

# 信用等级通知书

东方金诚债评字 [2015] 054 号

---

昆明制药集团股份有限公司：

受贵公司委托，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司的信用状况进行了综合分析，评定贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；同时对贵公司拟发行的“昆明制药集团股份有限公司 2015 年公司债券”的信用状况进行了综合分析，评定本期公司债券的信用等级为 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一五年四月十四日



# 信用等级公告

东方金诚债评字 [2015] 054 号

---

东方金诚国际信用评估有限公司通过对昆明制药集团股份有限公司和其拟发行的“昆明制药集团股份有限公司2015年公司债券”信用状况进行综合分析和评估，确定昆明制药集团股份有限公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，债券等级为 AA。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一五年四月十四日



## 信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与昆明制药集团股份有限公司构成委托关系外，东方金诚、评估人员与昆明制药集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚与评估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东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因昆明制药集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 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、建议等。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由昆明制药集团股份有限公司提供，东方金诚不保证引用资料的真实性及完整性。
- 昆明制药集团股份有限公司 2015 年公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级情况，在有效期内信用等级有可能发生变化。

东方金诚国际信用评估有限公司

2015 年 4 月 14 日



# 昆明制药集团股份有限公司

## 2015年公司债券信用评级报告

报告编号：东方金诚债评字【2015】054号

### 评级结果

主体信用等级：AA  
评级展望：稳定  
本期债券信用等级：AA  
本期债券发行金额：不超过3亿元  
本期债券期限：不超过5年  
偿还方式：每年付息一次，到期一次还本  
资金用途：补充流动资金和偿还银行借款

### 评级时间

2015年4月14日

### 评级小组负责人

莫琛

### 评级小组成员

杜薇 张铭钊

### 邮箱：

dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街83号德胜国际中心B座7层 100088

### 评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）通过对昆明制药集团股份有限公司（以下简称“昆药集团”或“公司”）经营环境、竞争力、业务运营、企业管理以及财务状况的综合分析，认为云南省具有独特的药物资源禀赋，医药产业发展势头良好，为公司业务运营提供了良好的外部环境；公司药品种类众多，品牌优势明显，核心天然植物药产品市场占有率高；近年来公司产品创新能力不断提升，拥有多项国家新药品种和发明专利；公司近三年资产和收入规模持续增长，盈利能力较强；公司资产负债率低，有息债务规模小，财务结构较为稳健。同时，东方金诚关注到，三七等中药材种植受自然条件制约较大，原材料价格波动加大了公司的成本控制压力；公司药品批发零售业务面临的市场竞争日趋激烈，盈利基础较为薄弱；公司在建项目投资规模较大，未来还将通过投资并购等方式进行产业链延伸和整合，面临一定的投资风险和融资压力。

东方金诚评定昆明制药集团股份有限公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定。基于对公司主体长期信用以及对本期债券本息偿还保障能力的评估，东方金诚评定“昆明制药集团股份有限公司2015年公司债券”的信用等级为AA，该级别反映了本期债券到期不能偿还的风险很低。

## 评级结果

主体信用等级：AA  
 评级展望：稳定  
 本期债券信用等级：AA  
 本期债券发行金额：不超过3亿元  
 本期债券期限：不超过5年  
 偿还方式：每年付息一次，到期一次还本  
 资金用途：补充流动资金和偿还银行借款

## 评级时间

2015年4月14日

## 评级小组负责人

莫琛

## 评级小组成员

杜薇 张铭钊

邮箱：

dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街83号德胜国际中心B座7层 100088

## 主要数据和指标

项 目	2012年	2013年	2014年
资产总额（亿元）	21.52	28.86	30.24
所有者权益（亿元）	10.57	18.79	20.50
全部债务（亿元）	3.73	1.44	2.64
营业总收入（亿元）	30.16	35.84	41.21
利润总额（亿元）	2.42	2.84	3.66
EBITDA（亿元）	2.98	3.49	4.35
营业利润率（%）	31.02	28.51	29.30
净资产收益率（%）	19.04	12.54	15.01
资产负债率（%）	50.89	34.88	32.22
全部债务资本化比率（%）	26.07	7.13	11.40
流动比率（%）	144.56	211.52	209.34
全部债务/EBITDA（倍）	1.25	0.41	0.61
EBITDA 利息倍数（倍）	24.96	17.42	38.79
EBITDA/本期发债额（倍）	0.99	1.16	1.45

注：表中数据来源于2012年~2014年经审计的公司合并财务报告。

## 优势

- 云南省具有独特的药物资源禀赋，医药产业发展势头良好，为公司业务运营提供了良好的外部环境；
- 公司药品种类众多，品牌优势明显，“天眩清”等核心天然植物药产品市场占有率高；
- 近年来公司产品创新能力不断提升，拥有国家新品种10项，其中一类新药5项，拥有发明专利73项；
- 公司近三年资产和收入规模持续增长，盈利能力较强；
- 公司资产负债率低，有息债务规模小，财务结构较为稳健。

## 关注

- 三七等中药材种植受自然条件制约较大，原材料价格波动加大了公司的成本控制压力；
- 公司药品批发零售业务面临的市场竞争日趋激烈，盈利基础较为薄弱；
- 公司在建项目投资规模较大，未来还将通过投资并购等方式进行产业链延伸和整合，面临一定的投资风险和融资压力。

## 主体概况

昆明制药集团股份有限公司（以下简称“昆药集团”或“公司”）主要从事药品生产、药品批发零售和保健食品生产，其控股股东为华方医药科技有限公司，实际控制人是自然人汪力成。

公司前身昆明制药厂创建于1951年3月，为云南省第一家国营制药企业。1995年12月，经云南省人民政府批准，昆明制药厂将全部经营性资产作为股本投入，与昆明金鼎集团企业发展总公司、昆药职工持股会、昆明富亨房地产开发经营公司和昆明八达实业总公司共同发起，设立了昆明制药集团股份有限公司。

2000年11月11日，公司首次公开发行4000万股人民币普通股，并在上海证券交易所上市（股票代码：600422.SH），总股本9818万元，其中云南医药集团有限公司（以下简称“云药集团”）、昆明金鼎集团企业发展总公司和云南铜业（集团）有限公司持股比例分别为20.03%、20.03%和10.67%，为公司前三大股东。

经过多次股权变更，截至2004年11月，华立产业集团有限公司持有公司29.34%股份，成为公司第一大股东。2009年5月，华立产业集团有限公司名称变更为华方医药科技有限公司（以下简称“华方医药”）。

2013年7月，公司公开发行2695.42万股A股股票，募集资金7亿元，总股本增至34113.02万股，其中华方医药持股18.83%，为公司第一大股东。

截至2014年末，公司总股本34113.02万股，前十大股东情况如表1所示。由于华立集团股份有限公司持有华方医药100%的股权，而自然人汪力成直接和间接持有华立集团股份有限公司54.83%的股权（见附件一），公司的实际控制人为汪力成。公司发展历程见附件三。

表1：截至2014年末昆药集团前十大股东情况

单位：万元、%

股东名称	股东性质	出资金额	占比	股本性质
华方医药科技有限公司	境内非国有法人	6425.02	18.83	A股流通股
云南红塔集团有限公司	境内非国有法人	2999.14	8.79	A股流通股
中国工商银行-汇添富均衡增长股票型证券投资基金	其他	1100.00	3.22	A股流通股
傅建平	境内自然人	1003.53	2.94	A股流通股
中国工商银行股份有限公司-汇添富医药保健股票型证券投资基金	其他	751.65	2.20	A股流通股
中国建设银行股份有限公司-泰达宏利效率优选混合型证券投资基金	其他	555.77	1.63	A股流通股
云南省工业投资控股集团有限责任公司	国有法人	528.71	1.55	A股流通股
云南新兴投资有限公司	国有法人	466.96	1.37	A股流通股
中国银行-富兰克林国海潜力组合股票型证券投资基金	其他	400.07	1.17	A股流通股
周建勤	境内自然人	340.26	1.00	A股流通股
<b>合计</b>	-	<b>14571.11</b>	<b>42.70</b>	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2014 年末，昆药集团拥有全资子公司 8 家，控股子公司 3 家，具体见下表。

表 2：截至 2014 年末昆药集团子公司情况表

单位：万元、%

序	公司名称	简称	注册资本	持股	是否合
1	昆明中药厂有限公司	昆明中药厂	7877.00	100.00	是
2	昆明贝克诺顿制药有限公司	贝克诺顿制药	2342.96	50.00	是
3	昆明制药集团医药商业有限公司	昆药商业	8000.00	100.00	是
4	昆明制药集团国际医药发展有限公司	昆药国际	1000.00	100.00	是
5	昆明制药集团金泰得药业股份有限公司	金泰得药业	3520.00	89.04	是
6	西双版纳版纳药业有限责任公司	版纳药业	2000.00	100.00	是
7	云南昆药生活服务有限公司	生活服务公司	105.00	100.00	是
8	云南芒泰高尿酸痛风研究中心	痛风研究中心	100.00	100.00	是
9	昆明银诺医药技术有限公司	银诺医药技术	16300.00	51.00	是
10	世通商贸有限公司	世通商贸	0.822368	100.00	是
11	昆明紫源投资管理有限公司	紫源投资管理	1000.00	100.00	是

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2014 年末，昆药集团（合并）资产总额为 30.24 亿元，负债总额为 9.74 亿元，所有者权益为 20.50 亿元，资产负债率为 32.22%；2014 年，公司实现营业收入 41.21 亿元，利润总额 3.66 亿元。

## 本期债券及募集资金用途

### 本期债券概况

昆药集团拟公开发行昆明制药集团股份有限公司 2015 年公司债券（以下简称“本期债券”），总额不超过 3 亿元（含 3 亿元），以一期或分期形式公开发行。本期债券为不超过 5 年期固定利率债券，本期债券采用单利按年计息，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。

本期债券无担保。

### 募集资金用途

公司拟将本期债券募集资金扣除发行费用后用于补充流动资金和偿还银行借款，其中，2.70 亿元用于补充流动资金，0.30 亿元用于偿还公司银行贷款。

## 宏观经济和政策环境

### 宏观经济

根据国家统计局初步核算，2014 年我国实现国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比 2013 年增长 7.4%，同比增速创下近 24 年新低。总体来看，中国宏观经济增速继续放缓，经济下行压力有所增大。

2014 年以来，国内经济结构仍处于深层次调整过程中，传统行业需求下降、产能过剩、经济效益下滑等问题较为突出，产业转型和升级压力较大。2014 年，全国规模以上工业增加值按可比价格计算比 2013 年增长 8.3%，增幅较上年回落 1.4 个百分点。2014 年 12 月，全国工业生产者价格指数（PPI）同比下降 3.3%，已持续 34 个月同比负增长，8 月以来降幅逐月扩大。2014 年，全社会用电量 55233 亿千瓦时，同比增长 3.8%，同比增速为 2003 年以来新低。

2014 年，投资增长显著放缓，投资对经济增长的拉动作用趋于减弱。1~12 月，全国固定资产投资及房地产开发投资同比名义增长 15.7% 和 10.5%，增幅分别较 2013 年同期大幅回落了 3.9 个百分点和 9.3 个百分点，制造业、房地产及相关行业景气持续下降，对经济增长的负面影响较大。

2014 年，国内消费市场总体表现相对稳定，消费对经济增长的贡献继续增强。2014 年，我国实现社会消费品零售总额 262394 亿元，同比名义增长 12.0%，同比增速与 2013 年持平。

受益于与主要贸易伙伴双边贸易的持续增长，我国进出口形势有所好转。1~12 月，我国实现进出口总值 43030.4 亿美元，同比增长 3.4%。其中，出口 23427.5 亿美元，增长 6.1%；进口 19602.9 亿美元，增长 0.4%；实现贸易顺差 3824.6 亿美元。尽管美国经济复苏相对较强，但欧元区和日本经济依旧疲软，新兴经济体受到强势美元和大宗商品持续走弱的冲击影响较大，未来一段时间内我国进出口总体可能继续保持低位运行。

### 政策环境

在“稳增长、调结构、促改革”的经济发展思路下，2014 年以来，中央政府通过推进棚户区改造、铁路等基建建设、结构性减税和扩大财政支出等措施，加大了财政政策实施力度。

城镇化是保持经济持续健康发展、加快产业结构转型升级的重要抓手。2014 年 3 月国务院出台了《国家新型城镇化发展规划（2014-2020）》，明确了未来城镇化的发展路径、主要目标和战略任务，并于 2015 年 1 月提出将江苏、安徽两省和宁波等 62 个城市（镇）列为国家新型城镇化综合试点地区。预计未来中央政府将继续加快推进新型城镇化建设，发展完善促进基础设施建设和房地产市场健康发展的长效机制，以增强投资对经济增长的贡献。

近一年多来，国际大宗商品价格持续走弱，国内需求总体偏弱，PPI 持续负增长，通货紧缩预期有所上升。2014 年，我国居民消费价格总水平（CPI）同比增长 2%，涨幅较 2013 年回落 0.6 个百分点。2014 年 2 季度以来，中国人民银行先后下调了县域农村商业银行、县域农村合作银行以及部分商业银行的存款准备金率，4 季度分别下调了金融机构人民币贷款和存款基准利率 0.4 和 0.25 个百分点，货币政策有所放松。2014 年，我国社会融资规模为 16.46 万亿元，比去年少 0.86 万亿元。2014 年末，我国广义货币（M2）余额 122.84 万亿元，同比增长 12.2%，狭义货币（M1）余额 34.81 万亿元，同比增长 3.2%，同比增速均有所下降。预计未来中国人民银行将灵活运用多种货币政策工具，保持适度流动性，降低存款准备金率及再次降低基准利率的可能性有所增大。

综合分析，预计 2015 中国政府将继续推进积极的财政政策，货币政策稳中偏

松，宏观经济增长有望企稳筑底、保持在合理的运行区间。

## 行业及区域经济环境

昆药集团主要从事药品生产和药品批发零售业务，其中药品生产以三七、天麻和蒿甲醚等产品系列为主，主要应用于心脑血管等疾病的临床治疗领域。

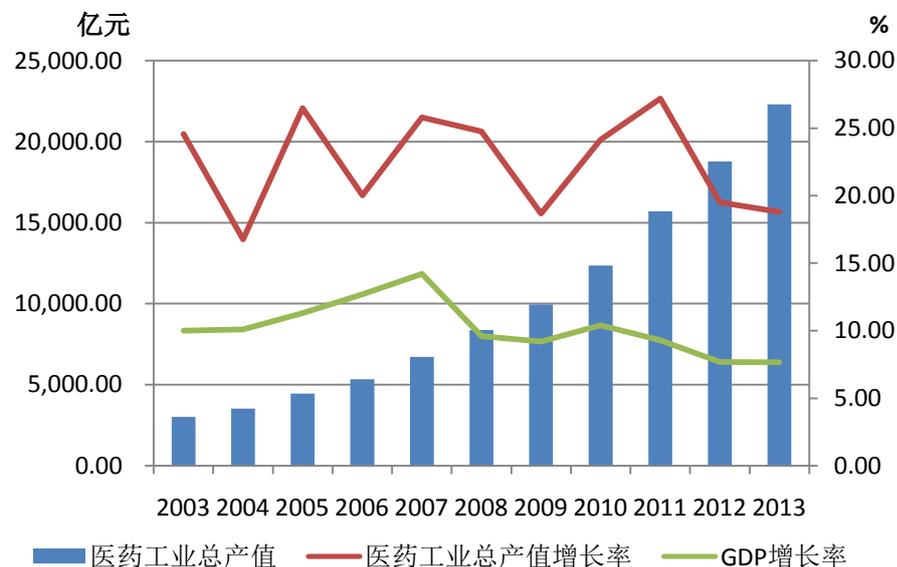
### 医药制造业

#### 1. 行业概况

医药行业是我国国民经济的重要组成部分，也是关系国计民生的重要领域。医药行业具有刚性需求特征，行业景气波动受宏观经济周期影响较小，属于典型的弱周期性行业。由于医药行业与生命健康息息相关，国家对从企业设立、药品研发、生产、配送、采购和使用各环节均严格管控，行业发展受产业政策影响较大。

近年来，随着我国人口总量的持续增长，人口老龄化和城镇化速度的加快，医疗体制改革的不断深入，医药制造业整体上发展态势良好。需求方面，根据南方医药经济研究所<sup>1</sup>（以下简称“南方所”）公布的统计数据，我国医药工业销售收入已由2003年的2879亿元上升到2013年的21543亿元，年均复合增长率为22.29%。供给方面，国内医药工业总产值由2003年的3013亿元增至2013年的22297亿元，年均复合增长率22.16%。

图 1：2003~2013 年中国医药工业总产值

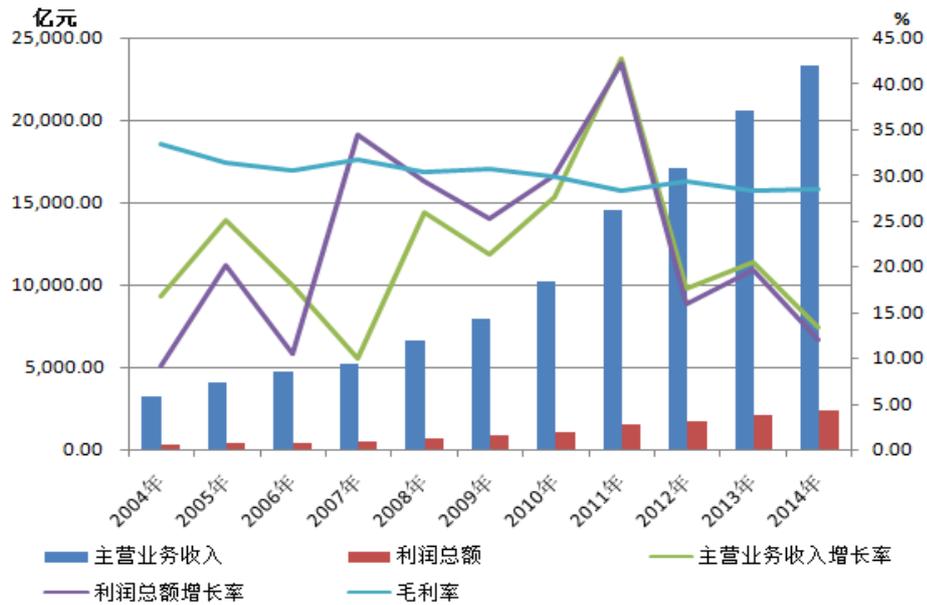


资料来源：WIND 资讯，东方金诚整理

从盈利能力来看，我国医药制造行业主营业务收入和利润总额逐年增加，但2011年受药品降价及抗生素限制使用等政策的负面影响，二者增速趋于放缓，2013年增速略有增加，后于2014年继续下降。医药行业毛利率保持较为平稳的趋势。

<sup>1</sup> 南方医药经济研究所是国家食品药品监督管理局直属事业单位。

图 2：2004~2014 年中国医药制造业部分盈利指标



资料来源：WIND 资讯，东方金诚整理

国内医药制造行业按照产品可划分为化学原料药、化学制剂药、中成药、中药饮片和生物制药等子行业，其中化学制剂药、中成药和化学原料药实现的收入规模较大，在行业内占据重要地位。

表 3：2014 年医药制造业细分子行业运行情况

单位：亿元、%

细分子行业	主营业务收入	主营业务收入增长率	利润总额	利润总额增长率	毛利率
化学原料药	4240.35	11.47	311.82	17.37	19.35
化学制剂药	6303.71	10.76	733.92	13.21	39.72
中药饮片	1495.63	12.51	105.25	16.99	15.95
中成药	5806.46	12.60	597.93	18.03	32.64
生物制剂	2749.77	12.47	321.84	12.97	24.97

资料来源：WIND 资讯，东方金诚整理

中成药是以我国传统中草药为原料，经过加工制成的各种不同剂型的中药制品的总称，既包括运用传统工艺制作的蜜丸、水丸、冲剂和糖浆膏药，也包括运用现代技术制作的中药片剂、注射剂、胶囊和口服液等。近年来，随着国家不断加大对中药产业的研发投入，中成药行业迅速向现代化方向发展，现代化中成药产品较传统中药具有更好的品质及临床效果，甚至可以实现对某些特定病症的靶向治疗。

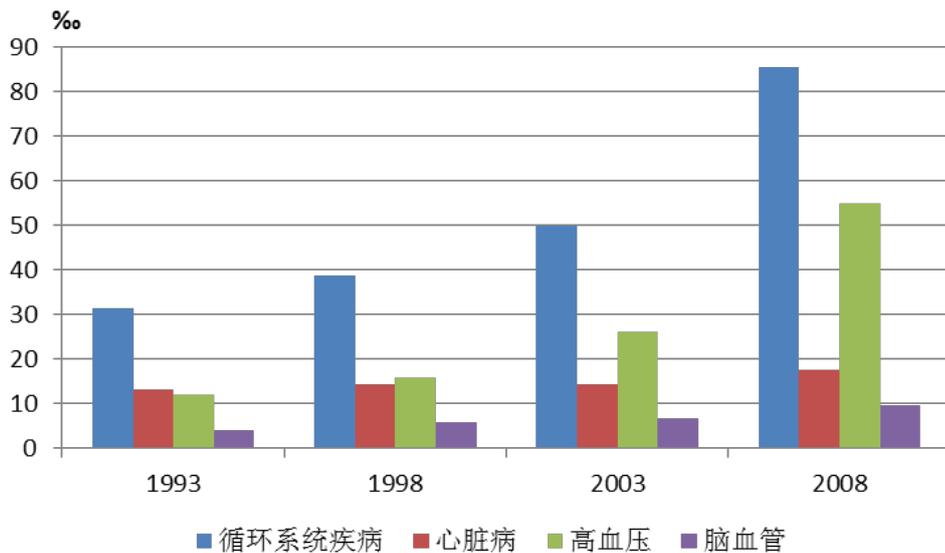
我国政府长期支持中药行业的发展，在 2013 年 5 月 1 日开始施行的新版《国家基本药物目录》中，中成药数目从 2009 年的 102 种增加到 203 种，数量占比从 33% 提升至 39%。同时，自政府调控药品价格以来，我国已进行了 31 次药品降价，但主要针对化学制剂药，中药产品的降价幅度和波及范围相对较小。

受益于国家对中药产业扶持力度的不断加大，近年来国内中成药制造行业规模快速扩张，行业总体呈良好发展态势。2003~2013 年，我国中成药工业总产值由 2003 年的 776 亿元增至 2013 年的 5242 亿元，年均复合增长率为 21.05%；同期，

我国中成药工业总产值占整个医药工业总产值的比重均超过 20%，其中 2013 年占比为 23.51%。

从临床用药类别来看，在心脑血管、抗肿瘤、呼吸系统和骨骼肌肉系统疾病等领域，中成药相对于化学药和生物药更具优势，其中心脑血管用药是中成药的传统优势领域。心脑血管疾病是心血管疾病和脑血管疾病的统称，泛指因高脂血症、血液黏稠、动脉粥样硬化、高血压等引发的心脏、大脑及全身组织发生缺血性或出血性疾病。心血管疾病目前是世界导致人类死亡的首位疾病。随着城镇化进程的不断推进和居民收入水平的快速提升，人口老龄化、不良生活方式和膳食结构等因素导致我国心脑血管疾病发病率持续上升，对心脑血管药物的需求相应提高。

图 3：我国心脑血管疾病患病率变动趋势<sup>2</sup>



资料来源：《2013 年中国卫生统计年鉴》，东方金诚整理

目前我国心脑血管药物市场规模仅次于抗感染药物，近年来始终保持快速增长态势。根据中国医药工业信息中心数据，2010 年~2012 年，心脑血管类药品市场年均复合增长率为 21%。截至 2012 年末，国内心脑血管类药品市场总值已超过 1400 亿元，约占国内药品市场总额的 17%。2013 年以来，国内心脑血管类药品消费仍保持较快增长。

由于心脑血管疾病属于典型的慢性疾病，具有病程长、危害大<sup>3</sup>的特征，一般在急性发作期过后需要长期用药。相对于化学药物，中成药耐受性好、毒副作用低、适合长期服用，在心脑血管疾病治疗中效果显著，市场规模快速扩张。根据中国医药工业信息中心数据显示，国内心脑血管中成药市场规模已由 2010 年的 253 亿元增长到 2012 年的 420 亿元，年均复合增长率 28.84%<sup>4</sup>，约占心脑血管类药品市场总值的 30%。随着大众健康意识不断增强，老龄化趋势增加，公众就诊率和用药水平不断提高，以及农村医保覆盖率增加，我国心脑血管中成药市场在今后几年仍将

<sup>2</sup> 根据国家卫生和计划生育委员会分类，循环系统（即心脑血管）疾病分为高血压病、心脏病和脑血管病。

<sup>3</sup> 根据国家心血管病中心 2014 年 8 月 8 日发布的《中国心血管病报告 2013》估计，2013 年全国心脑血管病患者约为 2.9 亿人，每年死于心脑血管疾病的患者约有 350 万人，占总死亡原因的 41%，位居各类疾病之首。

<sup>4</sup> 同期化学药品年复合增长率为 18.10%。

保持较快的发展速度。

总体来看，医药行业是我国国民经济的重要组成部分，近年来医药制造行业发展态势良好，中成药制造行业规模快速扩张，市场发展前景较好。

## 2. 行业政策

中药行业一直以来都是我国的传统优势产业，为推动整个行业的良性发展，我国先后出台多项扶持政策，为行业发展创造了良好的外部环境。

表 4：2009 年以来我国中药行业政策

时间	文件名称	发布机构	主要内容
2009. 5	《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》	国务院	全面系统地提出了中医药事业发展的目标任务，明确了推进中医药医疗、保健、教育、科研、产业、文化全面发展的发展思路
2010. 10	《关于加快医药行业结构调整的指导意见》	工业和信息化部、卫生部、国家食品药品监督管理局	提出在重要领域，培育 50 个以上疗效确切、物质基础清楚、作用机理明确、安全性高、剂型先进、质量稳定可控的现代中药产品，同时促进民族药的研发和产业化，加强中药知识产权保护
2011. 7	《国家“十二五”科学和技术发展规划》	科技部	重点突破中药材规范化种植、中药配方颗粒质量标准、中药药效物质研究及中药质量评价等关键技术。重点支持 100 余个常用中药材品种开展重要规范化种植研究和 10 余个中药材大品种的深度开发，开展 8~10 个新品种的研发、30 个传统中药大品种的二次开发，促进 3~5 个中药品种进入国际市场
2012. 3	《关于促进中医药服务贸易工作的若干意见》	商务部等 14 部门	明确了中医药服务贸易发展的指导思想、基本原则、总体目标和工作任务
2012. 6	《中医药事业发展“十二五”规划》	国家中医药管理局	在对国内中医药事业发展形势进行分析的基础上，明确了中医药事业发展指导思想、基本原则和发展目标，同时提出了未来我国中医药发展的十一项重点任务，并对相关保障政策和措施进行了具体阐释
2013. 3	《中医预防保健(治未病)服务科技创新纲要(2013-2020 年)》	国家中医药管理局	提出到 2020 年末，系统整理和诠释中医预防保健(治未病)理论，建立理论体系框架；优化集成一批效果明确、经济实用的中医预防保健方法和技术；建立相对系统的中医预防保健服务标准和规范；完善中医预防保健服务业态和服务模式；初步形成中医预防保健(治未病)服务科技创新体系，持续推动中医预防保健服务发展
2013. 10	《促进健康服务业发展若干意见》	国务院	强调要发展中医药健康服务业，鼓励和扶持优秀的中医机构到境外开办中医院门诊等，培育国际知名的中医药服务品牌和服务机构
2014. 3	《服务贸易发展“十二五”规划纲要》	商务部等 34 个部门	明确提出了中医药服务贸易发展的目标：建立以国际市场为导向的中医药服务贸易促进体系，完善促进中医药服务贸易发展的法规体系；建设中医药服务贸易人才队伍；提高中医药服务出口的质量和附加值，促进中医药服务出口的全面增长

资料来源：公开资料，东方金诚整理

除上述扶持性产业政策外，目前国家还对医药行业给予了高新技术企业税收优

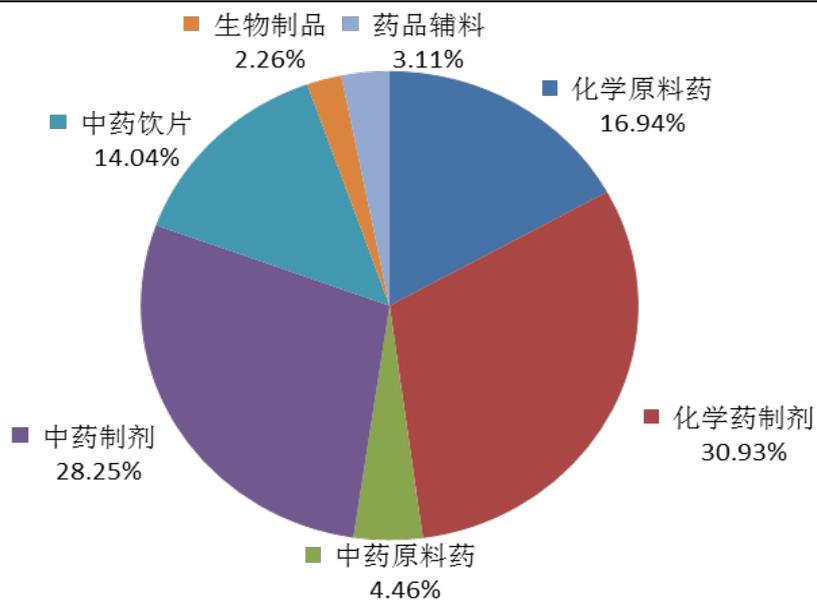
惠政策和生产企业的税前扣除优惠。其中，2012年5月国家财政部和国家税务总局联合下发《关于广告费和业务宣传费支出税前扣除政策的通知》（财税【2012】48号），对化妆品制造与销售、医药制造和饮料制造（不含酒类制造，下同）企业发生的广告费和业务宣传费支出，不超过当年销售（营业）收入30%的部分，准予扣除；超过部分，准予在以后纳税年度结转扣除；政策执行期限为2011年1月1日起至2015年12月31日。

总体来看，中药行业是我国的传统优势产业，相关扶持性政策的陆续出台为行业发展提供了有利的外部环境。

### 3. 竞争格局

医药制造行业产品研发周期长、前期投入高，属于典型的资金及技术密集型行业，具有明显的规模经济效应。自上世纪90年初，全球制药企业开始发起大规模并购，行业集中度逐步提升<sup>5</sup>。而国内制药行业由于审批权分散于地方等历史性原因造成医药生产企业数量众多，行业集中度较低。根据南方所统计数据，截至2013年末我国规模以上医药制造企业9186家，其中化学药制剂和中药制剂制造企业分别为2841和2595家，合计占比为59.18%。

图4：截至2013年末我国医药制药企业分布图



资料来源：南方所，东方金诚整理

从企业规模来看，国内医药制造行业内大中小型企业呈金字塔形分布，其中小型企业数量占有绝对比重。根据南方所统计数据，2013年我国年销售规模在200亿元以上的制药企业4家，分别为广州医药集团有限公司、天津市医药集团有限公司、上海医药集团股份有限公司和华北制药集团有限责任公司；100亿元至200亿元的制药企业7家；低于10亿以下的制药企业数量占比为94.4%，但其产值和利润占比则仅为53.5%和49.3%。在2013年国家食品药品监督管理总局（以下简称“中

<sup>5</sup> 根据南方所统计数据，2011年全球医药行业前三位企业市场集中度为19.1%，前十位企业市场集中度为45.2%，美国为52.3%。

国食药监”)和南方所发布的“2013 年度中国制药工业百强榜”<sup>6</sup>中,昆药集团位列第 69 位。

从心脑血管中成药领域来看,2013 年国内前 10 大品种市场集中度为 41.44%,比 2012 年上升了 1.96 个百分点。2013 年医院终端心脑血管中成药前 10 大品种情况见表 5。

表 5: 2013 年医院终端心脑血管中成药前 10 大品种情况

排名	产品名称	2013 年市场份额	适应症领域	生产企业	主要原料
1	银杏叶注射液	7.41%	心血管	神威药业集团有限公司等 9 家	银杏叶
2	丹参多酚酸盐注射液	5.45%	心血管	上海绿谷制药有限公司、天士力制药集团股份有限公司	丹参
3	疏血通注射液	4.34%	脑血管	牡丹江友搏药业股份有限公司(独家)	水蛭、地龙
4	红花黄色素注射液	4.29%	心血管	山西华辉凯德制药有限公司(独家)	红花黄色素
5	丹红注射液	4.24%	心血管	陕西步长制药有限公司(独家)	丹参、红花
6	丹参川芎嗪注射液	3.88%	心血管	贵州拜特制药有限公司和万生联合制药有限公司	丹参、川芎嗪
7	醒脑静注射液	3.51%	脑血管	无锡济民可信山禾药业股份有限公司、河南天地药业股份有限公司、大理药业股份有限公司	麝香、栀子、郁金、冰片
8	血栓通注射液 <sup>7</sup>	3.35%	脑血管	广西梧州制药(集团)股份有限公司(冻干独家)	三七
9	脑心通胶囊	2.49%	脑血管	陕西步长制药有限公司(独家)	黄芪、赤芍、丹参、当归、川芎等
10	大株红景天注射液	2.48%	心血管	通化玉圣药业股份有限公司(独家)	红景天

资料来源:米内网、公开资料,东方金诚整理

在心脑血管中成药领域,以三七为主要原料的药品主要包括血栓通、血塞通、复方血栓通胶囊、三七通舒胶囊等,临床疗效确切,是国内综合性医院心内科、神内科和内分泌科的基本用药。根据南方所统计数据显示,在 2012 年国内脑血管中成药领域中,血塞通注射液、血栓通注射液和复方血栓通胶囊的市场占有率分别为 6.74%、9.85%和 3.46%。目前国内注射用血塞通(冻干粉针剂<sup>8</sup>)的生产厂家主要为昆药集团和黑龙江省珍宝岛制药有限公司,2012 年二者的市场占有率分别为 46.96%和 52.27%;血栓通注射液的生产厂家主要为广西梧州制药(集团)股份有限公司。昆药集团以三七为主要原料的药品除了面临来自黑龙江省珍宝岛制药有限公司和广西梧州制药(集团)股份有限公司等竞争对手的同类产品竞争之外,来自心脑血管化学药制剂的竞争压力也较大,但受益于心脑血管类药品消费的整体较快增长,该类产品具有较大的发展空间。

此外,天麻素类中成药产品主要用于精神神经类疾病的治疗,近年来整体市场平稳增长。根据南方所统计数据显示,2012 年天麻素类药物占精神安定类药物市场份额的 8.27%,在精神安定类药物市场中排名第 5 位。在天麻素类中成药领域中,

<sup>6</sup> 评选统计指标口径为企业年度制药工业的销售收入金额,评选对象不含制药机械和兽用药品制造企业。

<sup>7</sup> 广西梧州制药(集团)股份有限公司生产的心血通注射液与昆药集团生产的血塞通注射液属“同药异名”的竞争关系。

<sup>8</sup> 冻干粉制剂比水针注射液具有更好的稳定性和更长的有效期,最大限度保持了有效成分的生物活性,能够对水针产品形成替代需求。

昆药集团生产的“天眩清”市场份额为 54%，连续五年排名第一，具有较强的竞争力。

鉴于我国医药行业集中度较低，同质化竞争激烈，自 2011 年以来国家开始鼓励制药企业进行兼并重组，同时积极推行新版 GMP 认证<sup>9</sup>，试图通过提升制药行业准入门槛淘汰落后产能<sup>10</sup>。根据工信部发布的《2013 年医药工业经济运行分析》，2013 年国内制药企业间共发生并购 150 起以上，交易金额 350 亿元以上。兼并重组有利于对行业内优质资源的优化整合，提高基本药物生产的规模化和集约化程度，同时也为研发实力强、生产规范、拥有优质优价产品的制药企业提供了良好的发展机遇。

总体来看，现阶段我国制药行业以中小型企业为主，化学药制剂和中药制剂制造企业占比较大，未来通过兼并重组行业集中度有望获得提升。

#### 4. 行业关注

##### **国内制药企业研发创新能力弱，产品技术水平低，缺乏国际竞争力**

新药开发需要经过合成、提取、药物筛选、药理、毒理等临床前实验、制剂处方及稳定性实验、生物利用度测试、用于人体的临床实验以及注册上市和售后监督等一系列步骤，整个研发过程周期长、风险高、投入大。同时，受监管资源短缺制约，新药申报审批一般需要 12-15 个月时间，国内可从事新药研发的高端人才相对稀缺，仿制药品投入低、风险小、周期短、收益高，多重原因导致制药企业创新的动力和压力不足，制约了产业向高技术、高附加值领域的延伸。

“创新结合、以仿为主”是目前国内制药行业药品开发的主流模式。我国拥有完全自主知识产权的创新药品很少，制药企业主要生产仿制药，国内市场以仿制药为主，出口的产品主要是原料药和低价低档仿制药，而中药产品尚未建立起符合中药特色和国际规则的质量检测方法和质量控制体系，国内医药企业仍缺乏国际市场运作的经验和能力，在国际市场竞争中处于弱势。

##### **中药原材料短缺及价格波动可能会加大相关制药企业经营风险**

中成药原材料主要取自天然野生或人工养殖种植的各类药材，包括三七、川穹、丹参、当归、天麻、黄芪等。自 2009 年下半年以来，受种植面积减少、天气变化、需求增加、游资炒作等多重因素影响，国内主要中药材价格进入上升通道。

三七价格方面，根据中药材天地网的统计数据，2006 年至 2009 年 4 月三七价格相对平稳，“80 头”<sup>11</sup>三七价格基本维持在 55-80 元/公斤的水平。2009 年三七主产地云南文山遭受严重干旱，当年减产导致“80 头”三七价格迅速上涨至 550 元/公斤<sup>12</sup>，随后价格开始回落。但此后三年云南连续遭遇霜冻、干旱和降雪等异常天气，受此影响“80 头”三七价格也于 2013 年 6 月达到 790 元/公斤的历史高

<sup>9</sup> 新版 GMP 是指 2010 年修订的《药品生产质量管理规范》，自 2011 年 3 月 1 日起开始执行。按照其规定，从事血液制品、疫苗、注射剂等无菌药品生产的制药企业，必须在 2013 年年底之前达到新版 GMP 要求，其他制药企业的达标时间则放宽至 2015 年年末，在上述时间节点之前未达标的企业将失去药品生产资格。

<sup>10</sup> 根据国家食药监发布的信息显示，截至 2013 年末，全国共有 1319 家无菌药品生产企业，其中 855 家已完成现场检查，796 家全部或部分车间通过新修订药品 GMP 认证。

<sup>11</sup> 三七头数是指每 500g 三七的个数，头数越少其单体重量越大说明等级更高。

<sup>12</sup> 除减产因素外，不排除存在资金炒作推动价格上涨。

位。2013年8月三七进入产新期，新货采收量增加，“80头”三七的价格也迅速下滑至2015年2月的155元/公斤<sup>13</sup>。

由于中药材种植多受自然条件限制，三七等部分中药材产地相对集中，自然灾害等外部因素可能会导致供求关系的重大变动，进而引发原材料短缺或价格上涨，加大相关制药企业的经营风险。

### **制药行业的环保要求日趋严格，未来制药企业将支付更高的环境治理成本**

在制药生产过程中，原材料投入产出比小，大部分物质最终成为废弃物，产生的“三废”量大，废物成分复杂，环境污染危害严重。2010年，环境保护部发布首次全国污染源普查公告，医药制造行业位居工业化学需氧量排放前7位，是环保部重点监测的12个行业之一。

近年来，国家对制药行业的环保要求日趋严格。2010年环保部颁布《制药工业水污染排放标准》，是我国首次针对制药污水制订的行业标准，对制药行业形成刚性约束。2014年4月出台的《中华人民共和国环境保护法》进一步强化了企业污染防治责任，加大了对环境违法行为的惩罚力度，未来制药行业面临的法律环境将更加严格，制药企业的环保成本也将大幅增加。

## **医药流通行业**

### **1. 行业概况**

医药商业流通是指连接上游医药生产厂家和下游经销商以及终端客户的一项经营活动，主要是从上游厂家采购货物，然后批发给下游经销商，或直接出售给医院、药店等零售终端客户的药品流通过程。医药流通企业从上游医药生产企业采购药品，然后再批发给下游的医药分销企业、医院、药店等，通过交易差价及提供增值服务获取利润。通过建立规模化、专业化、现代化的药品物流配送体系，可大幅降低流通成本，提升流通效率，保障用药需求。

近年来随着国内药品市场规模的快速增长，我国医药流通行业规模和效益稳步增长，但增速趋于放缓。根据商务部统计数据显示，2013年国内七大类医药商品<sup>14</sup>销售总额13018亿元，同比增长16.50%，2008年~2013年年均复合增长率为22.60%。同期，全国968家药品流通直报企业主营业务收入合计9873亿元，同比增长17%，增幅回落3个百分点；实现利润总额202亿元，同比增加16%，增幅回落0.5个百分点。

我国的医药终端市场可分为医院市场、零售药店和第三终端三个部分。其中，医院市场主要销售处方药，是医药产品的主要消费市场，销售收入占比约为65~75%；药店终端主要销售OTC药品，销售收入占比约为15~20%；第三终端主要是指除上述部分之外的其他零售终端，具体涉及城镇及农村地区的小型诊所、卫生服务站、乡镇卫生院、乡村医生小药箱等，销售收入占比约为10~15%。在第三终端中，包括县级医疗机构、乡镇卫生院和村卫生所在内的基层医疗机构市场长期以来

<sup>13</sup> “80头”三七的市场价格来自中国中药协会中药材信息中心网站“中药材天地网”披露的公开数据。由于不同种类三七价格差别较大，文中数据仅能表明三七价格的变动趋势，不代表各种类三七具体的价格水平。

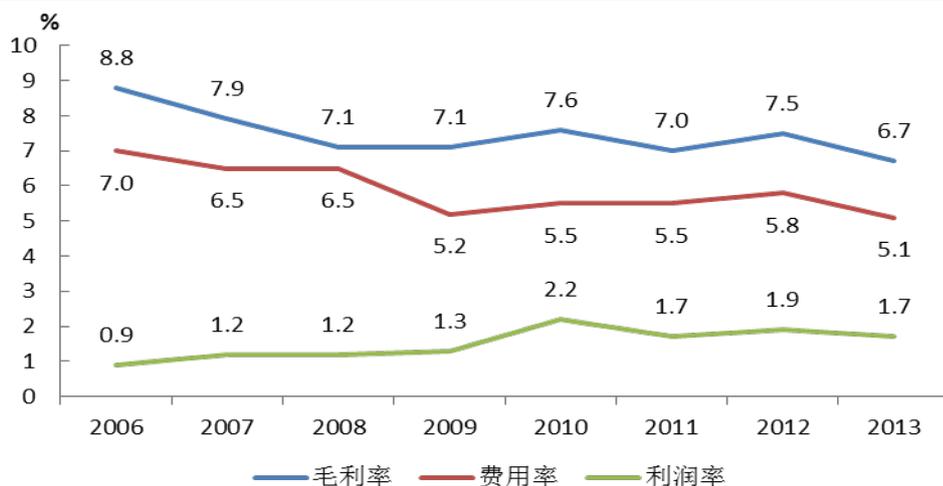
<sup>14</sup> 七大类医药商品主要是指药品、医疗器械、化学试剂、玻璃仪器、中成药、中药材及其他类。

未被充分重视，未来随着新农合以及基本药物的推广力度加大，该市场增长空间较大。

从经营模式来看，制药企业生产的产品一般通过直销和分销两种模式进行销售。直销模式下，药品由制药企业或医药流通企业直接配送至终端市场，通过在各省药品集中招标采购中获得配送商资格进而向取得配送权区域进行终端销售是其主流方式。通过采取直销模式，医药流通企业可以凭借对终端市场的控制力获取较高的毛利水平。分销模式下，制药企业将药品分销至医药流通企业，后者再转销至其他各层级分销商直至配送至终端市场，通常终端销售价会远高于出厂价，价差包含各类市场费用及代理商的销售利润。通过采取分销模式，医药流通企业可以凭借少量资金实现终端市场的大范围覆盖，具有市场启动快、资金回笼顺畅、管理相对简单等特点，是目前国内医药流通行业的主要经营模式。

受流通环节过多以及市场竞争激烈等因素影响，2010 年以来我国医药流通行业利润空间缩减，企业盈利能力有所下降。根据商务部统计数据显示，2013 年我国医药商业平均毛利率 6.7%，平均费用率 5.1%，平均利润率 1.7%，均呈同比下降态势。

图 5：2006~2013 年我国医药流通行业部分盈利指标变动趋势



资料来源：《中国医药商业统计年报》，东方金诚整理

目前，我国医药流通行业流通环节多，出厂价与终端售价差别过大，市场基本处于低价竞争态势。为减少流通环节、提高行业集中度，国家先后出台了《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》、《2010—2015 年全国医药流通行业发展规划》、《关于进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见》和《关于建立国家基本药物制度的实施意见》等多项政策，对规范行业发展发挥了重大作用。

总体来看，近年来我国医药流通行业快速发展，未来基层医疗机构增长空间较大，相关行业政策的陆续出台为行业发展提供了有利的外部环境。

## 2. 竞争格局

自上世纪 80 年代以来，国内医药市场逐步从计划经济向市场经济体制转型，尤其是 1999 年国内医药流通行业开始向民营企业开放，市场化程度进一步提高。

但由于前期行业准入门槛较低，终端销售市场分割等原因，国内中小型医药流通企业数量众多，行业集中度低，市场竞争较为激烈。

根据国家食药监发布的统计数据显示，截至 2013 年末全国持有《药品经营许可证》的企业共有 451129 家，其中法人批发企业 12849 家、非法人批发企业 2051 家；零售连锁企业 3570 家，零售连锁企业门店 158244 家；零售单体药店 274415 家。同期，全国持有《医疗器械经营企业许可证》的企业共有 183809 家。

受物流配送覆盖半径、药品供应时效性以及终端销售市场分割等因素影响，药品流通行业具有较强的区域性特征。目前，除国药控股股份有限公司、上海医药集团股份有限公司、华润医药商业集团有限公司和九州通医药集团股份有限公司已在全国建立了较为成熟的销售网络外，其他绝大部分医药流通企业的业务范围主要集中在特定区域内。

表 6：2013 年全国各区域市场份额及区域内主要医药流通企业

单位：%

区域	市场份额	区域内主要药品流通企业
华东	40.5	南京医药股份有限公司、华东医药股份有限公司等
华北	18.9	北京医药股份有限公司、天津市医药集团有限公司等
中南	20.0	广州医药有限公司、深圳一致药业股份有限公司
西南	12.0	重庆医药（集团）股份有限公司、重庆桐君阁股份有限公司、云南省医药有限公司等
东北	5.0	哈药集团医药有限公司、东北制药集团供销有限公司
西北	3.6	兰州医药（集团）有限公司、青海省医药有限责任公司

资料来源：公开资料，东方金诚整理

随着国家对医药流通行业结构调整的不断加快，近年来行业内大型集团企业纷纷开展并购重组，行业集中度逐步有所提升，梯次性竞争格局初步显现。根据商务部 2014 年 6 月公布的《2013 年药品流通行业运行统计分析报告》显示，2013 年主营收入 100 亿元以上的企业有 12 家，50 亿~100 亿元之间的企业有 11 家，10 亿~50 亿元之间的企业有 75 家。从行业市场占有率来看，2013 年前 100 位药品批发企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的比重为 64.30%，其中前三位药品批发企业占比为 29.70%<sup>15</sup>；主营业务收入 100 亿元以上的药品批发企业占同期全国医药市场总规模的 44.5%，50 亿~100 亿元之间的批发企业占 6.40%，10 亿~50 亿元之间的批发企业占比为 13.10%。

在中国医药商业协会 2014 年 5 月发布的“2013 年中国药品流通企业百强”名单中，昆药集团全资子公司昆药商业位列第 65 位，较 2012 年的 83 位排名明显提升。

总体来看，我国医药流通行业内企业数量众多，其中以区域性流通企业为主，近年来通过重组并购行业集中度有所提升。

### 3. 行业关注

<sup>15</sup> 排名前三位的企业分别为中国医药集团总公司、华润医药商业集团有限公司和上海医药集团股份有限公司，2013 年主营业务收入分别为 1866.04 亿元、735.44 亿元和 710.02 亿元。

### **医药流通行业经营成本不断提高，行业微利化运行特征明显**

近年来，我国医药流通行业经营成本不断提高，主要基于以下几点：第一、近年来，我国药品监管机构通过完善 GSP 标准、实行招标采购和基本药物制度、提高仓储物流硬件设施门槛、规范票据、冷链和药品运输等管理等推动产业向药品现代物流标准过渡，并推动产业集中度的提高，上述措施的出台有利于行业日趋走向规范化，但同时在短期内增加了医药流通企业经营成本；第二、随着新医改的推进，医药配送的终端渠道逐步拓展至乡镇及农村地区，在药品市场扩容的同时，配送成本也相应增加；第三、随着近几年房屋的租赁价格不断上涨，职工的工资薪酬水平不断提高，医药零售连锁企业的门店租金成本和人力资源成本相应提高。

受经营成本增加、市场竞争激烈、药品降价等多重因素影响，近年来药品流通行业盈利空间不断受到压缩，2013 年我国医药商业平均毛利率和利润率分别为 6.7% 和 1.7%，且均呈同比下降态势。

### **各级医院承付药品货款周期延长，企业资金运营压力有所加大**

在我国医药流通行业尤其是纯销业务细分市场，医院客户和疾病预防控制中心的回款周期普遍较长，对流通企业的资金形成较大占用。根据商务部披露的统计数据，2012 年药品流通直报企业的应收账款共计 1480 亿元，同比增长 29.2%；另据中国医药商业协会典型调查，2012 年药品批发企业对医疗机构的平均应收账款周转天数为 142 天，比 2011 年增加 11 天，医疗机构拖欠货款问题进一步加剧，流通企业的资金周转面临较大压力。

### **行业兼并重组步伐加快，股权收购等资本运作的比重逐渐增加**

随着医药流通市场改革的不断深化，医药流通企业的利润空间正逐渐被压缩，传统商业模式受到挑战。为提高行业集中度，完善药品流通体系，国家也先后出台多项政策，鼓励药品流通企业通过收购、合并、托管、参股和控股等多种方式整合现有资源，实现规模化、集约化和国际化经营。

近年来，国内医药流通行业龙头企业纷纷加快兼并重组步伐，提前布局全产业链。如上海医药(集团)股份有限公司与中国邮政集团公司签署全面战略合作框架，建设覆盖全国的基本药物配送网络；九州通医药集团有限公司已并购安徽元初药房连锁有限公司等零售企业；华润医药控股有限公司在全国已收购 80 余家市级医药公司，目前正在建设省级平台；南京医药股份有限公司引入战略投资者英国联合博姿公司拓展零售市场等。

## **企业竞争力**

### **区位优势**

云南省具有得天独厚的中医药资源禀赋，天然药物资源品种和数量居全国之首，药材品质优良，是三七、天麻、灯盏花、云木香和当归等中药材的主产地。昆药集团核心产品系列的主要原料为三七、天麻和灯盏花等天然植物药材。区域资源优势在保证公司原料供应、降低采购成本的同时，也为公司药品生产和天然药物研究提

供了客观基础。

近年来，云南省先后出台多项扶持政策，将生物医药产业作为支柱产业重点发展，全省医药产业发展势头良好，在云南省国民经济中的地位不断提升，为公司提供了良好的外部经营环境。

### 规模与品牌

昆药集团经过多年发展，已经基本形成了集研发、提取、制剂生产和销售为一体的医药产业链，药品种类较多，核心产品系列具有明显的市场影响力和品牌优势。公司是国内获得注射用血塞通（冻干粉针剂）生产批准文号的两个生产厂家之一，根据南方所统计数据显示，2014 年公司产品“天眩清”<sup>16</sup>在天麻素的市场占有率为 56.42%，并连续五年排名第一。此外，公司是国内唯一获得蒿甲醚注射液生产批准文号的企业，蒿甲醚注射液于 1995 年开始被世界卫生组织录入“基本用药目录”，且在 2010 年版本延续收录。截至 2014 年末，公司生产的蒿甲醚注射液已在全球 30 个国家注册销售。

截至 2014 年末，公司拥有近 320 个药物品种、520 个药品生产批准文号。其中，106 个品规<sup>17</sup>被列入《国家医保目录》，69 个品种被列入《国家基本药物目录》（2012 年版）。

### 技术研发

昆药集团是云南省高新技术企业<sup>18</sup>，拥有一个药物研究所和一个博士后工作站，建立了由 40 名专业技术人员构成的研发队伍以及 19 人的专家顾问咨询团队，与昆明植物研究所、济南百诺医药科技开发有限公司、昆明理工大学和北京大学建立了合作研发平台，专注于以云南天然药物为特色的新药研发工作。2012 年~2014 年，公司研发投入分别为 1894.78 万元、2127.71 万元和 2238.82 万元，占营业收入的比例分别为 0.63%、0.59%和 0.54%。

通过自主创新与合作研发相结合的模式，公司产品研发和创新水平不断提升，并取得了一系列成果。截至 2014 年末，公司拥有国家新药品种 11 项，其中一类新药 5 项，三类新药 2 项，四类新药 3 项，五类新药 1 项；正在研发国家一类新药 7 项、国家三类新药 6 项、国家五类新药 2 项；拥有 147 项尚在有效期的专利，其中发明专利 96 项<sup>19</sup>。

<sup>16</sup> “天眩清”为公司天麻素注射液的商品名和天麻素系列产品的品牌。

<sup>17</sup> “品规”是品种和规格的统称。

<sup>18</sup> 公司于 2008 年 12 月取得云南省科技厅、云南省财政厅、云南省国家税务局和云南省地方税务局联合颁发的《高新技术企业证书》，认证有效期 3 年，后分别于 2011 年 9 月 29 日和 2014 年 8 月 5 日再次获高新再认证；子公司版纳药业于 2011 年 10 月 19 日获得《云南省高新技术企业证书》（证书编号：GR201153000072），有效期三年，根据云南省高新技术企业认定管理工作领导小组《关于公示云南省 2014 年拟通过复审高新技术企业名单的通知》，版纳药业已进入“云南省 2014 年拟通过复审高新技术企业名单”；子公司昆明中药厂于 2013 年 8 月 27 日取得《高新技术企业证书》。

<sup>19</sup> 药物品种、药品生产批准文号和新药品种等数据包含下属各子公司的相关数据。

## 业务运营

### 经营概况

昆药集团主营业务涵盖药品生产、药品批发零售及保健食品生产三个领域，其中药品生产业务分为天然植物药和化学合成药，主要以三七、天麻素和蒿甲醚系列天然植物药产品为主。

2012年~2014年，昆药集团分别实现营业收入30.16亿元、35.84亿元和41.21亿元，呈现逐年增长的态势，年复合增长率为16.88%。

从收入构成来看，药品生产业务和药品批发零售业务是公司营业收入的主要来源。2012年~2014年，公司药品生产业务收入分别为17.61亿元、19.08亿元和19.95亿元，占营业收入的比重分别为58.38%、53.23%和48.41%。受益于国家基本药物制度的实施以及心脑血管中成药市场的快速增长，公司天然植物药销售收入稳步增长。2012年~2014年，天然植物药收入占药品生产业务收入的比重分别为79.10%、79.45%和77.84%，其中2014年比重略有下降。

2012年~2014年，公司药品批发零售业务收入分别为12.33亿元、16.49亿元和20.97亿元，占营业收入的比重分别为40.88%、46.01%和50.88%，逐年上升。

2012年~2014年，公司保健食品生产业务和其他业务收入规模和占比均较小，其中其他业务收入主要来自原材料销售。

表 7：2012 年~2014 年公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

业务类别	2012 年		2013 年		2014 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
药品生产	17.61	58.38	19.08	53.23	19.95	48.41
-天然植物药	13.93	46.20	15.16	42.31	15.53	37.70
-化学合成药	3.67	12.18	3.92	10.92	4.41	10.71
药品批发零售	12.33	40.88	16.49	46.01	20.97	50.88
保健食品生产	0.02	0.06	0.02	0.06	0.02	0.05
其他业务	0.20	0.68	0.25	0.70	0.14	0.66
<b>合计</b>	<b>30.16</b>	<b>100.00</b>	<b>35.84</b>	<b>100.00</b>	<b>41.21</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

从毛利润来看，2012年~2014年，公司毛利润分别为9.58亿元、10.45亿元和12.34亿元，呈逐年平稳增长态势。药品生产业务对毛利润的贡献最大，近年占比基本保持在94.00%以上。其中，2012年~2014年，天然植物药毛利润占公司业务毛利润的比重分别为75.29%、75.06%和74.72%。

表 8：2012 年~2014 年公司业务毛利润构成情况

单位：亿元、%

业务类别	2012 年		2013 年		2014 年	
	毛利润	占比	毛利润	占比	毛利润	占比
药品生产	9.14	95.39	9.89	94.65	11.62	94.17
-天然植物药	7.21	75.29	7.84	75.06	9.22	74.72
-化学合成药	1.92	20.10	2.05	19.59	2.40	19.45
药品批发零售	0.40	4.19	0.52	4.98	0.58	4.70
保健食品生产	0.002	0.02	0.004	0.04	0.004	0.03
其他业务	0.04	0.41	0.03	0.32	0.13	1.05
<b>合计</b>	<b>9.58</b>	<b>100.00</b>	<b>10.45</b>	<b>100.00</b>	<b>12.34</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

从毛利率情况来看，2012 年~2014 年，公司综合毛利率分别为 31.76%、29.15% 和 29.94%，略有波动。从各业务的毛利率来看，2012 年~2014 年，药品生产业务的毛利率分别为 51.89%、51.84%和 58.28%；药品批发零售业务的毛利率分别为 3.25%、3.16%和 2.77%，低于行业平均水平<sup>20</sup>。在国内药品流通行业竞争激烈的背景下，公司药品批发零售业务以批发贸易为主，不直接配送至终端市场，经销产品中 60%为 OTC 品种以及品种繁多未能形成规模效应等原因导致药品批发零售业务毛利率水平较低。

表 9：2012 年~2014 年公司业务毛利率情况

单位：%

业务类别	2012 年	2013 年	2014 年
药品生产	51.89	51.84	58.28
-天然植物药	51.75	51.72	59.36
-化学合成药	52.40	52.29	54.50
药品批发零售	3.25	3.16	2.77
保健食品生产	10.13	19.21	19.23
其他业务	19.00	13.48	46.67
<b>综合毛利率</b>	<b>31.76</b>	<b>29.15</b>	<b>29.94</b>

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

总体来看，昆药集团药品生产和药品批发零售业务在营业收入中的占比较大，其中药品生产业务是公司毛利润的主要来源；药品生产业务中天然植物药对收入和毛利润的贡献较大。

## 药品生产

### 1. 生产

昆药集团的药品生产主要涉及天然植物药系列和化学合成药系列<sup>21</sup>。其中，天然植物药系列以三七、天麻素和蒿甲醚产品系列为主；化学合成药涵盖品种较多，主要包括抗生素系列和解热镇痛系列等（见表 10 和表 11）。

<sup>20</sup> 据商务部数据统计显示，2011 年~2013 年药品流通直报企业平均毛利率分别为 7.20%、6.90%和 6.70%。

<sup>21</sup> 目前公司生产的天麻系列产品采用化学合成法，但基于一致性及可比性考虑，将其划入天然植物药系列。

表 10：公司天然植物药系列核心产品基本情况

药品系列	产品名称	主要用途
三七系列	注射用血塞通（冻干粉针剂）、血塞通注射液、血塞通软胶囊、血塞通滴丸、血塞通片等	属于活血通脉药，能够活血化瘀，通脉活络，具有抑制血小板凝集和增加脑血流量的作用，主要用于中风偏瘫，瘀血阻络及脑血管后遗症，冠心病心绞痛，视网膜中央静脉阻塞等属淤血阻滞症的治疗
天麻素系列	天麻素注射液、天麻素胶囊、乙酰天麻素片、天麻素片	主要用于治疗神经衰弱、神经衰弱综合症及血管神经性头痛等，也可用于脑外伤性综合症、眩晕症如美尼尔病、药性眩晕、外伤性眩晕、突发性耳聋、前庭神经元炎、椎基底动脉供血不足等病症的治疗，亦可用于镇静、安眠、镇痛
蒿甲醚系列	蒿甲醚原料药、蒿甲醚注射液、ARCO片（复方磷酸萘酚喹片）、复方蒿甲醚片、蒿甲醚胶囊、蒿甲醚片等	主要应用于抗疟领域，适用于各型疟疾、抗氯喹恶性疟和凶险型恶性疟疾的急救，也适用于预防和治疟血吸虫病

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

表 11：公司化学合成药系列核心产品基本情况

药品系列	产品名称	主要用途
抗生素系列	阿法 D3、阿莫西林系列、头孢克洛系列、斯耐普系列等	根据各类抗生素的药性适用于不同治疗领域
解热镇痛系列	热毒清、板蓝根、止咳化痰丸、感冒消炎片	清热解火、止咳平喘

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

公司生产的三七、天麻素和蒿甲醚系列天然植物药产品分别用于心血管疾病、精神神经类疾病和各种疟疾的治疗，除表 10 所列的核心产品外，公司还拥有舒肝颗粒、灯银脑通胶囊、银芩胶囊、灯盏花素片和关维草乌甲素胶丸等多种特色天然植物药产品；化学合成药主要包括阿法 D3、阿莫西林和头孢克洛等，其中阿法 D3 主要用于治疗骨质疏松症、肾性骨病（肾病性佝偻病）、甲状旁腺机能亢进（伴有骨病者）、甲状旁腺机能减退、营养和吸收障碍引起的佝偻病和骨软化症、假性缺钙（D—依赖型 I）的佝偻病和骨软化症等，阿莫西林和头孢克洛均为广谱抗生素药品。

昆药集团本部的制造中心和子公司在生产上相互独立。公司本部的制造中心主要负责天然植物药系列产品的生产。公司化学合成药中的抗生素系列产品由子公司贝克诺顿制药负责生产及销售，解热镇痛系列产品则由子公司昆明中药厂负责生产及销售。此外，子公司金泰得药业生产的三七原料药主要供给公司本部使用，少量三七原料药直接对外销售。

截至 2014 年末，昆药集团共拥有各类制药设备设施 1854 台套。其中，公司本部的制造中心下设原料药、针剂和口服剂三个药品生产分厂，拥有各类制药设备设施 469 台套<sup>22</sup>。截至 2014 年末，公司具备年产针剂（冻干粉）6000 万支、小容量注射液 25000 万支、胶囊剂 35000 万粒、原料药 583 吨的生产能力。截至 2014 末，相关生产车间已全部通过 GMP 认证，相关认证情况见附件四。

公司药品生产以市场需求为导向，实行以销定产的计划管理模式。由营销中心和信息运营中心根据市场需求、产品库存及产能情况综合拟定下个月度生产计划；同时，根据生产计划和原材料库存情况拟定原材料采购计划。相关计划经公司经营管理层审核后下达，由采购和生产部门共同组织实施。公司药品生产的工艺控制和

<sup>22</sup> 其中，从欧美发达国家引进设备 52 台套。

质量控制规程较为成熟，产品质量相对稳定。

产能利用率方面，2011年昆药集团针剂（冻干粉）、小容量注射液和胶囊剂的产能利用率分别为100.79%、108.77%和103.58%，均处于很高水平。2012年，公司扩大了针剂（冻干粉）和胶囊剂的生产规模，针剂（冻干粉）的产能利用率下降至88.66%，而受毒胶囊事件<sup>23</sup>负面影响波及，公司胶囊剂产能利用率大幅下降至26.68%。2013年，公司针剂（冻干粉）和小容量注射液产能规模进一步小幅增加，针剂（冻干粉）的产能利用率有所下降；受当期车间停产改造影响，小容量注射液的产能利用率下降至61.55%；受益于公司胶囊剂产品市场需求回暖，胶囊剂的产能利用率提升至66.64%。2014年，公司针剂（冻干粉）、小容量注射液和胶囊剂的产能利用率分别为97.73%、87.15%和79.41%，产能利用率明显回升，但胶囊剂的产能利用率仍处于相对较低的水平。

## 2. 销售

公司药品销售以国内为主，且国内市场销售收入占比近年来呈上升趋势。受国际订单减少影响，2013年公司蒿甲醚原料药出口业务收入大幅下降，国外市场销售收入占比相应下降。

表 12：2012 年~2014 年公司药品生产业务销售区域分布

单位：亿元、%

区域	2012 年		2013 年		2014 年	
	金额	占药品生产收入的比例	金额	占药品生产收入的比例	金额	占药品生产收入的比例
国内	14.80	84.04	17.58	92.14	18.54	92.93
国外	2.81	15.96	1.50	7.86	1.41	7.07
合计	17.61	100.00	19.08	100.00	19.95	100.00

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

国内销售方面，公司采取代理招标的经销模式，各地经销商在向公司缴纳一定保证金后可在相应区域内进行销售，运输费用主要由经销商自行承担。公司目前在全国拥有一级经销商 900 多家，主要负责云南省外的销售工作，现已覆盖除西藏外的全国大部分地区。

国外销售方面，公司国外销售产品包括蒿甲醚原料药、蒿甲醚注射液和复方抗疟药 ARCO 等，主要销往疟疾发病率较高的非洲和东南亚等地<sup>24</sup>。公司一方面通过北京诺华制药有限公司等国际知名医药公司进行销售；另一方面直接派出国际商务代表到东南亚、非洲等国家开展营销工作。

昆药集团的药品销售收入主要来源于三七系列产品、天麻素系列产品、蒿甲醚系列产品、抗生素系列产品和解热镇痛系列产品。2012 年~2014 年，上述产品的销售收入占药品生产业务收入的比重均接近或超过 60%。

<sup>23</sup> 2012 年 4 月央视报道部分河北省明胶厂商利用生石灰处理皮革废料，熬制成工业明胶制成药用胶囊，并流入部分制药企业。经相关部门检测，9 家药厂 13 个批次药品所用胶囊重金属铬含量超标。昆药集团生产的药品未在其中。

<sup>24</sup> 具体国家包括缅甸、柬埔寨、蒙古、越南、印度尼西亚、马来西亚、苏丹、南苏丹、肯尼亚、坦桑尼亚、埃塞俄比亚、也门、乌干达、赞比亚、索马里、圭亚那、巴布亚新几内亚、加纳、尼日利亚、赤道几内亚、利比里亚、安哥拉、几内亚比绍等。

表 13: 2012 年~2014 年公司产品系列销售情况

单位: 亿元、%

产品系列	2012 年		2013 年		2014 年	
	金额	占药品生产收入的比例	金额	占药品生产收入的比例	金额	占药品生产收入的比例
三七系列	5.52	31.35	6.80	35.62	7.88	39.52
天麻素系列	1.61	9.12	2.00	10.48	2.35	11.79
蒿甲醚系列	2.67	15.18	1.30	6.84	1.29	6.45
抗生素系列	0.99	5.60	1.06	5.57	1.07	5.37
解热镇痛系列	0.09	0.54	0.11	0.59	0.14	0.70
<b>合计</b>	<b>10.88</b>	<b>61.79</b>	<b>11.27</b>	<b>59.10</b>	<b>12.74</b>	<b>63.84</b>

资料来源: 公司提供资料, 东方金诚整理

三七系列产品是公司的传统优势产品。2012 年~2014 年, 三七系列产品分别实现收入 5.52 亿元、6.80 亿元和 7.88 亿元, 逐年增长, 主要是受益于心脑血管中成药市场快速扩张以及公司产品的剂型优势; 天麻素系列产品和抗生素系列销售收入近三年也保持增长趋势, 主要是公司产品优质优价, 具有一定市场竞争力, 同时自 2011 年国家逐步开始将精神疾病纳入医保范围; 蒿甲醚系列产品近年来有所下降, 主要是由于受疟疾发病率下降影响, 国际订单有所减少; 解热镇痛系列产品收入占比较少。

从单一产品的销售情况来看, 2012 年~2014 年, 公司生产的注射用血塞通(冻干)、血塞通注射液、天麻素注射液、天麻素胶囊(OTC)和舒肝颗粒(OTC)的产销率均出现了较为明显的波动, 主要由于公司 2013 年年初对生产车间进行停产改造, 2012 年提前备货所致。同期, 其他产品产销率的小幅波动主要是由于时间性差异导致。

表 14: 2012 年~2014 年公司天然植物药产销情况

产品	项目	2012 年	2013 年	2014 年
注射用血塞通(冻干) (处方药)	产量(万支)	4876.37	5050.03	5863.51
	销量(万支)	4075.00	5338.29	4859.38
	产销率(%)	83.57	105.71	82.87
血塞通注射液(处方药)	产量(万支)	4697.65	2994.60	4380.09
	销量(万支)	3952.00	3889.20	4078.16
	产销率(%)	84.13	129.87	93.11
血塞通软胶囊(OTC)	产量(万粒)	9874.73	15145.89	16022.03
	销量(万粒)	10825.00	12987.45	14328.63
	产销率(%)	109.62	85.75	89.43
天麻素注射液(处方药)	产量(万粒)	3402.25	2597.45	4052.48
	销量(万支)	2490.00	3529.49	3850.54
	产销率(%)	73.19	135.88	95.02
天麻素胶囊(OTC)	产量(万粒)	2023.98	2016.44	2807.70
	销量(万粒)	1873.00	2031.48	2018.15
	产销率(%)	92.54	100.75	71.88
蒿甲醚注射液(处方药)	产量(万支)	3567.99	2912.95	3096.44

	销量（万支）	3220.00	2832.6	3021.55
	产销率（%）	90.25	97.24	97.58
	产量（万袋）	5471.71	6016.79	6971.85
舒肝颗粒（OTC）	销量（万袋）	4899.24	6368.02	6640.86
	产销率（%）	89.54	105.84	95.25

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

2012年~2014年，公司生产的注射用血塞通（冻干）、血塞通软胶囊、天麻素注射液、天麻素胶囊（OTC）和舒肝颗粒（OTC）的销售收入均呈稳步上升趋势，其中2014年上述产品销售收入分别为53432.48万元、12519.51万元、23205.76万元、678.94万元和7756.97万元，但部分产品价格出现小幅波动。由于血塞通注射液市场竞争加剧，2013年各生产厂家纷纷降价压货，公司也相应略调低了产品价格，当年该产品销售收入略有下降，随着市场对血塞通注射液需求的增加，同时公司加强了市场开发，扩大了销售范围，2014年公司该产品的销售价格及销售收入均明显提高。公司蒿甲醚注射液主要供应非洲国家，由于国际竞争更加激烈，各国用药政策更改以及疟疾发病率下降等原因，公司蒿甲醚注射液的市场份额有所下降，导致近年来该产品销售收入减少。

化学合成药销售方面，2012年~2014年，公司生产的阿法D3和阿莫西林系列产品的产销率出现了不同程度的波动，其中阿法D3的进口注册证于2013年11月到期，为满足续期期间的产品供应，公司对生产计划进行了主动调整，导致产销率出现波动；头孢克洛系列产品的产销率逐年小幅下降，2014年为94.06%。

表 15：2012 年~2014 年公司化学合成药销售情况

产品	项目	2012 年	2013 年	2014 年
阿法 D3	产量（万支）	386.70	494.26	439.91
	销量（万支）	398.43	427.17	518.82
	产销率（%）	103.03	86.43	117.94
阿莫西林系列	产量（万支）	806.82	946.41	952.54
	销量（万支）	865.20	922.33	950.77
	产销率（%）	107.24	97.46	99.81
头孢克洛系列	产量（万支）	104.69	102.39	103.58
	销量（万支）	105.28	101.7	97.43
	产销率（%）	100.56	99.33	94.06

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

2012年~2014年，公司生产的阿法D3和阿莫西林系列产品的销售价格和销售收入均稳步上升，其中2014年上述产品销售收入分别为20361.53万元和9640.97万元；同期，头孢克洛系列的销售收入整体上呈现下降趋势，销量价格略有波动。

下游客户方面，公司与云南省医药有限公司、南京同济堂医药有限公司等大型医药流通企业建立了良好的合作关系。2014年公司对单一客户的销售收入占药品生产板块销售收入的比例均未超过6%，前五大客户合计销售占比为13.49%。

表 16：2012 年~2014 年公司药品生产前五大客户销售情况

单位：万元、%

年度	客户名称	销售金额	结算方式	占药品生产板块销售收入的比例
2014 年	云南省医药有限公司	10986.05	电汇、汇票	5.50
	中海油销售（北京）股份有限公司 <sup>25</sup>	6984.73	电汇、汇票	3.50
	河南省天鸿医药物流有限公司	3321.54	电汇、汇票	1.66
	云南鸿云药业有限公司	2878.04	电汇、汇票	1.44
	湖北庆宇医药有限公司	2768.50	电汇、汇票	1.39
	<b>合计</b>	<b>26938.86</b>	-	<b>13.49</b>
2013 年	云南省医药有限公司	8320.02	电汇、汇票	4.36
	南京同济堂医药有限公司	6571.80	电汇、汇票	3.44
	河南省天鸿医药物流有限公司	4391.37	电汇、汇票	2.30
	中海油销售（北京）股份有限公司	3845.73	电汇、汇票	2.01
	M&SPharma&VeterinaryServicesLTD	2694.27	电汇、汇票	1.41
	<b>合计</b>	<b>25823.19</b>	-	<b>13.52</b>
2012 年	中化物产股份有限公司	16965.65	电汇、汇票	9.63
	云南省医药有限公司	7218.03	电汇、汇票	4.10
	南京同济堂医药有限公司	4151.41	电汇、汇票	2.36
	青岛天合医药集团股份有限公司	3681.46	电汇、汇票	2.09
	上海医药分销控股有限公司	3426.60	电汇、汇票	1.94
	<b>合计</b>	<b>35443.15</b>	-	<b>20.12</b>

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

### 3. 原材料采购

公司药品生产成本主要由直接材料、直接人工、能源费用和其他制造费用构成，其中 2014 年直接材料成本占比为 84.45%。

公司药品生产所需的外购原材料主要包括剪口三七、三七总皂苷、阿莫西林原料和头孢克洛原料等。其中，三七是公司主要的中药原材料，其价格波动对公司经营业绩具有较大影响，近三年剪口三七和三七总皂苷采购均价连续下降，故公司根据市场行情并结合公司实际需求加大了对剪口三七和三七总皂苷的采购量。公司详细采购情况见表 17。

表 17：2012 年~2014 年公司主要原材料采购量及采购价格情况

年度	原材料名称	采购量 (公斤)	采购均价 (元/公斤)	主要供应商
2014 年	剪口三七	484005.75	394.74	文山金旺药业有限责任公司、文山市诚德药业有限责任公司、文山市苗乡三七实业有限公司、文山康之源三七有限公司
	三七总皂苷	5918.00	3066.48	云南三七科技有限公司文山分公司
	阿莫西林原料	88695.00	162.09	联邦制药（内蒙古）有限公司、珠海联邦制药股份有限公司、石药集团中诺药业
	甘草浸膏粉	66500.00	63.25	宝鸡金森制药有限公司、新疆阿拉尔新农甘草产业有限责任公司

<sup>25</sup> 中化物产股份有限公司于 2012 年 12 月更名为中海油销售（北京）股份有限公司。北京诺华制药有限公司主要通过该公司在国内采购蒿甲醚原料药。

	头孢克洛原料	2500.00	1100.17	江苏百畅医药有限公司、苏州中联化学制药有限公司
2013年	剪口三七 <sup>26</sup>	238980.00	711.42	文山金旺药业有限责任公司、文山市诚德药业有限公司、文山康之源三七有限公司
	三七总皂苷	11641.00	5678.70	云南云科药业有限公司
	甘草浸膏粉	70025.00	64.96	宝鸡金森制药有限公司
	阿莫西林原料	75000.00	162.87	珠海联邦制药股份有限公司
	头孢克洛原料	1900.00	1187.13	苏州中联化学制药有限公司
	青蒿素	19090.00	2517.99	中海油销售(北京)股份有限公司、重庆华方武陵山制药有限公司
2012年	剪口三七	245335.00	873.79	文山金旺药业有限公司、文山市诚德药业有限公司
	三七总皂苷	2410.00	5814.81	云南云科药业有限公司
	三七	58900.00	372.95	文山金旺药业有限责任公司、文山市诚德药业有限责任公司、云文山苗乡三七实业有限公司
	四乙酰	39200.00	254.70	广安凯特医药化工有限公司
	甘草浸膏粉	80000.00	63.68	宝鸡金森制药有限公司
	安乃近	93025.00	64.00	河北冀衡(集团)药业有限公司、山东新华制药股份有限公司、云南医药工业股份有限公司
	青蒿素	52209.00	3591.46	中海油销售(北京)股份有限公司、重庆华方武陵山制药有限公司、湘西华方制药有限公司
	阿莫西林原料	62087.58	153.06	珠海联邦制药股份有限公司
	头孢克洛原料	2650.00	1356.88	苏州中联化学制药有限公司

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

三七采购方面，公司与三七主产地供应商文山金旺药业有限责任公司建立了长期合作关系，并在云南文山设立了子公司金泰得药业，能够为公司三七原材料的供应提供有效保障。由于2013年年初公司对生产车间进行停产改造，公司2012年的三七<sup>27</sup>采购量大幅增加，而2013年的采购量有所下降。

供应商方面，公司在多年生产经营中与原材料供应商建立了稳定的业务关系。2012年~2014年，公司向前五大供应商的采购占比合计分别为36.13%、44.53%和30.51%，采购集中度有所波动。

表 18：2012 年~2014 年公司医药生产业务前五名供应商

单位：万元、%

年度	供应商名称	采购金额	占医药生产板块总采购额比例
2014年	中海油销售(北京)股份有限公司	7059.80	8.79
	以色列 TEVA 公司	6707.46	8.35
	云南金三奇药业有限公司	4358.44	5.43
	文山康之源三七有限公司	3308.94	4.12
	文山市立为商贸有限公司	3072.17	3.82
	<b>合计</b>	<b>24506.82</b>	<b>30.51</b>
2013年	云南云科药业有限公司	7799.50	10.61
	文山市诚德药业有限责任公司	7409.79	10.08

<sup>26</sup> 剪口三七位于三七主根和地上茎之间，其主要作用为运输和贮存养分、支撑茎叶，是三七有效成分的主要贮存部分。

<sup>27</sup> 包括三七、剪口三七以及三七总皂苷。

	文山金旺药业有限责任公司	7329.75	9.98
	中国医药保健品股份有限公司	5570.63	7.58
	云南医药工业股份有限公司	4616.32	6.28
	<b>合计</b>	<b>32725.99</b>	<b>44.53</b>
2012年	文山市诚德药业有限责任公司	9229.40	14.09
	以色列梯瓦制药工业有限公司 <sup>28</sup>	4381.33	6.69
	云南鸿翔中药科技有限公司	3613.68	5.52
	文山市苗乡三七实业有限公司	3559.36	5.44
	文山金旺药业有限责任公司	2873.76	4.39
	<b>合计</b>	<b>23657.53</b>	<b>36.13</b>

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

总体来看，依托云南省的天然药物资源优势，公司药品生产尤其是天然植物药业务具有较强的产品优势，同时剪口三七等是公司主要的中药原材料，其价格波动加大了公司成本控制压力。

### 药品批发零售

昆药集团药品批发零售业务主要由全资子公司昆明制药集团医药商业有限公司负责<sup>29</sup>。昆药商业成立于2005年4月27日，注册资本8000万元，已于2005年5月通过GSP认证，现经营药品超过3500种，经营产品以非处方药为主。目前，公司药品批发零售业务销售网络主要覆盖云南、贵州两省，拥有包括医药批发公司、大型平价药房、大型连锁药店以及各类型医院、诊所等在内的大小客户近1000余家，在区域市场具备一定规模优势。

2012年~2014年，公司药品批发零售业务收入分别为12.33亿元、16.49亿元和20.97亿元，呈稳步增长态势。同期，公司药品批发零售业务实现的毛利润分别为0.40亿元、0.52亿元和0.58亿元，毛利率水平分别为3.25%、3.16%和2.77%。目前，国内药品流通行业竞争激烈，行业利润空间相对有限，同时公司60%的经销产品为OTC品种。受上述因素影响，公司药品批发零售业务毛利率水平较低，对利润的贡献较小。

硬件设施方面，昆药商业的自有医药物流配送中心按国家GSP标准兴建，营业面积达10000多平方米，仓储面积近9000平米，分设有常温库、阴凉库、冷库，并配备中央空调系统和湿度调节设备，严格遵循药品储存条件，保证药品质量。截至2014年末，昆药商业自有配送车辆14台，医药物流配送中心年吞吐量达到12亿元，可以满足其物流配送需求。

销售方面，公司药品批发零售业务主要以药品分销方式为主，终端配送方式等其他销售方式占比较小。其中，药品分销主要面向医药批发公司、大型平价药房、大型连锁药店等；终端配送主要面向医院等基层医疗机构；医药原料主要是直接销售给云南省内的其他医药制造企业。

<sup>28</sup> 以色列梯瓦制药工业有限公司（Teva Pharmaceutical Industries Limited, NASDAQ: TEVA）是全球排名前20位的跨国制药企业，致力于非专利药品、专利品牌药品和活性药物成分的研究开发、生产和推广。

<sup>29</sup> 目前公司自行生产的药品由下游客户或经销商自行组织运输和配送，昆药商业的医药物流配送中心则专供药品批发零售业务使用。

表 19：2012 年~2014 年公司药品批发零售业务的销售情况

单位：亿元、%

项目	2012 年		2013 年		2014 年	
	金额	占药品批发零售业务收入的比例	金额	占药品批发零售业务收入的比例	金额	占药品批发零售业务收入的比例
药品分销	11.46	92.98	15.60	94.58	20.17	96.19
终端配送	0.37	2.96	0.37	2.23	0.51	2.43
医药原料	0.11	0.90	0.12	0.75	0.24	1.14
其他销售	0.39	3.16	0.40	2.45	0.05	0.24
<b>合计</b>	<b>12.33</b>	<b>100.00</b>	<b>16.49</b>	<b>100.00</b>	<b>20.97</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

公司已与多个地区的医药流通公司建立了紧密的合作关系，通过利用各自的药品资源，互为上下游进行贸易往来，有效实现了资源共享和优势互补。公司与下游客户的结算方式主要包括电汇、银行承兑汇票和支票等。2012 年~2014 年，公司药品批发零售业务对前五大客户分别实现销售收入 3.50 亿元、4.90 亿元和 7.11 亿元，合计占比分别为 28.34%、29.73%和 33.88%，占比逐年提高。

表 20：2012 年~2014 年公司药品批发零售业务前五大客户销售情况

单位：万元、%

年度	客户名称	销售金额	占药品批发零售业务销售收入的比
2014 年	重庆市吉和药品有限公司	23098.95	11.02
	重庆珑和医药有限公司	18475.37	8.81
	重庆恒韵医药有限公司	12831.11	6.12
	云南鸿翔一心堂药业(集团)股份有限公司	8693.52	4.15
	云南医药工业股份有限公司	7954.03	3.79
	<b>合计</b>	<b>71052.99</b>	<b>33.88</b>
2013 年	四川科创医药集团有限公司	13913.82	8.44
	重庆恒韵医药有限公司	9454.41	5.73
	云南鸿翔一心堂药业(集团)股份有限公司	8917.31	5.41
	广州采芝林药业有限公司	8524.40	5.17
	云南医药工业股份有限公司	8219.20	4.98
<b>合计</b>	<b>49029.14</b>	<b>29.73</b>	
2012 年	云南鸿翔一心堂药业集团股份有限公司	10124.87	8.21
	同济堂药业有限公司	7749.32	6.28
	重庆科渝药品经营有限责任公司	6512.89	5.28
	广州采芝林药业有限公司	5573.53	4.52
	云南健之佳健康连锁店股份有限公司	4997.78	4.05
<b>合计</b>	<b>34958.39</b>	<b>28.34</b>	

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

采购方面，公司药品批发零售业务经营的产品以非处方药为主，已与大约 800 家供应商建立了合作关系。公司约 50%的采购交易采取赊销方式，但账期基本为 1

个月左右。2012年~2014年，公司药品批发零售业务向前五大供应商的采购金额分别为4.41亿元、6.49亿元和10.64亿元，合计占比分别为33.88%、37.57%和41.73%，占比逐年提高。

表 21：2012 年~2014 年公司药品批发零售业务前五大供应商情况

单位：万元、%

年度	供应商名称	采购金额	占医药批发零售业务总采购额的比例
2014 年	重庆恒韵医药有限公司	30182.57	11.83
	广州采芝林药业有限公司	27890.91	10.93
	云南省医药有限公司	21849.06	8.57
	重庆市吉和药品有限公司	18515.84	7.26
	云南医药工业股份有限公司	7991.86	3.13
	<b>合计</b>	<b>106430.25</b>	<b>41.73</b>
2013 年	重庆恒韵医药有限公司	21647.71	12.53
	云南省医药有限公司	19574.77	11.33
	四川科创医药集团有限公司	10895.41	6.30
	PHARMALINKHEALTHCARELTD	7420.60	4.29
	中国医药保健品股份有限公司	5389.37	3.12
	<b>合计</b>	<b>64927.86</b>	<b>37.57</b>
2012 年	云南省医药有限公司	22098.35	16.97
	PHARMALINKHEALTHCARELTD	12738.53	9.78
	广州采芝林药业有限公司	5321.88	4.09
	国药（上海）国际医药卫生有限公司	1988.11	1.53
	中国医药保健品股份有限公司	1968.52	1.51
	<b>合计</b>	<b>44115.39</b>	<b>33.88</b>

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

总体来看，昆药集团药品批发零售业务经营的产品以非处方药为主，自有物流配送中心设施较为完善，与多家医药流通公司建立了紧密的合作关系，近年来业务收入稳步增长，但公司药品批发零售业务毛利率水平较低，对利润的贡献较小。

### 保健食品生产

昆药集团保健食品生产业务主要由金泰得药业的控股子公司富宁金泰得剥隘七醋有限公司负责，产品主要包括调味醋和保健醋。其中，保健醋主要包括三七醋、养身醋、芦荟醋和金银花醋。近年来，公司保健食品生产业务的收入规模较小，具体销售情况见表 22。

表 22：2012 年~2014 年公司保健食品生产业务的销售情况

单位：万元、%

项目	2012 年		2013 年		2014 年	
	金额	占保健食品生产业务收入的比例	金额	占保健食品生产业务收入的比例	金额	占保健食品生产业务收入的比例
调味醋	123.59	65.30	116.19	52.29	114.42	59.60
养生醋	65.68	34.70	103.49	47.71	77.56	40.40
合计	189.27	100.00	219.68	100.00	191.98	100.00

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

### 未来发展

未来几年内，公司将以整体搬迁改造为契机，重点围绕心脑血管和中枢神经药物等产品进行研发创新，实现现有产品提产扩能，进一步巩固公司在医药领域的市场地位和竞争优势。

公司本部制造中心和子公司昆明中药厂均地处昆明市政府“退二进三”政策<sup>30</sup>规划区域范围内。根据政府的统一规划和公司的实际情况，公司拟选址昆明市呈贡区马金铺<sup>31</sup>进行整体搬迁改造，目前已初步在马金铺选定 7 块土地，总面积合计约 621.4 亩，其中 1 号地块主要用于建设公司行政和营销中心；2 号和 3 号地块用于本部制造中心整体搬迁；4 号和 5 号地块用于子公司昆明中药厂整体搬迁；6 号地块，用于昆药集团原料药分厂建设项目；7 号地块将用于昆药集团及其全资子公司昆明中药厂有限公司质检和研发项目建设。

项目投资方面，公司未来三年重点投资项目除了“天然植物原料药创新基地项目”外，均为 2013 年 7 月增发股票募投项目<sup>32</sup>，详见表 23。未来三年，公司将分别投入 2.90 亿元、4.34 亿元和 0.52 亿元用于项目建设。

<sup>30</sup> 2009 年 4 月，昆明市政府出台《关于鼓励支持主城企业节能减排降低成本搬迁入园异地发展的实施意见》，提出要大力推进主城区企业“退二进三”工作，即将主城区工业企业搬迁进入工业园区集中、集约发展，其原址土地用来发展第三产业。

<sup>31</sup> 马金铺位于昆明市呈贡县南部、滇池东岸，距离昆明市区约 30 公里。2011 年 10 月，位于马金铺的昆明国家生物产业基地高新区新城产业园正式揭牌启用。

<sup>32</sup> 2014 年 12 月 16 日，公司 2014 年第三次临时股东大会审议通过了将募投项目“小容量注射剂扩产项目”变更为“对子公司西双版纳版纳药业有限责任公司增资扩股项目”、“对子公司昆明制药集团金泰得药业股份有限公司增加投资项目”和“Diabegone（长效降糖药）研发项目”等三个项目的预案。其中，子公司西双版纳版纳药业有限责任公司增资扩股后，已于 2015 年 1 月 7 日完成工商登记变更；对子公司昆明制药集团金泰得药业股份有限公司增资后，已于 2014 年 12 月 30 日完成工商登记变更。

表 23：公司未来三年重点项目投资计划

单位：万元

项目名称	建设期	总投资	截至 2014 年末已投资	2015 年	2016 年	2017 年
中药现代化基地建设项目	2013 年~2016 年	52011.26	9725.12	24792.28	16493.86	1000.00
天然植物原料药创新基地项目	2013 年~2016 年	33767.73	2006.92	3000.00	25760.81	3000.00
创新药物研发项目	2013 年~2020 年	9657.73	3738.67	1183.81	1183.82	1183.82
<b>合计</b>	-	<b>95436.72</b>	<b>15470.71</b>	<b>28976.09</b>	<b>43438.49</b>	<b>5183.82</b>

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

中药现代化基地建设项目由昆药集团子公司昆明中药厂负责，项目建设地点位于昆明高新区马金铺新城产业园昆明国家生物产业基地，共计用地 169 亩，建设期为 2013 年至 2016 年。该项目主要内容为建设符合 GMP 标准的现代化中药生产厂区，具体包括前处理、（固体、液体）制剂、外包装三条生产线以及购置相应的生产设备和检测仪器，达产后预计可年产颗粒剂 7 亿袋，片剂 20 亿片，散剂 2000 万袋，胶囊 8000 万粒和丸剂 21620 万袋。该项目计划总投资 5.20 亿元，其中 3.30 亿元来源于增发股票募集资金，其余资金自筹。截至 2014 年末，该项目投资支出 0.97 亿元，主要为购地款、土地平整费用、设计费和部分设备购置费。

天然植物原料药创新基地项目由昆药集团本部负责，建设地点在昆明高新区国家生物产业基地，建设期为 2013 年至 2016 年。该项目主要内容为建设符合 GMP 标准要求的原料药生产车间，并配套仓储、供电、给排水、动力和污水处理等公用设施，同时购置相应的生产和检测设备，达产后预计可形成年产三七总皂苷 80 吨、灯银脑通胶囊原料提取物 13.2 吨和银苓胶囊原料提取物 13.2 吨的生产能力<sup>33</sup>。该项目计划总投资 3.38 亿元，全部通过自筹资金建设。截至 2014 年末，该项目已投资支出 0.20 亿元，全部为研究试验费。

创新药物研发项目由昆药集团本部负责，项目建设地点位于昆明高新区马金铺新城产业园昆明国家生物产业基地，计划用地 9.57 亩，建设期为 2013 年至 2020 年。该项目主要内容为建设符合 CFDA 要求的 GMP 生产车间，配套的综合办公楼、质检大楼和仓储等辅助工程，以及相应的供电、给排水、动力和污水处理等公用设施，购置相应的生产设备和检测仪器，达产后预计可年产 2.90 亿支小容量注射剂。该项目计划总投资 0.97 亿元，全部使用增发股票募集资金。截至 2014 年末，该项目已投资支出 0.37 亿元，主要是研发费用的支出。

除上述投资计划外，公司将与专业投资机构开展合作，通过直接投资、并购或设立产业并购基金等形式，在大健康领域进行更为广泛的投资。2014 年 4 月，公司及其高管团队<sup>34</sup>合伙成立昆明智博投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“智博投资”），与平安财智投资管理有限公司及其子公司平安智汇投资管理（深圳）有限

<sup>33</sup> 三七总皂苷是公司核心产品三七系列的主要原材料，灯银脑通胶囊原料提取物和银苓胶囊原料提取物分别为公司特色天然植物药灯银脑通胶囊和银苓胶囊的原材料。

<sup>34</sup> 参与并购基金的投资人包括公司总裁袁平东、副总裁兼董事会秘书徐朝能、副总裁董少瑜、副总裁林钟展、副总裁刘鹏、财务总监汪绍全等公司关联自然人。

公司共同发起设立医药产业并购基金<sup>35</sup>，其中昆药集团作为并购基金的延后分配投资人出资 9500 万元，智博投资出资 500 万元。2014 年 9 月 2 日，昆药集团公告拟收购湖南达嘉维康医药有限公司<sup>36</sup>70%的股权，以扩大公司自产药品在湖南省地区的销售规模。2014 年 10 月 11 日，公司公告拟以建立中外合资企业的方式与海外研发团队合作，投资 Diabegone (长效降糖药) 项目，公司拟投入金额 8313 万人民币，持股比例 51%。承担该项目的主体昆明银诺医药技术有限公司于 2014 年 12 月 5 日注册成立。

总体来看，昆药集团依托现有产品和技术优势，在通过提产扩能实现内生式发展的同时，也积极通过并购拓展外延性发展空间，具有较大的可行性，但项目建设和对外投资规模较大，公司面临一定的投资风险和融资压力。

## 企业管理

### 产权结构

截至 2014 年末，昆药集团总股本 34113.02 万股，华方医药科技有限公司持股比例 18.83%，为公司控股股东；公司实际控制人为汪力成。

### 法人治理结构

昆药集团按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等相关法律、法规规定，设立了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的公司治理结构。

股东大会是公司的最高权力机构；董事会对股东大会负责。董事会由 9 名董事组成，其中独立董事不少于 3 人。公司设董事长 1 人，副董事长 2 人。董事会会议应有过半数的董事出席方可举行。董事会决议的表决实行一人一票。董事会做出决议，必须经全体董事的过半数通过。

公司监事会由 6 名监事组成，包括 4 名股东代表和 2 名职工代表。监事会设主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。

公司设总裁 1 名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责，全面负责公司的日常工作。

### 管理水平

昆药集团管理层级较为清晰，公司本部下设 12 个职能部门，公司组织架构图详见附件二。

公司内部控制及全面风险管理的组织体系由公司董事会、监事会、高级管理层、审计办、各责任中心、各部门及各子公司内设置的内部控制及风险管理职能的部门或岗位构成。通过公司内部控制及风险管理的组织机构的配置实现内部控制及风险管理各层次、各系统的具体工作。

<sup>35</sup> 该并购基金投资领域包括但不限于以下范围：以心脑血管、神经系统、老年病、抗肿瘤的植物药、化学药、生物制药为主的企业或医疗机构；以处方药为主、OTC 为辅的企业或医疗机构；大中型医院、民营综合医院等。

<sup>36</sup> 湖南达嘉维康医药有限公司主要从事医院纯销配送业务和冷链及高端产品服务、疫苗业务等，其营销网络基本覆盖湖南省医疗机构。

会计核算方面，公司按照《商品企业流通会计制度》、《工业企业会计制度》等规定要求，结合企业实际情况制定了一系列财务控制制度，具体包括会计岗位工作制度、会计工作岗位轮换制度、会计人员工作交接制度、会计档案管理制度、子公司重大财务事项审批备案制度等制度。

预算管理方面，公司根据发展规划及经营目标的要求，制定了《昆明制药集团股份有限公司全面预算管理制度（试行）》，各预算单位以利润目标作为预算编制起点，预算方案最终由董事会审批确定，公司对各子公司预算完成情况实行季度和年度考核。

融资及担保管理方面，公司制定了《昆明制药集团股份有限公司担保控制制度》，对担保行为建立了严格的岗位责任制，明确对外担保事项需由总裁办公会进行审议后向董事会提出议案。应由董事会审批的对外担保<sup>37</sup>，并必须经出席董事会的三分之二以上董事审议同意并作出决议（同意董事仍应超过公司全体董事的半数）。

对外投资方面，公司制定了《昆明制药集团股份有限公司实施对外项目投资的管理办法》，规定对外投资项目实行公司终极监督和投资备查，各控股、参股公司法人集中管理、负责对外投资的授权审批原则。

子公司管理方面，公司要求下属公司建立健全公司治理机构，制定并执行《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》和《监事会议事规则》，同时在集团总部层面制定《昆药集团控股子公司财务负责人考核办法》、《昆明制药集团股份有限公司控股子公司财务负责人管理制度》，并有效执行。

关联交易方面，公司制订了《昆明制药集团股份有限公司内部往来对帐管理制度》，以加强内部往来业务管理，规范财务对账工作，为合并会计报表做好基础工作。

药品安全生产管理方面，公司严格控制从原材料采购、生产到销售的整个过程，并在生产工序中引入先进的质量检测分析仪，采用先进的技术对产品进行质量检测。

总体来看，昆药集团法人治理结构较为完善，内部管理制定较为健全，整体管理水平较高。

## 人员素质

截至 2014 年末，昆药集团在职员工总数 3292 人，其中公司本部在职员工 1245 人。从专业构成类别来看，生产人员 1318 名，占人员总数的 40.04%；销售人员 1084 名，占人员总数的 32.93%；技术人员 275 名，占人员总数的 8.35%；行政人员 521 名，占人员总数的 15.83%；财务人员 94 名，占人员总数的 2.86%。从学历层次来看，公司拥有博士 7 名，硕士研究生 93 名，本科及大专 2013 名，大专及以上学历员工占公司员工总数的 64.19%。

昆药集团主要高层管理人员均具有长期从事相关业务的工作和管理经验，有较强的管理能力，整体素质较高。

公司总裁袁平东，1968 年生，工商管理硕士；曾先后在太极集团涪陵制药厂生产车间、质检部、办公室工作，历任太极集团涪陵制药厂山东省公司商务代表、副经理，太极集团南方销售公司华东大区经理，太极集团南方销售公司副总经理，

<sup>37</sup> 董事会对外担保权限为担保单项金额不超过公司最近一期审计的净资产的 10%，对外担保金额超过净资产 10%的，需提交股东大会审议批准。

太极集团销售总公司衡远公司总经理，太极集团销售总公司副总经理、常务副总经理，西南药业股份有限公司总经理；2009年11月至今任公司总裁。

公司副总裁徐朝能，1964年生，中共党员，研究生，高级会计师；曾任中轻依兰(集团)有限公司资产财务部副部长、部长，公司资产财务部经理兼证券部经理、总裁助理、财务总监；现任公司副总裁兼董事会秘书。

公司副总裁董少瑜，1957年生，中共党员，大学学历，高级会计师，中国注册会计师、中国注册评估师；曾任黑龙江八五八农场计划财务科会计、主管会计、副科长、科长，武汉第五制药厂总会计师、副厂长，武汉市长江变压器厂总会计师、副厂长，武汉市正远会计师事务所注册会计师，武汉市国有资产经营公司委派财务总监，武汉健民股份有限公司总会计师、财务总监，武汉健民集团随州药业有限公司总经理，公司财务总监；现任公司副总裁。

公司副总裁林钟展，1969年生，学士学位；曾任辉瑞制药有限公司医药代表、地区经理、大区经理，北京诺华制药大区经理，华瑞制药有限公司大区经理，公司总裁助理、昆明制药集团药品销售有限公司常务副总经理，武汉健民药业集团股份有限公司销售总监，公司销售总监、昆南公司总经理、营销中心代总经理、副总经理、总经理；现任公司副总裁。

公司副总裁刘鹏，1963年生；曾任昆明制药厂片剂车间副主任、金鼎分厂厂长、总裁助理兼经理、行政总监、制造中心总监、制造中心总经理，武汉健民药业集团有限公司副总裁；现任公司副总裁。

公司财务总监汪绍全，1967年生，大学本科，会计师、注册会计师；曾任重庆电子技术研究所及下属公司会计主管，雅芳(中国)有限公司、旺旺集团重庆公司财务主管，声广集团及下属公司财务负责人、信联股份财务副经理，重庆华立药业股份有限公司财务部副部长、审计法务部部长、监事，公司财务总监助理、重庆华立药业股份有限公司营运管理部部长，华立集团股份有限公司营运管理部部长、北京华方科泰医药有限责任公司财务总监，武汉健民药业集团股份有限公司董事，重庆华立药业股份有限公司监事会主席；现任公司财务总监。

总体来看，昆药集团的高级管理人员均具有多年从业经历，公司整体员工结构较为合理。

## 发展战略

昆药集团的战略定位为致力于成为以植物药为核心，兼营化学药，择机进入生物制药的国际化企业集团。

为实现发展目标，进一步巩固公司产品创新能力，提升整体盈利水平，公司未来几年将加大基础建设投入力度，实现企业经营和资本经营有机结合，建立完善有效的市场营销网络，突出和保持公司在心脑血管领域、中枢神经系统市场的领先地位，采取市场调控措施及多元化销售模式，保持公司对市场的掌控力和议价能力，加大国际市场的开发力度。

总体来看，昆药集团整体战略定位较为明确，并根据自身的特点采取了较为可行的战略措施。

## 财务分析

### 财务质量

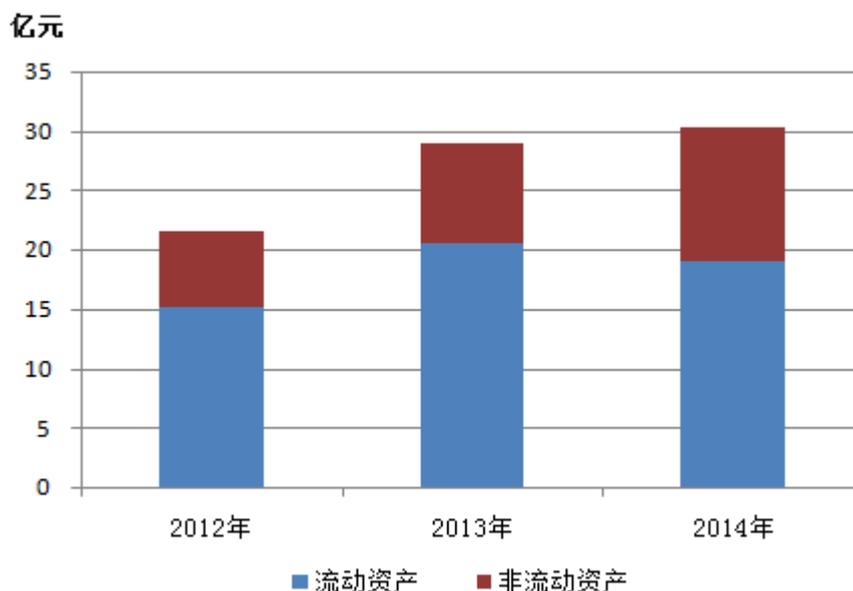
昆药集团提供了 2012 年~2014 年度合并财务报表，中审亚太会计师事务所有限公司对 2012 年~2014 年公司财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

2012 年~2014 年纳入昆药集团合并范围的全资和控股子公司分别有 6 家、7 家和 11 家。2014 年，公司合并范围新增云南芒泰高尿酸痛风研究中心、昆明银诺医药技术有限公司、世通商贸有限公司和昆明紫源投资管理有限公司。

### 资产构成与资产质量

2012 年~2014 年末，昆药集团资产总额逐年稳步增长，分别为 21.52 亿元、28.86 亿元和 30.24 亿元，年均复合增长率为 18.54%。其中，流动资产占总资产的比例分别为 70.55%、71.33%和 62.91%；非流动资产占总资产的比例分别为 29.45%、28.67%和 37.09%。公司资产以流动资产为主。

图 6：2012 年~2014 年末公司资产构成

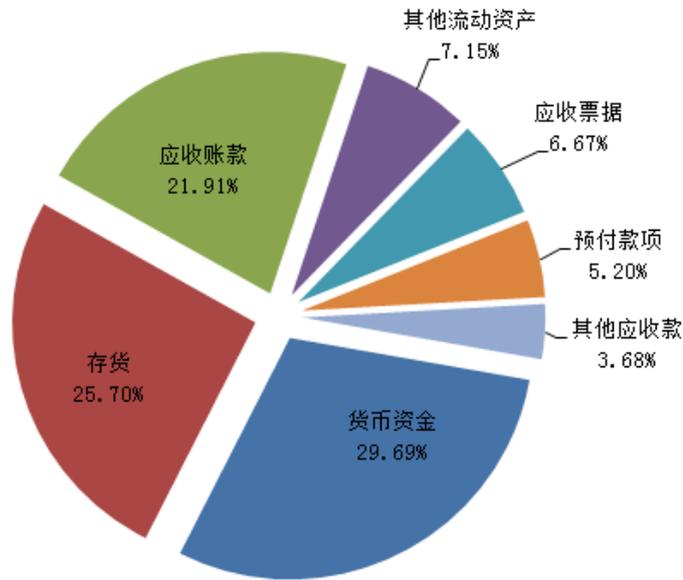


资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

#### 1. 流动资产

2012 年~2014 年末，昆药集团流动资产分别为 15.18 亿元、20.58 亿元和 19.02 亿元。截至 2014 年末，公司流动资产中占比较大的项目依次为货币资金、存货、应收账款和其他流动资产，合计占流动资产总额的比重为 84.45%。

图 7：截至 2014 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2012 年~2014 年末，公司货币资金分别为 3.17 亿元、3.34 亿元和 5.65 亿元，其中，2014 年货币资金较上年增加 69.16%，主要是因为公司所持银行理财产品到期转回。截至 2014 年末，货币资金中现金和银行存款的占比分别为 0.05% 和 90.91%；其他货币资金 5104.51 万元，占比 9.04%，其他货币资金中 93.21% 为开具银行承兑汇票及信用证的保证金。

2012 年~2014 年末，公司存货分别为 6.03 亿元、5.65 亿元和 4.89 亿元。截至 2014 年末，存货中原材料、在产品、库存商品和包装物及低值易耗品的占比分别为 18.25%、6.04%、74.04% 和 1.66%；公司已对库存商品计提存货跌价准备 531.29 万元。

2012 年~2014 年末，公司应收账款账面价值分别为 3.06 亿元、3.63 亿元和 4.17 亿元。截至 2014 年末，公司采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款占比为 96.67%。其中，应收账款账龄在 1 年以内的占比 84.37%；账龄在 1~2 年的占比 1.58%；账龄在 2~3 年的占比 0.36%；账龄在 3 年以上的占比 13.70%。公司按照账龄分析法计提坏账准备 9010.44 万元，占应收账款账面余额的 17.78%。

2012 年~2014 年末，公司其他流动资产分别为 0.16 亿元、5.53 亿元和 1.36 亿元。2013 年末，公司其他流动资产较 2012 年末大幅增加，主要系公司购买银行理财产品 3.90 亿元和国债回购产品 1.21 亿元所致。2014 年末，公司其他流动资产较期初减少 4.17 亿元，主要原因是银行理财产品到期转回<sup>38</sup>。

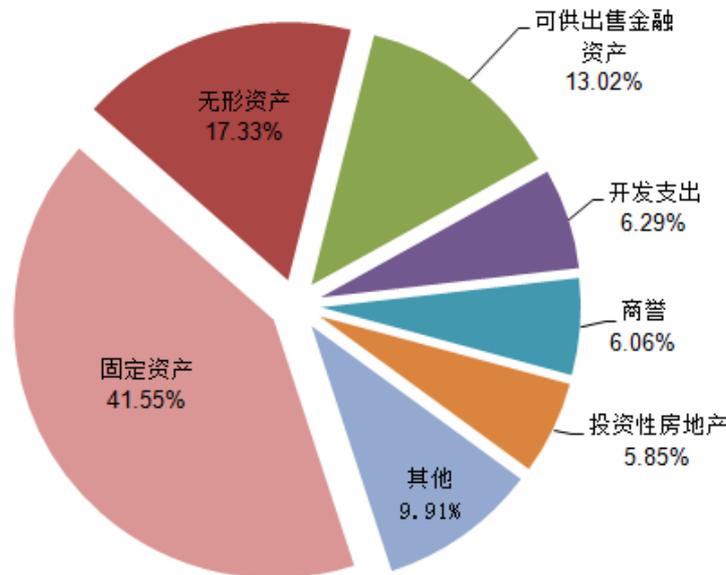
## 2. 非流动资产

2012 年~2014 年末，昆药集团非流动资产逐年增加，分别为 6.34 亿元、8.27 亿元和 11.22 亿元。截至 2014 年末，公司非流动资产中占比较大的项目依次为固定资产、无形资产、可供出售金融资产、开发支出、商誉和投资性房地产，占比分

<sup>38</sup> 2013 年和 2014 年，公司购买银行理财产品和国债回购产品获得投资收益分别为 596.70 万元和 2224.35 万元。

别为 41.55%、17.33%、13.02%、6.29%、6.06%和 5.85%，合计占比为 90.09%。

图 8：截至 2014 年末公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司固定资产主要为房屋建筑物、机器设备、运输工具和办公设备等。2012 年~2014 年末，公司固定资产账面价值分别为 2.92 亿元、3.02 亿元和 4.66 亿元。2014 年末，公司固定资产累计计提折旧 4.01 亿元。2014 年末，公司固定资产账面价值较期初增加 1.64 亿元，主要系公司在建工程“高技术针剂示范项目”1.67 亿元金额转入固定资产所致。

2012 年~2014 年末，公司在建工程分别为 0.13 亿元、1.92 亿元和 0.21 亿元。其中，2013 年末在建工程较 2012 年末增加 1.79 亿元，主要系“高技术针剂示范项目”和“中药现代化基地建设项目”分别增加建设投入 1.58 亿元和 0.17 亿元；2014 年末在建工程较 2013 年末减少 1.71 亿元，主要系“高技术针剂示范项目”1.67 亿元转入固定资产所致。

2012 年~2014 年末，公司无形资产账面价值分别为 1.60 亿元、1.57 亿元和 1.94 亿元。截至 2014 年末，公司无形资产账面价值 1.94 亿元，其中土地使用权、药品专利和软件使用权的账面价值占比分别为 97.73%、1.68%和 0.59%。

2012 年~2014 年末，公司可供出售金融资产分别为 0.01 亿元、0.01 亿元和 1.46 亿元。2014 年末可供出售金融资产较 2013 年末增加 1.45 亿元主要来源于公司购买的非保本保收益型理财工具。

2012 年~2014 年末，公司开发支出分别为 0.44 亿元、0.55 亿元和 0.71 亿元。2014 年开发支出同期增长 0.16 亿元，主要用于现有植物药的二次开发和研发新植物药。

2012 年~2014 年末，公司商誉均为 0.68 亿元<sup>39</sup>。因间接控股子公司富宁金泰

<sup>39</sup> 因公司无法可靠确定购买日被购买方可辨认资产、负债的公允价值，根据《企业会计准则第 38 号——首次执行企业会计准则》的规定，将属于非同一控制下的企业合并产生的股权投资借方差额在合并资产负债表中列示为商誉。

得剥隘七醋有限公司连续亏损，2014 年末，公司对其进行商誉减值测试，计提减值准备 60.33 万元。

2014 年末，公司新增投资性房地产 0.66 亿元，主要系 2013 年增发股票部分募投项目地点变更，公司拟出让原用于项目建设、位于呈贡工业园区七甸片区的土地<sup>40</sup>，当期将土地的购置成本及截至 2014 年 12 月 31 日发生的土地平整费等调整计入投资性房地产。

总体来看，受益于业务规模的快速扩张，昆药集团资产总额逐年增加，流动资产占比较高；非流动资产以固定资产、无形资产、可供出售金融资产、开发支出、商誉和投资性房地产为主，整体资产质量较好。

## 资本结构

### 1. 所有者权益

2012 年~2014 年末，昆药集团所有者权益分别为 10.57 亿元、18.79 亿元和 20.50 亿元，年均复合增长率为 39.26%。其中，归属母公司所有者权益年均复合增长率为 43.14%，增长主要来自于资本公积和未分配利润的增加。2013 年 7 月，公司公开增发募集资金 7 亿元，当期资本公积增加 6.54 亿元。2012 年~2014 年末，少数股东权益年均复合增长率为 2.92%。

截至 2014 年末，公司所有者权益 20.50 亿元，其中实收资本 3.41 亿元，占比 16.64%；资本公积 8.46 亿元，占比 41.28%；未分配利润 6.18 亿元，占比 30.16%；少数股东权益 1.25 亿元，占比 6.12%。

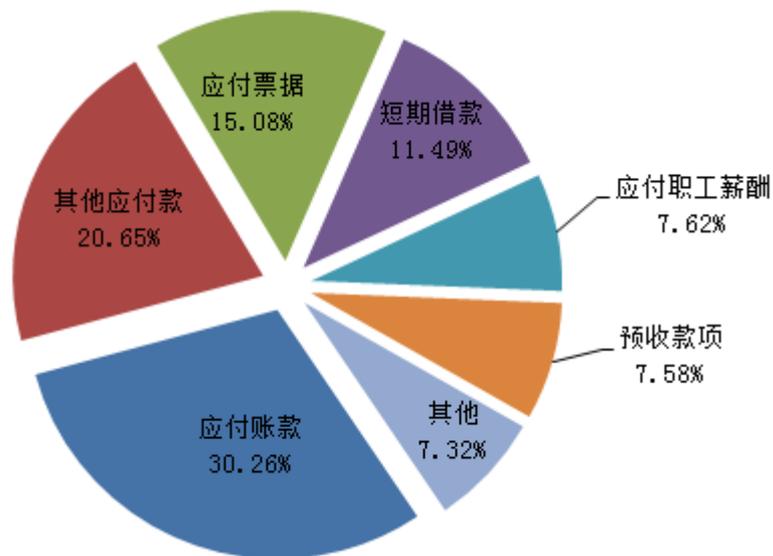
### 2. 负债

2012 年~2014 年末，昆药集团负债总额分别为 10.95 亿元、10.07 亿元和 9.74 亿元。截至 2014 年末，公司流动负债为 9.09 亿元，占负债总额的比重为 93.27%；非流动负债为 0.66 亿元，占负债总额的比重为 6.73%。

截至 2014 年末，昆药集团流动负债中占比较大的项目依次为应付账款、其他应付款、应付票据、短期借款、应付职工薪酬和预收款项，分别为 2.75 亿元、1.88 亿元、1.37 亿元、1.04 亿元、0.69 亿元和 0.69 亿元，占流动负债的比重分别 30.26%、20.65%、15.08%、11.49%、7.62%和 7.58%。

<sup>40</sup> 公司 2014 年 3 月 12 日召开的第七届十六次董事会决议审议通过的《关于部分募投项目地点变更的议案》，小容量注射剂扩产项目、创新药物研发项目及中药现代化基地建设项目的建设地址由“昆明市呈贡七甸工业园区”变更至“昆明高新区马金铺新城产业园国家生物产业基地”。

图 9：截至 2014 年末公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2012 年~2014 年末，公司短期借款分别为 2.41 亿元、0.30 亿元和 1.04 亿元。其中，2013 年末公司短期借款较 2012 年末减少 2.11 亿元，主要系公司公开增发后偿还了绝大部分短期银行借款。截至 2014 年末，公司短期借款 1.04 亿元，其中信用借款、质押借款和抵押借款占比分别为 47.89%、27.78%和 14.75%。

公司的应付票据全部为银行承兑汇票。2012 年~2014 年末，公司应付票据分别为 1.07 亿元、1.14 亿元和 1.37 亿元，占负债总额的比重分别为 9.73%、11.34%和 14.07%。

公司的应付账款主要为应付货款。2012 年~2014 年末，公司应付账款分别为 3.19 亿元、3.17 亿元和 2.75 亿元，占负债总额的比重分别为 29.13%、31.49%和 28.23%。

公司预收账款主要是预收的商品销售款。2012 年~2014 年末，公司预收款项分别为 1.09 亿元、0.77 亿元和 0.69 亿元，占负债总额的比重分别为 9.96%、7.69%和 7.07%。

2012 年~2014 年末，公司其他应付款分别为 1.91 亿元、1.70 亿元和 1.88 亿元，占负债总额的比重分别为 17.42%、16.89%和 19.26%。2014 年末，公司其他应付款主要为尚未支付的销售费用、暂收的项目保证金和市场保证金。

2012 年~2014 年末，昆药集团非流动负债总额分别为 0.45 亿元、0.34 亿元和 0.66 亿元，规模较小且略有波动。截至 2014 年末，公司非流动负债 0.66 亿元，由 0.43 亿元的递延收益和 0.23 亿元的长期应付职工薪酬<sup>41</sup>构成。其中，递延收益是收到的与资产相关的政府补助，因相关资产尚未建成，与其相关的政府补助在递延收益核算。

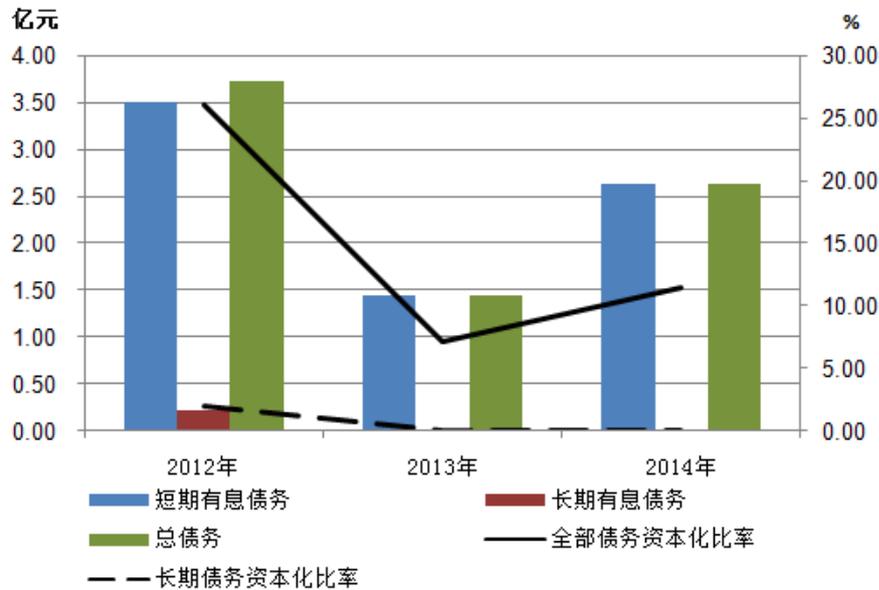
2012 年~2014 年末，公司全部债务规模分别为 3.73 亿元、1.44 亿元和 2.64 亿元，公司全部债务以短期有息债务为主，占全部债务的比例分别为 94.12%、

<sup>41</sup> 根据《企业会计准则第 9 号——职工薪酬（2014 年修订）》规定，会计期间发放的辞退福利由“应付职工薪酬”调至“长期应付职工薪酬”列报。

100.00%和 100.00%。

2012 年~2014 年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率相对较低，均总体呈下降态势，其中，资产负债率分别为 50.89%、34.88%和 32.22%；全部债务资本化比率分别为 26.07%、7.13%和 11.40%。

图 10：2012 年~2014 年末公司全部债务情况



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司资信情况良好，与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2014 年末，公司在银行获得综合授信额度 104030 万元，其中 80247 万元尚未使用。

截至 2014 年末，公司无对外担保。

总体来看，昆药集团近年债务规模呈现整体下降趋势，债务结构以短期有息债务为主，整体债务负担较轻，但随着本期债券的发行，公司债务负担将有所加重。

### 盈利能力

2012 年~2014 年，昆药集团营业收入稳步增加，年均复合增长率为 16.88%。2014 年，公司实现营业收入 41.21 亿元，其中来自药品生产、药品批发零售和保健食品生产等业务的收入占比分别为 48.41%、50.88%和 0.05%。同期，公司营业利润率分别为 31.02%、28.51%和 29.30%，公司主营业务获利能力较好。

近年来，在营业收入稳步增长的同时，公司期间费用规模呈上升趋势，但期间费用率基本保持稳定。2012 年~2014 年，公司期间费用率分别为 23.57%、21.03%和 21.35%。随着公司销售规模的扩大，公司销售费用持续增加，由于各期业务推广和市场拓展力度略有差异，销售费用占营业收入的比重小幅波动；公司积极推行精细化成本费用管理模式，在营业收入持续增长的情况下，管理费用率整体保持稳定。

表 24：2012 年~2014 年公司期间费用情况

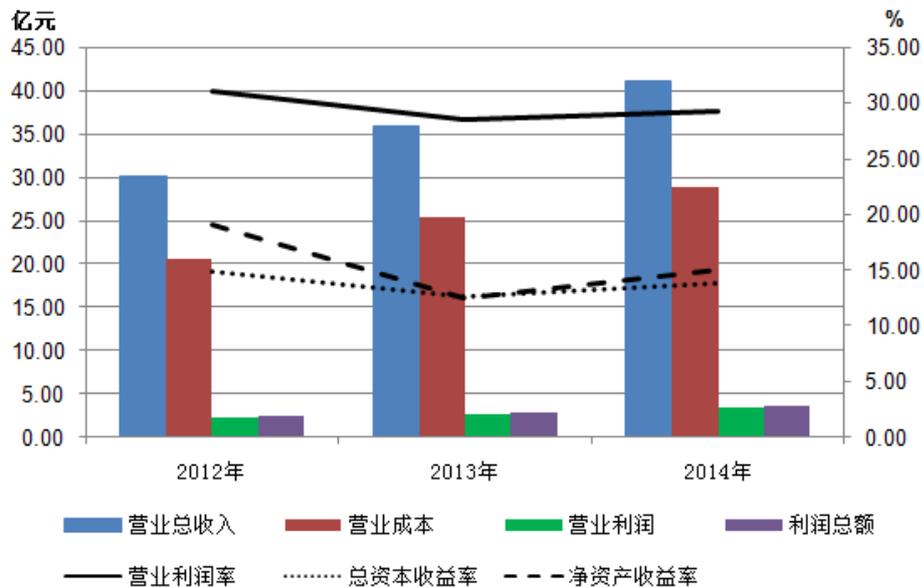
单位：亿元、%

项目	2012 年		2013 年		2014 年	
	金额	占营业收入的比例	金额	占营业收入的比例	金额	占营业收入的比例
销售费用	5.41	17.95	5.42	15.13	6.53	15.84
管理费用	1.58	5.23	1.90	5.29	2.15	5.22
财务费用	0.12	0.39	0.22	0.61	0.12	0.30
<b>合计</b>	<b>7.11</b>	<b>23.57</b>	<b>7.54</b>	<b>21.03</b>	<b>8.80</b>	<b>21.35</b>

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司营业外收入主要来自政府补助和非流动资产处置利得。2012 年~2014 年，公司分别获得营业外收入 0.22 亿元、0.19 亿元和 0.27 亿元，其中政府补助占比分别为 91.17%、96.27%和 98.30%。

图 11：2012 年~2014 年公司收入和盈利情况



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

从资产盈利能力看，2012 年~2014 年，公司总资本收益率分别为 14.91%、12.64%和 13.79%，净资产收益率分别为 19.04%、12.54%和 15.01%。其中，2013 年公司公开增发募集资金 7 亿元，当期所有者权益大幅增加导致净资产收益率和总资本收益率均有所下降。

总体来看，昆药集团营业收入规模稳步增加，期间费用率基本保持稳定，受 2013 年公开增发影响当年净资产收益率有所下降。公司整体盈利能力较好。

### 现金流

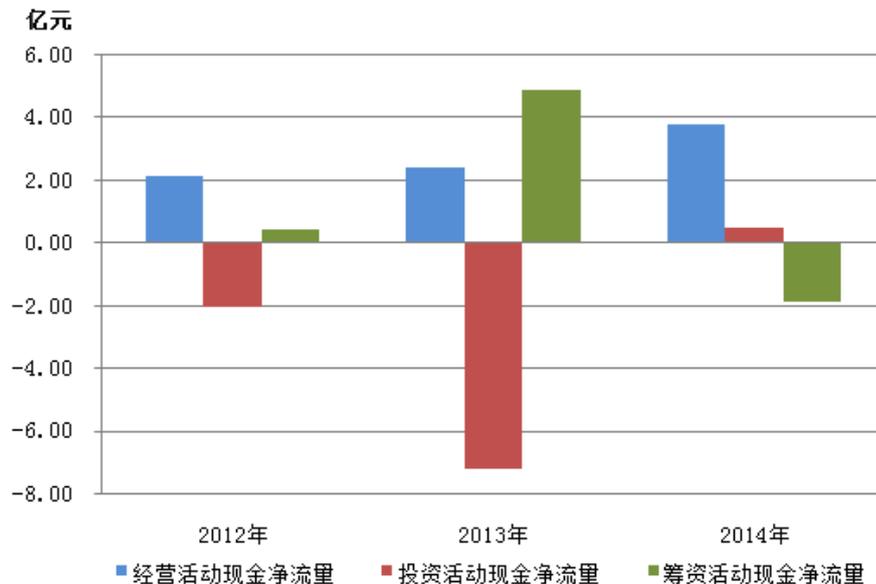
经营活动现金流方面，2012 年~2014 年，公司经营活动现金流入分别为 27.38 亿元、32.76 亿元和 41.35 亿元；经营活动现金流出分别为 25.25 亿元、30.34 亿元和 37.56 亿元；经营性净现金流分别为 2.13 亿元、2.42 亿元和 3.79 亿元。2014

年经营性净现金流同比增幅较大，主要是当期药品销售收入明显增长所致。

投资活动现金流方面，2012年~2014年，公司投资性现金净流入量分别为-2.05亿元、-7.21亿元和0.48亿元。其中，2013年投资性现金净流入较2012年减少5.16亿元，主要是公司购买的银行理财产品期末尚未到期转回所致。2014年，公司投资性现金净流入由负转正，主要是高技术针剂示范项目已接近完工，总体项目支出减少，同时公司投资银行理财产品到期转回产生的现金流入较多所致。

筹资活动现金流方面，公司筹资活动现金流入主要包括吸收投资所收到的现金和取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿付利息、偿还债务和分派股利、利润所支付的现金。2012年~2014年，公司筹资性现金净流入量分别为0.45亿元、4.88亿元和-1.89亿元。其中，2013年7月公司公开增发募集资金7亿元以及发行短期融资券1.50亿元导致筹资性现金净流入量大幅增加；2014年筹资性现金净流入量由正转负，一方面由于公司取得借款所收到的现金有所下降，另一方面分配股利、利润或偿付利息所支付的现金略有上升。

图 12：2012 年~2014 年公司现金流情况



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

总体来看，昆药集团近三年经营活动净现金流逐年增加，投资活动现金流波动较大。考虑到公司在建项目和对外投资后续资金需求较大，未来公司对外部融资的依赖度将有所提高。

### 偿债能力

2012年~2014年，公司流动比率和速动比率总体上呈波动上升趋势。截至2014年末，公司流动比率和速动比率分别为209.34%和155.53%。2012年~2014年，公司经营现金流动负债比分别为20.31%、24.87%和41.72%，近三年公司经营性净现金流对流动负债的保障能力较好；其中2014年经营现金流动负债比大幅提高主要是因为公司经营性净现金流大幅增加所致。综合来看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力来看，2012年~2014年，公司EBITDA分别为2.98亿元、3.49

亿元和 4.35 亿元，年均复合增长率为 20.82%。同期，公司 EBITDA 利息倍数分别为 24.96 倍、17.42 倍和 38.79 倍，全部债务/EBITDA 倍数分别为 1.25 倍、0.41 倍和 0.61 倍。总体来看，公司长期偿债能力较强。

表 25：2012 年~2014 年公司偿债能力情况

指标	2012 年	2013 年	2014 年
流动比率 (%)	144.56	211.52	209.34
速动比率 (%)	87.17	153.43	155.53
经营现金流负债比 (%)	20.31	24.87	41.72
EBITDA 利息倍数 (倍)	24.96	17.42	38.79
全部债务/EBITDA (倍)	1.25	0.41	0.61

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

### 过往债务履约情况

根据公司提供的、由中国人民银行征信中心出具的《企业信用信息报告》，截至 2015 年 3 月 17 日，公司未出现债务违约情况。

### 本期公司偿债能力

截至 2014 年末，公司全部债务为 2.64 亿元，以短期有息债务为主。本次拟发行的公司债计划募集资金 3 亿元。其中，2.70 亿元用于补充流动资金，0.30 亿元用于偿还公司银行贷款。发债规模是 2014 年末公司全部债务总额的 1.14 倍。本期债券发行后，以公司 2014 年末的财务数据为基础，公司的负债总额将上升至 12.74 亿元，资产负债率将上升至 38.33%，全部债务资本化比率上升至 21.58%，较发债前水平有所上升。

以 2014 年相关财务数据为基础，如不考虑其他因素，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对本期债券的保护倍数分别为 1.45 倍、13.78 倍和 1.26 倍。经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高，但 EBITDA 和经营活动现金净流量对本期债券的覆盖程度一般。

表 26：本期债券偿债能力指标

单位：倍

指标	2012 年	2013 年	2014 年
EBITDA/本期发债额度	0.99	1.16	1.45
经营活动现金流入量偿债倍数	9.13	10.92	13.78
经营活动现金流量净额偿债倍数	0.71	0.81	1.26
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	0.03	-1.60	1.42

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司有息债务以短期借款为主，存续期内长期债务的偿还压力主要来自于本期债券本息的到期偿付。在本期债券存续期内，公司到期债务偿还所需资金主要来源于药品生产、药品批发零售和保健食品生产等业务所产生的收入。考虑到公司在天然植物药领域的品牌和技术优势，未来营业收入和整体盈利能力将进一步增强，公司具有很强的到期债务偿还能力。

综合分析，东方金诚认为本期债券违约风险很低。

## 抗风险能力

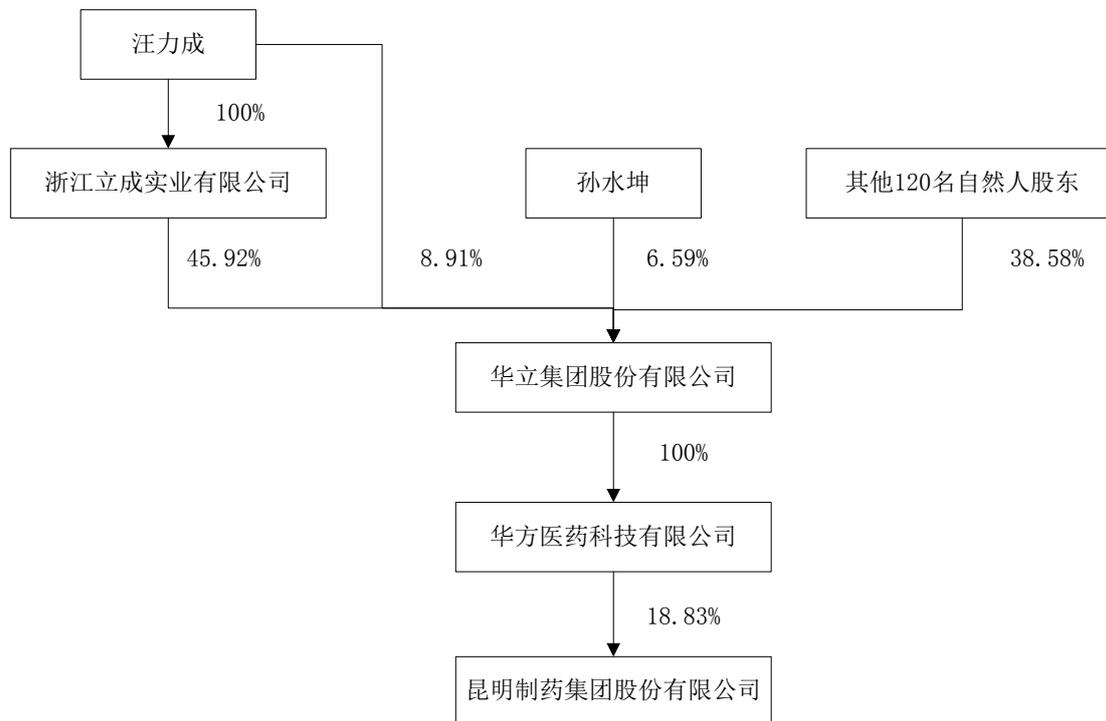
云南省具有独特的药物资源禀赋，医药产业发展势头良好，为公司业务运营提供了良好的外部环境；公司药品种类众多，品牌优势明显，“天眩清”等核心天然植物药产品市场占有率高；近年来公司产品创新能力不断提升，拥有国家新药品种 10 项，其中一类新药 5 项，拥有发明专利 73 项；公司近三年资产和收入规模持续增长，盈利能力较强；公司资产负债率低，有息债务规模小，财务结构较为稳健。

同时，东方金诚关注到，三七等中药材种植受自然条件制约较大，原材料价格波动加大了公司的成本控制压力；公司药品批发零售业务面临的市场竞争日趋激烈，盈利基础较为薄弱；公司在建项目投资规模较大，未来还将通过投资并购等方式进行产业链延伸和整合，面临一定的投资风险和融资压力。

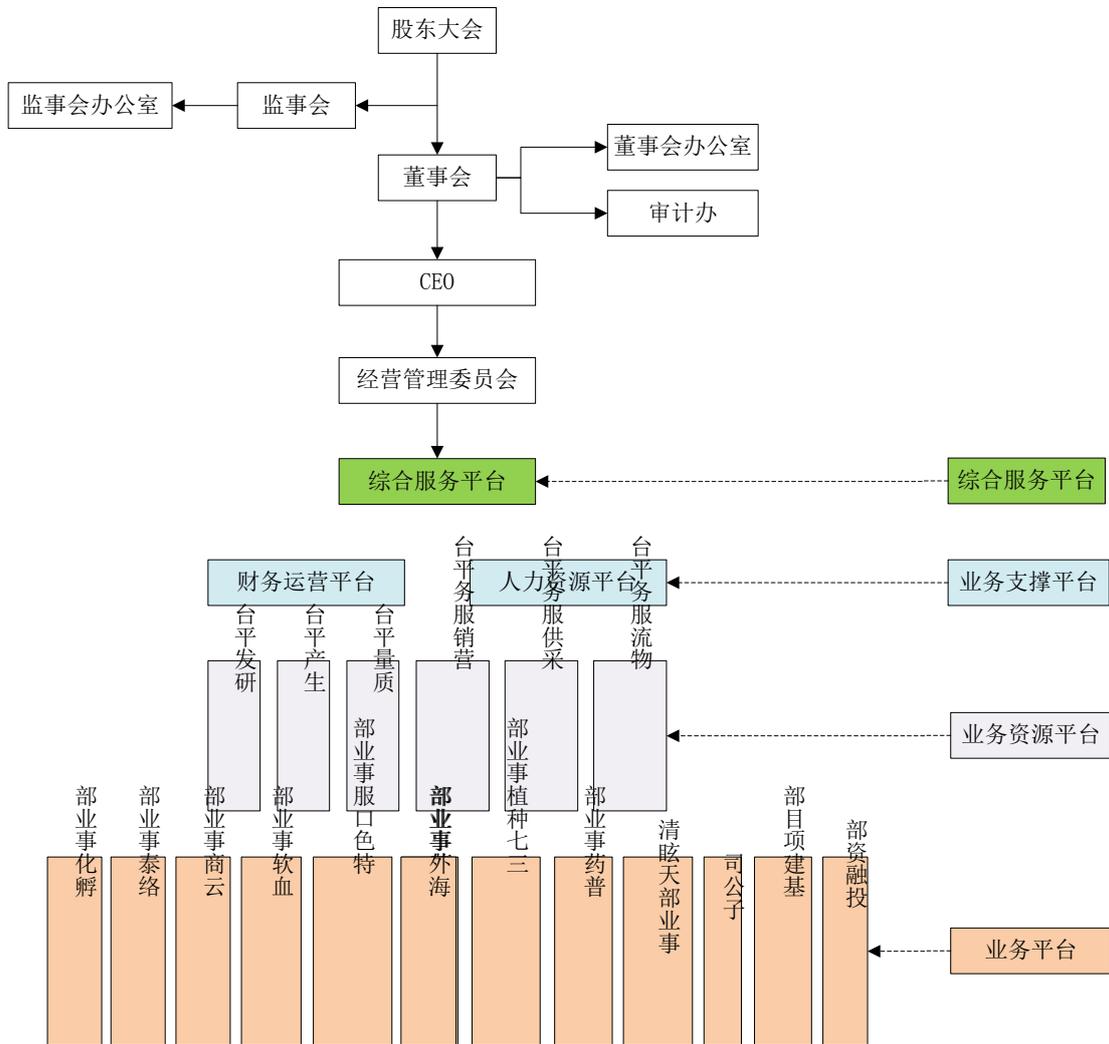
## 结论

综上所述，东方金诚评定昆药集团主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。基于对公司主体长期信用及本期公司债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期公司债券的信用等级为 AA，该级别反映了本期公司债券具备很强的偿还保障，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件一：截至 2014 年末公司控股关系图



附件二：截至 2014 年末公司组织架构图



附件三：公司主要发展历程<sup>42</sup>

时间	内容	注册资本 (万元)	股权结构
1995年12月14日	根据云政办函【1995】120号文，昆明制药厂整体改制，将其全部经营性资产作为股本投入，与昆明金鼎集团企业发展总公司（以下简称“金鼎集团”）、昆药职工持股会、昆明富亨房地产开发经营公司（以下简称“富亨房产”）和昆明八达实业总公司（以下简称“八达实业”）共同签订《认股协议书》，投资设立公司。	5818	昆明制药厂持股 2139 万股，占比 36.77%；金鼎集团持股 2139 万股，占比 36.77%；昆药职工持股会持股 1140 万股，占比 19.58%；富亨房产持股 200 万股，占比 3.44%；八达实业持股 200 万股，占比 3.44%。
1999年11月15日	昆明制药厂将持有的 36.77% 国家股权转由上级主管单位云南医药集团有限公司（以下简称“云药集团”）持有。	5818	云药集团持股 2139 万股，占比 36.77%；金鼎集团持股 2139 万股，占比 36.77%；昆药职工持股会持股 1140 万股，占比 19.58%；富亨房产持股 200 万股，占比 3.44%；八达实业持股 200 万股，占比 3.44%。
1999年11月16日	各股东同等比例将所持股份的 8.07% 转让给昆明云辰科工贸有限责任公司（以下简称“云辰公司”）	5818	云药集团持股 1966.212 万股，占比 33.80%；金鼎集团持股 1966.212 万股，占比 33.80%；昆药职工持股会持股 1047.911 万股，占比 18.01%；云辰公司持股 469.977 万股，占比 8.07%；富亨房产持股 183.844 万股，占比 3.16%；八达实业持股 183.844 万股，占比 3.16%。
2000年7月24日	昆药职工持股会将所持有的 18.01% 股权转让给云南铜业（集团）有限公司（以下简称“云南铜业”）	5818	云药集团持股 1966.212 万股，占比 33.80%；金鼎集团持股 1966.212 万股，占比 33.80%；云南铜业持股 1047.911 万股，占比 18.01%；云辰公司持股 469.977 万股，占比 8.07%；富亨房产持股 183.844 万股，占比 3.16%；八达实业持股 183.844 万股，占比 3.16%。
2000年11月27日	经证监会批准，公司通过上交所向社会公众公开发行 4000 万股股票	9818	云药集团持股 1966.212 万股，占比 20.03%；金鼎集团持股 1966.212 万股，占比 20.03%；云南铜业持股 1047.911 万股，占比 10.67%；云辰公司持股 469.977 万股，占比 4.79%；富亨房产持股 183.844 万股，占比 1.87%；八达实业持股 183.844 万股，占比 1.87%；社会公众持股 4000 万股，占比 40.74%。
2002年4月8日	金鼎集团将持有的 20.03% 股份与云南红塔投资有限责任公司（以下简称“红塔投资”）持有的 91.667% 的昆明宗诺科技有限公司股权进行置换	9818	云药集团持股 1966.212 万股，占比 20.03%；红塔投资持股 1966.212 万股，占比 20.03%；云南铜业持股 1047.911 万股，占比 10.67%；云辰公司持股 469.977 万股，占比 4.79%；富亨房产持股 183.844 万股，占比 1.87%；八达实业持股 183.844 万股，占比 1.87%；社会公众持股 4000 万股，占比 40.74%。
2002年10月29日	云南铜业将持有的 10.67% 股份转让给昆明科耀投资有限公司（以下简称“科耀投资”）	9818	云药集团持股 1966.212 万股，占比 20.03%；红塔投资持股 1966.212 万股，占比 20.03%；科耀投资持股 1047.911 万股，占比 10.67%；云辰公司持股 469.977 万股，占比 4.79%；富亨房产持股 183.844 万股，占比 1.87%；八达实业持股 183.844 万股，占比 1.87%；社会公众持股 4000 万股，占比 40.74%。

<sup>42</sup> 表中日期均为工商登记注册变更登记完成日。

			万股, 占比 1.87%; 八达实业持股 183.844 万股, 占比 1.87%; 社会公众持股 4000 万股, 占比 40.74%。
2002 年 12 月 17 日	科耀投资将所持有的 10.67% 的股份转让给华立产业集团有限公司 (以下简称“华立集团”)	9818	云药集团持股 1966.212 万股, 占比 20.03%; 红塔投资持股 1966.212 万股, 占比 20.03%; 华立集团持股 1047.911 万股, 占比 10.67%; 云辰公司持股 469.977 万股, 占比 4.79%; 富亨房产持股 183.844 万股, 占比 1.87%; 八达实业持股 183.844 万股, 占比 1.87%; 社会公众持股 4000 万股, 占比 40.74%。
2004 年 11 月 10 日	云药集团和红塔集团分别将所持有的 10.67% 和 8% 的股份转让给华立集团	9818	华立集团持股 2880.976 万股, 占比 29.34%; 红塔集团 <sup>43</sup> 持股 1180.77 万股, 占比 12.03%; 云药集团持股 918.59 万股, 占比 9.36%; 云辰公司持股 469.977 万股, 占比 4.79%; 富亨房产持股 183.844 万股, 占比 1.87%; 八达实业持股 183.844 万股, 占比 1.87%; 社会公众持股 4000 万股, 占比 40.74%。
2004 年 11 月 10 日	根据股东大会决议, 公司以总股本 9818 万股为基数, 以资本公积转增股本, 共计增加 5890.80 万股	15708.80	华立集团持股 4608.96 万股, 占比 29.34%; 红塔集团持股 1889.78 万股, 占比 12.03%; 云药集团持股 1470.34 万股, 占比 9.36%; 云辰公司持股 752.45 万股, 占比 4.79%; 富亨房产持股 293.76 万股, 占比 1.87%; 八达实业持股 293.76 万股, 占比 1.87%; 社会公众持股 6399.76 万股, 占比 40.74%。
2005 年 7 月 29 日	根据股东大会决议, 公司以总股本 15708.80 万股为基数, 以资本公积和未分配利润转增股本 15708.80 万股	31417.60	华立集团持股 9219.09 万股, 占比 29.34%; 红塔集团持股 3778.47 万股, 占比 12.03%; 云药集团持股 2939.51 万股, 占比 9.36%; 云辰公司持股 1503.93 万股, 占比 4.79%; 富亨房产持股 588.3 万股, 占比 1.87%; 八达实业持股 588.3 万股, 占比 1.87%; 社会公众持股 12800.00 万股, 占比 40.74%。
2006 年 3 月 21 日	公司实施股权分置改革, 非流通股股东向流通股股东每 10 股送 3 股	31417.60	有限售条件的流通股合计 14777.60 万股, 占总股本的比例为 47.04%; 无限售条件的流通股合计 16640 万股, 占总股本的比例为 52.96%。执行对价后, 华立集团持股 7317.60 万股, 占比 23.29%; 红塔集团持股 2877.80 万股, 占比 9.16%; 云药集团持股 2333.21 万股, 占比 7.43%; 云辰公司持股 1193.73 万股, 占比 3.80%; 富亨房产持股 588.30 万股, 占比 1.87%; 八达实业持股 466.96 万股, 占比 1.49%。
2007 年 2 月 16 日	根据国务院国资委批复, 云药集团将其持有的 7.43% 股份转让给云南省国有资产经营有限责任公司 (以下简称“云南国资”)	31417.60	云药集团不再持有公司股份, 云南国资持有公司 2333.21 万股股份, 占比 7.43%, 为公司第二大股东。
2009 年 5 月 21 日	华立产业集团有限公司名称变更为华方医药科技有限公司 (以下简称“华方医药”)	31417.60	-
2009 年 11 月 27 日	云南国资将持有的 3880.49 万股股份变更为云南省工业投资控股集团有限责任公司 (以下简称“工投集团”)	31417.60	云南国资不再持有公司股份, 工投集团持有公司 3880.49 万股股份, 占比 12.35%, 为公司第二大股东。
2013 年 7 月	经证监会核准, 公司公开发行	34113.02	华方医药持有公司 6425.02 万股, 占比

<sup>43</sup> 2004 年 3 月, 云南红塔投资有限责任公司更名为云南红塔集团有限公司 (简称“红塔集团”)。

5 日	2695.4177 万股 A 股股票, 募集资金总额 7 亿元	18.83%, 为公司第一大股东; 红塔集团持有公司 2999.14 万股, 占比 8.79%, 为公司第二大股东。
-----	---------------------------------	--

附件四：截至 2014 年末公司本部国内 GMP 认证情况<sup>44</sup>

发证时间	证书编号	认证范围	到期日
2013 年 8 月 27 日	YN20130025	原料药 1(蒿甲醚)	2018 年 8 月 26 日
2011 年 12 月 19 日	CN20110032	冻干粉针剂	2016 年 12 月 18 日
2014 年 3 月 17 日	CN20140157	小容量注射剂(非最终灭菌)、冻干粉针剂(二车间)	2019 年 3 月 16 日
2013 年 12 月 23 日	CN20130501	小容量注射剂	2018 年 12 月 22 日
2013 年 3 月 4 日	滇 J0020, 滇 J0013	原料药(灯盏花素)、原料药(豆腐果素、利血平、秋水仙碱、三七总皂苷)、片剂、硬胶囊剂、软胶囊剂、颗粒剂(含中药前处理及提取)	2015 年 12 月 31 日
2014 年 8 月 18 日	YN20140029	原料药 2(蒿甲醚)	2019 年 8 月 17 日
2014 年 10 月 16 日	YN20140039	原料药(天麻素、乙酰天麻素、果糖酸钙)	2019 年 10 月 15 日

<sup>44</sup> 根据《云南省食品药品监督管理局〈药品 GMP 证书〉有效期延续审批件》(云食药延认字 2013009), 昆药集团《药品 GMP 证书》(滇 J0020, 滇 J0013) 符合延期有关要求, 有效期延续至 2015 年 12 月 31 日。

附件五：公司合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2012 年末	2013 年末	2014 年末
流动资产：			
货币资金	31669.93	33375.58	56475.34
应收票据	10632.90	12215.95	12744.95
应收账款	30570.29	36261.82	41654.33
预付款项	12193.80	6400.02	9870.68
其他应收款	4822.97	5803.22	6994.03
存货	60271.57	56533.61	48898.20
其他流动资产	1647.85	55250.34	13604.52
流动资产合计	151809.29	205840.53	190242.06
非流动资产：			
可供出售金融资产	68.70	53.40	14604.56
长期股权投资	301.50	-	-
投资性房地产	-	-	6566.12
固定资产	29235.56	30188.97	46617.12
在建工程	1343.56	19245.06	2052.65
无形资产	15988.89	15663.31	19441.06
开发支出	4355.58	5532.67	7051.91
商誉	6840.09	6804.28	6804.28
长期待摊费用	160.46	283.18	554.61
递延所得税资产	5072.89	4972.55	4930.04
其他非流动资产	-	-	3542.36
非流动资产合计	63367.22	82743.41	112164.72
资产总计	215176.51	288583.95	302406.77

附件五：公司合并资产负债表(续表)

单位：万元

项目名称	2012 年末	2013 年末	2014 年末
流动负债：			
短期借款	24100.00	3000.00	10440.00
应付票据	10654.08	11419.38	13705.66
应付账款	31899.41	31694.60	27508.83
预收款项	10902.67	7737.65	6892.38
应付职工薪酬	6531.38	7206.96	6928.49
应交税费	1533.30	3678.55	4337.47
应付利息	-	536.67	66.89
应付股利	-	33.94	-
其他应付款	19081.27	17005.60	18768.20
一年内到期的非流动负债	310.00	-	2230.00
其他流动负债	-	15000.00	-
流动负债合计	105012.12	97313.34	90877.92
非流动负债：			
长期借款	2190.00	-	-
长期应付职工薪酬	-	-	2255.67
递延收益	-	-	4294.08
递延所得税负债	8.41	6.11	12.29
其他非流动负债	2295.50	3346.10	-
非流动负债合计	4493.91	3352.21	6562.04
负债合计	109506.03	100665.55	97439.96
所有者权益(或股东权益)：			
实收资本(或股本)	31417.60	34113.02	34113.02
资本公积	19944.43	85329.35	84602.00
其他综合收益	-	-	69.55
专项储备	153.25	266.99	266.87
盈余公积	7613.09	9407.85	11564.48
未分配利润	34739.64	46681.93	61809.48
归属母公司所有者权益合计	93868.01	175799.14	192425.39

少数股东权益	11802.47	12119.25	12541.42
股东权益合计	105670.48	187918.39	204966.81
负债与股东权益合计	215176.51	288583.95	302406.77

附件六：公司合并利润表

单位：万元

项目名称	2012年	2013年	2014年
一、营业总收入	301602.18	358429.49	412050.92
其中：营业收入	301602.18	358429.49	412050.92
其中：主营业务收入	299558.29	355932.67	409323.88
其他业务收入	2043.89	2496.82	2727.04
减：营业成本	205826.11	253943.49	288679.02
营业税金及附加	2229.72	2303.06	2656.53
销售费用	54139.44	54213.89	65254.03
管理费用	15759.30	18962.32	21492.03
财务费用	1182.74	2201.97	1235.17
资产减值损失	249.00	698.59	1038.12
投资收益	1.39	499.09	2257.83
二、营业利润	22217.27	26605.26	33953.86
加：营业外收入	2236.86	1910.91	2695.63
减：营业外支出	257.46	153.27	54.37
其中：非流动资产处置损失	207.91	37.84	15.31
三、利润总额	24196.67	28362.91	36595.11
减：所得税	4078.59	4798.46	5825.60
四、净利润	20118.08	23564.44	30769.51
归属于母公司所有者的净利润	18175.01	23162.33	29223.73
少数股东损益	1943.07	402.11	1545.78

附件七：公司合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2012年	2013年	2014年
<b>一、经营活动产生的现金流量</b>			
销售商品、提供劳务收到的现金	265399.47	319618.97	405298.09
收到税费返还	-	100.62	-
收到的其他与经营活动有关的现金	8427.99	7921.62	8209.51
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>273827.45</b>	<b>327641.21</b>	<b>413507.59</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	164313.13	208091.20	251207.67
支付给职工以及为职工支付的现金	24309.49	27556.32	3190.63
支付的各项税费	24578.18	24792.87	29378.43
支付的其他与经营活动有关的现金	39293.64	43003.84	63018.23
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>252494.44</b>	<b>303444.24</b>	<b>375594.96</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>21333.01</b>	<b>24196.97</b>	<b>37912.63</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量</b>			
收回投资所收到的现金	-	46803.38	209550.00
取得投资收益所收到的现金	1.39	495.75	2312.71
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	51.70	20.81	2.50
收到的其他与投资活动有关的现金	-	-	1080.00
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>53.09</b>	<b>47319.94</b>	<b>212945.21</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	12322.22	21265.45	22298.50
投资所支付的现金	0.00	97860.00	185841.39
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	8221.36	312.54	-
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>20543.58</b>	<b>119437.99</b>	<b>208139.89</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-20490.49</b>	<b>-72118.05</b>	<b>4805.33</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流</b>			
吸收投资所收到的现金	-	68470.00	-
取得借款所收到的现金	27600.00	38040.00	23760.00
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>27600.00</b>	<b>106510.00</b>	<b>23760.00</b>
偿还债务所支付的现金	15600.00	46700.00	29090.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	7538.04	10663.08	13565.37
支付其他与筹资活动有关的现金	-	378.05	-
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>23138.04</b>	<b>57741.12</b>	<b>42655.37</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>4461.96</b>	<b>48768.88</b>	<b>-18895.37</b>
<b>四、汇率变动对现金的影响额</b>	<b>0.03</b>	<b>-0.37</b>	<b>-0.12</b>
<b>五、现金和现金等价物净增加额</b>	<b>5304.52</b>	<b>847.42</b>	<b>23822.47</b>

附件八：公司合并现金流量表附表

单位：万元

将净利润调节为经营活动现金流量	2012年	2013年	2014年
1、净利润	20118.08	23564.44	30769.51
资产减值准备	-232.32	-350.59	225.41
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4041.81	3991.58	5008.33
无形资产摊销	279.43	521.75	578.38
长期待摊费用摊销	80.74	-	224.59
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-4.04	-	-5.34
固定资产报废损失	206.87	13.17	13.35
财务费用	1193.39	2002.01	1122.09
投资损失	-1.39	-499.09	-2257.83
递延所得税资产减少	-610.03	100.34	42.50
递延所得税负债增加	0.96	-	-
存货的减少	-21055.85	3827.47	7419.66
经营性应收项目的减少	-9512.15	-7228.47	-18613.92
经营性应付项目的增加	26674.26	-1859.38	13498.50
其他	153.25	113.74	-112.62
经营活动产生的现金流量净额	21333.01	24196.97	37912.63
<b>2、不涉及现金收支的投资和筹资活动</b>			
<b>3、现金与现金等价物净增加情况</b>			
现金的期末余额	27011.24	27858.66	51681.13
减：现金的期初余额	21706.72	27011.24	27858.66
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>5304.52</b>	<b>847.42</b>	<b>23822.47</b>

附件九：公司主要财务指标

项目	2012年	2013年	2014年
<b>盈利能力</b>			
营业利润率(%)	31.02	28.51	29.30
总资本收益率(%)	14.91	12.64	13.79
净资产收益率(%)	19.04	12.54	15.01
<b>偿债能力</b>			
资产负债率(%)	50.89	34.88	32.22
长期债务资本化比率(%)	2.03	-	-
全部债务资本化比率(%)	26.07	7.13	11.40
流动比率(%)	144.56	211.52	209.34
速动比率(%)	87.17	153.43	155.53
经营现金流流动负债比(%)	20.31	24.87	41.72
EBITDA 利息倍数(倍)	24.96	17.42	38.79
全部债务/EBITDA(倍)	1.25	0.41	0.61
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.02	-3.32	1.62
筹资前现金流量净额利息保护倍数(倍)	0.71	-23.94	38.07
<b>经营效率</b>			
销售债权周转次数(次)	7.67	7.99	8.01
存货周转次数(次)	4.16	4.35	5.48
总资产周转次数(次)	1.60	1.42	1.39
现金收入比(%)	88.00	89.17	98.36
<b>增长指标</b>			
资产总额年平均增长率(%)	32.02	34.11	4.79
净资产年平均增长率(%)	15.17	77.83	9.07
营业收入年平均增长率(%)	23.91	18.84	14.96
利润总额年平均增长率(%)	38.15	17.22	29.02
<b>本期债券偿债能力</b>			
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.99	1.16	1.45
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	9.13	10.92	13.78
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.71	0.81	1.26
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.03	-1.60	1.42

附件十：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
<b>盈利指标</b>	
毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{利润总额} \times 100\%$
<b>偿债能力指标</b>	
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{全部债务}$
期内长期债务偿还能力	$\text{期内}(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{期内应偿还的长期有息债务本金}$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / (\text{当年利息支出} + \text{当年应偿还的全部债务本金})$
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
<b>增长指标</b>	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据：增长率 = $(\text{本期} - \text{上期}) / \text{上期} \times 100\%$ (2) n 年数据：增长率 = $[(\text{本期} / \text{前 n 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
净资产年平均增长率	
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
<b>本期债券偿债能力</b>	
EBITDA/本期发债额度	$\text{EBITDA} / \text{本期发债额度}$
经营活动现金流量流入量偿债倍数	$\text{经营活动产生的现金流量流入量} / \text{本期债券到期偿还额}$
经营活动现金流量净额偿债倍数	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{本期债券到期偿还额}$
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{本期债券到期偿还额}$

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

## 附件十一：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	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，表示略高或略低于本等级。

## 关于昆明制药集团股份有限公司 2015 年公司债券的跟踪评级安排

根据主管部门有关规定和东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的评级业务管理制度，在本期债券的存续期内，东方金诚将在昆明制药集团股份有限公司年度报告公布后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并根据有关情况进行不定期跟踪评级。

昆明制药集团股份有限公司应按东方金诚跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。昆明制药集团股份有限公司如发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知东方金诚并提供有关资料。

东方金诚将密切关注昆明制药集团股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现昆明制药集团股份有限公司出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，东方金诚将及时评估其对信用等级产生的影响，确认调整或不调整昆明制药集团股份有限公司主体及债券信用等级。

如昆明制药集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，东方金诚将根据有关情况进行分析，必要时可撤销信用等级，直至昆明制药集团股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将通过东方金诚网站(<http://www.dfratings.com>)、上海证券交易所网站(<http://www.sse.com.cn>)和监管部门指定的其他媒体上予以公告，并根据监管要求向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司

2015 年 4 月 14 日