

2017 年特一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【38】号 01

债券简称：特一转债

增信方式：股份质押和
保证担保

债券剩余规模：2.99 亿

债券到期日期：2023 年
12 月 6 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：
秦风明 张旻烁

电话：021-51035670

邮箱：
qinfm@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
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

2017 年特一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 5 月 22 日	2019 年 4 月 23 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”）对特一药业集团股份有限公司（以下简称“特一药业”或“公司”，股票代码“002728”）及其 2017 年 12 月 6 日公开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 2019 年营业收入和利润保持增长，经营活动现金流表现良好，第一大股东提供的股份质押和保证担保仍可在一定程度上保障本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到，公司化学制剂药一致性评价及本期债券募投项目仍存在一定持续投入压力，部分产品存在无法注册风险，营销渠道的建设及新冠疫情的爆发将对公司短期内销售产生一定不利影响，2019 年以来原料药价格波动较大，整体呈上升趋势，公司成本管控压力有所加大，标的公司近两年利润未达预期，存在较大的商誉减值风险，以及短期有息债务偿还压力上升，期间费用对利润的侵蚀较大等风险因素。

正面：

- 公司 2019 年营业收入和利润保持增长，经营活动现金流表现良好。公司 2019 年营业收入和净利润分别同比增加 4.08%和 10.39%，主营业务回款情况良好，经营活动现金流净流入规模持续增加。
- 公司第一大股东为本期债券提供股份质押和保证担保，仍可在一定程度上保障本期债券的安全性。公司第一大股东许丹青以其合法拥有的公司 3,750 万股 A 股股票作为质押资产对本期债券进行质押担保，截至 2020 年 3 月 31 日，公司近 30 个

交易日股票收盘价对应的质押股票市场价值对本期债券未偿还本息的覆盖率最低为 178.22%，最高为 205.41%，无需追加担保物，另外许丹青为本期债券提供连带保证责任担保，上述质押和保证担保仍可在一定程度上保障本期债券的安全性。

关注：

- **化学制剂药一致性评价及本期债券募投项目存在一定持续投入压力，部分产品仍存在无法注册风险。**2019 年以来公司加大化学制剂药一致性评价的推进工作，资金及人力投入进一步增加，研发投入较上年大幅增加 40.28%，目前仅头孢氨苄胶囊通过，其他产品的一致性评价及本期债券募投项目（2019 年末尚需投资 27,163.22 万元）仍存在一定持续投入压力，且部分产品面临停止注册并停产的风险。
- **营销渠道的建设叠加新冠疫情的爆发将对公司短期内销售形成一定冲击。**2019 年受营销渠道建设并对部分地区的经销商库存进行清理影响，止咳宝片产销率有所下降；2020 年一季度新冠疫情的爆发，公司一季度收入及净利润分别同比下降 28.29% 和 42.87%，中证鹏元将持续关注疫情发展对公司业务的影响。
- **2019 年以来原料药价格波动较大，整体呈上升趋势，公司成本管控压力有所加大。**2019 年以来江浙地区化工企业面临的环保升级及监管压力持续上升，公司主要化学原料药价格整体呈上升趋势，且仍存在一定上涨压力，公司成本管控压力有所加大。
- **标的公司近两年利润未达预期，存在较大商誉减值风险。**2019 年末公司商誉为 5.88 亿元，占总资产的 26.05%，系并购台山市新宁制药有限公司（以下简称“新宁制药”）和海南海力制药有限公司（以下简称“海力制药”）股权价款溢价导致，新宁制药 2018、2019 年利润未达预期，且面临一定的环保升级压力；止咳宝片受新冠疫情影响短期内销售受到一定冲击，公司存在较大商誉减值风险。
- **公司短期有息债务偿还压力有所上升，期间费用对利润的侵蚀较大。**2020 年 3 月末公司有息负债较 2018 年末增长 29.02%，其中短期有息债务占比升至 75.26%，短期偿还压力有所上升；同时，财务费用、研发费用等规模的增加使得期间费用率进一步上升，2020 年 1-3 月升至 39.05%，考虑到公司未来销售渠道的建设、固定资产计提折旧的增加及一致性评价工作的持续投入，期间费用对利润得侵蚀可能进一步增加。

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	235,233.10	225,680.86	206,759.81	192,898.49
归属于母公司所有者权益合计	121,190.41	115,303.77	111,120.41	104,284.01
有息债务	105,672.19	99,634.48	81,905.92	70,821.96
资产负债率	48.48%	48.91%	46.26%	45.94%
流动比率	1.21	1.21	1.54	1.84
速动比率	0.99	0.96	1.21	1.40
营业收入	17,546.68	92,112.23	88,497.56	68,694.36
营业利润	3,329.16	19,757.62	18,191.53	11,595.43
净利润	2,292.35	17,171.04	15,554.65	10,634.28
综合毛利率	53.56%	59.34%	58.89%	48.21%
总资产回报率	-	11.24%	10.91%	7.80%
EBITDA	-	28,870.33	26,012.93	17,383.75
EBITDA 利息保障倍数	-	9.79	10.88	10.21
经营活动现金流净额	3,262.29	22,164.45	18,796.95	10,295.61

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

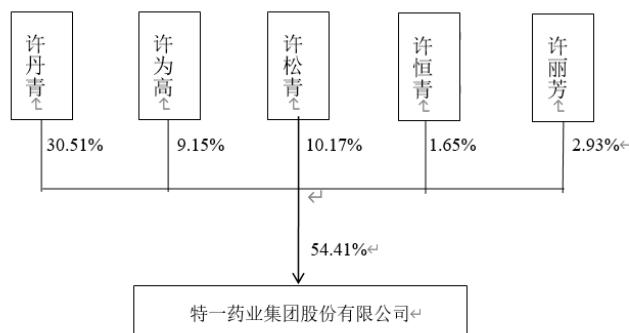
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年12月6日发行了6年期3.54亿元的可转换公司债券，约定转股期限为自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至债券到期日止。根据相关规定及约定，本期债券自2018年6月12日起可转换为公司股份，截至2020年3月31日，本期债券共因转股减少5,491.76万元，债券余额为29,908.24万元。本期债券募集资金拟全部用于建设药品仓储物流中心及信息系统建设项目和新宁制药药品GMP改扩建工程项目。根据公司2020年4月7日披露的前次募集资金使用情况审核报告，截至2019年12月31日，本期债券募集资金中经董事会决议批准暂时用于理财产品投资余额9,500.00万元，用于补充流动资金金额16,500.00万元，本期债券募集资金专项账户余额为744.99万元。

二、发行主体概况

截至2020年3月31日，受本期债券转股影响，公司总股本由2018年末的200,901,083股增加至203,516,125股。2019年9月23日，许为高、许恒青、许丽芳与广东粤科智景股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“粤科智景”，实际控制人为广东省人民政府）签订股份转让协议，将其合计持有的公司5.00%的无限售流通股1,004.52万股（其中许为高621.00万股、许丽芳360.00万股、许恒青23.52万股）转让给粤科智景，粤科智景成为公司第四大股东。公司名称、控股股东和实际控制人均未发生变更，控股股东和实际控制人仍为以许丹青为代表的许氏家族，合计持有公司54.41%股份，持有的公司股票质押占其所持股份总数的65.76%¹。

图1 截至2020年3月末公司产权及控制关系图



资料来源：公司2020年一季度报，中证鹏元整理

¹根据公司2020年4月30日公告，许松青将其质押于国信证券股份有限公司的公司股份1,970万股于2020年4月28日提前购回，并完成了股份解除质押手续，许氏家族股票质押比例降至47.97%。

公司前十名股东持股及质押情况见表1。

表1 截至2020年3月31日公司前十名股东持股及质押情况（单位：万股）

序号	股东	持股比例	股东性质	持股数量	质押数量
1	许丹青	30.51%	境内自然人	6,210.00	3,750.00
2	许松青	10.17%	境内自然人	2,070.00	1,970.00
3	许为高	9.15%	境内自然人	1,863.00	1,563.00
4	广东粤科智景股权投资合伙企业（有限合伙）	4.94%	境内非国有法人	1,004.52	0.00
5	许丽芳	2.93%	境内自然人	596.00	0.00
6	曾胜	2.26%	境内自然人	459.67	0.00
7	余健昌	1.97%	境内自然人	400.00	0.00
8	方旭平	1.97%	境内自然人	400.00	0.00
9	许恒青	1.65%	境内自然人	336.48	0.00
10	陈莎莉	1.08%	境内自然人	220.00	0.00
合计		66.63%	-	13,559.67	7,283.00

注：许丹青、许为高、许松青、许恒青和许丽芳为同一家族成员，许为高与许丽芳为夫妻，许丹青、许松青和许恒青均为许为高与许丽芳的儿子；许丹青任董事长、总经理，许为高任董事，许松青任副董事长、副总经理。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司仍主要从事药品与化学原料药的研发、生产和销售，主要产品为化学制剂药类、中成药类及化学原料药，此外有少量的化工等产品。2019年度，公司合并范围新增1家子公司，详见下表。截至2019年12月31日，纳入公司财务报表合并范围的各级子公司共有9家，详见附录二。

表2 2019年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2019年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
特一药物研究（广东）有限公司	100.00%	1,000.00	技术研发	设立

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

三、运营环境

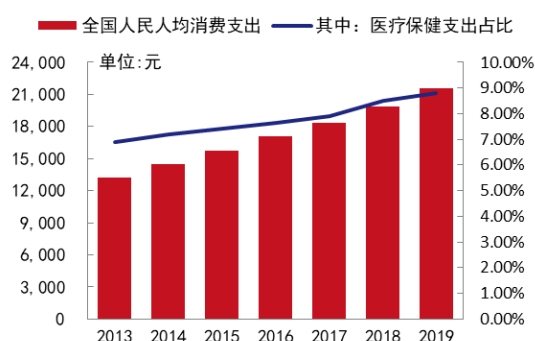
在人口老龄化趋势日益明显、居民生活水平不断提高、健康意识增强等背景下，医疗保健需求仍有较大增长空间，长期行业需求不变，中药作为我国医药市场的重要及特色组成部分仍将持续受益

医药行业与居民的生命健康和生活质量等密切相关，在人口老龄化趋势日益明显、居民生活水平不断提高、健康意识增强等背景下，国内医疗保健服务需求不断上升，中药作

为我国医药市场的重要及特色组成部分仍将持续受益。

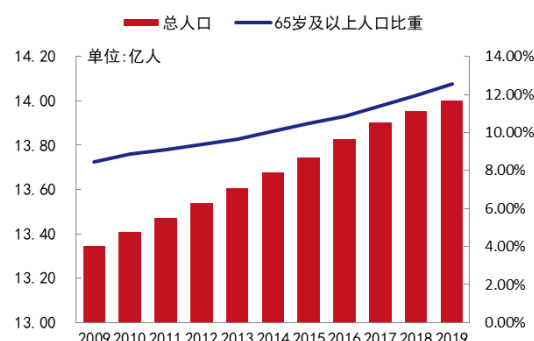
根据国家统计局数据，截至2019年底，我国总人口数14.00亿人，其中65岁及以上人数1.76亿人，占总人数的比例12.57%，65岁以上的老年人人数占比正逐年上升。2013-2019年我国城镇居民人均医疗保健消费支出由912.10元增长至1,902.00元，累计增长108.53%，其中医疗保健支出占消费支出的比重由6.90%升至8.80%，未来我国人均医疗保健消费支出仍将保持增长，医疗需求仍有较大空间，长期行业需求不变。

图2 2013-2019年医疗保健支出情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图3 2009-2019年我国人口老龄化情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

止咳化痰类中成药具有较好的市场前景，但近年中药材价格波动较大，增加了中药生产企业的成本控制压力

咳嗽为呼吸系统疾病的常见症状，随着自然环境及气候的变化，咳嗽的发病比例呈不断上升趋势，特别是经济发达地区，由于人口密集等因素，发病率较高。据国家卫生部统计，我国每年有近3亿人感染呼吸系统疾病，其中咳嗽患者多达5,000多万人，城乡居民咳嗽患病率在15%以上，可见我国止咳化痰类药物较大的市场容量。目前，市面上常见的止咳药有上百个品牌，其中中药制剂占60%以上的市场份额，占绝对优势。2009-2016年我国止咳中成药市场销售额从101.04亿元增长至236.46亿元，复合增长率为12.92%。《国家基本药物目录（2018版）》和《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2019年版）》分别收录了部分化痰、止咳、平喘类中成药品种，入选以上目录的药品价格方面会受到一定限制，但销售渠道也更为畅通，未入选的产品则在市场推广方面有相对较高的投入。整体来看，止咳化痰类中成药有较好的市场前景，根据智研咨询发布的《2018-2024年中国止咳祛痰平喘类口服中成药行业深度调研及投资前景分析报告》，止咳祛痰平喘类口服中成药的未来市场将保持稳定增长，预计到2022年我国止咳祛痰平喘类口服中成药市场销售额在423.90亿元左右，2017-2022年复合增长率在10%左右。止咳化痰药多数为OTC药物，据中康CMH数据统计，2017年，零售药店止咳化痰药规模为143.8亿元，较上一年有大幅

增长，年复合增长率8.8%。

野生药材方面，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²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，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，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。整体来看，2019年以来中药材价格延续波动趋势，增加了中药生产企业的成本控制压力。

图4 中药材价格指数综合200



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图5 中药材价格指数野生99



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

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³被纳入监控名单并被调出国家医保目录；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

² 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。

³ 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。

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3 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
DRGS 付费落地	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 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。
国家首批重点监控目录发布	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。
“4+7”全国扩围	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%。
国家药价谈判	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

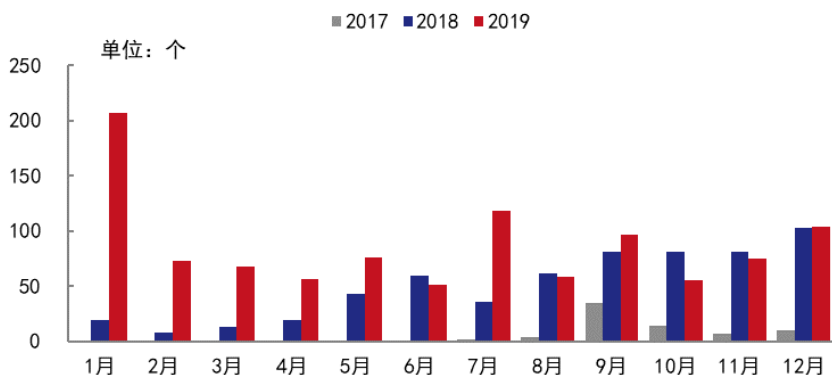
2019 年一致性评价申报加速，经营规模小且没有优势品种的化药制剂企业中长期仍面临较大生存压力

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⁴一致性评价进展缓慢。2019 年仿制药一致性评

⁴ 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。

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。

图 6 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

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。随着仿制药一致性评价的推进，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。

四、经营与竞争

公司主营业务为药品与化学原料药的研发、生产和销售，主要产品为化学制剂药类、中成药类及化学原料药，此外有少量的化工等产品，跟踪期公司主营业务未发生变化。截至 2019 年 12 月 31 日，公司及下属子公司共拥有药品批准文号 400 个，其中中成药批文 133 个，化学制剂药批文 203 个，较上年未发生变化。

2019 年公司实现营业收入 92,112.23 万元，同比增长 4.08%，其中化学制剂药、中成药和化学原料药收入占比分别为 46.06%、45.79%和 7.27%，较上年变化不大，受营销渠道建设过程中对部分地区的经销商库存进行清理影响，中成药收入增速下滑，化学制剂药收入增速仍较快。2020 年 1-3 月受新冠疫情影响，公司生产及销售均有所滞后，营业收入较上年同期下降 28.29%。

毛利率方面，2019 年公司中成药毛利率较上年变化不大，化学制剂药和化学原料药受产品单价提升因素影响毛利率较上年略有上升，2019 年公司综合毛利率为 59.34%。2020 年 1-3 月，受新冠疫情影响公司开工率不足，导致综合毛利率降至 53.56%。

表4 2018-2019 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年 1-3 月		2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
化学制剂药	8,900.21	34.62%	42,428.89	39.30%	38,761.32	37.16%
中成药	6,769.63	73.80%	42,174.23	78.16%	40,653.65	78.90%
化学原料药	1,773.47	71.44%	6,692.12	68.94%	7,233.18	66.08%
化工产品及其它	103.37	52.79%	816.98	49.96%	1,849.41	46.04%
合计	17,546.68	53.56%	92,112.23	59.34%	88,497.56	58.89%

资料来源：公司提供

2019 年止咳宝片销量及产销率有所下降，2020 年一季度叠加新冠疫情影响，公司中成药销售收入有所下滑，短期内销售预计仍受到一定冲击

2019 年公司中成药产品结构未发生较大变化，主要产品仍为 OTC 甲类产品止咳宝片和处方药金匱肾气片，止咳宝片是国内独家品种，自 2010 版开始入载《中华人民共和国药典》，目前被纳入广东省和湖南省医保目录；此外，2018 年公司收购广东国医堂药品批文 96 个，目前受限于产能仅生产部分蒲地蓝消炎片、感冒灵颗粒等产品。从收入结构来看，中成药收入仍主要来源于止咳宝片，其他药品规模较小。

从产销情况来看，因 2018 年止咳宝片大幅提价，2019 年公司为稳定市场及销售价格，在营销渠道建设过程中对部分地区的经销商库存进行清理，导致止咳宝片销量较上年略有下降，产销率降至 81.82%，但因销售单价略有上涨，使得止咳宝片销售收入仍保持小幅增长。2020 年公司将继续对广东地区原有的销售渠道进行调整，加大公司直接对终端药店的销售份额，短期内可能会对止咳宝片的销量产生一定影响。金匱肾气片目前主要为临床用药，2019 年产量、销量均保持小幅增长，产销率仍处于较高水平，但整体销量规模仍不大。2020 年 1-3 月，因新冠疫情影响，公司主要中成药产品的生产和销售均有所滞后，当期中成药收入规模有所下降，受开工率不足影响，毛利率水平亦有所下降。鉴于新冠疫情及公司销售渠道调整等因素影响，中成药销售短期内预计受到一定冲击。

表5 公司主要中成药产品产销情况

产品	项目	2020 年 1-3 月	2019 年	2018 年
止咳宝片	产量（万片）	13,586.00	86,947.37	73,320.00
	销量（万片）	10,603.00	71,142.39	71,288.00
	产销率	78.04%	81.82%	97.23%

	销售收入（万元）	4,778.56	33,300.75	31,413.93
金匱肾气片	产量（万片）	2,047	8,890.65	8,597.00
	销量（万片）	1,651	9,664.88	9,320.00
	产销率	80.65%	108.71%	108.41%
	销售收入（万元）	591.32	3,389.97	3,130.43

资料来源：公司提供

2019 年公司主要化学制剂药量价齐升，化学制剂药销售收入增长较快；化学制剂药一致性评价工作投入规模持续上升，部分产品仍存在无法注册风险

2019 年公司主要化学制剂药产品未发生变化，受下游需求增加及推广力度加大等因素影响，公司化学制剂药收入保持较快增长，全年实现销售收入 42,428.89 万元，较上年增长 9.46%。2019 年公司 IPO 募投项目止咳宝片扩产线项目投产后，对片剂生产车间的产能占用下降，公司土霉素片、阿咖酚散、罗红霉素胶囊、奥美拉唑肠溶胶囊、头孢氨苄胶囊的产量均有所提升，产销率整体保持较高水平。2019 年红霉素肠溶片的销量下滑但销售收入大幅增长主要系上游原材料价格涨幅较大，公司提高产品销售单价。从售价来看，2019 年红霉素肠溶片、阿莫西林胶囊、奥美拉唑肠溶胶囊、依托红霉素片、磺胺嘧啶等销售单价均有所提升，主要系上游原料药价格上涨，公司调高产品销售价格，但产品的价格的大幅上调可能会对下游经销商的库存去化产生一定不利影响。

表6 公司主要化学制剂药产品产销情况

项目		2019 年	2018 年
土霉素片	产量（万片）	65,104.31	31,080.00
	销量（万片）	51,410.46	32,960.00
	产销率	78.97%	106.05%
红霉素肠溶片	产量（万片）	24,383.98	28,950.00
	销量（万片）	21,773.76	28,560.00
	产销率	89.30%	98.65%
罗红霉素胶囊	产量（万粒）	7,924.19	6,698.00
	销量（万粒）	7,385.97	6,570.00
	产销率	93.21%	98.08%
依托红霉素片	产量（万片）	19,609.10	19,676.00
	销量（万片）	20,356.87	18,779.00
	产销率	103.81%	95.44%
磺胺嘧啶片	产量（万片）	13,813.75	11,331.00
	销量（万片）	12,453.08	11,331.00
	产销率	90.15%	100.00%

资料来源：公司提供

2019 年公司继续加大对化学制剂药的一致性评价⁵工作的投入，全年研发投入较上年大幅增长 40.28%，目前公司 29 个产品一致性评价工作均在进行中，根据公司 2020 年 4 月 28 日公告，头孢氨苄胶囊完成仿制药一致性评价，其他产品仍尚未完成。随着一致性评价工作的持续推进，未来研发投入规模可能会进一步增加；同时，若相关产品未在规定时间内通过一致性评价，相应产品将停止注册并面临停产的风险。

表7 公司研发人员及研发支出情况

项目	2019 年	2018 年
研发人员数量（人）	195	182
研发投入（万元）	7,476.74	5,329.94
研发支出/营业收入	8.12%	6.02%

资料来源：公司提供

公司主要销售区域仍以华南和华东地区为主，客户集中度较低

销售方面，公司中成药和化学制剂药主要通过经销商模式进入药店和诊所，同时近年逐步提高对大中型连锁药店、基层诊疗等终端的销售比重。化学原料药及化工产品方面，部分直接销售到终端客户（生产厂家），部分通过经销商销售。款项结算方面，止咳宝片经销商一般需要先款后货，其他产品回款周期则一般为 30 至 45 天，2019 年未发生较大变化。

从前五大客户来看，公司前五大客户均为药品经销商，2019 年公司前五大客户销售占比 11.98%，较上年下降 0.04 个百分点，客户集中度较低。

公司产品销售区域仍主要集中在我国人口密度较高的华南地区和华东地区，2019 年华南区域销售占比增至 37.80%，其他区域销售占比整体较稳定。

表8 公司在各地区的销售收入和占比情况（单位：万元）

区域	2019 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比
华南	34,816.54	37.80%	30,912.35	34.93%
华东	17,410.30	18.90%	16,961.51	19.17%
西南	9,897.27	10.74%	9,253.19	10.46%
东北	9,376.92	10.18%	8,600.69	9.72%
华北	8,341.66	9.06%	8,023.22	9.07%
华中	7,749.44	8.41%	9,364.22	10.58%
西北	4,419.70	4.80%	5,348.89	6.04%

⁵ 2018 年 12 月 28 日，国家药品监督管理局发文提到，由于新版基药目录以及动态调整机制的建立，对于基药目录品种不再设置评价时限，同时继续要求基药品种自首家通过一致性评价以后，其他品种需在 3 年内通过评价。

国外	100.40	0.11%	33.50	0.04%
合计	92,112.23	100.00%	88,497.56	100.00%

资料来源：公司提供

2019年公司主要剂型产品的产能利用率有所上升，本期债券募投项目投产后原料药及化学制剂药产能将进一步提升，增强产品供应能力，但新增产能的消化存在一定的不确定性

公司目前在台山市和海口市共有三处生产基地，总部生产止咳宝产品和其他药品，新宁制药及其子公司分别生产化学原料药和化工产品，海力制药主要生产部分化学制剂药品品种。由于公司产品生产线各工序相对独立，由人工衔接，自动化程度不高，故实际生产有一定的柔性，可视市场反馈和季节等因素灵活调节各产品的生产任务。2019年中成药、化学制剂药的产量规模均有所提升，带动2019年整体产能利用率有所上升。

表9 公司各剂型产品生产情况

年份	产品剂型	产能	产量	产能利用率
2019年	片剂（万片）	448,580	446,584	99.56%
	散剂（万袋）	65,620	53,329	81.27%
	胶囊剂（万粒）	92,300	69,775	75.60%
2018年	片剂（万片）	448,580	397,765	88.67%
	散剂（万袋）	65,620	52,774	80.42%
	胶囊剂（万粒）	92,300	63,890	69.22%

资料来源：公司提供

公司主要在建项目为新宁制药药品GMP改扩建工程项目和药品仓储物流中心及信息系统建设项目，均为本期债券的募投项目。截至2019年底，累计已投入9,607.37万元，项目进度不达预期。项目建设完成后公司化学原料药和化学制剂药产能将得到一定提升，但目前原料药行业面临较大的环保升级压力，化学制剂药的一致性评价工作投入规模较大，且能否通过一致性评价存在一定不确定性，新增的产能可能存在市场不能有效消化的风险。

表10 截至2019年12月31日公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	预计达产时间
新宁制药药品GMP改扩建工程项目	18,900.00	5,277.07	13,622.93	2020年12月30日
药品仓储物流中心及信息系统建设项目 ⁶	17,870.59	4,330.30	13,540.29	2021年6月30日
合计	36,770.59	9,607.37	27,163.22	-

资料来源：公司提供

⁶ 根据公司2018年10月11日出具的公告，该项目中的物流信息服务区、商务办公区、后勤保障区及部分仓储的实施地点从台山市北坑工业园长兴路11号变更至台山市水步镇振兴路21号。

根据公司 2020 年 4 月 8 日披露的《非公开发行股票预案》，公司拟通过非公开发行股票的方式募集资金总额不超过 95,306.25 万元，募集资金在扣除发行费用后的净额拟全部用于现代中药产品线扩建及技术升级改造项目、现代中药饮片建设项目、研发中心及总部运营中心建设项目和补充流动资金项目。目前发行方案已经公司第四届董事会第十一次会议审议通过，待公司股东大会审议。若本次非公开成功发行后，公司长期资本和营运资金均能得到补充，且现代中药产品线扩建及技术升级改造项目的建设将缓解公司中成药的产能压力，公司收购的广东国医堂药品批文中蒲地蓝消炎片、西青果颗粒、枫蓼肠胃康片、皮肤病血毒丸等产品的投产将进一步丰富和优化公司的产品结构，提升盈利能力。现代中药饮片建设项目的建设有助于延伸医药行业产业链，提升公司产品的竞争力。但本次发行目前仅通过董事会决议，尚未通过股东大会批准，且能否获得审核通过以及最终通过审核的时间均存在不确定性。

2019 年中药类原材料价格整体波动不大，受上游化工行业监管趋严影响化学原料药价格波动较大，整体呈上升趋势，公司成本管控压力有所加大

中成药营业成本以中药材为主，其中核心产品止咳宝片的主要中药材成分为罂粟壳、紫菀、甘草等，占比较大的罂粟壳价格由发改委定价，2019 年价格较上年波动不大，其他品种原材料目前采购金额仍不大。公司收购广东国医堂后中成药产品品种进一步丰富，未来随着国医堂各品种逐步投入生产，所需中药材品种、产量将进一步增加，若中药材价格未来出现大幅波动，将对公司中成药盈利能力产生一定影响。

公司化学制剂药生产所需的原料药大部分为外部采购，采购地主要为西北、华北、江苏、浙江等区域。我们也注意到 2019 年以来化工企业环保压力持续上升，监管趋严，部分中小化工企业面临关停及减产风险，原材料的稳定供应面临挑战，同时原材料价格波动风险较高，2019 年公司主要化学原料药红霉素、依托红霉素、土霉素等的价格整体呈上升趋势，加大公司的成本管控压力。

2019 年公司前五大供应采购额占当期采购总额的比 22.53%，较上年略有上升，但采购集中度整体仍较低。

公司商誉规模仍较大，止咳宝片受渠道建设及新冠疫情影响短期内销售将受到一定冲击，新宁制药受环保升级、车间改造等影响近两年利润未达预期，公司商誉存在较大减值风险

公司于 2015 年 6 月 1 日及 12 月 30 日分别通过收购取得海力制药和新宁制药 100% 的股权，共确认商誉 58,787.63 万元，其中收购海力制药确认商誉 38,194.84 万元，收购新宁制药确认商誉 20,592.79 万元。

根据公司于 2017 年 1 月 11 日公告的《关于特一药业内部资源整合后商誉分摊的会计处理说明》，2016 年，公司进行了产品结构优化、品牌建设和营销网络及队伍建设等方面的资源整合。为更好发挥产品的协同效应，自 2016 年 1 月 1 日起，停止海力药业止咳宝片的生产销售，保留母公司“特一”止咳宝片的生产销售，成为全国独家产品；并对销售渠道重叠的区域进行优化整合。基于上述资源整合，公司遵照相应的会计准则，将商誉分配至从业务合并的协同效应中受益的资产组，受此影响，海力制药实际营业收入和利润规模与之前的预计数有较大差异。但我们注意到，2019 年以来公司在营销渠道建设过程中对部分地区的经销商渠道库存进行了清理，导致止咳宝片销量及产销率有所下降，2020 年一季度受新冠疫情爆发影响，收入及利润均出现下滑，且新冠疫情的影响预计仍会有所延续，可能会对止咳宝片短期内销售形成一定冲击，公司对海力制药的商誉减值风险有所上升。

根据《广东台城制药股份有限公司关于收购股权的公告》，采用收益法预测的新宁制药 2016-2019 年营业收入分别为 8,519.09 万元、14,496.87 万元、19,668.03 万元、23,361.67 万元；净利润分别为 1,849.91 万元、2,512.33 万元、3,489.95 万元和 4,047.64 万元；公司交易对手对新宁制药 2015-2017 年的净利润做出业绩承诺，承诺期内新宁制药净利润业绩均达到承诺。2018-2019 年，新宁制药分别实现营业收入 9,112.65 万元和 7,681.93 万元，其中 2019 年营业收入同比下降 18.62%，主要系部分车间环保升级及技术改造造成部分停产；利润方面，2018-2019 年新宁制药分别实现净利润 2,886.44 万元和 3,006.47 万元，与前期收益预测的净利润分别相差 603.51 万元和 1,041.17 万元，考虑到原料药行业未来仍将面临较大的环保升级和监管压力，公司对新宁制药的商誉减值风险有所上升。

整体来看，2019 年以来营销渠道的建设叠加 2020 年一季度新冠疫情的爆发，止咳宝片短期内销售将受到一定冲击，且原料药行业面临的环保升级及监管压力持续上升，新宁制药的近两年利润未达预计，公司存在较大的商誉减值风险。

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瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年审计报告、大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，报告均采用新会计准则编制。公司根据新的会计准则将“应收票据及应收账款”拆分列示为“应收票据”和“应收账款”两个项

目，将“应付票据及应付账款”拆分列示为“应付票据”和“应付账款”两个项目。公司相应追溯调整了比较期间报表，该会计政策变更对合并及公司净利润和股东权益无影响。

2019年新纳入公司合并范围的子公司1家，截至2019年末，纳入公司合并报表范围内的子公司共9家，详见附录二。

资产结构与质量

2019年公司总资产保持增长，现金类资产规模尚可，资产受限比例较低，整体资产流动性尚可，但商誉规模较大，存在较大减值风险

公司总资产规模保持增长，截至2019年末，总资产为225,680.86万元，同比增长9.15%；2020年3月末公司总资产进一步增至235,233.10万元，非流动资产仍为公司资产的主要构成部分，但呈持续下降趋势。

表11 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	16,054.20	6.82%	12,360.32	5.48%	46,062.49	22.28%
交易性金融资产	51,000.00	21.68%	45,000.00	19.94%	0.00	0.00
应收票据	5,259.13	2.24%	5,852.98	2.59%	6,862.56	3.32%
应收账款	9,421.69	4.01%	9,319.87	4.13%	9,169.66	4.43%
存货	19,305.28	8.21%	19,517.32	8.65%	17,765.24	8.59%
流动资产合计	103,603.21	44.04%	93,512.79	41.44%	82,485.40	39.89%
固定资产	43,267.00	18.39%	44,112.16	19.55%	32,137.39	15.54%
在建工程	8,668.36	3.69%	8,159.81	3.62%	15,963.19	7.72%
无形资产	12,948.53	5.50%	13,152.49	5.83%	12,841.99	6.21%
商誉	58,787.63	24.99%	58,787.63	26.05%	58,787.63	28.43%
非流动资产合计	131,629.89	55.96%	132,168.07	58.56%	124,274.41	60.11%
资产总计	235,233.10	100.00%	225,680.86	100.00%	206,759.81	100.00%

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

因购买理财产品，2019年末公司货币资金账面余额大幅下降73.17%至12,360.32万元，使用受限的资金为36.80万元，受限程度较低；截至2020年3月末，经营及筹资活动现金流入使得货币资金规模增至16,054.20万元。交易性金融资产均为结构性存款（保本浮动收益型），2020年3月末进一步增至51,000.00万元，占总资产的比重升至21.68%。应收票据全部系银行承兑汇票，2019年末账面价值同比下降14.71%，已背书或贴现的尚未到期的银行承兑汇票4,968.39万元，公司应收票据不存在质押情况。2019年末公司应收账款账面价值

较上年变化不大，账龄在1年以内的占比达到97.93%，期限较短；按欠款方归集的应收账款余额前五名单位合计占年末总余额的18.04%，集中度不高，2019年计提坏账准备38.74万元。公司存货主要为生产所需的原材料、库存商品和在产品，原材料主要为中药材和原料药，占存货账面价值的56.72%；2019年末存货规模较上年增加9.86%，主要系原材料备货规模增加，当期计提跌价准备10.46万元；考虑到中药材及原料药价格波动较大，存货仍面临一定的跌价风险。

2019年末公司固定资产账面价值为44,112.16万元，同比增加37.26%，主要系在建工程转入，其中未办妥产权证书的固定资产账面价值为806.19万元。2019年末公司在建工程账面价值8,159.81万元，同比下降48.88%，主要系天盈广场办公楼等项目转入固定资产。无形资产主要系土地使用权，2019年末账面价值13,152.49万元，同比增加2.42%，主要系当期新购置台山市水步镇龙山路22号地块。2019年末公司商誉账面价值58,787.63万元，占总资产的比重为26.05%，系公司并购海力制药和新宁制药形成，2019年末公司经测试后未对商誉计提减值准备；考虑到近两年新宁制药的利润未达预期，且原料药行业面临的环保升级、监管压力持续提升，同时，止咳宝片受经销商库存清理及新冠疫情影响短期内销售将受到一定冲击，存在较大商誉减值风险。

整体来看，2019年公司资产规模保持增长，现金类资产有所增加且占比尚可，资产受限规模较小，资产流动性尚可，但商誉规模较大，存在较大减值风险。

资产运营效率

2019年公司净营业周期较上年略有上升，受固定资产规模增加影响总资产周转效率有所下降

公司下游客户多为医药流通企业，结算周期普遍较短，应收账款账龄主要位于一年以内，2019年公司应收账款（含应收票据）周转天数整体较上年略有上升。公司存货周转天数较上年基本持平，应付账款（含应付票据）周转天数较上年有所下降，导致公司净营业周期较上年上升7.77天。

从总资产周转天数来看，2019年公司固定资产规模大幅增加使得总资产周转天数较上年增加32.16天，总资产周转效率有所下降。

表12 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	60.98	56.62
存货周转天数	179.19	180.63

应付账款周转天数	55.55	60.40
净营业周期	184.62	176.85
流动资产周转天数	343.92	328.35
固定资产周转天数	149.00	132.96
总资产周转天数	845.05	812.89

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司营业收入及利润规模保持小幅增长，2020年一季度受新冠疫情影响营业收入及利润规模均出现下滑，期间费用对利润的侵蚀可能会进一步增加

2019年公司实现营业收入92,112.23万元，同比增长4.08%，增速较上年有所下滑，其中中成药板块受下游经销商库存清理等因素影响收入增速有所下滑，化学制剂药板块量价齐升，收入增速较快。毛利率方面，公司中成药、化学药制剂毛利率水平均较稳定，2019年公司综合毛利率为59.34%，较上年基本持平。2020年一季度受新冠疫情影响，公司营业收入较上年同期下降28.39%，综合毛利率较上年下降5.78个百分点。

2019年公司销售费用较稳定，但利息支出及研发投入持续增加，我们也注意到2019年研发投入资本化比例由上年的12.52%升至40.64%，剔除该因素影响期间费用率将进一步上升；2020年1-3月公司期间费用率增至39.05%，随着公司固定资产折旧规模的增加、销售渠道建设及一致性评价工作的持续投入，未来期间费用规模可能会继续提升，对利润的侵蚀可能会进一步增加。2019年公司营业利润、净利润分别增长8.61%和10.39%，总资产回报率、净资产收益率均小幅提升，盈利能力有所提升。2020年1-3月，受新冠疫情影响公司净利润较上年同期下降42.87%，我们将持续关注疫情发展对公司药品销售的影响。

表13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	17,546.68	92,112.23	88,497.56
营业利润	3,329.16	19,757.62	18,191.53
利润总额	2,953.17	19,685.96	17,715.58
净利润	2,292.35	17,171.04	15,554.65
综合毛利率	53.56%	59.34%	58.89%
期间费用率	39.05%	38.73%	38.73%
营业利润率	18.97%	21.45%	20.56%
总资产回报率	-	11.24%	10.91%
净资产收益率	-	15.17%	14.44%
营业收入增长率	-28.29%	4.08%	28.83%

净利润增长率	-42.87%	10.39%	46.27%
--------	---------	--------	--------

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

现金流

公司主营业务回款情况良好，2019年经营活动现金净流入规模有所增加；2019年公司借款流入现金规模大幅增加，在建项目及一致性评级仍需持续投入，存在一定资金压力

2019年公司净利润同比增长 10.39%，收现比为 1.08，主营业务回款能力良好；从营运资本来看，2019年存货的增加及经营性应付项目的减少加对营运资金形成一定占用，2019年经营活动现金净流入 22,164.45 万元，表现良好。

2019年公司投资活动现金净流出规模较大，主要系购买银行理财产品及在建工程投入规模较大，全年投资活动现金净流出57,520.55万元。

2019年公司票据贴现融资规模大幅增加，使得筹资活动现金流入规模大幅增加，筹资活动现金流出主要系偿还债务、支付现金股利及利息等，全年公司筹资活动现金净流入 1,652.12万元。

整体来看，2019年公司经营活动现金流表现良好，但筹资活动现金流中借款流入规模大幅增加，且在建项目及化学制剂药的一致性评价仍需持续投入，未来仍存在一定资金压力。

表14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
净利润	17,171.04	15,554.65
营运资本变化	-3,485.75	-3,467.24
其中：存货减少（减：增加）	-1,638.06	849.11
经营性应收项目的减少（减：增加）	1,571.11	-5,247.31
经营性应付项目的增加（减：减少）	-3,418.80	930.96
经营活动产生的现金流量净额	22,164.45	18,796.95
投资活动产生的现金流量净额	-57,520.55	6,374.72
筹资活动产生的现金流量净额	1,652.12	-767.39
现金及现金等价物净增加额	-33,703.98	24,404.29

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

2019年公司有息负债规模增长较快，短期偿债压力有所上升

公司负债总额持续上升，2020年3月末增至114,042.70万元，较2018年末增加19.24%；

得益于公司未分配利润的积累，2020年3月末公司所有者权益增至121,190.41万元，产权比率升至94.10%，净资产对负债的保障水平较2018年末有所下降。

表15 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	114,042.70	110,377.09	95,639.40
所有者权益	121,190.41	115,303.77	111,120.41
产权比率	94.10%	95.73%	86.07%

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

截至2019年末，公司短期借款余额为64,218.06万元，同比大幅增长63.85%，其中保证借款4,950.00万元，信用借款59,268.06万元；2020年3月末公司短期借款进一步增至76,536.00万元。公司应付票据均为银行承兑汇票，2019年末同比下降22.90%。2019年末公司应付账款余额同比上升36.09%至3,822.07万元，主要系应付广告费增加，2020年3月末降至2,978.94万元。

公司长期借款规模持续下降，2019年末公司长期借款账面余额为1,152.00万元；2020年3月末随着剩余借款到期偿还，公司长期借款余额为0万元。公司应付债券为本期债券，2019年末应付债券账面价值29,271.23万元。

表16 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	76,536.00	67.11%	64,218.06	58.18%	39,194.00	40.98%
应付票据	2,994.69	2.63%	2,145.19	1.94%	2,782.46	2.91%
应付账款	2,978.94	2.61%	3,822.07	3.46%	2,808.39	2.94%
流动负债合计	85,433.44	74.91%	77,312.50	70.04%	53,508.33	55.95%
长期借款	0.00	0.00%	1,152.00	1.04%	11,744.00	12.28%
应付债券	26,141.50	22.92%	29,271.23	26.52%	27,609.46	28.87%
非流动负债合计	28,609.25	25.09%	33,064.59	29.96%	42,131.08	44.05%
负债合计	114,042.70	100.00%	110,377.09	100.00%	95,639.40	100.00%
其中：有息负债	105,672.19	92.66%	99,634.48	90.27%	81,905.92	85.64%

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

截至2020年3月末，公司有息负债规模进一步增至105,672.19万元，较2018年末增加29.03%，占负债总额的比重提升为92.66%，债务负担有所上升。从债务构成来看，公司有息债务仍以银行贷款和债券为主；从有息债务期限结构来看，短期有息债务占比升至75.26%，短期偿债压力有所上升，债务期限结构有待优化。

随着公司负债规模上升，2020年3月末公司资产负债率为48.48%，较2018年末上升2.22

个百分点；受流动负债规模大幅增加影响，2019年末公司流动比率和速动比率分别降至1.21和0.96。2019年利息支出扣除债券摊销利息后，公司EBITDA利息保障倍数为9.79，对利息的保障程度仍较高，经营活动净现金流对流动负债和负债总额的保障程度一般。整体来看，2019年以来公司有息债务规模增长较快，且短期有息债务占比较大，尽管公司现金类资产可对短期债务形成一定覆盖，但其中26,744.99万元将用于本期债券募投项目建设，公司实际仍面临一定的短期偿债压力。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	48.48%	48.91%	46.26%
流动比率	1.21	1.21	1.54
速动比率	0.99	0.96	1.21
EBITDA（万元）	-	28,870.33	26,012.93
EBITDA 利息保障倍数	-	9.79	10.88
有息债务/EBITDA	-	3.45	3.15
债务总额/EBITDA	-	3.82	3.68
经营性净现金流/流动负债	3.82%	28.67%	35.13%
经营性净现金流/负债总额	2.86%	20.08%	19.65%

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

六、债券偿还保障分析

公司第一大股东为本期债券提供的股份质押和保证担保，仍可在一定程度上保障本期债券的安全性

根据许丹青和国信证券股份有限公司签订了《特一药业公开发行可转换公司债券之股份质押合同》，出质人许丹青以其合法持有的特一药业3,750万股A股股票为债务人因发行本次可转换公司债券所产生的全部债务（包括但不限于主债权（可转换公司债券的本金及利息）、债务人违约而应支付的违约金、损害赔偿金、债权人为实现债权而产生的一切合理费用）提供质押担保，出质人为主债权提供担保的期限至债务人履约期限届满之日起两年内或主债权消灭之日（以先到者为准）；上述股权质押已于2017年11月27日在中国证券登记结算有限公司深圳分公司完成质押登记（质押登记编号：450000001980）。

质押财产价值发生变化后的安排如下：

1、在质权存续期内，如在连续30个交易日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的150%，质权人代理人有权要求出质人在30个工作日内追加担保物，以使质押资产的价值与本期债券未偿还本息的比率高于

200%；追加的资产限于公司人民币普通股，追加股份的价值为连续30个交易日内公司股票收盘价的均价。

如出质人所持合同项下质押股票市场价值不足以使质押财产的价值与本期债券未偿还本金的比例高于200%，则其他实际控制人（包括许为高、许丽芳、许松青和许恒青）应当分别以其合法持有的公司A股股票按比例追加相应数额的担保物。

2、若质押股票市场价值（以每一交易日收盘价计算）连续30个交易日超过本期债券尚未偿还本息总额的250%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本息总额的200%。

截至2020年3月31日，公司近30个交易日股票收盘价最低为15.01元/股、最高为17.30元/股，对应质押股票市场价值分别为56,287.50万元和64,875.00万元，对本期债券未偿还本息的覆盖率分别为178.22%和205.41%，对未偿还本金的覆盖率分别为188.20%和216.91%，未触发上述条件，无需追加担保物，公司第一大股东为本期债券提供的股份质押和保证担保，仍可在一定程度上保障本期债券的安全性。

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年4月21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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

八、评级结论

公司2019年营业收入和利润保持增长，经营活动现金流表现良好，第一大股东提供的股份质押和保证担保仍可在一定程度上保障本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到，公司化学制剂药一致性评价投入规模持续增加，部分产品存在无法注册风险，营销渠道的建设及新冠疫情的爆发将对公司短期内销售产生一定不利影响，2019年以来原料药价格波动较大，整体呈上升趋势，公司成本管控压力有所加大，标的公司近两年利润未达预期，存在较大的商誉减值风险，及公司短期有息债务偿还压力上升，期间费用对利润的侵蚀较大。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为 AA-，维持公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	16,054.20	12,360.32	46,062.49	21,688.15
交易性金融资产	51,000.00	45,000.00	0.00	0.00
应收票据	5,259.13	5,852.98	6,862.56	5,727.16
应收账款	9,421.69	9,319.87	9,169.66	6,077.35
存货	19,305.28	19,517.32	17,765.24	18,746.81
其他流动资产	31.54	66.65	515.47	25,664.06
固定资产	43,267.00	44,112.16	32,137.39	33,231.08
在建工程	8,668.36	8,159.81	15,963.19	12,543.48
商誉	58,787.63	58,787.63	58,787.63	58,787.63
总资产	235,233.10	225,680.86	206,759.81	192,898.49
短期借款	76,536.00	64,218.06	39,194.00	24,936.49
流动负债合计	85,433.44	77,312.50	53,508.33	43,021.60
长期借款	0.00	1,152.00	11,744.00	15,300.00
应付债券	26,141.50	29,271.23	27,609.46	27,095.94
非流动负债合计	28,609.25	33,064.59	42,131.08	45,592.87
总负债	114,042.70	110,377.09	95,639.40	88,614.47
有息债务	105,672.19	99,634.48	81,905.92	70,821.96
所有者权益合计	121,190.41	115,303.77	111,120.41	104,284.01
营业收入	17,546.68	92,112.23	88,497.56	68,694.36
营业利润	3,329.16	19,757.62	18,191.53	11,595.43
净利润	2,292.35	17,171.04	15,554.65	10,634.28
经营活动产生的现金流量净额	3,262.29	22,164.45	18,796.95	10,295.61
投资活动产生的现金流量净额	-6,261.59	-57,520.55	6,374.72	-34,080.09
筹资活动产生的现金流量净额	6,693.17	1,652.12	-767.39	30,053.36
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	60.98	56.62	64.77
存货周转天数	-	179.19	180.63	174.57
应付账款周转天数	-	55.55	60.40	86.26
净营业周期	-	184.62	176.85	153.08
流动资产周转天数	-	343.92	328.35	330.58
固定资产周转天数	-	149.00	132.96	159.22
总资产周转天数	-	845.05	812.89	925.54
综合毛利率	53.56%	59.34%	58.89%	48.21%
期间费用率	39.05%	38.73%	38.73%	30.87%

营业利润率	18.97%	21.45%	20.56%	16.88%
总资产回报率	-	11.24%	10.91%	7.80%
净资产收益率	-	15.17%	14.44%	11.02%
营业收入增长率	-28.29%	4.08%	28.83%	4.74%
净利润增长率	-42.87%	10.39%	46.27%	12.20%
资产负债率	48.48%	48.91%	46.26%	45.94%
流动比率	1.21	1.21	1.54	1.84
速动比率	0.99	0.96	1.21	1.40
EBITDA (万元)	-	28,870.33	26,012.93	17,383.75
EBITDA 利息保障倍数	-	9.84	10.88	10.21
有息债务/EBITDA	-	3.45	3.15	4.07
债务总额/EBITDA	-	3.82	3.68	5.10
经营性净现金流/流动负债	3.82%	28.67%	35.13%	23.93%
经营性净现金流/负债总额	2.86%	20.08%	19.65%	11.62%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

附录二 截至2019年末公司合并范围子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例		主营业务
		直接	间接	
海南海力制药有限公司	2,345.00	100.00%	-	药品生产及销售
海南海力医生制药有限公司	600.00	100.00%	-	药品生产及销售
海南海力医生药业集团有限公司	2,500.00	-	100.00%	药品销售
海南海力医生保健品有限公司	300.00	100.00%	-	药品生产及销售
海南海力医生集团（安徽）中药饮片有限公司	2,000.00	-	100.00%	药品生产及销售
广东特一海力药业有限公司	15,000.00	100.00%	-	药品销售
台山市新宁制药有限公司	10,000.00	100.00%	-	原料药生产及销售
台山市化工厂有限公司	100.00	-	100.00%	药品生产及销售
特一药物研究（广东）有限公司	1,000.00	100.00%	-	技术研发

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

附录三 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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2] \}$
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	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2] \}$
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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} - \text{可转债利息摊销金额})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
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 + 应付票据 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券

附录四 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。