

浙江亚太药业股份有限公司

公开发行可转换公司债券

信用评级报告



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.

概述

编号:【新世纪债评(2018)010995】

评级对象: 浙江亚太药业股份有限公司公开发行可转换公司债券

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA

计划发行: 9.65 亿元

本期发行: 9.65 亿元

存续期限: 6 年

增级安排: 无

评级时间: 2018 年 10 月 12 日

发行目的: 项目建设

偿还方式: 每年付息一次, 到期归还所有未转股的可转换公司债券本金和最后一年利息

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 上半年度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	1.28	6.16	1.54	1.83
刚性债务	8.03	—	0.32	0.39
所有者权益	7.92	20.82	21.23	21.35
经营性现金净流入量	0.69	0.75	0.55	-0.11
合并口径数据及指标:				
总资产	20.61	24.71	27.38	32.26
总负债	12.68	2.76	3.69	7.78
刚性债务	8.23	—	1.72	5.69
所有者权益	7.93	21.95	23.69	24.48
营业收入	4.63	8.63	10.83	6.62
净利润	0.56	1.27	2.03	1.33
经营性现金净流入量	1.01	-0.38	1.28	0.36
EBITDA	1.02	2.44	3.12	—
资产负债率[%]	61.52	11.16	13.47	24.12
权益资本与刚性债务 比率[%]	96.36	—	1376.37	430.17
流动比率[%]	113.21	455.50	472.99	499.35
现金比率[%]	73.78	313.67	302.41	294.54
利息保障倍数[倍]	20.39	7.02	159.60	—
净资产收益率[%]	7.33	8.52	8.90	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	14.75	-4.93	39.59	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-71.14	-17.40	-53.95	—
EBITDA/利息支出[倍]	29.97	10.20	208.46	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.59	1.81	—

注: 根据亚太药业经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年上半年度财务数据整理、计算。

分析师

王婷亚 wty@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

评级观点

主要优势:

- 医药行业发展前景较好。受经济持续快速发展和新医改等因素驱动, 我国医疗保障水平稳步提高, 医药行业发展前景向好。尤其近年国家鼓励创新药发展、一致性评价要求等背景下, CRO 服务业务未来发展空间较大。
- 较好的资源整合能力及新药筛选平台。亚太药业通过参与专业联盟的方式整合优质研发资源, 有助于 CRO 服务业务开展。同时通过 CRO 服务业务可以筛选有发展前景的新药, 为公司医药制造业务发展奠定较好的基础。
- 畅通的融资渠道及较低的财务杠杆。亚太药业 2016 年定增成功后, 所有者权益增厚, 资产负债率处于较低水平, 未来尚有一定融资空间。公司资本市场、银行等融资渠道畅通, 也能为到期债务提供一定保障。

主要风险:

- 行业风险。医药行业对专业技术和人才要求较高, 且存在生产者与消费者信息不对称特征, 易因技术风险、道德风险等导致行业或企业发展受到较大影响。
- 制剂业务经营风险。亚太药业制剂产品以常规药品生产为主, 同类型产品生产企业较多, 若其余企业仿制药率先通过一致性评价, 公司相关药品销售或将受到不利影响。此外公司制剂业务生产基地计划逐步全部搬迁至滨海工业城, 关注新生产基地 GMP 认证情况。
- 研发平台未来经济价值不达预期风险。亚太药业研发平台项目投资金额较大, 且研发项目不直接产生经济效益, 未来其研究成果情况及其经济价值转化情况能否达到预期尚存在较大

的不确定性。

- **商誉减值风险。**亚太药业收购上海新高峰产生较大规模商誉，若新高峰经营不及预期，公司将可能面临商誉减值风险。
- **股东质押风险。**亚太药业控股股东及实际控制人所持股权质押比例均较高，关注股价波动及再融资风险。
- **环保风险。**亚太药业原料药生产规模不大，但属于高污染行业，在国家环保政策日益严格背景下面临较大的环保风险。

➤ 未来展望

通过对亚太药业及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很高，并给予本次债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



浙江亚太药业股份有限公司公开发行可转换公司债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

该公司成立于 2001 年 12 月，是由浙江亚太集团有限公司（简称“亚太集团”）、绍兴县鼎力贸易有限公司、中国医药集团上海公司、浙江荣盛建设发展有限公司、绍兴利盛物资有限公司以发起方式设立的股份有限公司，公司设立之初注册资本为人民币 6,000 万元，上述股东分别持有公司比例为 60%、20%、10%、5%和 5%。公司自设立起至 2010 年首次公开发行股票并上市前共发生 4 次股份转让及增加注册资本（分别为 2005 年 6 月股份转让、2006 年 12 月股份转让、2007 年 8 月增加注册资本和 2007 年 9 月股份转让），2007 年 9 月股份转让后，公司注册资本为 9,000 万元，股份总数 9,000 万股，亚太集团及其下属企业绍兴县亚太房地产有限公司（已改名绍兴柯桥亚太房地产有限公司，简称“亚太房地产”）分别持有公司 60%和 17.70%的股份。

2010 年 3 月，经中国证券监督管理委员会证监许可[2010] 120 号文核准，该公司向社会公众公开发行人民币普通股（A 股）3,000 万股，并在深圳证券交易所上市交易，公司实收资本变更为 12,000 万元。之后公司又发生多次增资及转股。公司于 2016 年 9 月以定向增发¹的形式募集资金净额 12.97 亿元，发行完成后亚太集团及亚太房地产、陈尧根、钟婉珍分别持有公司 26.77%、10.10%、5.06%和 3.93%的股份，陈尧根、钟婉珍分别持有亚太集团 92.67%和 7.33%股权，亚太集团持有亚太房地产 100%股权，公司实际控制人为陈尧根。截至 2018 年 6 月末，公司股权结构未发生变动。

此外 2018 年 6 月末，陈奕琪、陈佳琪、吕旭幸、沈依伊分别持有该公司 3.73%、3.73%、3.75%和 3.37%股权，其中陈奕琪、陈佳琪为陈尧根之女，陈奕琪和吕旭幸为配偶关系，陈佳琪和沈依伊为配偶关系。公司全资子公司上海新高峰生物医药有限公司（简称“上海新高峰”）的主要管理人员及核心骨干通过上海华富利得资产—民生银行—富鼎 6 号专项资产管理计划持有公司 4.81%股份。

2018 年 7 月，亚太集团及亚太房地产分别将其持有的亚太药业 2.52%和

¹ 该公司 2016 年 9 月非公开发行股票共募集资金净额为 12.97 亿元，新增股票 64,247,228 股。公司于 2017 年 8 月变更了募集资金用途，变更后募集资金全部用于收购上海新高峰 100%股权项目和武汉光谷生物城医药园新药研发服务平台建设项目，项目总投资金额分别为 9.00 亿元、4.06 亿元，其中募集资金分别投入 9.00 亿元和 4.04 亿元。截至 2018 年 6 月末，分别投入资金 8.88 亿元和 1.48 亿元。武汉光谷生物城医药园新药研发服务平台建设项目建设包含新药产业化服务中心、新药研发服务中心、健康医疗产业服务中心三大中心，建设周期为一年。

2.52%股份转让给珠海节信环保有限公司，亚太集团及钟建富分别将其持有的亚太药业 4.10%和 0.93%股份转让给深圳国研医药研发科技有限公司。本次转让后，亚太集团和亚太房地产分别持有公司 20.15%和 7.58%股权。本次转让后，陈尧根仍为公司实际控制人。

该公司主要经营医药生产制造业务和医药研发外包服务（CRO）业务，其中医药生产制造业务包含化学制剂、原料药、诊断试剂等的研发、生产和销售；CRO 服务业务主要包括临床前研究服务、临床研究服务及其他服务等。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司本次申请发行的可转换公司债券已经公司 2018 年第一次临时股东大会审议通过。

该公司本次计划发行可转换为 A 股股票的可转换公司债券。该可转换公司债券及未来转换的 A 股股票将在深圳证券交易所上市。本次拟发行的可转换公司债券募集资金总额不超过人民币 96,500 万元（含 96,500 万元），具体募集资金数额提请公司股东大会授权董事会在上述额度范围内确定。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	浙江亚太药业股份有限公司公开发行可转换公司债券
总发行规模:	9.65 亿元人民币
本期发行规模:	9.65 亿元人民币
本次债券期限:	自发行之日起 6 年
债券利率:	本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转换公司债券本金和最后一年利息
转换标的:	亚太药业 A 股股票（002370.SZ）
转股期限:	本次发行的可转换公司债券转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。
转股价格的确定及其调整:	1、本次发行的可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。 2、在本次发行之后，若公司发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况，转股价格将进行相应调整。
转股价格向下修正:	1、修正权限与修正幅度：在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日均价之间的较高者。 若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调

	整后的转股价格和收盘价格计算。
转股股数确定方式:	本次发行的可转换公司债券持有人申请转股时,转股数量=可转换公司债券持有人申请转股的可转换公司债券票面总金额/申请转股当日有效的转股价格,并以去尾法取一股的整数倍。
赎回条款:	1、在本次发行的可转换公司债券期满后5个交易日内,公司将赎回全部未转股的可转换公司债券。 2、在本次发行的可转换公司债券转股期内,当下述两种情形的任意一种出现时,公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。(1)公司A股股票连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%(含130%);(2)当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足3,000万元。
回售条款:	1、在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度,如果公司股票在任何连续30个交易日的收盘价格低于当期转股价的70%时,可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。 本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度,可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次,若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的,该计息年度不能再行使回售权,可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。 2、若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化,根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的,可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。可转换公司债券持有人在附加回售条件满足后,可以在公司届时公告的附加回售申报期内申报并实施回售,该次附加回售申报期内不实施回售的,可转换公司债券持有人不能再行使附加回售权。
增级安排:	无

资料来源:亚太药业

该公司以往未发行过债券。

(2) 募集资金用途

本次发行可转换公司债券的募集资金总额不超过人民币96,500万元(含96,500万元),拟用于建设亚太药业现代医药制剂一期、二期项目、研发平台建设项目、营销网络建设项目等。

图表 2. 募集资金用途情况(万元)

序号	项目	投资总额	拟使用募集资金
1	亚太药业现代医药制剂一期、二期项目	68,466.51	31,173.80
2	研发平台建设项目	63,805.45	59,906.20
3	营销网络建设项目	5,420.00	5,420.00
	合计	137,691.96	96,500.00

资料来源:亚太药业

■ 项目概况

(一) 亚太药业现代医药制剂一期、二期项目

亚太药业现代医药制剂一期、二期项目实施主体为全资子公司绍兴雅泰药业有限公司,主要产品包括:冻干粉针剂、普药类固体制剂、青霉素类固体制剂、头孢类制剂和透皮贴剂制剂。亚太药业现代医药制剂项目分两期实施,其中一期项目由冻干粉针车间1和3、青霉素车间、固体制剂车间、头孢车间(胶囊和粉针)、原辅料成品仓库、质检车间以及预留车间2、污水处理中心、危

化品仓库以及辅助设施等组成；二期项目由冻干粉针车间 2 和 4、贴片车间以及宿舍楼 2 组成。

亚太药业现代医药制剂一期、二期项目作为该公司包含化学制剂、创新药、生物药和原料药等共计 39 个在研项目的中试和产业化平台，建成后拟生产的产品为公司现有产品，生产工艺为公司现有的成熟生产工艺，且产品质量符合有关标准要求。项目建成后将拥有冻干粉针剂 2.05 亿支/年、普药类固体片剂 12 亿片/年、普药类固体胶囊剂 10 亿粒/年、青霉素类固体片剂 2.4 亿片/年、普药类固体胶囊剂 4 亿粒/年、头孢类胶囊剂 5 亿粒/年、头孢粉针剂 8500 万支/年、激素类透皮贴剂 600 万贴/年、普药类透皮贴剂 3600 万贴/年，公司产能将有较大提升。

该项目已取得绍兴市上虞区发展和改革局出具的《浙江省企业投资项目备案通知书（基本建设）》（绍滨海（江滨）备（延）2016-001）和《浙江省企业投资项目备案通知书（基本建设）》（绍滨海（江滨）备 2016-009），以及绍兴市上虞区环境保护局出具的《关于绍兴雅泰药业有限公司亚太药业现代医药制剂一期项目环境影响报告表的审查意见》（虞环审【2016】5 号（滨））和《浙江省“规划环评+环境标准”清单式管理改革试点建设项目环境影响报告表备案受理书》。项目预计总投资 6.85 亿元，包含设备购置费 2.21 亿元、安装工程费 0.83 亿元、建筑工程费 1.96 亿元和其他费用 1.53 亿元（主要为土地使用费、建设单位管理费、生产准备费、勘察设计费、环境影响评价费等辅助费用、预备费用和专项费用等辅助费用）和铺底流动资金 0.32 亿元。项目建设周期为两年，其中一期项目已于 2016 年开工，预计将于 2018 年年底完工；二期项目于 2017 年开工，预计将于 2019 年完工。截至 2018 年 6 月末，已累计投资 2.65 亿元。投产期 3 年（第 1 年达产 55%，第 2 年达产 60%，第 3 年达产 80%）。项目预测正常年销售收入 8.38 亿元（不含税），生产期平均利润总额为 8511.41 万元，总投资收益率 12.70%，投资利润率 11.21%。

（二）研发平台建设项目

研发平台建设项目实施主体为亚太药业，实施地点位于浙江省绍兴市柯桥区云集路 1152 号亚太药业厂区，包含固定资产投资和研发投入两块。其中固定资产投资包括办公区、会议中心、培训交流中心、新药研发信息中心、中小试车间等、研发检测设施及配套空调净化系统、供电、给排水等公用工程设施和研发所需设备等；研发投入包含建成仿制药及一致性评价研究平台、缓控释制剂技术平台和新药研发平台 3 个药品研发平台。该项目预计总投资 6.38 亿元，其中固定资产投资及上述 3 个研发平台投资分别为 1.07 亿元、2.48 亿元、0.94 亿元和 1.90 亿元。该项目已于 2018 年 9 月获得环评批复，目前土建工程尚未开工，药物研发已陆续开始投入。

固定资产投资内容为亚太药业厂区 8 号楼的一层和二层（即研发中心），研发中心总建筑面积为 6400 平方米（其中一层建筑面积 3600 平方米，二层建筑面积 2800 平方米）。功能分布为：第一层包括办公区域、新药研发平台、中小试车间；第二层包括缓控释制剂技术平台和仿制药及一致性评价研究平台。

研发投资方面，仿制药及一致性评价研究平台，将主要开展国内仿制 3 类和 4 类普通口服固体制剂和注射剂的药学研究实验（处方工艺研究、质量研究、稳定性考察等），包括 28 个制剂和 5 个原料药共 33 个项目的研究开发；建设缓控释制剂技术平台，主要开展国内外缓释剂型的开发，建立一套缓控释制剂开发设备仪器、工艺技术线路，包括研发阿莫西林缓释片、阿莫西林克拉维酸钾缓释片、坎地沙坦酯硝苯地平控释片共 3 个仿制 3 类项目；新药研发平台，主要对一些新的化合物进行筛选，确定和优化化合物的工艺，并开发成制剂产品，建立分析检测方法，具体包括研发一类新药 CX3002 和二类新药右旋酮洛芬贴片共 2 个项目。

该公司研发中心固定资产投资建设期 2 年，自 2018 年 7 月开始建设，其中研发中心固定资产投入建设期预计为 2 年，研发投入预计为 4.5 年。根据计划安排，通过 3 个药物研发平台，开展 38 个新药和仿制药产品研发项目。该项目为非生产性项目，新产品研发成功和升级改造完成后，其最终成果主要为公司生产产品使用，不直接产生经济效益。

（三）营销网络建设项目

由于该公司现有销售网络仍有扩大空间、两票制后公司产品直接由配送商销售给终端客户部分将面临新一轮挑战、现代医药制剂一期、二期项目建成后现有主导产品的产能将得到相应提升等多种因素作用下，公司计划进行营销网络建设。

项目内容包含（1）根据产品目标市场，扩建原有营销网点，以绍兴市为营销总部，在全国范围内调整设立 29 个销售省区和 70 个销售地区，项目建成后将形成覆盖全国的营销网络；（2）建设营销网络信息系统，以营销服务为中心，覆盖营销资源管理、生产管理、物流管理、财务管理、人力资源管理和办公自动化等方面；（3）品牌运营及市场推广，将通过客户交流活动、经销商培训、学术推广会、大型会展活动等，推进公司品牌建设；（4）人员培训，三年内定期组织对全体营销人员培训考核，提升营销人员的业务能力和素质，提高产品营销的效率。

项目建设期为 3 年，营销网络建设项目总投资 0.54 亿元，截至报告日项目尚未开始投资。项目建成后，将使得公司的营销体系更加完善、结构更加合理，并且有助于公司未来产能增大后以及新药上市后的营销工作开展。

（3）信用增进安排

本次债券未安排信用增级。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推CPI改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定CPI印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的CPI均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康

发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全，同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

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。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

国内医药行业的刚性需求、城镇化进程和消费升级将推动制药行业持续稳定的发展。医保覆盖面的扩大、支付水平的提升，有利于进一步释放医药需求并为制药企业发展带来新的机遇。但受到宏观经济下行及医药监管政策的影响，医药行业同时也面临着医保控费、药审制度趋严、药品招标降价等不利因素影响。

CRO 行业为制药行业的服务行业，制药行业的发展、行业分工的细化以

及各项政策不断推出的背景下，我国 CRO 行业快速发展，但也面临全球大型 CRO 企业的冲击。

A. 医药制造业

我国经济不断发展，城镇化水平不断提高。据相关统计分析，城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，我国老龄化人口占比上升较快，研究表明医疗保健支出与年龄呈正相关性，老龄化趋势的不断提高同样促进医药需求。新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保护容刺激了抑制的医药需求，促进医药行业不断发展。近年来我国医药制造收入及利润总体呈持续增长趋势，但是其增速下降，呈现放缓状态。2011~2017 年，我国医药制造业的销售收入从 14,522.05 亿元增至 28,185.50 亿元，年均复合增长率为 9.94%；利润总额从 1,494.30 亿元增长至 3,314.10 亿元，年均复合增长率为 12.05%。2018 年 1~3 月，医药制造业实现销售收入 6,252.10 亿元，累计同比增长 16.10%；利润总额 774.20 万亿元，同比增长 22.50%。

图表 3. 2008 年以来我国医药制造业销售收入及盈利情况（单位：万元、%）



资料来源：Wind

从未来发展趋势来看，人口老龄化、人均收入持续增长以及城镇化等因素保证了我国医药制造业刚性需求的稳步增长，加之医疗改革和国家政策的不断深化推进，医药行业发展前景仍保持良好。根据国务院 2017 年印发的《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》，2020 年我国 60 岁以上老年人口预计将达到 2.55 亿。随着人口结构的老龄化，未来中国医药市场将持续扩容，刚性需求逐步上升。同时，目前我国农村居民医疗保健水平较低，远低于城镇居民的平均水平，而城镇化将促进其医疗、养老、社会保障等多方面与城市接轨，进而带动基层、县医院的发展，为医药消费带来巨大增量。

图表 4. 2011 年以来我国医药制造业重要影响因素变化情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
我国人口数 (亿人)	13.47	13.54	13.61	13.68	13.75	13.83	13.90
60 岁以上人口占比 (%)	13.74	14.33	14.89	15.55	16.10	16.70	17.30
城镇基本医疗保险参保人数 (亿人)	4.73	5.36	5.71	5.97	6.66	7.44	11.77

项目	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
城镇基本医疗保险支出（亿元）	4,431.37	5,543.62	6,801.03	8,133.59	9,312.11	10,767.09	—
城镇居民人均可支配收入（万元）	2.18	2.46	2.70	2.88	3.12	3.36	3.64
医疗机构诊疗人次及入院人数（亿人次）	62.71	68.88	73.14	76.02	76.93	79.30	66.10
卫生费用（亿元）	24,345.91	28,119.00	31,668.95	35,312.40	40,974.64	46,344.88	51,598.80

数据来源：Wind、新世纪评级整理

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

近年来，国内医保支出增速呈下降趋势，其中城镇基本医疗保险统筹基金总支出增速已由 2011 年的 26.50% 下降至 2016 年的 15.60%。医药行业控费压力较大，药品招标降价短期趋势不变，终端销售价格下降不断挤压着医药制造企业利润空间；加之仿制药一致性评价、新版 GMP 认证等政策的出台，不断加大了企业营运负担²；另外由于两票制的推行，减少了医药流通企业的利润空间，也加大了医药制造企业的药品推广难度。短期而言，一般药企运营效率难言好转。长期来看，医药制造企业将重新洗牌，拥有大病种领域重磅产品、产品结构好的企业拥有较好价格维护能力；拥有较强研发实力的医药制造企业有望在后续经营中获得较多业绩补充；拥有较强推广实力的医药制造企业有望获得更高的终端覆盖度，以上资质优秀药企有望在长期发展中脱颖而出。

B. CRO 行业

随着全球药品管理法律法规的不断完善，新药研发及销售市场竞争日益激烈，药物从研发到上市的技术、资金投入、风险等不断加大，周期也有所拉长，因此大型制药企业逐步将资源集中于发展核心研发业务（疾病机理研究及新药靶点的发现及研发早期阶段），而将后续研发中晚期及开发阶段涉及的药物化合物筛选及研发、数据采集分析、临床、委托生产或加工等产业链环节委托给医药研发服务企业，CRO 因此应用而生。CRO (Contract Research Organization)，即合同研究组织，是在药物研发过程中代表客户进行全部或部分的科学或医学试验，以获取商业性报酬的学术性或商业性的科学机构和个人。经过几十年发展，CRO 的服务范围基本覆盖了药物研发的各个阶段与领域，成为全球制药企业降低药物研发成本、缩短研发周期、实现药物快速上市的重要途径。近年

² 一致性评价政策出台后，单一药品仿制药评价成本由原来的 50 万元左右提高至了 500 万元以上。

来 CRO 行业发展速度较快,2013-2017 年全球 CRO 市场复合增长率达到 10.8% 左右,我国 CRO 市场增长率约为 24%;2017 年全球 CRO 市场规模预计约 431 亿美元,我国 CRO 市场规模预计约 559 亿元。

按企业提供的服务阶段划分,CRO 企业一般分为临床前 CRO 和临床试验 CRO 两类。临床前 CRO 主要从事药理学研究和临床前研究服务,其中药理学研究服务包括调研、先导化合物和活性药物中间体的合成及工艺开发等,临床前研究服务包含非临床安全性评价服务(法规毒理学试验服务)、药效学研究服务、动物药代动力学研究服务等。临床试验 CRO 主要以临床研究为目的,包含 I 到 IV 期临床试验技术服务、临床试验数据管理和统计分析、注册申报以及上市后药物安全监测等。

我国早期的医药产品以仿制药为主,创新药研发动力不足,但是近年来国家多次出台政策鼓励创新药发展,药审改革等配套政策则进一步促进了新药研发。如《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》明确提出推进医药生物领域创新突破,鼓励支持创新药研发;《“十三五”国家科技创新规划》提出新药创制是 13 个国家科技重大专项之一,推动我国新药研发的综合能力和整体水平进入国际先进行列。药审改革方面,自 2015 年国务院发布关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见首次提到加快创新药的审评审批后,2016 年 CFDA 发布《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》为创新药快速上市提供了较好的机会,2017 年 5 月 CFDA 相继发布《关于鼓励药品医疗器械创新改革临床试验管理的相关政策》(征求意见稿)、《关于鼓励药品医疗器械创新加快新药医疗器械上市审评审批的相关政策》(征求意见稿)和《关于鼓励药品医疗器械创新实施药品医疗器械全生命周期管理的相关政策》(征求意见稿),从临床机构执行备案制、支持开展临床试验、优化临床审查等各方面促进药物审评审批进度的加快。

以欧美市场为主力的全球 CRO 行业起步较早,相对较为成熟,已有 QuintilesIMS(昆泰,现 IQVIA)、Covance(科文斯)、Parexel(精鼎)、CharlesRiver(查理斯河实验室)、PPD(医药产品开发公司)等多家大型跨国 CRO 公司。据统计,截至 2016 年末,全球 TOP10 CRO 公司垄断了 40% 以上的市场。21 世纪以来,随着 CRO 巨头的全球扩张,CRO 逐渐进入亚洲市场,中国由于拥有较大人口基数(对应大量的患者群体,临床样本数充足),且正在经历医药产业迅速发展,因此成为 CRO 行业发展的重要区域。

我国 CRO 行业集中度相对较低,据 HSMAP 的不完全统计,目前国内处于存续状态的涉足医药外包服务企业约 525 家,包含 IQVIA 等大型跨国 CRO 公司和亚太药业等本土 CRO 公司,其中本土 TOP10 CRO 公司在国内市场份额不足 20%。大型跨国公司无论在研发、资金实力、项目经验、服务覆盖范围等方面都具有较大优势,占据国内 CRO 行业顶尖位置,并承担了大量跨国药企在我国的新药研发工作,但其在国内药企外包服务市场份额较低。本土 CRO 企业规模相对较小,资金及技术实力相对较弱,除药明康德等少数企业外,多数企业仅关注于研发中的一部分业务等,其中睿智化学、康龙化成、昭衍新

药等服务范围主要覆盖临床前 CRO，泰格医药、博济医药等服务范围主要覆盖临床 CRO。该公司 CRO 业务包含了临床前 CRO、临床 CRO，目前两者占比较均衡。

图表 5. 国内 CRO 行业上市样本企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，%）

公司名称	业务范围	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
药明康德	临床前 CRO、临床 CRO、CMO	77.65	41.83	125.80	46.44	17.94	77.65
康龙化成	临床前 CRO、CMO	22.94	32.74	39.19	48.71	5.52	22.94
泰格医药	临床 CRO	16.87	42.94	35.83	21.33	3.15	16.87
亚太药业	临床前 CRO、临床 CRO、制药	10.83	44.55	27.38	13.47	1.28	10.83
昭衍新药	临床前 CRO	3.01	56.27	9.41	40.72	1.20	3.01
博济医药	临床前 CRO、临床 CRO	1.31	27.39	5.75	27.90	0.26	1.31

资料来源：新世纪评级整理。

风险方面，由于我国医药市场具有成本相对较低，资源丰富等特点，大型 CRO 企业陆续以合资、设立独资企业、收购等方式进入国内市场，大型企业在项目经验、资金和研发实力等方面具有较大优势，将对本土 CRO 企业造成一定冲击。

2. 业务运营

该公司主要运营 CRO 业务和医药制造业务，目前两块业务独立性较强，未来若能达成较好的协同作用，将有利于公司整体发展。公司医药制造业务作为传统经营业务，运营时间较长，但由于大部分产品为普药，面临较大的竞争压力。CRO 业务近几年发展较快，且项目逐渐实现阶段性成果，成为公司收入及利润的重要来源。

该公司主要从事医药制造业务和医药研发外包服务（CRO 业务），其中医药制造业为公司最早从事的业务，由本部运营；CRO 业务为 2015 年收购上海新高峰股权后新增³，由子公司上海新高峰运营。公司医药制造业务以化学制剂的研发、生产、销售为主，另包含少量原料药及诊断试剂业务。CRO 业务则涵盖了临床前和临床业务的各个环节。近年来，公司收入规模逐渐增大，主要是 CRO 业务订单量有所增加，且 CRO 业务周期较长，近几年项目逐渐进入阶段性成果；此外，公司增加高毛利、高单价产品的推广力度，医药制造业收入也有所增长。

³ 根据业绩承诺，上海新高峰 2015 年—2018 年实现的年度净利润数（年度净利润指按照标的公司合并报表口径扣除非经常性损益后归属于母公司股东的年度净利润，如本次交易完成后，标的公司和/或其控股子公司作为上市公司募集资金投资项目实施主体的，则需要扣除募集资金项目产生的净利润）分别不低于 0.85 亿元、1.06 亿元、1.33 亿元和 1.66 亿元。2015-2017 年上海新高峰扣除非经常性损益后归属母公司净利润分别为 1.00 亿元、1.08 亿元和 1.45 亿元，均达到了业绩承诺。

由于该公司 CRO 业务天然地具有较多新药研发的机会，未来公司将利用 CRO 业务平台储备具有较好发展前景的新药项目，并挑选合适的新药项目发展后续制药业务，制药业务也可以将制造过程中的问题及时反馈给 CRO 的研发层面，从而达到公司两块业务的协同发展。

图表 6. 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
医药生产制造业务	医药	国内	规模/资本/技术/资源/政策等
医药研发外包服务	服务业	国内为主	资源/技术等

资料来源：亚太药业

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 7. 公司主营业务收入及变化情况（万元）

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年上半年度	2017 年上半年度
营业收入合计		46,243.53	86,216.59	108,166.01	66,218.10	49,408.62
医药制造业	金额	40,906.89	40,083.94	46,128.44	32,094.74	19,334.31
	占比	88.32%	46.45%	42.60%	48.46%	39.09%
其中：抗生素类制剂	金额	18,585.06	18,625.56	23,823.71	16,037.59	10,332.30
	占比	40.13%	21.59%	22.00%	24.22%	20.89%
非抗生素类制剂	金额	19,695.86	18,964.25	19,218.89	14,595.53	7,227.49
	占比	42.53%	21.98%	17.75%	22.04%	14.61%
CRO 业务	金额	5,336.64	46,132.65	62,037.57	34,123.37	30,074.31
	占比	11.52%	53.46%	57.29%	51.53%	60.80%
其中：临床前研究服务	金额	3,814.56	38,148.97	43,381.70	18,420.63	26,079.72
	占比	8.24%	44.21%	40.06%	27.82%	52.72%
临床研究服务	金额	1,522.08	7,942.27	18,655.87	15,702.74	3,994.60
	占比	3.29%	9.20%	17.23%	23.71%	8.08%

资料来源：亚太药业

A. 医药制造业务

2015-2017 年及 2018 年上半年，该公司医药制造业务收入分别为 4.09 亿元、4.01 亿元、4.61 亿元和 3.21 亿元，2017 年以来受两票制影响公司部分产品开票方式有所调整⁴，同时公司提高了高毛利产品占比，共同作用下公司医药制造业务收入整体有所增长。公司医药制造业务包含化学制剂、化学原料药、诊断试剂的研发生产和销售等，2017 年收入分别为 4.30 亿元、0.24 亿元和 0.07 亿元，化学原料药和诊断试剂业务规模相对较小。公司化学原料药主要是为自身制剂业务提供原料供应，少量对外销售，目前共有 2 个原料药批准文号，为罗红霉素和阿奇霉素。公司诊断试剂业务自 2011 年开展，共有 78 个注册批件，涵盖肝功能、肾功能和心肌酶谱等。

⁴ 公司部分产品原按照底价出厂开票销售，两票制影响下相关产品开票价格有所提升。2017 年该部分实际影响收入约 3000-4000 万元。

该公司化学制剂业务主要分为抗生素类药品和非抗生素类药品。截至 2018 年 6 月末，公司共有 100 个制剂类药品批准文号，包含 5 种剂型、68 种通用名药品品种，产品按治疗领域主要可分为抗生素类、抗病毒类、消化系统类、心血管类、解热镇痛药等五大类。目前在产的抗生素类药品主要包括阿莫西林克拉维酸钾分散片、注射用头孢美唑钠、注射用头孢孟多酯钠、阿奇霉素分散片、注射用阿奇霉素和罗红霉素胶囊等 52 个药品批准文号；非抗生素类药品主要包括消化系统药（如注射用泮托拉唑钠和注射用奥美拉唑钠、奥美拉唑肠溶胶囊、兰索拉唑肠溶胶囊）、抗病毒药、心血管药、解热镇痛药等 48 个药品批准文号。公司大部分制剂产品属于使用很广泛、市场空间较大，同时生产厂商也较多的完全竞争型品种，且产品大多已纳入医保目录。2016-2017 年公司纳入医保目录产品的（含税）销售额分别为 4.19 亿元和 4.51 亿元⁵，在医药制剂业务中收入占比很大。

近年来该公司根据产品盈利情况，适当调整不同毛利产品占比，因此整体毛利率有所提升，2015-2017 年及 2018 年上半年，公司医药制造业毛利率分别为 41.37%、41.89%、55.45%和 55.35%。收入构成也由原单项产品收入占比较高，变为主要产品收入占比相对均衡。

图表 8. 公司化学制剂业务涉及的主导产品情况（单位：万元、万瓶/万盒/万袋）

药品	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-6 月	
	收入	销量	收入	销量	收入	销量	收入	销量
注射用泮托拉唑钠	11,278.64	505.32	8,625.22	436.84	4,734.12	415.24	3,483.19	181.06
阿莫西林克拉维酸钾	3,493.96	8,592.28	3,833.67	9,221.04	4,077.80	8,314.31	2,988.57	5,051.42
注射用头孢美唑钠	—	—	—	—	4,004.79	100.08	2,897.03	70.98
奥美拉唑肠溶胶囊	244.59	892.11	704.76	1,965.78	3,404.69	4,988.37	3,117.29	2,065.50
注射用头孢孟多酯钠	5.96	1.21	395.44	22.60	2,591.20	105.14	1,711.30	36.96
合计	15,023.15	9,990.92	13,559.09	11,646.26	18,812.60	13,923.14	14,197.38	7,405.92

资料来源：亚太药业

该公司原具有绍兴本部和绍兴滨海工业区两个生产基地，其中本部主要为 6 个制剂产品生产车间及配套，绍兴滨海工业区为原料药生产基地。随着公司业务发展，绍兴本部生产厂区已较拥挤且车间相对陈旧，另本部所在的区域柯东工业园区已被规划为柯桥城区，周边的配套设施（水、电、气、环境等）不能满足工业企业发展的需求。同时，公司拥有仿制药和创新药在研品种共计 30 余项，公司需要为在研产品产业化提前布局。根据公司的发展规划和国家药品一致性评价等相关政策，为不影响生产经营，公司自 2016 年起开工建设亚太药业现代医药制剂一期、二期项目，相关项目将替代原绍兴本部基地生产任务，亚太药业现代医药制剂一期、二期项目 4 个固体制剂生产车间已于 2018 年 9 月底拿到 GMP 认证证书，预计将于 2018 年 10 月开始正式生产，公司其他生产线预计将于 2019 年全部搬至新项目。公司通过提前备货应对新老生产基地衔接。根据公司估计，亚太药业现代医药制剂一期、二期项目建成后，生产范围将涵盖公司现所有剂型和品规的产品，产能亦将有较大提高。

⁵ 此处销售额含税，与营业入口径存在差异。

图表 9. 公司亚太药业现代医药制剂一期、二期项目投产前后产能变化情况

产品		现有产能	项目设计产能
冻干粉针剂（亿支/年）		0.98	2.05
普药类固体制剂	片剂（亿片/年）	9.30	12.00
	胶囊剂（亿粒/年）	4.20	10.00
青霉素类固体制剂	片剂（亿片/年）	1.20	2.40
	胶囊剂（亿粒/年）	2.76	4.00
头孢类制剂	胶囊剂（亿粒/年）	3.00	5.00
	头孢粉针剂(亿支/年)	0.50	0.85
透皮贴剂制剂	激素类透皮贴剂（万贴/年）	100.00	600.00
	普药类透皮贴剂（万贴/年）	—	3,600.00

资料来源：亚太药业

该公司绍兴本部一般根据销售需求制定各生产车间的生产计划，因此随着近几年公司产品结构的调整，各剂型产品生产量及产能利用率逐年发生一定波动。其中，冻干粉针产量较为稳定，产能由于生产线的新建和停产⁶等原因有所变化；粉针剂主要为头孢类产品，近年受限抗令因素所致，产品销量有所下滑；普通胶囊剂、青霉素胶囊剂等部分产品因市场环境的影响，销量没有达到预期，其产能利用率呈一定波动趋势；公司普通片剂、青霉素片剂、头孢胶囊产能利用率均处于较高水平。公司部分化学制剂生产线由于市场竞争压力产品产量及产能利用率不高。公司虽计划通过现有产品及在研产品产业化消化新增产能、通过营销网络建设项目建设提升产品销量，但仍需关注生产线搬至亚太药业现代医药制剂一期、二期后产能消化情况。

图表 10. 公司化学制剂主要产品生产情况

剂型		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年
冻干粉针剂	产能（万针/年）	7,800.00	9,800.00	4,000.00	2,000.00
	产量（万针）	4,307.78	4,246.54	3,761.34	2,319.28
	产能利用率（%）	55.23	43.33	94.03	115.96
粉针剂	产能（万针/年）	5,100.00	5,100.00	5,100.00	2,550.00
	产量（万针）	1,700.26	1,711.14	1,449.78	1,002.10
	产能利用率（%）	33.34	33.55	28.43	39.30
普通片剂	产能（万片/年）	93,000.00	93,000.00	93,000.00	46,500.00
	产量（万片）	92,590.72	87,283.28	94,393.40	41,061.20
	产能利用率（%）	99.56	93.85	101.50	88.30
普通胶囊剂	产能（万粒/年）	43,000.00	43,000.00	43,000.00	21,500.00
	产量（万粒）	16,241.28	14,890.46	18,772.82	10,892.88
	产能利用率（%）	37.77	34.63	43.66	50.66
青霉素片剂	产能（万片/年）	12,000.00	12,000.00	12,000.00	6,000.00
	产量（万片）	10,128.40	11,336.40	10,290.24	6,462.32
	产能利用率（%）	84.40	94.47	85.75	107.71

⁶ 该公司冻干粉针剂有 2 条生产线，分别为年产 5800 万支生产线和年产 4000 万支生产线。其中年产 4000 万支生产线于 2015 年下半年投产，当年产能计为 2000 万支；年产 5800 万支生产线于 2017 年停产搬迁至新厂区，目前未投入使用，致使其产能及产能利用率有所波动。

剂型		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年
青霉素胶 囊剂	产能 (万粒/年)	24,000.00	24,000.00	24,000.00	12,000.00
	产量 (万粒)	10,882.72	19,136.48	10,200.16	7,363.68
	产能利用率 (%)	45.34	79.74	42.50	61.36
头孢类胶 囊	产能 (万粒/年)	30,000.00	30,000.00	30,000.00	15,000.00
	产量 (万粒)	42,714.48	34,509.12	26,678.96	19,153.92
	产能利用率 (%)	142.38	115.03	88.93	127.69

资料来源：亚太药业

采购方面，该公司罗红霉素和阿奇霉素有自产能力，其余原辅材料、包材等向外部采购。外部采购由生产部门首先按生产计划制定各材料需求量后交物资管理部实施。物资管理部按 GMP 规定的物料标准向合格供应商采购原辅料及内外包装材料。针对某一种原材料，公司一般储备 2-3 家合格供应商，由于原辅材料等采购品种较多，公司供应商较为分散，2017 年前五名供应商采购占比为 26.94%。结算方面，公司与上游供应商一般采用银行承兑汇票结算，账期 1-2 个月。

近几年随着国家环保政策趋严以及人工成本上涨等因素，该公司原材料采购单价整体有所上涨。采购量方面，公司采购原材料种类较多，单品种金额不大，原材料采购量呈波动趋势，其中公司头孢氨苄、阿莫西林克拉维酸钾、螺内酯等产品由于往年备货较多，近年消化库存致使采购量呈现一定波动。

图表 11. 公司主要原材料采购情况

原材料	项目	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 上半年度
硫氰酸红霉素	采购量 (kg)	80,000.00	80,020.00	109,518.20	50,450.00
	采购单价 (元/kg)	257.37	245.30	246.79	298.75
头孢氨苄	采购量 (kg)	53,875.00	24,875.00	31,169.00	26,475.00
	采购单价 (元/kg)	268.83	239.38	268.82	346.12
阿莫西林克拉 维酸钾	采购量 (kg)	21,000.00	14,500.00	14,000.00	14,000.00
	采购单价 (元/kg)	525.03	559.39	598.29	599.76
螺内酯	采购量 (kg)	7,000.00	4,880.00	6,951.00	2,600.00
	采购单价 (元/kg)	1,941.39	1,247.02	1,318.63	1,510.63

资料来源：亚太药业

该公司所有医药产品销售统一由销售部负责，销售部设 5 个销售大区，每个销售大区根据市场需要下辖若干个销售省区，全面负责公司产品在本区域的产品推广工作。销售模式方面，公司按照产品线设立不同的销售渠道，其中普药品种以商业公司分销为主；控销品种⁷采用终端拉单的方式，客户主要为终端卫生院、诊所、药店等；招商品种⁸主要是公司在生产技术及产品质量方面具有相对优势的品种，一般借助代理商或自建临床招商团队进行招商。通过自建团队及经销商合作，公司建立了完善的市场营销体系，逐步形成了覆盖商业

⁷ 该公司控销品种主要系针对毛利率相对较高的半普药或 OTC 产品，通过控制产品销售价格、区域、渠道、终端来实现产品的销售。

⁸ 该公司招商品种，主要系公司针对部分在生产技术及产品质量方面有优势的品种，一方面采用临床招商的模式，借助代理商的团队进行临床推广，一方面自建临床招商团队进行招商。

渠道、零售药店、医院临床的网络布局。截至 2018 年 6 月末，公司共有销售人员 222 人。公司终端客户包含零售药店和医疗机构等，其中医疗机构用户以县级医院和社区卫生院为主，单一客户需求量不大，但是数量较多。两票制以来公司开展精细化营销，增加向终端医疗机构的人员派驻，并寻找更多直接覆盖终端医疗机构的代理商进行业务拓展。共同作用下，公司下游代理商数量有所增加，客户集中度有所降低，同时终端客户中向医疗机构销售占比逐渐有所增加。公司产品参与多个省级基药项目、非基药项目的招投标工作，截至 2018 年 6 月末，公司已累计在 30 个省、自治区、直辖市等药品采购招标中中标（其中 2017 年公司在 12 个省新增中标，同时进入 17 个省的低价药挂网采购）。

图表 12. 公司各渠道销售情况（单位：亿元）

品种	数量	重要品种列举	2016 年度	2017 年度	2018 年上半年
普药品种	55	罗红霉素胶囊、头孢氨苄胶囊、注射用阿奇霉素、阿莫西林胶囊	1.82	1.64	0.99
控销品种	22	阿奇霉素分散片 0.5g*6 片/0.5g*4 片、头孢拉定胶囊 0.25g*30 粒、阿莫西林克拉维酸钾分散片 156.25mg*18 片、156.25mg*16 片等	0.10	0.09	0.08
招商品种	57	奥美拉唑肠溶胶囊、注射用头孢美唑钠、兰索拉唑肠溶胶囊、螺内酯片、阿莫西林克拉维酸钾分散片等	2.50	3.35	2.53

资料来源：亚太药业

注：销售金额均为含税销售金额

研发方面，该公司拥有省级企业技术中心和博士后工作站，并与国内部分著名的研发机构、高校等建立了密切的合作关系，通过自主研发和联合开发等多种手段不断培养和提高公司的技术创新能力和科研水平。2017 年在新药优先评审、上市许可持有人制度和仿制质量和疗效一致性评价等政策推动的契机下，公司持续加大研发投入，开展化学药品的内生和外延性开发工作，通过强化“产学研”合作，整合 CRO 业务的平台资源，积极推进现有仿制药质量一致性评价工作，并加强对生物、化学等创新药物的投资，进一步丰富公司的新药研发储备，当年公司研发投入 4,855 万元，占营业收入比例为 4.48%。截至 2018 年 6 月末，公司在制剂业务和 CRO 领域合计取得 37 项发明、实用新型及外观设计等专利。2018 年 6 月末，公司在研产品涉及 15 个产品，包含消化系统用药、非甾体类抗炎药、抗病毒、抗感染用药、心血管系统用药、生物制品等多个种类，部分已进入临床期或排队评审中。未来若新药成功上市，将进一步丰富公司产品种类。

该公司重视环境保护工作，将环保、节能减排纳入重要议事日常，依靠技术改造，推行清洁生产和节能降耗工艺。公司通过了 ISO14001 认证，并严格按照有关环保法规及相应标准对废水、废气、废渣进行有效综合治理。

B. 医药研发外包服务（CRO 业务）

该公司医药研发外包服务（CRO）主要由上海新高峰及其下属公司经营。公司 CRO 服务模式为接受客户委托，按照法规规定和客户要求提供医药研发相关服务，具体包括临床前研究服务、临床研究服务及其他咨询、技术转让服务等，主要客户为国内外各类医药企业，创新医药企业、研发机构及医疗机构

等。

临床前研究主要包括药学研究（包含工艺研究与非临床供药、质量研究、质量标准共建、稳定性研究等）、药理毒理研究（包括药效学试验、药代动力学试验、安全性评价，以及后续适应症及临床方案的制订等）、临床试验申报（包括临床试验申报资料汇整、临床试验申请等）等方面服务内容，目的为系统评价候选药物，确定其是否满足进入临床研究的要求。临床研究指在人体（病人或健康志愿者）进行药物的系统性研究，以证实或揭示试验药物的作用、不良反应及/或试验药物的吸收、分布、代谢和排泄规律，目的是确定试验药物的疗效与安全性。目前国内主要包括 I-IV 期临床研究、仿制药一致性评价、循证与转化医学研究服务、适宜卫生技术评价以及卫生经济学评价等服务。2015-2017 年及 2018 年 1-6 月，该公司 CRO 业务分别实现收入 0.53 亿元、4.61 亿元、6.20 亿元和 3.41 亿元，其中临床前 CRO 收入分别为 0.38 亿元、3.81 亿元、4.34 亿元和 1.84 亿元，临床 CRO 收入分别为 0.15 亿元、0.79 亿元、1.87 亿元和 1.57 亿元。近年来，由于我国仿制药一致性评价的开展，包含公司在内的整个行业临床 CRO 均面临较好的发展机遇，公司临床 CRO 业务增长明显。

该公司采用 GRDP 服务体系进行内部服务管理。GRDP 即新药研究开发和 新药注册申报综合技术管理体系（Good Research and Development Practice of New Drug），以《药物非临床研究质量管理规范》（GLP）、《药物临床试验质量管理规范》（GCP）和《药品生产质量管理规范》（GMP）为指导，将复杂的新药研发活动拆分成相对简单的、可组合的模块，然后将模块中的业务进行标准化，模块中的人员专业化（只负责各自模块内相对应的工作），最终达成流水化作业且追溯性强的效果。截至 2018 年 6 月末，公司已完成临床前和临床 CRO 项目 88 个，另有在研项目 661 个，储备项目 45 个。但是由于研发工作按进度或取得阶段性成果时结算，且研发工作具有较大不确定性，因此公司最终能够完成的合同量具有不确定性。

该公司 CRO 业务销售为直销模式，具体分为平台营销、品牌营销和主动营销三类。其中平台营销是公司最主要的销售方式。具体来说公司选择具有医药产业集聚效应的产业园/产业基地建立新药孵化平台，以贴近优质客户资源。截至 2018 年 6 月末，公司已在上海张江、武汉东湖、泰州、广州、杭州等国内 7 个城市建立了 8 个新药孵化公共服务平台。平台建立后，公司逐渐向园区或基地内医药企业提供 CRO 服务。公司客户分为创新型医药企业、一般性国内医药企业和国外企业三类，占比分别约为 60%、30%和 10%。公司目前规模较大的三大新药平台分别为武汉、上海、泰州，其余平台成立时间较短或规模相对较小。其中上海平台和武汉平台规模最大，均位于国家自主创新示范区⁹，2017 年上海、武汉、泰州三大平台分别实现收入 2.62 亿元、3.33 亿元和 0.85 亿元，营业利润分别为 0.47 亿元、1.10 亿元和 0.14 亿元。

该公司采购活动分为外协劳务的采购和试验材料、试剂、器材等的采购，

⁹ 具体为上海张江高新技术产业开发区和武汉东湖国家自主创新示范区，分别为国务院批准的第二个和第三个国家自主创新示范区。

其中外协劳务采购占 CRO 业务采购比例约为 88%。公司联合上游具有药物临床试验资格¹⁰（GCP）和具备药物非临床研究质量管理规范¹¹（GLP）的药物评价实验室及其他医药研究性企业建立了 GCP 联盟、GLP 联盟及药学联盟，并将部分研发业务委托联盟企业实施。截至 2018 年 6 月末，公司参与的 GCP 联盟、GLP 联盟及药学联盟分别有 20-30 家、90 家和 79 家成员。具体来说，公司与客户签订 CRO 服务合同后，通过 GRDP 体系将客户委托的业务分解到已有模块中去，以完成药物的药学研究、药效学和药理毒理研究（如果自己现有的实验条件不能支撑，则再分包给有资质的供应商完成）或是临床研究等业务，业务完成后，再将相关的技术成果和资料移交客户，并协助客户申请临床试验批件或药品生产批件。通过该种模式，公司可为客户提供临床前及临床业务各环节的全产业链 CRO 服务，且现阶段该种业务模式在项目承接方面具有优势，该模式能否长期适应市场竞争还有待关注。

图表 13. 公司 CRO 业务前五名供应商情况（单位：万元）

2016 年			2017 年		
供应商名称	采购金额	占 CRO 业务采购额比例	供应商名称	采购金额	占 CRO 业务采购额比例
武汉创优健康医疗服务有限公司	2,632.64	9.07%	湖北吉登丰生物技术有限公司	4,950.89	12.54%
上海长岛抗体诊断试剂有限公司	2,181.70	7.52%	温州科源健康管理咨询有限公司	2,743.59	6.95%
乐清市康诺生物医药公共服务平台有限公司	2,065.71	7.12%	武汉圣朗生物工程有限公司	2,718.88	6.89%
武汉圣朗药物技术有限公司	2,059.24	7.10%	杭州至重医药科技有限公司	2,598.31	6.58%
山东弘立医学动物实验研究有限公司	1,989.87	6.86%	武汉万德瑞生物技术股份有限公司	2,569.59	6.51%
合计	10,929.15	37.67%	合计	15,581.26	39.48%

资料来源：亚太药业

临床资源方面，除 GCP 联盟之外，该公司正在建立临床基地。目前公司已与国内约 10 家具有 GCP 认证的医院建立临床基地，拥有约 1000 张床位，已投入使用 358 张床位。此外，2018 年公司取得四项技术，主要包含心血管疾病、消化道疾病类药物的处方工艺，该技术对于公司未来开展相关药物一致性评价将具有直接作用。

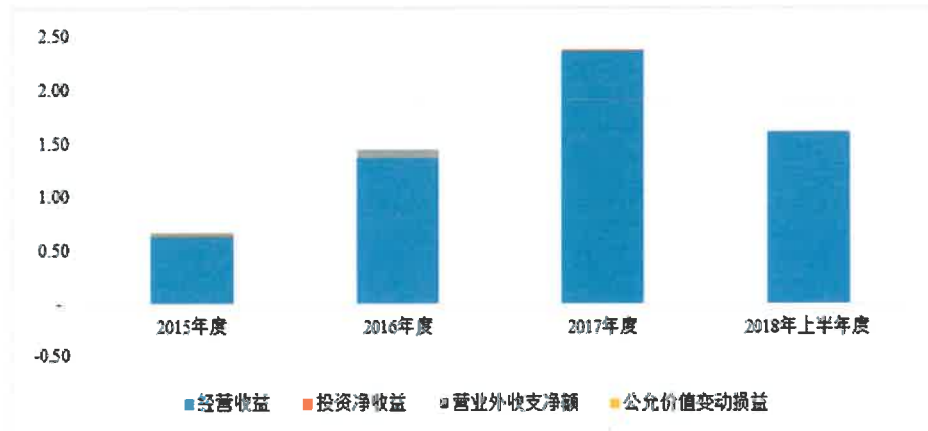
结算方面，由于新药研发涉及多个环节，研发周期较长，通常该公司与客户约定按照完工百分比法进行结算，一般每季度结算一次。随着研发项目的推进，公司实现各个研发阶段的收入。

¹⁰ 临床 CRO 方面，当前法律规定临床研究需要在由国家药监局认定的药物临床试验机构进行。

¹¹ 临床前 CRO 方面，大部分新药的药物安全性评价需要在具备 GLP 认证资格的实验室完成。

(2) 盈利性

图表 14. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据亚太药业所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要由主业经营收益构成，其他收益较小。2015-2017年及2018年上半年，公司营业收入分别为4.63亿元、8.63亿元、10.83亿元和6.62亿元，毛利分别为1.90亿元、3.40亿元、4.82亿元和3.13亿元，收入及毛利逐年增长。其中2016年主要由于上海新高峰合并期间及业务规模的扩大所致；2017年以来公司CRO业务规模进一步上升，医药制造业务则受到开票方式调整及高毛利产品占比提升影响，上述因素共同作用下公司当年收入及毛利同比继续增长。

2015-2017年及2018年上半年，该公司期间费用分别为1.23亿元、1.80亿元、2.39亿元和1.42亿元，期间费用率呈波动状态，其变化与导致公司收入、毛利变化的原因类似。具体来说2016年由于上海新高峰合并期间变化且上海新高峰期间费用率相对较低¹²导致全年综合期间费用率同比下降5.81个百分点；2017年由于医药制造业务开票方式调整以及高毛利产品的推广，公司销售费用增长较快，当年销售费用率同比增长4.13个百分点，从而推动期间费用率同比增加1.24个百分点。

图表 15. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015年度	2016年度	2017年度	2018年 1-6月	2017年 1-6月
营业收入合计（亿元）	4.63	8.63	10.83	6.62	4.95
毛利率（%）	41.10	39.38	44.55	47.27	41.04
其中：医药制造业务（%）	41.37	41.89	55.45	55.35	46.15
服务业（%）	38.49	37.10	36.38	39.66	37.73
毛利（亿元）	1.90	3.40	4.82	3.13	2.03
其中：医药制造业务（亿元）	1.69	1.68	2.56	1.78	0.89
服务业（亿元）	0.21	1.71	2.26	1.35	1.13
期间费用率（%）	26.66	20.85	22.09	21.45	17.02

¹² 2015-2017年，上海新高峰期间费用率分别为10.42%、8.91%和8.90%。

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 1-6 月	2017 年 1-6 月
其中：销售费用率（%）	12.58	7.70	11.83	11.83	8.08
管理费用率（%）	14.37	10.85	10.76	8.91	9.59
全年利息支出总额（万元）	340.39	2,391.69	149.53	—	—
其中：资本化利息数额（万元）	—	—	—	—	—

资料来源：根据亚太药业所提供数据整理

除主业经营外，该公司每年还能取得一定政府补助收益，但规模相对较小。2015-2017 年及 2018 年上半年分别为 356.33 万元、850.27 万元、883.77 万元和 193.14 万元。整体看，随着公司业务规模扩大，公司盈利逐年增长，同期营业利润分别为 0.63 亿元、1.35 亿元、2.37 亿元和 1.59 亿元，净利润分别为 0.56 亿元、1.27 亿元、2.03 亿元和 1.33 亿元。

（3）运营规划/经营战略

根据发展战略，该公司未来将根据医药制造产业转型升级的战略发展目标，积极开展化学药品的内生和外延性开发工作。公司在持续加大研发投入，推进项目注册申报和产品研发，推动仿制药质量和疗效一致性评价工作的同时，亦将借助各方资源积极寻找和筛选战略性品种进行投资、孵化、开发或产业化，不断开拓新领域、开发新产品，丰富研发管线，增加产品储备，实现公司从仿制药到创新药、生物药的转型升级目标。

该公司资本性支出计划主要围绕在建项目展开，目前主要在建项目为现代医药制剂一期、二期项目和武汉光谷生物城医药园新药研发服务平台建设项目¹³等。截至 2018 年 6 月末，公司在建项目预计总投资金额为 11.13 亿元，已投资金额为 4.76 亿元。此外，公司拟建项目研发中心建设项目、营销网络建设项目预计总投资金额为 6.92 亿元，拟使用本次债券募集资金投入 6.53 亿元。公司近期在建项目投入资金规模较大，资金主要通过募集资金满足，需持续关注项目建设进度及实际运营效果。

图表 16. 公司 2018 年~2020 年投融资规划（单位：亿元）

主导产品或服务	2018 年 7-12 月	2019 年度	2020 年度
资本性支出计划	6.38	3.57	1.83
其中：在建工程项目	5.11	1.26	—
拟建项目	1.28	2.31	1.83
营运资金需求（净额）	0.82	1.03	1.30
融资安排（净额）	1.73	9.65	—
其中：权益类融资	—	—	—
债务类融资	1.73	9.65	—

资料来源：根据亚太药业所提供数据整理

¹³ 武汉光谷生物城医药园新药研发服务平台建设项目预计总投资额为 3.65 亿元，全部通过前次募集资金进行投入，项目建设包含新药产业化服务中心、新药研发服务中心、健康医疗产业服务中心三大中心，项目建设完成后将作为公司的研发实验室及前期产业化平台。

图表 17. 公司主要在建项目情况(单位: 亿元)

项目名称		总投资	2018年6月末已投资	计划投资额		
				2018年7-12月	2019年	2020年及以后
医药制造业务板块	亚太药业现代医药制剂一期、二期项目	6.85	2.65	2.94	1.26	—
医药研发外包服务板块	武汉光谷生物城医药园新药研发服务平台建设项目	3.65	1.57	2.08	—	—
	浙江大学(杭州)创新医药研究院-新生源联合研究中心	0.25	0.21	0.04	—	—
	佛山市南海区广东省医学科学院转化医学中心	0.25	0.22	0.03	—	—
	山西生物样本分析中心及一期临床基地	0.07	0.06	0.01	—	—
	乐清口服固体制剂一致性评价中心	0.06	0.05	0.01	—	—
合计		11.13	4.76	5.11	1.26	—

资料来源: 亚太药业

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司产权关系清晰, 治理结构完善, 基本能满足日常经营活动需求。

(1) 产权关系

该公司成立以来, 实际控制人为陈尧根。截至 2018 年 7 月末, 陈尧根及其配偶钟婉珍通过亚太集团及亚太房地产¹⁴分别持有公司 20.15%和 7.58%股份, 两人分别直接持有公司 5.06%和 3.93%的股份。此外, 陈尧根的女儿、女婿陈奕琪、陈佳琪、吕旭幸、沈依伊分别持有公司 3.73%、3.73%、3.75%和 3.37%股份。

截至 2017 年 12 月 31 日, 陈尧根和钟婉珍分别持有亚太集团 92.67%和 7.33%的股权。截至 2017 年 12 月 31 日, 亚太集团经审计的合并财务报表总资产 45.02 亿元, 净资产 25.67 亿元; 2017 年度合并财务报表实现主营业务收入 11.30 亿元, 净利润 1.43 亿元。亚太房地产还经营少量房地产项目, 目前相关项目基本处于尾盘阶段, 且暂无新项目投资计划。

截至 2018 年 7 月 4 日, 陈尧根累计质押上市公司股份占其所持本公司股份的 92.11%, 占本公司总股本的 4.66%; 亚太房地产累计质押上市公司股份占其所持本公司股份的 86.08%, 占本公司总股本的 6.52%; 亚太集团累计质押上市公司股份占其所持本公司股份的 87.51%, 占本公司总股本的 17.63%;

¹⁴ 亚太房地产为亚太集团全资子公司。

钟婉珍累计质押上市公司股份占其所持本公司股份的 66.34%，占本公司总股本的 2.61%。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司、子公司武汉光谷亚太药业有限公司（简称“光谷亚太”）与湖北省科技投资集团有限公司（简称“湖北科投”）及其他相关方于 2017 年 11 月签订《武汉光谷亚太药业有限公司增资协议》及其补充协议，湖北科投和公司分别向光谷亚太增资 4 亿元和 0.16 亿元，增资后持股比例分别为 49%和 51%。湖北科投的投资期为不超过五年，自其足额缴纳增资款之日起计算，投资到期时以公司收购其持有的光谷亚太股权的方式实现其退出¹⁵。亚太集团和任军对公司因增资协议及其补充协议约定产生的所有债务承担连带保证责任。除此外，公司无其他存续期关联交易。

(3) 公司治理

该公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所股票上市规则》、《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》及其他相关法律、法规的有关规定，建立、健全及完善公司治理结构，在业务、资产、人员、机构、财务等方面做到与控股股东分开，具有独立完整的业务及自主经营能力。

该公司设有股东大会、董事会和监事会。其中，股东大会是公司的权力机构，董事会向股东大会负责，由 9 名董事组成，设董事长 1 人，独立董事 3 名。董事会执行股东大会的决议，决定公司经营计划和投资方案、内部管理机构等的设置等。监事会由 3 名监事组成，是公司的监督机构，负责对公司董事、高级管理人员的行为及公司的财务等进行监督。公司高级管理人员由董事会聘任，在董事会的领导下，全面负责公司的日常经营管理活动。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司根据自身经营管理以及业务发展的需要，设置了相关职能部门，各部门之间权责明确，部门设置和职责分工基本满足了公司日常经营管理的需要。公司组织架构详见附录二。

该公司质量保证部负责确保 GMP 制度在企业内部的落实与实施，并进行日常的监督与维护；生产技术部负责组织生产，保质保量按规程完成生产任务；销售部负责产品的国际、国内销售，负责业务人员的培训，负责公司投标及管理工作，加强品牌维护；物资管理部根据公司的采购需求计划，负责物料采购及供应商管理工作，建立科学合理的物料采购管理体系，持续不断

¹⁵ 股权收购价款为湖北科投实际投资额加上股权溢价收益（股权溢价收益为实际投资额按中国人民银行同期贷款基准利率计算的收益）。

降低物料采购成本；财务部负责建立科学、有效的财务管理系统，实施财务资源和财务状况最优化；药物研究中心负责产品研究开发、项目注册申报、市场调研等工作。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司制定了关于对外担保、关联交易等方面的相关制度，对相关经营决策及风险控制提供依据。

该公司制定了《关联交易决策制度》，对关联法人和关联自然人进行了界定，并对关联交易审议程序进行了规定。关联交易决策权限方面，规定公司与关联人达成的关联交易总额高于 300 万元或高于公司最近一期经审计的净资产绝对值的 5%以上的，应由独立董事认可后，提交董事会讨论，由公司董事会审议决定。公司拟与关联人达成的交易总额在 3,000 万元以上（公司获赠现金资产和提供担保除外）且占公司最近一次经审计的净资产绝对值 5%以上的，必须获得公司股东大会批准后方可实施。公司为关联人提供担保的，不论数额大小，均应当在董事会审议通过后提交股东大会审议。

该公司制定《对外担保管理制度》，对对外担保实行统一管理，非经公司董事会或股东大会批准、授权，任何人无权以公司名义签署对外担保的合同、协议或其他类似的法律文件。同时规定公司独立董事应在年度报告中，对公司累计和当期对外担保情况、执行上述规定情况进行专项说明，并发表独立意见。公司要求对外担保仅限于独立的企业法人，且要求被担保人提供反担保。

(3) 投融资及日常资金管理

对外投资方面，该公司《对外投资管理制度》规定，公司股东大会、董事会、董事长为公司对外投资的决策机构，各自在其权限范围内，对公司的对外投资作出决策。投资管理部门及相关业务部门，负责对公司的拟投资项目进行研究论证，提出建议，提供项目可行性研究报告、投资方案及相关文件资料等投资论证材料，为决策提供依据。

融资方面，该公司对除上海新高峰及其下属公司之外的其他子公司融资进行统一管理；上海新高峰可单独融资，但需要由总部审批同意后执行。

(4) 不良行为记录

根据公开市场信息及该公司提供的资料显示，公司及其控股股东、核心子公司等主要关联方近三年未发生欠贷欠息事件；未发生重大工商、质量、安全事故。截至报告日，公司不存在重大诉讼事件。

图表 18. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018/7/30	无	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2018/9/10	不涉及	不涉及	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/公司情况说明	2018/9/10	无	无	无	无
工商	国家企业信用信息公示系统	2018/9/10	无	无	无	无
质量	公司情况说明	2018/9/10	无	无	无	无
安全	公司情况说明	2018/9/10	无	无	无	无

资料来源：根据亚太药业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

该公司外部融资规模较小，财务杠杆维持在低水平。公司经营性现金流回笼较及时，资产流动性较好，货币资金较充足，可为即期债务偿付提供支撑。

1. 数据与调整

天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2015 年至 2017 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。公司财务报表在所有重大方面按照企业会计准则的规定编制。公司 2018 年上半年度财务报表未经审计。

该公司于 2015 年 12 月完成对上海新高峰 100% 股权收购，并于当月起将其纳入合并范围。根据业绩承诺，上海新高峰 2015 年—2018 年实现的年度净利润数（年度净利润指按照标的公司合并报表口径扣除非经常性损益后归属于母公司股东的年度净利润，如本次交易完成后，标的公司和/或其控股子公司作为上市公司募集资金投资项目实施主体的，则需要扣除募集资金项目产生的净利润）扣除募集资金项目产生的净利润方分别不低于 0.85 亿元、1.06 亿元、1.33 亿元和 1.66 亿元。2015-2017 年上海新高峰扣除非经常性损益后归属母公司净利润分别为 1.00 亿元、1.08 亿元和 1.45 亿元，均达到了业绩承诺。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势

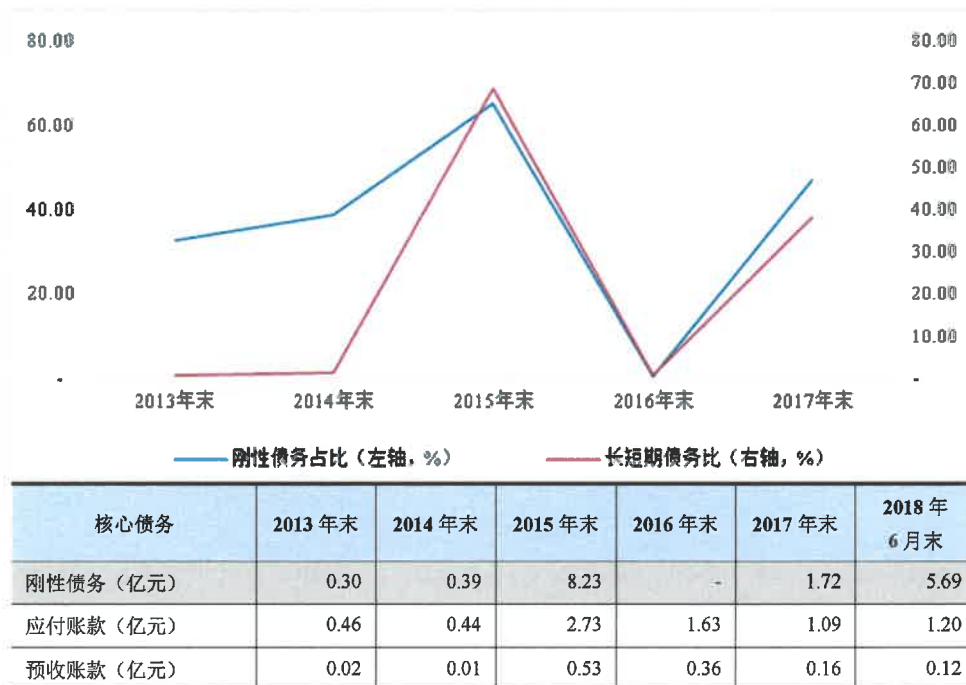


资料来源：根据亚太药业所提供数据绘制

该公司权益负债比及资产负债率于 2015 年末发生较大波动，主要是当年收购上海新高峰新增相关借款同时年末公司合并范围新增上海新高峰，导致债务规模快速上升；2016 年公司通过非公开发行股票融资后，所有者权益得以增厚，财务杠杆水平因此又发生相应变化。2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，公司资产负债率分别为 61.52%、11.16%、13.47%和 24.12%。总体看，除 2015 年末之外，公司其余时点负债率较低、权益负债比较高。

(2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
其他应付款（亿元）	0.03	0.03	0.63	0.40	0.34	0.36
刚性债务占比（%）	32.63	38.54	64.93	-	46.68	73.12
应付账款占比（%）	49.56	43.79	21.56	59.21	29.60	15.46
预收账款占比（%）	1.98	1.42	4.15	13.06	4.31	1.53
其他应付款占比（%）	1.91	2.60	4.99	14.46	9.33	4.68

资料来源：根据亚太药业所提供数据绘制

该公司债务规模不大，主要由刚性债务、应付账款、预收账款和其他应付款等构成。其中 2015 年公司因收购上海新高峰新增相关借款，同时年末公司合并范围新增上海新高峰，导致当年末负债整体上升，包含刚性债务在内的各项债务规模同比均发生较大增长。但 2016 年以来，随着非公开发行普通股融资成功，公司主要负债科目均逐渐下降。2017 年末，公司总负债为 3.69 亿元，其中应付账款为 1.09 亿元，较上年末减少 33.13%，主要是应付货物及劳务款项、工程设备款等；预收账款为 0.16 亿元，主要为预收货物及劳务款项；其他应付款为 0.34 亿元，主要为应付股权收购款、押金保证金等。2018 年 6 月末，公司总负债为 7.78 亿元，除刚性债务之外的其他科目整体变化不大。

（3）刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2013 年 末	2014 年 末	2015 年 末	2016 年 末	2017 年 末	2018 年 6 月末
短期刚性债务合计	0.30	0.39	3.10	—	0.72	0.82
其中：短期借款	0.30	—	2.39	—	0.40	0.35
一年内到期的长期借款	—	—	—	—	—	0.09
应付票据	—	0.39	0.70	—	0.32	0.39
中长期刚性债务合计	—	—	5.13	—	1.00	4.87
其中：长期借款	—	—	5.13	—	—	1.81
其他中长期刚性债务	—	—	—	—	1.00	3.06
综合融资成本（年化，%）	4.75	—	4.75	—	4.90	4.90

资料来源：根据亚太药业所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算

该公司刚性债务构成较为简单，2015 年以前主要是长短期银行借款及少量应付票据及利息等。2017 年以来，公司的子公司光谷亚太引入投资方湖北科投相关资金，导致 2017 年末和 2018 年 6 月末分别有长期应付款 1.00 亿元和 3.06 亿元，根据约定公司应在 5 年内偿还湖北科投投资款并支付按固定利率计算的利息。

图表 22. 公司 2018 末 6 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3%以内	—	—	—	—	—
3%~4%（不含 4%）	—	—	—	—	—
4%~5%（不含 5%）	0.09	0.21	0.31	1.28	3.00
5%~6%（不含 6%）	—	—	—	—	—
6%~7%（不含 7%）	0.35	—	—	—	—
7%及以上	—	—	—	—	—
合计	0.44	0.21	0.31	1.28	3.00

资料来源：亚太药业

3. 现金流量

（1）经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年度
营业周期（天）	236.70	223.16	238.80	159.87	151.25	—
营业收入现金率（%）	61.42	62.32	82.45	85.58	90.74	87.86
业务现金收支净额（亿元）	0.57	1.21	1.58	0.37	2.82	1.23
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.26	-0.47	-0.57	-0.75	-1.54	-0.87
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	0.31	0.73	1.01	-0.38	1.28	0.36
EBITDA（亿元）	0.37	0.74	1.02	2.44	3.12	—
EBITDA/刚性债务（倍）	1.22	2.13	0.24	0.59	1.81	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	48.67	2,101.75	29.97	10.20	208.46	—

资料来源：根据亚太药业所提供数据整理

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。

由于 2015 年 12 月以来，该公司业务构成新增了 CRO 服务业务，营业周期整体有所缩短。公司营业收入现金率一般，但近年来逐年有所上升，主要是将部分票据背书转让造成。公司业务收支净额持续为正，2016 年因购买商品、接受劳务支出较大，因此业务收支净额相对较小。除业务收支外，公司支付其他与经营活动有关的现金金额较大，主要为销售费用、管理费用等期间费用。近几年随着公司业务规模增大，公司盈利能力不断提升，EBITDA 逐年增长，其对债务及利息的覆盖倍数整体上升。

(2) 投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 上半年度
回收投资与投资支付净流入额	0.00	0.00	-5.55	-0.21	-0.22	-0.11
其中：理财产品投资回收与支付净额	—	—	—	—	—	—
其中：与主业有关的投资净额	0.00	0.00	-5.55	-0.21	-0.22	-0.11
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	-0.22	-0.85	-0.33	-0.75	-2.80	-2.97
其他因素对投资环节现金流量影响净额	—	0.01	0.00	—	0.00	0.00
投资环节产生的现金流量净额	-0.22	-0.85	-5.88	-0.96	-3.01	-3.07

资料来源：根据亚太药业所提供数据整理

该公司投资活动主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支出，其中 2017 年及 2018 年上半年度随着现代医药制剂一期、二期项目、武汉光谷生物城医药园新药研发服务平台建设项目等在建项目投入的增加，支出规模较大。此外公司于 2015 年收购上海新高峰股权导致投资支出较大，除以上时期及以上事项外，公司其他投资活动现金流相对较小。

(3) 筹资环节

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 上半年度
权益类净融资额	—	—	—	12.97	—	—
其中：永续债及优先股	—	—	—	—	—	—
债务类净融资额	0.10	-0.30	7.33	-7.52	0.40	1.84
其中：现金利息支出	—	—	0.03	0.24	0.01	—
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	—	—	0.13	-0.22	1.00	2.00
筹资环节产生的现金流量净额	0.09	-0.34	7.23	4.87	1.12	3.30

资料来源：根据亚太药业所提供数据整理

该公司 2015 年通过债务融资 7.33 亿元并于 2016 年归还全部债务；其余时期债务融资规模较小。权益方面，公司仅于 2016 年非公开发行股票募集资金 12.97 亿元（净额）。此外，根据《武汉光谷亚太药业有限公司增资协议》及其补充协议，公司还于 2017 年及 2018 年上半年分别收到湖北省科投投资款 1.00 亿元和 2.00 亿元。总体看，公司具有多种融资渠道，但除收购上海新高峰时的相关借债，其余时期融资规模不大。

4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	4.92	4.94	8.52	12.50	12.65	14.51
	61.36%	58.18%	41.36%	50.58%	46.21%	44.99%
其中：货币资金（亿元）	2.70	2.25	4.61	8.14	7.67	8.22
应收款项（亿元）	0.54	0.80	0.94	0.47	0.42	0.34
存货（亿元）	0.75	0.85	1.60	2.73	2.74	3.38
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	3.10	3.55	12.09	12.21	14.73	17.75
	38.64%	41.82%	58.64%	49.42%	53.79%	55.01%
其中：固定资产（亿元）	2.34	2.35	2.72	2.49	2.22	2.08
在建工程（亿元）	0.26	0.55	0.26	0.92	3.74	4.85
可供出售金融资产（亿元）	0.03	0.06	0.19	0.26	0.35	0.34
商誉（亿元）	0.16	0.09	6.77	6.70	6.70	6.70
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.19	0.40	10.47	0.00	0.22	0.62
期末全部受限资产评估价值（亿元）	0.43	0.40	10.80	0.00	0.22	1.02
期末抵质押融资余额（亿元）	0.30	0.39	8.22	0.00	0.20	0.75
受限资产账面余额/总资产（%）	2.37	4.71	50.8	0.00	0.80	1.92

资料来源：根据亚太药业所提供数据整理。

该公司资产构成自 2015 年末以来以非流动资产为主，主要是 2015 年公司并购上海新高峰，形成较大规模商誉所致，此外 2016 年非公开发行股票募集资金后，公司货币资金存量增大，当年末流动资产占比略高于非流动资产。

该公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货等构成。2017 年末，公司货币资金为 7.67 亿元，其中受限部分 0.15 亿元，为银行承兑汇票保证金；应收账款为 2.74 亿元，为应收下游客户货款或服务款，公司应收账款已按余额百分比法计提坏账准备，其中前 5 名应收账款合计数为 0.47 亿元，占应收账款期末余额合计数的比例为 15.42%；存货为 1.15 亿元，为原材料、库存商品、在产品等。2018 年 6 月末，公司存货较年初增长 36.37%至 1.57 亿元，主要是公司备货增加，库存商品、在产品增多所致。

该公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、可供出售金融资产及商誉构成。2017 年末，公司可供出售金融资产为 0.35 亿元，主要为向华盖信诚医疗健康投资成都合伙企业（有限合伙）等企业的投资，其中按成本计量的及按公允价值计量的分别为 0.31 亿元和 0.04 亿元；固定资产为 2.22 亿元，主要为房屋建筑物和机器设备等；在建工程为 3.74 亿元，较上年末增长 306.25%，主要系为现代医药制剂项目及武汉光谷生物城医药园新药研发服务平台建设项目投入增加所致；商誉为 6.70 亿元，为并购上海新高峰产生。2018 年 6 月末，公司开发支出为 0.82 亿元，较年初增长 1,540.95%，主要系本期购买国家生物制品一类新药重组人角质细胞生长因子-2 及其临床研究支出增加所致；其他非流动资产为 1.43 亿元，较年初增长 526.84%，主要系下

属企业上海新生源预付专有技术购置款、预付技术开发款以及光谷亚太投资的新药研发项目权益增长所致；公司在建工程随着项目投入的增加，较年初增长 29.58%至 4.85 亿元。公司其余非流动资产科目较年初变化不大。

2017 年末，该公司受限资产合计 2,157 万元，其中 1,517 万元货币资金为银行承兑汇票保证金受限，640 万元应收账款因质押受限，公司受限资产规模不大。

5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末
流动比率 (%)	536.58	492.99	113.21	455.50	472.99	499.35
速动比率 (%)	437.37	396.34	96.11	417.10	411.91	423.07
现金比率 (%)	353.98	304.24	73.78	313.67	302.41	294.54

资料来源：根据亚太药业所提供数据整理。

2015 年末，因该公司合并范围新增上海新高峰，对当年末资产流动性指标影响较大。此外，公司于 2016 年 9 月通过非公开发行募集资金净额 12.97 亿元，所有者权益有所增厚，致使其余年份公司负债经营程度较低，主要流动性指标处于较好水平。

6. 表外事项

无。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司医药制造业务及相关的资产主要集中在母公司。2017 年末，母公司总资产 22.50 亿元，净资产 21.23 亿元，2017 年母公司实现营业收入 4.54 亿元，净利润 0.70 亿元。总体来说，母公司具有医药制造业务大部分的收入及利润来源，且债务规模较小。

外部支持因素

截至 2018 年 6 月末，该公司共获得银行授信合计人民币 5.19 亿元，其中尚未使用授信额度合计人民币 2.66 亿元。

图表 28. 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	放贷规模/余额	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	5.19	4.03	2.53	4.75%-6.53%	质押、抵押和担保
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	-	-

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模/余额	利率区间	附加条件/增信措施
工农中建交五大商业银行（亿元）	3.20	3.20	1.47	4.75%-4.75%	担保
其中：大型国有金融机构占比（%）	61.66	79.40	58.10	-	-

资料来源：根据亚太药业所提供数据整理（截至 2018 年 6 月 30 日）

债项信用分析

1. 本次债券特定条款

本次债券为可转换为该公司 A 股股票的可转换公司债券，本次债券设置了赎回条款及提前回售条款。

本次发行的可转换公司债券期满后 5 个交易日内，该公司将赎回全部未转股的可转换公司债券。在本次发行的可转换公司债券转股期内，若（1）公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）或（2）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3000 万元时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。

在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。同时本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

若该公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

2. 增信措施及效果

本次债券未安排增信措施。

3. 其他偿付保障措施

(1) 主业盈利保障

2015~2017 年，该公司分别实现营业收入 4.63 亿元、8.63 亿元和 10.83 亿元。公司近几年主营业务规模逐渐增大，盈利能力不断提升，能够为到期债务偿付提供一定保证。

(2) 可加速变现资产或扩大商业信用规模

截至 2018 年 6 月末，该公司资产负债率为 24.12%，财务杠杆水平较低。且公司作为上市公司，在资本市场和债券市场具有多种融资渠道，均有利于债务偿付能力的提升。

评级结论

该公司主要运营 CRO 业务和医药制造业务，目前两块业务独立性较强，未来若能达成较好的协同作用，将有利于公司整体发展。公司医药制造业务作为传统经营业务，运营时间较长，且由于大部分产品为普药，面临较大的竞争压力。CRO 业务近几年发展较快，且项目逐渐实现阶段性成果，成为公司收入及利润的重要来源。

该公司产权关系清晰，公司治理结构完善，基本能满足日常经营活动需求。

该公司外部融资规模较小，财务杠杆维持在低水平。公司经营性现金流回笼较及时，资产流动性较好，货币资金较充足，可为即期债务偿付提供支撑。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

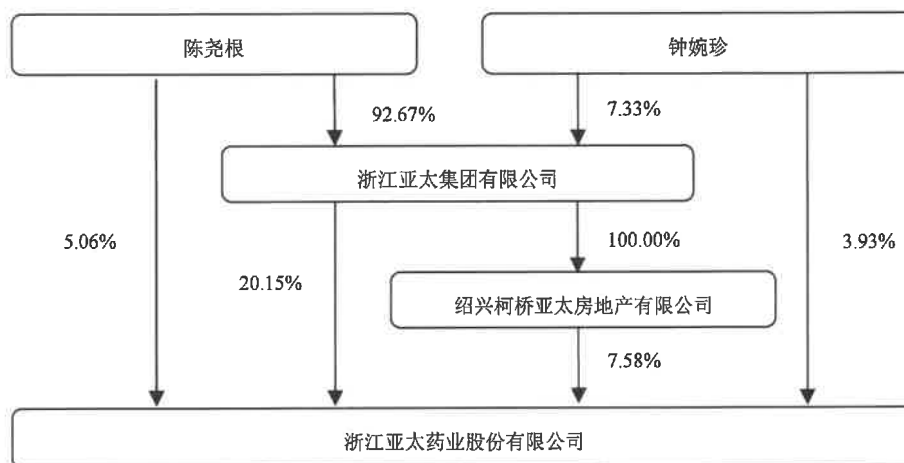
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

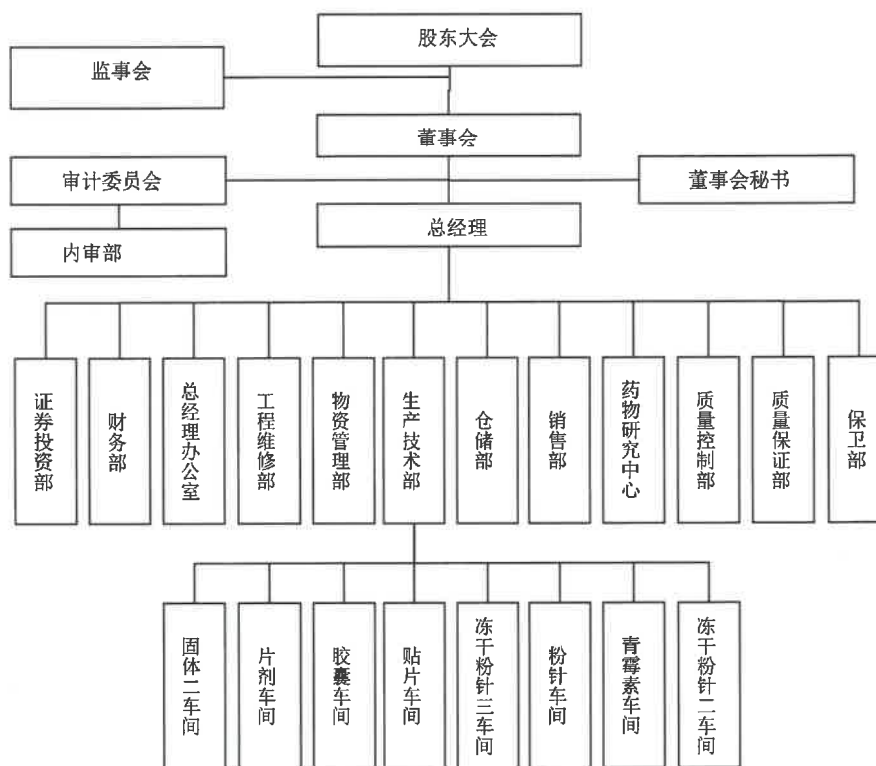
公司与主要股东关系图



注：根据亚太药业提供的资料绘制（截至报告日）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据亚太药业提供的资料绘制（截至 2017 年末）。

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	2017年(末)主要财务数据(亿元)					备注	
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量		EBITDA
浙江亚太集团有限公司	亚太集团	控股股东	---	医药制造	14.30	25.67	11.30	1.43	1.62	1.60	
浙江亚太药业股份有限公司	亚太药业	本级	—	医药制造	0.32	21.23	4.54	0.70	0.55	0.80	
上海新高峰生物医药有限公司	上海新高峰	子公司	100.00	CRO业务	0.40	4.83	6.28	1.51	0.72	1.84	

注：根据亚太药业 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 上半年度
资产总额 [亿元]	20.61	24.71	27.38	32.26
货币资金 [亿元]	4.61	8.14	7.67	8.22
刚性债务[亿元]	8.23		1.72	5.69
所有者权益 [亿元]	7.93	21.95	23.69	24.48
营业收入[亿元]	4.63	8.63	10.83	6.62
净利润 [亿元]	0.56	1.27	2.03	1.33
EBITDA[亿元]	1.02	2.44	3.12	—
经营性现金净流入量[亿元]	1.01	-0.38	1.28	0.36
投资性现金净流入量[亿元]	-5.88	-0.96	-3.01	-3.07
资产负债率[%]	61.52	11.16	13.47	24.12
权益资本与刚性债务比率[%]	96.36	—	1,376.37	430.17
流动比率[%]	113.21	455.50	472.99	499.35
现金比率[%]	73.78	313.67	302.41	294.54
利息保障倍数[倍]	20.39	7.02	159.60	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	238.80	159.87	151.25	—
毛利率[%]	41.10	39.38	44.55	47.27
营业利润率[%]	13.60	15.67	21.90	24.07
总资产报酬率[%]	4.77	7.41	9.16	—
净资产收益率[%]	7.33	8.52	8.90	—
净资产收益率*[%]	7.24	8.43	8.90	—
营业收入现金率[%]	82.45	85.58	90.74	87.86
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	23.66	-7.41	47.09	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-71.14	-17.40	-53.95	—
EBITDA/利息支出[倍]	29.97	10.20	208.46	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.59	1.81	—

注：表中数据依据亚太药业经审计的2015~2017年度及未经审计的2018年上半年度财务数据整理、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实地调查和诚信义务，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。

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，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）
- 《医药制造行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。