

成都康弘药业集团股份有限公司公开发行可转换 公司债券跟踪评级报告（2020）

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 洋 yyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020年06月24日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 中诚信国际及其子公司、控股股东及其控制的其他机构没有对该受评对象提供其他非评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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 and 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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1565 号

成都康弘药业集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“康弘转债”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持成都康弘药业集团股份有限公司（以下简称“康弘药业”或“公司”）的主体信用等级为**AA**，评级展望为**稳定**；维持“康弘转债”的债项信用等级为**AA**。中诚信国际肯定了跟踪期内公司外部发展环境良好、核心产品竞争实力强、获现能力提升、偿债能力强等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际也关注到公司中成药和化学药收入增速放缓、期间费用控制能力有待增强等因素对其经营及信用状况造成的影响。

概况数据

康弘药业（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	45.86	51.95	58.27	74.41
所有者权益合计（亿元）	35.43	40.84	46.21	49.81
总负债（亿元）	10.43	11.11	12.06	24.60
总债务（亿元）	-	-	-	14.32
营业总收入（亿元）	27.86	29.17	32.57	6.33
净利润（亿元）	6.44	6.95	7.18	1.77
EBIT（亿元）	7.63	7.99	8.35	2.15
EBITDA（亿元）	8.36	8.80	9.31	--
经营活动净现金流（亿元）	7.67	3.51	8.12	0.35
营业毛利率(%)	90.34	92.17	91.90	90.30
总资产收益率(%)	18.29	16.35	15.15	--
资产负债率(%)	22.74	21.39	20.70	33.06
总资本化比率(%)	-	-	-	22.32
总债务/EBITDA(X)	-	-	-	--
EBITDA 利息倍数(X)	--	--	--	--

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

- **外部发展环境良好。**国家医药卫生体制改革推进，政府投入加大，使得医药市场总量扩容，同时国家鼓励高端仿制药和创新药发展，为公司发展提供了良好的外部环境。
- **核心产品竞争实力增强。**公司核心产品康柏西普眼用注射液在细分市场拥有较为明显的优势地位，近年销量维持较高增速，2019 年收入突破 10 亿元，且当年新增适应症、医保支付范围

同行业比较

2019 年部分医药制造企业主要指标对比表

公司名称	过亿产品个数	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	期间费用率（%）	总资产（亿元）	资产负债率（%）
济川药业	7	69.40	16.23	56.13	86.65	29.55
康缘集团	7	91.25	6.88	40.03	142.19	67.93
康弘药业	7	32.57	7.18	68.36	58.27	20.70

注：“济川药业”为“湖北济川药业股份有限公司”简称；“康缘集团”为“江苏康缘集团有限责任公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
康弘转债	AA	AA	16.30	16.30	2020/03/05~ 2026/03/05

扩大及取得蒙古国市场准入等有助于该产品销量进一步增长。

- **获现能力提升，偿债能力强。**2019 年公司获现能力提升，经营活动净现金流显著增长；债务规模小，偿债指标表现很好，偿债能力强。

关注

- **中成药和化学药收入增速放缓，产品销售价格面临进一步下降风险。**2019 年公司部分中成药和化学药产品受医药行业政策影响销量减少或价格下降，收入增速放缓；在行业政策推动下，未来销售价格面临进一步下降风险。
- **期间费用控制能力有待提升。**2019 年公司销售费用和管理费用增长较快，推升期间费用率至 68.36%，期间费用控制能力有待提升。

评级展望

中诚信国际认为，成都康弘药业集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，产品进一步丰富且竞争力显著提升令盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量、偿债能力显著提升。
- **可能触发评级下调因素。**医药政策限制公司产品销售等情况大幅侵蚀利润水平，财务杠杆大幅攀升，流动性恶化，资本实力大幅削弱或其他导致信用水平显著下降的因素。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“康弘转债”募集资金 16.30 亿元，转股期为 2020 年 9 月 11 日至 2026 年 3 月 5 日，约定用于康弘国际生产及研发中心建设项目（一期）、康柏西普眼用注射液国际 III 期临床试验及注册上市项目、KH 系列生物新药产业化建设项目和济生堂技改配套生产项目。截至 2020 年 3 月末，公司以自筹资金预先投入募集资金投资项目的实际投资额为 7.15 亿元，公司依照相关法律法规的要求和程序使用募集资金中的 7.15 亿元置换预先投入本期募集资金投资项目的自筹资金，剩余资金尚未使用。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不

容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

医药行业运行态势整体良好，近年来各项医改政策及实施细则密集出台，有利于提升行业规范化程度，并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境

随着经济增长和人口老龄化的加快，我国医药

行业持续发展，根据国家统计局的数据显示，2019 年前三季度医药工业整体经济平稳运行，全国医药工业企业实现营业收入 19,734.7 亿元，同比增长 8.4%；实现利润总额 2,628.1 亿元，同比增长 10.8%。

表 1：2019 年前三季度全国医药工业收入构成情况
(亿元、%)

行业名称	营业收入	同比增长	利润总额	同比增长
化学药品原料药制造	2,768.7	5.5	325.1	8.7
化学药品制剂制造	6,918.7	11.8	950.4	14.4
中药饮片加工	1,419.0	-1.8	122.1	-20.3
中成药生产	3,377.1	7.9	431.4	4.7
生物药品制造	1,835.1	10.3	376.1	20.8
卫生材料及医药用品制造	1,309.7	8.9	135.9	16.4
制药专用设备制造	118.1	10.2	2.4	205.6
医疗仪器设备及器械制造	1,988.3	7.6	284.9	14.8
合计	19,734.7	8.4	2,628.1	10.8

注：因采用四舍五入的取数原则，合计数可能存在尾差。

资料来源：公开数据整理

2019 年以来随着“4+7”扩面、新版医保目录、重点药品监控、新版药品管理法以及药品优先审评政策等一系列重磅政策法规的发布，通过医保、医药和医疗的联动，医药行业改革进一步推进与深化。2019 年新医保目录调整及药品集采落地和扩面等，使得药品费用显著降低；同时，一致性评价范围扩大等政策，有助于整体提升仿制药品质量，加速原研药替代。预计未来行业将向鼓励研发创新并向治疗性品种倾斜的方向发展。随着医药行业调控力度的不断加强，行业规范化程度或将进一步提高，为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。

表 2：2019 年以来医改重要政策一览

发布时间	部门	政策名称	政策概述	对行业影响
2019年1月	国务院	《关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	进行带量采购，量价挂钩，以量换价，形成药品集中采购价格。通过招标、议价、谈判等不同形式确定集中采购品种。	药价明显降低，降低企业交易成本，引导医疗机构规范用药，探索完善药品集中采购机制和以市场为主导的药价形成机制。
2019年7月	国家卫健委	《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》	制定省级和各医疗机构目录；加强目录外药品的处方管理。	辅助用药将受到极大限制，目录内药品将被严格管理。
2019年9月	国家医保局	《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》	在全国范围内推广国家组织药品集中采购和使用试点集中带量采购模式。	使全国符合条件的医疗机构能够提供质优价廉的试点药品，进一步降低群众用药负担。
2019年10月	国家卫健委等	《第一批鼓励仿制药目录》	纳入目录的品种有33个，包括多种抗癌药、帕金森药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等，属于国	有利于促进仿制药研发。提高药品供应保障能力。

			内专利到期和即将到期、尚没有提出注册申请，或临床供应短缺（竞争不充分）以及企业主动申报的药品。	
2019年10月	国家药监局	《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》	对参比制剂、处方工艺技术、原辅料质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求。	有助于提升注射剂仿制药的质量水平，促进产业升级和结构调整。
2019年11月	国家发改委	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	在医药领域，鼓励类目8项，包括儿童药、短缺药的开发和生产，重大疾病防治疫苗、抗体药物、基因治疗药物、细胞治疗药物、重组蛋白质药物、核酸药物，数字化医学影像设备、人工智能辅助医疗设备、高端放射治疗设备等；限制类目6项，包括新建紫杉醇(配套红豆杉种植除外)、植物提取法黄连素(配套黄连种植除外)生产装置等。淘汰类目13项，包括铅锡软管、单层聚烯烃软管(肛肠、腔道给药除外)等。	推动制造业高质量发展，引导产业升级转型。
2019年11月	国家医保局、人力资源社会保障部	《关于将2019年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》	2019年《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》共收录药品2,709个，与2017年版相比，调入药品218个，调出药品154个，净增64个。	医保目录药品结构明显优化，保障能力显著提升；药品费用显著降低；突出鼓励创新的导向。
2019年12月	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《全国药品集中采购文件》	第二批国家组织药品集中采购和使用工作正式启动，此次参与带量采购的共有33个药品品种，50个品规，将于2020年1月17日在上海开标。	今年9月起，中标药品从11个试点城市向全国扩容，25个中标药品在原来的降价基础上平均再降25%。

资料来源：公开资料整理

疫情期间，随着疫情防控和治疗工作的持续进行，相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求增加；同时，国家和金融机构出台的一系列政策和措施为医药企业提供了良好的行业发展和融资环境

2020年初新型冠状病毒疫情的爆发直接带动医药和医疗用品相关产业的需求与生产。疫情具有短期冲击大的特点，预计其对我国医药工业和医药流通行业2020年第一季度的销售规模数据影响较大，后期随着疫情控制对医药行业的影响减弱。随着疫情防控和治疗工作的持续进行，相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求量亦随之增加，医药和医疗用品相关行业已提前复工保证生产。针对国内医疗物资需求大且紧缺，我国不断加大医疗物资全球采购；同时，叠加消费者恐慌性抢购推升零售及网上药店的相关防控物资的消费量，受上述因素影响，预计疫情相关产品的医药工业和医药流通市场规模或将增长，不过疫情期间，交通运输受阻、医院普通门诊量和住院人数下降等因素，对医药工业和医药流通市场形成一定冲击。

自疫情爆发以来，国家和金融机构紧急出台了一系列政策和措施：为新型冠状病毒疫情防治工

作、患者救治工作以及相关经费问题提供了良好的保障；针对加快医疗器械审批速度，国家药监局发布了《关于印发医疗器械应急审批程序的通知》，有利于医疗器械产品快速上市抗击疫情；各金融机构信贷政策亦向医药企业倾斜，积极支持医药企业开发、生产和销售疫情防控所需品，对抗击疫情的相关医药企业开辟绿色通道、加大信贷支持、降低融资成本以及提供保险保障等。

核心产品康柏西普眼用注射液在细分市场拥有较为明显的优势地位，销量维持较快增长，2019年收入突破10亿元；化药和中成药增长较为缓慢

公司主要从事生物制品、中成药、化学药和医疗器械的研发、生产与销售，在四川省成都市拥有三个生产基地，拥有片剂23.38亿片、胶囊剂16.32亿粒的生产能力。2019年公司新增4个在产产品，现共有16个药品和2个医疗器械在产上市，涉及眼科、脑科、消化、呼吸、高血压、糖尿病和妇科等多个治疗领域，其中10个药品是独家品种，12个药品进入国家医保目录，7个药品进入国家基药目录。同时，2018年12月以来公司阿立哌唑口崩片、盐酸文拉法辛缓释片和右佐匹克隆片先后通过

仿制药一致性评价，有助于提升上述产品的市场竞争力。

表 3：公司在产上市产品介绍

临床领域	产品名称	类别	适应症	是否处方药	是否国家医保	是否独家品种
眼科	康柏西普眼用注射液	生物制品	湿性年龄相关性黄斑变性；继发于病理性近视的脉络膜新生血管（pmCNV）引起的视力损伤；治疗糖尿病性黄斑水肿（DME）引起的视力损害	是	是	是
	二氧化碳激光光束操控系统	医疗器械	消融巩膜组织，用于原发性开角型青光眼的治疗	--	否	是
	眼底照相机	医疗器械	适用于在无需散瞳的情况下，对患者眼底进行观察、拍摄，获取视网膜图像用	--	否	否
脑科	盐酸文拉法辛缓释片	化学药	抑郁症，包括伴有焦虑的抑郁症及广泛性焦虑症	是	是	独家剂型
	阿立哌唑口崩片	化学药	精神分裂症	是	是	独家剂型
	阿立哌唑口服溶液	化学药	精神分裂症	是	否	否
	右佐匹克隆片	化学药	失眠症	是	是	否
	舒肝解郁胶囊	中成药	轻、中度抑郁症	是	是	是
消化科	胆舒胶囊	中成药	慢性结石性胆囊炎、慢性胆囊炎及胆结石	是	是	是
	枸橼酸莫沙必利分散片	化学药	功能性消化不良、慢性胃炎伴有烧心、嗝气、恶心、呕吐、早饱、上腹胀、上腹痛等消化道症状者	是	是	独家剂型
	清润丸	中成药	清热，润肠，通便，导滞。用于积热便秘	否	否	是
呼吸科	一清胶囊	中成药	用于热毒所致的身热烦躁，目赤口疮，咽喉、牙龈肿痛，大便秘结及上呼吸道感染、咽炎、扁桃体炎、牙龈炎见上述症状者	否	是	是
	玄麦甘桔胶囊	中成药	用于阴虚火旺，虚火上浮，口鼻干燥，咽喉肿痛	否	是	是
	感咳双清胶囊	中成药	急性上呼吸道感染、急性支气管炎	否	否	是
高血压	松龄血脉康胶囊	中成药	用于肝阳上亢所致的头痛、眩晕、急躁易怒、心悸、失眠；高血压病及原发性高脂血症见上述症候者	是	是	是
糖尿病	渴络欣胶囊	中成药	糖尿病肾病	是	是	是
妇科	八珍益母片	中成药	补气血，调月经。用于头晕心慌，疲乏无力，月经量少，色淡，经期后错	否	是	否
补益	五味子颗粒	中成药	敛气生津，补益肺肾。用于头晕，失眠，自汗盗汗，气短口干及神经衰弱	否	否	否

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司采用专业化学术推广模式实现了在全国的销售布局，产品已覆盖 30 多个省、市、自治区的一万三千余家医院，并通过商业网络覆盖了两万三千余家基层医疗终端和药店。2019 年公司在华东、华南和西南地区销售额占比升至 70.94%。

2019 年公司销售收入过亿的产品共 7 个，较上年新增 1 个，销售收入在 5,000 万元至 1 亿元的产品共 2 个。其中，生物 1 类新药康柏西普眼用注射液是全球第三个、中国第一个眼底抗 VEGF 用药，在细分市场拥有较为明显的优势地位，近年销量持

续快速增长，2019 年收入突破 10 亿元，是公司当期营业总收入的主要增长点；同时，2019 年 5 月该产品获批新增第三个适应症“治疗糖尿病性黄斑水肿（DME）引起的视力损害”，2019 年 11 月续入新版国家医保目录时，产品降价 25.05%，但医保支付范围从 50 岁以上的湿性年龄相关性黄变性（wAMD）拓展至 wAMD、继发于病理性近视的脉络膜新生血管（pmCNV）引起的视力损伤、糖尿病性黄斑水肿（DME）引起的视力损害三大适应症；2020 年 6 月，该产品取得蒙古国卫生部签发的药品

注册证书。**中诚信国际认为**，新批准适应症、医保支付范围扩大以及获得境外市场准入资格有助于该产品销量进一步增长。2019年公司中成药和化药整体增长较为缓慢，其中，受医保控费、辅助用药、控制药占比等医药行业政策影响，枸橼酸莫沙必利分散片和松龄血脉康胶囊等产品销量下降；舒肝解郁胶囊销量增长带动销售收入回升，阿立哌唑口崩片销量持续增加带动收入稳步增长。

表 4：公司销售过亿产品情况

类型	产品	销售收入（亿元）		
		2017	2018	2019
生物制品	康柏西普眼用注射液	6.18	8.82	11.55
类型	产品	销量（亿片/亿粒）		
		2017	2018	2019
化药	枸橼酸莫沙必利分散片	3.55	3.56	3.16
	阿立哌唑口崩片	1.96	2.26	2.43
	盐酸文拉法辛缓释片	0.54	0.64	0.69
	右佐匹克隆片	0.17	0.21	0.30
中成药	松龄血脉康胶囊	7.19	5.95	5.49
	舒肝解郁胶囊	2.33	1.89	2.21

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司 2017 年与以色列 IOptima Ltd. 签署了海外合作协议，通过此次海外投资获得 IOptima Ltd. 控股权以及 IOptiMate™ 在中国区的独家经销权，2019 年 6 月 30 日，公司已顺利完成第三阶段股权交割，取得对方 80% 的股权。该交易将扩充公司眼科产品线，并进入眼科器械和耗材领域，拓展全球市场，不过其市场推广情况尚需关注。

公司研发投入力度较大，2019 年研发投入占比大幅提高，储备产品管线多为一类新药，但多数仍处于早期阶段，具有一定不确定性

公司通过“国家企业技术中心”、“生物大分子

蛋白药物四川省重点实验室”、“康弘博士后科研工作站”等技术平台构建起具备核心竞争力的四大重点技术，由设立的新药研究院、产品技术中心、医学研究中心承担研发工作，近年新药研发投入力度较大，截至 2020 年 3 月末，公司拥有授权发明专利 242 项，其中涉外授权发明专利 123 项。2019 年因康柏西普眼用注射液治疗 RVO 适应症 III 期临床试验及国际多中心临床 III 期研究支出增加等，当期研发投入大幅增长，占营业收入的比重亦上升至较高水平。

表 5：公司研发投入情况

	2017	2018	2019
研发人员数量（人）	407	433	485
研发人员数量占比（%）	9.04	9.88	11.54
研发投入（亿元）	3.50	3.49	7.88
研发投入占营业收入比（%）	12.56	11.96	24.18

注：2019 年研发投入包括计入“研发费用”2.87 亿元、计入“开发支出”的资本化研发投入 5.01 亿元。

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

截至 2020 年 3 月末，公司在眼科、脑科、肿瘤领域开展了多个新药研发管线，但多数项目仍处于早期阶段，面临一定新产品研发的不确定性。其中，康柏西普眼用注射正在进行国际多中心临床 III 期研究以及治疗视网膜静脉阻塞适应症的临床 III 期实验，预计未来批准上市后将进一步提升康柏西普眼用注射液在国内的竞争力，并拓展国外市场。此外，在研的 KH901、KH902-R08、KH903、KH906 等在美国、日本、印度、韩国、俄罗斯等国拥有多项国际专利，公司通过加大研发，进行进入国际高端医药市场的尝试。但仍需注意的是，创新药研发具有研发周期长、资金需求和技术风险大的特性，具有一定不确定性。

表 6：截至 2020 年 3 月末公司主要研发项目情况

研发项目	治疗领域	注册分类	所处阶段
康柏西普眼用注射液	视网膜静脉阻塞（RVO）	生物制品 1 类	临床 III 期
KH901	实体肿瘤	预防用生物制品 1 类	临床 II 期
KH902-R08	朗沐备选培养基开发	生物制品 1 类	培养基配方协议内容沟通
KH903	结直肠及其他器官肿瘤	生物制品 1 类	临床 II 期
KH906	外伤、化学烧伤、角膜移植术后诱发的新生血管	生物制品 1 类	临床 I 期

KH110 (五加益智颗粒)	阿尔茨海默症	中药 6.1 类	临床 II 期
----------------	--------	----------	---------

资料来源：公司提供

在建康弘国际生产及研发中心建设项目将扩充康柏西普眼用注射液生产能力，为未来实现全球市场供货提供保障

截至 2020 年 3 月末，公司主要在建项目总投资 22.96 亿元，已投资 5.37 亿元，尚需投资 17.59 亿元，资金来源于募股资金、可转债资金及自筹资金。其中，康弘国际生产及研发中心建设项目（I 期）

位于北京经济技术开发区河西区中部，建设内容包括按照中国 GMP 和欧美 cGMP 标准进行设计和建造的生物制药商业化生产厂房、配套设施以及一个与国际接轨的新药研发中心，预计于 2020 年投产，项目建成后将为康柏西普眼用注射液的全球市场供货、国家重大专项新型抗肿瘤药物 KH903 的临床样品供应和市场供货以及后续其他在研产品的研发等提供保障。

表 7：截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	总投资	资金来源	已投资
研发中心异地改扩建项目	1.76	首次募股资金及自有资金	2.25
KH 系列生物新药产业化建设项目	3.00	可转债资金 2.10 亿元，自有资金 0.90 亿元	1.39
康弘国际生产及研发中心建设项目（I 期）	12.28	可转债资金 9.77 亿元，自有资金 2.52 亿元	1.65
化学原料药基地建设项目	5.92	自有资金	0.08
合计	22.96	--	5.37

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年财务报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报表，财务数据均为上述报表期末数。

2019 年公司保持了较强的盈利能力，生物制品收入增长带动营业总收入和经营性业务利润增加，毛利率受产品价格影响稍有下滑，期间费用率持续上升，期间费用控制能力有待加强；2020 年一季度受疫情及产品中标价格下降等影响，收入和盈利同比有所下滑

2019 年公司营业总收入维持稳定增长趋势，分板块来看，中成药和化学药收入增长较为缓慢，生物制药因康柏西普眼用注射液销量维持较高增速，收入增幅较大。2020 年一季度受疫情影响，医院门诊量和住院量大幅减少，导致公司收入同比下降 11.76%。

公司毛利率维持在较高水平，2019 年部分中成药和化学药价格降低，导致当期营业毛利率略有下

滑。2020 年一季度，由于康柏西普眼用注射液及化学药医保中标价格下降，营业毛利率小幅下滑。**中诚信国际关注到**，公司药品毛利率均处于很高水平，在国家相继出台以降价为主导方向的集中采购、药品零加成、差别定价等药品价格管理制度以及医保对药价支付设置限制等政策下，药品降价成为趋势，可能对公司盈利产生影响。

表 8：公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
中成药	10.85	8.63	8.92	1.81
化学药	10.83	11.70	12.07	2.86
生物制品	6.18	8.82	11.55	1.62
营业总收入	27.86	29.17	32.57	6.33
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
中成药	86.66	85.79	85.13	85.64
化学药	94.85	95.07	94.09	92.49
生物制药	88.98	94.70	94.99	92.87
营业毛利率	90.34	92.17	91.90	90.30

资料来源：公司提供

2019 年公司期间费用延续增长趋势，其中销售费用随着业务规模扩大、分支机构增加而不断上涨；薪酬和研发费用增加亦令管理费用同比上升；当期末公司无有息债务，银行存款利息收入使财务费用为负。销售费用和管理费用增长较快将期间费

用率推升至较高水平，公司期间费用控制能力有待提升。2020年一季度，受疫情等影响，市场推广活动等减少令期间费用同比下降。

表 9：公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1-3
销售费用	12.77	13.76	15.68	2.77
管理费用（含研发费用）	5.04	6.16	6.90	1.07
财务费用	-0.30	-0.46	-0.31	-0.05
期间费用合计	17.51	19.46	22.27	3.80
期间费用率	62.84	66.70	68.36	60.01
经营性业务利润	7.92	7.73	8.00	2.01
投资收益	0.30	0.28	0.23	0.01
营业外损益	-0.24	0.03	0.14	0.14
利润总额	7.63	7.99	8.35	2.15
净利润	6.44	6.95	7.18	1.77
EBIT	7.63	7.99	8.35	2.15
EBITDA	8.36	8.80	9.31	--
EBITDA 利润率	30.01	30.17	28.58	--
总资产收益率	18.29	16.35	15.15	12.96*

注：带*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

得益于销售规模扩大，2019年公司经营性业务利润和利润总额同步上涨。此外，理财产品投资收益以及当期确认的计入其他收益和营业外收入的政府补助合计 1.06 亿元，对利润有一定补充作用。2020年一季度，由于收入和毛利率下降，利润亦同比下降。

随着利润总额的增长，2019年公司 EBIT 和 EBITDA 增加，但收入的更大增幅使 EBITDA 利润率略有下降，同时资产规模的扩张亦使总资产收益率稍有下降，但盈利能力仍保持较强水平。

资产和负债稳步增长，2020 年一季度发行可转换公司债券令债务快速增长，但债务规模相对较小且全部为长期债务，资本结构较为稳健

公司总资产随着业务规模的扩张呈增长趋势，且流动资产占比相对较高。具体来看，公司货币资金较充裕，且无使用受限；2020年一季度发行 16.30 亿元可转换公司债券令期末货币资金增幅较大；应收账款回款控制较好，随业务规模扩大呈增长趋势，2019 年末账期一年内占比为 98.29%；公司利用闲置资金购买理财产品，使 2020 年 3 月末交易

性金融资产大幅增长至 8.91 亿元。固定资产主要为房屋建筑物和机器设备，2019 年末大幅增长主要系公司固体口服液制剂和研发中心异地改扩建项目部分转固及购置设备所致；在建工程主要包括异地改扩建项目和康弘国际生产及研发中心建设项目等；开发支出为药品等的资本化研发投入，2019 年研发支出增加令其期末增幅较大。

2019 年末公司负债规模小幅增长；2020 年一季度发行债券筹资，令期末负债和债务规模大幅上涨，存续债务全部为长期债务。

受益于利润累积，公司所有者权益呈增长趋势。此外，2019 年资本公积转增资本，令期末股本增加 2.00 亿元；2019 年分红 2.45 亿元；2020 年一季度因发行可转换公司债券，其他权益工具增加 1.83 亿元。公司财务杠杆率整体维持在较低水平，2020 年一季度因发行债券，期末财务杠杆率大幅上升，但资本结构仍较为稳健。

表 10：公司主要资产、负债和资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	31.02	24.93	22.84	28.13
交易性金融资产	-	-	-	8.91
应收账款	1.67	2.59	3.93	3.96
流动资产	34.64	34.13	30.25	44.44
固定资产	4.36	4.42	7.33	7.18
在建工程	2.28	3.98	5.40	5.70
开发支出	1.99	3.18	7.74	9.01
资产总计	45.86	51.95	58.27	74.41
负债合计	10.43	11.11	12.06	24.60
短期债务	-	-	-	-
总债务	-	-	-	14.32
所有者权益	35.43	40.84	46.21	49.81
资产负债率	22.74	21.39	20.70	33.06
总资本化比率	-	-	-	22.32

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年经营获现能力提升，整体偿债能力很强

2019 年得益于货款回收增加，公司经营活动净现金流大幅增长；2020 年一季度受疫情影响，经营活动净现金流同比大幅下降。投资活动现金净流出较多主要是因购买理财产品和项目建设投资所致。公司经营活动净现金流和货币资金可以满足日常经营和投资资金需求，2019 年筹资活动现金流出主

要系分配利润所致，2020 年一季度因债券融资规模较大，筹资活动现金流呈大额净流入态势。

2020 年一季度发行债券令期末债务规模大幅增长，但各项偿债指标仍然表现很好。

表 11：公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	7.67	3.51	8.12	0.35
投资活动净现金流	0.76	-7.56	-7.94	-11.21
筹资活动净现金流	-1.23	-2.05	-2.30	16.14
EBITDA 利息保障倍数	--	--	--	--
经营活动净现金流/利息支出	--	--	--	562.82
总债务/EBITDA	-	-	-	--
经营活动净现金流/总债务	--	--	--	0.10*
货币等价物/短期债务	--	--	--	--

注：带*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

股权融资渠道畅通，能够为整体偿债能力提供一定支持；间接融资渠道有待开拓

备用流动性方面，因货币资金充裕，公司申请的银行授信较少，截至 2020 年 3 月末，公司获得授信额度总计 3 亿元，全部未使用，备用流动性少。公司为上市公司，股权融资渠道畅通。

截至 2020 年 3 月末，公司实际控制人所持股权均未质押。

截至 2020 年 3 月末，公司无受限资产，亦无对外担保和重大未决诉讼。

过往债务履约情况：根据公开资料及公司提供的企业信用报告和相关资料，截至 2020 年 6 月 5 日，公司在公开市场无信用违约记录，借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

外部支持

公司系实际控制人柯尊洪、钟建荣与柯潇最核心资产，自然人股东对公司的支持意愿很强，但对当地政府和金融机构等资源协调能力较为有限

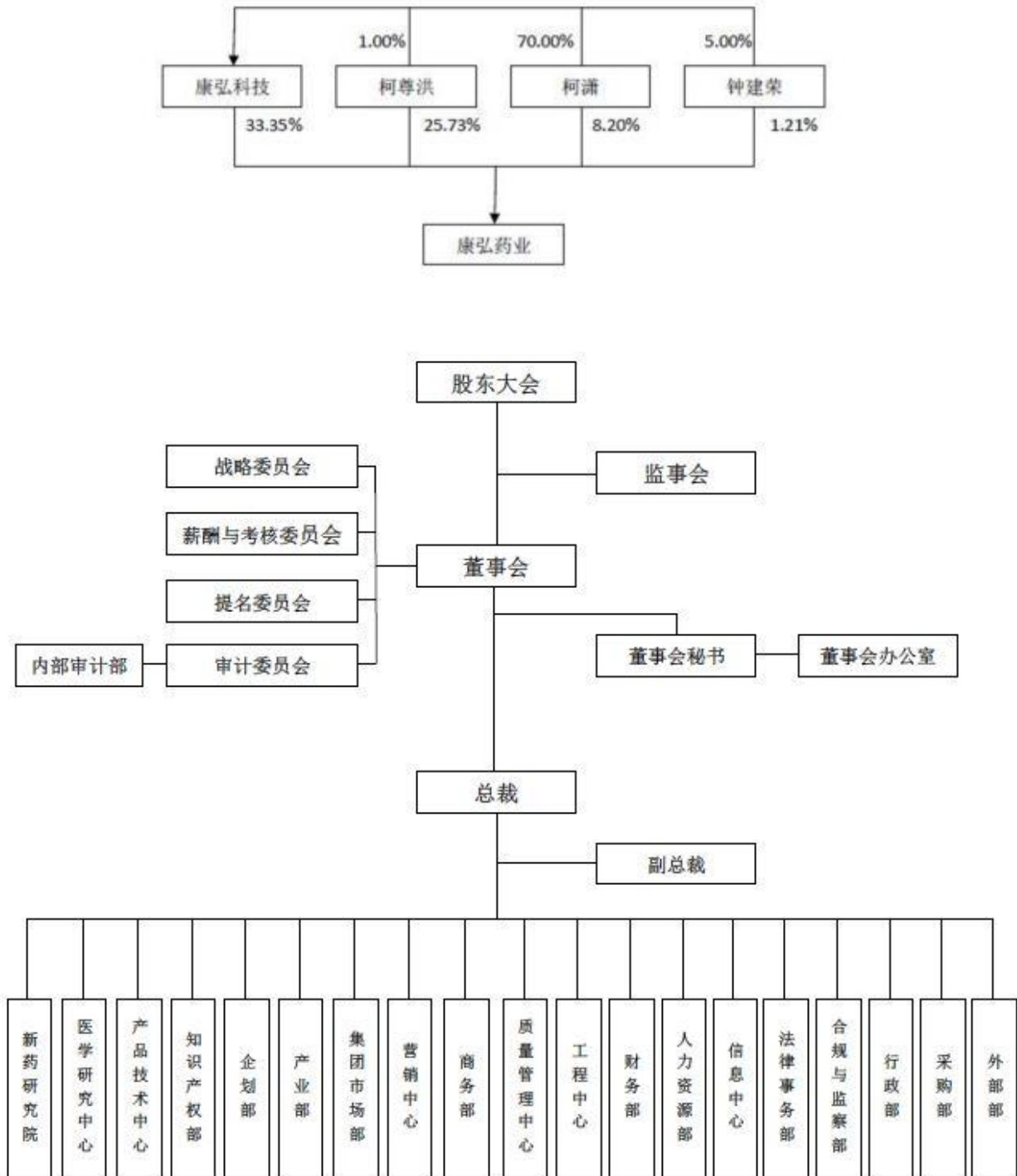
康弘药业系实际控制人柯尊洪、钟建荣与柯潇的最核心资产，股东支持意愿很强。但由于公司实

际控制人为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力较为有限。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持成都康弘药业集团股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“康弘转债”的债项信用等级为 **AA**。

附一：成都康弘药业集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：成都康弘药业集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	310,158.27	249,312.91	228,374.51	281,252.47
应收账款净额	16,681.42	25,877.33	39,303.90	39,583.45
其他应收款	189.01	895.39	284.74	1,485.83
存货净额	17,390.33	25,407.20	26,314.24	26,990.73
长期投资	-	950.00	880.74	869.47
固定资产	43,634.64	44,183.22	73,264.18	71,781.01
在建工程	22,840.20	39,774.81	54,038.41	56,955.67
无形资产	17,865.31	27,483.32	31,878.03	32,173.81
总资产	458,615.92	519,488.23	582,701.68	744,066.43
其他应付款	22,548.46	25,343.19	13,779.02	13,564.16
短期债务	-	-	-	-
长期债务	-	-	-	143,151.57
总债务	-	-	-	143,151.57
净债务	-310,158.27	-249,312.91	-228,374.51	-138,100.89
总负债	104,270.93	111,092.78	120,646.90	245,975.01
费用化利息支出	-	-	-	6.14
资本化利息支出	-	-	-	-
所有者权益合计	354,344.99	408,395.45	462,054.78	498,091.42
营业总收入	278,649.70	291,744.51	325,743.01	63,272.27
经营性业务利润	79,168.21	77,258.54	79,975.95	20,088.09
投资收益	3,002.96	2,837.57	2,326.24	54.43
净利润	64,419.90	69,494.38	71,819.03	17,660.23
EBIT	76,306.38	79,945.70	83,517.95	21,488.68
EBITDA	83,630.24	88,030.72	93,082.16	--
经营活动产生现金净流量	76,686.25	35,088.44	81,214.57	3,455.06
投资活动产生现金净流量	7,581.80	-75,563.86	-79,395.17	-112,053.63
筹资活动产生现金净流量	-12,256.26	-20,533.06	-23,025.22	161,385.44
资本支出	31,288.18	45,844.99	96,287.60	22,954.72
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	90.34	92.17	91.90	90.30
期间费用率(%)	62.84	66.70	68.36	60.01
EBITDA 利润率(%)	30.01	30.17	28.58	--
总资产收益率(%)	18.29	16.35	15.15	12.96*
净资产收益率(%)	19.98	18.22	16.50	14.71*
流动比率(X)	5.98	5.50	4.05	7.59
速动比率(X)	5.68	5.10	3.70	7.13
存货周转率(X)	1.68	1.07	1.02	0.92*
应收账款周转率(X)	24.00	13.71	9.99	6.42*
资产负债率(%)	22.74	21.39	20.70	33.06
总资本化比率(%)	-	-	-	22.32
短期债务/总债务(%)	--	--	--	-
经营活动净现金流/总债务(X)	--	--	--	0.10*
经营活动净现金流/短期债务(X)	--	--	--	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	--	--	--	562.82
经调整的经营净现金流/总债务(%)	--	--	--	--
总债务/EBITDA(X)	-	-	-	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	--	--	--	--
EBIT 利息保障倍数(X)	--	--	--	3,500.45

注：1、2020 年一季报未经审计；2、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+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
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
经营效率	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
盈利能力	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
现金流	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。