.46 亿元和 7.83 亿元，占营业收入比分别为 6.42%、7.16%、7.40% 和 6.40%，公司研发投入较大。截至 2018 年 8 月 15 日，公司已有 A 类在研项目 443 项，包括 348 项仿制药物（包括一致性评价 113 项），17 项 NDSS、41 项创新小分子药物、37 项生物大分子，获批临床 41 项，待批生产 38 项，主要领域涵盖抗肿瘤、抗感染、糖尿病、肠外营养、抗凝药等重大疾病领域。截至 2018 年 6 月 30 日，公司共申请专利 3,293 项，其中发明专利申请 814 项；授权专利共 2,349 项，其中发明专利 314 项。

仿制药一致性评价方面，截至 2019 年 3 月 19 日，公司已有 9 个仿制药产品通过一致性评价并获得药品注册批件，其中草酸艾司西酞普兰片、氢溴酸西酞普兰片、甲硝唑片、替硝唑片、氢溴酸西酞普兰胶囊和阿昔洛韦片均为国内首家通过一致性评价的产品。2018 年 12 月 17 日，公司发布公告称，其草酸艾司西酞普兰片中标“4+7”城市药品带量采购，草酸艾司西酞普兰片为新型抗抑郁药中疗效和耐受性最佳的药物，此次采购数量为 1,003.44 万片，中标价格为 30.94 元/盒。从进度上看，目前公司仿制药一致性评价处于国内医药制造企业前列，可获得带量采购带来的政策红利，有利于提高公司产品竞争力扩大市场份额，较强的研发能力可为公司未

来仿制药产品的持续发展提供较好保障。

创新小分子方面，截至 2018 年 8 月 15 日，公司在研品种 41 项，集中于肿瘤、肝病和感染等领域，已完成临床申报 2 项，正式报产 1 项，获得 CFDA 创新药物临床批件 5 项，获得 FDA 创新药物临床批件 1 项。其中，公司自主研发的 KL130008 胶囊，专治类风湿关节炎，已处于正式报产阶段，目前仅公司和正大天晴申报生产，其他企业均处于临床阶段。

生物大分子方面，截至 2018 年 8 月 15 日，公司在研品种 37 项，其中 A140-重组抗表皮因子受体（EGFR）人鼠嵌合单克隆抗体注射液已启动临床 3 期；A166-创新抗体偶联药物注射液项目在中美同期启动临床试验研究，标志着公司的临床研究正式走向国际。

表 10：2015~2018.Q3 公司研发投入情况

	单位：亿元、%			
	2015	2016	2017	2018.Q3
研发投入	4.98	6.13	8.46	7.83
研发投入占营业收入比	6.42	7.16	7.40	6.40

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

综合来看，公司作为国内大输液行业的龙头企业，在规模、生产工艺、市场网络覆盖等方面竞争优势突出，且抗生素全产业链的不断完善为其非输液业务的增长提供内在动力。未来，公司在维持其大输液板块竞争实力的同时，亦不断加强高技术内涵药物的技术研发，为其业务持续快速发展提供保障。

公司治理

公司严格按照《公司法》等有关法律规定的要求，不断完善公司治理结构，强化内部管理，规范经营运作，根据公司章程，公司设立了股东大会、董事会、监事会和经理层，形成决策、监督和执行相分离的管理体系。公司董事会由 9 名董事组成，其中独立董事 3 名；监事会由 3 名监事组成，包括 2 名股东代表和 1 名职工代表；总经理 1 名，副总经理若干名，财务总监 1 名，由董事会聘任或解聘。

公司经过多年的运营和发展，已基本形成了一套较为完整的内部控制系统，保证了公司生产经营

管理的正常运行。

财务管理方面，公司建立了集团型财务管理体制，以强化对子公司的管控职能，并制定了《财务管理制度》。预算管理方面，由公司财务部根据公司年度的经营计划大纲组织编制年度财务预算，包括现金收支预算、利润预算、销售收入预算和物资采购预算等。资金管理方面，公司对资金实行集中统一管理，秉持资金高度集中和收支两条线的管理原则，对子（分）公司实行预算申请拨款、银行存款限额管理，对资金的支付执行分级授权批准流程。

生产管理方面，公司积极开展节能降耗、QC小组攻关、生产技术攻关成果推广共享等活动，有效降低了生产成本，提高了经济效益。原材料采购方面，子公司生产经营活动中所需的原材料、动力和物资等，除部分低值易耗品由子公司自行采购外，都由供应部统一采购；销售方面，子公司的生产计划由销售服务部根据市场情况统一制定，所有子公司的销售全部由销售服务部统一管理，各子公司根据销售服务部的指令发出货物，开具发票，货款由销售服务部催收到各子公司。

质量管理方面，公司坚持质量第一的原则，全面严格执行 GMP 标准，通过风险分析与风险控制、生产关键点控制、物料供应商管理、偏差管理和纠正预防，以及配合药监部门建立远程监控系统等措施，全面规范公司对物料采购、产品制造过程、产品销售过程的控制，保障产品质量。公司有经过培训的质量保证和质量控制人员约 1,000 名，主要分布在各生产基地的质量管理部门，并配备了足够的设施、仪器和设备。

环境保护管理方面，公司各下属企业均设立了安全环保办公室并配置了专职环保人员明确管理责任，各企业制定了《环境保护管理规程》、《公司废弃物处理管理规程》、《危险品管理规程》等相关环境保护及治理制度。公司制定了《环保管理责任追究及奖惩试行条例》，实行环保管理年度报告制度，将现场检查及评分纳入各级人员的年终考核项目，做到奖惩有据。公司本着发展生产与环境保护并重的原则，对每一项新建或技改项目都经过

严密论证，严格按照国家相关法律法规，做到环保设施与主体工程同时设计、同时施工、同时投产的“三同时”原则，在项目实施中严格执行环保设计方案。在生产经营中，建立了污染物及废弃物处理、处置管理制度，使公司的污染物排放及废弃物处置达到了国家相关法律法规规定的标准及要求，以确保可持续发展。

部门设置方面，公司设有办公室、人力资源部、事业发展部、企划部、信息部、供应部、质量监管中心、工程装备部、EHS 监管部、销售管理部、市场准入部、临床药学服务部、国际业务部、财务部、物流监管部、法律事务部、内控管理部等多个职能部门，分别完成经营工作中的各类专业性工作。截至 2017 年末，公司共有员工 18,289 人。学历方面，硕士及以上 1,016 人，本科及大专 6,294 人，高中及以下 10,979 人。专业类别方面，生产人员 11,296 人，技术人员 4,969 人，行政人员 1,297 人，销售人员 468 人，财务人员 259 人。

总体来看，公司财务、生产、质量和环保管理制度等各项规章制度较为完善，目前已建立了较健全的治理结构，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

战略规划

发展战略方面，公司将继续实施“三发驱动，创新增长”的发展战略，继续推动产品结构调整与创新产品的开发，进一步巩固在输液领域的优势地位；继续秉持“环保优先、永续发展”的方针，公司抗生素项目在确保环保设施平稳运行下，逐步实现稳产、满产和高产，推行绿色循环经济，努力打造抗生素全产业链；继续强化创新工作，围绕“以仿制推动创新，以创新驱动未来”的研发战略，大力推进优秀仿制和创新药物的快速研究与上市，持续推动科伦药物研究能力进步，使科伦药业成为创新能力突出、创新特色鲜明、具备全球竞争力和影响力的国际化制药公司。

截至 2018 年 9 月末，公司主要在建项目计划投资规模为 83.02 亿元，已完成投资 81.89 亿元。另外，2016 年 4 月 21 日，公司股东大会通过了关

于投资建设生物医药产业园项目的决议，该项目主要包括“生物技术药物产业基地”和“cGMP 国际车间”，计划总投资额为 51.61 亿元，其中生物技术药物产业基地预计设周期为 8 年，cGMP 国际车间预计建设周期为 5 年，项目所需资金全部由公司自筹资金解决。截至 2018 年 9 月末，该项目已累计投入 3.38 亿元，其中于 2016 年开工建设的药物研究院生物楼及综合楼已于 2018 年 12 月 31 日完工，其他部分尚未开工建设，中诚信证评将持续关注该项目的进展情况。

表 11：截至 2018 年 9 月末主要在建项目进展情况

单位：亿元

项目名称	计划总投资	截至 2018 年 9 月末已投	项目进展
伊犁川宁新建抗生素中间体建设项目	70.09	71.99	一期硫红项目满产，二期青霉素和头孢 100% 产能利用率
瑾禾生物万吨农副产品深加工项目	1.43	1.49	已全部建设完成，等待消防、环保验收完成
湖南科伦新建液固双腔软袋输液生产线项目	2.06	1.14	一期中试及研发部分正在调试运行，二期 GMP 车间正在安装施工，预计年底转固
科伦药物研究院生物楼及综合楼工程	4.90	3.38	基本完成 GMP 车间调试运行，准备试生产
浙江国镜新厂建设项目	2.43	2.03	主体工程完工转固，高架立体库未完全完工，目前在进行调试
岳阳分公司综合制剂二	0.75	0.75	主体已完工，注射制剂设备已全部到位，固体制剂设备处于改造调试阶段
苏州科伦药研苏州生物纳米园 B12 栋装修工程	1.16	0.95	项目已完工，正在验收阶段，预计年底转固。根据计划，部分区域暂时不装修，因此投入金额比预算金额小
江西异地改扩建新厂二期项目	0.20	0.16	设备安装调试中
合计	83.02	81.89	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务分析

以下分析基于公司提供的经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015 年~2017 年财务报告以及未经审计的

2018 年三季度财务报表。

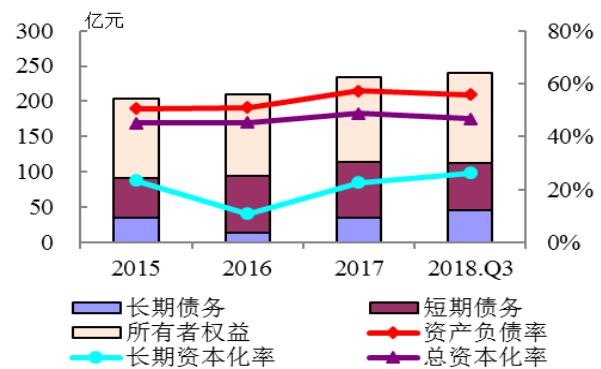
资本结构

近年来，公司业务发展迅速，其总资产保持逐年增长，2015~2017 年末分别为 225.83 亿元、234.10 亿元和 279.88 亿元；业务发展带来对外融资需求增加，同期末公司总负债分别为 114.19 亿元、119.44 亿元和 160.06 亿元；自有资本实力方面，受益于股东增资以及留存收益的积累，2015~2017 年末，公司所有者权益分别为 111.64 亿元、114.66 亿元和 119.82 亿元。

财务杠杆方面，随着公司业务发展和在建工程推进，公司对外融资需求不断增加，财务杠杆有所提高。2015~2017 年末，公司资产负债率分别为 50.57%、51.02% 和 57.19%；同期末总资本化比率分别为 45.03%、45.27% 和 48.75%。

截至 2018 年 9 月末，公司资产总额为 290.65 亿元，负债总额 162.39 亿元，资产及负债规模均有所上升。同期末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 55.87% 和 46.75%。

图 5：2015~2018.Q3 公司资本结构分析



数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产构成方面，2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司非流动资产分别为 134.30 亿元、146.62 亿元、163.69 亿元和 164.21 亿元，占资产总额的比重分别为 59.47%、62.63%、58.49% 和 56.50%。公司非流动资产主要由固定资产、长期股权投资、在建工程 and 无形资产构成。其中，2015 年~2017 年末公司固定资产分别为 60.39 亿元、95.86 亿元和 110.65 亿元，随着伊犁川宁项目完工转固定资，公司固定资产逐年增加；2018 年 9 月末，公司固定资产略降至 107.37 亿元。2015 年~2017 年末长期股权投资

分别为 0.49 亿元、0.32 亿元和 21.38 亿元，2017 年末公司长期股权投资大幅增加主要因持有的石四药集团股票会计核算方法发生变更，从“可供出售金融资产”变更为“长期股权投资”采用权益法核算；2018 年 9 月末，公司长期股权投资进一步增长至 22.50 亿元。2015 年~2017 年末公司在建工程¹分别为 53.18 亿元、21.06 亿元和 10.89 亿元，在建工程规模近年来大幅下降，主要因川宁项目逐渐完工转出在建工程，2017 年末在建工程主要是科伦药物研究院生物楼及综合楼工程、浙江国镜新厂建设项目和瑾禾生物万吨农副产品深加工项目等；2018 年 9 月末公司在建工程规模上升至 11.43 亿元。无形资产方面，2015~2017 年末公司无形资产分别为 10.32 亿元、10.21 亿元和 10.47 亿元，主要是土地使用权、产品生产经营权、商标权和专利权等；2018 年 9 月末公司无形资产下降至 9.32 亿元，主要因公司本期处置土地使用权及无形资产摊销所致。

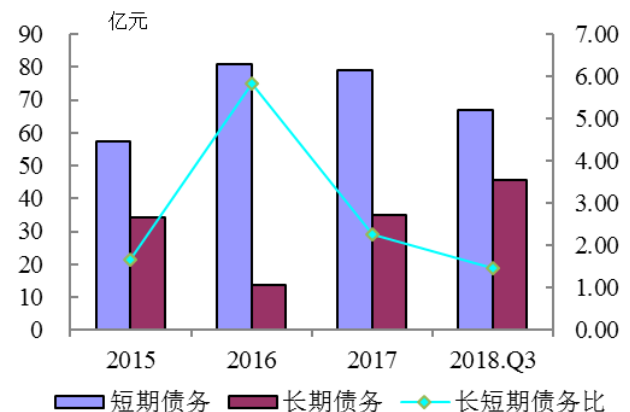
2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司流动资产分别为 91.53 亿元、87.48 亿元、116.19 亿元和 126.44 亿元，主要由应收账款、存货和货币资金构成。其中，2015~2017 年末公司应收账款分别为 26.71 亿元、35.59 亿元和 48.62 亿元，2017 年末公司应收账款账期以 1 年以内为主，1 年以内应收账款余额占比为 94.75%，且应收账款前五名合计金额占应收账款总额的 28%，回款风险整体较可控；2018 年 9 月末受公司销售收入增加的影响，公司应收账款进一步增加至 60.70 亿元。2015~2017 年公司存货余额分别为 22.07 亿元、21.33 亿元和 25.00 亿元，主要是药品和原材料，2017 年末存货跌价准备占存货余额的比重为 1.76%；2018 年 9 月末公司存货余额为 22.56 亿元。2015~2017 年末公司货币资金分别为 18.51 亿元、12.28 亿元和 12.31 亿元，主要是银行存款，2017 年末其中受限资金占比为 3.04%，受限资金占比较小。得益于公司销售回款的增加及赎回到期的理财产品，2018 年 9 月末公司货币资金大幅增长至 21.11 亿元，公司货币资金能为即期债务的偿还提供一定的支持。

负债结构方面，公司负债主要由应付账款、其

他应付款和有息债务构成，2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司应付账款分别为 14.67 亿元、13.58 亿元、13.87 亿元和 13.49 亿元，主要为应付材料款和应付工程及设备款；2015~2017 年末及 2018 年 9 月末公司其他应付款分别为 1.92 亿元、3.92 亿元、19.51 亿元和 25.60²亿元，2017 年以来公司其他应付款金额大幅增加，主要因公司应付市场开发及维护费大幅增加，2017 年末为 17.37 亿元。

有息债务方面，2015~2017 年末，公司总债务分别为 91.46 亿元、94.83 亿元和 113.96 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.68 倍、5.84 倍和 2.26 倍，2017 年末长短期债务比下降主要系公司部分短期债务到期且当年发行公司债券和中期票据导致长期债务大幅上升所致。截至 2018 年 9 月末，公司总债务小幅下降至 112.62 亿元，长短期债务比为 1.47 倍，公司短期偿债压力有所下降，但仍以短期债务为主。

图 6：2015~2018.Q3 公司债务期限结构



数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，随着公司业务发展，其总资产和债务规模逐年增加，财务杠杆有所提高，且以短期债务为主，面临一定的短期偿债压力。

盈利能力

2015~2017 年，公司分别实现营业总收入 77.63 亿元、85.66 亿元和 114.35 亿元，其中，大输液业务收入是公司收入的主要来源，但占比有所下降，2015~2017 年占营业总收入的比重分别为 76.38%、70.15%和 66.28%。2016 年公司大输液业务稳定发展，非大输液业务重点产品销量良好，同时川宁项

¹ 2018 年 9 月末在建工程包含工程物资。

² 2018 年 9 月末的其他应付款包含应付利息。

目一期硫红项目满产，当期营业总收入有所提升；2017年，公司输液板块业务实现平稳增长，产品结构持续优化，同时受益于非输液板块收入实现大幅增长，当期营业收入增长较快。2018年1~9月，公司业绩保持快速增长态势，当期实现营业收入122.32亿元，同比增长54.63%，主要由于公司产品销量增加，同时川宁项目产能进一步释放，销售收入同比增长。

毛利率方面，2015~2017年，公司毛利率分别为41.96%、43.33%和51.31%，整体毛利率较高，

其中2017年公司营业毛利率较上年上升7.98个百分点，主要系输液板块业务毛利率大幅提升。分业务板块看，公司推动产业升级，产品结构不断优化，受益于此，大输液业务毛利率较高且逐年提升；非大输液业务随着抗生素全产业链的不断完善，同时核心产品销售继续保持高速增长，其毛利率稳步提升。2018年1~9月，公司营业毛利率为59.14%，较上年同期提升11.58个百分点，主要系随着输液产品结构的不断优化，高毛利产品占比逐年提高，同时川宁项目产能释放所致。

表 12：2015~2018.Q3 公司分板块业务收入及毛利率

单位：亿元、%

产品	2015		2016		2017		2018.Q3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
大输液	59.29	49.54	60.09	52.95	75.79	63.70	73.63	70.59
非大输液	16.89	18.63	22.24	23.72	37.52	27.61	47.80	42.09

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2015~2017年，公司三费合计金额分别为25.50亿元、27.99亿元和50.77亿元，三费收入占比分别为32.85%、32.68%和44.40%。从三费构成看，公司三费以销售费用和管理费用为主。2015~2017年，公司销售费用分别为10.28亿元、12.54亿元和30.74亿元；管理费用³分别为10.61亿元、12.52亿元和14.50亿元；财务费用分别为4.61亿元、2.93亿元和5.53亿元。销售费用主要为市场开发及维护费，2017年公司顺应“两票制”政策，加大销售终端客户的开发和掌控力度，市场开发及维护费大幅增长至26.43亿元。管理费用主要是研究开发费，公司药物研发投入较大，2017年研究开发费用为7.12亿元。财务费用方面，2017年融资规模增加以及在建工程完工转固利息资本化减少，公司财务费用同比大幅增长89.10%。2018年1~9月，公司三费合计60.40亿元，主要受“两票制”政策及市场开发影响，公司销售费用大幅增加至43.37亿元，同比增长155.04%，公司三费收入占比进一步升至49.38%，对当期利润形成一定的侵蚀，三费控制能力有待提升。

表 13：2015~2018.Q3 公司期间费用构成

单位：亿元

	2015	2016	2017	2018.Q3
销售费用	10.28	12.54	30.74	43.47
管理费用	10.61	12.52	14.50	12.24
财务费用	4.61	2.93	5.53	4.69
三费合计	25.50	27.99	50.77	60.40
营业总收入	77.63	85.66	114.35	122.32
三费收入占比 (%)	32.85	32.68	44.40	49.38

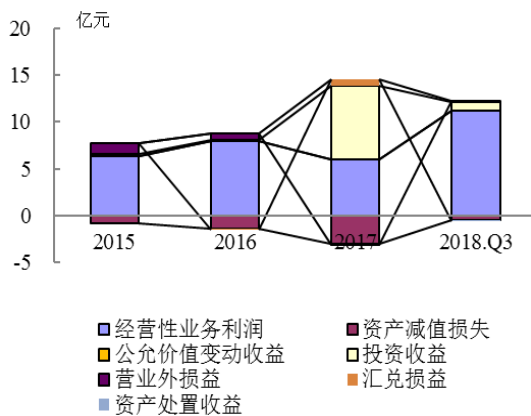
数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2015~2017年，公司实现利润总额分别为6.81亿元、7.16亿元和11.41亿元，呈持续上升趋势。公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和资产减值损失构成，2015~2017年公司经营性业务利润分别为6.32亿元、7.93亿元和6.97亿元，其中2017年三费增长较快，导致当年经营性业务利润有所下降；同期公司投资收益分别为0.29亿元、0.16亿元和7.88亿元，2017年投资收益大幅增长主要系公司持有石四药集团股票，会计核算方法发生变更，产生投资收益所致；同期公司资产减值损失分别为0.87亿元、1.41亿元和3.06亿元，系存货跌价损失、应收账款坏账损失和固定资产减值损失。2015~2017年公司实现净利润5.42亿元、6.24亿元和8.11亿元，所有者权益收益率分别为4.85%、

³ 管理费用包含研发费用。

5.44%和 6.77%。另 2018 年 1~9 月，公司实现利润总额 11.59 亿元，其中经营性业务利润同比增长 82.66%至 11.17 亿元，主要系川宁二期产能逐步释放、非输液制剂产销量大幅增加等使得主业盈利能力增强所致；同期公司实现净利润 10.73 亿元，所有者权益收益率 11.15%，盈利能力保持较好水平。

图 7：2015~2018.Q3 公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来公司大输液业务较为稳定，非大输液业务发展势头良好，收入规模呈持续上升趋势，整体盈利能力较强，但公司三费增长较快，费用控制能力有待加强。

偿债能力

公司债务规模随着业务规模的扩大而呈上升趋势。2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司总债务分别为 91.46 亿元、94.83 亿元、113.96 亿元和 112.62 亿元。公司债务以短期债务为主，同期末长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.68 倍、5.84 倍、2.26 倍和 1.47 倍。

获现能力方面，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 15.58 亿元、17.09 亿元和 24.83 亿元；同期，公司总债务/EBITDA 指标分别为 5.87 倍、5.55 倍和 4.59 倍，EBITDA 利息倍数分别为 3.16 倍、3.46 倍和 4.58 倍。虽然公司债务规模增长较快，但 EBITDA 依然对债务本息形成良好覆盖。

现金流方面，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司经营性净现金流分别为 12.39 亿元、17.25 亿元、11.03 亿元和 18.99 亿元；同期，公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.14 倍、0.18 倍、0.10 倍和 0.22 倍；经营活动净现金流/利息支出分别为 2.51 倍、3.50 倍、2.03 倍和 3.97 倍，公司经营性净现金流较

为充裕，对债务本息的保障程度较好。

表 14：2015~2018.Q3 公司偿债能力指标

项目	2015	2016	2017	2018.Q3
短期债务（亿元）	57.30	80.97	79.00	67.01
长期债务（亿元）	34.16	13.86	34.96	45.61
总债务（亿元）	91.46	94.83	113.96	112.62
经营活动净现金流（亿元）	12.39	17.25	11.03	18.99
EBITDA（亿元）	15.58	17.09	24.83	-
总债务/EBITDA (X)	5.87	5.55	4.59	-
经营净现金流/总债务 (X)	0.14	0.18	0.10	0.22
EBITDA 利息倍数 (X)	3.16	3.46	4.58	-
经营净现金流/利息支出 (X)	2.51	3.50	2.03	3.97

注：2018.Q3 经营净现金流/总债务经年化处理。

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

或有事项方面，截至 2018 年 9 月末公司无对外担保。截至 2018 年 9 月末，公司无重大未决诉讼。

截至 2018 年 9 月末，公司受限资产账面价值为 11.43 亿元，占总资产比例较低。受限资产为货币资金、固定资产、无形资产和应收票据，账面价值分别为 0.08 亿元、10.07 亿元、0.75 亿元和 0.53 亿元，其中受限的固定资产主要用于银行借款抵押。

银行授信方面，公司多年来始终保持与银行良好的合作关系，截至 2018 年 9 月末共获得银行授信 44.80 亿元，其中未使用额度 12.12 亿元，具有一定的备用流动性。此外，作为 A 股上市公司，科伦药业资本市场融资渠道较为畅通。

总体来看，近年来公司传统输液业务稳定增长，非输液业务市场推广力度较大，销售费用的增长以及研发的不断投入使得三费增长较快。但考虑到目前公司营业收入及毛利率不断提升，且其经营所得可对债务本息形成较好的覆盖，加之经营性净现金流充裕、融资渠道畅通，公司整体具备很强的偿债能力。

结论

综上，中诚信证评评定四川科伦药业股份有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为正面；评定“四川科伦药业股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AA⁺**。

关于四川科伦药业股份有限公司 2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

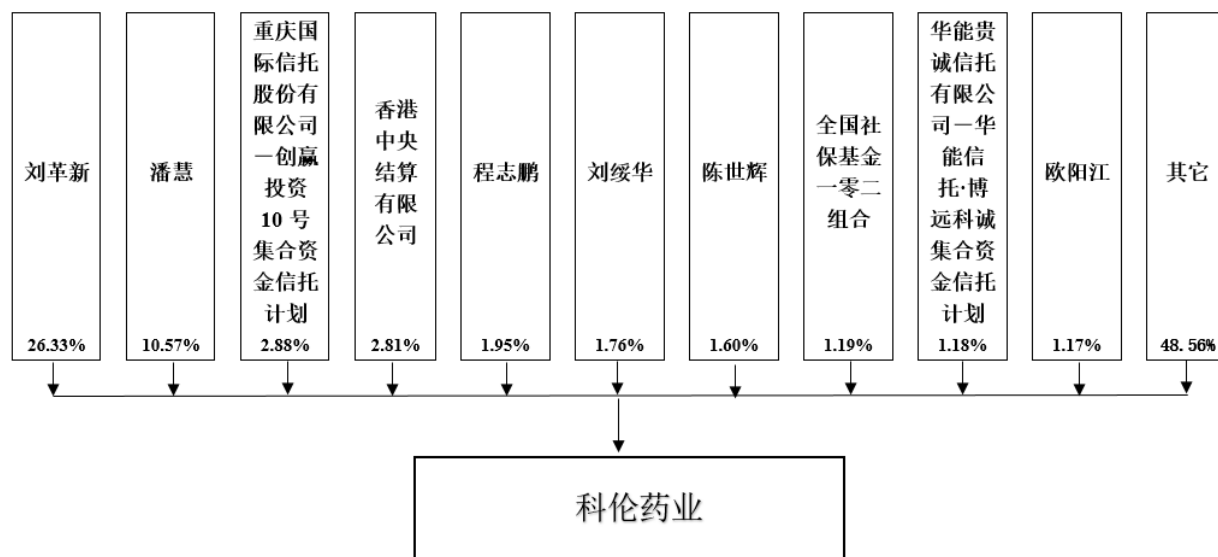
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

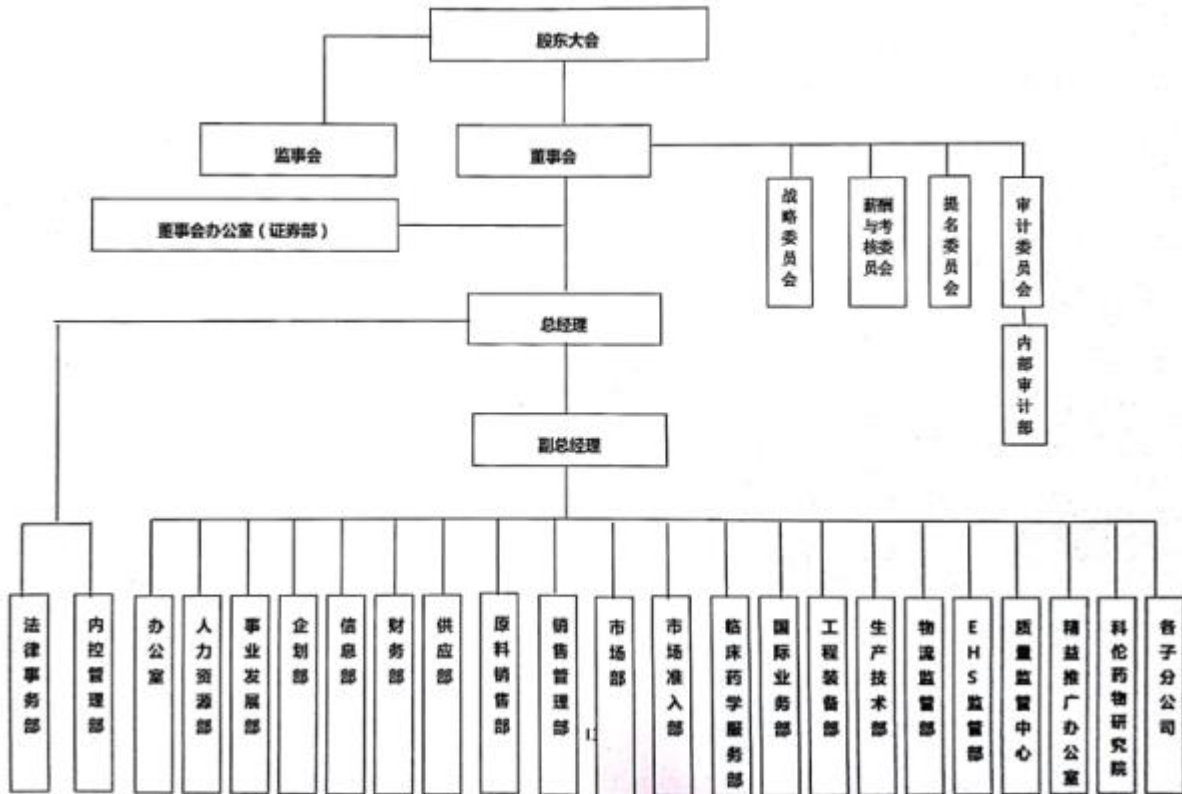
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：四川科伦药业股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



附二：四川科伦药业股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



附三：四川科伦药业股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q3
货币资金	185,072.81	122,804.59	123,142.73	211,086.10
应收账款净额	267,149.77	355,870.00	486,207.69	703,118.32
存货净额	220,732.80	213,315.94	250,048.38	225,570.11
流动资产	915,345.33	874,756.55	1,161,868.51	1,264,416.30
长期投资	34,240.19	98,763.56	213,771.11	224,982.99
固定资产合计	1,136,642.66	1,169,199.12	1,215,689.09	1,188,023.71
总资产	2,258,334.73	2,340,987.89	2,798,816.05	2,906,521.80
短期债务	573,042.90	809,675.78	789,975.52	670,121.61
长期债务	341,590.07	138,641.48	349,645.88	456,127.84
总债务（短期债务+长期债务）	914,632.97	948,317.26	1,139,621.40	1,126,249.45
总负债	1,141,948.74	1,194,353.00	1,600,570.84	1,623,878.01
所有者权益（含少数股东权益）	1,116,385.99	1,146,634.90	1,198,245.21	1,282,643.79
营业总收入	776,334.00	856,594.34	1,143,494.88	1,223,179.06
三费前利润	318,220.29	359,240.32	568,257.23	706,442.20
投资收益	2,861.24	1,570.85	78,781.18	9,707.38
净利润	54,188.94	62,432.48	81,108.26	107,261.17
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	155,763.69	170,878.87	248,300.43	-
经营活动产生现金净流量	123,942.94	172,540.74	110,252.08	189,894.43
投资活动产生现金净流量	-209,967.28	-178,939.47	-227,870.89	-9,298.16
筹资活动产生现金净流量	109,339.73	-60,961.39	121,148.48	-89,871.49
现金及现金等价物净增加额	23,181.71	-66,935.71	2,965.29	90,846.25
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q3
营业毛利率（%）	41.96	43.33	51.31	59.14
所有者权益收益率（%）	4.85	5.44	6.77	11.15
EBITDA/营业总收入（%）	20.06	19.95	21.71	-
速动比率（X）	0.90	0.65	0.77	0.94
经营活动净现金/总债务（X）	0.14	0.18	0.10	0.22
经营活动净现金/短期债务（X）	0.22	0.21	0.14	0.38
经营活动净现金/利息支出（X）	2.51	3.50	2.03	3.97
EBITDA 利息倍数（X）	3.16	3.46	4.58	-
总债务/EBITDA（X）	5.87	5.55	4.59	-
资产负债率（%）	50.57	51.02	57.19	55.87
总资本化比率（%）	45.03	45.27	48.75	46.74
长期资本化比率（%）	23.43	10.79	22.59	26.23

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；

2、公司将“短期融资券”、“超短期融资券”及“附有回售权的公司债券”计入“其他流动负债”，中诚信证评在相关财务指标计算时将其计入“短期债务”；

3、2018 年前三季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

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

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

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

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

评级展望的含义

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

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。