

来源：证券市场周刊

本刊记者 杜鹏 / 文

伴随着业绩的高增长，司太立（603520.SH）最近一年股价最高涨幅接近3倍，成为医疗板块最耀眼的黑马股。

然而，司太立2019年以来的高增长主要依赖并购，内生增长并不乐观，尤其原来板块利润还出现下滑，这种高增长持续性待观察。

为了完成贡献高增长的并购交易，司太立总共付出了8.37亿元真金白银，为此背上了沉重的债务负担，有息债务规模远远超过货币资金，资金链已经非常脆弱。

交易对方将巨额真金白银揽入自身腰包，其中绝大部分进入了控股股东及关联方的腰包，后者成为最大受益人。

更值得警惕的是，趁着股价大涨，司太立控股股东及实际控制人早已将几乎全部股权给质押出去了，这是不是在变相清仓式减持呢？更何况，公司实际控制人还存在糟糕记录，无疑会进一步加剧投资人的担忧。

资料显示，公司专业从事X射线造影剂、喹诺酮类抗菌药等药物的原料药及中间体的研发、生产及销售，公司X射线造影剂主要产品为碘海醇原料药，喹诺酮类抗菌药主要产品为盐酸左氧氟沙星原料药、左氧氟沙星原料药。

高增长幻象

2019年前三个季度，公司实现收入9.86亿元，同比增长55.43%；净利润1.37亿元，同比增长62.08%，这是司太立2016年3月上市以来最高的业绩增速。

财报显示，2016-2018年，公司收入分别为6.73亿元、7.11亿元、8.9亿元，同比增速分别为-3.27%、5.65%、25.25%；净利润分别为7612万元、8312万元、9368万元，同比增速分别为10.41%、9.19%、12.7%。

然而，司太立2019年以来的高增长主要依赖并购，内生增长其实并不乐观。

2018年10月27日，司太立发布重大资产重组报告书，上市公司以支付现金的方式向香港西南国际、宁波天堂硅谷、西藏硅谷天堂购买其持有的海神制药94.67%的股权，交易作价8.05亿元。

这次交易属于纯现金收购，不涉及发行股份。因此，交易很快就完成交割，标的资产在2018年四季度纳入上市公司合并报表。

海神制药专业从事X射线造影剂原料药、中间体及制剂的研发、生产及销售，主要产品为碘海醇、碘帕醇原料药，与司太立原有业务基本一致。

司太立2019年中报披露了海神制药的经营状况，因此可以通过2019年上半年来观察上市公司的真实增长情况。

财报显示，2019年上半年，海神制药收入和净利润分别为1.32亿元、3294万元，归属于上市公司94.67%股权的净利润为3118万元。如果剔除掉并购来的海神制药业绩贡献，上市公司2019年上半年的收入和净利润分别为5.04亿元、6194万元，相比2018年上半年（收入4.28亿元、净利润6498万元）同比增幅分别为17.76%、-4.68%。

因此，司太立自身的内生增长并不好，尤其净利润还出现下滑，上市公司2019年以来的高增长完全有赖于收购海神制药并表，这种高增长难有持续性。如果再考虑研发投入资本化，公司内生利润会更加不乐观。

财报显示，2019年三季度末，公司开发支出账面价值2732万元，相比期初增加1044万元。根据会计政策，研发分为研究和开发两个阶段，研究阶段发生的费用全部计入损益；开发阶段的支出只有在满足一定条件时，才能完全进行资本化处理。而且，开发支出资本化会夸大企业的资产、净利润、经营性现金流，使企业多缴所得税，损害企业的内在价值。

司太立与并购来的海神制药主营业务基本一致，主要从事非离子型碘造影剂及喹诺酮类抗菌药等药物的原料药及中间体的研发、生产和销售，公司造影剂主要产品为碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇等，喹诺酮类主要产品为左氧氟沙星、盐酸左氧氟沙星等。

其中，造影剂原料药产品是上市公司最主要的收入和利润来源。财报显示，2018年，司太立的造影剂系列产品贡献收入7.45亿元，毛利率43.08%，占全部收入和毛利额的比例分别为83.71%、89.16%。

这并不是一个快速增长的市场。莫尼塔在研究报告中称，从原料药下游制剂市场来看，2017年，全球造影剂行业规模为44.18亿美元，同比增速为10.73%；中国市场为112亿元，同比增速为12%，预计未来2-3年行业规模将保持8%-10%增长。

再者，从行业格局来看，在造影剂原料药领域，市场高度集中。根据Newport Pre

mium和中国医药工业信息中心的统计数据，除原研厂商或经销商外，包括司太立、海神制药在内，国内目前仅有6家厂商获得了碘海醇原料药生产许可，而碘帕醇原料药和碘克沙醇原料药的生产和进口厂商更少。

因此，造影剂原料药领域不会存在集中度快速提升的成长故事。更值得担忧的是，随着新玩家及新产能的增加，竞争格局存在恶化的可能性。

2017年2月，兄弟科技（002562.SZ）发布非公开发行预案称，公司拟投入3.2亿元用于1000吨碘造影剂及其中间体建设项目。该上市公司在2019年中报称，这个项目已按前期营销计划启动相关工作，稳步推进客户开发，建立业务关系，为公司在原料药的业务开展打下基础。

2018年6月20日，北陆药业（300016.SZ）发布公告称，公司以自有资金1.37亿元认购海昌药业定向发行的股票1140万股，认购完成后公司将持有其33.5%的股份。海昌药业也是一家专注于X射线造影剂原料药研发、生产和销售的医药企业，主要产品是碘海醇，即碘海醇制剂的原材料。北陆药业在公告中表示，海昌药业为公司碘对比剂原料药的主要供应商之一，本次收购是实现产业链整合的重要战略布局。

此外，浙江海洲制药有限公司正在国内申报碘海醇原料药。因此，这些新玩家均将成为司太立的竞争对手。

危险的资金链

为了收购海神制药94.67%股权，司太立采用的是纯现金交易方式，付出了8.05亿元的真金白银。重组审计报告显示，截至2018年6月30日，海神制药净资产为2.15亿元，对应收购PB为3.74倍，以这样的价格来收购一家原料药企业并不划算。

在这笔交易中，香港西南国际、宁波天堂硅谷、西藏硅谷天堂获得的现金对价分别为7.05亿元、5000万元、5000万元，香港西南国际成为最大受益方。

重组报告书显示，香港西南国际系上市公司司太立实际控制人之一胡健配偶卢唯唯控制的公司，为上市公司的关联方。因此，这笔交易中绝大部分真金白银都流入了上市公司实际控制人的腰包。

针对这笔交易，司太立两位高管明确投出了反对票。2018年10月27日，上市公司发布的公告显示，这两位高管分别是公司董事汤军和监事陶芳芳，给出的反对理由是新方案没有和原方案对公司及股东权益的对照分析，所以无法支持本次交易。

1年之后，司太立收购海神制药剩余部分股权。2019年10月15日，上市公司发布公

告称，公司拟以现金方式购买浙江竺梅寝具科技有限公司（下称“竺梅寝具”）持有的海神制药3.53%股权。经交易双方协商，确定本次股权交易对价为3237万元。

这次交易同样构成关联交易。公告显示，竺梅寝具于2018年1月3日成立，背后的股东是浙江竺梅进出口集团有限公司、胡锦涛、周慧芬、盖国忠，持股比例分别为51%、18.5%、10%、20.5%。其中，胡锦涛与其配偶吴珊娟及子女合计持有浙江竺梅进出口集团有限公司100%股权。

如上所述，胡锦涛为竺梅寝具实际控制人。胡锦涛为上市公司控股股东胡锦涛生之兄弟，为公司关联方。

针对这笔关联交易，前面两位高管同样给出了反对意见，给出的理由是此次股权交易属于溢价交易，无法支持本次交易。

根据坤元资产评估有限公司出具的“坤元评报【2019】507号”评估报告，以2019年6月30日为评估基准日，海神制药基于收益法评估的股东全部权益评估值为8.13亿元，而这次交易对价换算为100%股权为9.17亿元，相比评估价高出来1.04亿元，属于溢价交易。

司太立为什么要以显著高于评估值的价格购买关联方资产呢？这背后是否存在利益输送问题呢？对此，上市公司有必要给出合理解释。

通过前面连续两笔交易，交易对方合计从上市公司身上拿走8.37亿元真金白银，控股股东及关联方成为最大受益人。反观上市公司，却为此背上了沉重的债务负担。

在交易之前的2018年三季度末，司太立有息负债合计10.2亿元，其中短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款分别为4.83亿元、1.01亿元、4.36亿元。而在交易之后，司太立2018年年末有息负债合计达到18.49亿元，其中短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款分别为8.63亿元、1.21亿元、8.65亿元。

从上面的负债结构变动来看，司太立使用了不少短期借款来收购海神制药，属于典型的短贷长投，背后的财务风险不容忽视。2019年以来，司太立的债务规模继续攀升，截至2019年三季度末，公司有息负债合计达到20.45亿元，其中短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款分别为11.27亿元、1.55亿元、7.63亿元。

2019年三季度末，司太立账面上的货币资金只有3.56亿元，而且基本没有其他的类现金资产，资金链处于极度危险的状态。一旦外部环境有任何风吹草动，都可能会对上市公司带来不可预料的风险。

为了应对资金需求，司太立数月前抛出了可转债计划。2019年7月20日，上市公司发布公告称，拟公开发行总额不超过3.8亿元可转换公司债券，主要用于3个项目，一是1.3亿元投入年产1500吨碘化物及研发质检中心项目，二是1.7亿元投入年产300吨碘佛醇、5吨钆贝葡胺造影剂原料药项目，三是8000万元补充流动资金。

但在同日召开的公司第三届董事会第二十六次会议上，相关议案遭到公司董事汤军的反对。汤军表示：本次公司公开发行可转换公司债券，本人委派单位朗生投资(香港)有限公司(下称“朗生投资”)原则上支持，但是经朗生投资内部认定，本次可转债预案中设定的未来转股价格无法体现公司的发展趋势，不利于保护现有中小投资者的利益。

尽管朗生投资委派董事反对涉及可转换公司债券的相关议案，但是根据公告披露，此次董事会依旧通过了上述议案。目前，这项可转债计划已经在股东大会通过，未来仍需监管层审核，此次融资能否成行仍存在诸多不确定性。

高质押风险

与上市公司背上沉重债务负担形成鲜明对比的是，司太立控股股东及实际控制人早已经趁着股价大涨，将几乎全部股权给质押出去了。

司太立的控股股东是胡锦涛，实际控制人是胡锦涛与胡健。

最新的三季报显示，截至2019年9月30日，胡锦涛持有公司股份3591万股，占公司总股本的21.39%；累计质押股份数量为3570万股，占其持有公司股份总数的99.42%，占公司总股本的21.26%。

截至2019年9月30日，胡健持有公司股份3150万股，占公司总股本的18.76%；累计质押股份数量为3150万股，占其持有公司股份总数的100%，占公司总股本的18.76%。

如此高的质押比例在上市公司中并不常见，股价一旦下跌很容易爆仓。

股票质押贷款属高风险贷款业务，为控制股价波动带来的未能偿付风险，质押方会设立警戒线和平仓线，警戒线一般为150%-170%，平仓线一般为130%-150%，部分较为激进的券商警戒线、平仓线甚至设置为140%、120%。如果按照“40%的质押率、8%的利率、1年的平均到期期限以及160%的警戒线和140%的平仓线”计算，达到警戒线和平仓线的质押股份下跌幅度分别为23.2%和32.8%。

股权质押理论上可以被部分上市公司老总个人当做一种套现方式，简单说就是贷了

款就不还了，把股票留给质押方。司太立实际控制人已经将几乎所有股票都给质押出去了，这是不是意味着不再看好上市公司前景从而清仓式变相减持呢？

再者，司太立实际控制人曾经有过糟糕记录，这会加剧投资人的担忧。

2019年6月15日，司太立发布公告称，公司于2019年6月14日收到中国证监会浙江监管局行政监管措施决定书《关于对浙江司太立制药股份有限公司、胡锦涛采取出具警示函措施的决定》（[2019]41号）。

公告称，2018年1月7日至2018年12月24日期间，公司控股股东、实际控制人胡锦涛生以指示公司控股子公司江西司太立制药有限公司向关联方及供应商直接划款或背书承兑汇票的方式，累计占用上市公司资金1.14亿元；截至2018年12月31日，胡锦涛生已将上述占用资金全部归还，并支付利息63.50万元。公司未对上述控股股东资金占用事项履行相关审议程序和信息披露义务；胡锦涛生作为公司的董事长、控股股东及实际控制人，是公司资金被占用和未按规定信息披露的主要直接责任人。

决定书认为，上述行为违反了《上市公司信息披露管理办法》第二条、第三条、第四十八条和《关于规范上市公司与关联方资金往来及上市公司对外担保若干问题的通知》（证监发[2003]56号）第一条的有关规定；根据《上市公司信息披露管理办法》第五十八条、第五十九条的规定，浙江监管局决定对公司及胡锦涛生采取出具警示函的行政监管措施并记入证券期货市场诚信档案。

巴菲特说过，如果在厨房里面发现了一只蟑螂，那么厨房里面绝对不可能只有一只蟑螂。

对于文中问题，《证券市场周刊》记者已经给上市公司发去了采访函，不过截至发稿未收到回复。