



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪994号

## 贵州益佰制药股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及公司已发行的“贵州益佰制药股份有限公司公开发行2017年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年六月二十七日

# 贵州益佰制药股份有限公司 公开发行 2017 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

发行主体	贵州益佰制药股份有限公司		
债券简称	17 益佰 01		
债券代码	143338		
发行年限	5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权		
起息日	2017/10/23		
发行规模	5 亿元		
上次评级时间	2018/06/27		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

## 概况数据

益佰制药	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	42.40	46.89	39.58	37.21
总资产（亿元）	65.89	71.94	64.76	57.29
总债务（亿元）	15.25	16.90	15.27	13.58
营业总收入（亿元）	36.87	38.08	38.83	8.25
营业毛利率（%）	76.46	74.75	72.29	76.59
EBITDA（亿元）	6.67	7.36	-4.86	1.43
所有者权益收益率（%）	9.28	8.70	-17.29	5.81
资产负债率（%）	35.65	34.83	38.88	35.05
总债务/EBITDA（X）	2.29	2.30	-3.14	2.38
EBITDA 利息倍数（X）	11.41	9.36	-6.65	8.49

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、2017 和 2018 年末长期应付款实为计息债务，故将其调整至长期债务；  
3、2019 年一季度所有者权益收益率和总债务/EBITDA 指标已经年化处理。

## 基本观点

2018 年贵州益佰制药股份有限公司（以下简称“益佰制药”或“公司”）核心产品注射用洛铂销量明显增长，具有一定市场竞争力，公司出售医院股权对其现金流形成一定补充。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到大幅计提商誉减值致使公司大额亏损，公司经营性业务盈利空间明显下降，短期债务占比较高，债务期限结构有待优化，公司实际控制人股权质押比例很高以及内部管理制度及治理结构存在缺陷等因素对公司整体经营及信用水平带来的不利影响。

综上，中诚信证评维持贵州益佰制药股份有限公司主体信用等级 AA，评级展望为稳定；维持“贵州益佰制药股份有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）”信用等级 AA。

## 正面

- 核心产品注射用洛铂销售情况良好，具有一定市场竞争力。2018 年公司注射用洛铂实现销量 165.87 万瓶，同比增长 54.43%。该产品系《国家医保目录》的独家品种，与公司在肿瘤领域产品契合度较高，具有一定市场竞争力。
- 公司出售医院股权对其现金流形成一定补充。公司于 2018 年 12 月转让其持有的淮南朝阳医院管理有限公司 53% 的股权，若股权款全部收回可获得现金流入 6.60 亿元，对其现金流形成一定补充。

## 关注

- 经营性业务盈利空间明显下降。受招标降价、医保控费以及对中药注射液市场监管趋严等行业政策影响，2018 年公司部分药品产销量下滑，初始盈利空间有所收窄，加之公司期间费用占比提高，2018 年公司经营性业务利润为 2.68 亿元，同比减少 39.42%。
- 大幅计提商誉减值致使公司大额亏损。受收购企业经营业绩不达预期影响，2018 年公司计提

## 分析师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

周佳伟 jwzhou@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月27日

商誉减值 10.19 亿元，致其盈利为负，当年净利润为-6.84 亿元，同比减少 10.92 亿元，需对收购企业后续经营情况及商誉减值情况加以关注。

- 公司短期债务占比较高，债务期限结构有待优化。截至 2019 年 3 月末，公司债务规模为 13.58 亿元，其中短期债务规模 8.23 亿元，占总债务比重为 60.63%，债务期限结构有待优化。
- 实际控制人股权质押比例很高。截至 2019 年 3 月末，公司实际控制人窦啟玲合计持有公司 23.42% 的股份，合计 1.85 亿股，其中质押股份 1.85 亿股，占其持有股份的 100.00%，益佰制药股票价格的变动对实际控制人的影响应加以关注。
- 公司内部管理制度及治理结构存在缺陷。公司 2019 年 6 月收到贵州证监局出具的警示函，其内容包括相关信息披露文件不真实及关联方套取公司资金。中诚信证评将持续对公司内部管理情况及关联方与公司交易往来情况予以关注。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 募集资金使用情况

贵州益佰制药股份有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）（债券简称为“17 益佰 01”、债券代码为“143338”）起息日为 2017 年 10 月 23 日，发行规模为 5 亿元，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。17 益佰 01 期限为 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券募集总额为人民币 5 亿元，截至 2019 年 3 月 31 日，募集资金已按募集说明书上列明的用途使用完毕。

## 重大事项说明

公司于 2019 年 6 月 10 日收到中国证券监督管理委员会贵州监管局下发的《关于对贵州益佰制药股份有限公司采取出具警示函措施的决定》（[2019]3 号）和《关于对窦啟玲等采取出具警示函措施的决定》（[2019]4 号），其内容主要系公司与第三方签订虚假合同或协议，套取资金 3,294.87 万元，其中套取募集资金 1,749.07 万元，套取自有资金 1,545.80 万元，导致公司 2013 年虚增固定资产 270.93 万元、虚增在建工程 1,510.49 万元，2014 年虚增在建工程 1,513.45 万元，2013~2018 年相关信息披露文件不真实，违反了《上市公司信息披露管理办法》第二条、《上市公司监管指引第 2 号--上市公司募集资金管理和使用的监管要求》（证监会公告[2012]44 号）第五条等规定。据查，上述资金被安排用于购买家具、家装用品等，收货地址为窦啟玲在北京和贵阳的住所。上述事项表明公司内部控制及治理结构的有效性存在缺陷，中诚信证评将持续对公司内部治理管控及实际控制人与公司交易往来情况给予关注。

## 行业分析

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

2018 年，随着经济的增长和人口老龄化加剧，

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

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

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

近年来为提升国产制药水平，提高国产药品的有效性和安全性，国家在存量药品方面推进仿制药一致性评价，鼓励企业研发创新。2016 年 3 月国务院印发《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，提出进行一致性评价来提高仿制药质量；2017 年 12 月 29 日，CFDA 公布了首批通过一致性评价品种名单，共 17 个品种获批，通过仿制药一致性评价的品种将在采购、医保及生产等方面享受支持；2018 年 12 月 28 日，国家药品监督管理局发布《关于仿制药质量和疗效一致性评价有关事项的公告》提出通过一致性评价的品种优先纳入目录，未通过一致性评价的品种将逐步被调出目录。一致性评价政策的实施与推进将促使市场份额进一步向具有研发实力和规模优势的领先企业集中，行业集中度将得以提升。

2018 年 11 月 14 日，中央全面深化改革委员会第五次会议审议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，明确了国家组织、联盟采购、平台操作

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

审评审批方面，2017年10月国务院发布《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》，明确了改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展的改革纲领。2018年优先审评审批政策持续完善，临床试验方面，NMPA陆续发布临床试验细化要求和指导原则，规范临床试验用药物的生产，缩减临床审批时间；在注册审批流程方面，2018年8月国务院办公厅下发《深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务》，明确指出有序加快境外已上市新药在境内上市审批，进口药品上市时间可缩短1~2年。上述政策旨在鼓励研发创新，加快审评，减少注册积压，降低具有明显临床价值、防治指定疾病且具有明显临床优势的仿制药及创新药的研发时间成本，为其研发上市创造有利条件。

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

医药流通方面，2017年，“两票制”陆续在全国

各省市推行，截至2017年末，福建、安徽、青海、重庆、上海等20个省份已开始执行，2018年初，广西、贵州、湖北、江西、宁夏、西藏、新疆和北京8个省/直辖市开始执行。截至2018年末，全国31个省/直辖市已在全范围或区域内试点城市全面执行药品“两票制”政策。“两票制”的执行可最大限度压缩药品流通环节的长度和宽度，通过减少层层加价来降低药品价格，并通过加强对药品的监督来保障用药安全；短期内受“两票制”政策执行的影响，国内流通企业分销业务受到较大冲击，医院纯销业务占比逐步提升，致使企业应收账款账期不断拉长，国内流通企业竞争加剧，其运营能力面临一定挑战。长期来看，医药流通行业领先的企业可通过资金优势、规模效应以及更健全的销售网络取得更大的竞争优势，行业集中度将得以提升。

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

## 业务运营

公司主要从事肿瘤类、心血管类和镇咳类新型药品的研发、生产和销售，另从事一定的肿瘤治疗及其他疾病诊治的医疗服务。2018年公司全年实现营业收入38.83亿元，同比增长1.98%。其中，医药工业板块实现收入29.92亿元，同比减少3.10%；医疗服务板块实现收入8.80亿元，同比增长22.44%。

表1：2018年公司主营业务收入分板块情况

单位：亿元、%		
业务板块	2018	同比变化
医药工业	29.92	-3.10
医疗服务	8.80	22.44
合计	38.72	1.72

资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

受招标降价和医保控费等相关政策影响，2018 年公司医药工业板块收入规模同比有所下降，部分主要药品产销量均有所下滑，但随着市场范围的拓展，注射用洛铂产销量大幅上升。

2018 年受药品招标降价、医保控费等相关政策影响，公司医药工业板块收入规模同比下降 3.10% 至 29.92 亿元；毛利率为 85.46%，同比增长 0.63 个百分点。其中，处方药业务实现收入 28.98 亿元，同比减少 1.93%，占医药工业收入比重为 96.85%，占比较上年增长 1.15 个百分点；处方药业务毛利率为 86.65%，较上年增加 1.13 个百分点。公司产品主要用于抗肿瘤、心脑血管疾病、止咳化痰、妇科等治疗领域，重点产品包括注射用洛铂、银杏达莫注射液，艾迪注射液、克咳胶囊、金莲清热泡腾片、葆宫止血颗粒、妇炎消胶囊等，其中注射用洛铂和艾迪注射液均系《国家医保目录》的独家品种，与公司在肿瘤领域产品契合度较高，具有一定市场竞争力。截至 2018 年末，公司拥有 189 个品种的药品生产批准文号，其中 163 个品种进入国家医保目录（甲类品种 30 个，乙类品种 57 个），16 个产品为原研产品，14 个品种被列入《国家基本药物目录》，3 个产品为国家中药保护品种。

产能方面，随着新建工厂及生产线的投产，公司部分主要产品产能有所提升，其中艾迪注射液产能为 12,639.60 万支，同比增长 66.00%；银杏达莫注射液产能为 13,612.50 万支，同比增长 275.12%；葆宫止血颗粒产能为 1,000 万盒，同比增长 11.11%；注射用洛铂产能为 350 万瓶，较上年无变化。从产销率来看，公司大部分产品市场反映良好，其中银杏达莫注射液、艾迪注射液、葆宫止血颗粒产销率分别为 132.86%、109.11% 和 104.37%。但受医保控费及加大备货量等因素影响，金莲清热泡腾片和疏肝益阳胶囊当年产销率分别为 67.83% 和 69.31%，分别同比下降 35.96 个百分点和 28.55 个百分点。

产销量方面，公司坚持“以销定产”的生产模式。在化学药领域，2018 年注射用洛铂产量为 203.81 万瓶，同比增长 123.77%；销量为 165.87 万瓶，同比增长 54.43%，主要系加大资源投放，积极拓展销

售渠道所致；此外受医保控费影响，2018 年公司其他主要产品产销量亦存在一定程度下滑，其中银杏达莫注射液销量为 3,222.12 万支，同比下降 24.25%。在中成药领域，公司核心产品艾迪注射液产量为 4,767.44 万支，同比减少 11.71%；销量为 5,201.83 万支，同比减少 8.21%，主要系受医保政策以及药品招标影响，公司进行战略调整从而减少对此产品的产出所致。同时，随着国家对中药注射液市场监管趋严，中药注射剂行业增速放缓，公司核心产品艾迪注射液未来销售或将面临一定的压力；复方斑蝥胶囊产销情况亦有所增长，当年产量为 287.70 万盒，同比增长 26.89%，销量为 284.15 万盒，同比增长 19.54%；金莲清热泡腾片销量为 325.37 万盒，同比下降 35.14%；葆宫止血颗粒销量为 510.26 万盒，同比下降 31.64%。

销售金额方面，注射用洛铂和艾迪注射液对公司营业收入贡献最大，得益于销量的增长，2018 年注射用洛铂销售金额同比大幅增长 62.82% 至 8.75 亿元；同时，由于药品单价和销量的下降，艾迪注射液销售金额同比下降 24.65% 至 8.08 亿元，两者合计占医药工业板块收入比重为 56.24%。此外，银杏达莫注射液、复方斑蝥胶囊、金骨莲胶囊等药品亦对公司收入形成一定补充，2018 年上述药品分别实现销售金额 3.14 亿元、2.15 亿元和 1.51 亿元。销售单价方面，受药品招标影响，公司各产品价格均呈现一定范围内的小幅波动，其中注射用洛铂 2018 年销售均价为 527.48 元/瓶，同比增长 5.44%；艾迪注射液销售均价为 15.53 元/支，同比下降 17.92%；银杏达莫注射液销售均价为 9.75 元/支，同比增长 9.30%。

表 2: 2018 年公司主要药品销售金额情况

单位: 元/瓶 (盒、支)、万瓶 (盒、支)、亿元、%

药品	单价	销售量	销售额	销售金额 同比变化
注射用洛铂	527.48	165.87	8.75	62.82
艾迪注射液	15.53	5,201.83	8.08	-24.65
银杏达莫注射液	9.75	3,222.12	3.14	-17.20
复方斑蝥胶囊	75.82	284.15	2.15	16.33
金骨莲胶囊	33.64	448.34	1.51	20.21
葆宫止血颗粒	26.64	510.26	1.36	-32.43
妇炎消胶囊	21.98	411.06	0.90	-14.02
心脉通胶囊	20.96	327.67	0.69	-8.60
金莲清热泡腾片	20.95	325.37	0.68	-37.84
克咳胶囊	8.52	723.53	0.62	3.36
疏肝益阳胶囊	41.05	124.64	0.51	-14.53
岩鹿乳康片	29.82	117.93	0.35	-4.09

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

采购方面, 公司主要对药材、包材和辅助材料进行采购。2018 年采购药材共计 1.67 亿元, 同比减少 35.30%。从药材采购价格来看, 中药原材料价格波动较大, 2018 年公司部分主要药材均价均有所下降。其中人参均价为 527.67 元/千克, 同比下降 41.12%; 三七均价为 231.00 元/千克, 同比下降 23.34%。原材料价格下降对公司整体盈利空间的抬升起到一定正面作用, 但未来中药材类产品价格仍将持续波动, 需关注原材料价格波动对公司盈利水平的影响。

随着业务快速发展, 为扩大产能, 公司近年来对主要生产厂房进行扩建。截至 2018 年末, 公司主要在建项目有美安新厂项目、设备安装工程 (工程及设备更新)、润喉糖车间及化验室改造项目和零星工程等, 上述项目总投资合计 4.12 亿元, 已投资 0.47 亿元, 尚需投资 3.65 亿元。

**跟踪期内, 受新收购医院并表的影响, 公司医疗服务板块收入增长, 但盈利能力较弱。当年医院管理公司股权转让为其带来一定现金流补充。**

公司医疗服务板块业务类型主要为控股民营医院、与医院合作建设肿瘤治疗中心以及组建肿瘤医生集团。2018 年受新收购的绵阳富临医院<sup>1</sup>纳入

<sup>1</sup> 2017 年 2 月 20 日公司与四川富临实业集团有限公司 (以下简称“富临集团”) 签署《投资协议》, 以 1.35 亿元的对

合并报表范围等因素影响, 当年收入规模增长 22.44%至 8.80 亿元。

公司借力产品聚焦的核心优势, 积极布局肿瘤医疗服务, 围绕“综合医院-肿瘤治疗中心-肿瘤医生集团”的肿瘤医疗服务平台, 不断兼并、建设、投资医疗场所, 完善其业务布局体系。2018 年公司新收购了 1 家医院, 筹备 1 家新医院的建设, 投资了 17 个治疗中心项目, 设立了 7 家医生集团。截至 2018 年末, 公司布局运营的医院数量为 5 家, 开放床位数 1,627 张; 投资 17 个肿瘤治疗中心项目, 设立了 7 家肿瘤医生集团。

从医院运营情况来看, 灌南县人民医院<sup>2</sup>和绵阳富临医院对公司收入贡献较大, 2018 年两家分别实现营业收入 2.32 亿元和 1.19 亿元。此外, 为了在肿瘤医疗服务上取得实质性的突破, 公司分别于 2016 年 5 月、2017 年 2 月和 2017 年 6 月收购毕节市肿瘤医院有限公司、黑龙江华澳医院管理有限公司和辽阳中奥肿瘤医院, 收购对价合计 1.16 亿元, 上述 3 家医院均处于业务运营初期阶段, 2018 年共实现营业收入 0.35 亿元。总体来看, 公司运营医院大部分处于业务磨合阶段, 盈利能力较弱, 2018 年 5 家在运营医院合计实现净利润-0.18 亿元。

从近期重大交易事项来看, 2018 年 12 月 28 日, 公司与淮南和徽企业管理有限公司 (以下简称“和徽管理”) 签订了附条件生效的《股权转让协议》, 公司以人民币 6.6 亿元向和徽管理转让所持有的淮南朝阳医院管理有限公司 (以下简称“医院管理公司”) 53% 股权。医院管理公司成立于 2015 年 8 月, 主要负责淮南朝阳医院的经营管理工作。2018 年 12 月 29 日双方办理了标的公司管理权移交手续, 且公司收到首期股权转让款人民币 2 亿元。根据《股权转让协议》约定, 和徽管理应分别于 2019 年 3 月 31 日、2019 年 12 月 31 日之前向公司支付第二期、第三期股权转让款。2019 年 3 月 29 日, 公司收到了和徽管理支付的第二期股权转让价款人民币 3 亿元, 剩余 1.60 亿元将按照《股权转让协议》

价受让富临集团持有的绵阳富临医院 90% 的股权, 该笔交易于 2018 年 2 月 11 日办理了工商变更手续。

<sup>2</sup> 灌南县人民医院于 2006 年 9 月以 0.59 亿元对价被公司收购, 公司持有其 90% 股权。



于 2019 年 12 月 31 日前划转至公司指定银行账户。截至 2019 年 3 月末，医院管理公司工商变更登记手续已完成，和徽管理持有其 53% 的股权。

此外，2019 年 4 月 16 日，公司与江苏科利华医疗技术有限公司（以下简称“江苏科利华”）、贵州益佰艾康肿瘤医生集团医疗有限公司（以下简称“医生集团”）签署了《股权及债务转让协议》。根据协议内容，公司将所持有的医生集团 51% 的股权转让给江苏科利华，交易价格为 730 万元；同时，公司将应支付给医生集团的债务合计 730 万元转让给江苏科利华承担。交易各方已同意上述股权转让及债务转让，并同意公司将应付债务 730 万元与应向江苏科利华收取的股权转让款相互抵消，公司与医生集团的债权债务因上述事项的履行而终止。2019 年 4 月 23 日，交易各方已办理完成关于医生集团股权的工商变更登记手续，公司不再持有医生集团股权。

## 财务分析

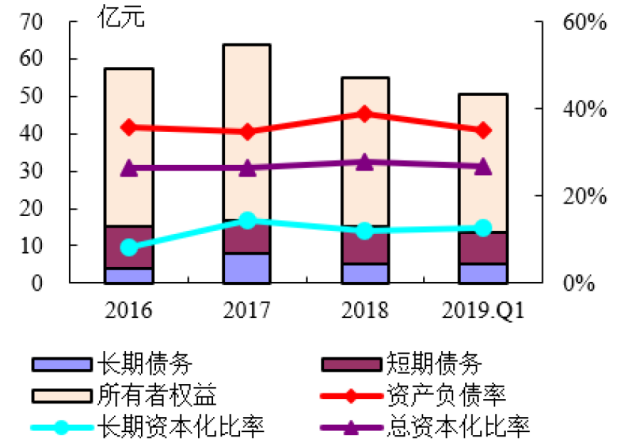
下列财务分析基于公司提供的经北京中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计的，并出具标准无保留意见的 2016~2018 年度财务报表审计报告以及未经审计的 2019 年一季度财务报告。

### 资本结构

由于公司对所投资企业计提商誉减值，公司 2018 年末资产规模有所下降，总资产为 64.76 亿元，同比下降 9.99%。同期末，公司负债规模与上年基本持平，总负债为 25.18 亿元。自有资本方面，受商誉计提减值的影响，公司利润盈余规模有所下降，2018 年末所有者权益为 39.58 亿元，同比下降 15.59%。另截至 2019 年 3 月末，受转让控股子公司医院管理公司股权影响，公司总资产进一步下降至 57.29 亿元，较上年末下降 11.52%；同期末，总负债为 20.08 亿元，较上年末下降 20.24%，所有者权益为 37.21 亿元，较上年末下降 5.98%。财务杠杆比率方面，2018 年末公司资产负债率为 38.88%，较上年末增长 4.05 个百分点；总资本化比率为 27.84%，较上年末增长 1.35 个百分点。截至 2019

年 3 月末，公司资产负债率为 35.05%，总资本化比率为 26.73%，较上年末有所下降。

图 1：2016~2019.Q1 末公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司资产主要以非流动资产为主，2018 年末公司非流动资产合计 33.55 亿元，占总资产比重为 51.80%，主要由固定资产、无形资产和商誉构成。具体来看，2018 年末公司固定资产为 14.01 亿元，主要由房屋及建筑物和机器设备构成。2018 年公司固定资产账面价值同比下降 4.84%，主要系公司合并报表范围变化，处置子公司股权所致。无形资产方面，2018 年末为 3.51 亿元，同比增长 3.19%，主要为土地使用权。同期末，公司商誉为 8.61 亿元，同比大幅下降 60.27%，主要系对贵州益佰女子大药厂有限责任公司（以下简称“女子大药厂”）、天津中盛海天制药有限公司（以下简称“中盛海天”）以及长沙建达投资管理有限责任公司等被收购公司计提商誉减值所致，其减值原因主要是业务运营情况不达预期，其中女子大药厂和中盛海天分别计提商誉减值 3.60 亿元和 4.86 亿元，占全部商誉减值比重为 82.94%。公司于 2013 年收购女子大药厂，收购对价 5.00 亿元，其产品涵盖肿瘤、妇科、男科等病症，2018 年女子大药厂实现收入 2.28 亿元，净利润 0.30 亿元；中盛海天收购于 2014 年，收购对价 7.95 亿元，主要产品为妇科、清热解毒类药物，2018 年中盛海天实现收入 2.03 亿元，净利润 0.30 亿元。另截至 2019 年 3 月末，公司固定资产为 13.83 亿元，无形资产为 3.47 亿元，商誉为 8.61 亿元。

流动资产方面，2018 年末公司流动资产为

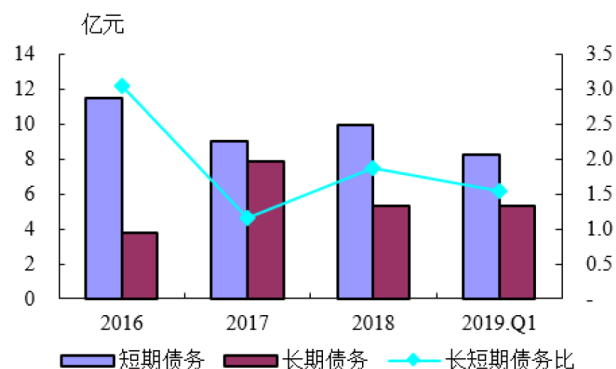
31.21 亿元，同比增长 17.66%，主要由货币资金、应收票据、应收账款、持有待售资产和存货构成。货币资金方面，由于按照《企业会计准则》将部分货币资金调整至持有待售资产科目以及支付购房款<sup>3</sup>的影响，公司 2018 年末货币资金同比下降 52.74%至 5.51 亿元。其中受限资金为 0.05 亿元，主要系合同纠纷导致资金冻结所致。同期末，公司应收票据为 7.25 亿元，同比增长 11.46%，主要系银行承兑票据；应收账款为 3.24 亿元，同比下降 15.29%，主要系药品销售及医疗服务形成的应收款项。从账龄来看，1 年内应收账款为 3.12 亿元，占比为 87.50%，1~2 年内应收账款为 0.26 亿元，占比为 7.39%。此外，按欠款方归集前五名分别为国药控股分销中心有限公司、上药控股有限公司、国药乐仁堂医药有限公司、国药控股湖南有限公司和广西柳州医药股份有限公司，其欠款金额合计 0.79 亿元，占全部应收账款比重为 22.09%，集中度尚可。2018 年应收账款周转率为 10.99 次/年，较 2017 年提高 0.63 次/年。2018 年末持有待售资产为 10.69 亿元，主要系医院管理公司所形成的资产。同期末，公司存货为 3.59 亿元，同比增长 7.96%，主要系原材料、在产品 and 产成品。另截至 2019 年 3 月末，公司货币资金为 7.32 亿元，较上年末增长 32.92%，主要系当期收到医院管理公司股权转让款所致；应收票据为 6.91 亿元，较上年末下降 4.60%；应收账款为 4.29 亿元，较上年末增长 32.46%，主要系当期销售回款速度减缓所致；存货为 3.71 亿元，较上年末增长 3.45%；医院管理公司股权已转让完毕，故当期末无持有待售资产。

负债方面，公司负债主要由应付账款、其他应付款和有息债务构成。应付账款方面，2018 年末公司应付账款为 1.93 亿元，同比下降 23.55%，主要系应付材料采购款和工程设备款。截至 2019 年 3 月末，公司应付账款为 1.88 亿元。同期末，其他应

付款为 4.10 亿元，同比增长 53.00%，主要系收到医院管理公司股权转让款所致。截至 2019 年 3 月末，随着医院管理公司股权已划转完毕，期末其他应付款较上年末下降 38.19%至 2.53 亿元。

有息债务方面，2018 年末公司总债务规模为 15.27 亿元，同比减少 9.62%。从债务期限结构来看，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）由上年的 1.15 倍上升至 1.87 倍，短期债务占比有所上升，主要系当年短期借款增加所致。另截至 2019 年 3 月末，公司有息债务为 13.58 亿元，长短期债务比为 1.54 倍，公司债务期限结构有待优化。

图 2：2016~2019.Q1 末公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

所有者权益方面，公司所有者权益主要由股本、资本公积和未分配利润构成。2018 年末股本为 7.92 亿元，与上年持平；资本公积为 7.57 亿元，同比下降 1.50%。未分配利润为 16.73 亿元，同比下降 31.38%，主要系商誉减值导致利润留存减少所致。另截至 2019 年 3 月末，公司股本为 7.92 亿元，资本公积为 7.57 亿元，未分配利润为 17.32 亿元。

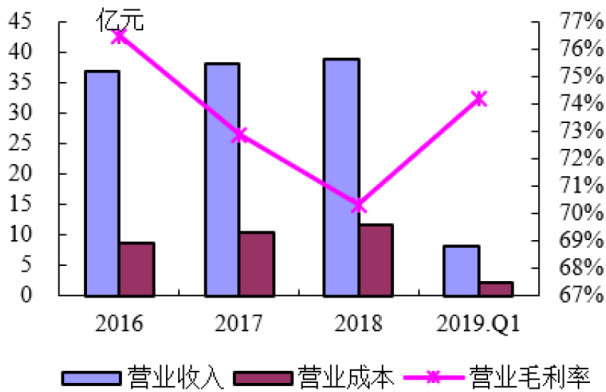
总体来看，由于大幅计提商誉减值，公司资产规模及自有资本均有所下降，且财务杠杆水平有所上升，债务期限结构有待优化。

## 盈利能力

公司收入主要来源于医药工业业务，2018 年实现营业收入 38.83 亿元，同比增长 1.98%。毛利率方面，2018 年公司毛利率为 72.29%，同比下降 2.46 个百分点，主要系艾迪注射液销售均价下滑较大和医疗成本增加等所致。另 2019 年 1~3 月公司实现营业收入 8.25 亿元，同比下降 14.44%；毛利率为 76.59%，同比增长 1.77 个百分点。

<sup>3</sup> 公司全资子公司贵州益佰投资管理有限公司（以下简称“益佰投资”）于 2018 年 11 月 12 日与窦啟玲及其一致行动人窦雅琪签署了《资产转让协议》，同意出资 1.62 亿元购买其名下 6 套房产作为新建医院经营使用，截至 2018 年 11 月 14 日，益佰投资已支付首期购房款 1.14 亿元。另截至 2019 年 1 月 3 日，由于筹建医院进程受阻（部分居民有不同反应），交易双方同意解除签署的《资产转让协议》，益佰投资于 2019 年 1 月 15 日收到返还的购房款 1.14 亿元。

图 3: 2016~2019.Q1 公司收入成本分析



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 2018 年公司三费合计 24.82 亿元, 同比增长 6.27%, 占当年营业收入比重为 63.91%, 主要系市场费用及员工薪酬增加导致销售费用和管理费用随之增长所致。另 2019 年 1~3 月, 公司三费合计 5.44 亿元, 占收入比重为 66.00%。

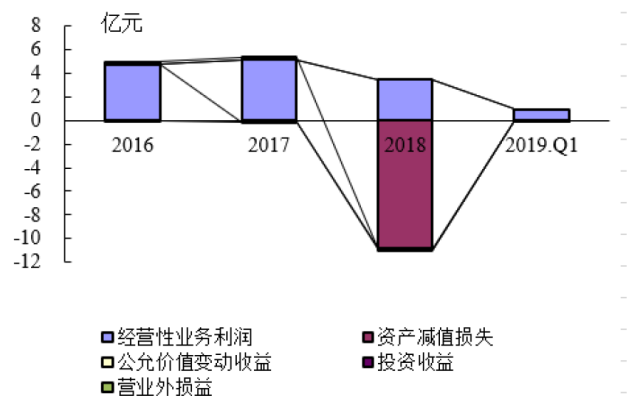
表 3: 2016~2019.Q1 公司三费分析

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用 (亿元)	18.37	18.35	19.32	4.41
管理费用 (亿元)	3.88	4.30	4.83	1.02
财务费用 (亿元)	0.59	0.71	0.66	0.01
三费合计 (亿元)	22.84	23.35	24.82	5.44
营业总收入 (亿元)	36.87	38.08	38.83	8.25
三费收入占比 (%)	61.95	61.33	63.91	66.00

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2018 年公司经营性业务利润为 2.68 亿元, 同比减少 39.42%, 主要系初始获利空间收窄以及期间费用增长较快所致。此外, 由于商誉计提减值, 2018 年公司资产减值损失为 10.85 亿元。综上, 公司 2018 年取得利润总额-7.86 亿元, 净利润为-6.84 亿元; 同期, 所有者权益收益率为-17.29%。另 2019 年 1~3 月公司利润总额为 0.75 亿元, 同比减少 38.84%; 净利润为 0.54 亿元, 同比减少 49.12%; 所有者权益收益率为 5.81%。

图 4: 2016~2019.Q1 公司利润总额构成



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体来看, 由于公司大规模计提商誉减值, 公司 2018 年利润规模大幅下降, 且毛利水平和期间费用把控能力均有所下降, 导致公司整体盈利能力有所下滑。

### 偿债能力

近年来公司债务规模呈波动趋势, 2018 年末公司总债务为 15.27 亿元, 同比下降 9.62%。其中短期债务为 9.95 亿元, 同比增长 9.93%; 长期债务为 5.32 亿元, 同比减少 32.17%, 长短期债务比为 1.87 倍, 短期偿债压力有所增加。

从获现能力来看, 由于 2018 年公司利润总额为负, 当年 EBITDA 为-4.86 亿元。偿债指标方面, 2018 年末总债务/EBITDA 为-3.14 倍; EBITDA 利息保障倍数为-6.65 倍; 经营活动净现金流/总债务为 0.14 倍, 经营活动净现金流/利息支出为 2.93 倍。鉴于 2018 年公司利润为负, 其经营所得难以对债务形成覆盖。

表 4: 2016~2018 年末公司部分偿债指标

指标	2016	2017	2018
EBITDA (亿元)	6.67	7.36	-4.86
总债务/EBITDA (X)	2.29	2.30	-3.14
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.25	0.40	0.14
EBITDA 利息保障倍数 (X)	11.41	9.36	-6.65
经营活动净现金流利息保障倍数 (X)	6.52	8.67	2.93
资产负债率 (%)	35.65	34.83	38.88
总资本化比率 (%)	26.45	26.49	27.84

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

财务弹性方面, 作为 A 股上市公司, 公司与多家商业银行保持良好的合作关系。截至 2018 年末, 公司合并口径下获得银行授信总额约为 24.46 亿

元，其中未使用的授信额度约为 11.40 亿元，具备一定的财务弹性。

股权质押方面，截至 2019 年 3 月末，公司实际控制人窦啟玲合计持有公司 23.42% 的股份，共计 1.85 亿股，其中质押股份 1.85 亿股，占其持有股份比重为 100.00%，股权质押比例很高，益佰制药股票价格的变动对其实际控制人的影响应加以关注。

或有负债方面，截至 2018 年末，公司无对外担保。

总体来看，公司负债水平仍控制在合理水平，核心产品具有一定的竞争能力。不过，受大幅计提商誉减值影响，2018 年末公司资产规模及自有资本均有所下降，财务杠杆水平有所上升，且利润规模大幅下降，导致公司整体盈利能力下滑。

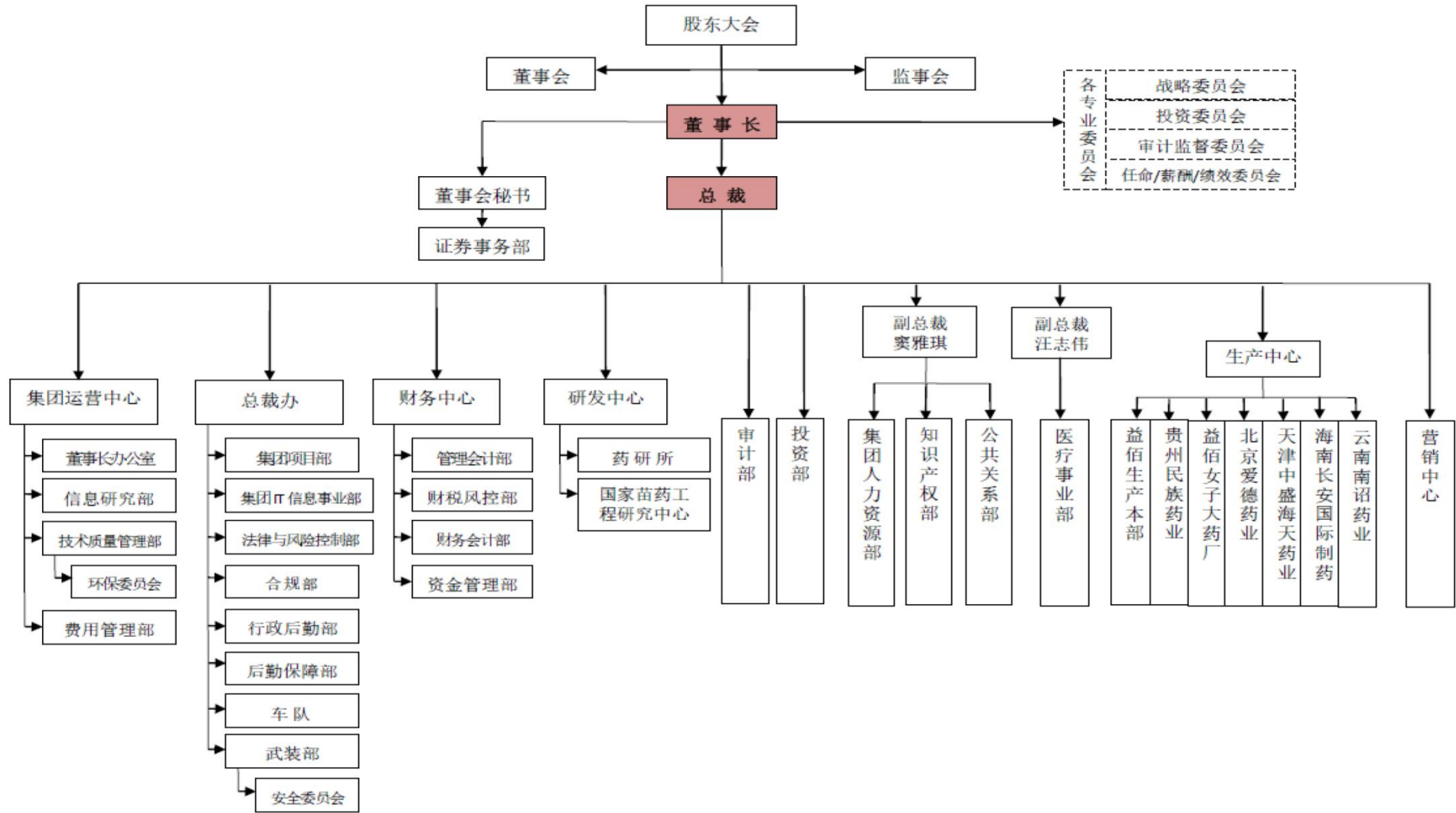
## 结 论

综上，中诚信证评维持贵州益佰制药股份有限公司主体信用等级 **AA**，评级展望为稳定；维持“贵州益佰制药股份有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）”信用等级为 **AA**。

附一：贵州益佰制药股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



附二：贵州益佰制药股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



**附三：贵州益佰制药股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	102,533.25	116,554.72	55,079.94	73,212.53
应收账款净额	35,249.26	38,252.68	32,405.55	42,924.10
存货净额	28,028.91	33,249.42	35,894.89	37,134.24
流动资产	253,223.74	265,261.45	312,099.88	260,291.31
长期投资	4,671.65	4,243.79	4,159.87	3,728.78
固定资产合计	133,645.50	154,458.47	142,155.25	141,196.01
总资产	658,891.52	719,449.46	647,556.84	572,939.15
短期债务	114,755.30	90,493.06	99,482.16	82,325.30
长期债务	37,700.00	78,495.90	53,247.24	53,455.62
总债务（短期债务+长期债务）	152,455.30	168,988.97	152,729.40	135,780.92
总负债	234,883.19	250,561.08	251,763.26	200,800.74
所有者权益（含少数股东权益）	424,008.33	468,888.39	395,793.58	372,138.42
营业总收入	368,682.28	380,766.18	388,286.32	82,462.53
三费前利润	275,676.15	277,766.29	274,972.46	61,807.87
投资收益	-327.81	-484.23	-880.46	-5.19
净利润	39,339.72	40,777.93	-68,448.68	5,408.02
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	66,672.06	73,613.81	-48,627.75	14,270.09
经营活动产生现金净流量	38,061.61	68,177.65	21,429.74	16,477.64
投资活动产生现金净流量	-57,491.92	-42,439.13	-35,666.45	38,340.28
筹资活动产生现金净流量	23,937.22	-2,393.90	-55,328.94	-16,920.47
现金及现金等价物净增加额	4,506.92	23,344.62	-69,565.65	37,897.45
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	76.46	74.75	72.29	76.59
所有者权益收益率（%）	9.28	8.70	-17.29	5.81
EBITDA/营业总收入（%）	18.08	19.33	-12.52	17.30
速动比率（X）	1.17	1.38	1.43	1.58
经营活动净现金/总债务（X）	0.25	0.40	0.14	0.49
经营活动净现金/短期债务（X）	0.33	0.75	0.22	0.80
经营活动净现金/利息支出（X）	6.52	8.67	2.93	9.80
EBITDA 利息倍数（X）	11.41	9.36	-6.65	8.49
总债务/EBITDA（X）	2.29	2.30	-3.14	2.38
资产负债率（%）	35.65	34.83	38.88	35.05
总资本化比率（%）	26.45	26.49	27.84	26.73
长期资本化比率（%）	8.17	14.34	11.86	12.56

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2017 及 2018 年末长期应付款实为计息债务，已将其调整至长期债务；

3、2019 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务、总债务/EBITDA 等指标经年化处理。

**附四：基本财务指标的计算公式**

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用



## 附五：信用等级的符号及定义

### 主体信用评级等级符号及定义

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

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

### 评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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

## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。