

2018 年吉林敖东药业集团股份有限公司  
可转换公司债券 2020 年跟踪  
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

## 信用评级报告声明

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

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

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

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

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：





报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪  
第【36】号 01

债券简称：敖东转债

债券剩余规模：  
24.07 亿元

债券到期日期：  
2024 年 3 月 13 日

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

分析师

姓名：  
张旻烁 刘书芸

电话：  
021-51035670

邮箱：  
zhangmy@cspengyuan.com

本次评级采中证鹏元资  
信评估股份有限公司化  
学制药企业主体长期信  
用评级方法，该评级方  
法已披露于公司官方网  
站。

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 2018 年吉林敖东药业集团股份有限公司 可转换公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 05 月 20 日	2019 年 05 月 29 日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对吉林敖东药业集团股份有限公司（以下简称“吉林敖东”或“公司”，证券代码：000623.SZ）及其 2018 年 03 月 13 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司对广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）投资规模较大、贡献了高额的投资收益，整体偿债能力很强；同时也关注到，受医保控费、控制辅助用药政策影响，公司化学药品主要产品销量继续下滑，利润总额对投资收益依赖较大、未来仍存在较大的波动性，以及较高的期间费用对公司利润造成较大侵蚀等风险因素。

### 正面：

- 公司对广发证券投资规模较大，贡献了高额的投资收益。截至 2019 年底，公司对广发证券投资账面价值 161.42 亿元，占资产总额的 62.56%。2019 年公司对广发证券确认投资收益 13.16 亿元，占当期营业利润的 88.72%。
- 公司整体债务负担较轻，偿债能力很强。截至 2019 年底，公司资产负债率为 13.01%，速动比率为 5.66，资产以上市公司股权投资为主，且流动资产中货币资金、定期存款合计 36.83 亿元，流动性较高、变现能力好。

## 关注:

- **受医保控费、控制辅助用药政策影响，公司化学药品主要产品销量继续下滑。**公司化学药品主要产品注射用核糖核酸II、小牛脾提取物注射液仅被列入部分省份增补医保目录。2019年7月注射用核糖核酸II被列入首批国家重点监控合理用药药品目录，2019年8月新版国家医保目录公布，要求省增补医保目录三年内逐步消化，优先将纳入国家重点监控范围的药品调整出省医保支付范围。受上述政策影响，2019年公司注射用核糖核酸II、小牛脾提取物注射液销量分别同比下降17.12%、4.74%。未来随着相关政策继续推进，化学药品主要产品销量或继续下滑。
- **公司利润总额对投资收益依赖较大，未来仍存在较大的波动性。**2019年公司实现投资收益125,894.70万元，占当年利润总额的85.08%，利润总额对投资收益依赖仍较大。公司投资收益以对广发证券的投资收益为主，受广发证券盈利水平影响较大，未来仍存在较大的不确定性。
- **公司期间费用规模较大，对公司利润造成较大侵蚀。**公司期间费用以销售费用为主，2019年公司期间费用规模仍较大，为19.27亿元，期间费用率达62.39%，较大规模的期间费用仍对公司利润造成较大侵蚀。

## 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	2,613,774.65	2,580,090.49	2,465,854.23	2,183,162.66
归属于母公司所有者权益合计	2,254,419.73	2,224,949.86	2,102,840.58	2,027,675.71
有息债务	212,413.16	209,351.69	201,294.48	1,249.00
资产负债率	13.01%	13.01%	13.85%	6.04%
流动比率	6.02	6.19	4.90	3.18
速动比率	5.46	5.66	4.44	2.68
营业收入	46,828.73	308,837.96	332,407.83	297,677.16
投资收益	38,363.70	125,894.70	72,107.60	148,117.82
营业利润	32,115.15	148,306.96	97,758.95	192,680.99
净利润	32,714.65	139,339.84	92,465.61	184,514.62
综合毛利率	62.70%	68.96%	72.00%	70.75%
总资产回报率	-	6.31%	4.63%	9.18%
EBITDA	-	178,893.02	126,367.24	211,495.91
EBITDA利息保障倍数	-	15.82	14.45	860.70
经营活动现金流净额	5,212.56	37,945.69	34,763.52	25,648.60

注：2017年数据采用2018年审计报告年初数

资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

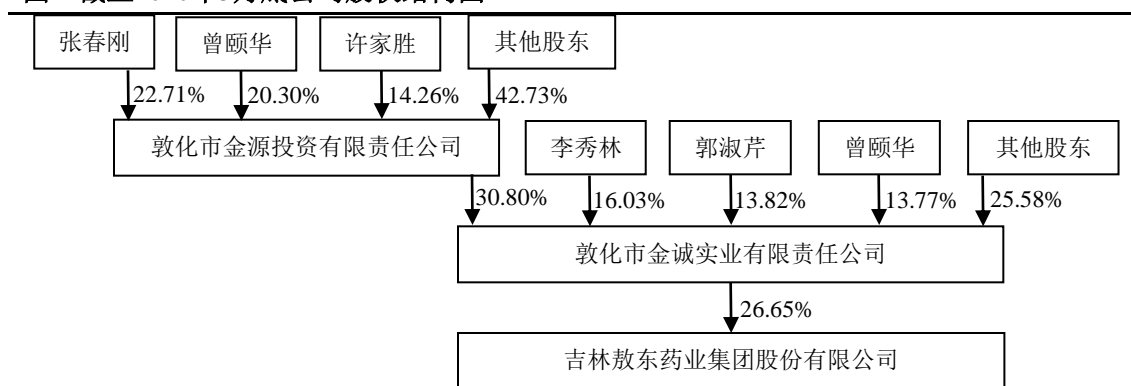
公司于2018年3月13日公开发行6年期24.13亿元可转换公司债券，募集资金计划用于吉林敖东延边药业股份有限公司扩建升级项目二期工程项目、吉林敖东世航药业股份有限公司中药饮片（含直接口服饮片）智能工厂建设项目、吉林敖东洮南药业股份有限公司自动化生产线建设项目、吉林敖东延吉药业科技园建设项目以及补充流动资金项目。根据公司2019年年度报告，截至2019年底，本期债券募集资金专项账户余额为157,849.91万元。

## 二、发行主体概况

2019年本期债券转股增加股本25.48万元，2020年一季度本期债券转股增加股本0.25万元，截至2020年3月底，公司股本变更为116,303.55万元。

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人未发生变化。截至2020年3月底，公司控股股东仍为敦化市金诚实业有限责任公司（以下简称“金诚公司”），持有公司股份26.65%<sup>1</sup>；实际控制人仍为敦化市金源投资有限责任公司以及李秀林、郭淑芹、曾颐华、陈永丰、杨凯、李秉安、杨学宏等7名自然人。

图1 截至2020年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期公司主营业务亦无变化，仍主要从事中成药、化学药品研发、生产和销售，主要产品仍为安神补脑液、注射用核糖核酸II、小牛脾提取物注射液等。2019年公司合并范围新增子公司2家。

<sup>1</sup> 截至2020年4月3日，金诚公司持有公司股票30,994万股，占公司总股本的26.65%；累计质押股份14,218万股，占其所持股份比例为45.87%，占公司总股本的比例为12.22%。



**表1 2019年公司合并报表范围新增子公司情况（单位：万元）**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
吉林敖东创新医药科技有限公司	100%	3,000	药品研发、销售等	新设
抚顺敖东大药房连锁有限公司	100%	7,000	批发和零售业	新设

资料来源：公司 2019 年年报，中证鹏元整理

### 三、运营环境

**2019 年我国医保控费继续加码，预计未来我国化药制剂行业业绩继续承压、行业内仍以结构调整为主**

2019 年我国医保控费继续加码，用药结构调整、药品降价两手抓。2019 年 6 月，按疾病诊断相关分组付费（DRGs）国家 30 个试点城市公布；DRGS 的实施将压缩药品、耗材、检查等相关费用，我国用药结构将改变，相对低价的、治疗性的药品迎来利好。2019 年 7 月，国家卫生健康委员会官网发布通知，公布我国首批国家重点监控合理用药药品目录，神经节苷脂、脑苷肌肽、鼠神经生长因子等 20 种药品<sup>2</sup>被纳入监控名单并被调出国家医保目录，同时国家医保局取消省级增补目录，要求省增补医保目录三年内逐步消化，优先将纳入国家重点监控范围的药品调整出省医保支付范围；重点监控合理用药目录的出台有利于医保支出结构的调整，规范目录内药品的使用，增加治疗性药品的使用。2019 年 9 月，“4+7”带量采购扩至 25 个省级行政区，品种与 11 城市一致；与联盟地区 2018 年最低采购价相比，拟中选价平均降幅 59%；与“4+7”试点中选价格水平相比，平均降幅 25%。2019 年 11 月，国家药价谈判结果公布，拟谈判的 150 个品种中（新增+续约），共有 97 个品种谈判成功；其中，119 个新增品种中 70 个谈判成功，平均降幅 60.7%；31 个续约药品中 27 个品种谈判成功，降幅达到 26.4%。

中证鹏元预计，在医保控费的大基调下，预计未来我国化药制剂行业业绩继续承压、行业内部仍以结构调整为主，研发实力强、产品质量高且疗效明确的化药制剂企业具有较强竞争优势，辅助用药、营养性药品等药品生产企业将继续面临较大经营压力。

**表2 2019年医保控费继续加码，用药结构调整、药品降价两手抓**

政策	具体内容
<b>DRGS 付费落地</b>	2019 年 6 月 5 日，国家医保局、财政部、国家卫生健康委、国家中医药局联合印发《关于按疾病诊断相关分组付费国家试点城市名单的通知》，确定北京、天津、上海等全国 30 个城市为按疾病诊断相关分组付费（DRGs）国家试点城市，DRGS

<sup>2</sup> 20 种药品为：神经节苷脂、脑苷肌肽、奥拉西坦、磷酸肌酸钠、小牛血清去蛋白、前列地尔、曲克芦丁脑蛋白水解物、复合辅酶、丹参川穹嗪、转化糖电解质、鼠神经生长因子、胸腺五肽、核糖核酸 II、依达拉奉、骨肽、脑蛋白水解物、核糖核酸、长春西汀、小牛血去蛋白提取物、马来酸桂哌齐特。

	的实施将压缩药品、耗材、检查等相关费用，我国用药结构将改变，相对低价的、治疗性的药品迎来利好
<b>国家首批重点监控目录发布</b>	2019年7月，国家卫生健康委员会官网发布通知，公布我国首批国家重点监控合理用药药品目录。经专项论证，一致决定将国家医保药品目录中的重点监控药品全部调出。在这20个品种中，涉及了石药欧意、齐鲁制药、步长制药与吉林四环制药的子公司吉林四长制药等176家公司的470个批准文号，总市场规模约500亿元。将此类药品调出目录，有利于为调入更多救命救急的好药腾出空间。也有利于促进行业快速转型升级。
<b>“4+7”全国扩围</b>	2019年9月，上海阳光医药采购网发布的《国家组织药品集中采购和使用试点全国扩围产生拟中选结果》显示，25个“4+7”试点药品扩围采购全部成功，价格都降低到不高于“4+7”试点中选价格的水平。产生拟中选企业45家，拟中选产品60个。与联盟地区2018年最低采购价相比，拟中选价平均降幅59%；与“4+7”试点中选价格水平相比，平均降幅25%。
<b>国家药价谈判</b>	2019年11月，国家医保局、人力资源社会保障部印发《关于将2019年谈判药品纳入〈国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录〉乙类范围的通知》，正式公布谈判药品准入结果。拟谈判的150个品种中（新增+续约），共有97个品种谈判成功。其中119个新增品种中70个谈判成功，平均降幅60.7%。三种乙肝治疗用药降幅85%以上，肿瘤糖尿病降幅65%以上。31个续约药品中27个品种谈判成功，降幅达到26.4%。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

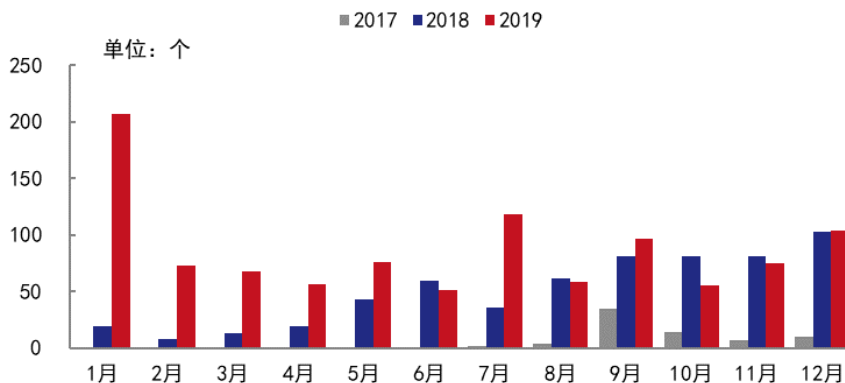
### 2019年一致性评价申报加速，经营规模小且没有优势品种的化药制剂企业中长期仍面临较大生存压力

2019年一致性评价申报提速。2016年3月国务院办公厅印发的《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》正式对外公布，标志着我国已上市仿制药质量和疗效一致性评价工作全面展开。受部分药品参比制剂或尚未明确或监管公布不及时、临床试验机构数量紧缺等因素影响，2018年289目录品种<sup>3</sup>一致性评价进展缓慢。2019年仿制药一致性评价申报提速，申报量较2018年大幅增长。根据米内网数据显示，截至2019年12月6日，通过或视同通过一致性评价品种数185个(492个受理号)，涉及137家药企(以集团计)，其中有44个品种过评企业数达3家及以上，有29个品种过评企业数达2家，有112个品种独家过评。

随着仿制药一致性评价的推进，中证鹏元预计经营规模小且没有优势品种的化药制剂企业中长期仍面临较大生存压力。仿制药一致性评价289目录对应药品批文有18,000多个，大部分品种年销售额不超过500万，而口服固体制剂、注射剂一致性评价单个品种成本分别约500万左右、300万左右，企业投入需要较长时间才能收回成本，经营规模小且没有优势品种的药企面临较大的资金支出压力。随着仿制药一次性评价的推进，行业集中度将加速提升，低端仿制药生产企业洗牌不可避免。

<sup>3</sup> 根据《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》要求：289目录品种，在2018年底前未通过一致性评价，批文有效期至到期后，不能申请再注册。对于“289目录”外的品种，自首家品种通过一致性评价后，其他药品生产企业的相同品种原则上应在3年内完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册。

图2 2019年仿制药一致性申报提速（以CDE一致性评价受理号统计）



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

**野生药材受资源稀缺、政策保护等因素影响，预计未来价格仍将保持高位；大宗药品价格受供需因素影响波动较大，具有中药材原料种植基地或独家品种的企业抗风险能力较强**

野生药材方面，长期以来动物类药材多为野生。由于野生资源稀缺，且逐年枯竭，国家实施严格的政策保护，再加上劳动力价格持续上涨，使得野生及动物类药材供给出现不足，随着需求的不断增长，价格呈现平稳上升态势，2019年中药材野生99价格指数<sup>4</sup>维持在2,950点左右上下波动，2020年中药材野生99价格指数再次突破3,000点。中证鹏元预计2020年中药材野生99价格指数仍处于高位。

大宗中药材方面，从反映全国中药材整体价格情况的“中药材综合200价格指数”来看，大宗药品价格波动较大，经历前期上涨后，中证鹏元预计2020年中药材综合200价格指数在家种药材供应量上升的背景下持续震荡调整，但不排除自然灾害对个别地区及品种的影响。

中药材价格变化对不同子行业影响不同。对中药产业链上游企业（如中药材流通、中药饮片），由于其产品随中药材价格随行就市，中药材涨价对其影响有限。对于中成药制造企业，由于进入基本药物目录的中药品种定价受政府调控，若中药原材料价格持续上涨，中成药原料和价格有倒挂的风险。此外，中药材涨价对具体企业也不尽相同，对拥有核心技术和独家品种的制药企业，其对原料成本的转嫁能力较强，中药材涨价对其影响有限。近年东阿阿胶、片仔癀、马应龙、广誉远分别对旗下东阿阿胶、复方阿胶浆、片仔癀麝香痔疮膏、安宫牛黄丸等主要产品进行了提价，有效化解成本上升压力。

<sup>4</sup> 中药材野生99价格指数系中药材天地网编制的，用于衡量野生药材的价格波动情况。



图3 中药材价格指数综合 200



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图4 中药材价格指数野生 99



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

## 四、经营与竞争

公司主要从事中成药、化学药品、保健食品等产品的研发、生产、销售。2019年公司实现营业收入308,837.96万元，同比下降7.09%。其中，化学药品实现收入159,007.21万元，同比下降18.70%，主要系注射用核糖核酸II收入下降所致；中成药实现收入130,697.29万元，同比增长7.64%，主要系安神补脑液、小儿柴桂口服液收入增长所致；食品收入同比增长31.76%，主要系子公司吉林敖东健康科技有限公司阿胶糕、葵花盘固体饮料、鹿鞭膏等产品销售收入增长所致；其他收入同比增长17.63%，主要系包装产品销售收入增长所致。毛利率方面，2019年公司综合毛利率水平为68.96%，同比下降3.04个百分点，主要系毛利率水平较高的化学药品收入占比下降所致。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
化学药品	159,007.21	84.55%	195,580.16	85.10%
中成药	130,697.29	57.82%	121,420.54	58.27%
食品	13,104.52	17.23%	9,946.03	16.81%
其他收入	5,330.41	6.77%	4,531.50	2.85%
其他业务	698.53	50.02%	929.61	37.56%
<b>合计</b>	<b>308,837.96</b>	<b>68.96%</b>	<b>332,407.83</b>	<b>72.00%</b>

注：1、食品收入主要系子公司吉林敖东健康科技有限公司、吉林敖东酵素科技股份有限公司收入，产品涵盖参茸制品、孢子粉胶囊、酵素等；2、其他收入主要系子公司吉林敖东瑞丰包装股份有限公司的包装产品销售收入和吉林敖东生物科技股份有限公司的明胶和骨源磷酸氢钙销售收入；3、其他业务主要为生产过程中的边角废料销售业务。

资料来源：公司 2018-2019 年年报，中证鹏元整理

**表4 公司主要产品收入及毛利率情况（单位：万元）**

产品类别	产品名称	2019年		2018年	
		金额	毛利率	金额	毛利率
化学药品	注射用核糖核酸 II	87,170.09	85%	121,737.20	86%
	小牛脾提取物注射液	52,220.64	97%	54,318.02	96%
	<b>小计</b>	<b>139,390.73</b>	<b>-</b>	<b>176,055.22</b>	<b>-</b>
中药	安神补脑液	46,740.33	65%	40,888.61	61%
	血府逐瘀口服液	7,658.94	66%	8,572.77	68%
	小儿柴桂口服液	7,439.09	75%	5,426.53	67%
	羚贝止咳糖浆	4,928.65	36%	4,311.95	41%
	养血饮口服液	4,521.46	65%	4,792.59	63%
	<b>小计</b>	<b>71,288.47</b>	<b>-</b>	<b>63,992.45</b>	<b>-</b>
<b>合计</b>		<b>210,679.20</b>	<b>-</b>	<b>240,047.67</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品品种较为丰富，但各项产品产能利用率偏低，在建项目投产后将进一步扩大产能，新增产能能否消化存在一定不确定性

公司产品品种较为丰富，涵盖注射剂、合剂、片剂、胶囊剂、颗粒剂、软胶囊剂、乳膏剂、软膏剂、丸剂、酒剂、栓剂、膜剂、糖浆剂、散剂、原料药等多个剂型；截至2019年底，公司产品获国家专利授权59项，独家品种46个，进入国家医保目录品种127个，进入省医保目录品种57个。公司主要产品情况如下表所示。

**表5 截至2019年底公司主要产品情况**

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

注：中药所列产品系销售前五大产品，2019年少腹逐瘀颗粒销售收入下降、小儿柴桂口服液收入增长，故表格中新增小儿柴桂口服液、减少少腹逐瘀颗粒，与去年跟踪评级报告所列主要中药产品略有差异  
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司药品主要根据销售计划进行生产，生产基地主要集中在敦化、延吉以及洮南等地，具体如下表所示。2019年，公司子公司延边药业生产线、设备进行了改造升级；洮南药业小容量注射剂新线建设完成，胶囊剂和片剂生产线、无菌粉针剂生产线改造完成；受上述

因素影响，2019年底公司中成药、化学药品产能分别同比增长6.93%、1.62%。2019年，尽管注射用核糖核酸II销量同比大幅下降，但公司加大了其他化学药品的生产、销售，化学药品整体产量同比增长2.52%；2019年中成药产量同比增长3.84%，主要系安神补脑液等产品销量增长所致。2019年公司产能利用率同比变动不大，产能利用率仍偏低。

截至2020年3月末，公司主要在建项目为本期债券募投项目，项目计划总投资合计14.52亿元，已投资3.26亿元，尚需投资11.26亿元。考虑到公司目前整体产能利用率不高，在建、拟建项目投产后将进一步扩大产能，未来产能的消化情况存在一定的不确定性。

**表6 公司主要生产基地情况**

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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表7 公司主要产品产能、产量及产能利用率情况**

产品名称	项目	2019年	2018年	同比
中成药	产能（万盒/年）	12,736.29	11,911.00	6.93%
	产量（万盒）	7,829.87	7,540.44	3.84%
	产能利用率	61.48%	63.31%	
化学药品	产能（万盒/年）	3,963.00	3,900.00	1.62%
	产量（万盒）	2,439.49	2,379.63	2.52%
	产能利用率	61.56%	61.02%	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表8 截至2020年3月底公司主要在建项目（募投项目）情况（单位：万元）**

项目名称	计划总投资额	已投资
吉林敖东洮南药业股份有限公司自动化生产线建设项目	40,430.98	14,022.00
吉林敖东世航药业股份有限公司中药饮片（含直接口服饮片）智能工厂建设项目	11,880.15	12,180.30
吉林敖东延边药业股份有限公司扩建升级项目二期工程项目	33,000.00	5,862.29
吉林敖东延吉药业科技园建设项目 <sup>5</sup>	59,902.41	525.17
<b>合计</b>	<b>145,213.54</b>	<b>32,589.76</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2019年公司中成药主要原材料价格波动仍较大，化学药品主要原材料价格继续上涨，给公司产品成本控制带来一定压力**

<sup>5</sup> 公司于2020年4月25日发布公告，拟将吉林敖东延吉药业科技园建设项目尚未投入的募集资金50,974.83万元及其利息的用途变更为补充流动资金。

公司产品成本中直接原材料占比最大，其中中成药、化学药品直接材料占生产成本的比重分别约为65%-70%、63%-66%。公司中成药的原材料主要包括鹿茸、甘草、桃仁、淫羊藿、当归、桔梗等中药材，由公司子公司吉林敖东世航药业股份有限公司负责统一采购，主要从全国各地特许农户、标准化基地及药材合作社进行采购。化学药品的直接材料主要为苯酚、酒精、牛胰脏、牛脾脏等，由负责生产的子公司延吉药业、洮南药业各自采购，主要的原材料牛胰脏、牛脾脏主要与当地屠宰场进行合作。公司对原材料的检测技术水平较好，对原材料质量有较好的把控。

2019年公司中成药主要原材料价格继续波动，但化学药品主要原材料牛胰脏、苯酚采购均价同比继续增长，若未来主要原材料价格继续上涨，可能会对公司盈利能力造成一定不利影响。公司供应商集中度尚可，2019年五大供应商采购金额占年度采购总额的22.03%，集中度同比略有下降。

**表9 公司部分主要原材料采购均价情况（单位：元/千克）**

原材料名称		2019年	2018年	同比
化学药品原材料	苯酚	31.48	30.62	2.81%
	牛胰脏	157.22	111.73	40.71%
	酒精	5.51	5.42	1.66%
中成药原材料	鹿茸	3,874.67	3,841.13	0.87%
	骨粒	3.05	2.97	2.69%
	枸杞子	18.16	21.17	-14.22%
	人参全根付	66.46	140.99	-52.86%
	西洋参	115.12	80.29	43.38%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2019年受安神补脑液、小儿柴桂口服液收入增长影响，中成药销售收入继续保持增长；受国家医保控费、控制辅助用药政策影响，注射用核糖核酸II、小牛脾提取物注射液销量继续下滑，若未来销量继续下滑，可能会对公司盈利能力造成较大不利影响**

公司主要通过经销商进行销售，销售范围覆盖全国各地，销售终端涵盖医药、药店等；其中，产品销售终端为医院的，产品在各省、市的药品采购中心中标后，由合作的经销商进行销售，结算账期在3-6个月左右，公司对经销商提供市场及技术支持；产品销售终端为药店、诊所的，公司主要采用控销模式<sup>6</sup>，结算账期一般3个月左右。2019年公司销售客户集中度同比继续增长，前五大客户销售金额占销售总额的35.95%，同比增长6.62个百分点，前五大客户中无关联方。

<sup>6</sup> 控销，即在渠道分销及终端动销的过程中，药品生产企业对价格和货物流向实行严格控制，也就是控制渠道、控制价格、控制终端。



化学药品销量方面，2019年公司主要的化学药品注射用核糖核酸Ⅱ、小牛脾提取物注射液受国家医保控费、控制辅助用药政策影响影响仍较大。2019年7月，我国首批国家重点监控合理用药药品目录发布，公司主要产品注射用核糖核酸Ⅱ被列入该目录，2019年8月新版国家医保目录公布，要求省增补医保目录三年内逐步消化，优先将纳入国家重点监控范围的药品调整出省医保支付范围。受上述政策影响，2019年注射用核糖核酸Ⅱ销量同比下降17.12%。小牛脾提取物注射液暂未被列入我国首批国家重点监控合理用药药品目录，但受国家医保控费、控制辅助用药等因素影响，2019年销量仍继续小幅下降，同比下降4.74%。

化学药品销售价格方面，2019年注射用核糖核酸Ⅱ、小牛脾提取物注射液医院终端招投标价格同比变动不大，小牛脾提取物注射液给经销商开票均价同比变动不大，注射用核糖核酸Ⅱ给经销商开票均价同比下降13.60%，主要系根据各地医药公司（配送商）要求，降低药品出厂价格、给配送商留出费用空间所致。

受销量、给经销商开票均价变动影响，2019年注射用核糖核酸Ⅱ、小牛脾提取物注射液分别实现收入87,170.09万元、52,220.64万元，分别同比下降28.39%、3.86%。考虑到注射用核糖核酸Ⅱ、小牛脾提取物注射液产品盈利能力主要取决于医院招投标价格以及产品销量，未来国家医保控费、控制辅助用药政策继续推进，注射用核糖核酸Ⅱ、小牛脾提取物注射液销量或将继续下滑，可能会对公司盈利能力造成一定不利影响。

中成药销量方面，2019年公司与九州通集团达成战略合作伙伴关系，安神补脑液销量同比增长12.55%；其他销售额排名靠前的中成药销量涨跌不一，小儿柴桂口服液、羚贝止咳糖浆销量分别同比增长18.49%、15.10%，血府逐瘀口服液、养血饮口服液分别同比下降4.38%、1.33%。销售均价方面，销售金额排名前五的中成药安神补脑液、血府逐瘀口服液、小儿柴桂口服液、羚贝止咳糖浆、养血饮口服液销售均价分别同比变动1.56%、-6.57%、15.69%、-0.69%、-4.38%。受安神补脑液、小儿柴桂口服液收入增长影响，2019年公司中成药共实现收入130,697.29万元，同比增长7.64%；毛利率为57.82%，同比下降0.45个百分点。

**表10 公司主要产品产量、销量及产销率情况**

产品类别	产品名称	项目	2019年	2018年	同比
化学药品	注射用核糖核酸Ⅱ	产量（万支）	1,372	1,552	-11.60%
		销量（万支）	1,302	1,571	-17.12%
		产销率	94.90%	101.22%	
	小牛脾提取物注射液	产量（万支）	1,422	1,685	-15.61%
		销量（万支）	1,586	1,665	-4.74%

		产销率	111.53%	98.81%	
中药	安神补脑液	产量（万支）	32,471	28,661	13.29%
		销量（万支）	30,798	27,363	12.55%
		产销率	94.85%	95.47%	
	血府逐瘀口服液	产量（万支）	4,848	4,494	7.88%
		销量（万支）	4,695	4,910	-4.38%
		产销率	96.84%	109.26%	
	小儿柴桂口服液	产量（万支）	2,953	2,802	5.39%
		销量（万支）	2,960	2,498	18.49%
		产销率	100.24%	89.15%	
	羚贝止咳糖浆	产量（万支）	4,486	4,814	-6.81%
		销量（万支）	4,879	4,239	15.10%
		产销率	108.76%	88.06%	
	养血饮口服液	产量（万支）	2,000.00	2,290.00	-12.66%
		销量（万支）	2,223.00	2,253.00	-1.33%
		产销率	111.15%	98.38%	

注：注射用核糖核酸II有三种规格，销量为三种规格加总。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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

2019年公司持续加大研发投入力度，围绕现有产品进行深入研究，不断优化产品结构。2019年公司研发投入金额为16,238.58万元，同比增长31.30%，占营业收入比重同比提高1.54个百分点。目前，公司正在开展中药经典名方、辛那格雷、仿制药等的研究开发工作。若研制成功将有助于提升产品质量及丰富产品种类，但由于药品研发周期较长、投入大，审查较为严格，新研制药品投放市场存在较大的不确定性。

**表11 公司研发投入情况（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
研发投入	16,238.58	12,367.19
研发投入占营业收入的比重	5.26%	3.72%

资料来源：公司2019年年报，中证鹏元整理

公司对外投资规模仍较大，仍以对广发证券的长期股权投资为主；公司对广发证券的投资收益仍是公司利润总额的主要来源之一，公司利润总额受广发证券业绩波动影响较大

公司对外投资主要由本部负责，涵盖长期股权投资、金融资产投资等。公司长期股权投资均按权益法计量，主要为对广发证券、吉林博雅特医营养科技有限公司的投资。2019年公司对吉林博雅特医营养科技有限公司追加投资6,000万元，截至2019年末，公司长期

股权投资账面价值为1,622,016.23万元，同比增长7.08%，占资产总额的比重为62.87%；其中，对广发证券的长期股权投资账面价值1,614,199.19万元，占公司资产总额的62.56%。

广发证券业务主要包括投资银行业务、财富管理业务、交易及机构客户服务业务及投资管理业务，2019年营业收入及利润总额分别同比增长49.37%、71.15%。2019年底公司仍为广发证券第一大股东，持股比例仍为17.45%。2019年公司对广发证券确认投资损益13.16亿元，同比增长76.46%，分别占当年公司投资收益、利润总额的104.52%、88.92%，仍是公司投资收益及利润总额的主要来源之一。需关注，公司对广发证券投资规模较大，利润总额受广发证券业绩波动影响较大。

**表12 2019年末公司长期股权投资情况（单位：万元）**

联营企业名称	业务性质	2019年 追加/减少投资	2019年		2018年	
			账面价值	持股比例	账面价值	持股比例
广发证券	证券经纪等	0.00	1,614,199.19	17.45%	1,505,705.04	17.45%
通钢集团敦化塔东矿业有限责任公司	铁矿石采、选、冶炼、运输及销售	0.00	0.00	30.00%	6,187.34	30.00%
珠海广发信德敦东基金管理有限公司	投资	-800.00	0.00	0.00	819.66	40.00%
吉林博雅特医营养科技有限公司	特医食品	6,000.00	7,817.04	40.00%	1,998.77	40.00%
<b>合计</b>		<b>5,200.00</b>	<b>1,622,016.23</b>		<b>1,514,710.80</b>	

注：1、2019年公司对通钢集团敦化塔东矿业有限责任公司确认投资损益-6,187.34万元；

2、2019年珠海广发信德敦东基金管理有限公司清算注销

资料来源：公司2019年年度报告，中证鹏元整理

**表13 近年广发证券主要财务指标（单位：万元）**

项目	2020年3月	2019年	2018年
总资产	43,844,824.15	39,439,106.31	38,910,594.64
归属于母公司所有者权益	9,312,169.83	9,123,398.43	8,501,801.69
资产负债率	78.08%	76.13%	77.22%
营业收入	538,756.33	2,280,988.25	1,527,037.30
营业利润	275,835.01	1,069,989.67	605,242.92
利润总额	274,697.86	1,027,622.27	600,433.82
归属于母公司所有者的净利润	207,054.22	753,892.16	430,012.63
经营活动现金流净额	-616,294.60	4,020,893.32	3,323,913.49

资料来源：广发证券2018-2019年审计报告及2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

交易性金融资产投资方面，2019年公司减少对亚泰集团、海通证券、东阳光药等证券的投资，增加南京医药等证券的投资，同时新增对绿叶制药、浦发银行、四通股份以及中国平安等证券的投资。其他权益工具投资方面，2019年公司新增对澳斯康生物制药(海门)有限公司的投资1,200万元。截至2019年底，公司持有的交易性金融资产、其他权益工具

投资合计134,469.54万元，同比增长14.54%，占公司资产总额的5.21%。

**表14 2019年末公司主要的金融资产情况（单位：万元）**

**主要的交易性金融资产明细**

证券品种	证券代码	证券简称	最初投资成本	2019年末 账面价值	2019年初 账面价值
境内外股票	600881	亚泰集团	52,508.54	40,361.98	42,591.46
境内外股票	600833	第一医药	18,485.69	10,205.14	9,901.48
境内外股票	06837.HK	海通证券	14,307.90	11,613.55	9,250.57
境内外股票	02186.HK	绿叶制药	7,356.97	7,283.62	0.00
境内外股票	600713	南京医药	6,088.88	4,373.33	3,977.10
境内外股票	600000	浦发银行	5,183.51	5,207.40	0.00
境内外股票	01558.HK	东阳光药	1,052.62	1,145.55	794.00
境内外股票	603838	四通股份	1,045.19	878.48	0.00
境内外股票	601318	中国平安	877.66	874.26	0.00
基金	270008	广发核心精选	289.13	1,036.06	773.99
合计			<b>107,196.08</b>	<b>82,979.35</b>	<b>67,288.60</b>

**其他权益工具投资明细**

公司名称	2019年末 账面价值	2019年初 账面价值
吉林敖东创新产业基金管理中心（有限合伙）	20,400.00	20,400.00
珠海广发信德敖东医药产业股权投资中心(有限合伙)	19,980.80	19,980.80
中山市公用小额贷款有限责任公司	1,233.50	1,233.50
广发信德汇金(龙岩)股权投资合伙企业(有限合伙)	1,000.00	1,000.00
澳斯康生物制药(海门)有限公司	1,200.00	0.00
IImmunic, Inc.（纳斯达克资本市场股票代码"IMUX"）	3.63	2.75
合计	<b>43,817.93</b>	<b>42,617.05</b>

资料来源：公司 2019 年年度报告，中证鹏元整理

**2019年政府在税收优惠及补贴方面继续给予公司支持，但需关注政策的持续性**

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

此外，公司所在行业为受国家鼓励和扶持的特定行业，在研究开发、技术更新等方面享受政府补贴。截至2019年底，公司递延收益中的政府补助余额为31,521.56万元；2019年公司计入当期损益的政府补助金额为11,421.00万元，对公司利润形成有益补充。但需要



关注的是，税收优惠政策和政府补助取决于国家政策，未来持续性存在一定不确定性。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中准会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告及未经审计的2020年一季度报告，公司财务报表按新会计准则进行编制。

### 资产结构与质量

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

截至2019年底，公司资产规模继续增长，为258.01亿元，同比增长4.63%；公司资产的增长主要集中在长期股权投资的增长；公司资产结构变动不大，仍以非流动资产为主。

表15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	218,683.18	8.37%	219,283.14	8.50%	191,710.93	7.77%
交易性金融资产	82,208.49	3.15%	90,632.40	3.51%	22,293.63	0.90%
应收票据	29,398.01	1.12%	43,164.45	1.67%	44,499.72	1.80%
应收账款	70,829.24	2.71%	60,000.78	2.33%	74,013.00	3.00%
存货	58,691.96	2.25%	54,359.25	2.11%	54,407.00	2.21%
其他流动资产	153,608.17	5.88%	153,843.45	5.96%	185,899.21	7.54%
<b>流动资产合计</b>	<b>631,647.21</b>	<b>24.17%</b>	<b>634,835.54</b>	<b>24.61%</b>	<b>580,199.76</b>	<b>23.53%</b>
可供出售金融资产	-	-	-	-	95,109.99	3.86%
其他权益工具投资	44,693.29	1.71%	43,837.14	1.70%	-	-
长期股权投资	1,654,792.90	63.31%	1,622,016.23	62.87%	1,514,710.80	61.43%
固定资产	210,118.24	8.04%	213,966.09	8.29%	206,807.72	8.39%
无形资产	32,527.40	1.24%	31,134.33	1.21%	33,537.67	1.36%
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,982,127.44</b>	<b>75.83%</b>	<b>1,945,254.95</b>	<b>75.39%</b>	<b>1,885,654.47</b>	<b>76.47%</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,613,774.65</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,580,090.49</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,465,854.23</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

截至2019年底，公司货币资金仍以境内银行存款为主，无受限货币资金。交易性金融

资产主要系公司持有的上市公司股票，2019年受可供出售金融资产重分类至交易性金融资产、其他权益工具投资科目核算影响，以及公司新增对绿叶制药、浦东银行等证券的投资影响，2019年底公司交易性金融资产达9.06亿元，同比增长306.54%。应收票据仍主要系应收银行承兑汇票，应收账款主要系应收经销商的销售货款；2019年底应收账款同比下降18.93%，主要系注射用核糖核酸II业务应收账款下降<sup>7</sup>所致。应收账款余额账龄1年以内的占比86.91%，前五名占应收账款的10.91%，应收账款账龄较短、集中度尚可；此外，公司发货前要求销售人员支付公司一定比例的抵押金，2019年底公司应付产品经理抵押金2.47亿元。整体来看，公司坏账风险相对可控。存货主要为原材料、在产品、库存商品，2019年底公司存货规模同比变动不大；公司产品存在有效期，且受市场需求及国家药品调价等影响，需关注存货损失及跌价风险。其他流动资产主要系定期存款，2019年底公司其他流动资产中定期存款规模为14.90亿元。

其他权益工具投资主要系对吉林敖东创新产业基金管理中心（有限合伙）、珠海广发信德敖东医药产业股权投资中心(有限合伙)等公司的投资，2019年公司新增对澳斯康生物制药(海门)有限公司的投资1,200万元，2019年底公司其他权益工具投资规模为4.38亿元。公司长期股权投资主要系对广发证券等公司的投资，占资产总额比重较高，2019年底占资产总额比重达62.87%，规模达162.20亿元，同比增长7.08%，主要系广发证券2019年盈利情况较好、净资产同比大幅增加，公司按权益法调增广发证券账面价值所致。公司固定资产主要包括办公楼、厂房，生产药品的机器设备及运输设备等。公司无形资产主要系土地使用权及专利权。

总体来看，2019年公司资产规模保持增长，仍以长期股权投资、金融资产为主，整体质量较高；但需关注若被投资企业出现不利变化或金融市场波动，可能导致长期股权投资及金融资产面临减值风险。

## 资产运营效率

### 公司净营业周期继续增长，营运压力有所加大

2019年，受营业收入规模下降影响，公司应收账款周转天数、存货周转天数分别增长至78.11天、204.22天。整体来看，2019年公司净营业周期继续增长，营运压力有所加大。2019年可供出售金融资产重分类至交易性金融资产、其他权益工具投资科目核算，公司交易性金融资产规模同比大幅增长，公司流动资产周转天数同比上升。由于公司资产仍以长

<sup>7</sup> 根据公司提供的延吉药业2019年财务报表，延吉药业2018年底、2019年底应收账款分别为2.22亿元、1.10亿元。

期股权投资为主，因此总资产周转天数仍较长。整体来看，公司资产运营效率欠佳。

**表16 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2019年	2018年
应收账款周转天数	78.11	72.14
存货周转天数	204.22	197.58
应付账款周转天数	81.40	75.49
净营业周期	200.93	194.23
流动资产周转天数	708.16	480.65
固定资产周转天数	245.24	225.07
总资产周转天数	2,940.93	2,517.46

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

**2019年受投资收益增长影响，公司利润总额大幅提高；需关注，公司利润总额对投资收益依赖较大，未来仍存在较大的波动性，期间费用规模较大，对公司利润造成较大侵蚀**

2019年公司实现营业收入308,837.96万元，同比下降7.09%。其中，化学药品实现收入159,007.21万元，同比下降18.70%；中成药实现收入130,697.29万元，同比增长7.64%。化学药品收入下降主要系受限制辅助用药政策影响，公司注射用核糖核酸II销量、销售均价下降所致。需关注，若未来限制辅助用药政策继续推进，公司注射用核糖核酸II、小牛脾提取物注射液收入或将继续下降，可能会对公司盈利能力造成一定不利影响。毛利率方面，2019年公司综合毛利率水平为68.96%，同比下降3.04个百分点，主要系毛利率水平较高的化学药品收入占比下降所致；需关注若未来主要产品原材料价格上涨，可能会对公司盈利造成一定不利影响。

受广发证券盈利水平大幅提高影响，2019年公司实现投资收益125,894.70万元，同比增长74.59%，占当年利润总额的85.08%，利润总额对投资收益依赖仍较大，未来仍存在较大波动性。其他收益主要系政府补助，占当年利润总额的7.71%。公司期间费用主要为销售费用，2019年公司期间费用达19.27亿元，同比略有下降，但规模仍较大，仍对公司利润造成较大侵蚀。

2020年一季度，公司复工复产以及销售工作受新冠肺炎疫情影响较大，公司业绩受到较大冲击，2020年1-3月公司营业收入、净利润分别同比下降43.05%、49.20%。目前公司日常生产、销售工作已逐步有序恢复，中证鹏元将持续关注新冠肺炎疫情对公司的影响。

**表17 公司主要盈利能力指标（单位：万元）**

项目	2020年1-3月	2019年	2017年
营业收入	46,828.73	308,837.96	332,407.83
投资收益	38,363.70	125,894.70	72,107.60
其他收益	1,491.86	11,411.00	10,838.49
营业利润	32,115.15	148,306.96	97,758.95
利润总额	32,029.11	147,974.50	98,897.97
净利润	32,714.65	139,339.84	92,465.61
综合毛利率	62.70%	68.96%	72.00%
期间费用率	55.89%	62.39%	62.21%
营业利润率	68.58%	48.02%	29.41%
总资产回报率	-	6.31%	4.63%
净资产收益率	-	6.38%	4.43%
营业收入增长率	-43.05%	-7.09%	11.67%
净利润增长率	-49.20%	50.69%	-49.89%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 现金流

**公司主营业务现金生成能力尚可，本期债券募集资金能满足在建项目资金需求，公司整体资金压力较小**

2019年，公司收现比为1.05，资金回笼能力同比无变动；但由于化学药品销量下滑且原材料采购成本增长，公司FFO（经营所得现金）同比减少7,384.53万元，主营业务现金生成能力同比下滑；公司营运资本投入继续增加，但增加规模同比有所减少。2019年公司经营活动现金净额同比增加3,182.17万元，达37,945.69万元。

投资活动方面，由于公司利用闲置资金大规模买卖标准债券等交易性金融资产，公司收回投资收到的现金和投资支付的现金规模均较大；公司取得投资收益收到的现金主要为广发证券的现金分红；支付其他与投资活动有关的现金主要系办理定期存款。2019年公司投资活动净流入1.58亿元，主要当年利用闲置募集资金办理定期存款下降所致。筹资活动方面，2019年公司派发现金分红2.33亿元，筹资活动净流出2.60亿元。

截至2020年3月末，公司主要在建项目为本期债券募投项目，项目计划总投资合计14.52亿元，已投资3.26亿元，尚需投资11.26亿元，本期债券募集资金能满足在建项目资金需求。整体来看，公司整体资金压力较小。



**表18 公司主要现金流量指标（单位：万元）**

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
收现比	1.12	1.05	1.05
<b>净利润</b>	<b>32,714.65</b>	<b>139,339.84</b>	<b>92,465.61</b>
非付现费用	-	25,972.40	21,408.51
非经营损益	-	-116,391.82	-57,569.17
<b>FFO</b>	<b>-</b>	<b>48,920.41</b>	<b>56,304.95</b>
营运资本变化	-	-10,974.72	-21,541.43
其中：存货减少（减：增加）	-	-761.79	-9,090.93
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	4,050.25	-23,456.58
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	-14,263.18	11,006.09
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>5,212.56</b>	<b>37,945.69</b>	<b>34,763.52</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-5,141.95</b>	<b>15,788.80</b>	<b>-175,406.48</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-496.72</b>	<b>-25,976.65</b>	<b>213,949.71</b>
现金及现金等价物净增加额	-599.96	27,572.21	72,629.34

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司财务杠杆水平仍较低，财务安全性仍较好

2019年底，公司负债总额为33.56亿元，同比下降1.70%；另一方面，受益于公司经营盈余积累，公司所有者权益同比增长5.65%；故公司产权比率下降至14.95%，所有者权益对负债的保障程度进一步提升，处较好水平。

**表19 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	339,952.27	335,620.98	341,416.10
所有者权益	2,273,822.38	2,244,469.51	2,124,438.13
产权比率	14.95%	14.95%	16.07%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

从负债结构来看，2019年底，公司负债仍以非流动负债为主，非流动负债占比为69.44%。公司短期借款主要系子公司敖东国际（香港）实业有限公司于获取的抵押借款。公司应付账款主要为原材料和设备采购款及工程、设备质保金等，2019年底规模同比变动不大，其中账龄在一年以内的占比85.03%。预收款项主要系预收的小牛脾提取物注射液、注射用核糖核酸II货款；2020年3月底，公司预收款项较2019年底大幅下降，主要系部分预收款项转至合同负债核算所致。应付职工薪酬主要系应付职工的工资、奖金、津贴等。应交税费主要系应交增值税、企业所得税等。其他应付款主要系应付销售人员抵押金

及市场维护费用等，2019年底规模为5.48亿元，同比下降9.50%，主要系延吉药业应付市场维护费下降所致。应付债券系应付本期债券。递延收益系尚未摊销完毕的政府补贴。

公司有息债务由短期借款、应付债券构成，以应付本期债券为主，2019年底公司有息债务规模为20.94亿元，占公司负债总额的62.38%。

**表20 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	9,265.44	2.73%	8,724.15	2.60%	10,332.84	3.03%
应付账款	25,311.59	7.45%	21,678.54	6.46%	21,676.02	6.35%
预收款项	96.23	0.03%	4,634.62	1.38%	12,513.26	3.67%
合同负债	6,511.14	1.92%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付职工薪酬	4,317.40	1.27%	9,398.82	2.80%	6,042.52	1.77%
应交税费	5,046.53	1.48%	3,301.54	0.98%	7,292.25	2.14%
其他应付款	54,418.60	16.01%	54,829.27	16.34%	60,583.02	17.74%
<b>流动负债合计</b>	<b>104,966.92</b>	<b>30.88%</b>	<b>102,566.93</b>	<b>30.56%</b>	<b>118,439.91</b>	<b>34.69%</b>
应付债券	203,147.72	59.76%	200,627.53	59.78%	190,961.64	55.93%
递延收益-非流动负债	30,947.09	9.10%	31,595.23	9.41%	31,396.75	9.20%
<b>非流动负债合计</b>	<b>234,985.35</b>	<b>69.12%</b>	<b>233,054.05</b>	<b>69.44%</b>	<b>222,976.19</b>	<b>65.31%</b>
<b>负债合计</b>	<b>339,952.27</b>	<b>100.00%</b>	<b>335,620.98</b>	<b>100.00%</b>	<b>341,416.10</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	212,413.16	62.48%	209,351.69	62.38%	201,294.48	58.96%

资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司财务杠杆水平较低，财务安全性较高。2019年底，公司资产负债率为13.01%，同比变动不大，仍处于较低水平。公司短期偿债能力指标表现较好；考虑到流动资产中货币资金、交易性金融资产占比较高，且交易性金融资产主要系上市公司股票、变现能力较强，公司短期偿债能力很强；受可供出售金融资产重分类至交易性金融资产、其他权益工具投资科目核算影响，2019年底公司交易性金融资产同比大幅增长，流动比率、速动比率进一步提高。随着公司投资收益规模变化，EBITDA有所波动；2019年公司EBITDA利息保障倍数大幅同比略有提高，仍处很高水平，公司EBITDA对有息债务本息的保障程度高。

**表21 公司主要偿债能力指标**

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	13.01%	13.01%	13.85%
流动比率	6.02	6.19	4.90
速动比率	5.46	5.66	4.44
EBITDA（万元）	-	178,893.02	126,367.24

EBITDA 利息保障倍数	-	15.82	14.45
有息债务/EBITDA	-	1.17	1.59
债务总额/EBITDA	-	1.88	2.70
经营性净现金流/流动负债	0.05	0.37	0.29
经营性净现金流/负债总额	0.02	0.11	0.10

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 六、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的公司本部企业信用报告，从2019年05月29日至报告查询日（2020年04月02日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 七、评级结论

公司对广发证券投资规模较大，贡献了高额的投资收益。截至2019年底，公司对广发证券投资账面价值161.42亿元，占资产总额的62.56%。2019年公司对广发证券确认投资收益13.16亿元，占当期营业利润的88.72%。公司整体债务负担较轻，偿债能力很强。截至2019年底，公司资产负债率为13.01%，速动比率为5.66，资产以上市公司股权投资为主，且流动资产中货币资金、定期存款合计36.83亿元，流动性较高、变现能力好。

同时中证鹏元也注意到，受医保控费、控制辅助用药政策影响，2019年公司化学药品主要产品注射用核糖核酸II、小牛脾提取物注射液销量分别同比下降17.12%、4.74%；未来随着相关政策继续推进，化学药品主要产品销量或将继续下滑。公司利润总额对投资收益依赖较大，未来仍存在较大的波动性。2019年公司实现投资收益125,894.70万元，占当年利润总额的85.08%，利润总额对投资收益依赖仍较大。公司投资收益以对广发证券的投资收益为主，受广发证券盈利水平影响较大，未来仍存在较大的不确定性。公司期间费用以销售费用为主、规模较大，对公司利润造成较大侵蚀；2019年公司期间费用为19.27亿元；期间费用率达62.39%；较大规模的期间费用仍对公司利润造成较大侵蚀。

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

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	218,683.18	219,283.14	191,710.93	119,081.59
交易性金融资产	82,208.49	90,632.40	22,293.63	28,144.23
应收票据	29,398.01	43,164.45	44,499.72	45,839.63
应收账款	70,829.24	60,000.78	74,013.00	59,204.72
预付款项	3,810.61	2,526.26	3,308.63	2,202.97
其他应收款	14,417.55	11,025.82	4,067.64	1,430.64
存货	58,691.96	54,359.25	54,407.00	47,750.74
其他流动资产	153,608.17	153,843.45	185,899.21	3,762.84
<b>流动资产合计</b>	<b>631,647.21</b>	<b>634,835.54</b>	<b>580,199.76</b>	<b>307,417.34</b>
可供出售金融资产	-	-	95,109.99	121,587.32
其他权益工具投资	44,693.29	43,837.14	-	-
长期股权投资	1,654,792.90	1,622,016.23	1,514,710.80	1,499,039.49
投资性房地产	3,281.28	3,317.75	705.08	710.66
固定资产	210,118.24	213,966.09	206,807.72	208,829.53
在建工程	7,509.25	7,133.55	9,846.52	4,237.88
生产性生物资产	128.46	119.96	122.40	134.89
无形资产	32,527.40	31,134.33	33,537.67	29,873.23
开发支出	8,687.68	8,094.36	6,215.78	2,684.23
商誉	0.00	0.00	4,841.19	0.00
长期待摊费用	1,342.23	1,360.55	1,116.85	335.92
递延所得税资产	12,644.50	10,387.97	10,273.28	3,825.24
其他非流动资产	6,402.21	3,887.02	2,367.19	4,486.90
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,982,127.44</b>	<b>1,945,254.95</b>	<b>1,885,654.47</b>	<b>1,875,745.32</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,613,774.65</b>	<b>2,580,090.49</b>	<b>2,465,854.23</b>	<b>2,183,162.66</b>
短期借款	9,265.44	8,724.15	10,332.84	1,249.00
应付账款	25,311.59	21,678.54	21,676.02	17,355.36
预收款项	96.23	4,634.62	12,513.26	7,060.78
合同负债	6,511.14	-	-	-
应付职工薪酬	4,317.40	9,398.82	6,042.52	12,775.24
应交税费	5,046.53	3,301.54	7,292.25	7,385.21
其他应付款	54,418.60	54,829.27	60,583.02	50,918.69
<b>流动负债合计</b>	<b>104,966.92</b>	<b>102,566.93</b>	<b>118,439.91</b>	<b>96,744.29</b>
应付债券	203,147.72	200,627.53	190,961.64	0.00
长期应付款	93.00	93.00	136.00	179.00
递延收益	30,947.09	31,595.23	31,396.75	31,000.27
递延所得税负债	797.53	738.28	481.80	3,872.18

非流动负债合计	234,985.35	233,054.05	222,976.19	35,051.44
负债合计	339,952.27	335,620.98	341,416.10	131,795.74
有息债务	212,413.16	209,351.69	201,294.48	1,249.00
所有者权益合计	2,273,822.38	2,244,469.51	2,124,438.13	2,051,366.92
营业收入	46,828.73	308,837.96	332,407.83	297,677.16
营业利润	32,115.15	148,306.96	97,758.95	192,680.99
净利润	32,714.65	139,339.84	92,465.61	184,514.62
经营活动产生的现金流量净额	5,212.56	37,945.69	34,763.52	25,648.60
投资活动产生的现金流量净额	-5,141.95	15,788.80	-175,406.48	-3,445.88
筹资活动产生的现金流量净额	-496.72	-25,976.65	213,949.71	-39,312.06
<b>财务指标</b>	<b>2020年3月</b>	<b>2019年</b>	<b>2018年</b>	<b>2017年</b>
应收账款周转天数	-	78.11	72.14	62.62
存货周转天数	-	204.22	197.58	201.34
应付账款周转天数	-	81.40	75.49	75.50
净营业周期	-	200.93	194.23	188.46
流动资产周转天数	-	708.16	480.65	381.78
固定资产周转天数	-	245.24	225.07	254.96
总资产周转天数	-	2,940.93	2,517.46	2,550.07
综合毛利率	62.70%	68.96%	72.00%	70.75%
期间费用率	55.89%	62.39%	62.21%	56.56%
营业利润率	68.58%	48.02%	29.41%	64.73%
总资产回报率	-	6.31%	4.63%	9.18%
净资产收益率	-	6.38%	4.43%	9.37%
营业收入增长率	-43.05%	-7.09%	11.67%	8.77%
净利润增长率	-49.20%	50.69%	-49.89%	11.43%
资产负债率	13.01%	13.01%	13.85%	6.04%
流动比率	6.02	6.19	4.90	3.18
速动比率	5.46	5.66	4.44	2.68
EBITDA（万元）	-	178,893.02	126,367.24	211,495.91
EBITDA 利息保障倍数	-	15.82	14.45	860.70
有息债务/EBITDA	-	1.17	1.59	0.01
债务总额/EBITDA	-	1.88	2.70	0.62
经营性净现金流/流动负债	0.05	0.37	0.29	0.27
经营性净现金流/负债总额	0.02	0.11	0.10	0.19

注：2017年数据采用2018年审计报告年初数

资料来源：公司2018-2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理



## 附录二 主要财务指标计算公式

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

## 附录三 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

### 三、展望符号及定义

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