

贵州信邦制药股份有限公司

2017 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



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100501】

评级对象: 贵州信邦制药股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券 (第一期)

17 信邦 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2019 年 6 月 27 日

前次评级: AA/稳定/AA/2018 年 6 月 11 日

首次评级: AA/稳定/AA/2017 年 11 月 17 日

主要财务数据及指标

| 项 目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 一季度 |
|--------------------------|--------|--------|--------|---------------|
| 金额单位: 人民币亿元 | | | | |
| 母公司口径数据: | | | | |
| 货币资金 | 5.93 | 8.16 | 7.92 | 8.21 |
| 刚性债务 | 11.99 | 19.28 | 21.58 | 21.83 |
| 所有者权益 | 59.40 | 59.15 | 45.41 | 43.10 |
| 经营性现金净流入量 | 0.99 | 1.57 | 1.01 | 0.36 |
| 合并口径数据及指标: | | | | |
| 总资产 | 107.97 | 119.55 | 108.54 | 106.24 |
| 总负债 | 43.12 | 51.96 | 56.86 | 56.69 |
| 刚性债务 | 30.33 | 39.32 | 44.78 | 44.46 |
| 所有者权益 | 64.85 | 67.59 | 51.69 | 49.55 |
| 营业收入 | 51.57 | 60.02 | 65.80 | 15.61 |
| 净利润 | 2.43 | 3.31 | -12.83 | 0.49 |
| 经营性现金净流入量 | -1.99 | 2.02 | -2.19 | 1.08 |
| EBITDA | 6.00 | 7.12 | -8.20 | — |
| 资产负债率[%] | 39.94 | 43.47 | 52.38 | 53.36 |
| 权益资本与刚性债务 比率[%] | 213.85 | 171.89 | 115.41 | 111.45 |
| 流动比率[%] | 131.69 | 130.03 | 125.03 | 121.32 |
| 现金比率[%] | 42.79 | 47.58 | 33.37 | 29.59 |
| 利息保障倍数[倍] | 2.98 | 4.55 | -6.88 | — |
| 净资产收益率[%] | 5.30 | 5.01 | -21.52 | — |
| 经营性现金净流入量与 流动负债比率[%] | -4.93 | 4.41 | -4.28 | — |
| 非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%] | -19.61 | -5.01 | -7.99 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 4.04 | 6.17 | -5.32 | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.22 | 0.20 | -0.20 | — |

注: 根据信邦制药经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

陈思阳 csy@shxsj.com

贾飞宇 jfy@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对贵州信邦制药股份有限公司(简称信邦制药、发行人、该公司或公司)及其发行的 17 信邦 01 的跟踪评级反映了 2018 年以来,信邦制药在经营规模扩大、三大业务板块融合发展等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在控股股东股权质押比例高且已被全部冻结、债务规模持续扩大、商誉减值导致亏损、管理整合等方面面临的压力增大。

主要优势:

- **行业环境较好。**跟踪期内,国内医药行业的刚性需求、城镇化进程和消费升级推动制药行业和医疗服务行业持续稳定的发展。此外医保覆盖面扩大、支付水平提升,有利于进一步释放市场需求,为信邦制药业务发展创造了较好的行业环境。
- **主要业务竞争优势较强。**跟踪期内,信邦制药经营规模不断扩大,且进一步完成对医药制造、医药流通及医疗服务的业务整合,主要业务在贵州省内保持了较强的竞争优势。
- **外部融资渠道畅通。**跟踪期内,信邦制药仍保持了良好的外部融资能力,能通过发行债券、银行借款等方式进行外部融资,同时,作为上市公司,具备一定的资本市场融资能力。

主要风险:

- **政策变动风险。**信邦制药的业务受到国家政策因素影响较大,政府对药品管制、基本药品目录更改、医药流通和民营医院政策的变化,都有可能对公司业务经营造成影响。
- **股权质押风险。**截至 2019 年 3 月末,西藏誉曦所持信邦制药 21.52% 的股份已全部用于质押融资。2018 年 7 月,因债权人申请财产保

全，西藏誉曦持有的公司股权被河北省高级人民法院司法冻结，截至本评级报告日尚未解除司法冻结，后续公司或将面临实际控制人变更及股权质押平仓风险。

- **医药制造业务收入下滑。**跟踪期内，受“两票制”、“二次议价”等政策的影响，同时受多肽客户自身业务的变化以及美国诊断试剂市场竞争格局的变化，中肽生化业绩下滑明显，导致信邦制药传统主业医药制造业务收入及利润有所下滑。
- **并购事项较多，管理整合风险和商誉减值风险较大。**信邦制药近年来并购事项较多，对并购企业的管理和整合效果将影响公司后续的业务发展水平。同时，并购业务造成较多的商誉，2018年公司对中肽生化计提了 15.37 亿元的商誉减值准备，导致当期净利润大幅亏损。截至 2019 年 3 月末，公司账上商誉余额为 7.78 亿元，未来仍需持续关注公司商誉减值风险。
- **融资压力增加，债务规模持续扩大。**跟踪期内，信邦制药债务规模持续扩大，尤其是短期刚性债务增长迅速，给公司带来了一定的即期偿债压力。

➤ 未来展望

通过对信邦制药及其发行的本次公司债券主要信用风险要素的分析，并主要考虑到：（1）2018 年公司业绩亏损主要由于计提商誉减值所致，（2）公司财务杠杆仍维持在较合理水平，故本评级机构维持信邦制药 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次公司债券还本付息安全性很强，并维持本次公司债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



贵州信邦制药股份有限公司

2017 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

跟踪评级原因

按照贵州信邦制药股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（简称“17 信邦 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据信邦制药提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对信邦制药的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2016 年 12 月收到中国证监会出具的《关于核准贵州信邦制药股份有限公司向合格投资者公开发行公司债券的批复》（证监许可〔2016〕3066 号），批复核准公司向合格投资者公开发行面值总额不超过 10 亿元的公司债券。公司于 2017 年 12 月发行了 3 亿元的公司债券“17 信邦 01”，期限为 5 年，票面利率 6.18%，并附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。除此之外，公司无已发行尚未到期的债券余额。

该公司本次公司债募集资金 3 亿元，募集资金净额为 2.98 亿元，用于补充流动资金。截至 2018 年末，募集资金已使用 2.92 亿元。

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期

向好并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标

融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

A. 医药制造业

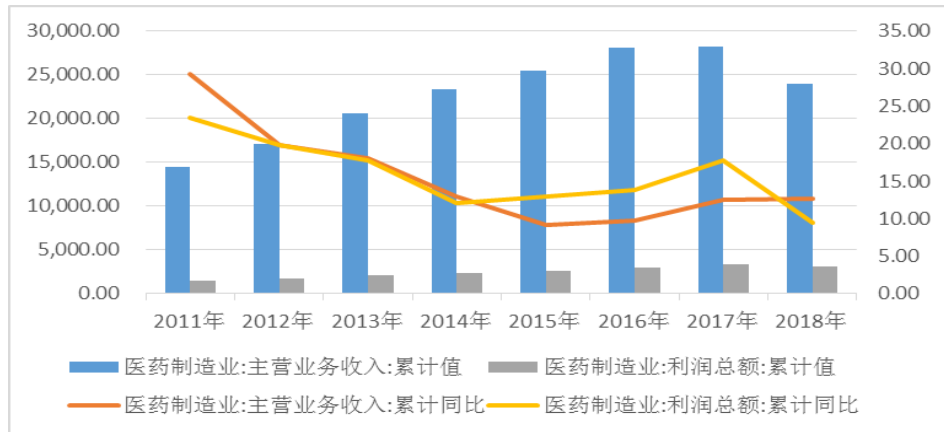
医药制造业属于典型的弱周期行业，近年来收入规模及利润总额持续增长。但医药行业同时也面临着医保控费、药审制度趋严、药品招标降价等不利因素影响，行业环境变化或使得医药制造企业面临短期阵痛，但研发实力强、产品结构合理、营销能力强的优质药企有望脱颖而出。优胜劣汰的行业竞争中，行业集中度有望持续提升，其中并购整合将成为主要手段之一。

我国经济不断发展，城镇化水平不断提高。据相关统计分析，城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，我国老龄化人口占比上升较快，研究表明医疗保健支出与年龄呈正相关性，老龄化趋势的不断提高同样促进医药需求。新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容刺激了抑制的医药需求，促进医药行业不断发展。近年来，我国医药制造业主营业务收入及利润总额持续增长，总体呈现平稳发展态势。根据国家统计局披露的相关数据整理，2011~2017年，我国医药制造业的主营业务收入从14,522.05亿元增至28,185.50亿元，年复合增长率为11.69%；利润总额从1,494.30亿元增至3,314.10亿元，年复合增长率为14.20%。2018年，我国医药制造业¹实现主营业务收入23,986.30亿元，同比增长12.60%，较上年

¹ 由于医药制造业企业范围每年发生变化，为保证数据可比性，计算各项指标同比增速所采用

同期增速上升了 0.1 个百分点；利润总额 3,094.20 亿元，同比增长 9.50%，较上年同期增速下降了 8.3 个百分点。受仿制药质量和疗效一致性评价全面推进、化学药品注册新分类改革方案初步实施、药物临床试验数据核查流程化等多方面因素影响，2018 年我国医药制造业主营业务收入增速依旧维持低位，利润增速大幅下滑。未来，随着带量采购等政策的落地及全国推广，预计行业内企业仍将承受较大的经营压力。

图表 1. 2011 年以来我国医药制造业销售收入及盈利情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、国家统计局

从医药制造业未来发展趋势来看，人口老龄化、人均收入持续增长以及城镇化等因素保证了我国医药行业刚性需求的稳步增长，加之医疗改革和国家政策的不断深化推进，医药行业发展前景仍保持良好。根据国务院办公厅 2013 年 9 月下发的《国务院关于加强发展养老服务业的若干意见》，2020 年我国 60 周岁以上老年人口预计将达到 2.43 亿，2025 年或将突破 3 亿。随着人口结构的老龄化，未来中国医药市场将持续扩容，刚性需求逐步上升。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。

图表 2. 2011 年以来我国医药制造业重要影响因素变化情况

| 项目 | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 我国人口数 (亿人) | 13.47 | 13.54 | 13.61 | 13.68 | 13.75 | 13.83 | 13.90 | 13.95 |
| 60 岁以上人口占比 (%) | 13.74 | 14.33 | 14.89 | 15.55 | 16.10 | 16.70 | 17.30 | 17.90 |
| 城镇基本医疗保险参保人数 (亿人) | 4.73 | 5.36 | 5.71 | 5.97 | 6.66 | 7.44 | 11.77 | — |
| 城镇基本医疗保险支出 (千亿元) | 4.43 | 5.54 | 6.81 | 8.13 | 9.31 | 10.77 | 14.42 | — |
| 城镇居民人均可支配收入 (万元) | 2.18 | 2.46 | 2.70 | 2.88 | 3.12 | 3.36 | 3.64 | 3.93 |

的同期数与本期的企业统计范围相一致，和上年数据存在口径差异。

| 项目 | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 国医疗卫生机构总诊疗人次数（亿人次） | 62.71 | 68.88 | 73.14 | 76.02 | 76.93 | 79.30 | 81.80 | 83.10 |
| 卫生费用（万亿元） | 2.43 | 2.81 | 3.17 | 3.53 | 4.10 | 4.63 | 5.26 | — |

数据来源：Wind、新世纪评级整理

我国医药制造企业数量较多、行业整体集中度不高，市场较为分散。随着我国政府对环境保护和食品安全重视程度日益提升，以及相关监管政策的出台，行业内资源将不断向拥有完整产业链、较高品牌资源优势、较强规模效应及稳定的供销渠道的大型药企转移，行业内落后产能淘汰力度有所加大，行业集中度将进一步提升。同时，为快速提高研发实力、完善产品阶梯结构、实现规模化生产，并购整合手段也将成为医药制造企业提高市场集中度的主要手段之一。具备资金和技术优势的行业龙头企业通过兼并收购提高其市场占有率是趋势所向。

近年来，国内医保支出增速呈下降趋势，医药行业控费压力较大，药品招标降价短期趋势不变，终端销售价格下降则不断挤压着医药制造企业的利润空间；加之仿制药一致性评价、新版 GMP 认证等政策的陆续出台，增加了企业营运负担；另外，由于两票制的推行，减少了医药流通企业的利润空间，也加大了医药制造企业的药品推广难度。短期而言，一般药企运营效率难言好转。长期来看，医药制造企业将重新洗牌，拥有大病种领域重磅产品、产品结构好的企业拥有较好价格维护能力；拥有较强研发实力的医药制造企业有望在后续经营中获得较多业绩补充；拥有较强推广实力的医药制造企业有望获得更高的终端覆盖度，以上资质较为优秀的药企有望在长期发展中脱颖而出。

该公司主要从事中成药产品的生产和销售业务，主要产品为益心舒胶囊、脉血康胶囊、银杏叶片、六味安消胶囊、护肝宁片等，在市场上具有一定的占有率。截至 2018 年末，公司拥有 17 个国家基本药物目录品种、24 个国家医保目录品种。但中成药市场进入门槛较低，行业内企业众多，短期内，公司产品产销业务仍将面临较激烈的市场竞争。

医药制造业务发展面临的风险主要表现在：政策变动风险；持续的研发投入；行业内竞争者众多，市场集中度不高，市场竞争风险等。

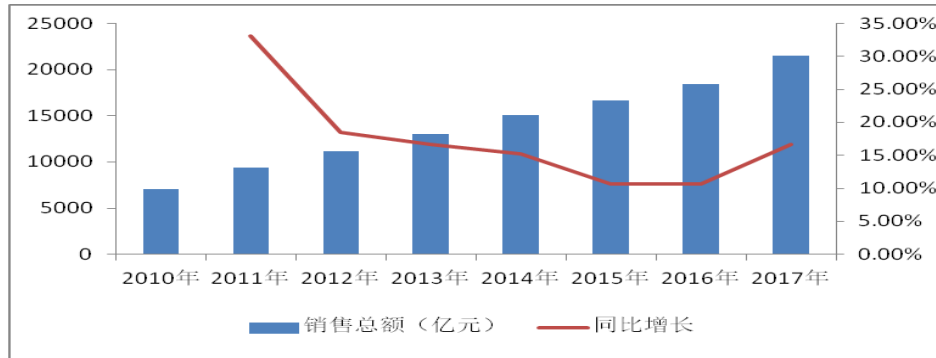
B. 医药流通行业

我国医药商业行业快速发展，近年来流通规模维持较快增长，但增速有所趋缓。此外，国家医药产业相关政策的实施、“医药分离”、两票制的持续推进会对医药流通行业发展产生一定影响。

医药流通业是国家医疗卫生事业和健康产业的重要组成部分，药品流通行业包括药品批发业务和药品零售业务，根据商务部统计，两类业务占比约为 80% 和 20%。近年来，我国药品流通市场需求活跃，行业购销稳步增长，但由于国家宏观经济增速放缓、医保控费日趋严格等因素影响，药品流通行业销售

总额增速趋缓。据商务部统计系统数据显示，2018年度全国七大类医药商品销售总额 21,688 亿元（含税），扣除不可比因素，同比增长 7.51%，增长速度较同期下降 1.03 个百分点。其中，药品零售市场 4,338 亿元，同比增长 8.88%，增长速度下降 0.07 个百分点。

图表 3. 2010 年以来我国药品流通行业销售收入及增速情况（单位：亿元）



资料来源：Wind

医药流通行业是规模效应较为明显的行业。我国的医药流通行业集中度较低，但在近几年各项政策的推动下，呈逐步上升的趋势。医药商业主要包含医药批发、医药零售等子行业，企业核心竞争力取决于其掌握的终端客户资源及资金实力。由于地方保护等原因，我国医药商业行业具有较明显的地区性特征，从业企业数量多、规模小。2011年5月商务部在《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015）》中指出，将力促国内形成 1-3 家销售额过千亿元的全国性大型医药商业集团、20 家年销售额过百亿元的区域性药品流通企业。

此外，新修订的《药品经营质量管理规范》于 2013 年 6 月开始实施，这是对药品流通监管政策的较大调整，规定全面提升了药品流通企业的软硬件标准和要求，提高了准入门槛，将对行业发展带来深刻影响。医药商业领域的全国性整合已启动，行业高度分散的局面有望得到较大改善，资本实力雄厚的医药商业企业较易通过兼并重组等手段迅速扩大市场份额，发展前景较好。2015 年 5 月，国务院办公厅先后发布《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》及《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》，旨在推进公立医院医药分开的实现。2017 年 1 月，国务院医改办会同国家卫生计生委、食品药品监管总局、国家发展改革委、工业和信息化部、商务部、国家税务总局和国家中医药管理局等部门印发了《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》，“两票制”是指药品从生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票，目的是减少药品流通环节，使中间加价透明化，进一步推动降低药品虚高价格，“两票制”的推行将有助于规范医药流通行业秩序，对提升行业集中度有积极作用，大型医药流通企业有望受益。

该公司于 2014 年通过定向增发的方式并购贵州科开医药有限公司（简称“科开医药”）进入药品流通领域，近两年取得较大的市场份额。科开医药与贵阳市多家大型三甲公立医院进行了多年合作，在贵阳市及周边地区的医药流

通市场具有区域垄断优势，为其业务规模持续扩大奠定了良好基础。

医药流通行业发展面临的风险主要表现在：政策变动风险；行业规模效应明显，拓展流通网点布局等需要较大的资本性支出；业务开展占用较大的资金，流动性风险；行业内医药流通企业较多，市场竞争风险等。

C. 医疗服务行业

近年来国家出台多项扶持制度鼓励医疗服务行业发展，民营医疗服务业务发展潜力较大。

医疗服务业是社会保障体系的重要组成部分，与国民经济发展计划和综合财政计划紧密相关。2013年9月28日，国务院发布《关于促进健康服务业发展的若干意见》首次明确了健康服务业的内涵外延，指明医疗服务是健康服务业的关键环节和核心内容；提出到2020年，健康服务业总规模要达到8万亿元以上，打造一批知名品牌和良性循环的健康服务产业集群，成为推动经济社会持续发展重要力量的总体目标；同时，大力支持社会资本举办医疗机构、提供基本医疗卫生服务；进一步放宽中外合资、合作办医条件，加快落实对非公立医疗机构和公立医疗机构的市场准入等。之后，国家又陆续出台《关于加快发展社会办医的若干意见》和《关于做好清理取消不合理规定加快落实对非公立医疗机构同等对待相关政策工作的通知》，扶持医疗服务的健康发展。

2015年3月，国务院办公厅发布了《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020年）》，规划促进我国医疗卫生资源进一步优化配置，提高服务可及性、能力和资源利用效率。纲要中提出将从床位标准、设备购置以及政策扶持等方面对社会办医给予支持，明确到2020年按照每千常住人口不低于1.5张床位为社会办医院预留规划空间，同步预留诊疗科目设置和大型医用设备配置空间，同时，鼓励公立医院与社会力量以合资合作的方式共同举办新的非营利性医疗机构，个体诊所的设置不受规划布局限制等。

2016年8月，国家卫生计生委印发了《医疗机构设置规划指导原则（2016-2020年）》，指导各地加强“十三五”期间医疗机构设置管理。其中提到，在符合规划总量和结构的前提下，取消对社会办医疗机构数量和地点的限制，明确了2020年全国医疗机构设置规划主要指标。根据指标要求，到2020年，中国每千常住人口医疗卫生机构床位数达到6张，医院达到4.8万个。其中，公立医院3.3万个，社会办医院1.5万个。县办综合性医院适宜床位规模为500张，市办综合性医院适宜床位规模为800张，省办及以上综合性医院适宜床位规模为1000张。

2019年1月2日，国家发改委等九部门联合发布《关于优化社会办医疗机构跨部门审批工作的通知》，通知指出，要规范开展社会办医疗机构投资项目核准（备案），凡是缺乏法律法规依据的前置条件和申请材料一律取消；取消部分医疗机构设置审批作为前置条件；简化部分医疗机构设施消防设计审核和验收等。国家多项政策的出台，有助于医疗服务行业，尤其是民营资本办医的

发展，行业未来的发展潜力较大。

该公司通过收购医院股权的方式进入医疗服务领域，截至 2019 年 3 月末，公司运营的重要下属医院分别为贵州省肿瘤医院、贵州医科大学附属白云医院（简称“白云医院”）、贵医安顺医院有限责任公司（简称“安顺医院”）、仁怀新朝阳医院有限公司（简称“新朝阳医院”）及六盘水安居医院有限公司（简称“安居医院”）等，并参股贵州医科大学附属乌当医院（简称“乌当医院”），其中贵州省肿瘤医院是贵州省唯一的三甲肿瘤专科医院，白云医院是拥有较高知名度的大型三级综合医院，在贵州省内已形成一定的品牌效应。

医疗服务业务开展面临的风险主要表现在：政策变动风险；行业内企业多通过并购等方式增加医院资源，面临较大的资本性支出；医院品牌建设及管理等等。

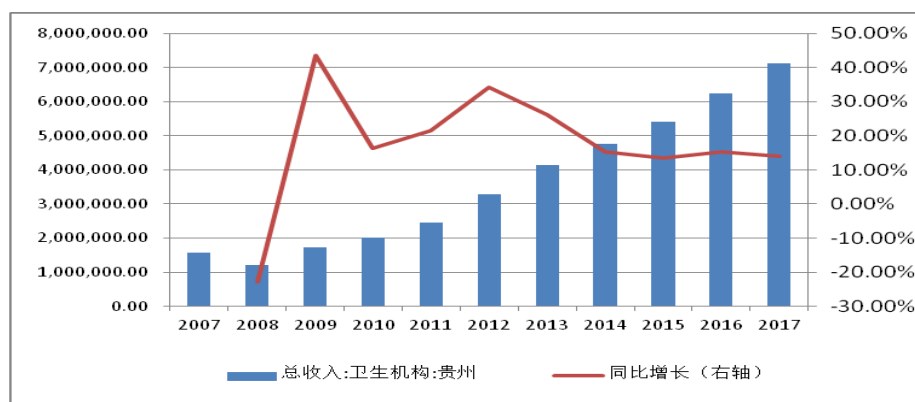
（3）区域市场因素

该公司位于贵州省，公司医药制造、医药流通及医疗服务业务开展主要集中在贵州省内。其中，公司在贵州省内拥有多家医药流通网点，也控股白云医院、肿瘤医院等多家省内知名医院，在贵州省内，乃至西南地区拥有较高的知名度，为贵州省医药龙头企业之一。

贵州省地处中国西南腹地，与重庆、四川、湖南等省接壤，是西南地区交通枢纽，交通便利。2011 年以来，贵州省成为全国经济发展最快的省份，连续多年名义 GDP 增速位居全国第一。2018 年，贵州省实现 GDP 为 1.48 万亿元，名义增速 9.35%；实现人均 GDP 为 4.12 万元；实现财政总收入 2,975.66 亿元，同比增长 12.4%，其中，一般公共预算收入 1,726.8 亿元，同比增长 7%，一般公共预算支出 5,017.32 亿元，同比增长 8.8%。截至 2018 年末，贵州省地方债务余额为 8,834.15 亿元，占 GDP 比重为 59.66%，贵州省债务负担偏重。

贵州省经济发展速度较快，但经济基数较小，整体经济水平处于全国中下游，贵州省医疗资源及医疗卫生收入规模也处于全国各省份中下游水平。但近年来，贵州省医疗服务市场增速较快，增速基本能维持在 13% 以上。

图表 4. 贵州省卫生机构总收入情况



资料来源：Wind 资讯

近年来，贵州省深化医疗卫生体制改革，出台了较多的医疗相关支持政策。2015年9月，贵州省人民政府出台《贵州省关于大力推动医疗卫生事业发展的意见》，提出在2020年稳定实现基本医疗有保障；2017年7月，贵州省人民政府办公厅出台《贵州省深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务》，提出加强城市综合医院改革，合理控制公立综合性医院的数量和规模；2017年11月，贵州省卫计委出台《贵州省“十三五”深化医药卫生体制改革规划》（征求意见稿），提出要实现分级诊疗政策体系逐步完善，现代医院管理制度和综合监管制度建设加快推进、全民医疗保障制度更加高效、药品生产流通使用政策进一步健全等目标。2018年6月，贵州省卫计委等部门联合发布《关于巩固破除以药补医成果持续深化公立医院综合改革的通知》，提出持续控制医疗费用不合理增长，深化医疗服务价格改革，扎实推进医保支付方式改革，全面开展公立医院薪酬制度改革试点等。

依托贵州省丰富的医药资源，贵州省医药企业较多，同时也有部分外地医药企业在贵州省内开展医药流通等业务，区域市场竞争较为充分，公司业务开展面临一定的竞争压力。与公司业务形成竞争的医药企业包括重庆医药、国药控股、同济堂及上海医药等，各医药企业的业务规模及业务重心有一定的差异，能形成一定的差异化经营。

2. 业务运营

该公司自成立以来一直从事中成药的产销业务，同时公司通过外延式并购进入医药流通和医疗服务业务领域，并取得了一定经营成果，跟踪期内，公司收入规模实现快速增长。但其中，受“两票制”及“二次议价”等因素影响，公司医药制造业务收入有所下滑，而医药流通与医疗服务业务均保持了增长态势。另外，随着业务领域的拓展和业务规模的扩大，公司也将持续面临市场竞争加剧、原料价格波动及营运资金缺口扩大等经营压力。公司盈利主要依靠主业经营，医药制造业务毛利率较稳定，医疗流通与医疗服务毛利率较低，跟踪期内，公司毛利率情况总体有所波动。同时，受中肽生化商誉减值的影响，2018年公司净利润大幅亏损。

该公司自成立以来一直从事中成药的产销业务，经过多年经营，已积累了一定的品牌口碑，主要产品有益心舒胶囊、脉血康胶囊、银杏叶片、六味安消胶囊、护肝宁片等，在市场上具有一定的占有率。2014年，公司通过收购科开医药切入医药流通及医疗服务业务。2016年，公司完成对中肽生化有限公司（简称“中肽生化”）的收购，切入生物制药领域。截至2018年末，公司拥有17个国家基本药物目录品种、24个国家医保目录品种。跟踪期内，公司继续拓展业务规模，2018年及2019年第一季度，公司分别实现营业收入65.80亿元及15.61亿元，分别较上年同期增长9.63%及3.27%。

图表 5. 公司主业基本情况

| 主营业务 | 行业归属 | 市场覆盖范围/核心客户 | 业务的核心驱动因素 |
|------|------|-------------|-----------|
| 医药制造 | 医药 | 国内 | 规模、技术、政策等 |
| 医药流通 | 医药 | 贵州省 | 规模、政策、品牌等 |
| 医疗服务 | 医药 | 贵州省 | 规模、政策、品牌等 |

资料来源：信邦制药

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

| 主导产品或服务 | | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年 | 2019 年 第一季度 | 2018 年 第一季度 |
|--------------|----|---------|---------|--------|----------------|----------------|
| 营业收入合计 | | 51.57 | 60.02 | 65.80 | 15.61 | 15.12 |
| 其中：核心业务营业收入 | 金额 | 51.31 | 59.77 | 65.55 | 15.58 | 15.08 |
| | 占比 | 99.49 | 99.58 | 99.61 | 99.79 | 99.73 |
| 其中：（1）医药服务业务 | 金额 | 11.97 | 13.37 | 15.55 | 4.03 | 3.45 |
| | 占比 | 23.22 | 22.28 | 23.63 | 25.81 | 22.81 |
| （2）医疗流通业务 | 金额 | 30.30 | 37.72 | 42.25 | 9.73 | 9.69 |
| | 占比 | 58.75 | 62.85 | 64.20 | 62.32 | 64.10 |
| （3）医药制造业务 | 金额 | 9.03 | 8.68 | 7.75 | 1.82 | 1.94 |
| | 占比 | 17.52 | 14.45 | 11.78 | 11.66 | 12.82 |

资料来源：信邦制药

A. 医疗服务业务

该公司医疗服务业务也是通过收购科开医药而来，科开医药旗下控股多家知名医院。跟踪期内，公司通过自主设立及兼并等方式不断扩大医疗服务业务规模。截至 2019 年 3 月末，公司运营的重要下属医院分别为贵州省肿瘤医院、白云医院、安顺医院、新朝阳医院、贵州省六枝特区六枝博大医院有限公司（简称“六枝博大医院”）及安居医院等，并参股乌当医院。其中，贵州省肿瘤医院和白云医院是公司医疗服务业务的核心医院。2018 年及 2019 年第一季度，公司医疗服务业务分别实现营业收入 15.55 亿元及 4.03 亿元，较上年同期分别增长 16.32% 及 16.81%，增长速度较快。具体从下属各医院经营指标看，2018 年除了安顺医院和乌当医院收入有所下滑外，其他主要医院营业收入均保持较好的增长，其中 2018 年安顺医院附近新开了两家三级甲等医院，病源分流明显，导致安顺医院存在一定的业绩压力，另外由于六枝博大医院 2017 年底刚开业，目前仍处于发展期，床位使用率还处于较低水平。

图表 7. 公司医疗服务业务重要下属医院 2018 年经营数据

| 医院名称 | 医院等级 | 床位数(个) | 床位使用率(%) | 门诊量(人次) | 手术量(台) | 从业人员(人) | 营业收入(万元) |
|---------|------|--------|----------|---------|--------|---------|-----------|
| 贵州省肿瘤医院 | 三甲 | 1,447 | 108.00 | 164,805 | 13,880 | 1,614 | 81,206.05 |
| 白云医院 | 三乙 | 951 | 72.90 | 368,281 | 8,344 | 900 | 46,766.24 |

| 医院名称 | 医院等级 | 床位数(个) | 床位使用率(%) | 门诊量(人次) | 手术量(台) | 从业人员(人) | 营业收入(万元) |
|---------------------|------|--------|----------|---------|--------|---------|-----------|
| 安顺医院 | 二级 | 260 | 46.40 | 39,433 | 3,132 | 246 | 4,064.09 |
| 新朝阳医院 | 二级 | 437 | 50.36 | 138,052 | 3,290 | 383 | 10,167.18 |
| 安居医院 | 二甲 | 200 | 90.00 | 50,100 | 2,480 | 245 | 5,200.44 |
| 六枝博大医院 ² | 二级 | 638 | 18.95 | 5,382 | 55 | 162 | 268.65 |
| 道真县中医院 | 二级 | 450 | 97.48 | 98,280 | 1,466 | 304 | 7,310.62 |
| 乌当医院 | 三级 | 390 | 61.27 | 134,390 | 3,679 | 417 | 14,772.19 |

资料来源：信邦制药

图表 8. 公司医疗服务业务重要下属医院 2017 年经营数据

| 医院名称 | 医院等级 | 床位数(个) | 床位使用率(%) | 门诊量(人次) | 手术量(台) | 从业人员(人) | 营业收入(万元) |
|---------|------|--------|----------|---------|--------|---------|-----------|
| 贵州省肿瘤医院 | 三甲 | 1,043 | 114.00 | 149,032 | 11,028 | 1,413 | 76,453.41 |
| 白云医院 | 三乙 | 971 | 67.10 | 301,841 | 6,842 | 787 | 39,401.63 |
| 安顺医院 | 二级 | 260 | 50.58 | 44,862 | 2,033 | 274 | 4,881.56 |
| 新朝阳医院 | 二级 | 425 | 78.27 | 70,981 | 4,514 | 398 | 6,055.00 |
| 道真县中医院 | 二级 | 450 | 88.54 | 93,258 | 1,133 | 280 | 6,586.58 |
| 乌当医院 | 三级 | 390 | 61.50 | 126,808 | 3,881 | 459 | 15,136.41 |

资料来源：信邦制药

贵州省肿瘤医院是贵州省唯一的三级甲等肿瘤专科医院，在贵州省内乃至周边省市都有较高的知名度。贵州省肿瘤医院依靠自身医疗技术优势，响应国家分级诊疗政策，通过与周边县市的医院建立医联体，在医疗人才、医疗技术方面进行交流合作，进一步提升了贵州省肿瘤医院在贵州省内的影响力。2018年9月，肿瘤医院第三住院大楼已投入使用，累计投入资金2.10亿元，新增业务面积2.88万平方米，新增床位500余张，之后肿瘤医院也在积极推进第一、第二住院部楼的装修改造，2019年初已陆续完成，累计投入资金0.17亿元。白云医院是贵阳市规模较大的三级综合医院，目前门诊量、手术量均逐年提升。同时，白云医院实现了从临床型医院到教学型医院的转型，已成为贵州医科大学的第二临床教学点，承担起临床和护理专业的本科教学工作，2018年秋季已招生140人。

2018年2月，该公司通过对外投资控股六盘水安居医院³，六盘水安居医院建于2004年12月，为六盘水市较大的二级综合医院，目前医院批准设置床位150张，开放床位210张。安居医院于2018年3月并表，2018年3-12月实现营业收入5,200.44万元。

医疗人员成本和医疗用品、医疗器械成本是医院运营的主要成本，科开医药自收购贵州省肿瘤医院和白云医院以来，并未对其原公立医院经营模式做出太多改变，因此两家医院运营过渡较为平稳。随着医院经营规模的扩大，医院

² 六枝博大医院于2017年11月正式开业。

³ 2018年2月，子公司科开医药使用自有资金0.30亿元控股六盘水安居医院70%股权，目前相关股权变更手续已办理完成。

成本控制压力增大，医疗服务业务毛利率有所波动。跟踪期内，公司继续开展全成本费用管控，主要是针对医用耗材加强管理，有效整合人力资源，并全面落实药品招标制度等。

未来该公司医疗服务业务将以贵州省肿瘤医院和白云医院为核心，通过并购的方式扩大自有医院规模，通过分级诊疗合作提高公司医院的影响力。短期内，医疗服务业务将是公司重点发展的业务，未来在公司收入中的占比将继续提高。

B. 医药流通业务

该公司医药流通业务主要通过收购科开医药获得，主要销售产品为医用注射液、药品和医疗器械等。科开医药及其流通体系⁴在贵阳市及周边地区医药流通市场占有率较高，与多家大型三级公立医院保持良好的合作关系，并控股有贵州省肿瘤医院、白云医院等，通过上述医院的分级诊疗政策，公司也进入了贵阳周边县市的公立医院。跟踪期内，公司持续加强医药流通网点布局，截至 2018 年末，科开医药及其流通体系已进入贵阳及周边地区 165 家医院，市场地位较为突出。除对医院进行销售外，公司还通过科开医药下属全资子公司贵州科开大药房连锁有限公司（简称“科开大药房”）开展药品零售业务，2018 年新增 4 家门店，并开设了首家跨地区门店（遵义道真店），同时八分店取得了省内为数不多的重特大疾病定点药店的资质。截至 2019 年 3 月末，科开大药房在贵阳等地区拥有 14 家零售药店，未来会进一步加强药店布局。2018 年及 2019 年第一季度，公司医药流通业务分别实现营业收入 42.25 亿元及 9.73 亿元，较上年同期分别增长 12.00% 及 0.41%，已成为公司最主要的收入来源。目前公司医药流通业务收入大部分来自药品批发业务，药品零售占比较小。

图表 9. 公司 2016 年以来医药流通业务主要产品购销量

| 项目 | 2016 年 | | 2017 年 | | 2018 年 | |
|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| | 采购量 | 销量 | 采购量 | 销量 | 采购量 | 销量 |
| 药品（万盒/万支） | 26,947.51 | 26,392.15 | 34,895.4 | 34,350.68 | 43,224.93 | 42,834.13 |
| 医疗器械（台/个） | 4,492.82 | 4,400.23 | 5,516.18 | 5,430.07 | 8,955.44 | 8,874.47 |

资料来源：信邦制药

科开医药及其流通体系近两年通过外延式并购和大力发展下游渠道获得了较快的发展速度，业务规模不断提升。跟踪期内，公司完成对贵州卓大医药有限责任公司（简称“卓大医药”）剩余 30% 股权、贵州恒通医药有限公司（简称“恒通医药”）51% 股权、贵州强生医药有限公司（简称“强生医药”）51% 股权、贵州佰佳医药有限公司（简称“佰佳医药”）51% 股权、贵州安申医药有限公司（简称“安申医药”）51% 股权、贵州玖鑫医药有限公司（简称“玖鑫医药”）55% 股权等流通公司股权的收购，上述收购合计投入 0.80 亿元，下游渠道布局持续推进。同时，公司与上游制药企业保持了良好的合作关系，2018

⁴ 包括科开医药全资或控股子公司：盛远医药、卓大医药、科开医疗器械公司、恒通医药、强生医药、佰佳医药等。

年以来，公司继续加强上游制药企业的布局，截至 2019 年 3 月末，公司已获得 1,500 家左右上游厂商的直接发货权。

目前，该公司医药流通产品一般直接采购自制药企业，付款方式及结算周期与医药制造业务基本相同。销售方面，两票制实施之后，公司流通业务的主要直接客户变为医院，纯销业务占比有所上升。公司医药流通业务回款周期相对较长，其中对于自有医院客户，回款周期较灵活，资金安全性较高，对于外部医院客户，回款周期基本为 6-10 个月。随着业务规模的扩大，该业务占用公司资金量也不断扩大，这对公司营运资金的周转效率提出了更高挑战，公司也在采取措施调整账款回收效率。

未来，该公司将继续通过自主设立及收购兼并等方式，扩大医药流通经营规模。公司将利用“两票制”为医疗流通业务开展带来的发展机遇，调整和创新医药流通的经营策略，通过增加医药流通配送品种、完善网络布局、延伸物流服务功能等方式，深化上下游的合作关系。

C. 医药制造业务

医药制造业务是该公司的传统业务，跟踪期内，受“两票制”及“药品招投标二次议价”政策的影响，行业降价压力增大，公司医药制造业务收入规模有所波动，同时公司布局生物制药业务，部分生物制药产品尚处于研发阶段，对收入的贡献程度有限。2018 年及 2019 年第一季度，该业务分别实现营业收入 7.75 亿元及 1.82 亿元，其中 2018 年医药制造业务收入较上年下降 10.71%，一方面由于中肽生化业绩下降明显所致，另一方面随着医院医保控费、控制药占比等措施的持续推进，2018 年公司益心舒胶囊、脉血康胶囊、银杏叶片、六味安消胶囊等产品的销量也明显下滑；同期，该业务板块实现毛利 5.03 亿元及 1.15 亿元，分别同比下降 12.35% 及 14.81%，受收入水平下降毛利水平有所下降，但板块依然保持较为稳定的盈利能力。截至 2018 年末，公司共拥有 17 个国家基药目录品种，包括益心舒胶囊、脉血康胶囊、银杏叶片、六味安消胶囊、贞芪扶正胶囊等；拥有 24 个国家医保目录品种，其中关节克痹丸为独家品种。医药制造业务的发展主要受到规模、技术、政策等因素的影响。

此外，自该公司收购中肽生化以来⁵，公司加强了在生物制药领域的布局，中肽生化主要业务为替客户定制多肽、药物多肽、体外诊断试剂，研发实力强，其收入主要来自欧美市场，其产品已通过美国 FDA 认证和欧盟 CE 认证，并获得中华人民共和国《药品 GMP 证书》。但因为中肽生化的主要产品诊断试剂客户集中在美国，而 2016 年以来美国市场同类型的供货企业增加，导致中肽生化的市场份额受到影响，同时迫于市场压力，2018 年中肽生化对诊断试剂产品的价格再次进行下调，另外中美贸易战也使得公司在美国的销售有所下滑，进一步影响了中肽生化的业绩水平，2018 年中肽生化业绩首次出现下滑，实现营业收入 2.12 亿元，同比下降 30.63%，净利润 0.60 亿元，同比下降 53.14%。考虑到中肽生化未来业绩较难达到前期预期，2018 年公司对中肽生化计提商

⁵ 中肽生化自 2016 年第一季度开始纳入公司合并报表。

誉减值 15.37 亿元。2019 年第一季度，中肽生化实现营业收入 0.65 亿元，同比略增 5.02%，实现净利润 0.09 亿元，同比下降 51.66%，净利润大幅下降主要受产品降价影响。

图表 10. 公司医药制造业务涉及的主导产品及其产销状况（万盒/万支）

| 药品名称 | 2016 年 | | 2017 年 | | 2018 年 | |
|-------------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| | 产量 | 产量 | 产量 | 销量 | 产量 | 销量 |
| 益心舒胶囊 | 994.07 | 811.81 | 763.56 | 723.02 | 627.00 | 691.00 |
| 脉血康胶囊 | 802.34 | 754.16 | 699.85 | 637.38 | 599.00 | 623.00 |
| 银杏叶片 ⁶ | 190.07 | 186.26 | 154.25 | 154.25 | 108.00 | 114.00 |
| 护肝宁片 | 191.63 | 137.41 | 120.90 | 117.53 | 171.00 | 118.00 |
| 六味安消胶囊 | 281.03 | 222.65 | 187.85 | 173.66 | 142.00 | 156.00 |
| 客户肽 | 1.14 | 1.14 | 2.53 | 1.38 | 0.44 | 0.31 |
| GMP 肽 | 1.09 | 0.87 | 30.79 | 26.16 | 1.75 | 1.31 |
| 诊断试剂 | 1149.48 | 1142.08 | 911.95 | 892.55 | 819.35 | 827.48 |

资料来源：信邦制药

该公司医药制造业务细分子业务包括传统中药材种植、中药饮片和制剂生产和新药研发，公司先后在贵州省松桃、石阡、大方、罗甸建立了四大中药材规范化种植基地，种植了何首乌、太子参、银杏、半夏等 20 多个中药材品种；在贵州贵阳、罗甸建立了注射剂、口服制剂生产基地，拥有各类片剂、胶囊剂、颗粒剂、滴丸剂、散剂、糖浆剂、丸剂、注射剂、粉针、冻干粉针剂等生产能力。截至 2018 年末，公司医药制造业务设计年产值可达约 20 亿元⁷。

采购方面，该业务生产所需的原料主要是中药材、辅料、包装类材料等，其中中药材主要包括干银杏叶、黄芪、丹参、碱花、人参等，大部分能够自给；辅料主要包括乙醇、淀粉、硬脂酸镁、滑石粉等。在结算方式上，公司与中药材供应商的付款周期一般在 45-60 天，以现金结算为主；与辅料、包装供应商付款周期一般 90 天，以票据为主。目前，公司一般预先制定 3 个月的生产计划，根据生产计划，采购部门再进行采购计划的制定。

销售方面，目前该公司产品直接下游客户为全国各地的医药流通企业，公司在各省市均有销售人员常驻，负责与当地的医药流通企业的业务洽谈，并负责货款催收。公司产品最终客户一般为医院等医疗机构和药房等零售点，在结算上，公司一般采取货到付款的方式，周期大多数在 3 个月左右，以现金和票据结算为主。

研发方面，该公司重视中成药新产品的研发和改进，同时因收购中肽生化，公司切入生物制药领域，并进一步加大研发投入，研发部门由 2015 年末 17 人扩张为 2018 年末的 134 人，2018 年研发投入也增长至 0.37 亿元。

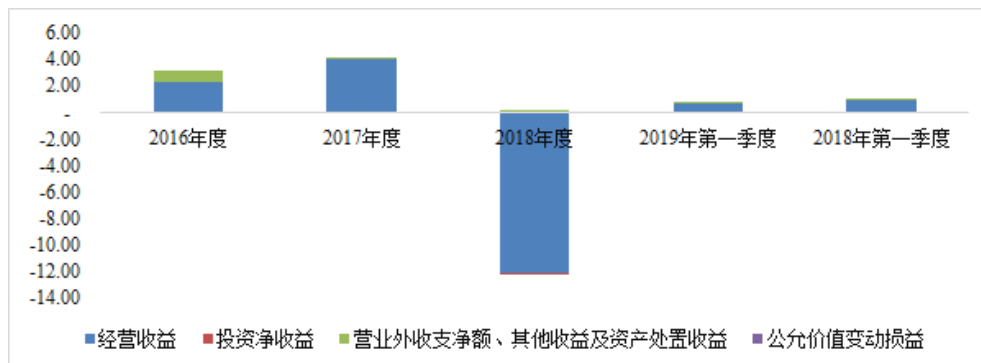
⁶ 2016 年以来，公司银杏叶片产品未在上海地区中标，银杏叶片产销量均有较大程度下滑。

⁷ 该公司医药制造业务产能利用率较低，主要是因为公司提前布置大量产能所致，且设计产能按满负荷运转测算。根据生产药品的单价不同，设计产值也会不同。

总体上看，该公司医药制造业务具有一定的市场竞争力，但目前中成药市场竞争较激烈，公司仍将面临一定的竞争压力。随着中肽生化的并入，公司在生物制药领域有了一定的发展，但在竞争格局变化下未来中肽生化的发展也面临一定的不确定性。公司将继续加大研发投入，并将中肽生化的研发、创新能力与公司医疗服务等业务相融合，未来公司业务整合情况及公司生物制药领域的发展有待关注。

(2) 盈利性

图表 11. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据信邦制药所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

跟踪期内，因中肽生化经营业绩不达预期，基于审慎性原则，该公司对中肽生化计提了 15.37 亿元的高誉减值，导致了当期公司经营收益的大幅下降，当年净利润出现较大亏损。

2018 年及 2019 年第一季度，该公司分别实现营业收入 65.80 亿元及 15.61 亿元，较上年同期分别增长 9.63% 及 3.27%，收入规模不断扩大。但跟踪期内，受“两票制”及“二次议价”政策的影响，同时公司加大布局生物制药领域，部分生物制药产品尚未产生收益，而中肽生化业绩出现明显下滑，导致公司医药制造业务收入持续下滑；公司医药流通与医疗服务经营规模不断扩大，但医药流通、医疗服务业务毛利率低于医药制造业务，导致公司综合毛利率总体呈波动态势，2018 年及 2019 年第一季度，公司实现营业毛利分别为 14.34 亿元及 3.04 亿元，较上年同期分别增长 14.08% 及减少 7.85%，其中 2019 年第一季度由于毛利率的下滑，公司当期毛利规模有所下降；同期公司综合毛利率分别为 21.79% 及 19.47%，其中由于肿瘤医院三期工程于 2018 年 10 月开始投入使用，相关人员成本和折旧摊销增加，导致 2019 年第一季度医疗服务板块毛利率明显下降，导致公司综合毛利率水平的下降。

图表 12. 公司营业利润结构分析

| 公司营业利润结构 | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年度 | 2019 年 第一季度 | 2018 年 第一季度 |
|------------|---------|---------|---------|----------------|----------------|
| 营业收入合计（亿元） | 51.57 | 60.02 | 65.80 | 15.61 | 15.12 |
| 毛利率（%） | 21.49 | 20.93 | 21.79 | 19.47 | 21.81 |

| 公司营业利润结构 | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年度 | 2019 年 第一季度 | 2018 年 第一季度 |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|----------------|----------------|
| 其中：医药流通业务（%） | 10.42 | 11.44 | 15.37 | 14.59 | 14.89 |
| 医疗服务业务（%） | 16.10 | 18.13 | 17.59 | 11.41 | 14.32 |
| 医药制造业务（%） | 65.65 | 66.22 | 64.96 | 63.19 | 69.48 |
| 毛利（亿元） | 11.08 | 12.56 | 14.34 | 3.04 | 3.30 |
| 其中：医药流通业务（亿元） | 3.16 | 4.32 | 6.49 | 1.42 | 1.44 |
| 医疗服务业务（亿元） | 1.93 | 2.42 | 2.73 | 0.46 | 0.49 |
| 医药制造业务（亿元） | 5.93 | 5.74 | 5.03 | 1.15 | 1.35 |
| 期间费用率（%） | 15.15 | 13.47 | 15.67 | 14.64 | 14.68 |
| 其中：财务费用率（%） | 1.84 | 1.53 | 1.77 | 0.96 | 0.81 |
| 全年利息支出总额（亿元） | 1.30 | 1.06 | 1.54 | - | - |
| 其中：资本化利息数额（亿元） | 0.19 | 0.10 | 0.04 | - | - |

资料来源：根据信邦制药所提供数据整理，其中2019年第一季度和2018年第一季度利息支出数据未提供。

跟踪期内，随着业务规模的扩大，该公司各项期间费用规模呈上升趋势，尤其是医药流通销售费用和业务规模扩大导致管理费用有所增长，但公司继续加强成本费用管控，期间费用率总体控制在较合理水平。2018 年及 2019 年第一季度，公司期间费用分别为 10.31 亿元及 2.29 亿元，较上年同期分别增长 2.22 亿元及 0.07 亿元，期间费用率分别为 15.67% 及 14.64%，较上年同期分别增加 2.20 个百分点及降低 0.03 个百分点。

图表 13. 影响公司盈利的其他关键因素分析

| 影响公司盈利的其他关键因素 | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年度 | 2019 年 第一季度 ⁸ | 2018 年 第一季度 |
|-------------------------|---------|---------|---------|-----------------------------|----------------|
| 投资净收益（亿元） | 0.04 | 0.04 | -0.06 | 0.00 | -0.07 |
| 其中：理财产品（亿元） | 0.04 | 0.04 | 0.01 | - | 0.01 |
| 营业外收支净额、其他收益及资产处置收益（亿元） | 0.81 | 0.17 | 0.00 | 0.01 | 0.00 |
| 其中：政府补助（亿元） | 0.86 | 0.14 | 0.17 | - | 0.01 |

资料来源：根据信邦制药所提供数据整理。

跟踪期内，该公司投资收益、政府补贴等非经常性损益对公司利润有一定贡献，但总体规模不大。2018 年及 2019 年第一季度，公司实现投资收益分别为 -0.06 亿元及 0.003 亿元，其中 2018 年主要为处置黔东南众康医院有限公司造成的投资损失，随着公司理财产品的陆续赎回，2018 年理财收益有所下降；2018 年公司收到的政府补贴 0.17 亿元，较 2017 年有所上升，主要系 2018 年收到罗甸县政府产业扶持资金 0.10 亿元。2018 年及 2019 年第一季度，公司分别实现净利润 -12.83 亿元及 0.49 亿元，其中 2018 年受商誉减值影响，净利润出现较大亏损。但若扣除商誉减值影响，公司 2018 年主业经营效益同比基本保持稳定。

⁸ 2019 年第一季度部分细分数据未提供。

(3) 运营规划/经营战略

未来，该公司将以打造高科技的医疗服务集团作为战略目标，加强三大业务板块布局与整合。医药制造方面，公司将继续加大投入，将中肽生化的研发、创新能力体现到医疗服务上，同时聚焦生物医药创新创业生态体系，进一步提高多肽研发实力，扩大全球范围内多肽定制合作业务，并开拓体外诊断试剂的国内销售渠道。医药流通方面，公司将通过自身发展及收购兼并，积极调整和创新医药流通的经营策略；同时进一步完善网络布局，加强终端控制力度，通过延伸物流服务功能、提供配套增值服务、提升服务效率等方式，进一步深化与上下游的合作关系。医疗服务方面，公司将积极参与公立医院改革，通过收购兼并等方式，增加医疗机构数量，扩大医疗服务规模；同时公司将加快发展“互联网+医疗健康”，继续推进“贵医云”、“遵医云医院”等建设，推进区域化医联体分级诊疗体系建设，并进一步深化“个性化家庭医生服务”、“互联网+药学”服务、“电子处方大数据运用”等多个项目的推进。

管理

跟踪期内，该公司控股东西藏誉曦持有公司的 21.52% 股权全部质押，且已被河北省高级人民法院司法冻结，虽公司实际控制人、控股股东暂无变更，且对公司日常经营尚未造成负面影响，但公司后续仍或面临实际控制人变更及股权质押平仓风险。

2017 年，该公司原实际控制人张观福将其持有的 21.04% 公司股份全部转让给西藏誉曦，公司控股股东变更为西藏誉曦，实际控制人变更为朱吉满、白莉惠夫妇。截至 2019 年 3 月末，西藏誉曦持有公司 21.52% 股权，所持股权已全部质押。公司产权状况详见附录一。

根据该公司于 2018 年 7 月 20 日发布的《贵州信邦制药股份有限公司关于控股股东股份被司法冻结的公告》（以下简称“公告”），公司于近日接到控股股东西藏誉曦之控股股东誉衡集团通知，因债权人申请财产保全，西藏誉曦持有的公司股份被河北省高级人民法院司法冻结，截至本评级报告日尚未解除冻结。目前控股股东股权冻结事项暂未对公司日常经营造成负面影响，公司实际控制人、控股股东也暂无变更，但仍需持续关注公司实际控制人变更及股权质押平仓风险。

跟踪期内，该公司高管团队未发生重大变化。2018 年初至 2019 年 3 月末，公司董事长安怀略合计增持公司股份 38,372,275 股，增持后，安怀略直接持有公司股票 77,041,895 股，占公司总股本的 4.62%；公司总经理孔令忠合计增持公司股份 756,700 股，增持后，孔令忠直接持有公司股份 756,700 股，占公司总股本的 0.0454%；公司副总经理杨培合计增持公司股份 602,834 股，增持后，杨培直接持有公司股份 602,834 股，占公司总股本的 0.0362%；另外，公司董

事马晟合计减持公司股份 5,000,009 股，减持后直接持有公司股份 15,000,026 股，占公司总股本的 0.90%。此外，跟踪期内，公司对累计回购的 37,667,177 股股份进行了注销，公司总股本将由 1,704,895,788 股减少至 1,667,228,611 股。另外，2019 年 2 月 26 日，公司再次发布《关于以集中竞价交易方式回购股份的报告书》，拟回购的股份数量不低于 83,361,430 股（含），占公司总股本的 5.00%，且不超过 166,722,860 股（含），占公司总股本的 10.00%，截至 2019 年 6 月 6 日，公司已累计回购股份数量 51,054,688 股，占公司总股本的 3.06%。

跟踪期内，该公司日常经营中的关联交易系购销药品、耗材等产生，其中主要为子公司科开医药和乌当医院等之间的业务往来，关联交易合计 0.75 亿元，总体规模不大。公司与关联企业之间的关联交易均按市场价格计价，关联交易未对公司经营产生负面影响。

跟踪期内，根据公开市场信息及该公司提供的资料显示，除上述控股股东股权被冻结事项外，誉衡集团还存在一笔 506.99 万元的欠息记录，另外誉衡集团由于流动性问题，存在多笔债务违约。除上述事件外，公司及核心子公司等主要关联方未发生欠贷欠息事件，存续债券付息正常；未发生重大工商、质量、安全事故。截至 2018 年末，公司不存在重大诉讼事件。

图表 14. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

| 信息类别 | 信息来源 | 查询日期 | 控股股东 | 母公司 | 科开医药 | 中肽生化 |
|----------|------------------------------|---------------------------------------|----------------------|-----|------|------|
| 欠贷欠息 | 中国人民银行征信中心 | 2019.6.17/ 2019.6.18/ 2019.6.27 | 1 笔欠息， 多笔债务 违约 | 无 | 无 | 无 |
| 各类债券还本付息 | 公开信息披露 | 2019/6/17 | 不涉及 | 正常 | 不涉及 | 不涉及 |
| 重大诉讼 | 最高人民法院失信被执行人信息查询平台/公司公告及情况说明 | 2019/6/17 | 股权被司法冻结 | 无 | 无 | 无 |
| 工商 | 国家企业信用信息公示系统 | 2019/6/17 | 无 | 无 | 无 | 无 |
| 质量 | 公司情况说明 | -- | 无 | 无 | 无 | 无 |
| 安全 | 公司情况说明 | -- | 无 | 无 | 无 | 无 |

资料来源：根据信邦制药所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

跟踪期内，随着医药流通和医疗服务业务规模扩大，业务占用资金量较大，导致该公司外部融资规模持续扩大，且以短期债务为主，面临较大的即期偿债压力。但公司目前业务经营总体稳定，负债经营程度尚属合理，且货币资金存量较充裕，可为债务偿付提供一定缓冲。另外，2018 年公司对中肽生化计提

了 15.37 亿元的商誉减值准备，导致当期净利润大幅亏损，截至 2019 年 3 月末，公司账上商誉余额仍有 7.78 亿元，未来仍需持续关注公司商誉减值风险。

1. 数据与调整

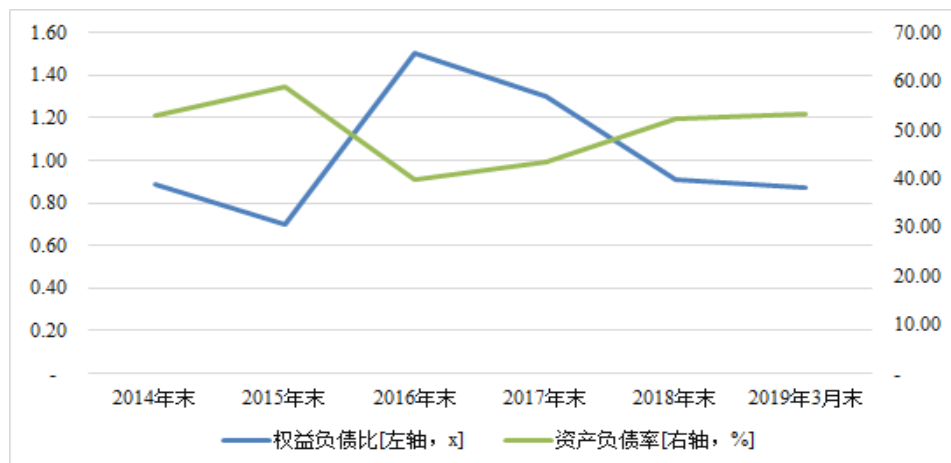
立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。2018 年，根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），公司对财务报表格式进行了修订。公司 2019 年第一季度财务报表未经审计。

截至 2018 年末，该公司纳入合并范围的子公司 51 家。公司经营主体涉及的主要子公司情况详见附录三。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 15. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据信邦制药所提供数据绘制。

跟踪期内，该公司进一步拓展医药流通和医疗服务业务，资金需求量较大，负债规模有所扩大。2018 年末及 2019 年 3 月末，其负债总额分别为 56.86 亿元及 56.69 亿元。同时，由于经营亏损，2018 年末及 2019 年 3 月末公司所有者权益分别下降至 51.69 亿元和 49.55 亿元，其中 2019 年第一季度所有者权益有所下降主要是由于公司进行股份回购而形成的 2.60 亿元的库存股。综合作用下，2018 年末及 2019 年 3 月末公司资产负债率分别为 52.38% 及 53.36%，较上年末分别上升 8.92 个百分点及 0.98 个百分点，但整体仍处于较合理水平。

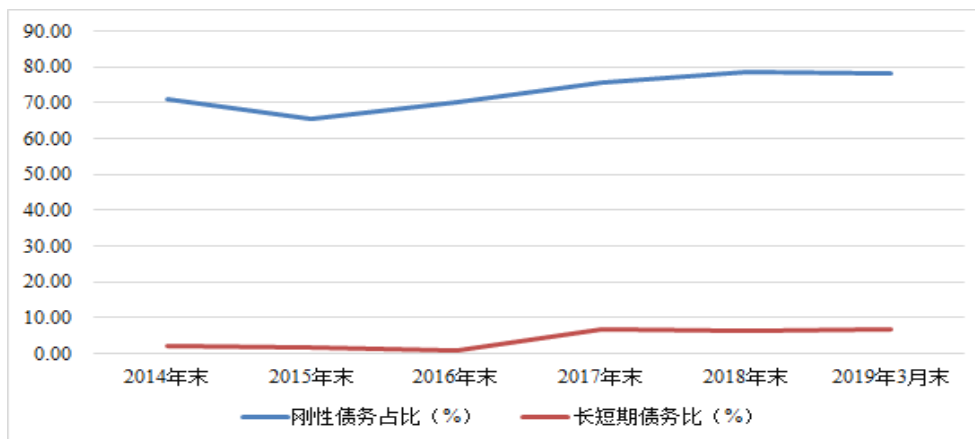
权益资本兑付方面，该公司 2018 年由于出现上市以来的首次亏损，公司 2018 年度不派发现金分红。

根据未来发展战略，该公司将通过自主设立及外延式并购等方式，进一

步扩大经营规模，面临一定的资本支出压力。为满足资金需求，公司会通过银行借款、发行债券等方式筹集资金，未来公司财务杠杆面临进一步上升的可能。

(2) 债务结构

图表 16. 公司债务结构及核心债务



| 核心债务 | 2014 年末 | 2015 年末 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年第一 季度末 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------------|
| 刚性债务 (亿元) | 19.67 | 25.19 | 30.33 | 39.32 | 44.78 | 44.46 |
| 应付账款 (亿元) | 5.91 | 9.82 | 9.55 | 9.58 | 7.83 | 7.70 |
| 预收账款 (亿元) | 0.48 | 0.44 | 0.47 | 0.34 | 0.83 | 0.87 |
| 其他应付款 (亿元) | 0.91 | 1.87 | 1.75 | 1.85 | 2.59 | 2.88 |
| 刚性债务占比 (%) | 71.13 | 65.66 | 70.33 | 75.67 | 78.77 | 78.43 |
| 应付账款占比 (%) | 21.36 | 25.59 | 22.14 | 18.43 | 13.77 | 13.59 |
| 预收账款占比 (%) | 1.74 | 1.15 | 1.08 | 0.65 | 1.46 | 1.53 |
| 其他应付款占比 (%) | 3.30 | 4.89 | 4.06 | 3.56 | 4.55 | 5.08 |

资料来源：根据信邦制药所提供数据绘制。

跟踪期内，该公司债务仍主要由刚性债务、应付账款及其他应付款构成。2017 年末及 2018 年 3 月末，公司刚性债务余额分别为 44.78 亿元及 44.46 亿元，占债务总额的比例分别为 78.77% 及 78.43%。同期末，公司应付账款分别为 7.83 亿元及 7.70 亿元，占债务总额的比例分别为 13.77% 及 13.59%，主要系公司日常经营活动产生的应付货款等，规模较上年末有所下降。同期末，公司其他应付款分别为 2.59 亿元及 2.88 亿元，占债务总额的比例分别为 4.55% 及 5.08%，其中 2018 年较上年末上升 40.10%，主要系两票制实施之后，公司收取的上游厂家的药品质量保证金增加。

从债务期限结构来看，跟踪期内，该公司债务仍以短期债务为主，2018 年末及 2019 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 6.53% 及 6.56%，其中流动负债分别为 53.37 亿元及 53.20 亿元，较上年末分别增长 9.50% 及减少 0.32%。2018 年末公司流动负债规模进一步增长，主要是由于短期借款的增加。公司借款方式主要为信用和保证借款，借款利率一般为基准利率。由于公司位于

贵州省，符合少数民族地区优惠政策，公司一年期流动资金贷款 2.88% 的利息由财政部进行专项补贴，此项优惠政策暂无截止日期。总体上看，公司融资成本尚可，但公司刚性债务仍集中于短期，有较大的即期偿债压力。

(3) 刚性债务

图表 17. 公司刚性债务构成（亿元）

| 刚性债务种类 | 2014 年末 | 2015 年末 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年第一季末 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 短期刚性债务合计 | 19.53 | 25.02 | 30.33 | 36.34 | 41.55 | 41.23 |
| 其中：短期借款 | 17.30 | 23.41 | 27.92 | 33.92 | 38.76 | 39.11 |
| 一年内到期非流动负债 | 0.77 | - | - | - | - | - |
| 应付短期债券 | - | - | - | - | - | - |
| 应付票据 | 1.46 | 1.61 | 2.41 | 2.41 | 2.78 | 2.05 |
| 其他短期刚性债务 | - | - | - | 0.01 | 0.01 | 0.06 |
| 中长期刚性债务合计 | 0.14 | 0.17 | - | 2.98 | 3.23 | 3.23 |
| 其中：长期借款 | - | 0.17 | - | - | 0.25 | 0.25 |
| 应付债券 | - | - | - | 2.98 | 2.98 | 2.98 |
| 其他中长期刚性债务 | 0.14 | - | - | - | - | - |

资料来源：根据信邦制药提供数据整理。

跟踪期内，该公司经营规模继续扩大，对外融资需求有所增加，2018 年末及 2019 年 3 月末，公司刚性债务余额分别为 44.78 亿元及 44.46 亿元，总体呈现增长态势。公司刚性债务主要由银行借款、应付票据及应付债券构成，债务结构偏短期。同期末，公司短期刚性债务分别为 41.55 亿元及 41.23 亿元，占刚性债务总额的比例超过 90%，公司面临较大的即期偿付压力。其中，公司银行借款合计分别为 39.01 亿元及 39.36 亿元，以保证借款与信用借款为主，其中 2018 年末信用借款和保证借款余额分别为 16.15 亿元及 14.74 亿元，截至 2018 年末，公司银行借款利率多为基准利率，利率区间为 4.35%-6.00%。同期末，公司应付票据分别为 2.78 亿元及 2.05 亿元，主要为公司应付的银行承兑汇票。此外，公司应付债券为公司于 2017 年发行的“17 信邦 01”，截至 2019 年 3 月末，公司应付债券余额为 2.98 亿元，债券票面利率为 6.18%。总体上看，公司融资成本尚可。

图表 18. 公司 2018 年末主要刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（亿元）

| 综合融资成本或利率区间\到期年份 | 1 年以内 | 1~2 年（不含 2 年） | 2~3 年（不含 3 年） | 3~5 年（不含 5 年） | 5 年及以上 |
|------------------|-------|---------------|---------------|---------------|--------|
| 3% 以内 | - | - | - | - | - |
| 3%~4%（不含 4%） | - | - | - | - | - |
| 4%~5%（不含 5%） | 32.50 | 0.25 | - | - | - |
| 5%~6%（不含 6%） | 2.70 | - | - | - | - |
| 6%~7%（不含 7%） | 3.57 | - | - | 2.98 | - |
| 7% 及以上 | - | - | - | - | - |

| 综合融资成本或利率区间\到期年份 | 1年以内 | 1~2年(不含2年) | 2~3年(不含3年) | 3~5年(不含5年) | 5年及以上 |
|------------------|-------|------------|------------|------------|-------|
| 合计 | 38.76 | 0.25 | - | 2.98 | -- |

资料来源：信邦制药

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 19. 公司经营环节现金流量状况

| 主要数据及指标 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019Q1 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业周期(天) | 178.29 | 174.17 | 191.28 | 195.70 | 203.62 | - |
| 营业收入现金率(%) | 111.02 | 95.04 | 90.07 | 92.01 | 100.54 | 89.42 |
| 业务现金收支净额(亿元) | 4.07 | 5.80 | 1.23 | 5.93 | 2.44 | 1.44 |
| 其他因素现金收支净额(亿元) | -6.05 | -3.62 | -3.22 | -3.91 | -4.62 | -0.36 |
| 经营环节产生的现金流量净额(亿元) | -1.99 | 2.17 | -1.99 | 2.02 | -2.19 | 1.08 |
| EBITDA(亿元) | 3.29 | 4.87 | 6.00 | 7.12 | -8.20 | - |
| EBITDA/刚性债务(倍) | 0.29 | 0.22 | 0.22 | 0.20 | -0.20 | - |
| EBITDA/全部利息支出(倍) | 4.44 | 3.88 | 4.04 | 6.17 | -5.32 | - |

资料来源：根据信邦制药所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司医药流通业务进行药品配送时需支付给医院较大金额的保证金，且医药流通业务货款回收相对较慢，同时近年来公司不断拓展上游制药代理权，需要提前预付的款项较多，公司营业周期有所拉长，2018年，公司营业周期为203.62天，营业周期较上年增加7.92天。

2018年及2019年第一季度，该公司经营性现金流量净额分别为-2.19亿元及1.08亿元，其中2018年公司经营性现金流呈现净流出，一方面由于受“两票制”影响，上游供应商要求预付及现款的结算方式增加，导致2018年支付的药品款较上年同期增加，另一方面，2018年公司新增贵州医科大学第二附属医院、贵航贵阳医院等药品配送保证金；同期，公司营业收入现金率分别为100.54%及89.42%。受医药流通资金占用较大，医疗服务回款时间具有一定不确定性等因素的影响，跟踪期内，公司经营活动产生的现金流产生一定的波动，对流动负债的保障程度不稳定。

2018年，该公司EBITDA为-8.20亿元，主要受计提中肽生化15.37亿元的商誉减值的影响，EBITDA大幅亏损。同年，公司EBITDA对利息支出的倍数为-5.32倍，EBITDA对刚性债务的倍数为-0.20倍，由于2018年EBITDA大幅亏损，难以对公司刚性负债及利息偿付形成保障。

(2) 投资环节

图表 20. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

| 主要数据及指标 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019Q1 |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 回收投资与投资支付净流入额 | -0.36 | 0.39 | -1.76 | -0.06 | 0.47 | 0.01 |
| 购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额 | -2.67 | -4.92 | -4.24 | -4.34 | -2.63 | -0.44 |
| 其他因素对投资环节现金流量影响净额 | -0.70 | 0.01 | - | - | - | 0.00 |
| 投资环节产生的现金流量净额 | -3.73 | -4.52 | -6.00 | -4.40 | -2.16 | -0.42 |

资料来源：根据信邦制药所提供数据整理。

在投资方面，跟踪期内，由于公司持续推进旗下医院的在建工程建设工作以及医药流通板块的收购整合，该公司投资活动仍呈净流出状态，2018 年及 2019 年第一季度，公司投资性现金流量净额分别为-2.16 亿元和-0.42 亿元，净流出规模较上年有所收窄。未来，公司医疗服务板块仍有对外扩张投资需求，预计短期内公司投资性现金流仍将呈现净流出状态。

(3) 筹资环节

图表 21. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

| 主要数据及指标 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019Q1 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 权益类净融资额 | 2.80 | -0.17 | 17.75 | -0.44 | -3.55 | -2.60 |
| 债务类净融资额 | 6.47 | 1.89 | 0.48 | 7.27 | 2.58 | 0.004 |
| 其中：现金利息支出 | 0.59 | 1.05 | 1.28 | 1.35 | 1.92 | 0.39 |
| 筹资环节产生的现金流量净额 | 9.27 | 1.72 | 18.23 | 6.83 | -0.97 | -2.60 |

资料来源：根据信邦制药所提供数据整理。

跟踪期内，该公司仍主要通过银行借款及发行债券进行融资。2018 年及 2019 年第一季度，公司筹资性现金流量净额分别为-0.97 亿元及-2.60 亿元。2018 年以来，由于支付了回购股份款，导致 2018 年及 2019 年第一季度筹资性现金流呈现净流出状态。总体上看，公司融资渠道较畅通，能通过外部融资获取运营和投资资金，能对公司流动性形成一定的补充。

4. 资产质量

图表 22. 公司主要资产的分布情况

| 主要数据及指标 | 2014 年末 | 2015 年末 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年第一 季度末 |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------------|
| 流动资产（亿元，在总资产中占比） | 33.24 | 38.27 | 56.41 | 63.38 | 66.73 | 64.54 |
| | 63.65% | 58.84% | 52.25% | 53.01% | 61.48% | 60.75% |
| 其中：现金类资产（亿元） | 7.91 | 7.49 | 18.33 | 23.19 | 17.81 | 15.74 |
| 应收账款（亿元） | 10.58 | 14.71 | 22.03 | 24.07 | 27.05 | 27.83 |
| 存货（亿元） | 5.45 | 6.15 | 7.44 | 7.00 | 10.44 | 10.00 |
| 预付款项（亿元） | 4.26 | 5.00 | 3.13 | 3.68 | 3.93 | 3.35 |
| 其他应收款（亿元） | 4.05 | 4.32 | 3.92 | 4.56 | 7.32 | 7.55 |

| 主要数据及指标 | 2014 年末 | 2015 年末 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年第一 季度末 |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|
| 非流动资产（亿元，在总资产中占比） | 18.99 | 26.77 | 51.56 | 56.17 | 41.81 | 41.69 |
| | 36.35% | 41.16% | 47.75% | 46.99% | 38.52% | 39.25% |
| 其中：固定资产（亿元） | 7.22 | 13.64 | 14.98 | 20.89 | 24.06 | 23.85 |
| 在建工程（亿元） | 1.45 | 3.91 | 8.62 | 6.18 | 3.68 | 3.85 |
| 无形资产（亿元） | 1.44 | 1.66 | 3.49 | 3.37 | 3.28 | 3.22 |
| 商誉（亿元） | 6.48 | 6.48 | 23.19 | 23.19 | 7.78 | 7.78 |
| 期末全部受限资产账面金额（亿元） | 4.07 | 3.90 | 4.09 | 3.57 | 6.22 | - |
| 期末全部受限资产评估价值（亿元） | 4.07 | 3.90 | 4.09 | 3.57 | 6.22 | - |
| 受限资产账面余额/总资产（%） | 7.79% | 5.60% | 3.79% | 2.99% | 5.73% | - |

资料来源：根据信邦制药所提供数据整理。

截至 2018 年末，该公司资产总额为 108.54 亿元，较上年末下降 9.21%，主要是受到计提大额商誉减值损失影响。2018 年末公司流动资产和非流动资产占比分别为 61.48% 及 38.52%，公司资产以流动资产为主，符合公司的业务特点。

截至 2018 年末，该公司流动资产为 66.73 亿元，较上年末增长 5.30%，主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款及存货构成。年末，公司货币资金为 16.14 亿元，较上年末减少 24.75%，主要由于 2017 年公司发行债券收到的现金增多，而 2018 年部分资金已经使用所致，其中 2018 年末公司受限货币资金 1.19 亿元。年末公司应收账款为 27.05 亿元，较上年末增长 12.39%，系经营规模扩大，公司给予客户的商业信用增多所致，其中主要是医药流通业务形成，回款周期较慢，占用了较多资金，公司应收账款主要为应收二级以上公立医院及各级医保部门款项，主要应收对象包括贵州医科大学附属医院、贵州医科大学第二附属医院、遵义医科大学附属医院、贵航贵阳医院等。年末，公司预付款项为 3.93 亿元，较上年末增长 6.81%，主要系预付新药研发费用、预付医药流通业务采购费用和预付医院装修款等。年末，公司其他应收款为 7.32 亿元，主要系药品配送保证金、往来借款及备用金等，药品配送保证金增速较快，其中 2018 年公司并购了多家流通企业，并新增了部分下游医院终端客户，配送保证金增长明显，导致了当期其他应收款较上年末上升 60.30%。年末公司存货为 10.44 亿元，主要是原材料、库存商品、半成品等，其中 2018 年由于公司并购了多家流通企业，同时增加了中药原料药储备，当期存货规模较上年末上升 49.20%。总体上看，公司流动资产中存货、应收账款变现速度较慢，但货币资金存量较充裕，可为债务偿付提供一定保障。2019 年 3 月末，公司流动资产为 64.54 亿元，较上年末略降 3.28%，仍主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款及存货构成，当期末，公司以上科目余额分别为 14.14 亿元、27.83 亿元、3.35 亿元、7.55 亿元及 10.00 亿元，较上年末变化不大。

截至 2018 年末，该公司非流动资产为 41.81 亿元，较上年末减少 25.57%，主要由固定资产、在建工程、无形资产及商誉构成。2018 年末，

公司固定资产为 24.06 亿元，在建工程为 3.68 亿元，主要系公司厂房、设备及医院改扩建工程等，其中 2018 年肿瘤医院第三期住院大楼、博大医院主楼在建工程转固，同时众康医院在建工程项目终止⁹，导致当期末在建工程较上年末下降 40.42%，固定资产较上年末上升 15.18%。年末公司无形资产为 3.28 亿元，较上年末略降 2.54%，主要系公司土地使用权、专利权及非专利技术等。另外，2018 年公司已对中肽生化计提了 15.37 亿元的商誉减值准备，截至 2018 年末公司商誉下降至 7.78 亿元，主要是收购科开医药等形成的商誉。2019 年 3 月末，公司非流动资产较上年末变化不大。

2018 年末，该公司受限资产合计 6.22 亿元，占总资产的 5.73%，其中受限货币资金 1.19 亿元，主要由于票据保证金及质押借款；受限应收票据 0.80 亿元、受限固定资产 0.93 亿元、受限无形资产 0.07 亿元、受限应收账款 3.22 亿元，均用于抵质押借款。

5. 流动性/短期因素

图表 23. 公司资产流动性指标

| 主要数据及指标 | 2014 年末 | 2015 年末 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年第一季度末 |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|
| 流动比率 (%) | 122.74 | 101.47 | 131.69 | 130.03 | 125.03 | 121.32 |
| 速动比率 (%) | 86.90 | 71.90 | 107.01 | 108.11 | 98.09 | 96.23 |
| 现金比率 (%) | 29.20 | 19.85 | 42.79 | 47.58 | 33.37 | 29.59 |

资料来源：根据信邦制药所提供数据整理。

2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司流动比率分别为 125.03% 及 121.32%，速动比率分别为 98.09% 及 96.23%，随着 2018 年公司负债总额的上升，公司流动性指标有所下降，但流动资产对流动负债的覆盖程度总体良好。但考虑到公司医药流通业务资金占用较大等因素，仍需关注应收账款回款情况。

6. 表外事项

截至 2019 年 3 月末，该公司未决诉讼金额合计 801.43 万元，主要是医疗纠纷涉诉事项形成，而单笔诉讼涉及金额均较小，且未计提坏账损失。

截至 2019 年 3 月末，该公司无对外担保余额。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部除管理职能外，还从事部分医药制造业务，2018 年及 2019 年一季度，公司本部实现收入 4.77 亿元及 0.92 亿元，较上年同期分别下降 5.30% 及 21.27%，实现净利润分别为 -10.24 亿元及 0.29 亿元。同期公司销售

⁹ 因为黔东南众康医院所使用土地的使用权属于贵州医科大学第二附属医院，财政不同意国有资产出租，故终止合作。

商品、提供劳务收到的现金分别为 5.18 亿元及 1.20 亿元，公司本部主业现金回笼能力较强。

资产方面，2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司本部资产规模分别为 72.53 亿元及 71.14 亿元，略有下降。同期末，公司本部负债总额分别为 27.12 亿元及 28.05 亿元，负债规模逐年递增，资产负债率分别为 37.39% 和 39.42%，刚性债务占比分别为 79.57% 及 77.82%，且以短期债务为主，面临一定的即期偿付压力。

外部支持因素

截至 2018 年末，该公司获得的银行授信总额为 71.25 亿元，其中尚未使用的额度为 28.74 亿元，尚有一定的后续融资空间。

图表 24. 来自大型国有金融机构的信贷支持

| 机构类别 | 综合授信 | 其中：贷款授信 | 已使用授信额度 | 附加条件/增信措施 |
|------------------|-------|---------|---------|-----------|
| 全部（亿元） | 71.25 | 58.25 | 42.51 | 无 |
| 其中：国家政策性金融机构（亿元） | - | - | - | 无 |
| 工农中建交五大商业银行（亿元） | 26.75 | 26.75 | 21.87 | 无 |
| 其中：大型国有金融机构占比（%） | 37.54 | 45.92 | 51.43 | - |

资料来源：根据信邦制药所提供数据整理（截至 2018 年末）。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权

“17 信邦 01”于 2017 年 12 月发行，发行规模为 3 亿元，期限为 5 年，票面利率为 6.18%，并附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。跟踪期内，相关附带特定条款尚未到可执行期。

跟踪评级结论

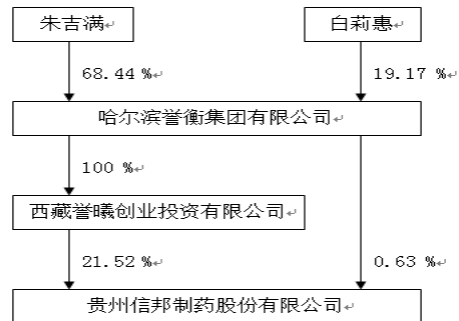
该公司自成立以来一直从事中成药的产销业务，同时公司通过外延式并购进入医药流通和医疗服务业务领域，并取得了一定经营成果，跟踪期内，公司收入规模实现快速增长。但其中，受“两票制”及“二次议价”等因素影响，公司医药制造业务收入有所下滑，而医药流通与医疗服务业务均保持了增长态势。另外，随着业务领域的拓展和业务规模的扩大，公司也将持续面临市场竞争加剧、原料价格波动及营运资金缺口扩大等经营压力。公司盈利主要依靠主业经营，医药制造业务毛利率较稳定，医疗流通与医疗服务毛利率相对较低，跟踪期内，公司毛利率情况总体有所波动。同时，受中肽生

化商誉减值的影响，2018 年公司净利润大幅亏损。

跟踪期内，随着医药流通和医疗服务业务规模扩大，业务占用资金量较大，导致该公司外部融资规模持续扩大，且以短期债务为主，面临较大的即期偿债压力。但公司目前业务经营总体稳定，负债经营程度尚属合理，且货币资金存量较充裕，可为债务偿付提供一定缓冲。另外，2018 年公司对中肽生化计提了 15.37 亿元的商誉减值准备，导致当期净利润大幅亏损，截至 2019 年 3 月末，公司账上商誉余额仍有 7.78 亿元，未来仍需持续关注公司商誉减值风险。

附录一：

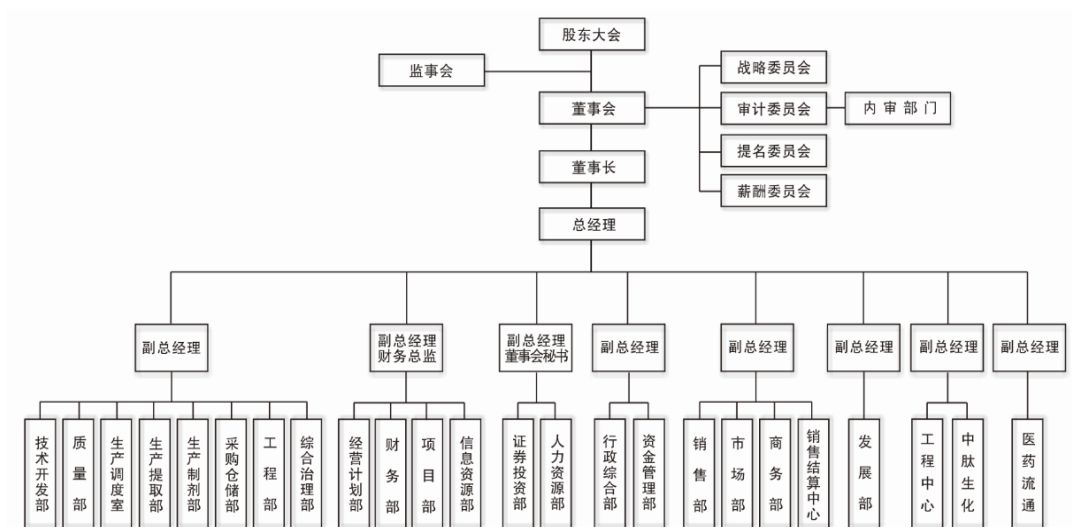
公司与实际控制人关系图



注：根据信邦制药提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据信邦制药提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

| 全称 | 简称 | 与公司关系 | 母公司 持股比例 (%) | 主营业务 | 2018年(末)主要财务数据(亿元) | | | | | | 备注 |
|--------------|--------------------|-------|--------------------|----------------|--------------------|---------------|--------------|-------------|------------------------|----------------|-------|
| | | | | | 刚性债务余额 (亿元) | 所有者权益 (亿元) | 营业收入 (亿元) | 净利润 (亿元) | 经营环节现金 净流入量 (亿元) | EBITDA (亿元) | |
| 贵州信邦制药股份有限公司 | 信邦制药 | 本部 | - | 医药制造等 | 21.58 | 45.41 | 4.77 | -10.24 | 1.01 | - | 母公司口径 |
| 贵州信邦药业有限公司 | 信邦药业 ¹⁰ | 子公司 | 100.00% | 医药制造等 | 0.99 | 1.68 | 6.28 | 0.09 | 0.20 | 0.31 | 母公司口径 |
| 贵州科开医药有限公司 | 科开医药 | 子公司 | 99.98% | 医药流通、 医疗服务等 | 9.88 | 8.49 | 15.35 | 0.24 | -2.58 | 0.81 | 母公司口径 |
| 中肽生化有限公司 | 中肽生化 | 子公司 | 100.00% | 医药制造等 | 0.50 | 7.93 | 2.11 | 0.60 | 0.53 | 0.84 | 合并口径 |

注：根据信邦制药 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

¹⁰ 公司对科开医药及信邦药业未出具合并口径的审计报告。

附录四：

主要数据及指标

| 主要财务数据与指标[合并口径] | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 第一季度 |
|----------------------|--------|--------|--------|---------------|
| 资产总额 [亿元] | 107.97 | 119.55 | 108.54 | 106.24 |
| 货币资金 [亿元] | 16.74 | 21.45 | 16.14 | 14.14 |
| 刚性债务[亿元] | 30.33 | 39.32 | 44.78 | 44.46 |
| 所有者权益 [亿元] | 64.85 | 67.59 | 51.69 | 49.55 |
| 营业收入[亿元] | 51.57 | 60.02 | 65.80 | 15.61 |
| 净利润 [亿元] | 2.43 | 3.31 | -12.83 | 0.49 |
| EBITDA[亿元] | 6.00 | 7.12 | -8.20 | — |
| 经营性现金净流入量[亿元] | -1.99 | 2.02 | -2.19 | 1.08 |
| 投资性现金净流入量[亿元] | -6.00 | -4.40 | -2.16 | -0.42 |
| 资产负债率[%] | 39.94 | 43.47 | 52.38 | 53.36 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 213.85 | 171.89 | 115.41 | 111.45 |
| 流动比率[%] | 131.69 | 130.03 | 125.03 | 121.32 |
| 现金比率[%] | 42.79 | 47.58 | 33.37 | 29.59 |
| 利息保障倍数[倍] | 2.98 | 4.55 | -6.88 | — |
| 担保比率[%] | — | — | — | — |
| 营业周期[天] | 191.28 | 195.70 | 203.62 | — |
| 毛利率[%] | 21.49 | 20.93 | 21.79 | 19.47 |
| 营业利润率[%] | 4.48 | 7.04 | -18.17 | 4.17 |
| 总资产报酬率[%] | 5.10 | 4.61 | -9.31 | — |
| 净资产收益率[%] | 5.30 | 5.01 | -21.52 | — |
| 净资产收益率*[%] | 5.53 | 4.93 | -22.39 | — |
| 营业收入现金率[%] | 90.07 | 92.01 | 100.54 | 89.42 |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | -4.93 | 4.41 | -4.28 | — |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | -19.61 | -5.01 | -7.99 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 4.04 | 6.17 | -5.32 | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.22 | 0.20 | -0.20 | — |

注：表中数据依据信邦制药经审计的2016~2018年度及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

| |
|--|
| 资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100% |
| 权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100% |
| 流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100% |
| 现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100% |
| 利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出) |
| 担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100% |
| 营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]} |
| 毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100% |
| 营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100% |
| 总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100% |
| 净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100% |
| 净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100% |
| 营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100% |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100% |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100% |
| EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息) |
| EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2] |

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

| 等 级 | | 含 义 |
|-------------|-------|----------------------------------|
| 投 资 级 | AAA 级 | 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| | AA 级 | 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| | A 级 | 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| | BBB 级 | 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| 投 机 级 | BB 级 | 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| | B 级 | 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| | CCC 级 | 债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| | CC 级 | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。 |
| | C 级 | 不能偿还债券本息。 |

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。