



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪015号

华润三九医药股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“2013年华润三九医药股份有限公司公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本次跟踪主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年四月十二日

2013 年华润三九医药股份有限公司 公司债券（第一期）跟踪评级报告（2018）

发行主体	华润三九医药股份有限公司		
发行规模	人民币 5 亿元		
存续期限	2013/5/9-2018/5/9		
上次评级时间	2017/04/05		
上次评级结果	债项级别 AA ⁺ 主体级别 AA ⁺	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA ⁺ 主体级别 AA ⁺	评级展望	稳定

概况数据

华润三九	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	76.74	87.21	101.25
总资产（亿元）	120.19	135.52	161.95
总债务（亿元）	7.99	8.49	9.64
营业总收入（亿元）	79.00	89.82	111.20
营业毛利率（%）	61.18	62.57	64.86
EBITDA（亿元）	18.14	17.87	18.89
所有者权益收益率（%）	16.61	13.85	13.10
资产负债率（%）	36.15	35.64	37.48
总债务/EBITDA（X）	0.44	0.48	0.51
EBITDA 利息倍数（X）	65.07	63.46	65.22

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、公司 2017 年年报披露的 EBITDA 利息倍数中利息支出不包含资本化利息，故存在差异。

分析师

周莉莉 hlzhou@ccxr.com.cn

陈曦 xchen@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2018 年 4 月 12 日

基本观点

2017 年医药制造行业延续了企稳回暖的态势，同时在人口老龄化、居民医疗消费水平提高、医保覆盖率提高等因素的推动下，行业仍将保持较好的发展前景。作为国内知名医药企业，华润三九医药股份有限公司（以下简称“华润三九”或“公司”）业务规模持续稳步增长，外延式并购加速各板块产品布局，公司盈利能力持续增强，偿债指标表现良好。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到华润三九费用支出加大等因素或将对公司信用水平产生一定影响。

综上，中诚信证评维持华润三九主体信用等级 AA⁺，评级展望为稳定；维持“2013 年华润三九医药股份有限公司公司债券（第一期）”信用等级 AA⁺。

正 面

- 医药制造行业保持较好的发展态势。2017 年医药制造行业延续了企稳回暖的态势，行业的收入和利润均实现较快增长，且在人口老龄化、居民医疗消费水平提高、医保覆盖率提高等因素的推动下，将继续保持较好的发展前景。
- 业务规模持续稳步增长。2017 年公司不断强化品牌建设及终端管控，继续保持自我诊疗业务的优势地位；同时公司进一步优化处方药产品结构，不断提升其产品竞争力，全年医药行业板块实现营业收入 106.03 亿元，同比增长 24.97%。
- 外延式并购加速各板块产品布局。公司继续通过外延式并购方式扩大业务布局，2017 年通过并购搭建了维生素矿物质等大健康产品的业务发展平台，以及丰富了处方药领域抗肿瘤口服品类产品线，不断推动各板块业务的发展。
- 盈利能力持续增强，偿债指标表现良好。受益于收入规模持续增长及毛利率稳定上升，2017

年公司实现净利润 13.26 亿元,同比增长 9.83%,持续增强的盈利能力为公司债务本息的偿还提供保障,公司主要偿债指标表现较好。

关 注

- 费用支出加大。受“两票制”推进影响,公司销售费用增长较快,对其利润空间造成一定侵蚀,亦给期间费用管控能力带来压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业状况

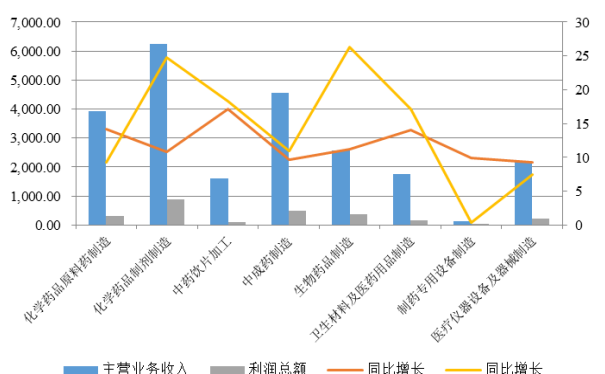
2017 年,医药制造行业延续企稳回暖的态势,行业的收入和利润均实现较快增长

2017 年,在创新政策扶持力度不断加大、市场需求依然强劲以及药品价格下降空间逐步收窄的影响下,医药制造行业延续企稳回暖的态势。根据国家统计局数据,2017 年医药制造业主营业务收入为 28,185.50 亿元,同比增长 12.5%;利润总额为 3,314.10 亿元,同比增长 17.8%,收入及利润总额增速分别较 2016 年同期上升 2.8 个百分点和 3.9 个百分点。从长期来看,在人口老龄化、居民医疗消费水平提高、医保覆盖率提高等因素的推动下,我国的医药行业仍具有较好的增长空间。

从医药制造子行业来看,根据工信部公布的 2017 年前三季度医药制造子行业的业绩显示,前三季度中药饮片行业收入保持了较高的增长速度,增速达 17.20%,其次是化学药品原料药、卫生材料及医药用品等;而化学药品制剂、中成药、制药专用设备、医疗仪器设备及器械制造均低于行业平均增速。从利润端情况看,生物药品行业受疫苗行业回暖的影响,刚需得以释放,同时流通渠道改革的完成带来利润的高速增长,全年增速为 26.26%,系利润总额增长最快的子行业。

图 1: 2017 年前三季度医药制造子行业收入及利润增速

单位: 亿元、%



资料来源: 中华人民共和国工业和信息化部, 中诚信证评整理

2017 年,我国继续推进仿制药的一致性评价;国家通过深化审评审批制度改革,鼓励药品创新,未来研发实力突出的制药企业有望保持其竞争优势

近年来为提升国产制药水平,提高国产药品的有效性和安全性,国家在存量药品方面推进仿制药一致性评价,鼓励企业研发创新。2016 年 3 月国务院印发《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》,提出进行一致性评价来提高仿制药质量;2017 年 12 月 29 日,CFDA 公布了首批通过一致性评价品种名单,共 17 个品种获批,通过仿制药一致性评价的品种将在采购、医保及生产等方面享受支持。通过一致性评价,行业集中度将得以提升。

2017 年 10 月,中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》,从改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力、加强组织实施六大方面提出 36 条具体意见。同月,CFDA 发布《中华人民共和国药品管理法修正案(草案征求意见稿)》,将 MAH 写入法律并要求全面落实,MAH 可在一定程度上缓解目前“捆绑”管理模式下出现的问题,从源头上抑制制药企业的低水平重复建设,提高新药研发的积极性。

医保控费及医保目录方面,2017 年 1 月,国家发改委、卫计委、人社部三部委联合下发《关于推进按病种收费工作的通知》;2017 年 6 月,国务院办公厅又下发了《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》,要求从 2017 年起,全面推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式。2017 年底,安徽、山西等多个省份陆续出台政策,按病种付费试点范围扩展明显提速。医保目录方面,2017 年 2 月,人社部发布新版医保目录,随后确定 44 个纳入医保目录谈判范围的医药名单;4 月,人社部发布《关于公开征求建立完善基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录动态调整机制有关意见建议的通知》,医保药品目录将进入动态调整阶段,常态化、动态化的医保用药准入退出机制,是新版医保目录的一大亮点,这将推动制药企

业更关注产品的疗效、安全性与经济性之间的考量。

随着“两票制”在全国各省的全面推行，医药流通行业集中度将得以提升

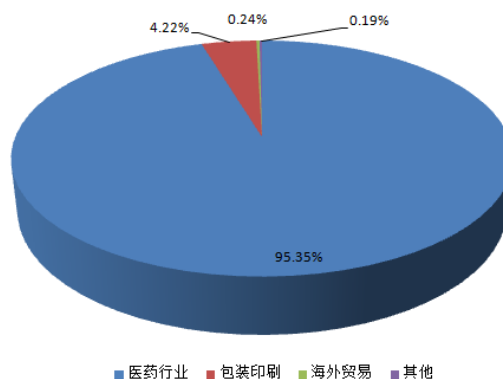
医药流通方面，2017 年，“两票制”在各省全面推进，截至 2017 年末，福建、安徽、青海、重庆、上海等 20 个省份已经开始执行，2018 年初，广西、贵州、湖北、江西、宁夏、西藏、新疆和北京 8 个省/直辖市开始执行。此外，广东、河南、云南、甘肃将于 2018 年年内全面推行“两票制”。“两票制”的执行可最大限度压缩药品流通环节的长度和宽度，通过减少层层加价来降低药品价格，并通过加强对药品的监督来保障用药安全；医药流通行业领先的企业可通过资金优势、规模效益以及更健全的销售网络取得更大的优势，行业集中度将得以提升。

中诚信证评认为，一致性评价的推进与创新药研发的鼓励政策，对国产制药水平的提升有着重要的意义，研发实力突出的企业将保持其竞争优势。医保控费目标的建立及医保目录的动态调整政策，将对制药企业产品的疗效及经济性提出更高的要求。此外，随着“两票制”在全国各省的陆续执行，医药流通行业的集中度将得以提升。

业务运营

公司主要从事医药产品的研发、生产、销售及健康服务。作为华润医药集团下属上市公司之一，目前公司核心业务定位于自我诊疗和中药处方药领域，主要产品包括 999 感冒灵、999 皮炎平、三九胃泰颗粒、参附注射液、参麦注射液、理洩王牌血塞通软胶囊、华蟾素片剂及注射液、中药配方颗粒、新泰林等。得益于核心业务板块的较好发展，2017 年公司实现营业总收入 111.20 亿元，同比上升 23.81%，其中医药行业板块实现营业收入 106.03 亿元，同比增长 24.97%，占营业总收入的 95.35%，较上年提升 0.89 个百分点。从医药行业板块收入具体构成来看，2017 年公司自我诊疗产品收入 54.29 亿元，同比增长 15.78%，占营业收入比重 48.83%；处方药收入 51.74 亿元，同比增长 36.33%，占营业收入比重为 46.53%。

图 2：2017 年公司营业总收入构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司不断强化品牌建设及终端管控，使得其自我诊疗产品保持优势地位，同时通过并购方式加速大健康领域的业务布局

公司自我诊疗业务主要包括 OTC、OTX 和大健康相关业务，2017 年自我诊疗业务实现营业收入 54.29 亿元，同比增长 15.78%，其中销售规模最大的感冒品类及重点培育的儿科品类均实现较快增长，皮肤品类及胃药品类销售保持平稳。公司已连续多年位居国内 OTC 生产企业综合排名前列，自我诊疗业务涵盖了感冒、皮肤、胃肠、止咳、骨科、儿科等近 10 个品类，产品线丰富。同时，公司自我诊疗业务已拥有较高的品牌价值，2017 年拥有年销售额过亿元的品种 21 个，其 OTC 产品如 999 感冒灵、三九胃泰、999 皮炎平、小儿感冒灵、气滞胃痛颗粒、骨通贴膏等等相关用药市场持续保持领先地位。2017 年，公司品牌 OTC 业务基于 999 主品牌“为爱专注，为家守护”的理念，聚焦感冒、胃药、皮肤等 OTC 传统优势领域，持续强化品牌建设，将品牌与消费者关注的内容进行结合，先后推出了《感冒戴口罩，人民感谢你》为主题的“3.9 健康日”主题活动，以及“999 感冒灵”2017 年感恩节短片《总有人偷偷爱着你》，重点辐射高端及年轻消费群体，在媒介碎片化和品牌建设成本高涨的大背景下取得了理想的营销成果。

渠道建设和终端管控方面，公司进一步推动渠道下沉、扩大区域覆盖，聚焦与连锁客户的战略合作，并不断提升直控终端的占比，销售效率得到有效提升。在电商业务方面，公司与京东大药房、阿里健康大药房等大型医药平台开展合作，不断探索

互联网销售模式。此外，藉由与赛诺菲的战略合作，公司开始拓展 OTX 专业品牌业务，在零售药店终端探索专业产品的学术推广模式，即通过对相关疾病诊疗方案的深入研究，研发并制造在临床上具有独特诊疗价值的药品，以可靠的临床证据和专业的学术活动向目标客户群体进行推广，在各级医院实现销售。目前公司 OTX 业务重点发展包括儿科、妇科、骨科系列产品及肝病用药“易善复”。公司与赛诺菲在中国消费者健康领域的战略合作在 2017 年全面展开。1 月，赛诺菲的全球 OTC 旗舰护肝产品“易善复”在中国市场的经销和推广工作正式交接，全年实现了平稳过渡，销售量略超预期；3 月，合资公司“三九赛诺菲（深圳）健康产业有限公司”正式设立，重点发展儿科、妇科品类的业务，打造“999”小儿感冒药、“好娃娃”以及“康妇特”品牌。

大健康业务方面，公司于 2017 年初正式设立大健康事业部，并通过并购方式加速其在大健康领域的业务布局。公司于 2017 年 9 月并购山东圣海保健品有限公司（以下简称“山东圣海”）65% 股权，搭建了维生素矿物质等大健康产品的业务发展平台；“999 今维多”品牌下的维生素、矿物质系列产品于 11 月正式上市，包括维生素 C 咀嚼片、B 族维生素片、铁锌钙咀嚼片、牛初乳压片糖及多种维生素矿物质片等 6 款产品，大健康业务全面开启。

跟踪期内公司进一步优化处方药产品结构，该板块业务保持快速增长

公司在中药处方药行业享有较高声誉，产品覆盖心脑血管、肿瘤、消化系统、骨科、儿科等治疗领域，拥有参附注射液、参麦注射液、理洫王牌血塞通软胶囊、华蟾素片剂及注射剂、茵栀黄口服液等多个中药处方药品种。2017 年公司处方药业务实现营业收入 51.74 亿元，同比增长 36.33%。跟踪期内，公司进一步优化处方药产品结构，并逐步向健康养生、康复保健两端延伸，不断提升其在水心脑血管、肿瘤、骨科、消化等领域的产品竞争力。公司在重点发展“理洫王”血塞通软胶囊、华蟾素片等优质口服产品的同时，于 2017 年 1 月并购吉林三九金复康药业有限公司（以下简称“三九金复康”）65% 股权，获得了金复康口服液、益血生胶囊产品，丰

富了其抗肿瘤领域口服品类产品线。受益于此，原在处方药业务中占比较大的中药注射剂产品在公司营业收入中占比不断下降，产品结构日趋合理。终端销售及推广方面，公司加快处方药业务转型，扩大自营业务比重，并推进终端下沉。同时，公司积极向下延伸至县级医院和基层医疗机构，拓展基层医疗市场，持续提升其产品覆盖面。

作为中药配方颗粒试点生产企业之一，公司继续加强药材种植基地建设及药材种源研究，不断提升产品品质，增加产品数量，2017 年配方颗粒业务收入实现快速增长；同时公司在全国范围内建有多个中材 GAP 种植基地。在临床推广方面，公司继续强化与重点医疗机构的合作，通过智能化中药房为客户提供更为优质的服务，促进业务更好发展。

抗感染业务方面，公司拥有新泰林（注射用五水头孢唑林钠）、阿奇霉素肠溶胶囊、红霉素肠溶胶囊等抗生素产品以及镁加铝咀嚼片、汉防己甲素片、地氯雷他定等产品。跟踪期内，公司继续整合新泰林和众益制药口服抗生素，提高营销资源整合，加大产品宣传与推广，由于合作推广模式 2017 年下半年的占比不断提升，抗感染业务营业收入有所增长。同时，公司加快新产品引进，与瑞士企业 Basilea 签署中国内地、香港、澳门的独家技术授权合作协议，引进第五代头孢抗生素（头孢比罗酯），目前相关产品正处于临床阶段。

截至 2017 年末，公司共有 5 个在建制药生产基地，计划投资金额 2.90 亿元，已投资 1.54 亿元，尚需投资 1.36 亿元。未来随着新生产基地的陆续投产，公司在医药研发及生产方面将进一步增强。但考虑到公司收购兼并的推进以及在建项目的规模，其未来仍面临一定的资金需求。

表 1：截至 2017 年末公司在建制药生产基地情况

单位：亿元

名称	项目状态	计划投资金额	已投入金额
华润三九（雅安）大兴二期糖浆剂及配套	已完工	1.42	0.41
华润金蟾中药提取二期建设项目	在建	0.89	0.32
华润三九（黄石）药业有限公司（以下简称“华润三九（黄石）”）小儿颗粒剂型双分袋改造项目	已完工	0.33	0.31
制剂车间	已完工	0.09	0.07
山东圣海保健品有限公司（以下简称“山东圣海”）一号车间	在建	0.17	0.43
合计	-	2.90	1.54

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年公司继续加大研发投入，不断丰富产品线布局，提升竞争实力

研发方面，公司继续加大研发投入，不断提升核心品种产品力，并扩大 OTC、处方药及大健康业务储备新品种。具体来看，公司对现有已上市品种开展工艺核对、一致性评价及二次开发等研究，以提升现有品种的品质、资质。同时，公司不断丰富产品线布局，开展新产品研究 15 项，其中探索性研究 2 项，5 类中药 2 项，6 类中药 1 项，1 类化药 1 项，3 类化药 4 项，4 类化药 5 项；并完成第五代头孢抗生素（头孢比罗酯）和一个二类新药的引入，以及一个 1.5 类新药的立项。

研发投入方面，2017 年公司研发投入总额为 3.26 亿元，较上年增长 16.43%，占当年营业收入的 2.93%。2017 年公司在研新产品项目 15 项；申请国家发明专利 32 项，获得国家发明专利授权 18 项；获得各级政府课题资助资金 4,330.80 万元。

表 2：2015~2017 年公司研发投入

	2015	2016	2017
研发投入总额（亿元）	2.43	2.80	3.26
研发支出收入占比（%）	3.08	3.12	2.93

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

科研技术合作方面，目前公司已与北京中医药大学、中国中医科学院和广东省药品质量研究所签约合作研究岗梅、千里香等中药材品种。中药智造方面，公司重点推进规范的标准化生产，提升信息

化、自动化水平，打造高效供应链，从而有效控制生产成本，提供差异化优质产品。

表 3：截至 2017 年末公司科研技术合作情况

单位：万元

合作项目	合作内容	合同时间	签约内容	投资金额
岗梅	北京中医药大学	2016 年	岗梅质量标准体系研究	150
岗梅	中国中医科学院	2016 年	岗梅道地药材团体标准研究	50
岗梅	广东省药品质量研究所	2016 年	岗梅质量标准研究	20
千里香（三九胃泰项目支出预算）	中国中医科学院	2017 年	千里香商品规格等级及安全性评价	100

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务分析

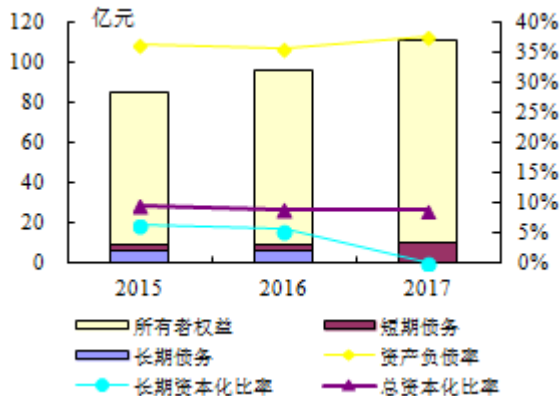
下列分析主要基于公司提供的经德勤华永会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告。

资本结构

跟踪期内，公司业务规模持续增长，促使资产及负债规模较上年末均持续上升，同时自有资本实力不断夯实。截至 2017 年末，公司资产总额 161.95 亿元，同比增长 19.51%，主要系货币资金、应收票据、应收账款和商誉增加所致。具体来看，2017 年末公司货币资金同比增长 87.56%，主要系新增较多银行存款；银行承兑汇票的增加使得应收票据同比增长 44.50%；应收账款同比增长 35.63%，其中账龄在 1 年以内的应收账款占比达 94.73%，应收账款前五名客户合计占比为 5.93%，集中度较低，风险较小；商誉较上年末增加 4.08 亿元，系跟踪期内收购山东圣海和三九金复康所形成的商誉。同期末，受有息债务及其他应付款增加等因素影响，公司负债总额增至 60.71 亿元，较 2017 年末上升 25.68%。其中，2017 年末公司其他应付款同比增长 37.19%，其占比最大的为市场推广费用，账龄超过 1 年的重要其他应付款为尚未达到合同规定支付条件的股权转让款 1.92 亿元。此外，得益于留存收益的持续积累，截至 2017 年末公司所有者权益为 101.25 亿

元，较上年末增长 16.09%。

图 3：截至 2015~2017 年末公司资本结构分析

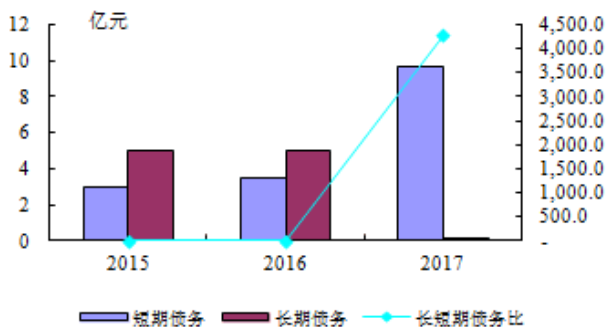


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务结构方面，截至 2017 年末公司总债务为 9.64 亿元，同比上升 13.56%，其中短期债务大幅上升至 9.64 亿元，主要系本期公司债券即将于 2018 年 5 月到期，公司将其调整至一年内到期的非流动负债所致。

财务杠杆比率方面，截至 2017 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 37.48% 和 8.70%，较 2016 年末分别上升 1.84 个百分点和下降 0.17 个百分点，整体仍处于较低水平。

图 4：2015~2017 年末公司债务结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，随着业务规模的扩大，公司资产及负债规模均呈现上升，同时受益于较强的自有资本实力及稳健的财务政策，公司的负债水平保持在较为合理的水平，财务结构较为稳健。

盈利能力

跟踪期内，公司收入规模持续增长，2017 年公司取得营业总收入 111.20 亿元，同比上升 23.81%。分业务板块来看，制药业务仍为公司主要的收入来源，在总收入中占比逐年增加。2017 年公司医药行

业实现营业收入 106.03 亿元，较上年增长 24.97%；占当年营业总收入的 95.35%，较上年提升 0.89 个百分点。

毛利率方面，2017 年公司营业毛利率为 64.86%，较上年提升 2.29 个百分点。分产品来看，凭借较好的渠道建设，2017 年公司自我诊疗业务毛利率同比小幅上升 0.13 个百分点至 58.74%；处方药方面，公司进一步优化产品结构，2017 年处方药业务毛利率为 75.88%，同比上升 3.26 个百分点。

期间费用方面，2017 年公司销售费用持续增长，主要为市场推广费用的增加。2017 年，公司销售费用达 47.50 亿元，同比增长 44.84%；同期财务费用及管理费用分别为 0.25 亿元和 9.21 亿元，分别同比增长 72.30% 和 5.39%，其中财务费用的增加主要为受汇率影响，汇兑损失的增加。2017 年，公司期间费用合计 56.95 亿元，占营业总收入的比重为 51.22%，公司期间费用控制能力仍有待提升。

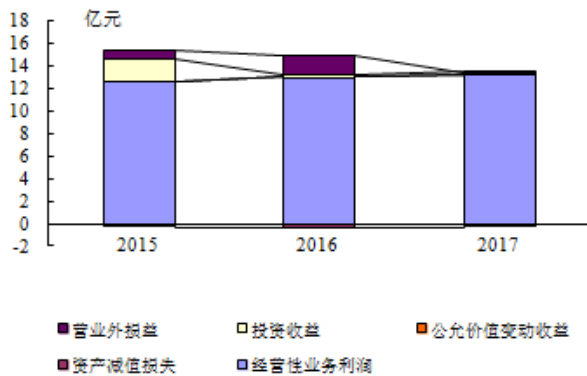
表 4：2015~2017 年公司期间费用分析

	2015	2016	2017
销售费用（亿元）	26.77	32.80	47.50
管理费用（亿元）	7.74	8.74	9.21
财务费用（亿元）	0.04	0.14	0.25
三费合计（亿元）	34.55	41.68	56.95
营业总收入（亿元）	79.00	89.82	111.20
三费收入占比（%）	43.74	46.40	51.22

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额情况来看，公司 2017 年利润总额为 15.18 亿元，同比小幅上升 4.48%，主要由经营性业务利润构成。具体来看，受益于收入规模的提升，2017 年公司实现经营性业务利润 13.23 亿元，同比增长 1.65%，其余系部分投资收益和营业外损益。此外，我们也关注到，2017 年公司新增其他收益 1.82 亿元，主要为各类奖励、政府补助及扶持资金等。综上，2017 年公司取得净利润 13.26 亿元，同比增长 9.83%，所有者权益收益率为 13.10%。

图 5：2015~2017 年公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于较好的渠道建设及产品结构不断优化，2017 年公司医药板块业务收入规模保持稳步增长，整体具备很强的盈利能力。但中诚信证评也关注到，由于公司销售费用上升较快，对其期间费用管控能力形成挑战。

偿债能力

随着业务规模的扩张，公司营运资金需求增加，导致债务规模有所上升。截至 2017 年末，公司总债务为 9.64 亿元，同比增长 13.56%，其中短期债务为 9.64 亿元，主要为即将到期的本期公司债券；短期借款主要为银行借款，集中于 2018 年下半年到期偿付。长期债务全部为本溪市财政局提供给公司的长期借款，将于 2019 年 11 月到期。

从 EBITDA 构成来看，公司 EBITDA 主要由利润总额、财务性利息支出和折旧构成。2017 年公司 EBITDA 为 18.89 亿元，同比增长 5.68%，主要系利润总额增加所致；EBITDA/营业总收入为 16.98%，其获现能力仍较强。从主要偿债指标来看，2017 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 0.51 倍和 65.22 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖程度很强。

现金流方面，2017 年公司经营活动产生现金净流入为 15.60 亿元，同比增长 12.09%，系由于公司销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。2017 年公司经营活动净现金/利息支出为 55.77 倍，经营活动净现金/总债务为 1.62 倍，公司经营性净现金流较为充裕，对债务本息的保障能力很强。同期公司因投资支付的现金较多，使得投资性现金流呈现净流出 5.52 亿元，同比下降 54.91%。

表 5：2015~2017 年公司部分偿债能力指标

财务指标	2015	2016	2017
总债务（亿元）	7.99	8.49	9.64
EBITDA（亿元）	18.14	17.87	18.89
资产负债率（%）	36.15	35.64	37.48
长期资本化比率（%）	6.11	5.42	0.00
总资本化比率（%）	9.43	8.87	8.70
EBITDA 利息倍数（X）	65.07	63.46	65.22
总债务/EBITDA（X）	0.44	0.48	0.51
经营净现金流/总债务（X）	1.58	1.64	1.62
经营活动净现金/利息支出（X）	45.19	49.44	55.77

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

注：公司 2017 年年报披露的 EBITDA 利息倍数中利息支出不包含资本化利息，故存在差异。

财务弹性方面，公司与多家金融机构保持着良好的合作关系，进一步增强了对偿债的保障程度。截至 2017 年 12 月 31 日，公司已获得银行共计 24.00 亿元的授信额度，其中已使用授信额度为 2.31 亿元，备用流动性充足。

或有负债方面，截至 2017 年 12 月 31 日，公司已审批对子公司的担保为 2.5 亿元，对子公司实际提供担保金额合计 2.01 亿元，除此之外，公司无其他对外担保。此外，公司无重大对外诉讼等或有负债事项。

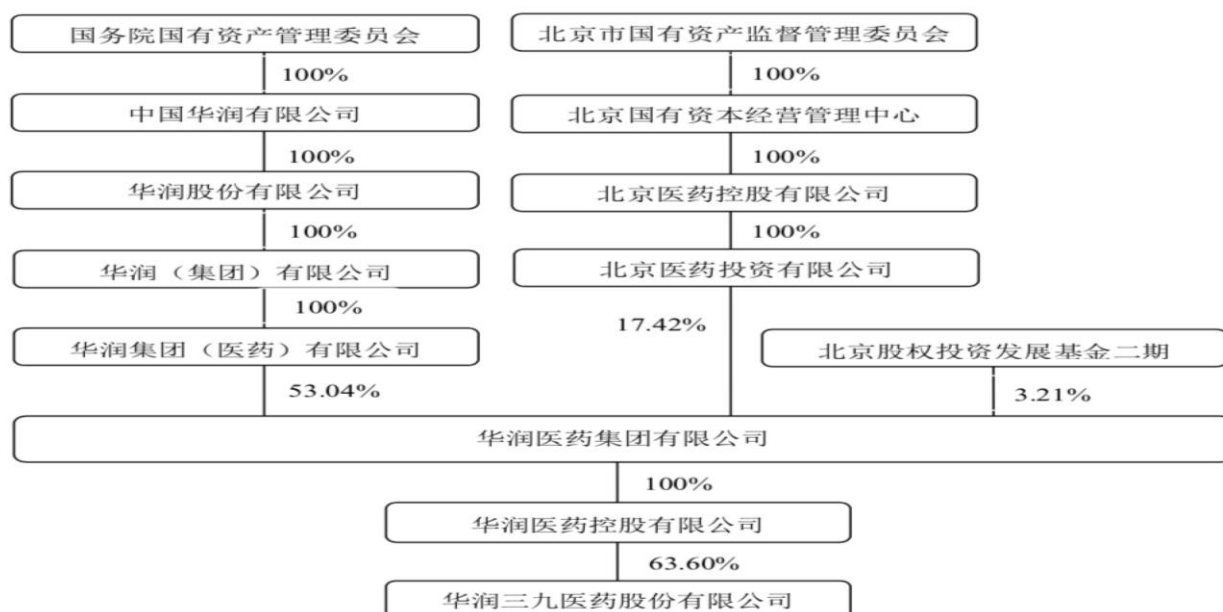
受限资产方面，截至 2017 年末，公司受限资产金额共计 0.67 亿元，占总资产的比例为 0.41%，其中货币资金 0.23 亿元，为银行承兑汇票保证金和信用证保证金，以及被冻结的存款；固定资产 0.37 亿元，无形资产 0.07 亿元，全部用于借款抵押。

综合而言，公司财务杠杆比率仍处于较低水平，且受益于医药板块业务收入规模稳步增长，其盈利能力及获现能力较强，经营性净现金流较为充裕，对债务本息的覆盖程度很高，公司整体偿债能力仍很强。

结 论

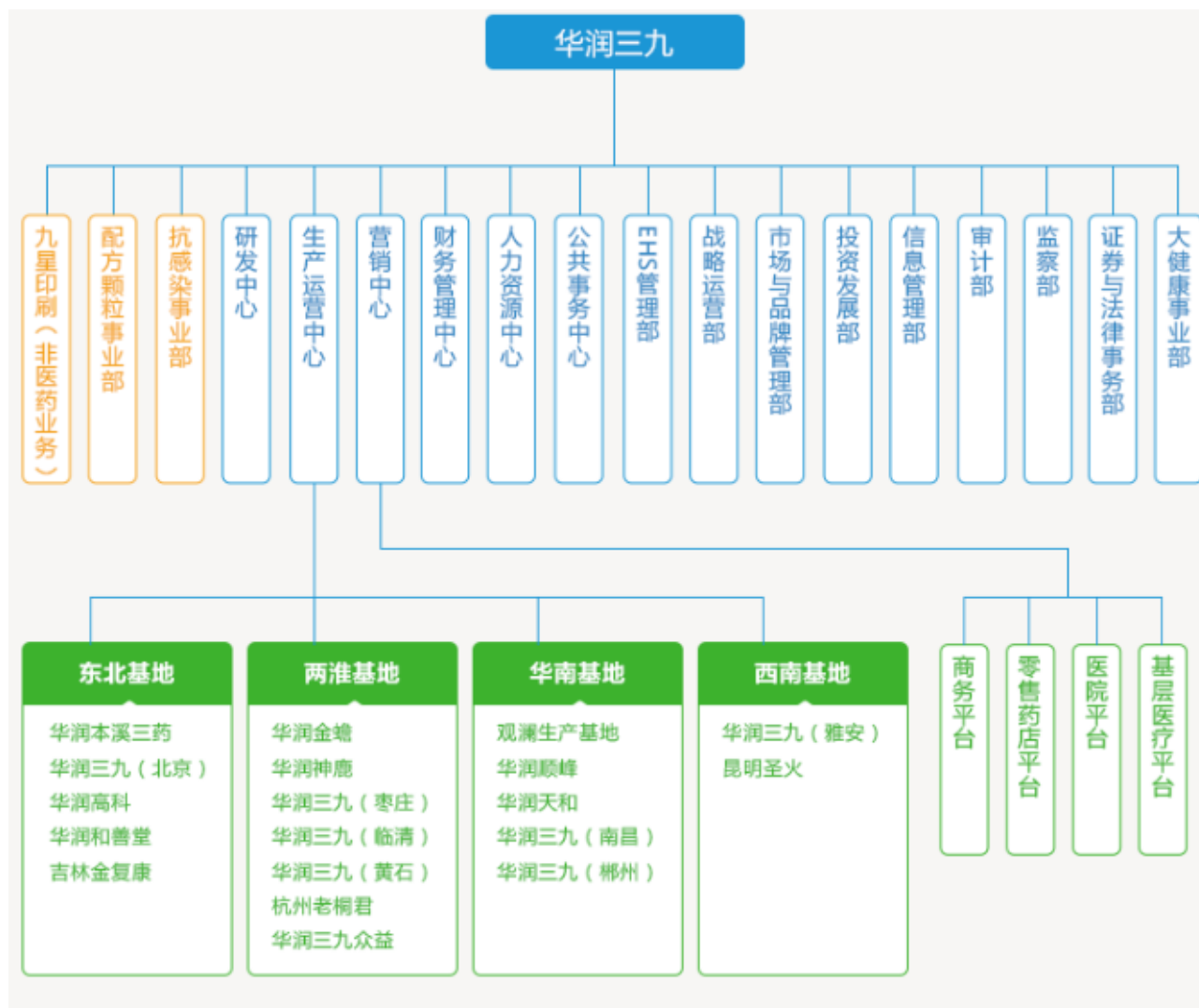
综上，中诚信证评维持华润三九医药股份有限公司主体信用等级 **AA⁺**，评级展望稳定；维持“2013 年华润三九医药股份有限公司公司债券（第一期）”信用等级 **AA⁺**。

附一：华润三九医药股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



一级子公司名称	持股比例（%）	主营业务
深圳华润九新药业有限公司	100.00	制药
华润三九药业（香港）有限公司	100.00	投资
华润三九（南昌）药业有限公司	100.00	制药
华润三九（临清）药业有限公司	100.00	制药
深圳华润三九医药贸易有限公司	100.00	医药品销售
深圳市三九医院有限公司	82.89	医疗机构
深圳华润三九现代中药有限公司	100.00	中药材，生物制品
深圳华润三九中医药发展有限公司	100.00	中医药实业投资
深圳九星印刷包装集团有限公司	100.00	印刷包装
深圳九辉实业有限公司	75.00	印刷包装
华润三九（黄石）药业有限公司	100.00	制药
华润三九（郴州）制药有限公司	100.00	制药
本溪国家中成药工程技术研究有限公司	100.00	研发
北京华润北贸医药经营有限责任公司	100.00	医药品销售
北京华润高科天然药物有限公司	100.00	制药
合肥华润神鹿药业有限公司	100.00	制药
桂林华润天和药业有限公司	98.54	制药
辽宁华润本溪三药有限公司	100.00	制药
安徽华润金蟾药业股份有限公司	99.45	制药
吉林华润和善堂人参有限公司	100.00	制药
杭州老桐君制药有限公司	100.00	制药
广东华润顺峰药业有限公司	100.00	制药
雅安雨禾药业有限公司	90.09	制药
华润三九（枣庄）药业有限公司	100.00	制药
昆明圣火药业（集团）有限公司	100.00	制药
山东圣海保健品有限公司	65.00	制药
吉林三九金复康药业有限公司	65.00	制药
三九赛诺菲（深圳）健康产业有限公司	70.00	制药

附二：华润三九医药股份有限公司组织架构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附三：华润三九医药股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	97,316.76	91,082.37	170,837.89
应收账款净额	88,731.90	134,572.53	182,520.05
存货净额	91,056.24	90,479.48	110,516.47
流动资产	521,332.07	508,245.99	684,364.58
长期投资	2,268.33	1,389.32	1,346.26
固定资产合计	309,363.36	328,738.12	356,557.70
总资产	1,201,925.87	1,355,174.82	1,619,546.37
短期债务	29,933.66	34,934.95	96,415.46
长期债务	49,967.61	49,986.25	22.55
总债务（短期债务+长期债务）	79,901.27	84,921.20	96,438.00
总负债	434,511.86	483,039.28	607,078.19
所有者权益（含少数股东权益）	767,414.01	872,135.54	1,012,468.18
营业总收入	790,018.96	898,172.11	1,111,991.64
三费前利润	472,328.25	546,876.27	701,826.59
投资收益	19,447.50	2,936.33	1,688.74
净利润	127,469.87	120,775.95	132,647.71
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	181,422.31	178,709.15	188,860.85
经营活动产生现金净流量	125,983.82	139,214.07	156,039.28
投资活动产生现金净流量	-78,981.84	-122,424.34	-55,206.46
筹资活动产生现金净流量	-64,251.68	-22,422.16	-20,859.74
现金及现金等价物净增加额	-17,108.94	-5,432.71	79,597.14
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	61.18	62.57	64.86
所有者权益收益率（%）	16.61	13.85	13.10
EBITDA/营业总收入（%）	22.95	19.88	16.98
速动比率（X）	1.30	1.10	1.04
经营活动净现金/总债务（X）	1.58	1.64	1.62
经营活动净现金/短期债务（X）	4.21	3.98	1.62
经营活动净现金/利息支出（X）	45.19	49.44	55.77
EBITDA 利息倍数（X）	65.07	63.46	65.22
总债务/EBITDA（X）	0.44	0.48	0.51
资产负债率（%）	36.15	35.64	37.48
总资本化比率（%）	9.43	8.87	8.70
长期资本化比率（%）	6.11	5.42	0.00

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、公司 2017 年年报披露的 EBITDA 利息倍数中利息支出不包含资本化利息，故存在差异。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。