

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(2020)100694】

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/2020 年 6 月 29 日

前次评级: AA/稳定/AA/2019 年 6 月 27 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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	8.16	7.92	6.55	10.64
刚性债务	19.28	21.58	21.80	23.61
所有者权益	59.15	45.41	41.97	41.00
经营性现金净流入量	1.57	1.01	0.54	0.74
合并口径数据及指标:				
总资产	119.55	108.54	104.19	103.19
总负债	51.96	56.86	53.71	53.71
刚性债务	39.32	44.78	39.46	41.78
所有者权益	67.59	51.69	50.48	49.48
营业收入	60.02	65.80	66.55	12.46
净利润	3.31	-12.83	2.64	-0.40
经营性现金净流入量	2.02	-2.19	8.86	2.18
EBITDA	7.12	-8.20	7.71	—
资产负债率[%]	43.47	52.38	51.55	52.05
权益资本与刚性债务 比率[%]	171.89	115.41	127.94	118.43
流动比率[%]	130.03	125.03	123.28	123.05
现金比率[%]	47.58	33.37	29.58	35.48
利息保障倍数[倍]	4.55	-6.88	3.01	—
净资产收益率[%]	5.01	-21.52	5.16	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	4.41	-4.28	17.13	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-5.01	-7.99	11.45	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.17	-5.32	4.68	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.20	-0.20	0.18	—

注:根据信邦制药经审计的 2017~2019 年及未经审计的 2020 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 2019 年以来信邦制药在主业竞争优势、资金回笼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、即期债务规模较大、管理整合、商誉减值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、社会保障水平逐渐提高,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。**2019 年,信邦制药经营规模总体保持增长,且公司进一步完善旗下医院布局,医疗服务水平有所提升,医药制造板块中药饮片业务亦维持较快增长。
- **经营创现能力增强。**跟踪期内,信邦制药通过加大超期应收款的催收力度、加紧医药保证金的回收,改善了营运资金使用效率,经营创现能力明显增强。
- **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,银行授信充足,同时作为上市公司,具备一定的资本市场融资能力,可在必要时为公司债务偿付提供缓冲。

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。

- **控股股东股权质押及实际控制人变更风险。**截至 2020 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风险。
- **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，并购业务形成较多的商誉，截至 2020 年 3 月末，公司商誉余额为 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，债务规模维持较高水平。**跟踪期内，信邦制药债务规模维持较高水平，且短期刚性债务占比较高，给公司带来了一定的即期偿债压力。
- **新冠肺炎疫情对公司主业影响较大。**2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，信邦制药三大板块收入均出现不同程度的下滑，虽目前运营已恢复正常，但仍需关注疫情发展对公司全年业绩的影响。

➤ 未来展望

通过对信邦制药及其发行的上述公司债券主要信用风险要素的分析，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；认为上述公司债券还本付息安全性仍很强，并维持上述公司债券 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 2019 年财务报表、未经审计的 2020 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 2020 年 3 月末，募集资金已使用 2.92 亿元。

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融

市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作

以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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. 医药制造行业

医药制造行业是国家重要产业，与国计民生息息相关。随着国民经济稳中有进，医疗体制改革深入开展，社会保障水平不断提高，人口城镇化老龄化加速等，医药产品刚性需求将推动行业稳定增长。近年来，我国医药制造行业总体呈现平稳发展态势，但收入和利润增速有所放缓，多项政策的变化及实施或使企业面临短期阵痛。而自身研发实力强、拥有独家品种、品牌资源、具备规模效应的优质药企有望脱颖而出。整体而言，我国医药制造行业具有良好的发展基础，后续具备一定成长空间；加之良好的政策环境和较强的主业现金回笼能力，行业风险相对较低。

医药制造行业是关系国计民生的重要产业，是中国制造 2025 和战略性新兴产业的重点领域，是推进健康中国建设的重要保障。我国社会经济不断发展，人们的生活水平不断提高，城镇化速度也不断加快。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，由于医疗保健支出与年龄呈正相关性，在中国老龄化趋势明显的情况下，药品需求始终具备刚性特征。而新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容亦刺激了抑制的医药需求，促进我国医药制造行业不断发展。根据国家统计局数据显示，2011~2017 年度，我国医药制造行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%，总体呈现出良好的运营趋势。

2018 年度，我国医药制造行业¹实现主营业务收入 23,986.30 亿元，同比增长 12.60%，较上年同期增速提升 0.1 个百分点；利润总额 3,094.20 亿元，同比增长 9.50%，增速下降 8.3 个百分点。2019 年度，我国医药制造行业²规模以上企业实现营业收入 23,908.60 亿元，同比增长 7.40%；利润总额 3,119.50 亿元，同比增长 5.90%。受仿制药质量和疗效一致性评价全面推进、化学药

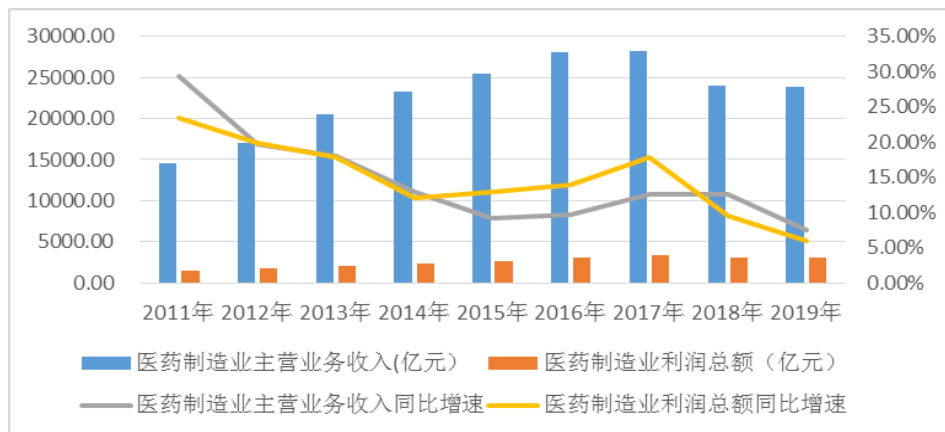
¹ 由于医药制造业企业范围每年发生变化，为保证数据可比性，计算各项指标同比增速所采用的同期数与本期的企业统计范围相一致，与上年所公布的同指标数据之间有不可比因素，不能直接相比计算增速。

² 根据国家统计局发布的公告为全面反映工业企业收入规模，从 2019 年起用“营业收入”替代“主营业务收入”，相关指标相应调整。规模以上工业企业利润总额、营业收入等指标的增速均按可比口径计算。

品注册新分类改革方案初步实施、药品集中采购试点、“两票制”全面实施等医改深化推进的影响，我国医药制造行业营业收入增速依旧维持低位，利润增速大幅下滑。随着带量采购等政策的落地及全国推广，预计行业内企业短期内仍将承受较大的经营压力。

2020年第一季度，我国医药制造行业规模以上企业实现营业收入5018.70亿元，同比减少8.90%；利润总额614.10亿元，同比减少15.70%。自新型冠状病毒肺炎疫情发生以来，全国各地相继启动了重大突发公共卫生事件一级响应，采取多种措施防控疫情，药企供应商和客户等均受到不同程度影响，导致其生产和销售等活动无法按期正常开展，短期内对医药企业经营造成了一定影响。目前国内疫情已得到有效控制，医疗秩序逐步恢复正常，疫情对医药企业后续经营的负面影响较为有限。

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

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。根据《2018年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，全年参加基本医疗保险人数13.45亿人，同比增加1.68亿人，其中参加城乡居民基本医疗保险人数8.97亿人，同比增加0.24亿人。全年资助4,972万人参加基本医疗保险，医疗救助3,825万人次。当年末全国共有医疗卫生机构100.4万个，其中医院3.2万个，全年总诊疗人次84.2亿人次。

图表 2. 2014 年以来我国医药制造业重要影响因素变化情况

项目	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
我国人口数(亿人)	13.68	13.75	13.83	13.90	13.95	14.00
60岁以上人口占比(%)	15.55	16.10	16.70	17.30	17.90	18.13
城镇基本医疗保险参保人数(亿人)	5.97	6.66	7.44	11.77	13.45	—

项目	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
城镇基本医疗保险支出（千亿元）	8.13	9.31	10.77	14.42	—	—
城镇居民人均可支配收入（万元）	2.88	3.12	3.36	3.64	3.93	4.24
国医疗卫生机构总诊疗人次（亿人次）	76.02	76.93	79.30	81.80	84.20	77.45
卫生费用（万亿元）	3.53	4.10	4.63	5.26	5.91	—

数据来源：Wind、新世纪评级整理

由于专利药价格高昂，政府及医疗保险机构为压缩药品费用支出，大力支持和鼓励发展非专利药，从而促使非专利药市场发展迅速。受益于非专利药市场的扩大，与非专利药相关的特色原料药的需求也实现了相应增长。同时，非专利药生产厂商为控制成本，逐步将原料药的生产外包给具有成本优势的原料药企业生产。印度、中国、中欧与东欧的部分特色原料药领先企业，由于能够生产符合药政市场要求的高质量特色原料药，从而推动了非专利药厂扩大在低成本地区的采购量。其中，中国原料药企业发展迅速，销售额逐年增长，远高于全球增长率，逐渐成为了特色原料药的主要外包转移地区，但随着竞争对手的增多，行业竞争趋于激烈。

此外，全球医药制造行业出现了从原料药到制剂的纵向一体化发展趋势。首先，全球主流特色原料药生产商纷纷向高端的制剂药、专利药市场发展，制药企业之间的竞争主要是制剂产品的竞争，而制剂产品的竞争又主要是仿制药的竞争。其次，国内医药行业尚处于行业集中度较低的阶段，我国制药企业的行业整合和产业升级还有很大的发展空间，未来参与全球制剂市场竞争将成为长期发展趋势。未来数年，大量重磅药品的专利集中到期，仿制药需求将成倍增加，仿制药行业或将出现爆发式增长，但是目前国内能通过国际规范市场认证的仿制药产品数量并不多，大部分仿制药产品都掌握在行业内具备顶尖技术和研发创新的优势企业手中，而新进入该行业的企业因竞争能力和盈利水平相对较弱，存在技术研发方面的短板。

政策方面，近年来，医药卫生体制改革的不断深化对医药发展态势和竞争格局产生深远影响。涉及药品生产、流通、使用等方面的相关政策陆续实施：优先评审药品注册政策落实，加快了药品的研发上市进程；仿制药一致性评价政策持续推进，相关配套政策如带量采购政策与各地挂网政策连续出台，有利于仿制药质量整体提升和产业集中度提高；国家医保局正式挂牌成立，集中采购、医保谈判、医保统筹等多项医保政策的实施，将统筹推进医疗、医保、医药“三医联动”改革；“两票制”在全国范围内全面推开，促进医药流通行业整合加速；分级诊疗、新版国家基药目录、临床路径的逐步推广也正在推动行业变革。

竞争格局方面，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。

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 2019 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。

医药制造行业主要风险来自：（1）医药制造行业受政府管制、药品招标等药政政策影响较大；（2）医药原料药及制剂生产企业日益增多，竞争日益激烈；（3）原料药的生产过程涉及化学危险品，环保及安全生产的压力较大；（4）药品质量管控压力；（5）药品研发投资回报的不确定性较大。

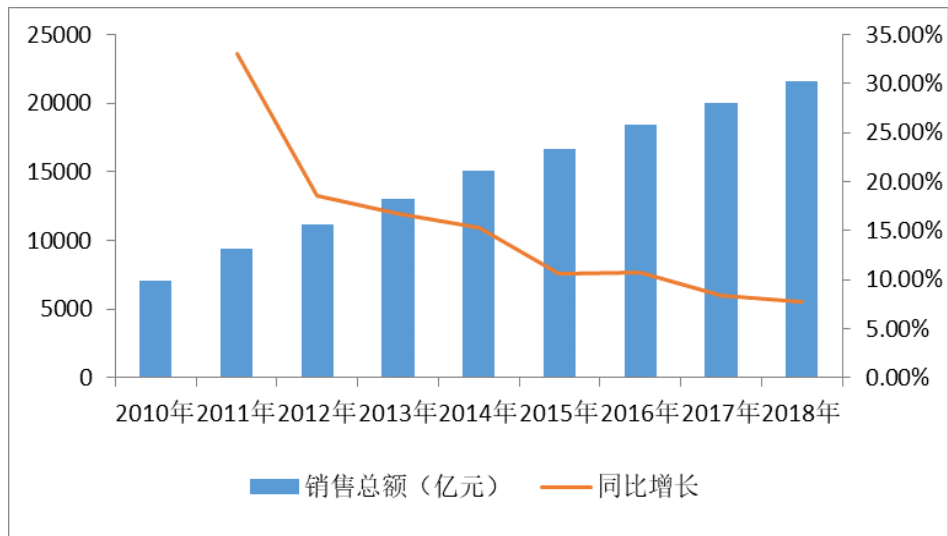
B. 医药流通行业

随着人口老龄化加速、人民群众生活水平提高以及保健意识增强，全社会对医药健康的需求将不断提升，我国药品市场销售规模持续扩大。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。此外，国家医药产业相关政策的实施、“医药分离”持续推进均会对药品流通行业发展产生一定影响。

药品流通行业是国家医疗卫生事业和健康产业的重要组成部分，主要包括药品批发业务和药品零售业务，两类业务占比约为 4:1。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。根据商务部近期发布的《药品流通行业运行统计分析报告（2018 年）》显示：2018 年度，我国七大类医药商品销售总额 21,586 亿元，扣除不可比因素同比增长 7.70%，增速同比下降 0.7 个百分点。其中，药品零售市场 4,317 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.0%，较上年持平。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，2020 年春节假期有所延长，各企业复工时间均有不同程度的延迟，同时疫情期间部分交通运输发生中断，部分医院需求减少，对医药流通行业短期运营造成一定影响。而另一方面，由于疫情发展迅速，短时间内防护、检测、治疗用品等防疫物资需求大增，给医药流通企业，尤其是疫情严重地区的医药流通龙头企业带来一定的业绩增长机会。

图表 3. 2010 年以来我国药品流通行业销售收入及增速情况



资料来源：Wind、新世纪评级整理

政策方面，2015 年 5 月，国务院办公厅先后发布了《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。未来几年内，在政策驱动下药品流通市场竞争将更加激烈，两极分化日益明显。全国性药品流通企业跨区域并购将进一步加快，区域性药品流通企业也将加速自身发展；规模小、渠道单一的药品流通企业将难以为继，行业集中度将进一步提高。“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。

竞争格局方面，截至 2018 年末，我国共有药品批发企业 1.36 万家；药品零售连锁企业 5,671 家，下辖门店 22.92 万家，零售单体药店 23.36 万家，零售药店门店总数 48.91 万家。我国药品流通市场的集中度相对较低，带来了恶性竞争、无序经营的状况，直接导致我国药品流通企业经营效率低下，从政策和行业发展现状来看，整合是未来主要发展趋势。2016 年 12 月，商务部在《全国药品流通行业发展规划纲要（2016~2020）》中指出，到 2020 年我国药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额 90% 以上；药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额 40% 以上；药品零售连锁率达 50% 以上。目前，我国已形成了“全国性龙头+区域性龙头”的药品流通市场格局。其中，4 家全国性龙头为国药集团、华润医药、上海医药和九州通集团，区域性龙头主要有广州医药、华东医药、南京医药、重庆医药和瑞康医药等。

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。

医药流通行业风险主要来自:(1)医改政策陆续出台对药品流通企业经营形成挑战;(2)由于药品关系到国计民生,行业内企业面临持续的合规经营与药品质量管理风险;(3)作为资金密集型的药品流通行业,企业面临一定的资金流动性风险;(4)医药物流市场竞争明显加剧。

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 2020 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有限公司（简称“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”）、贵州省六枝特区博大医院有限公司（简称“六枝博大医院”）、六盘水安居医院有限公司（简称“安居医院”）和贵州医科大学附属乌当医院（简称“乌当医院”）等，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。

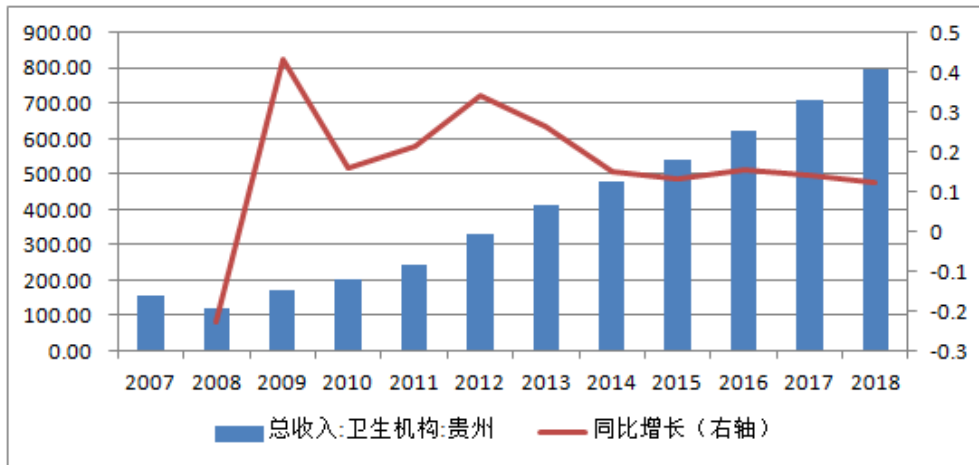
(3) 区域市场因素

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。根据国家统计局初步核算，2019 年，贵州省实现 GDP 为 1.68 万亿元，比上年增长 8.3%；实现人均 GDP 为 4.64 万元；实现财政总收入 3,047.81 亿元，比上年增长 2.5%，其中，一般公共预算收入 1,767.36 亿元，比上年增长 2.3%，一般公共预算支出 5,921.40 亿元，比上年增长 17.7%。截至 2019 年末，贵州省地方债务余额为 9,673.38 亿元，占 GDP 比重为 57.68%，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 12% 以上。

图表 4. 贵州省卫生机构总收入情况（单位：亿元）



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改革发展的意见》，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。2019年随着乌当医院并表以及其他下属医院业绩稳定增长，当期医疗服务收入明显上升；同期医药制造板块由于中肽生化新市场开拓以及同德药业中药饮片收入增长，亦实现较快增长；而医药流通板块受两票制及医保控费的影响，收入有所下滑；受上述三大板块共同影响，2019年公司收入略有增长。2020年第一季度，受新冠

肺炎疫情影响，公司三大主业收入均出现不同程度的下滑。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，跟踪期内，公司毛利率情况总体有所波动，其中 2020 年第一季度，公司毛利率大幅下滑主要系受新冠肺炎疫情影响。

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³，切入生物制药领域。截至 2019 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，2019 年及 2020 年第一季度，公司分别实现营业收入 66.55 亿元和 12.46 亿元，分别较上年同期增长 1.14% 和减少 20.22%，其中 2020 年第一季度公司营业收入同比下滑，主要系受新冠肺炎疫情影响，公司三大业务板块收入均出现不同程度下滑所致。

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		2017 年度	2018 年度	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计		60.02	65.80	66.55	12.46	15.61
其中：核心业务营业收入	金额	59.77	65.55	66.20	12.39	15.58
	占比	99.58	99.61	99.47	99.46	99.79
其中：（1）医疗服务业务	金额	13.37	15.55	19.43	3.94	4.03
	占比	22.28	23.63	29.20	31.61	25.81
（2）医药流通业务	金额	37.72	42.25	38.42	7.19	9.73
	占比	62.85	64.20	57.73	57.75	62.32
（3）医药制造业务	金额	8.68	7.75	8.34	1.26	1.82
	占比	14.45	11.78	12.54	10.10	11.66

资料来源：信邦制药

³ 2016 年，公司通过发行股票及支付现金的方式收购中肽生化 100% 股权，交易价格为 20.00 亿元，其中发行股票收购 89.9786% 股权，支付 2.00 亿元收购 10.0214% 股权。

A. 医疗服务业务

该公司医疗服务业务通过并购科开医药而来，目前是公司重点发展的业务。截至 2020 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、六枝博大医院、安居医院、乌当医院等。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。跟踪期内，公司出资 0.44 亿元收购其他股东持有的乌当医院 55% 的股权，将乌当医院纳入合并报表范围；同期道真县中医院经营权以政府回购方式剥离。

2019 年及 2020 年第一季度，该公司医疗服务业务分别实现营业收入 19.43 亿元及 3.94 亿元，较上年同期分别增长 24.94% 及减少 2.27%。其中 2019 年公司医疗服务收入实现较快增长，主要系乌当医院实现并表，同时其他主要下属医院业绩亦保持稳定增长。具体从下属各医院经营指标看，2019 年除了道真县中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。2020 年第一季度，公司医疗服务收入有所下滑，一方面由于道真县中医院已剥离，另一方面，受新冠肺炎疫情影响，公司旗下医院全力投入疫情防控工作，普通患者接诊量、床位使用率下降，导致收入出现一定下滑。

图表 7. 公司医疗服务业务重要下属医院 2019 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	1,334	102.00	188,379	14,326	1,756	99,252.37
白云医院	三乙	951	76.30	360,245	8,832	810	51,948.70
安顺医院	二级	260	45.98	31,990	4,055	221	4,337.88
新朝阳医院	二级	420	65.38	201,664	5,435	404	11,187.25
安居医院	二甲	210	89.00	57,600	2,279	262	5,595.89
六枝博大医院	二级	638	58.00	12,957	378	176	1,603.30
道真县中医院	二级	451	55.62	91,564	914	305	5,185.19
乌当医院	三级	361	64.99	143,838	3,082	460	15,204.89

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 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	47,307.06
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 ⁴	二级	638	18.95	5,382	55	162	268.59
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

⁴ 六枝博大医院于 2017 年 11 月正式开业。

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，目前手术量、营业收入均逐年提升。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；同时由白云医院作为牵头单位，组建信邦集团脑卒中联盟，开始建设集团医院脑卒中筛查与防控体系。

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，医院成本控制压力增大，医疗服务业务毛利率有所下滑。跟踪期内，公司继续开展全成本费用管控，实行预算管理，有效整合人力资源，并通过药品和耗材的集中采购控制成本；但跟踪期内由于贵州省肿瘤医院三期大楼和白云医院二期大楼已经开始使用，相应的人员费用和折旧摊销有所增加，医疗服务板块整体成本仍有所增长。

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，通过分级诊疗合作、强化学科建设等方式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⁵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2020年3月末，科开医药及其流通体系已进入贵阳及周边地区173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，2019年以来，科开大药房新开门店5家，关店4家，截至2020年3月末，科开大药房拥有门店14家，其中贵阳地区11家，遵义地区2家，兴义地区1家，同时贵阳黔灵西路八分店已取得省内为数不多的重特大疾病定点药店的资质。

医药流通业务为该公司最主要的收入来源。2019年及2020年第一季度，

⁵ 包括科开医药全资或控股子公司：盛远医药、卓大医药、贵州美杏林商贸有限公司、恒通医药、强生医药、佰佳医药等。

公司医药流通业务分别实现营业收入 38.42 亿元和 7.19 亿元，较上年同期分别减少 9.05% 和 26.09%，其中 2019 年受两票制及医保控费的影响，当年医药流通业务收入同比略有下滑；2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，医院药品和器械需求减少，同时物流受阻，公司医药批发业务销售有所下滑，同时部分零售药房暂停营业或缩短营业时间，收入受到较大影响，导致当期公司医药流通业务收入同比明显下滑。从 2020 年第二季度开始公司医药流通业务已恢复正常。目前公司医药流通业务收入大部分来自医药批发业务，零售占比较小。

图表 9. 公司 2017 年以来医药流通业务主要产品购销量

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	采购量	销量	采购量	销量	采购量	销量	采购量	销量
药品（万盒/ 万支）	34,895.4	34,350.68	43,224.93	42,834.13	35,445.85	35,421.67	5,544.45	5,302.01
医疗器械（台/ 个）	5,516.18	5,430.07	8,955.44	8,874.47	7,024.61	7,009.65	1,199.90	1,262.65

资料来源：信邦制药

近年来，科开医药及其流通体系通过外延并购的方式大力发展下游渠道，公司目前已积累了较丰富的渠道资源并覆盖省内多家知名医院医药流通销售网络，配送网络不断扩大和延伸，代理种类和品种不断增加。以公司拥有的医院、药房为终端依托，公司在与上游制药企业进行全省总代理资格、采购价格等方面拥有较强的谈判能力。截至 2020 年 3 月末，公司已获得 1,650 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，公司积极采取措施调整账款回收效率。跟踪期内，公司加强应收款项管理，通过加大超期应收款的催收力度、加紧医药保证金的回收，改善了营运资金使用效率，回款效果明显，经营创现能力明显提升。

未来，该公司将利用“两票制”为医药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。同时，公司也将进一步增强各子公司的资源整合，加强应收账款管理，实行品种备货计划，控制库存商品采购量，以实现对本成本的控制。

C. 医药制造业务

医药制造业务是该公司的传统业务，2019 年及 2020 年第一季度，公司医药制造业务实现收入分别为 8.34 亿元和 1.26 亿元，分别同比增长 7.65% 和减少 30.73%。其中 2019 年公司医药制造业务收入有所增长，一方面由于中肽生

化加大新市场开拓，当年实现收入 2.75 亿元，同比增加 29.84%，另一方面，公司子公司贵州同德药业有限公司（简称“同德药业”）⁶作为江苏省中医院的合资中药饮片生产企业，随着江苏省中医院业务量的增加，同德药业中药饮片收入大幅增加。同德药业为公司旗下主营中药饮片的子公司，2019 年同德药业实现销售收入 1.22 亿元，同比增长 41.86%，已在全国 11 个省市建立了 56 个原料基地，原料供应全部实现了基地化，保障了药材和饮片的质量。从具体产品看，由于医保控费的持续推进，2019 年公司本部经营的益心舒胶囊、脉血康胶囊、银杏叶片、护肝宁片、六味安消胶囊等产品产销量均有所下滑，而同德药业主要产品茯苓、丹参、薏苡仁、太子参等产销均呈现增长。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，公司医药制造工厂停工 1 个月左右，同时由于公司医药制造板块的生产模式为以销定产，疫情期间销售需求减少，导致 2020 年第一季度公司医药制造板块收入有所下滑。从 2020 年第二季度开始，公司医药制造板块业务已恢复正常。

截至 2019 年末，该公司共拥有 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。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 2019 年末，公司医药制造业务设计年产值可达约 20 亿元⁷。

中肽生化⁸和康永生物技术有限公司（简称“康永生物”）⁹为该公司旗下分别从事多肽原料药定制化服务和体外诊断试剂销售的公司，业务主要集中在北美地区，受中美贸易摩擦、新冠肺炎疫情等不利因素的影响，公司多肽业务、体外诊断试剂业务均面临了发展瓶颈，根据公司 2020 年 6 月 15 日的公告，为降低风险，公司拟将中肽生化 100% 股权及康永生物 100% 股权转让给泰德医药（浙江）有限公司（简称“泰德医药”），股权转让款合计 7.50 亿元，其中中肽生化 100% 股权的转让价格为 7.18 亿元，康永生物 100% 股权的转让价格为 0.32 亿元。目前上述股权转让已通过公司董事会决议，尚需经公司股东大会审议。

⁶ 公司持有同德药业 80% 股权，江苏省中医院医学发展医疗救助基金会持有 20% 股权。

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。

⁸ 截至 2019 年末，中肽生化总资产 11.36 亿元，总负债 2.89 亿元，2019 年实现营业收入 2.75 亿元，净利润 0.52 亿元。

⁹ 截至 2019 年末，康永生物总资产 2.40 亿元，总负债 0.18 亿元，2019 年实现营业收入 0.50 亿元，净利润-0.02 亿元。

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/万克/万人份/万千克）

药品名称	2017 年		2018 年		2019 年	
	产量	产量	产量	销量	产量	销量
益心舒胶囊	763.56	723.02	627.00	691.00	575.40	605.28
脉血康胶囊	699.85	637.38	599.00	623.00	561.73	578.22
银杏叶片	154.25	154.25	108.00	114.00	85.96	89.11
护肝宁片	120.90	117.53	171.00	118.00	101.66	105.20
六味安消胶囊	187.85	173.66	142.00	156.00	128.03	126.11
客户肽	2.53	1.38	0.44	0.31	0.54	0.30
GMP 肽	30.79	26.16	1.75	1.31	1.24	1.52
诊断试剂	911.95	892.55	819.35	827.48	622.38	601.85
茯苓	10.94	11.38	11.78	12.90	17.46	15.93
丹参	7.05	7.00	8.78	6.24	10.72	8.53
薏苡仁	5.61	6.42	5.90	6.87	9.73	8.32
太子参	5.2	5.24	5.56	5.51	7.53	6.87

资料来源：信邦制药

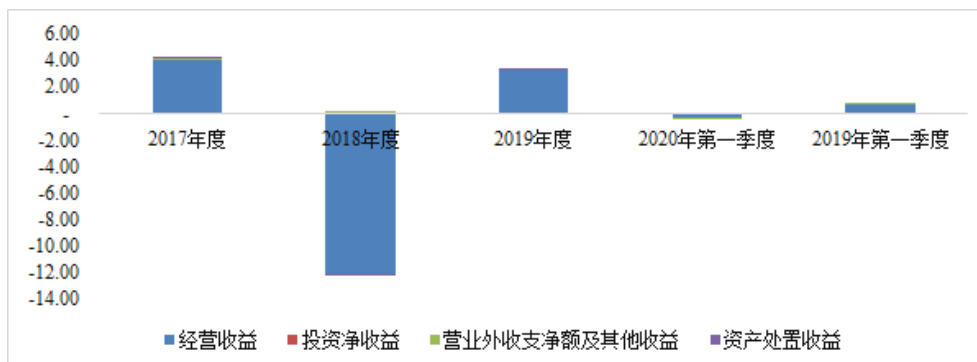
采购方面，该业务生产所需的原料主要是中药材、辅料、包装类材料等，其中中药材主要包括干银杏叶、黄芪、丹参、碱花、人参等，大部分能够自给；辅料主要包括乙醇、淀粉、硬脂酸镁、滑石粉等。在结算方式上，公司与中药材供应商的付款周期一般在 45-60 天，以现金结算为主；与辅料、包装供应商付款周期一般 90 天，以票据为主。目前，公司一般预先制定 3 个月的生产计划，根据生产计划，采购部门再进行采购计划的制定。销售方面，目前公司产品直接下游客户为全国各地的医药流通企业，公司在各省市均有销售人员常驻，负责与当地的医药流通企业的业务洽谈，并负责货款催收。公司产品最终客户一般为医院等医疗机构和药房等零售点，在结算上，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，研发人员由 2015 年末 17 人增加至 2019 年末的 190 人，2019 年研发投入为 0.37 亿元。未来随着中肽生化的剥离，公司研发投入预计将大幅下滑。

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。同时随着中肽生化和康永生物的剥离，该板块收入预计有所下滑，未来公司将进一步巩固同德药业在中药饮片方面的发展优势，以维持公司医药制造业务的发展。

(2) 盈利能力

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

2019 年该公司经营收益仍为其主要的利润来源, 2020 年第一季度, 受新冠肺炎疫情影响, 公司经营收益转负。2019 年及 2020 年第一季度, 公司毛利分别为 14.65 亿元和 1.97 亿元, 分别同比增加 2.16% 和减少 35.31%, 其中 2019 年医药制造和医疗服务板块毛利随收入增长而有所增加, 医药流通板块虽收入同比下滑, 但由于两票制的实施以及公司加强成本控制, 毛利率水平上升, 当期毛利水平亦同比有所上升。2019 年及 2020 年第一季度, 公司毛利率分别为 22.01% 和 15.78%, 其中 2019 年毛利率同比上升 0.22 个百分点, 主要系两票制的实施以及公司加强成本控制, 毛利率水平上升; 而当年医疗服务板块毛利率同比下滑 2.93 个百分点, 主要系随着贵州省肿瘤医院三期大楼和白云医院二期大楼投入使用, 相应的人员费用和折旧费用有所增加。2020 年以来, 受新冠肺炎疫情影响, 公司三大板块收入均有所下滑, 但人工费用、折旧摊销等固定成本仍存在, 导致公司当期毛利率大幅下滑。

图表 12. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	60.02	65.80	66.55	12.46	15.61
毛利率 (%)	20.93	21.79	22.01	15.78	19.47
其中: 医药流通业务 (%)	11.44	15.37	16.92	17.18	14.59
医疗服务业务 (%)	18.13	17.59	14.65	-0.54	11.41
医药制造业务 (%)	66.22	64.96	62.31	58.27	63.19
毛利 (亿元)	12.57	14.34	14.65	1.97	3.04
其中: 医药流通业务 (亿元)	4.32	6.49	6.50	1.24	1.42
医疗服务业务 (亿元)	2.42	2.73	2.85	-0.02	0.46
医药制造业务 (亿元)	5.74	5.03	5.20	0.73	1.15
期间费用率 (%)	13.47	15.67	16.20	17.39	14.64
其中: 财务费用率 (%)	1.53	1.77	2.23	0.10	0.96
全年利息支出总额 (亿元)	1.15	1.54	1.65	-	-

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
其中：资本化利息数额（亿元）	0.10	0.04	-	-	-

资料来源：根据信邦制药所提供数据整理。

2019 年及 2020 年第一季度，该公司期间费用分别为 10.78 亿元和 2.17 亿元，分别同比增加 4.57% 和减少 5.26%，以管理费用和销售费用为主。同期，公司期间费用率分别为 16.20% 和 17.39%，分别同比增加 0.53 个百分点和 2.75 个百分点。总体看，由于公司继续加强成本费用管控，期间费用率整体控制在较合理水平。

图表 13. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.04	-0.06	0.03	-0.01	0.00
其中：理财产品（亿元）	0.04	0.01	0.00	0.00	0.00
营业外收支净额及其他收益（亿元）	0.11	0.01	-0.00	-0.00	0.01
其中：政府补助（亿元）	0.14	0.17	0.13	0.01	0.02
资产处置收益（亿元）	0.06	-0.01	0.00	-	-

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。2019 年及 2020 年第一季度，公司实现投资收益分别为 0.03 亿元和 -0.01 亿元，规模较小。同期，公司获得政府补助分别为 0.13 亿元和 0.01 亿元，其中 2019 年主要为社保基金返还、2017 年开发区企业研发投入资助、2018 年杭州市生物医药产业发展项目资助金等。

受上述因素共同影响，2019 年及 2020 年第一季度，该公司净利润分别为 2.64 亿元和 -0.40 亿元，其中 2019 年净利润较 2018 年大幅提升，主要系 2018 年对中肽生化计提了商誉减值，对净利润影响较大，若扣除 2018 年商誉减值影响，2019 年净利润水平与 2018 年基本持平；2020 年第一季度净利润为负，主要系受新冠肺炎疫情影响，公司收入大幅下滑，毛利率下降、期间费用率上升所致。

(3) 运营规划/经营战略

未来，该公司将继续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，公司将对同德药业中药饮片在种植、加工、仓储、产品等环节加强技术创新，积极配合建立集团医院中药配药中心和相关配送服务，并积极调整公司中成药业务营销管理方式，从代理商管理、在销医院管理、新产品开发、推广活动管理四方面着手，推动营销市场的可持续发展。医药流通方面，公司将加强各子公司的资源整合，加强应收账款管理，提高资金回笼，并实行品种备货计划，控制库存商品的采购量，实行计划采购，以控制成本；同时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，坚持医教研协同发展，强化学科建设，并继续进行信息系统升级改造，提升电子病历应用水平，完成白云医院 PACS 系统及智慧 RIS 系统的建设工作，实现放射、内镜、心电、超声、检验等检查、检验的影像和报告的统一管理。

截至 2020 年 3 月末，该公司主要在建项目包括诊断试剂及多肽制剂产业基地技术改造项目、多肽产能扩建技术改造项目、贵州省六枝特区博大医院有限公司建设项目、仁怀新朝阳医院有限公司建设项目和贵州医科大学附属白云医院三期建设工程项目。其中诊断试剂及多肽制剂产业基地技术改造项目、多肽产能扩建技术改造项目为公司 2015 年定增的募投项目，诊断试剂及多肽制剂产业基地技术改造项目总投资 4.80 亿元，其中诊断试剂生产车间建设投资 0.79 亿元，多肽制剂生产平台建设投资 1.50 亿元，企业研究院建设投资 1.20 亿元，购买土地及厂房投资 1.40 亿元，项目建设周期 36 个月，最终建成年产多肽制剂 300 万支的多肽制剂生产平台、年产 30,000 万人份的诊断试剂生产车间以及企业研究院；多肽产能扩建技术改造项目计划总投资 1.50 亿元，建设周期 36 个月，拟通过引进多项先进的仪器设备和医药生产加工技术，在中肽生化现有 GMP 大楼内新建 8 条多肽生产线，以满足中肽生化多肽业务发展需要；截至 2020 年 3 月末，诊断试剂及多肽制剂产业基地技术改造项目、多肽产能扩建技术改造项目分别累计投入 1.97 亿元和 0.89 亿元。此外，根据《关于终止部分募集资金投资项目并永久补充流动资金的议案》，公司终止实施募集资金投资项目“多肽产能扩建技术改造项目”和“诊断试剂及多肽制剂产业基地技术改造项目”，并将回收资金永久补充公司流动资金，公司拟将拟终止的募投项目原规划投资的 6.30 亿元全部收回，其中已使用的部分募集资金由中肽生化以自有资金补足。

仁怀新朝阳医院有限公司建设项目和贵州省六枝特区博大医院有限公司建设项目均已基本建成并投入使用。贵州医科大学附属白云医院三期建设工程项目计划总投资 5.15 亿元，截至目前累计投入 0.29 亿元，仍在建设过程中，预计 2021 年 7 月投入使用。

图表 14. 截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资（计入在建工程）	实际已投资金额	资金来源	工程进度
诊断试剂及多肽制剂产业基地技术改造项目	4.80	1.47	1.97	募集	35%
多肽产能扩建技术改造项目	1.50	0.64	0.89	募集	35%
贵州省六枝特区博大医院有限公司建设项目	2.00	1.66	1.89	募集、自筹	95%
仁怀新朝阳医院有限公司建设项目	2.50	0.83	2.31	募集、自筹	95%
贵州医科大学附属白云医院三期建设工程项目	5.15	0.28	0.29	自筹	10%

资料来源：根据信邦制药所提供数据整理。

管理

跟踪期内，该公司控股股东西藏誉曦持有公司的 21.52% 股权全部质押，且仍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。

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，公司控股股东仍为西藏誉曦创业投资有限公司（简称“西藏誉曦”），实际控制人仍为朱吉满、白莉惠夫妇。截至 2020 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。2019 年初至 2020 年 3 月末，公司董事长安怀略合计增持公司股份 54,217,983 股，增持后，安怀略直接持有公司股票 130,743,878 股，占公司总股本的 7.84%；公司总经理孔令忠合计增持公司股份 255,000，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%；另外跟踪期内，公司控股股东西藏誉曦的一致行动人誉衡集团通过减持，已不再直接持有公司股权。此外，跟踪期内，公司实施了回购股份方案，2019 年累计回购股份数量 68,494,900 股，占公司总股本的 4.11%，成交总金额为 369,129,064.45 元（不含交易费用）。2020 年 2 月，公司已全面完成本次回购计划，回购股份数量 83,376,743 股，占公司总股本的 5.00%，成交总金额为 455,302,846.64 元（不含交易费用）。

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 2019 年公司向哈尔滨誉衡药业股份有限公司¹⁰及子公司、贵州光正制药有限责任公司¹¹及子公司采购药品合计 0.65 亿元，并向乌当医院销售药品、耗材 0.24 亿元¹²、向贵州光正制药有限责任公司及子公司销售药品 0.02 亿元。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

¹⁰ 实际控制人控制的其他企业。

¹¹ 公司董事之一致行动人控制的其他企业。

¹² 2019 年 8 月，科开医药出资收购乌当医院剩余股权，将其纳入公司合并范围，该数据为 2019 年 1-7 月对乌当医院关联销售金额。

东股权被冻结事项外，公司控股股东西藏誉曦、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 2020 年 3 月末，公司不存在重大诉讼事件。

图表 15. 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	2020.6.5/ 2020.5.27	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2020.5.31	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	2020.5.31	股权被司法冻结	无	无	无
工商	国家企业信用信息公示系统	2020.5.31	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的发展，业务占用资金量较大，导致该公司外部融资规模维持较高水平，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。

1. 数据与调整

大华会计师事务所(特殊普通合伙)对该公司的 2019 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——基本准则》、具体企业会计制度及其补充规定。2019 年，根据财政部发布的《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6 号）和《关于修订印发合并财务报表格式(2019 版)的通知》（财会〔2019〕16 号），对应收票据、应收账款、应付票据、应付账款进行了拆分。同时，公司自 2019 年 1 月 1 日起执行财政部 2017 年修订的《企业会计准则第 22 号-金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 23 号-金融资产转移》和《企业会计准则第 24 号-套期会计》、《企业会计准则第 37 号-金融工具列报》（以上四项统称<新金融工具准则>），对涉及的相关科目进行了调整。公司 2020 年第一季度财务报表未经审计。

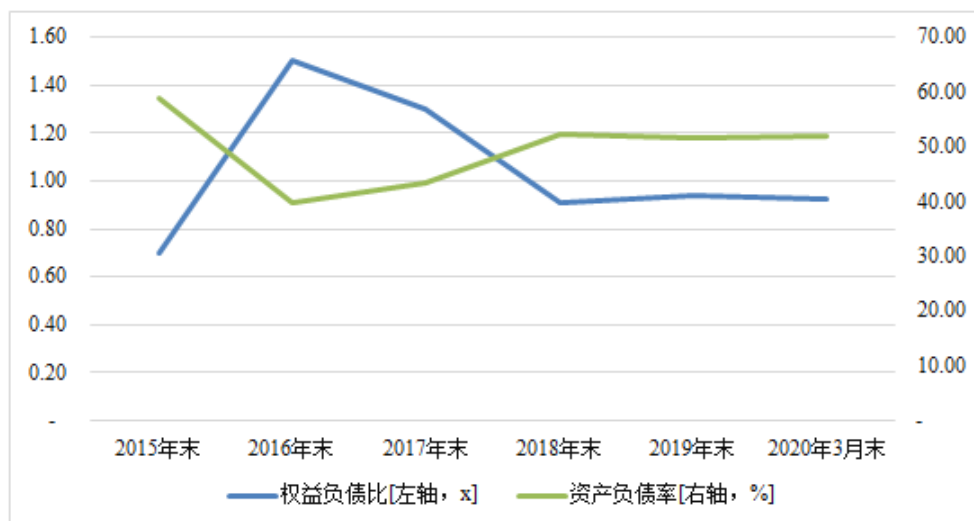
截至 2020 年 3 月末，该公司纳入合并范围的一级子公司 12 家。公司经营

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 16. 公司财务杠杆水平变动趋势



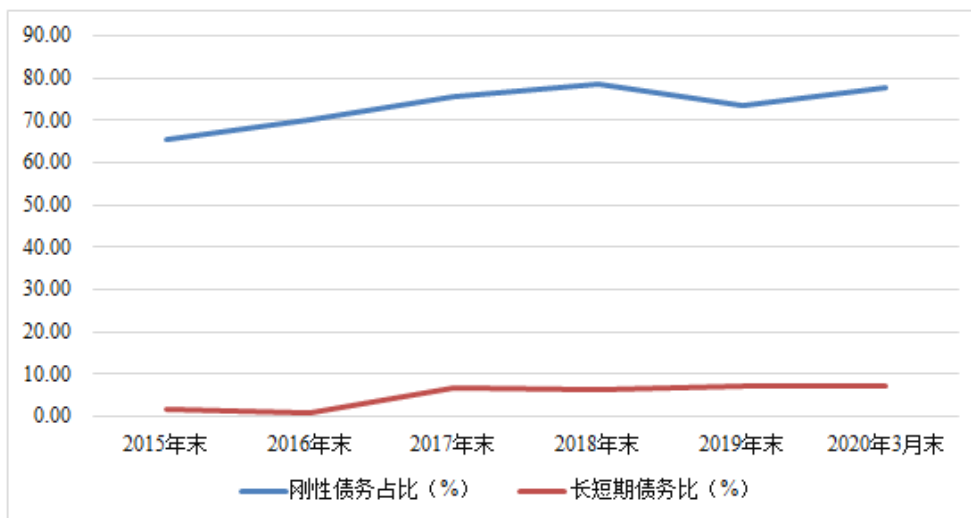
资料来源：根据信邦制药所提供数据绘制。

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，负债规模略有下滑但仍维持较高水平。2019 年末及 2020 年 3 月末，其负债总额分别为 53.71 亿元和 53.71 亿元，其中 2019 年末较上年末减少 5.54%。同时，跟踪期内由于公司回购股份，2019 年末及 2020 年 3 月末库存股分别为 3.69 亿元和 4.55 亿元，致使同期末公司所有者权益分别较上年末减少 2.33% 和 1.99% 至 50.48 亿元和 49.48 亿元。综合作用下，2019 年末及 2020 年 3 月末公司资产负债率分别为 51.55% 和 52.05%，较上年末分别下降 0.83 个百分点和上升 0.50 个百分点，整体仍处于较合理水平。

目前该公司在建项目和日常经营仍面临一定的资金需求。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 17. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年第一 季度末
刚性债务 (亿元)	25.19	30.33	39.32	44.78	39.46	41.78
应付账款 (亿元)	9.82	9.55	9.58	7.83	8.35	7.33
预收账款 (亿元)	0.44	0.47	0.34	0.83	1.00	1.06
其他应付款 (亿元)	1.87	1.75	1.85	2.59	3.15	2.50
刚性债务占比 (%)	65.66	70.33	75.67	78.77	73.47	77.79
应付账款占比 (%)	25.59	22.14	18.43	13.77	15.55	13.65
预收账款占比 (%)	1.15	1.08	0.65	1.46	1.85	1.97
其他应付款占比 (%)	4.89	4.06	3.56	4.55	5.87	4.66

资料来源：根据信邦制药所提供数据绘制。

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，2019 年末及 2020 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 7.22% 和 7.23%，其中流动负债分别为 50.09 亿元和 50.09 亿元，2019 年末较上年末减少 6.14%，主要系公司偿还了部分短期借款，同时随着银行承兑汇票到期兑付，应付票据亦有所减少。

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等构成。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司刚性债务余额分别为 39.46 亿元和 41.78 亿元，分别较上年末减少 11.89% 和增加 5.88%，占债务总额的比例分别为 73.47% 和 77.79%；其中 2019 年末公司刚性债务较上年末有所减少，主要系公司偿还了部分短期借款，同时随着银行承兑汇票到期兑付，应付票据亦有所减少。同期末，公司应付账款分别为 8.35 亿元和 7.33 亿元，分别较上年末增加 6.71% 和减少 12.25%，占债务总额的比例分别为 15.55% 和 13.65%，主要系公司日常经营活动产生的应付货款等。同期末，公司其他应付款分别为 3.15 亿元和 2.50 亿元，分别较上年末增加 21.72% 和减少 20.64%，占债务总额的比例分别为 5.87% 和 4.66%，主要系收取的上游厂家的药品质量保证金、

股权转让款等，其中 2019 年末其他应付款有所增加，主要系期末应付股权转让款有所增加，为 0.46 亿元（其中科开医药收购乌当医院应支付的股权款 0.44 亿元）；2020 年 3 月末，其他应付款有所减少，主要系 2020 年 1 月收购乌当医院的股权款已支付。

（3）刚性债务

图表 18. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年第一 季度末
短期刚性债务合计	25.02	30.33	36.34	41.55	36.47	38.79
其中：短期借款	23.41	27.92	33.92	38.76	34.35	37.51
一年内到期非流动负 债	-	-	-	-	0.25	0.25
应付票据	1.61	2.41	2.41	2.78	1.86	0.97
其他短期刚性债务	-	-	0.01	0.01	0.01	0.06
中长期刚性债务合计	0.17	-	2.98	3.23	2.99	2.99
其中：长期借款	0.17	-	-	0.25	-	-
应付债券	-	-	2.98	2.98	2.99	2.99

资料来源：根据信邦制药所提供数据整理。

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司刚性债务余额分别为 39.46 亿元和 41.78 亿元，分别较上年末减少 11.89% 和增加 5.88%，其中 2019 年末公司刚性债务较上年末有所减少，主要系公司偿还了部分短期借款，同时随着银行承兑汇票到期兑付，应付票据亦有所减少。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 36.47 亿元和 38.79 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 34.60 亿元和 37.76 亿元，分别较上年末减少 11.30% 和增加 9.13%，主要为短期借款的变动；公司银行借款以保证借款与信用借款为主；截至 2020 年 3 月末，公司银行借款利率多为基准利率，利率区间为 3.90%-5.00%；同时，公司被认定为贵州省“十三五”期间全国民族特需商品定点生产企业，公司一年期流动资金贷款可申请贷款贴息，贷款贴息以 2.88% 为上限执行，企业资格认定每 5 年申报一次。同期末，公司应付票据分别为 1.86 亿元和 0.97 亿元，分别较上年末减少 33.14% 和 47.82%，主要为公司应付的银行承兑汇票，2019 年以来随着银行承兑汇票到期兑付，应付票据有所减少。此外，公司应付债券为公司于 2017 年发行的“17 信邦 01”，截至 2020 年 3 月末，公司应付债券为 2.99 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 19. 公司 2020 年 3 月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	-	-	-	-	-

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%~4% (不含4%)	2.54	-	-	-	-
4%~5% (不含5%)	33.85	-	-	-	-
5%~6% (不含6%)	1.37	-	-	-	-
6%~7% (不含7%)	-	-	2.99	-	-
7%及以上	-	-	-	-	-
合计	37.76	-	2.99	-	--

资料来源：信邦制药

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 20. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020Q1
营业周期(天)	174.17	191.28	195.70	203.62	222.71	-
营业收入现金率(%)	95.04	90.07	92.01	100.54	99.80	118.76
业务现金收支净额(亿元)	5.80	1.23	5.93	2.44	7.90	2.86
其他因素现金收支净额(亿元)	-3.62	-3.22	-3.91	-4.62	0.96	-0.67
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	2.17	-1.99	2.02	-2.19	8.86	2.18
EBITDA(亿元)	4.87	6.00	7.12	-8.20	7.71	-
EBITDA/刚性债务(倍)	0.22	0.22	0.20	-0.20	0.18	-
EBITDA/全部利息支出(倍)	3.88	4.04	6.17	-5.32	4.68	-

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，同时随着业务的拓展，2018年以来公司存货规模有所增加，公司营业周期有所拉长，2019年公司营业周期为222.71天，营业周期较上年增加19.09天。

2019年及2020年第一季度，该公司经营性现金流量净额分别为8.86亿元和2.18亿元，其中2019年公司经营活动现金流呈现较大规模净流入，主要系2019年以来公司加大药品配送保证金回收，其中2019年公司退回药品配送保证金2.75亿元，同比增加408.19%，而支付的药品配送保证金0.61亿元，同比减少73.69%。同期，公司营业收入现金率分别为99.80%和118.76%，其中2020年第一季度公司营业收入现金率大幅上升，主要系受新冠肺炎疫情影响，公司当期营业收入有所下滑，但公司加大超期应收账款的催收力度，当期资金回笼较好。

2019年，该公司EBITDA为7.71亿元，较上年大幅提升，主要系2018

年受计提中肽生化商誉减值的影响，当年 EBITDA 大幅亏损。2019 年公司 EBITDA 对利息支出的倍数为 4.68 倍，EBITDA 对刚性债务的倍数为 0.18 倍，公司 EBITDA 能够对利息支出形成较好的覆盖，但对刚性债务覆盖程度不高。

(2) 投资环节

图表 21. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020Q1
回收投资与投资支付净流入额	0.39	-1.76	-0.06	0.47	-0.51	-0.20
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	-4.92	-4.24	-4.34	-2.63	-2.06	-0.39
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.01	-	-	-	0.04	-0.09
投资环节产生的现金流量净额	-4.52	-6.00	-4.40	-2.16	-2.53	-0.68

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，由于该公司增加股权投资，同时持续推进旗下医院的在建工程建设工作，公司投资活动仍呈净流出状态，2019 年及 2020 年第一季度，公司投资性现金流量净额分别为-2.53 亿元-0.68 亿元。未来，公司医疗服务板块仍存在在建项目需要持续投入，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 22. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020Q1
权益类净融资额	-0.17	17.75	-0.44	-3.55	-3.85	-0.86
债务类净融资额	1.89	0.48	7.27	2.58	-5.98	3.23
其中：现金利息支出	1.05	1.28	1.35	1.92	1.86	0.40
筹资环节产生的现金流量净额	1.72	18.23	6.83	-0.97	-9.83	2.37

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进行融资。2019 年及 2020 年第一季度，公司筹资性现金流量净额分别为-9.83 亿元和 2.37 亿元，其中 2019 年公司筹资性现金流呈现较大规模净流出状态，主要系当期公司偿还了较多的银行借款，同时支付 3.69 亿元的回购股份款；2020 年第一季度，公司筹资性现金流量净额转正，主要系公司增加了银行借款，同时支付的股票回购款较上年同期减少。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 23. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年第一季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	38.27	56.41	63.38	66.73	61.75	61.64

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年第一 季度末
	58.84	52.25	53.01	61.48	59.27	59.73
其中：货币资金（亿元）	6.03	16.74	21.45	16.14	12.36	15.66
应收账款（亿元）	14.71	22.03	24.07	27.05	28.03	26.06
存货（亿元）	6.15	7.44	7.00	10.44	9.94	9.64
预付款项（亿元）	5.00	3.13	3.68	3.93	3.16	2.53
其他应收款（亿元）	4.32	3.92	4.56	7.32	4.21	4.11
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	26.77	51.56	56.17	41.81	42.44	41.55
	41.16	47.75	46.99	38.52	40.73	40.27
其中：固定资产（亿元）	13.64	14.98	20.89	24.06	23.87	23.18
在建工程（亿元）	3.91	8.62	6.18	3.68	3.63	3.36
无形资产（亿元）	1.66	3.49	3.37	3.28	3.08	3.01
商誉（亿元）	6.48	23.19	23.19	7.78	7.78	7.78
期末全部受限资产账面金额（亿元）	3.90	4.09	3.57	6.22	2.53	2.36
受限资产账面余额/总资产（%）	6.00	3.79	2.99	5.73	2.43	2.29

资料来源：根据信邦制药所提供数据整理。

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司资产总额分别为 104.19 亿元和 103.19 亿元，分别较上年末减少 4.01% 和 0.96%。公司资产以流动资产为主，符合公司的业务特点，同期末流动资产占比分别为 59.27% 和 59.73%。

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司流动资产分别为 61.75 亿元和 61.64 亿元，分别较上年末减少 7.46% 和 0.19%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款及存货等构成。同期末，公司货币资金分别为 12.36 亿元和 15.66 亿元，分别较上年末减少 23.46% 和增加 26.76%，其中 2019 年末由于公司偿还了较多的银行借款，当期末货币资金有所减少；2020 年以来，公司增加了银行借款金额，2020 年 3 月末货币资金又有所增加；同期末公司受限货币资金分别为 0.90 亿元和 0.43 亿元，主要为票据保证金、质押借款等。同期末，公司应收账款分别为 28.03 亿元和 26.06 亿元，分别较上年末增加 3.61% 和减少 7.01%，为公司给予客户一定的商业信用，主要是医药流通业务形成，该业务回款周期较慢，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；跟踪期内，公司加强应收款项管理，加大超期应收款的催收力度，2020 年 3 月末应收账款有所减少。同期末，公司预付账款分别为 3.16 亿元和 2.53 亿元，分别较上年末减少 19.62% 和 20.00%，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，2019 年以来随着公司流通业务的发展，公司议价能力提高，与部分药品厂商的结算方式由预付调整为有一定账期，公司预付账款下降。同期末，公司其他应收款分别为 4.21 亿元和 4.11 亿元，分别较上年末减少 42.42% 和 2.55%，主要系药品配送保证金、备用金、代垫款项等，其中 2019 年末由于公司收回部

分医院配送保证金(2019年末公司应收医院配送保证金 3.50 亿元,较上年末减少 38.04%),当年末其他应收款大幅减少。同期末,公司存货分别为 9.94 亿元和 9.64 亿元,变化不大,主要是原材料、产成品及库存商品、半成品等。此外,同期末,公司新增划为持有待售的资产分别为 1.46 亿元和 1.46 亿元,为待处置的道真县中医院资产。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年末及2020年3月末,该公司非流动资产分别为42.44亿元和41.55亿元,分别较上年末增加1.51%和减少2.09%,公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产及商誉等构成。同期末,公司固定资产分别为23.87亿元和23.18亿元,分别较上年末减少0.78%和2.90%,在建工程分别为3.63亿元和3.36亿元,分别较上年末减少1.45%和7.43%,主要系公司厂房、设备、医院楼房及医院改扩建工程等,其中固定资产有所减少,主要系折旧摊销,以及道真县中医院资产划转至持有待售的资产;2020年3月末,在建工程有所减少主要系贵州科开医药有限公司现代医药物流项目完工转固。同期末,公司无形资产分别为3.08亿元和3.01亿元,变化不大,主要系公司土地使用权、专利权及非专利技术等。同期末,公司商誉分别为7.78亿元和7.78亿元,无变化,主要系收购科开医药(5.97亿元)、盛远医药(0.08亿元)、中肽生化(1.73亿元)形成的商誉,其中2018年公司已对中肽生化计提了15.37亿元的商誉减值准备,2019年无新计提的商誉减值准备。

2020年3月末,该公司受限资产合计2.36亿元,占总资产的2.29%,其中受限货币资金0.43亿元,主要为票据保证金、质押借款等;受限应收票据0.22亿元、受限应收账款融资0.76亿元,受限固定资产0.88亿元,受限无形资产0.07亿元,均用于抵质押借款。

5. 流动性/短期因素

图表 24. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年第一 季度末
流动比率 (%)	101.47	131.69	130.03	125.03	123.28	123.05
速动比率 (%)	71.90	107.01	108.11	98.09	97.11	98.76
现金比率 (%)	19.85	42.79	47.58	33.37	29.58	35.48

资料来源:根据信邦制药所提供数据整理。

2019年末及2020年3月末,该公司流动比率分别为123.28%和123.05%,速动比率分别为97.11%和98.76%,略有波动,但流动资产对流动负债的覆盖程度总体良好。同期末,公司现金比率分别为29.58%和35.48%,随货币资金余额的波动而有所波动。此外,考虑到公司医药流通业务资金占用较大等因素,仍需继续关注应收账款回款情况。

6. 表外事项

截至 2020 年 3 月末，该公司未决诉讼涉案金额合计 0.16 亿元，主要是医疗纠纷涉诉事项形成，形成预计负债 35.29 万元，规模较小，对公司经营影响不大。

截至 2020 年 3 月末，该公司无对外担保。

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，2019 年及 2020 年一季度，公司本部实现收入 4.31 亿元和 0.53 亿元，实现净利润分别为 0.25 亿元和 -0.11 亿元。同期公司本部销售商品、提供劳务收到的现金分别为 4.89 亿元和 1.15 亿元，公司本部主业现金回笼能力较强；同期公司本部经营活动现金流净额分别为 0.54 亿元和 0.74 亿元。

资产方面，2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司本部资产规模分别为 70.11 亿元和 70.62 亿元。同期末，公司本部负债总额分别为 28.14 亿元和 29.63 亿元，负债规模递增，资产负债率分别为 40.14% 和 41.95%，刚性债务分别为 21.80 亿元和 23.61 亿元，有所上升且以短期债务为主，面临一定的即期偿付压力。

外部支持因素

截至 2020 年 3 月末，该公司获得的银行授信总额为 57.82 亿元，其中尚未使用的额度为 16.55 亿元，尚有一定的后续融资空间。

图表 25. 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）	57.82	41.78	41.26	-
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	30.25	29.21	25.69	-
其中：大型国有金融机构占比（%）	52.31	69.91	62.27	-

资料来源：根据信邦制药所提供数据整理（截至 2020 年 3 月末）。

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。

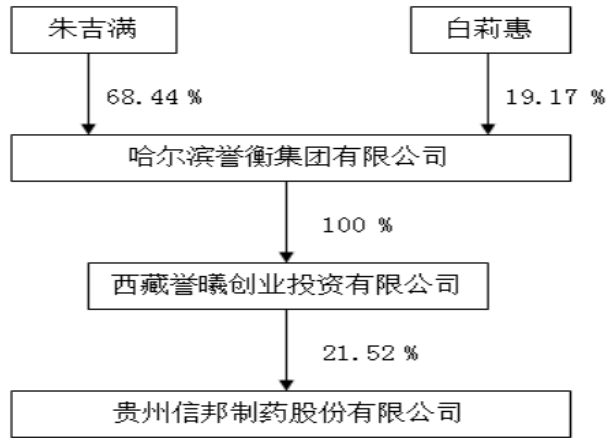
跟踪评级结论

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。2019年随着乌当医院并表以及其他下属医院业绩稳定增长，当期医疗服务收入明显上升；同期医药制造板块由于中肽生化新市场开拓以及同德药业中药饮片收入增长，亦实现较快增长；而医药流通板块受两票制及医保控费的影响，收入有所下滑；受上述三大板块共同影响，2019年公司收入略有增长。2020年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司三大主业收入均出现不同程度的下滑。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，跟踪期内，公司毛利率情况总体有所波动，其中2020年第一季度，公司毛利率大幅下滑主要系受新冠肺炎疫情影响。

跟踪期内，随着医药流通和医疗服务业务的发展，业务占用资金量较大，导致该公司外部融资规模维持较高水平，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。

附录一：

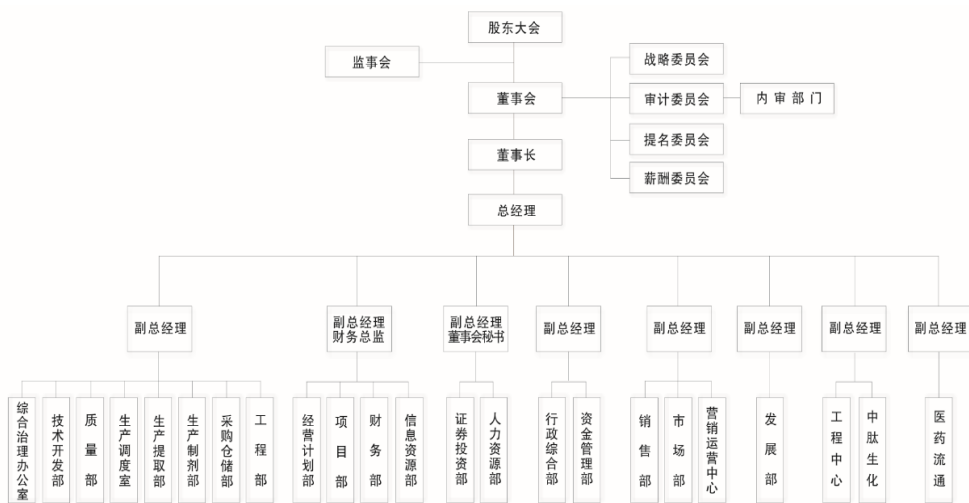
公司与实际控制人关系图



注：根据信邦制药提供的资料绘制（截至 2020 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 2020 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	2019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	21.80	41.97	4.31	0.25	0.54	1.10	母公司口径
贵州信邦药业有限公司	信邦药业 ¹³	子公司	100.00%	医药流通等	0.87	1.70	5.04	0.02	-0.10	0.24	母公司口径
贵州科开医药有限公司	科开医药	子公司	99.98%	医药流通等 ¹⁴	5.87	9.24	20.08	0.75	-1.22	1.47	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	0.30	8.47	2.75	0.52	1.41	0.78	合并口径

注：根据信邦制药 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

¹³ 公司对科开医药及信邦药业未出具合并口径的审计报告。

¹⁴ 科开医药母公司从事医药流通业务，旗下另有部分子公司开展医疗服务业务。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	119.55	108.54	104.19	103.19
货币资金 [亿元]	21.45	16.14	12.36	15.66
刚性债务[亿元]	39.32	44.78	39.46	41.78
所有者权益 [亿元]	67.59	51.69	50.48	49.48
营业收入[亿元]	60.02	65.80	66.55	12.46
净利润 [亿元]	3.31	-12.83	2.64	-0.40
EBITDA[亿元]	7.12	-8.20	7.71	—
经营性现金净流入量[亿元]	2.02	-2.19	8.86	2.18
投资性现金净流入量[亿元]	-4.40	-2.16	-2.53	-0.68
资产负债率[%]	43.47	52.38	51.55	52.05
权益资本与刚性债务比率[%]	171.89	115.41	127.94	118.43
流动比率[%]	130.03	125.03	123.28	123.05
现金比率[%]	47.58	33.37	29.58	35.48
利息保障倍数[倍]	4.55	-6.88	3.01	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	195.70	203.62	222.71	—
毛利率[%]	20.93	21.79	22.01	15.78
营业利润率[%]	7.04	-18.17	5.18	-2.66
总资产报酬率[%]	4.61	-9.31	4.67	—
净资产收益率[%]	5.01	-21.52	5.16	—
净资产收益率*[%]	4.93	-22.39	4.82	—
营业收入现金率[%]	92.01	100.54	99.80	118.76
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.41	-4.28	17.13	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-5.01	-7.99	11.45	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.17	-5.32	4.68	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.20	-0.20	0.18	—

注：表中数据依据信邦制药经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 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、准确性负责。

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。