

跟踪评级公告

联合[2018]1315号

山东未名生物医药股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

山东未名生物医药股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

山东未名生物医药股份有限公司公开发行的“17 未名债”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监

二零一八年六月廿六日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

山东未名生物医药股份有限公司 公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
17 未名债	8 亿元	5 年	AA	AA	2017 年 1 月 16 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 27 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	26.88	39.98	43.58
所有者权益（亿元）	25.27	29.20	30.02
长期债务（亿元）	0.01	7.91	7.92
全部债务（亿元）	0.01	8.92	12.42
营业收入（亿元）	12.65	11.62	1.47
净利润（亿元）	4.17	3.92	0.82
EBITDA（亿元）	5.18	5.34	--
经营性净现金流（亿元）	1.69	2.71	0.77
营业利润率（%）	75.53	77.07	8.92
净资产收益率（%）	17.83	14.40	2.78
资产负债率（%）	5.96	26.98	31.12
全部债务资本化比率（%）	0.04	23.41	29.27
流动比率（倍）	11.80	10.52	5.17
EBITDA 全部债务比（倍）	545.37	0.60	0.07
EBITDA 利息倍数（倍）	103.67	35.61	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.65	0.67	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、公司 2018 年 1 季报财务数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，山东未名生物医药股份有限公司（以下简称“未名医药”或“公司”）资产和权益规模大幅增长，经营活动产生的现金净流入规模扩大，综合毛利率有所提升；同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到医药业务核心产品销量下滑、化工业务受上游原料供应不足而产销大幅下滑并进入停产状态、参股公司北京科兴生物制品有限公司（以下简称“北京科兴”）目前处于非正常运营状态，存在业绩不达预期触发业绩补偿的风险、子公司山东未名天源生物科技有限公司停产搬迁等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司营销平台的整合以及营销力度的加大，公司收入水平和盈利能力有望进一步提升。

基于对公司主体及公司债券偿还能力的综合评估，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”；同时维持“17 未名债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 目前我国生物制药行业受政府政策支持力度大，下游面临广泛的市场需求，公司所处行业面临良好的发展前景。

2. 2017 年，公司主营业务综合毛利率有所提升。

3. 公司资产和权益规模大幅增长，经营活动产生的现金净流入规模扩大，债务负担较轻。

关注

1. 受医保政策影响，鼠神经因子在部分省市招标价格降低；使用科室受到限制，公司医药业务主要产品恩经复销量大幅下滑。

2. 2017 年，公司化工业务受上游原料企

业停产影响，产销量大幅降低，并进入停产状态，未来若上游企业不能按期复产，将对公司化工业务造成不利影响。

3. 公司参股公司北京科兴目前仍处于非正常经营状态，若未能及时复产，将对公司股权投资及投资收益造成不利影响；且北京科兴审计报告仍未出具，若出具后业绩不达预期，公司面临业绩承诺补偿的风险。

4. 公司子公司山东未名天源生物科技有限公司停产搬迁，一定时期内将对公司业绩产生不利影响。

分析师

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

范 琴

电话：010-85172818

邮箱：fanq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



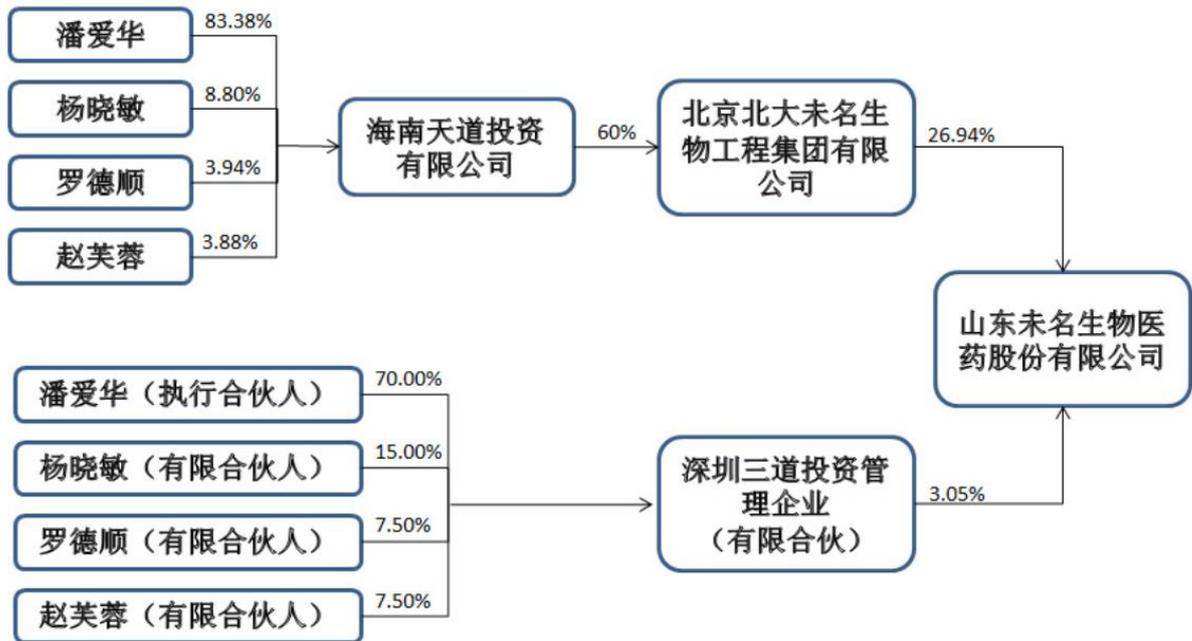
一、主体概况

山东未名生物医药股份有限公司（以下简称“公司”或“未名医药”），前身系淄博万昌科技股份有限公司（以下简称“万昌科技”），初始注册资本 1,000 万元；2009 年 10 月，经山东省商务厅批准，万昌科技整体变更为股份公司，注册资本增加至 5,800 万元。2011 年 5 月，万昌科技实际发行人民币普通股 2,708 万股，首次公开发行后股本为 10,828 万股。万昌科技股票于 2011 年 5 月在深圳证券交易所中小企业板上市交易，股票简称“万昌科技”，股票代码“002581.SZ”。

未名生物医药有限公司（以下简称“未名医药（厦门）”）成立于 1998 年 12 月 10 日，成立时名称为“厦门北大之路生物工程集团有限公司”（以下简称“北大之路”），初始注册资本 5,000 万元，其中北京北大未名生物工程集团有限公司（以下简称“未名集团”）认缴 2,167.50 万元，占比 43.35%；后经多次增资及股权转让，截至 2014 年 4 月底，北大之路注册资本 13,136.90 万元。2014 年 9 月，北大之路更名为“未名生物医药有限公司”。

2015 年 9 月，经中国证券监督管理委员会核准，万昌科技以发行股份并支付现金的形式向未名医药（厦门）原全体股东购买其持有的未名医药（厦门）全部股权。未名医药（厦门）实现借壳上市，增发完成后公司注册资本变更为 65,973.56 万元。交易完成后，未名集团成为万昌科技控股股东。2015 年 10 月，万昌科技名称变更为现名，股票简称变更为“未名医药”，股票代码不变。截至 2017 年底，潘爱华、杨晓敏、罗德顺、赵芙蓉通过未名集团持有公司 26.94% 的股份，通过深圳三道投资管理企业（有限合伙）持有公司约 3.05% 的股份，合计持有公司约 29.99% 的股份，为公司实际控制人，公司注册资本 65,973.56 万元。

图 1 截至 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

注：潘爱华、杨晓敏、罗德顺和赵芙蓉为一致行动人。

2017 年公司经营范围变更为：生物技术研究、生物产品及相应的高技术产品，医药中间体、农药中间体（以上两项不含危险化学品和易制毒化学品）开发、生产和销售；生物药、中药、化学药、药物制剂、医疗器械和装备、原料药和制剂的生产和销售；基因检测、疾病预防、诊断和

治疗；医疗、康复、保健等医疗机构管理服务；技术推广、技术转让、技术咨询、技术服务、技术培训；企业管理、从事对未上市企业的股权投资、对上市公司非公开发行股票的投资及相关咨询服务、货物进出口（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2017 年底，公司组织结构及合并范围均未发生变化；拥有在职员工 914 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 39.98 亿元，负债合计 10.79 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 29.20 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 28.58 亿元。2017 年，公司实现营业收入 11.62 亿元，净利润（含少数股东损益）3.92 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 3.88 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 43.58 亿元，负债合计 13.56 亿元，所有者权益（含少数股东权益）30.02 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 29.40 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.47 亿元，净利润（含少数股东损益）0.82 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.82 亿元。

公司注册地址：山东省淄博市张店区朝阳路 18 号；法定代表人：潘爱华。

二、本次债券概况及募集资金用途

公司于 2017 年 9 月 22 日公开发行“山东未名生物医药股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券”（以下简称“本次债券”）。本次债券募集资金 8 亿元，债券期限为 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，起息日为 2017 年 9 月 25 日。本次债券于 2017 年 10 月 20 日在上海证券交易所上市，债券简称为“17 未名债”，债券代码为“112593.SZ”。本次债券发行利率为 6.70%，采用单利按年计息，不计复利。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。

截至 2018 年 3 月 31 日，公司累计使用募集资金 5,512,994.77 元，使用用途为补充流动资金，与募集说明书的承诺用途一致；累计支付手续费 1,277.71 元；累计收到银行利息收入 4,635,204.23 元；募集资金余额为 789,521,844.95 元（含存款利息）。截至报告出具日期，“17 未名债”尚未到付息日。

三、行业分析

医药行业与民众健康密切相关，是我国国民经济的重要组成部分。自新医改以来，在政策大力扶持、居民消费水平明显提高等因素的刺激下，我国医药产业处于行业发展成长期，未来发展潜力巨大，行业高增长和高收益性突出。进入 21 世纪以来，我国医药行业保持快速增长势头，行业总产值增长率均高于同期 GDP 增长率。但受近两年药品降价、招标延缓、医保控费、新版 GMP 认证与公立医院规模限制等多重因素影响，基药红利效应逐渐消失，医药行业进入转型期，整体行业发展增速有所下降。

1. 医药工业

在收入规模及盈利方面，医药制造行业受医保控费、药品招标降价、反商业贿赂等多重政策因素的影响，全行业整体的收入规模及盈利水平增速放缓，但由于支持药品需求的核心因素未发生改变，2017 年我国医药制造行业仍维持了较高的景气度，实现主营业务收入 28,185.00 亿元，同比增长 12.50%；实现利润总额 3,314.10 亿元，同比增长 17.80%；行业毛利率为 32.41%，较上

年 29.40%的毛利率水平上升 3.01 个百分点。未来由于国内和国际市场对药品市场需求和消费将继续增加，这将使得医药行业大力发展，在国民经济中的地位不断提升。

价格方面，受需求支撑、原材料价格上涨等因素影响，2017 年以来我国中西药品及医疗保健用品零售价格呈上升趋势，截至 2017 年底，我国中西药品及医疗保健用品零售价格 PPI 为 102.7，较 2017 年初增长 2.10 个百分点。未来随着我国各省基药和非基药新一轮招标的全面启动、公立医院改革的全面推进，以及医保筹资压力的影响，我国药品价格将可能呈下降趋势。

总体看，2017 年，我国医药行业整体收入规模仍在上涨，但增速已放缓；中药原材料价格普遍上涨；医药行业总体流通规模增速平缓上升；政策上的扶持力度也在增大；中西药品及医疗保健用品零售价格仍呈上升趋势。

2. 行业政策

医改是影响整个医药行业的关键因素。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。医疗改革涉及公立医院改革、鼓励社会办医等多项内容；药品改革涉及药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容。

表 1 2017 年以来医药体制改革主要政策

时间	政策	主要内容	影响
2017 年 2 月	国务院办公厅《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明；食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强有关税务数据的共享	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展
2017 年 2 月	人社部《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2017 年版)的通知》	西药和中成药部分共收载药品 2,535 个，较 2009 年版目录增幅约 15.4%，其中西药部分 1,297 个，中成药部分 1,238 个(含民族药 88 个)；经过专家评审同步确定了 45 个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品	对辅助用药限制明显，对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展
2017 年 2 月	国务院《“十三五”国家药品安全规划》	维护公众健康，保障公众需求；鼓励研发创新，提高产品质量；加强全程监管，确保用药安全有效	进一步深化药品审批改革，提升监管水平
2017 年 7 月	全国人民代表大会常务委员会《中华人民共和国中医药法》	中国首部《中医药法》，明确了中医药事业的重要地位和发展方针，提出建立符合中医药特点的管理制度，加大对中医药事业的扶持力度，坚持扶持与规范并重，加强对中医药的监管，同时加大对中医药违法行为的处罚力度	《中医药法》将党和国家的中医药方针政策上升为国家意志，为扶持和促进中医药事业发展提供了坚实保障。《中医药法》将中医药事业发展经费纳入财政预算，并且打开医保大门，有力推进中医药产业振兴；将中医诊所由现行的许可管理改为备案管理，改变了以行政审批方式管理中医诊所的模式；提升中医药事业的市场化程度
2017 年 10 月	中共中央办公厅和国务院办公厅联合印发《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》	从改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力、加强组织实施六方面提出 36 条具体意见	继 2015 年 8 月《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》之后，又一个深化药品医疗器械审评审批制度改革的纲领性文件
2018 年 4 月	国务院办公厅《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	从仿制药研发、治疗疗效、支付三个层面提出框架性解决方案，鼓励仿制药研发，为通过一致性评价工作的仿制药产品后续落地提供了采购、医保、税收、宣传等方面的支持	可视为仿制药改革的顶层文件，最终目的是加快国产优质仿制药的进口替代，再次强调“进一步加快推进仿制药一致性评价，鼓励具备条件的各类机构参与”

资料来源：联合评级整理

总体看，2017 年以来，医药行业政策导向为加快药品审批，简化药品流通过程，强调药品安全，首部《中医药法》的颁布明确了中医药的产业地位。

3. 未来发展

未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求，同时，随着生产端去产能和消费端调结构的各项政

策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升。对于有新产品纳入新版医保目录的医药制造企业来说，销售增长可期；两票制、医药分家、阳光采购等医药流通领域的政策有可能传导至上游制造行业，为做大收入同时提高终端控制力度，医药综合类企业可能将加快医药流通业务的布局。

总体看，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

四、管理分析

2017年，公司原财务总监汪三明因工作变动离任，原董秘兼副总经理鲍延磊、原独立董事朱清滨辞职。公司聘任方言为财务总监，聘任王立君为董秘兼副总经理；其余高层管理人员未发生变动，核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作良好。

方言，1969年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，注册会计师，高级会计师。曾任嘉兴市医药集团有限公司零管分公司财务经理、药品分公司财务经理、财务处处长，浙江嘉信医药股份有限公司财务总监兼医药商业总公司副总经理；2012年4月任国有控股企业民丰特种纸股份有限公司财务总监，现任公司财务总监。

王立君，1963年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。曾任东新电碳股份有限公司综合部部长、证券部部长、董事会办公室主任，董事长助理，证券事务代表；阳煤化工股份有限公司证券事务代表；山东未名生物医药股份有限公司证券事务代表等职务，现任公司副总经理、董事会秘书。

五、经营分析

1. 经营概况

2017年，公司实现营业收入11.62亿元，较上年下降8.10%，主要系核心产品恩经复及原甲酸三乙酯、原甲酸三甲酯收入下滑所致；受此影响，净利润较上年下降5.84%至3.92亿元。

2017年，公司实现主营业务收入10.02亿元，占营业收入的86.23%，公司主营业务仍十分突出。分产品类型来看，2017年，由于销量下滑，恩经复产品收入下降10.54%至7.16亿元，占营业收入的比重提升5.64个百分点至71.46%，仍为公司第一大收入来源。由于销量增长，安福隆收入增长26.03%至0.93亿元，占营业收入的比重提升3.20个百分点至9.25%。受上游原料企业停产后产量大幅下降影响，原甲酸三乙酯收入大幅下滑39.42%至0.69亿元，占营业收入的比重下降2.47个百分点至6.84%；原甲酸三甲酯收入大幅下滑35.16%至0.80亿元，占营业收入的比重下降2.16个百分点至7.99%，公司副产品主要为化工产品等，占比较低，影响不大。

从毛利率看，安福隆毛利率提升6.88个百分点至61.43%，主要系原料成本下降所致；原甲酸三乙酯和原甲酸三甲酯毛利率分别下降1.98和5.35个百分点至36.21%和44.36%，主要系原料成本增长所致；恩经复毛利率略有下滑但仍保持在很高水平；受上述因素影响，公司综合毛利率提升3.13个百分点至80.03%。

表 2 2016~2017 年公司主营业务收入构成情况 (单位: 万元, %)

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
恩经复	80,031.18	65.82	94.04	71,593.78	71.46	93.55
安福隆	7,360.74	6.05	54.55	9,276.51	9.25	61.43
原甲酸三乙酯	11,317.57	9.31	38.19	6,855.95	6.84	36.21
原甲酸三甲酯	12,346.40	10.15	49.71	8,005.86	7.99	44.36
副产品	10,534.53	8.67	35.73	4,446.45	4.46	33.16
合计	121,590.42	100.00	76.90	100,178.55	100.00	80.03

资料来源: 公司提供

2018 年 1~3 月, 公司实现营业收入 1.47 亿元, 同比下降 45.75%, 系原甲酸三乙酯、原甲酸三甲酯收入减少所致; 实现净利润 0.82 亿元, 同比增长 5.13%。

总体看, 2017 年, 公司核心产品恩经复及原甲酸三乙酯、原甲酸三甲酯销售收入减少, 导致营业收入及净利润均有所下滑; 生物医药毛利率提升, 使得公司主营业务综合毛利率保持在较高水平。

2. 业务运营

(1) 恩经复和安福隆

采购情况

2017 年, 恩经复的主要原材料仍为鼠颌下腺和人血白蛋白, 采购模式仍为以产定采, 生产成本中原材料、制造费用占比分别为 36.81% 和 54.61%, 较 2016 年变化很小。2017 年, 鼠颌下腺采购量下降 15.30% 至 13,026 百对, 主要系产量减少降低采购量所致; 人血白蛋白采购量大幅下降 68.12% 至 2,200 瓶, 系产量减少降低采购量, 加之消耗部分 2016 年库存所致。采购价格方面, 鼠颌下腺采购均价上涨 7.78% 至 6.93 元/对, 主要系公司扩大向得率较高 (价格亦较高) 的供应商采购量所致; 人血白蛋白价格略有下降。综合来看, 鼠颌下腺和人血白蛋白的采购金额分别下降 8.68% 和 68.51% 至 902.53 万元和 107.80 万元。

表 3 2016~2017 年恩经复主要原材料的采购情况

原材料	项目	2016 年	2017 年
鼠颌下腺	采购量 (百对)	15,379.00	13,026.00
	采购价格 (元/对)	6.43	6.93
	采购金额 (万元)	988.28	902.53
人血白蛋白	采购量 (瓶)	6,900.00	2,200.00
	采购价格 (元/瓶)	496.09	490.00
	采购金额 (万元)	342.30	107.80

资料来源: 公司提供

2017 年, 恩经复前五大供应商采购额合计占当期采购总额的比重下降 4 个百分点至 55%, 集中度有所下降, 但仍属较高。

安福隆的主要原材料是酸水解酪蛋白和酵母浸出粉。2017 年, 为降低成本, 公司同时采购生化级及工业级的酸水解酪蛋白和酵母浸出粉, 工业级价格低于生化级。从采购金额来看, 2017 年, 公司安福隆酵母浸出粉采购金额大幅降低 65.77% 至 4.45 万元, 但受酸水解酪蛋白采购量上升影响, 综合原料采购金额仍上涨 29.40% 至 117.55 万元。

表 4 2016~2017 年安福隆主要原材料的采购情况

原材料	项目	2016 年	2017 年
酸水解酪蛋白	采购量（公斤）	400.00	380/290
	采购价格（元/公斤）	1,946.00	1,946.00/1,350.00
	采购金额（万元）	77.84	73.95/39.15
酵母浸出粉	采购量（公斤）	200.00	30/100
	采购价格（元/公斤）	650.00	650.00/250.00
	采购金额（万元）	13.00	1.95/2.50

资料来源：公司提供

注：2017 采购量及采购价中，前为生化级，后为工业级

2017 年，公司该板块采购结算方式及周期无较大变动。

总体看，2017 年，公司恩经复采购金额有所降低，采购集中度仍属较高；安福隆采购金额受采购量上升影响有所增长。

生产情况

2017 年，该板块生产模式未发生变化，仍为以销定产。产能方面，恩经复的年产能仍为 1,000.00 万支；产量大幅下滑 20.78% 至 475.77 万支，主要系当年缩减销售计划后削减产量所致；受此影响，产能利用率下降 12.48 个百分点至 47.58%。安福隆的年产能仍为 1,627.60 万支，产量增长 8.47% 至 290.20 万支；产能利用率提升 1.39 个百分点至 17.83%。

表 5 2016~2017 年恩经复和安福隆的产能及产量情况

产品	项目	2016 年	2017 年
恩经复	产能（万支）	1,000.00	1,000.00
	产量（万支）	600.60	475.77
	产能利用率（%）	60.06	47.58
安福隆	产能（万支）	1,627.60	1,627.60
	产量（万支）	267.55	290.20
	产能利用率（%）	16.44	17.83

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司恩经复产量明显下滑，安福隆产量有所增长；公司综合产能利用率处于较低水平。

销售情况

2017 年，恩经复的销售价格增长 5.85% 至 135.21 元/支，系公司主动提价所致，销量大幅下滑 15.48% 至 529.54 万支，主要系：1) 医保控费趋严，限制科室使用，行业整体需求下滑；2) 当年福建省该产品中标价格较低，公司主动放弃该省份市场所致，产销率提升 6.98 个百分点至 111.30%。

2017 年，100 万国际单位的安福隆销售价格较上年增长 4.24% 至 13.03 元/支，主要系调整售价策略，提升小规格产品售价所致；300 万国际单位和 500 万国际单位的安福隆销售价格则分别下降 5.16% 和 2.34% 至 31.25 元/支和 45.04 元/支，主要系对大规格产品促销所致。销量总体增长 20.90% 至 301.14 万支，主要系 2017 年公司对该产品营销团队进行整合，提升营销效率所致，产销率提升 10.67 个百分点至 103.77%。

表 6 2016~2017 年恩经复和安福隆的销售情况

产品	项目	2016 年	2017 年
恩经复	销量（万支）	626.53	529.54
	产销率（%）	104.32	111.30
	销售价格（元/支）	127.74	135.21
安福隆	销量（万支）	249.09	301.14
	产销率（%）	93.10	103.77
	销售价格（元/支；100 万单位/300 万单位/500 万单位）	12.50/32.95/46.12	13.03/31.25/45.04

资料来源：公司提供

2017 年，恩经复向前五大客户单位合计销售额占年度销售总额比例由 32.61% 下降至 26.81%，集中度有所降低；安福隆向前五大客户单位合计销售额占年度销售总额比例由 50.96% 下降至 48.34%，集中度有所降低但仍属较高。

2017 年，公司该板块销售结算方式及周期未有较大变动。

总体看，恩经复价格略有增长但销量明显下滑，下游客户集中度较低；安福隆销量增长，不同规格售价升降不一；下游客户集中度仍为较高。

（2）原甲酸三甲酯与原甲酸三乙酯

该板块由子公司山东未名天源生物科技有限公司（以下简称“未名天源”）运营，2017 年，因环保部“26+2”城市专项督查、山东省化工行业安全转型升级等原因，2017 年 8 月起，该板块上游原料供应企业中国石油化工股份有限齐鲁公司和山东齐鲁石化泰油工有限公司被责令停产，导致 2017 年该板块整体采购量、产量、销量均大幅下滑。截至本报告出具日，该子公司仍处于停产状态。

采购情况

2017 年，该板块主要原材料及采购方式均未发生较大变化，该板块采购成本总体整体下降 31.84% 至 9,001.17 万元，主要系各原料采购量大幅减少所致。

分原料来看，氢氰酸采购量下降 48.57% 至 2,564.24 吨，采购价格略有上涨，采购金额下降 47.89% 至 1,708.95 万元。乙醇采购量下降 51.70% 至 4,714.84 吨，采购价格上涨 14.29% 至 0.48 万元/吨，主要系上游供应不足后涨价所致，采购金额下降 45.34% 至 2,247.41 万元。甲醇采购量下降 22.61% 至 10,809.87 吨，采购价格上涨 27.78% 至 0.23 万元/吨，主要系上游供应不足后涨价所致，采购金额略有下滑。三氯化磷采购量下降 27.32% 至 7,354.44 吨，采购价格上涨 6.06% 至 0.35 万元/吨，采购金额下降 22.35% 至 2,596.67 万元。

表 7 2016~2017 年原甲酸三甲酯和原甲酸三乙酯主要原材料的采购情况

原材料	项目	2016 年	2017 年
氢氰酸	采购量（吨）	4,985.86	2,564.26
	采购价格（万元/吨）	0.66	0.67
	采购金额（万元）	3,273.83	1,708.95
乙醇	采购量（吨）	9,762.05	4,714.84
	采购价格（万元/吨）	0.42	0.48
	采购金额（万元）	4,111.78	2,247.41
甲醇	采购量（吨）	13,967.16	10,809.87
	采购价格（万元/吨）	0.18	0.23
	采购金额（万元）	2,475.79	2,448.14
三氯化磷	采购量（吨）	10,119.40	7,354.44

	采购价格（万元/吨）	0.33	0.35
	采购金额（万元）	3,343.96	2,596.67

资料来源：公司提供

总体看，2017年，受上游原料供应不足影响，该板块采购量及总采购金额大幅下滑，采购均价有所增长。

生产情况

产能方面，原甲酸三甲酯和原甲酸三乙酯的年设计产能均没有变化，分别为10,000吨和12,000吨。产量方面，原甲酸三甲酯产量大幅下降47.46%至4,817.81吨；产能利用率下降43.51个百分点至48.18%；原甲酸三乙酯产量大幅下降42.66%至4,898.32吨，产能利用率下降30.38个百分点至40.81%，均主要系原料供应不足所致。

表8 2016~2017年原甲酸三甲酯和原甲酸三乙酯的产能及产量情况

产品	项目	2016年	2017年
原甲酸三甲酯	产能（吨）	10,000.00	10,000.00
	产量（吨）	9,169.44	4,817.81
	产能利用率（%）	91.69	48.18
原甲酸三乙酯	产能（吨）	12,000.00	12,000.00
	产量（吨）	8,543.00	4,898.32
	产能利用率（%）	71.19	40.81

资料来源：公司提供

总体看，2017年，受上游原料供应不足影响，该板块产量及产能利用率大幅下降。

销售情况

2017年，该板块销售模式及结算模式未发生变化，总体销售收入较上年下降37.20%至14,861.81万元，主要系上游原料供应不足导致产量不足所致。

分产品看，原甲酸三甲酯销量下滑38.21%至5,550.43吨，产销率提升17.24个百分点至115.21%，销售价格上涨5.11%至1.44万元/吨，收入总体下降35.16%至8,005.86万元。原甲酸三乙酯销量下滑41.29%至5,191.75吨，产销率提升2.48个百分点至105.99%，销售价格上涨3.13%至1.32万元/吨，收入总体下降39.42%至6,855.95万元。

表9 2016~2017年原甲酸三甲酯和原甲酸三乙酯的销售情况

产品	项目	2016年	2017年
原甲酸三甲酯	销量（吨）	8,983.04	5,550.43
	产销率（%）	97.97	115.21
	销售价格（万元/吨）	1.37	1.44
	收入（万元）	12,346.40	8,005.86
原甲酸三乙酯	销量（吨）	8,842.97	5,191.75
	产销率（%）	103.51	105.99
	销售价格（万元/吨）	1.28	1.32
	收入（万元）	11,317.57	6,855.95

资料来源：公司提供

2017年，该板块公司向前五大客户销售额占年度销售总额比例由上年的40.46%下降至24.58%，集中度大幅降低。

总体看，2017年，受上游供应不足影响，该板块采购量、产量及销量均大幅下滑；因供应不足，销售均价有所上升，整体销售收入大幅下滑。

3. 在建及拟建项目

截至2017年底，公司在建项目有未名捷净抑菌剂项目和生物经济孵化器项目等，规划总投资合计3.28亿元，尚需投资2.31亿元。

表10 截至2017年底公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	目前状态	规划总投资	已投资金额	尚需投资
生物经济孵化器	在建	25,000.00	3,258.80	21,741.20
技术中心升级改造	在建	5,800.00	5,494.34	305.66
零星工程	在建	2,000.00	954.87	1,045.13
合计	--	32,800.00	9,708.01	23,091.99

资料来源：公司提供

总体看，目前公司无大型在建项目，资金需求压力较小。

4. 重大事项

（1）北京科兴生物制品有限公司

未能出具审计报告

公司参股公司北京科兴生物制品有限公司（简称“北京科兴”）主要股东因重大发展问题产生矛盾，导致经营管理层未能按时改选，在2018年4月17日出现非正常管理混乱事件，财务资料、财务数据被转移。北京科兴的审计报告在公司审计报告出具日尚未出具，审计机构无法确认该项股权投资的账面价值及投资收益0.74亿元。

公司已于2018年4月16日向北京市海淀区人民法院提起关于案由“股东知情权纠纷”的诉讼请求，案号（2018）京0108民初22373号，诉求法院判决北京科兴完整提供2017年度相关财务账簿、财务报告等资料配合审计。法院于5月11日和5月24日两次开庭，确认了公司拥有知情权，北京科兴有义务配合查询、复制其财务账册等财务信息资料。但被告主张因财务账册等资料毁损、灭失无法配合原告行使知情权。法庭后决定就北京科兴主张的不能配合行使知情权的客观原因进行调查核实，根据调查核实情况，决定再次开庭做出判决。截至本报告出具日，上述调查核实尚未完成。

生产事件

2017年12月29日，北京科兴发生甘肃疫苗事件，来自甘肃的疑似接种北京科兴产生偶合反应儿童监护人携其律师及当地卫计委和疾控中心的官员造访北京科兴反映沟通相关问题。该事件发生后，北京科兴董事长及法定代表人潘爱华先迅速组织企业自查。

2018年3月，潘爱华先生以北京科兴董事长及法定代表人的身份向国家药品监督管理局药品安全监管司发送《关于公司处于生产经营混乱状况的紧急汇报》，说明北京科兴已无法按照国家GMP要求进行疫苗生产管理，截至本报告出具日，北京科兴仍处于非正常经营管理状态，2018年第二季度的生产经营能力可能会继续受到影响，并同时影响公司对其的投资收益。

业绩承诺

2015年，公司实施重大资产重组，并承诺2014~2017年扣除非经常性损益的归母净利润分别不低于15,160.38万元、22,346.80万元、30,243.15万元和36,797.05万元；目前2014~2016年业绩

承诺已完成；由于北京科兴审计报告尚未出具。根据公司测算，若北京科兴经审计净利润低于22,040.67万元，公司将需要对重组方进行业绩补偿（金额不超过5,931.14万元）。

（2）未名天源

公司控股子公司未名天源地处淄博市火车站南广场改造项目二期搬迁区域，应政府要求限期搬迁，自2018年5月8日起停止生产，目前已启动并投资建设位于安徽巢湖半汤生物经济实验区的抗体药CMO项目（已经列入2017年度股东大会审议议程），现有厂区生产装置将根据政府规划搬迁。2017年，未名天源经审计营业收入3.00亿元，净利润0.66亿元，收入占比25.79%，净利润占比17.09%，占比尚可。未名天源的停产搬迁，一定时期内将对公司收入、利润及现金流状况产生一定影响。

总体看，北京科兴2017年完成审计后，若净利润不达预期，公司将面临5,931.14万元的现金流出；此外，如其未能按照GMP要求进行疫苗管理并恢复正常经营，公司未来对其的投资收益及股权投资将受到较大影响；子公司未名天源收入及净利润占比尚可，其停产搬迁，一定时期内将对公司收入、利润及现金流状况产生不利影响，联合评级将持续关注上述事项。

5. 经营效率

2017年，受应收账款增长影响，公司应收账款周转次数由2016年的3.28次下降至2.44次；存货周转次数由2016年的4.60次下降至4.08次；总资产周转次数由2016年的0.50次下降至0.35次。

总体看，2017年，公司各项经营效率均有所下降。

6. 经营关注

（1）药品价格下降险

随着国家药品价格改革、医疗保险制度改革的深入及相关政策、法规的调整或出台，通过取消药品政府定价，国家将逐步引导药品实际交易价格由市场竞争形成，现有产品可能面临因医保控费、招标采购而降低价格的风险。

（2）公司现有产品集中度较高风险

公司目前主要药品为恩经复和安福隆，虽然公司也正在进行其他生物药品的研发，但由于生物制药具有研发周期长、审批和上市流程复杂的特点，短期内公司现有的药品结构不会发生较大变化。若未来神经损伤修复领域发现替代药品或者由于竞争激烈，公司目前药品的价格出现大幅下降，可能对公司的盈利产生较大影响。

（3）环保风险

随着国家及地方环保部门环保监管力度的提高、人们环保意识的增强，公司面临的环保压力和风险逐步加大，公司子公司受环保政策影响，处于暂时关停状态，如不能及时复产，将对公司营业收入及利润造成较大影响。

（4）管理风险

参股公司北京科兴经审计利润如不能使得公司完成业绩承诺，公司将面临现金流出；此外，北京科兴仍处于非正常运营状态，如不能及时复产，将对公司投资收益造成较大影响。

7. 未来发展

生物医药业务方面，公司围绕“稳健经营、依托金融、强势发展”的经营方针，继续推进开源节流工作，加强企业内部管理，提高企业内部管理和运营效率，降本增效。具体措施为：第一，

加强恩经复、安福隆尤其是干扰素喷雾剂“捷抚”的市场开发深度和广度，实行差别化的区域市场管理策略，确保资源对市场的有效配置。第二，继续对神经生长因子进行深度开发，进行工艺改进，提高神经生长因子得率、降低单位产品能耗等；挖掘视神经损伤、开发滴眼剂、水针剂等新适应症和新剂型。第三，加快细胞因子、多肽药物、抗体药产品的并购重组步伐，丰富产品组合、推进生产基地的均衡布局。

医药中间体业务方面，继续抓好企业安全、环保等重点工作，杜绝各类安全环保事故发生，为企业发展营造良好的外部环境；稳定职工队伍，稳固现有产品的生产、销售工作；密切关注产品供求形势；压减应收账款，采取法律诉讼、专人追欠等手段积极清回外欠款；密切关注化工园区认定结果及政策变化，根据政策要求并结合企业实际，寻求对外合作、管理输出等。

总体看，公司未来发展战略目标明确，举措切实可行。

六、财务分析

公司 2017 年度财务报表已经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了保留意见的审计报告。形成保留意见的主要原因为：公司参股公司北京科兴主要股东因重大发展问题产生矛盾，经营管理层未能按时改选；北京科兴的审计报告在公司审计报告出具日尚未出具，审计机构无法确认该项股权投资的账面价值 3.09 亿元及投资收益 0.74 亿元。公司执行《企业会计准则第 16 号——政府补助（2017 年修订）》，对 2017 年 1 月 1 日之后发生的与日常活动相关的政府补助，计入其他收益；与日常活动无关的政府补助，计入营业外收支。2017 年，公司合并范围未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。2018 年 1~3 月合并财务报表未经审计。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 39.98 亿元，负债合计 10.79 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 29.20 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 28.58 亿元。2017 年，公司实现营业收入 11.62 亿元，净利润（含少数股东损益）3.92 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 3.88 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 43.58 亿元，负债合计 13.56 亿元，所有者权益（含少数股东权益）30.02 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 29.40 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.47 亿元，净利润（含少数股东损益）0.82 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.82 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 39.98 亿元，较年初增长 48.78%。其中，流动资产占 67.57%，较年初上升 11.20 个百分点，非流动资产占 32.43%，以流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 27.02 亿元，较年初增长 78.34%，主要系货币资金增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占 67.23%）、应收票据（占 12.62%）和应收账款（占 17.48%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金 18.16 亿元，较年初增长 1.36 倍，主要系发行“17 未名债”募集资金到位所致，主要由银行存款构成（占 99.83%），其余为库存现金和其他货币资金。

截至 2017 年底，公司应收票据账面价值 3.41 亿元，较年初增长 33.89%，主要系公司根据采购需求背书付款减少及贴现减少所致，其中银行承兑 1.52 亿元，商业承兑 1.89 亿元；公司未对应收票据计提坏账准备。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值 4.72 亿元，较年初增长 12.80%，主要系新增技术转让收入 0.52 亿元所致。公司按账龄法计提坏账准备的应收账款占其账面余额的 99.83%，其中账龄在一年以内的占 86.04%，账龄较短，累计计提坏账准备 0.32 亿元，计提比例 6.33%；公司单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款占其账面余额的 0.16%，全额计提坏账准备；公司单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款占其账面余额的 0.01%，全额计提坏账准备。截至 2017 年底，公司应收账款前五名客户应收款项占应收账款余额的 21.61%，公司应收账款客户集中度较低。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 12.97 亿元，较年初增长 10.59%，主要系长期股权投资和无形资产增加所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 34.95%）、固定资产（占 35.55%）、无形资产（占 8.85%）和商誉（占 14.11%）构成。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 4.53 亿元，较年初增长 28.39%，主要系追加对联营企业未兴（上海）企业管理中心（有限合伙）投资 0.26 亿元及权益法下确认对北京科兴 0.74 亿元投资收益所致。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 4.61 亿元，较年初增长 1.46%；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 53.19%）和机器设备（占 43.20%）构成，符合公司制造业行业特性；累计计提折旧 4.35 亿元，固定资产成新率 72.20%，成新率尚可。

截至 2017 年底，公司无形资产账面价值 1.15 亿元，较年初增长 21.53%，主要系购置专利权所致，主要由土地使用权（占 69.64%）和专利权（占 21.92%）构成。

截至 2017 年底，公司商誉 1.83 亿元，较年初下降 5.29%，系公司按相关资产组的可收回金额测试后被投资单位可收回金额小于账面成本，计提减值准备所致；仍全部为万昌科技反向购买未名医药（厦门）时形成的商誉。

截至 2017 年底，公司无所有权或使用权受到限制的资产。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 43.58 亿元，较 2017 年底增长 8.99%，其中流动资产占 63.31%，非流动资产占 36.69%，资产结构较 2017 年底变化较小。

总体看，2017 年，受益于发行公司债，公司资产规模大幅增长，流动性大幅提升；流动资产中货币资金占比较大，非流动资产中长期股权投资及固定资产占比较大；公司无受限资产，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债总额 10.79 亿元，较年初增长 5.74 倍，主要系发行“17 未名债”所致。其中，流动负债占 23.81%，非流动负债占 76.19%，较年初上升 56.35 个百分点，负债结构转变为以非流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债 2.57 亿元，较年初增长 100.05%，主要系短期借款、应交税费及其他应付款增加所致；公司流动负债主要由短期借款（占 38.93%）、应付账款（占 10.23%）、应付职工薪酬（占 11.83%）、应交税费（占 17.90%）、应付利息（占 5.57%）和其他应付款（占 11.21%）构成。

截至 2017 年底，公司新增短期借款 1.00 亿元，为子公司未名医药（厦门）的借款，由公司提供连带责任保证。

截至 2017 年底，公司应付账款 0.26 亿元，较年初下降 23.79%，主要系采购量减少所致；按余额计，公司应付账款 1 年以内的占比 79.01%。

截至 2017 年底，公司应付职工薪酬 0.30 亿元，较年初下降 25.83%，主要为工资、奖金、津贴和补贴。应付职工薪酬主要为短期薪酬（占 99.94%）。

截至 2017 年底，公司应交税费 0.46 亿元，较年初增长 47.39%，主要系所得税增长所致；应交税费以所得税（占 66.52%）和增值税（占 21.10%）为主。

截至 2017 年底，公司应付利息 0.14 亿元，较年初增长 643.67 倍，主要系发行“17 未名债”所致，其中债券利息 0.14 亿元，短期借款应付利息 5.56 万元。

截至 2017 年底，公司其他应付款 0.29 亿元，较年初增长 51.36%，主要系应付未付市场费增加所致，其他应付款以应付未付市场费（占 35.16%）和往来款（占 38.36%）为主。

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 8.22 亿元，较年初增长 24.87 倍，主要系应付债券增加所致；公司非流动负债主要为应付债券（占 96.27%）。

截至 2017 年底，公司新增应付债券，余额 7.91 亿元，为“17 未名债”，到期日 2022 年 9 月 25 日。

截至 2017 年底，公司全部债务 8.92 亿元，较年初增长 938.40 倍，主要系发行“17 未名债”所致；其中短期债务占 11.32%，长期债务占 88.68%。截至 2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 26.98%、23.41%和 21.33%，分别较年初上升 21.02 个百分点、23.37 个百分点和 21.31 个百分点，债务负担有所加重，但仍处于较轻水平。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 13.56 亿元，较 2017 年底增长 25.69%，主要系短期借款增加所致；其中流动负债占 39.35%，非流动负债占 60.65%，公司负债仍以非流动负债为主。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务总额 12.42 亿元，较 2017 年底增长 39.21%，其中短期债务占 36.27%，长期债务占 63.73%，短期债务占比上升 24.94 个百分点；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 31.12%和 29.27%，较 2017 年底相比分别上升 4.14 个百分点和 5.86 个百分点；长期债务资本化比率为 20.87%，较 2017 年底相比变化不大。

总体看，2017 年底，受发行公司债影响，公司负债大幅增长，债务负担有所加重，但仍处于较低水平，以长期债务为主。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 29.20 亿元，较年初增长 15.52%，主要系未分配利润增加所致。从权益结构来看，归属于母公司所有者权益占所有者权益的 97.89%，以股本、资本公积和未分配利润为主，占比分别为 7.79%、46.07%和 41.86%，公司所有者权益结构稳定性一般。截至 2017 年底，公司股本 2.29 亿元，资本公积 13.55 亿元，与年初持平。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 30.02 亿元，较 2017 年底增长 2.82%，所有者权益结构较 2017 年底变化不大。

总体看，2017 年底，公司所有者权益规模有所增长，权益结构变化不大，稳定性一般。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 11.62 亿元，较上年下降 8.10%；营业成本 2.56 亿元，较上年下降 14.59%；实现营业利润 4.67 亿元，较上年大幅增长 3.90%；实现净利润 3.92 亿元，较上年下降 5.84%；归属于母公司所有者的净利润 3.88 亿元，较上年下降 7.01%。

从期间费用看，2017 年，公司费用总额 5.00 亿元，较上年下降 4.16%。其中，销售费用 3.89

亿元，较上年下降 4.75%；管理费用 1.16 亿元，较上年下降 2.94%；财务费用为净收入 493.25 万元，较上年净收入下降 19.85%。2017 年，公司费用收入比为 43.00%，较上年上升 1.77 个百分点，期间费用对公司利润侵蚀程度较高。

2017 年，公司投资收益为 0.74 亿元，主要为对北京科兴的投资收益；占营业利润的 15.90%；占比较高；新增其他收益 0.12 亿元，全部系政府补助或奖励，主要系科目调整所致；营业外收入为 14.64 万元，较上年大幅下降 98.92%，主要系科目调整所致。公司营业利润对投资收益有一定依赖，对其他收益及营业外收入的影响较小。

从盈利指标来看，2017 年，公司营业利润率为 77.07%，较上年提升 1.54 个百分点；公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率较上年均有不同程度的下降，分别从 2016 年 17.62%、18.09% 和 17.83% 下降至 2017 年的 12.85%、14.38% 和 14.40%。总体看，公司盈利能力有所下降。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.47 亿元，同比下降 45.76%，主要系未名天源停产所致；净利润为 0.82 亿元，同比增长 5.13%，主要系投资收益同比增长 5.92 倍所致。

总体看，2017 年，公司收入及净利润规模均有所减少，公司营业利润对投资收益有一定依赖，公司整体盈利能力下滑。

5. 现金流

经营活动方面，2017 年，公司经营活动现金流入 10.37 亿元，较上年增长 2.85%；经营活动现金流出 7.66 亿元，较上年下降 8.70%，主要系采购总额减少所致；受上述因素影响，经营活动产生的现金流大幅增长 60.12% 至 2.71 亿元。2017 年，公司现金收入比 84.79%，较上年提升 7.56 个百分点，收入实现质量好转，但仍有待提高。

投资活动方面，2017 年，公司投资活动现金流入 38.26 万元，较上年下降 14.06%，主要系减少固定资产处置所致；投资活动现金流出 1.14 亿元，较上年下降 8.46%，主要系购建固定资产所致；受上述因素影响，投资活动产生的现金净流出 1.14 亿元，较上年净流出规模下降 8.44%。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现金流入 9.15 亿元，较上年增长 17.30 倍，主要系发行债券所致；筹资活动现金流出 0.29 亿元，较上年下降 85.65%，主要系偿还债务支付的现金减少所致；受上述因素影响，筹资活动产生的净现金流转为流入 8.86 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为 0.77 亿元，同比增长 3.05 倍，主要系采购费用继续 2017 年的态势降低，加之销售费用减少所致；投资活动现金流量净额为 -1.70 亿元，净流出同比增长 56.66 倍，筹资活动现金流量由上年同期的净流出转为净流入 2.65 亿元。

总体看，2017 年，公司收入实现质量有所好转，但仍处于较低水平；经营活动现金流入可以满足其投资活动资金需求，外部融资需求较小。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，受流动负债规模增长影响，公司流动比率由年初的 11.80 倍下降至 10.52 倍，速动比率由年初的 11.30 倍下降至 10.28 倍，流动资产对流动负债的保护程度减弱，但仍属较高；由于短期债务增长，公司现金短期债务比由年初的 2,274.97 倍快速下降至 21.35 倍，现金类资产对短期债务的保障能力减弱，但仍属较强。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 5.34 亿元，较上年增长 3.16%；公司 EBITDA 由折旧（占 8.62%）、摊销（占 1.46%）、计入财务费用的利息支出（占 2.81%）和利润总额（占 87.12%）构成；受发行公司债影响，EBITDA 利息倍数由上年的 103.67 倍下降至 35.61 倍，EBITDA

全部债务比由上年的 545.37 倍下降至 0.60 倍。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年 3 月底，公司获得银行授信总额合计 6.00 亿元，其中未使用额度 1.50 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；同时，公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保事项；无重大未决诉讼事项。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（机构信用代码：G1037030300073120X），截至 2018 年 5 月 9 日，公司已还清信息概要中，有 1 笔关注类票据贴现，发生于 2003 年，金额为 50 元，对公司偿债能力影响极小。

总体看，2017 年发行公司债后，公司债务负担有所加重，偿债能力有所下降但仍属很强。

七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 22.30 亿元，约为“17 未名债”本金（8 亿元）的 2.79 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达 30.02 亿元，约为“17 未名债”本金（8 亿元）的 3.75 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“17 未名债”本金的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 5.34 亿元，约为“17 未名债”本金（8 亿元）的 0.67 倍，公司 EBITDA 对“17 未名债”本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 10.37 亿元，约为“17 未名债”本金（8 亿元）的 1.30 倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度较高。

综合以上分析，考虑到公司在细分行业的竞争实力，公司对“17 未名债”的偿还能力很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司资产和权益规模大幅增长，经营活动产生的现金净流入规模扩大，综合毛利率有所提升；同时，联合评级也关注到医药业务核心产品销量下滑、化工业务受上游原料供应不足而产销大幅下滑并进入停产状态、北京科兴目前处于非正常运营状态，存在业绩不达预期触发业绩补偿的风险、未名天源停产搬迁等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司营销平台的整合以及营销力度的加大，公司收入水平和盈利能力有望进一步提升。

基于对公司主体及公司债券偿还能力的综合评估，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”；同时维持“17 未名债”的债项信用等级为“AA”。

附件 1 山东未名生物医药股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额 (亿元)	26.88	39.98	43.58
所有者权益 (亿元)	25.27	29.20	30.02
短期债务 (亿元)	0.00	1.01	4.51
长期债务 (亿元)	0.01	7.91	7.92
全部债务 (亿元)	0.01	8.92	12.42
营业收入 (亿元)	12.65	11.62	1.47
净利润 (亿元)	4.17	3.92	0.82
EBITDA (亿元)	5.18	5.34	--
经营性净现金流 (亿元)	1.69	2.71	0.77
应收账款周转次数 (次)	3.28	2.44	--
存货周转次数 (次)	4.60	4.08	--
总资产周转次数 (次)	0.50	0.35	0.04
现金收入比率 (%)	77.24	84.79	137.75
总资本收益率 (%)	17.62	12.85	--
总资产报酬率 (%)	18.09	14.38	--
净资产收益率 (%)	17.83	14.40	2.78
营业利润率 (%)	75.53	77.07	8.92
费用收入比 (%)	41.23	43.00	72.78
资产负债率 (%)	5.96	26.98	31.12
全部债务资本化比率 (%)	0.04	23.41	29.27
长期债务资本化比率 (%)	0.02	21.33	20.87
EBITDA 利息倍数 (倍)	103.67	35.61	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	545.37	0.60	--
流动比率 (倍)	11.80	10.52	5.17
速动比率 (倍)	11.30	10.28	5.07
现金短期债务比 (倍)	2274.97	21.35	4.95
经营现金流动负债比率 (%)	131.88	105.56	14.36
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.65	0.67	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3、公司 2018 年 1 季报财务数据未经审计，相关指标未年化。

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转次数	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转次数	营业收入/[期初总资产+期末总资产]/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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：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：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：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。