



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪699号

湖南景峰医药股份有限公司：

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已发行的“湖南景峰医药股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为**AA**，评级展望稳定；维持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

二零一九年六月二十四日

湖南景峰医药股份有限公司 2016 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

发行主体	湖南景峰医药股份有限公司		
债券简称	16 景峰 01		
债券代码	112468		
债券期限	3+2 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权		
起息日	2016/10/27		
发行规模	人民币 8 亿元		
上次评级时间	2018/6/19		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

概况数据

景峰医药	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	26.12	26.00	28.62	28.69
总资产（亿元）	51.34	48.69	52.27	51.64
总债务（亿元）	19.94	18.04	18.12	18.53
营业总收入（亿元）	26.41	25.84	25.86	2.95
营业毛利率（%）	78.82	78.62	75.66	61.68
EBITDA（亿元）	6.07	4.33	4.33	-
所有者权益收益率（%）	14.86	7.12	6.94	0.94
资产负债率（%）	49.12	46.60	45.25	44.44
总债务/EBITDA（X）	3.29	4.16	4.18	-
EBITDA 利息倍数（X）	8.87	4.64	5.12	-

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、长期应付款中的融资租赁款调整至长期债务；
3、2019 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

应治亚 zyying@ccxr.com.cn

李蕊 rli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 6 月 24 日

基本观点

跟踪期内，湖南景峰医药股份有限公司（以下简称“景峰医药”或“公司”）核心产品保持较强竞争优势，同时公司经营活动净现金流持续增长。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司 2019 年销售业绩下滑，医疗服务项目持续亏损及短期债务上升明显等因素或将对公司信用水平产生一定影响。

综上，中诚信证评维持景峰医药主体信用等级为 AA，评级展望稳定；维持“湖南景峰医药股份有限公司 2016 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。

正面

- 核心产品保持较强竞争优势。跟踪期内公司参芎葡萄糖注射液、榄香烯注射液、玻璃酸钠注射液、和心脑宁胶囊销售对收入仍有较大贡献，2018 年分别实现销售收入 9.57 亿元、4.05 亿元、2.41 亿元和 2.23 亿元。
- 经营活动净现金流增长。2018 年，受公司销售费用下降等因素的影响，公司经营活动净现金流增长较为明显。当年，公司实现经营活动净现金流 3.51 亿元，同比增长 131.41%。

关注

- 2019 年销售业绩下滑。受招标降价及医保控费的影响，同时叠加公司销售体系改革以及核心产品榄香烯医保目录调整等因素，2019 年以来公司收入下滑明显。2019 年 1-3 月，公司分别实现营业收入及净利润 2.95 亿元和 0.07 亿元，同比下降 23.07% 和 56.09%。
- 医疗服务项目持续亏损。目前公司主要运营的云南联顿骨科医院和云南联顿妇产医院仍处于亏损状态，2018 年净利润分别为 -0.42 亿元和 -0.22 亿元，使资金有所沉淀且对公司整体经营业绩产生不利影响。
- 短期债务上升明显。截至 2019 年 3 月末，公

司总债务为 18.53 亿元，其中短期债务为 8.22 亿元，较 2017 年末增长 32.33%。此外，公司“16 景峰 01”余额 8 亿元将于 2019 年 10 月进入回售期，公司短期偿债及再融资压力加大。

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。

募集资金使用情况

湖南景峰医药股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称“16 景峰 01”、债券代码“112468.SZ”）于 2016 年 10 月 27 日完成发行，募集资金 8 亿元，票面利率 3.78%，期限为 3+2 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券募集资金用于补充公司营运资金，使用程序符合公司规定及募集说明书要求。

行业关注

受居民生活水平及城镇化水平不断提高、医疗卫生改革全面推进以及人口老龄化程度加剧等因素影响，2018 年我国医药制造行业延续增长态势，行业收入增速与上年基本持平，但利润增速有所回落

2018 年，随着经济的增长和人口老龄化加剧，我国医药行业继续保持较快增长态势。2018 年 1~9 月，医药工业增加值同比增长 10.2%，高于全国工业整体增速 3.8 个百分点，保持工业全行业前列，占全国工业增加值的比重为 3.3%，较上年同期占比提高 0.1 个百分点。

根据国家统计局数据，2018 年医药制造业实现销售收入 23,986.3 亿元，同比增长 12.6%，较上年增速上升 0.1 个百分点；当年全行业实现利润总额 3,094.2 亿元，同比增长 9.5%，较上年增速降低 8.3 个百分点，医药制造业收入和利润水平仍保持较快增速，但受行业竞争加剧、研发投入增加和医保控费等因素影响，利润增速有所趋缓。从长期来看，在人口老龄化、城镇化进程不断推进、居民医疗消费水平和医保覆盖率提高等因素的推动下，我国医药行业仍具有较大增长空间。

2018 年，我国深入推进仿制药一致性评价，同时配合带量采购的推行，不断提高仿制药质量并促进药品价格降低；此外，国家亦通过深化审评审批制度改革，鼓励药品创新，未来市场份额或将进一步向研发实力突出、规模效应明显的制药企业集中

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 个品种获批，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；2018 年 12 月 28 日，国家药品监督管理局发布《关于仿制药质量和疗效一致性评价有关事项的公告》提出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被调出目录。一致性评价政策的实施与推进将促使市场份额进一步向具有研发实力和规模优势的领先企业集中，行业集中度将得以提升。

2018 年 11 月 14 日，中央全面深化改革委员会第五次会议审议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，明确了国家组织、联盟采购、平台操作的总体思路。2018 年 11 月 15 日，由 11 个试点地区委派代表组成的联合采购办公室正式发布《“4+7”城市药品集中采购文件》（以下简称“带量采购”），采购文件称将北京、天津、上海、重庆和沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安 11 个城市作为国家组织药品集中采购试点，各试点地区统一执行集中采购，采购过程中需确定采购量并由各试点地区上报，采购方案共涉及 31 个品种，均为通过一致性评价的品种。未来随着带量采购的逐步全国化，中小型医药制药企业的市场份额及利润空间或将受到严重挤压。带量采购为通过一致性评价的仿制药提供了与原研药公平竞争的机会，由于通过一致性评价的仿制药被认定是质量相同的标准产品，而具有明显价格优势的仿制药，有助于加速原研药的替代，短期内将推动市场份额向优先通过一致性评价的中标药品快速集中，招标政策红利正在逐步兑现。

审评审批方面，2017 年 10 月国务院发布《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》，明确了改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展的改革纲领。2018 年优先审评审批政策持续完善，临床试验方面，NMPA 陆续发布临床试验细化要求和指导原则，

规范临床试验用药物的生产，缩减临床审批时间；在注册审批流程方面，2018年8月国务院办公厅下发《深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务》，明确指出有序加快境外已上市新药在境内上市审批，进口药品上市时间可缩短1~2年。上述政策旨在鼓励研发创新，加快审评，减少注册积压，降低具有明显临床价值、防治指定疾病且具有明显临床优势的仿制药及创新药的研发时间成本，为其研发上市创造有利条件。

2018年，随着“两票制”在全国各省市的全面执行，医药流通行业集中度将得到进一步提升；短期内受“两票制”政策影响，国内流通企业纯销业务占比有所提升，促使应收账款账期不断加长，其资金周转能力面临一定挑战

医药流通方面，2017年，“两票制”陆续在全国各省市推行，截至2017年末，福建、安徽、青海、重庆、上海等20个省份已开始执行，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。截至2018年末，全国31个省/直辖市已在全范围或区域内试点城市全面执行药品“两票制”政策。“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；短期内受“两票制”政策执行的影响，国内流通企业分销业务受到较大冲击，医院纯销业务占比逐步提升，致使企业应收账款账期不断拉长，国内流通企业竞争加剧，其运营能力面临一定挑战。长期来看，医药流通行业领先的企业可通过资金优势、规模效应以及更健全的销售网络取得更大的竞争优势，行业集中度将得以提升。

中诚信证评认为，一致性评价的推进，配合带量采购的实施，加之创新药研发的鼓励政策，对国产制药水平的提升有着重要的意义，研发实力突出以及规模效应明显的企业将保持其竞争优势。此外，随着“两票制”在全国各省市的全面执行，短期内流通企业的运营能力面临一定考验，行业竞争加剧，未来医药流通行业的集中度将得到进一步提升。

业务运营

公司主要从事医药产品的研发、生产及销售业务，产品类别分为注射剂、固体制剂、原料药等，涉及心脑血管系统疾病、抗肿瘤、骨伤科疾病、妇科疾病等领域。截至2018年末，公司拥有药品生产批件128个，共有56个品种被列入2017版国家医保目录，其中甲类25个，乙类31个，独家品种5个。生产方面，截至2019年3月末，公司有7家制药企业共15条生产线通过GMP认证。

2018年公司取得营业总收入25.86亿元，同比增长0.08%。分行业看，制药业务当年实现营业收入24.90亿元，同比下降0.31%，占营业收入的96.28%；医疗服务业实现营业收入0.92亿元，同比增加11.37%，占营业收入比重为3.57%。分产品来看，2018年公司注射剂实现收入17.88亿元，同比下降6.89%；固体制剂收入3.44亿元，同比增长11.67%；原料药收入2.18亿元，同比增加19.81%。此外，2019年一季度公司实现营业收入2.95亿元，同比下降23.07%。

表1：2017~2019.Q1公司营业收入情况

产品类别	2017		2018		2019.Q1	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
注射剂	19.21	74.43	17.88	69.16	1.18	40.04
固体制剂	3.08	11.94	3.44	13.31	0.92	31.13
原料药	1.82	7.06	2.18	8.44	0.58	19.61
其他（乳剂、医疗服务等）	1.69	6.56	2.35	9.09	0.27	9.22
合计	25.80	100.00	25.86	100.00	2.95	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，在医保控费的持续影响下，公司大部分产品面临降价压力，同时公司榄香烯注射液受原料药供应影响，产量及收入均有所下滑；此外，受销售渠道交接影响，加之榄香烯产品医保目录调整等，2019年一季度销售业绩承压。

公司核心产品包括治疗心脑血管疾病的参芎葡萄糖注射液、治疗骨科疾病玻璃酸钠注射液、抗肿瘤领域的榄香烯注射液以及治疗心脑血管疾病的心脑宁胶囊。在国家招标采购政策调控下以及医院二次议价的影响下，公司主打产品面临持续的中标价格下降风险。

重点产品方面，截至 2018 年末，公司参芎葡萄糖注射液中标 27 个省份，进入 25 个省份医保目录，中标均价为 49.16 元/瓶，同比下降 2.81%，销售渠道已覆盖县级（含县级）以上医院 4,349 家，覆盖医院数较上年减少 491 家。2018 年全年参芎葡萄糖注射液年产量为 2,899.52 万瓶，同比增长 2.99%，产能利用率为 72.49%；全年参芎葡萄糖注射液实现销售额 9.57 亿元，同比下降 8.63%。2019 年 1~3 月，参芎葡萄糖注射液实现销售额 0.48 亿元，同比下降 44.93%。

表 2：2017~2018 年公司参芎葡萄糖注射液产销情况

	2017	2018
产能（万瓶）	4,000	4,000
产量（万瓶）	2,815.26	2,899.52
产能利用率（%）	70.38	72.49
销售收入（亿元）	10.47	9.57

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

玻璃酸钠注射液方面，2018 年公司玻璃酸钠注射液中标 31 个省份，进入全国医保目录，中标均价为 128.97 元/瓶，同比下降 5.97%，销售渠道已覆盖各级别医院 3,516 家，覆盖医院数较上年增加 15 家。2018 年公司玻璃酸钠注射液年产能 660 万支，产量为 267.27 万支，同比增加 1.99%，产能利用率为 40.50%；销售方面，玻璃酸钠注射液 2018 年实现销售额 2.41 亿元，同比增长 5.80%。2019 年 1~3 月，玻璃酸钠注射液实现销售额 0.24 亿元，同比增长 3.58%。

表 3：2017~2018 年公司玻璃酸钠注射液产销情况

	2017	2018
产能（万瓶）	450	660
产量（万瓶）	262.04	267.27
产能利用率（%）	58.23	40.50
销售收入（亿元）	2.28	2.41

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

榄香烯注射液方面，2018 年公司榄香烯注射液中标 27 个省份，进入全国医保目录，中标均价为 123.68 元/瓶，同比下降 0.63%。2018 年公司榄香烯注射液年产能未有变化，为 1,000 万支。2018 年公司榄香烯油生产商大连德泽药业有限公司（以下简称“大连德泽”）因经营期限届满停止生产¹，公司榄

¹大连德泽药业有限公司（以下简称“大连德泽”）主要从事榄香烯原料生产，由公司子公司上海景峰制药有限公司（以

香烯系列产品原料药供应不足，导致 2018 年公司榄香烯注射剂产量大幅下降。受停产影响，2018 年榄香烯注射液产量为 258.70 万支，同比下降 55.82%，产能利用率为 25.87%。销售方面，因公司榄香烯产品储备充足，受停产影响幅度较小，2018 年榄香烯注射液实现销售额 4.05 亿元，同比下降 16.34%。2019 年 1~3 月，榄香烯注射液实现销售额 0.08 亿元，同比下降 88.39%。值得关注的是，2019 年因工艺变更，公司“榄香烯注射液”更名为“榄香烯乳状注射液”，因产品名称变更，医保目录需重新申请进入，短期内该产品的销售收入或受到一定影响。

表 4：2017~2018 年公司榄香烯注射液产销情况

	2017	2018
产能（万瓶）	1,000	1,000
产量（万瓶）	585.53	258.70
产能利用率（%）	58.55	25.87
销售收入（亿元）	4.84	4.05

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

心脑血管胶囊方面，2018 年公司心脑血管胶囊中标 28 个省份，进入全国医保目录，中标均价分别为 38.88 元/24 粒和 58.58 元/36 粒，价格分别同比增长 4.80% 和 5.66%。销售方面，受益于销售渠道的不断扩张，2018 年心脑血管胶囊实现销售额 2.23 亿元，同比增长 8.92%。2019 年 1~3 月，心脑血管胶囊实现销售额 0.65 亿元，同比增长 52.55%。

销售方面，2018 年公司继续深化销售体系改革，公司销售架构从区域制转变为省总负责制，建立起公司以省总责任制为基础，以自营模式为主，以代理和外包模式为辅，打造全网点全产品的销售网络，销售组织结构更加扁平化。在新的销售体系下，公司销售费用有所下降。但受销售体系变化及销售渠道交接影响，2019 年以来大部分产品销售出现不同程度下滑，销售业绩承压，2019 年一季度公司实现收入 2.95 亿元，同比下降 23.07%。

下简称“上海景峰”）持股 60%，浙江德清慧君投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“德清慧君”）持股 40%。大连德泽营业期限于 2018 年 7 月届满，因德清慧君不同意延长大连德泽经营期限，大连德泽于 2018 年 7 月起停产。2018 年 8 月，上海景峰就大连德泽的营业期限届满事项起诉德清慧君。2019 年 3 月大连德泽召开股东会并就经营期限延长达成和解，同意延长大连德泽经营期限，并于 2019 年 3 月 30 日完成工商登记，大连德泽已于 2019 年 4 月恢复生产。

医疗服务方面，2018 年联顿骨科和联顿妇产医院仍处于亏损状态；此外，公司出售金沙医院，回收一定规模的现金，为其现金流提供一定补充。

公司医疗服务项目包括成都金沙医院（以下简称“金沙医院”）、云南联顿骨科医院（以下简称“联顿骨科”）和云南联顿妇产医院（以下简称“联顿妇产”）。

联顿骨科于 2018 年 8 月开通了云南省、市医保资质，并逐步完善业务科室建设，2018 年实现营业收入 711.77 万元，净亏损 4,197.13 万元。此外，联顿妇产于 2018 年 4 月取得了《医疗机构执业许可证》并开始运营，2018 年实现营业收入 99.24 万元，净亏损 2,166.67 万元。医院类医疗机构的投入期相对较长，联顿骨科和联顿妇产目前仍处于运营前期，收入规模较小，且因投入成本较大出现亏损，其盈利能力仍有待观察。

金沙医院方面，公司于 2018 年 12 月签署了金沙医院出售协议，以 15,000 万元的价格将金沙亿元 100% 股权转让给德阳第五医院股份有限公司，景峰医药可以对金沙医院未分配利润中的 1,500 万元的实行利润分配，分配后交易对价调整为 13,500 万元，交易价款分三期支付，该交易预计将在 2019 年内完成。截至本报告出具日，公司已收到第一期及第二期转让价款合计 12,150 万元，并已完成管理权交接和工商变更手续，第三期款项 1,350 万元将在管理权交接满 6 个月，且景峰医药协助完成金沙医院消防、环保验收后支付。

跟踪期内，公司持续加强创新研发，研发费用占比进一步增长，且有多个产品获得批件，但对经营业绩的贡献仍有待观察。

研发方面，公司依旧坚持仿创结合的产品研发方针，加大研发投入，并扩大心脑血管、抗肿瘤、精神类疾病储备新品种。具体来看，一致性评价方面，2018 年公司共开展 5 个一致性评价，同时对现有已上市注射剂品种开展再评价工作，以提升现有品种的品质、资质。

注册申报方面，2018 年公司项目注册申报工作稳步推进，公司全资及控股子公司共取得国家药品监督管理局颁发的 3 项药品注册批件、1 项药品补

充生产批件、1 项新兽药注册证书、4 项药品临床试验批件、4 项 GMP 证书、1 项兽药 GMP 证书，另获得美国 FDA 4 个 ANDA 批文、1 项 cGMP 认证。

在研项目方面，截至 2018 年末，公司在高端注射剂、生物制剂、固体制剂和原料药等品种上均有处于不同研发阶段的产品，研发层级较好，产品种类较为丰富。

海外研发方面，Sungen Pharma, LLC（以下简称“尚进”）是公司在美国投资的高端仿制药研发企业，2018 年尚进共完成申报 12 个 ANDA，获批 4 个，预计获批产品将于 2019 年上半年开始销售，进一步丰富公司产品线。由于尚进 2018 年仍处于研发投入阶段，未有产品销售收益，2018 年实现净亏损 6,147 万元。

研发投入方面，随着公司研究品种的增加和在研产品的持续推进，2018 年公司投入研发资金 2.44 亿元，同比增加 32.82%，占营业收入的 9.44%，比上年同期增长 2.33 个百分点。

表 5：2016~2018 年公司研发投入

	2016	2017	2018
研发投入总额（亿元）	1.50	1.84	2.44
研发支出收入占比（%）	5.67	7.11	9.44

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2019 年 3 月末，公司共有 9 个在建项目，主要工程包括新研发中心建设及生产车间的建设，计划投资金额 3.42 亿元，仍需投资 2.39 亿元。

表 6：截至 2019 年 3 月末公司在建项目情况

单位：万元

名称	预投产日期	设计产能	计划投资金额	已投金额
国际化冻干及配套项目	不适用	不适用	2,915.10	399.23
国际化小容量配套项目	不适用	不适用	1,062.00	289.52
口服乳工程	2019.5	1000	295.00	157.60
口服液工程	2019.11	500	969.90	190.00
D 车间	2019.12	不适用	1,921.88	420.38
B 车间	2020.11	不适用	2,641.32	412.48
天然气锅炉改造	2019.6	不适用	200.00	190.97
消防工程	2019.8	不适用	30.00	24.27
景峰制药新建研发中心项目	2020.12	不适用	24,211.00	8,238.10
合计			34,246.20	10,322.55

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

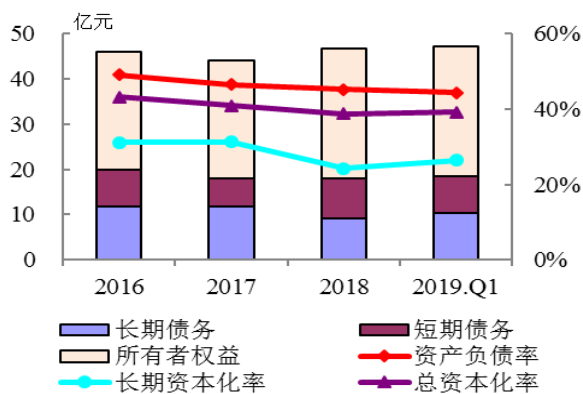
财务分析

下列分析主要基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告以及未经审计的 2019 年一季度报表。

资本结构

跟踪期内，随着公司业务的稳定发展，其资产及负债规模均较上年有所上升。截至 2018 年末，公司资产总额 52.27 亿元，同比增长 7.36%。同期，公司负债总计为 23.65 亿元，同比增长 4.24%。得益于利润累积，截至 2018 年末公司所有者权益为 28.62 亿元，同比增长 10.08%。从财务杠杆比率来看，2018 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 45.25% 和 38.76%，分别较 2017 年末下降 1.35 个百分点和 2.20 个百分点，财务杠杆水平持续降低。另截至 2019 年 3 月末，公司资产总额为 51.64 亿元，所有者权益为 22.95 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 44.44% 和 39.25%。

图 1：2016~2019.Q1 末公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产结构方面，公司资产以流动资产为主，截至 2018 年末，公司流动资产为 25.90 亿元，同比增长 0.34%，占总资产比重为 49.56%。公司流动资产主要由应收票据、应收账款、货币资金、存货和预付款项构成。具体来看，截至 2018 年末，公司应收票据规模同比下降 10.43% 至 7.77 亿元，主要因公司兑现部分银行承兑票据所致；同期末公司应收账款为 7.67 亿元，同比增长 18.04%，其中大部分为一年以内应收账款，前五大客户应收账款占比为 18.57%，集中度尚可；同期末货币资金为 5.12 亿元，同比增长 8.47%，手持货币资金规模尚可；

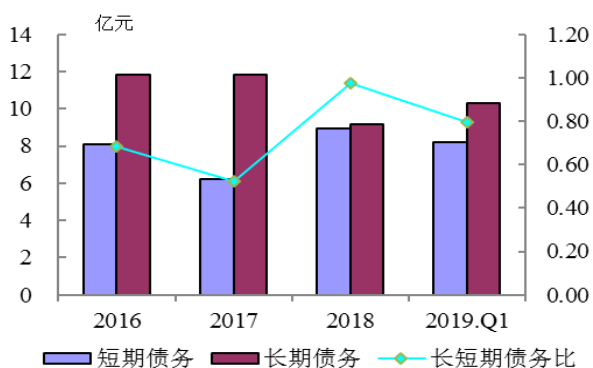
同期末公司存货为 2.69 亿元，同比下降 2.60%，主要为原材料、在产品及库存商品；同期末预付款项为 1.18 亿元，同比下降 59.61%，主要系预付工程款转入在建工程、预付医疗设备款转入固定资产所致。

非流动资产方面，2018 年末公司非流动资产为 26.37 亿元，同比增长 18.13%，主要系公司在建工程和开发支出增加所致。非流动资产方面，公司非流动资产主要由固定资产、商誉、长期股权投资、在建工程和开发支出构成。具体来看，其中由于公司购置的医疗设备交付转入固定资产，2018 年末公司固定资产增加 11.36% 至 7.83 亿元；2018 年末公司商誉余额为 7.37 亿元，同比增加 4.47%，主要因 2018 年公司以人民币 2.61 亿元的对价购买联顿医药 60% 的权益而导致商誉增加；此外，同期末公司长期股权投资账面价值 3.23 亿元，同比增加 1.08%，主要因跟踪期内增加对公司天津蓝丹企业管理咨询合伙企业（有限合伙）的投资；2018 年末公司在建工程为 2.66 亿元，同比增加 224.81%，主要系公司购置的保利 one 56 房产取得产证，进入装修阶段所致；2018 年公司继续加大研发投入，期末开发支出同比增加 48.01% 至 2.38 亿元。另截至 2019 年 3 月末，公司流动资产小幅下降至 24.68 亿元，非流动资产增加至为 26.96 亿元。

负债结构方面，公司负债主要由其他应付款、应付账款及有息债务构成。截至 2018 年末，公司其他应付款余额 1.18 亿元，同比减少 14.89%，主要因单位往来款下降所致；同期末应付账款为 1.95 亿元，同比增加 70.53%，主要因应付工程款、材料款增加所致。

债务规模方面，截至 2018 年末，公司总债务为 18.12 亿元，较上年末增长 0.43%，其中短期债务同比增长 44.13% 至 8.95 亿元，短期债务规模增长明显。债务期限结构方面，2018 年末公司长短期债务比为 0.98 倍，较上年增加 0.45 倍，期限结构有所弱化。此外，公司发行的 8 亿元“16 景峰 01”公司债券于 2019 年 10 月进入回售期，公司短期偿债压力有所增加。另截至 2019 年 3 月末，公司总债务为 18.53 亿元，长短期债务比为 0.80 倍。

图 2: 2016~2019.Q1 末公司债务结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年资产规模稳步上升，得益于利润累积，公司自有资本实力提高，财务杠杆水平有所下降。但公司 2018 年末短期债务规模有所增加，公司或面临一定短期债务压力。

盈利能力

2018 年公司营业收入保持稳定，为 25.86 亿元，同比增长 0.08%。其中制药业务仍然是公司主要的收入来源，当年制药业务实现营业收入 24.90 亿元，较上年下降 0.31%，占当年总营业收入的 96.28%。分产品来看，2018 年公司注射剂实现收入 17.88 亿元，同比下降 6.89%，主要受参芎葡萄糖注射液和榄香烯收入规模下滑影响；固体制剂收入 3.44 亿元，同比增长 11.67%；原料药收入 2.18 亿元，同比增加 19.81%。2019 年 1~3 月公司实现营业收入 2.95 亿元，同比下降 23.07%。主要因公司销售体系改革，短期产品销售承压。

表 7: 2017~2019.Q1 公司期间费用分析

产品类别	2017		2018		2019.Q1	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
注射剂	19.21	87.06	17.88	86.00	1.18	76.86
固体制剂	3.08	61.74	3.44	59.32	0.92	61.44
原料药	1.82	41.77	2.18	46.50	0.58	42.47
其他（乳剂、医疗服务等）	1.69	53.00	2.35	48.00	0.27	37.47
合计	25.80	78.60	25.86	75.66	2.95	61.68

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

毛利率方面，受收入结构变化影响，2018 年公司营业毛利率为 75.66%，较上年下降 2.94 个百分点。分产品来看，注射剂、固体制剂和原料药的毛

利率分别为 86.00%、59.32% 和 46.50%，分别同比下降 1.06 个百分点、下降 2.42 个百分点和上升 4.73 个百分点。2019 年 1~3 月，公司毛利率为 61.68%，同比下降 8.74 个百分点。

期间费用方面，2018 年公司期间费用小幅下降 4.67% 至 16.76 亿元。具体来看，2018 年因营销队伍整合，公司销售管理及运营效率有所提升，当年销售费用同比下降 11.25% 至 11.98 亿元。因研发投入增加，同期管理费用同比增加 25.30% 至 3.16 亿元。此外，2018 年公司财务费用为 0.82 亿元，同比下降 10.97%。2018 年，公司期间费用收入占营业收入的比重为 64.82%，同比下降 3.23 个百分点。另 2019 年 1~3 月，公司期间费用为 2.29 亿元，期间费用收入占比为 77.65%。整体来看，2018 年公司加强期间费用管控，但其期间费用控制能力仍有待提升。

表 8: 2016~2019.Q1 公司期间费用分析

	单位：亿元			
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	12.43	13.50	11.98	1.11
管理费用	2.85	3.16	3.96	0.96
财务费用	0.65	0.92	0.82	0.22
期间费用合计	15.94	17.58	16.76	2.29
营业总收入	26.41	25.84	25.86	2.95
期间费用收入占比 (%)	60.35	68.05	64.82	77.65

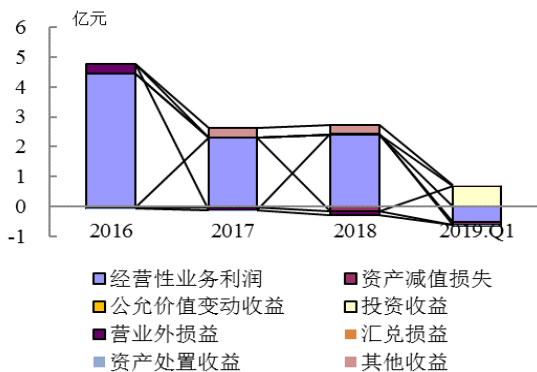
注：2018 年管理费用含研发费用。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额情况来看，2018 年公司经营性业务利润保持稳定，为 2.41 亿元，同比增长 4.86%。2018 年公司获得政府补助 0.29 亿元，同比减少 4.60%，对公司营业利润形成一定补充。此外，因公司计提坏账准备和存货跌价准备，2018 年共计提资产减值损失 0.16 亿元。营业外损益方面，因存货及非流动资产报废损失、对外捐赠，2018 年公司营业外损失 0.11 亿元。综上所述，2018 年公司实现利润总额 2.44 亿元，同比下降 2.44%，取得净利润 1.99 亿元，同比增长 7.19%，所有者权益收益率为 6.94%，同比下降 0.18 个百分点。另 2019 年 1~3 月，公司经营业务利润为 -0.51 亿元，因处置金沙亿元实现投资收益 0.69 亿元，同期公司利润总额为 0.12 亿元，同比下降 55.87%，实现净利润 0.07 亿元，同比下

降 56.09%。

图 3: 2016~2019.Q1 末公司利润总额构成情况



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

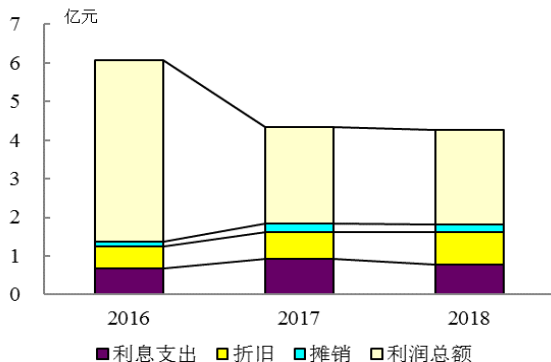
总体来看，2018 年公司营业收入保持稳定，受收入结构变化，公司毛利率水平有所下降。同时，公司期间控制能力有所提升，整体盈利能力相对稳定。

偿债能力

公司债务规模较为稳定，截至 2018 年末，公司总债务为 18.12 亿元，同比上升 0.43%，其中短期债务和长期债务分别为 8.95 和 9.16 亿元，分别同比增加 44.13% 和下降 22.52%，长短期债务比为 0.98 倍，同比下降 0.45 倍。截至 2019 年 3 月末公司总债务为 18.53 亿元，长短期债务比为 0.80 倍。

从主要偿债指标来看，2018 年公司 EBITDA 为 4.33 亿元，同比下降 0.07%。EBITDA 对债务本息的保障能力方面，2018 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 4.18 倍和 5.12 倍，分别同比增加 0.02 倍和 0.48 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度尚可。

图 4: 2016~2018 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从现金流角度看，2018 年公司经营活动净现金流情况较好，为 3.51 亿元，同比增加 131.41%，主

要系银行承兑汇票到期变现所致。2018 年经营净现金流/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.19 倍和 4.15 倍，经营性净现金流对债务本金覆盖程度仍较弱。

表 9: 2016~2019.Q1 公司部分偿债能力指标

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务（亿元）	8.09	6.21	8.95	8.22
长期债务（亿元）	11.84	11.83	9.16	10.31
总债务（亿元）	19.94	18.04	18.12	18.53
经营活动净现金流（亿元）	0.12	1.52	3.51	-1.07
EBITDA（亿元）	6.07	4.33	4.33	-
总债务/EBITDA (X)	3.29	4.16	4.18	-
经营净现金流/总债务 (X)	0.01	0.08	0.19	-0.23
EBITDA 利息倍数 (X)	8.87	4.64	5.12	-
经营净现金流/利息支出 (X)	0.18	1.62	4.15	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家金融机构保持着良好的合作关系，进一步增强了对偿债的保障程度。截至 2019 年 3 月末，公司已获得银行共计 9.59 亿元的授信额度，未使用额度为 0.99 亿元，备用流动性一般。公司为 A 股上市公司，直接融资渠道较为畅通。

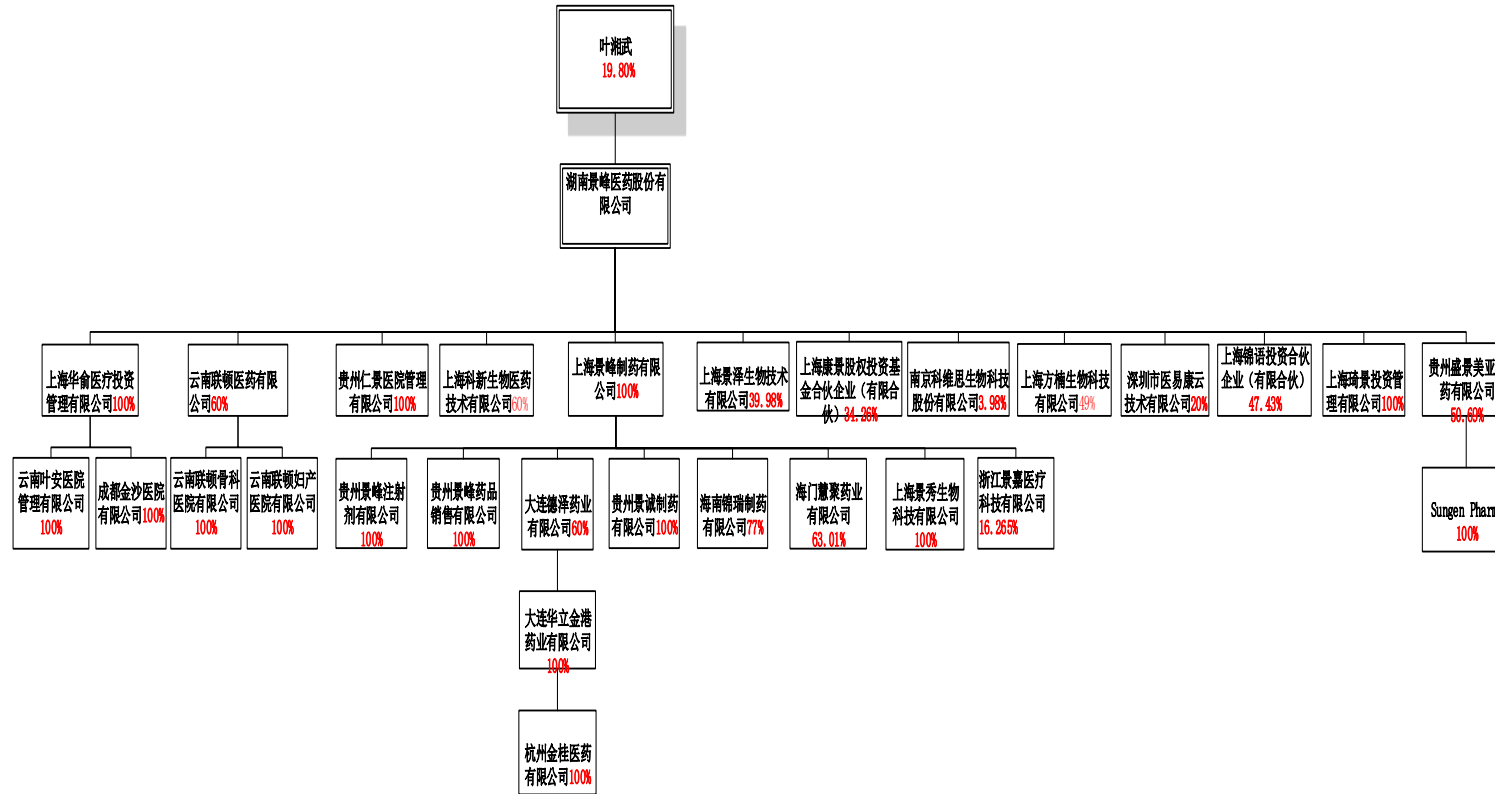
或有负债方面，截至 2019 年 3 月末，公司无对外担保情况。此外，公司无重大对外诉讼等或有负债事项。公司实际控制人叶湘武持有公司 174,166,182 股股份，占公司总股本的 19.80%，其中 131,983,721 股处于质押状态，占其持股数量的 75.00%。

综合而言，2018 年公司资产、债务规模及负债率均较为稳定，营收水平亦变化不大，经营活动净现金流逐年增长。不过，随着“16 景峰 01”进入回售期，公司面临一定短期偿债及再融资压力。

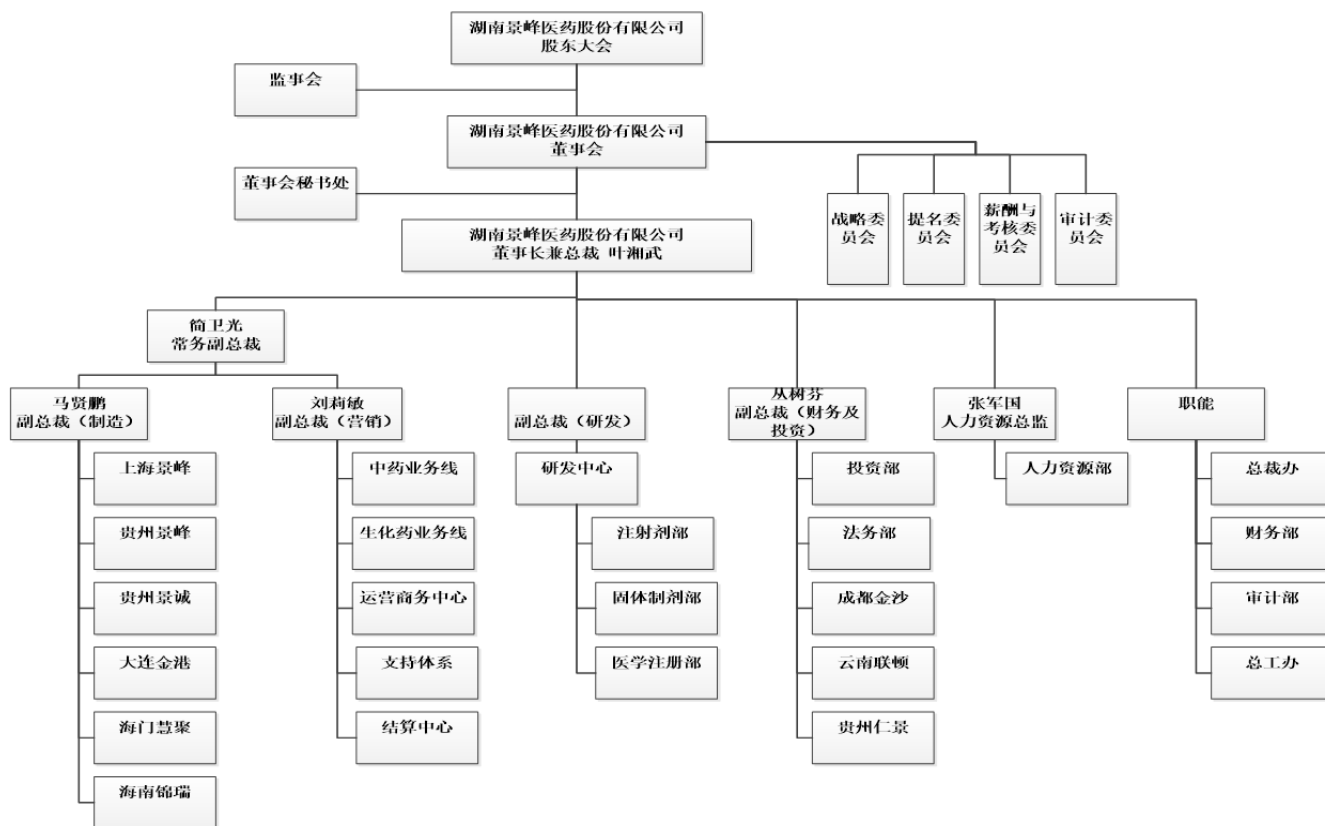
结论

综上，中诚信证评维持景峰医药的主体信用等级为 **AA**，评级展望稳定；维持“湖南景峰医药股份有限公司 2016 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**。

附一：湖南景峰医药股份有限公司股权结构图（截至2018年3月31日）



附二：湖南景峰医药股份有限公司组织结构图（截至2019年3月31日）



附三：湖南景峰医药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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	120,192.04	47,212.54	51,210.66	44,533.00
应收账款净额	149,083.07	151,746.39	154,416.68	132,695.03
存货净额	23,624.26	27,610.75	26,892.60	29,238.75
流动资产	319,775.53	258,155.28	259,036.41	246,782.51
长期投资	20,579.09	31,923.20	32,269.05	32,034.76
固定资产合计	66,768.38	78,497.25	104,924.71	110,327.97
总资产	513,400.75	486,876.43	522,711.34	516,374.23
短期债务	80,936.16	62,120.00	89,530.67	82,201.67
长期债务	118,443.40	118,279.57	91,640.51	103,146.55
总债务（短期债务+长期债务）	199,379.56	180,399.57	181,171.18	185,348.21
总负债	252,163.37	226,886.26	236,503.53	229,468.78
所有者权益（含少数股东权益）	261,237.38	259,990.16	286,207.82	286,905.45
营业总收入	264,050.36	258,365.23	258,569.69	29,462.55
三费前利润	203,915.18	198,787.01	191,700.59	17,805.75
投资收益	-297.66	-350.95	-14.84	6,725.77
净利润	38,810.44	18,521.69	19,853.61	676.33
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	60,683.04	43,343.80	43,313.68	-
经营活动产生现金净流量	1,232.46	15,165.04	35,093.78	-10,684.56
投资活动产生现金净流量	-47,620.82	-60,505.70	-19,973.62	3,781.92
筹资活动产生现金净流量	114,444.12	-27,494.78	-11,256.98	253.50
现金及现金等价物净增加额	68,220.70	-72,979.50	3,998.13	-6,677.66
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	78.82	78.62	75.66	61.68
所有者权益收益率（%）	14.86	7.12	6.94	0.94
EBITDA/营业总收入（%）	22.98	16.78	16.75	-
速动比率（X）	2.29	2.20	1.68	1.89
经营活动净现金/总债务（X）	0.01	0.08	0.19	-0.23
经营活动净现金/短期债务（X）	0.02	0.24	0.39	-0.52
经营活动净现金/利息支出（X）	0.18	1.62	4.15	-
EBITDA 利息倍数（X）	8.87	4.64	5.12	-
总债务/EBITDA（X）	3.29	4.16	4.18	-
资产负债率（%）	49.12	46.60	45.25	44.44
总债务/总资本（%）	43.29	40.96	38.76	39.25
长期资本化比率（%）	31.20	31.27	24.25	26.44

注：1、上述所有者权益含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、将长期应付款中的融资租赁款调整至长期债务；

3、2019 年一季度经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务以及所有者权益收益率指标经年化处理。

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=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

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）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

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。