

华东医药股份有限公司 2015 年公司债券跟踪评级报告（2019）

发行主体	华东医药股份有限公司		
担保主体	远大集团有限责任公司		
债券简称	15 华东债		
债券代码	112247.SZ		
发行年限	5 年期：2015/05/19—2020/05/19		
起息日	2015/05/19		
发行规模	人民币 10 亿元		
上次评级时间	2018/6/27		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定

概况数据

华东医药	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	76.42	88.09	104.26	112.86
总资产（亿元）	144.56	159.87	192.17	214.47
总债务（亿元）	19.78	17.42	22.29	24.90
营业总收入（亿元）	253.80	278.32	306.63	97.05
营业毛利率（%）	24.27	26.12	28.99	34.85
EBITDA（亿元）	21.77	26.78	33.02	-
所有者权益收益率（%）	20.09	21.44	22.97	33.24
资产负债率（%）	47.14	44.90	45.75	47.38
总债务/EBITDA（X）	0.91	0.65	0.67	-
EBITDA 利息倍数（X）	26.10	35.89	31.83	-
远大集团	2016	2017	2018	
所有者权益（亿元）	129.82	190.91	240.33	
总资产（亿元）	479.44	516.24	578.12	
总债务（亿元）	202.40	175.20	165.02	
营业总收入（亿元）	1,172.32	1,473.05	1158.72	
营业毛利率（%）	11.00	9.70	14.59	
EBITDA（亿元）	53.51	43.10	57.59	
所有者权益收益率（%）	22.39	9.54	13.35	
资产负债率（%）	72.92	63.02	58.43	
总债务/EBITDA（X）	3.78	4.06	2.87	
EBITDA 利息倍数（X）	5.82	4.94	6.74	

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、华东医药 2019 年一季度所有者权益收益率经年化处理；
3、远大集团 2016~2018 年其他流动负债中的融资款部分调整至当年的短期债务进行相关指标计算；2016~2018 年长期应付款中的融资租赁款调整至当年的长期债务进行相关指标计算。

基本观点

跟踪期内，医药制造行业延续较好发展态势，华东医药股份有限公司（以下简称“华东医药”或“公司”）核心产品竞争优势继续保持，医药商业在浙江省内保持领先地位，公司盈利能力及经营获现能力持续增强。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到商誉减值风险，担保方中国远大集团有限责任公司（以下简称“远大集团”）债务期限结构有待改善、远大集团间接控股子公司因涉嫌操作期货市场正在配合有关部门调查等因素可能对公司经营及本次债券整体信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持公司主体信用等级 AA⁺，评级展望稳定，维持“华东医药股份有限公司 2015 年公司债券”信用等级 AA⁺。该债券级别考虑了远大集团提供的全额不可撤销连带责任保证担保对本次债券偿付的保障作用。

正 面

- 医药制造行业延续较好发展态势。2018 年医药制造行业延续了较快增长态势，行业收入和利润均实现了较高增速，未来在我国城镇化进程不断推进、居民医疗消费水平和医保覆盖率不断提高以及人口老龄化加剧等因素的推动下，医药行业仍具有较大增长空间。
- 核心品种竞争优势继续保持。凭借多年的研发积累和突出的营销能力，公司核心产品均纳入国家医保目录，且当年阿卡波糖和环孢素软胶囊全国首家通过一致性评价。2018 年公司拥有 7 个销售规模上亿元产品，其中百令胶囊和阿卡波糖销售收入超 20 亿元，公司核心产品继续保持国产同类产品市场占有率领先地位，核心产品市场竞争格局良好。
- 医药商业在浙江省内保持领先地位。华东医药在浙江省内各地市均已设立区域子公司或办事处，分销业务网络布局及供应链服务覆盖浙江全省，形成了以浙北杭州、浙南温州两大现

分 析 师

蒋 胜 tjiang@ccxr.com.cn

李 昂 ali@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 6 月 18 日

代物流中心为支撑，以湖州、绍兴、宁波、丽水等区域子公司物流为配套的全省物流配送体系，其医药商业规模 and 市场份额保持浙江省内龙头地位。

- 盈利能力及经营获现能力持续增强。得益于收入规模和初始获利空间的提升，2018 年华东医药盈利能力持续增强，受益于此，华东医药经营获现能力持续提升，经营活动净现金流及 EBITDA 持续增加，对债务本息偿还形成良好保障。

关 注

- 商誉减值风险。2018 年华东医药完成对英国医美公司 Sinclair Pharma plc（以下简称“Sinclair”）的收购，产生商誉 14.15 亿元，占期末公司总资产的比重为 7.36%，考虑到 Sinclair 目前尚处于亏损状态，中诚信证评将持续关注 Sinclair 未来实际经营情况及公司可能面临的减值风险。
- 担保方远大集团债务期限结构有待改善。近年远大集团有息债务主要以短期债务为主。截至 2018 年末，有息债务为 165.02 亿元，其中短期债务为 121.16 亿元，短期债务占比较高，债务期限结构有待改善。
- 远大集团间接控股子公司因涉嫌操作期货市场正在配合有关部门调查。担保方远大集团由天健会计师事务所（特殊普通合伙）出具带强调事项段的无保留意见的 2018 年审计报告，强调事项段为远大集团的间接控股子公司远大物产集团有限公司因涉嫌操作期货市场正在配合有关部门调查，截至审计报告日，该案件尚在审理中，中诚信证评将该事件进展保持关注。

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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金使用情况

华东医药股份有限公司 2015 年公司债券（以下简称“本次债券”）于 2015 年 5 月 19 日完成发行，发行规模为 10 亿元，期限为 5 年。本次债券募集资金已于 2015 年 5 月 19 日全部到位，截至 2018 年末，募集资金已全部使用完毕。

行业状况

受居民生活水平及城镇化水平不断提高、医疗卫生改革全面推进以及人口老龄化程度加剧等因素影响，2018 年我国医药制造行业延续增长态势，行业收入增速与上年基本持平，但利润增速有所回落。

2018 年，随着经济的增长和人口老龄化加剧，我国医药行业继续保持较快增长态势。2018 年 1~9 月，医药工业增加值同比增长 10.2%，高于全国工业整体增速 3.8 个百分点，保持工业全行业前列，占全国工业增加值的比重为 3.3%，较上年同期占比提高 0.1 个百分点。

根据国家统计局数据，2018 年医药制造业实现销售收入 23,986.3 亿元，同比增长 12.6%，较上年增速上升 0.1 个百分点；当年全行业实现利润总额 3,094.2 亿元，同比增长 9.5%，较上年增速降低 8.3 个百分点，医药制造业收入和利润水平仍保持较快增速，但受行业竞争加剧、研发投入增加和医保控费等因素影响，利润增速有所趋缓。从长期来看，在人口老龄化、城镇化进程不断推进、居民医疗消费水平和医保覆盖率提高等因素的推动下，我国医药行业仍具有较大增长空间。

2018 年，我国深入推进仿制药一致性评价，同时配合带量采购的推行，不断提高仿制药质量并促进药品价格降低；此外，国家亦通过深化审评审批制度改革，鼓励药品创新，未来市场份额或将进一步向研发实力突出、规模效应明显的制药企业集中。

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 个品规获批，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；2018 年 12 月 28 日，国家药品监督管理局发布《关于仿制药质量和疗效一致性评价有关事项的公告》提出通过一致性评价的品种优先纳入目录，未通过一致性评价的品种将逐步被调出目录。一致性评价政策的实施与推进将促使市场份额进一步向具有研发实力和规模优势的领先企业集中，行业集中度将得以提升。

2018 年 11 月 14 日，中央全面深化改革委员会第五次会议审议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，明确了国家组织、联盟采购、平台操作的总体思路。2018 年 11 月 15 日，由 11 个试点地区委派代表组成的联合采购办公室正式发布《“4+7”城市药品集中采购文件》（以下简称“带量采购”），采购文件称将北京、天津、上海、重庆和沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安 11 个城市作为国家组织药品集中采购试点，各试点地区统一执行集中采购，采购过程中需确定采购量并由各试点地区上报，采购方案共涉及 31 个品种，均为通过一致性评价的品种。未来随着带量采购的逐步全国化，中小型医药制药企业的市场份额及利润空间或将受到严重挤压。带量采购为通过一致性评价的仿制药提供了与原研药公平竞争的机会，由于通过一致性评价的仿制药被认定是质量相同的标准产品，而具有明显价格优势的仿制药，有助于加速原研药的替代，短期内将推动市场份额向优先通过一致性评价的中标药品快速集中，招标政策红利正在逐步兑现。

审评审批方面，2017 年 10 月国务院发布《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》，明确了改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展的改革纲领。2018 年优先审评审批政策持续完善，临床试验方面，NMPA 陆续发布临床试验细化要求和指导原则，规范临床试验用药物的生产，缩减临床审批时间；在注册审批流程方面，2018 年 8 月国务院办公厅下发《深化医药卫生体制改革 2018 年下半年重点工

作任务》，明确指出有序加快境外已上市新药在境内上市审批，进口药品上市时间可缩短 1~2 年。上述政策旨在鼓励研发创新，加快审评，减少注册积压，降低具有明显临床价值、防治指定疾病且具有明显临床优势的仿制药及创新药的研发时间成本，为其研发上市创造有利条件。

2018 年，随着“两票制”在全国各省市的全面执行，医药流通行业集中度将得到进一步提升；短期内受“两票制”政策影响，国内流通企业纯销业务占比有所提升，促使应收账款账期不断加长，其资金周转能力面临一定挑战。

医药流通方面，2017 年，“两票制”陆续在全国各省市推行，截至 2017 年末，福建、安徽、青海、重庆、上海等 20 个省份已开始执行，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。截至 2018 年末，全国 31 个省/直辖市已在全范围或区域内试点城市全面执行药品“两票制”政策。“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；短期内受“两票制”政策执行的影响，国内流通企业分销业务受到较大冲击，医院纯销业务占比逐步提升，致使企业应收账款账期不断拉长，国内流通企业竞争加剧，其运营能力面临一定挑战。长期来看，医药流通行业领先的企业可通过资金优势、规模效应以及更健全的销售网络取得更大的竞争优势，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，配合带量采购的实施，加之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，研发实力突出以及规模效应明显的企业将保持其竞争优势。此外，随着“两票制”在全国各省市的全面执行，短期内流通企业的运营能力面临一定考验，行业竞争加剧，未来医药流通行业的集中度将得到进一步提升。

业务运营

公司主要业务包括医药研发、药品生产、批发

零售、医药物流、健康产业等。2018 年公司实现营业收入 306.63 亿元，同比增长 10.17%，增速较上年上升 0.51 个百分点。分业务板块来看，医药商业板块实现营业收入 223.49 亿元，同比增长 5.47%，毛利率略增至 7.47%；医药制造板块实现营业收入 82.38 亿元，同比上升 24.03%，毛利率小幅提升至 86.94%，公司医药制造板块毛利率较高，是其主要的利润贡献点。

表 1：2017~2018 年公司各业务板块营业收入及毛利率

单位：亿元、%

项目	2017			2018		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
医药商业	211.90	76.14	7.43	223.49	72.89	7.47
医药制造	66.42	23.86	85.76	82.38	26.87	86.94
国际医美	-	-	-	0.76	0.25	74.31
合计	278.32	100.00	26.12	306.63	100.00	28.99

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受“两票制”影响，公司分销业务有所下滑，但得益于其在浙江省内多年来建立的良好口碑和领先的市场地位，其纯销业务提升较快，带动整体医药商业板块收入平稳增长。

医药商业方面，公司医药商业板块连续十余年在浙江省拥有领先的行业地位。公司传统主营业务以医药产品的销售和物流配送为主，销售的产品有西药、中成药、中药饮片、医疗器械等，并拥有完善的浙江全省商业网络和深度渗透的基层终端。公司在浙江省内各地市均已设立区域子公司或办事处，分销业务网络布局及供应链服务覆盖浙江全省。目前，公司已经形成了以浙北杭州、浙南温州两大现代物流中心为支撑，以湖州、绍兴、宁波、丽水等区域子公司物流为配套的全省物流配送体系。跟踪期内公司相继成立了华东医药嘉兴分公司和华东医药台州有限公司，并设立了浙中物流基地金华供应链管理公司，未来公司医药商业网络将形成以浙北、浙中、浙南三大物流中心为基础，区域子公司分库为补充的多库联动的全省物流体系，浙江省内医药物流网络的全面覆盖将进一步提升公司医药商业竞争力。

销售渠道方面，公司目前以纯销为主，纯销业务收入占比超过 90%；分销业务由于受“两票制”影

响, 2018 年收入占比同比下滑约 10%, 但得益于公司日益完善的物流配送网络及多年来建立的良好口碑, 当年医院纯销业务收入有所增长, 带动其整体医药商业收入规模稳步提升。跟踪期内, 公司持续加大向省市大医院提供药事药品配送, 同时积极扩大医院市场销售覆盖, 大力开拓民营医院市场份额, 继续推进与民营医院药品采购的托管合作模式拓展与药品销售(物流)延伸等服务, 积极开展药品销售新模式, 参与互联网医院药品经营和配送合作。

跟踪期内阿卡波糖片和环孢素软胶囊为国内细分领域首家通过质量一致性评价的药品, 公司多个产品及生产车间获得国际和国内认证, 核心品种市场占有率进一步提升, 带动当年医药制造板块收入稳步增长。

医药制造业方面, 公司医药工业以科研和市场为中心, 继续专注专科、特殊用药领域, 目前已形成以慢性肾病类、移植免疫类、内分泌类、消化系统类等四大治疗领域为主的发展格局, 公司核心产品均纳入国家医保目录, 8 个产品纳入国家基本药物目录, 其独家产品百令胶囊为国家中药一类新药、国家中药保护品种; 卡博平为市场占有率第一的国产口服降糖药, 曾获得国家科技进步二等奖; 移植免疫类原料药环孢素为国内首家、世界第二家生产的第三代高效免疫抑制剂, 获得国家科技进步二等奖; 消化道领域的泮立苏获得浙江省科技进步一等奖、国家科技进步二等奖和 5 项国家发明专利。除了继续保持现有四大产品领域的优势外, 公司不断开拓抗肿瘤、超级抗生素、心脑血管和大分子生物药等产品领域, 提高市场竞争优势。

原料采购方面, 公司工业生产对外采购的原材料以玉米粉、黄豆粉、葡萄糖、酵母浸出汁、蛋白胨等发酵基础为主, 百令胶囊上游为虫草菌丝体, 公司受上游原料限制和成本上涨的影响较小。

生产方面, 公司主要生产基地为子公司杭州中美华东制药有限公司在杭州祥符桥厂区的原料药生产中心和制剂生产中心, 该厂区拥有 6 个原料药生产车间和胶囊剂、片剂、冻干粉针、口服液、颗粒剂等制剂 20 余条生产线, 所有制剂生产线均通

过新版 GMP 认证。此外, 华东医药在江省下沙拥有华东医药生物科技园项目(以下简称“江东基地”)和江苏九阳制药基地(以下简称“九阳基地”)。其中, 江东基地主要生产发酵类原料药、多肽糖尿病药和出口制剂; 九阳基地主要生产发酵类和合成类原料药。华东医药于 2017 年正式启动了江东项目二期和中美华东综合质量检验楼的开工建设, 以满足主导产品的产能扩张需求。江东项目二期规划建设成为现代化、国际化的生物医药生产基地, 该项目系浙江省重点工业建设项目、浙江省重大产业示范项目、杭州市工业统筹重点创新项目, 项目占地约 224 亩, 总投资约 28 亿元, 预计 2021 年正式投入使用。截至 2018 年末, 江东项目二期已完成所有主体厂房结顶以及主要设备和机电安装的招标工作。截至 2018 年末, 公司在建项目主要有 16 个, 总投资 43.55 亿元, 主要系江东项目二期 28.05 亿元, 公司在建工程已投资 6.01 亿元, 尚需投资 37.54 亿元, 公司未来面临一定资本支出压力。

销售方面, 2018 年公司医药制造核心子公司杭州中美华东制药有限公司(以下简称“中美华东”)实现营业收入 82.08 亿元, 同比增加 24.13%; 实现净利润 18.60 亿元, 同比增加 39.24%。中美华东产品销售规模上亿元以上的产品有 7 个, 其中包括重磅产品百令胶囊和卡博平, 销量在细分产品市场占有领先地位且市场占有率高, 具有很强的竞争优势。同期, 公司免疫抑制剂类产品新赛斯平、赛可平和赛福开以及消化类产品泮立苏针、泮立苏胶囊在跟踪期内市场占有率均有所提高, 市场排名位于前列位置, 是公司收入的重要来源。

表 2: 2017~2018 年公司主要产品市场占有率情况

单位: 亿元、%

类别	产品	2017		2018	
		市场占有率	市场排名	市场占有率	市场排名
慢性肾病类	百令胶囊	54%	1	56%	1
	新赛斯平	55%	1	57%	1
移植免疫类	赛可平	39%	1	42%	1
	赛福开	29%	2	31%	2
消化系统类	泮立苏针	34%	1	52.2%	1
	泮立苏胶囊				
内分泌类	卡博平(阿卡)	38%	2	52.2%	1

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

产品认证方面，公司全面推行国际化标准和 GMP 常态化管理，2018 年完成了泮立苏冻干粉针、他克莫司胶囊美国 ANDA 申报的阶段性工作，并完成了 YT-0 国际化生产验证和 MC-25 国际化工艺研发。质量管理工作方面，公司 2 个制剂产品、6 个原料药及 7 个生产车间通过美国 FDA 现场核查，4 个原料药通过欧盟官方 GMP 复认证。一致性评价工作方面，跟踪期内阿卡波糖片和环孢素软胶囊为国内细分领域首家通过质量一致性评价的药品。其他产品工艺技术方面，公司完成他克莫司新工艺推上大生产和阿卡波糖三级发酵新工艺技术审评，使主要原料药技术和质量达到国际一流水平。

研发方面，2018 年公司继续加大研发投入，大力提高研发能力和效率，公司及控股子公司直接、间接用于研发方面的支出总额 7.06 亿元，同比大幅增长 52.90%，占全年医药制造收入比例为 8.57%。公司在科研开发方面已形成自主研发、合作委托开发、外部并购和产品授权引进相结合的新药研发模式。2018 年公司完成 2 个创新药项目的申报临床工作，取得生产批文 2 个，申报生产 4 个，获得 3 个临床批文，完成并通过 BE 试验 2 个，10 多个临床批文项目加速推进，完成 14 个项目临床样品/BE 样品/预 BE 样品的制备，3 个一类新药和大分子项目研发工作有序推进。

国际化进程方面，2018 年公司相继成立了美国波士顿和旧金山硅谷两个海外新药研发办事处，旨在为公司获取全球最新的行业资讯信息及合适的并购机会。跟踪期内，公司完成了对美国抗肿瘤新药研发公司 FLX-Bio 的少数股权投资。

公司积极拓展国际医美业务，通过外部并购和产品授权引进等多途径提升产品竞争实力；同时溢价收购亦产生了较大规模的商誉，需对其未来可能存在的减值风险加以关注。

公司医美业务主要通过旗下子公司华东宁波医药有限公司（以下简称“华东宁波”）运营。跟踪期内，华东宁波继续专注于医美和大健康领域内的创新与专业化推广，主要代理进口美容产品，2018

年实现销售收入 17.41 亿元，净利润 2.29 亿元¹。2018 年华东宁波主要通过引进代理韩国 LG 公司伊婉系列玻尿酸产品以及白蛋白产品在国内开展医药、医美代理业务。此外，跟踪期内华东医药全资孙公司华东医药医美投资（香港）有限公司（以下简称“华东医药投资”）作为收购主体收购了英国 Sinclair Pharma plc（以下简称“Sinclair”）专业医美公司，Sinclair 核心产品 Silhouette 埋线系列、Ellansé 注射用长效微球技术水平均属于行业领先地位，有助于与公司现有医美业务产生协同效应，打造具有国际竞争力的面部微整形和皮肤护理医美产品组合和业务平台。2018 年公司国际医美板块实现收入 0.76 亿元，毛利率达 74.36%。

具体来看，公司与 Sinclair 于英国伦敦时间 2018 年 9 月 18 日在伦敦证券交易所发布了华东医药通过现金要约方式收购 Sinclair 全部股份的正式要约收购公告。根据现金要约，本次要约收购价格为 32 便士/股，收购 Sinclair 全部股份对应的收购交易总额约为 1.69 亿英镑（按现行汇率约合 15.2 亿元人民币）。英国伦敦时间 2018 年 11 月 5 日，Sinclair 发布了《Scheme of arrangement becomes effective》

（协议安排生效）的公告宣布本次协议安排于 2018 年 11 月 1 日获法院裁决批准执行，并于 2018 年 11 月 5 日当天正式生效，Sinclair 成为公司全资孙公司华东医药投资的全资子公司。自 2018 年 11 月起，Sinclair 公司纳入公司合并报表范围。2018 年 11 月 23 日华东医药发布《关于拟向境外全资下属子公司 Sinclair 公司增资 2000 万英镑的议案》，公告称公司拟向 Sinclair 增资 2,000 万英镑以补充其运营资金。2017 年 Sinclair 实现营业收入 0.45 亿英镑，归属母公司净亏损 39,000 英镑；2018 年 11~12 月，Sinclair 实现营业收入 0.76 亿元人民币，净利润为 -0.04 亿元人民币。目前公司尚处于亏损状态。

截至收购日 2018 年 10 月 31 日末，以坤元资产评估有限公司《资产评估报告》（坤元评报〔2019〕148 号）为基础确定 Sinclair 资产公允价值 8.80 亿元，负债公允价值 8.00 亿元，净资产公允价值 0.80 亿元，华东医药对 Sinclair 的收购价格为 14.95 亿元，

¹ 华东宁波的代理销售收入计入公司医药商业板块。

因而 Sinclair 产生商誉 14.15 亿元，考虑到公司目前尚处于亏损状态，中诚信证评将持续关注公司未来或面临的减值风险及对其业绩可能造成的影响。

2019 年 5 月 27 日公司披露《关于签订股份转让意向书的提示性公告》，公告称华东医药与浙江佐力药业股份有限公司（以下简称“佐力药业”）控股股东俞有强及股东德清县乌灵股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“乌灵合伙”）签署了《股份转让意向书》，公司拟以协议转让方式合计受让佐力药业股份总数为 113,216,652 股，占佐力药业总股份比例为 18.60%，转让总计将不高于 10.60 亿元。股份转让完成后，华东医药将成为其控股股东，佐力药业控制权将发生变更。目前该事项尚存在重大不确定性，截至本报告出具日，此次转让事项尚未完成，中诚信证评将持续关注该事项的后续进展。

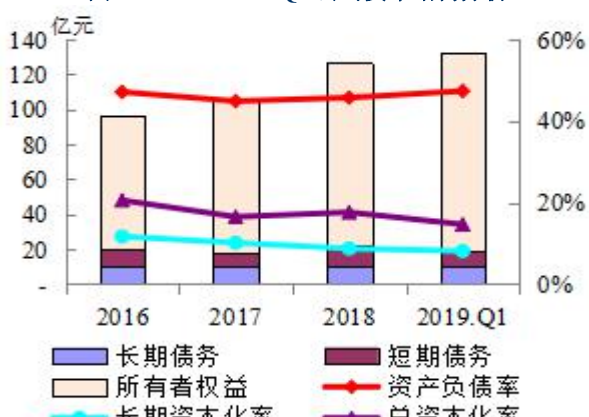
财务分析

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告，以及未经审计的 2019 年一季度财务报表。

资本结构

跟踪期内，随着公司业务规模持续增长及收购 Sinclair 影响，其资产及负债规模均有所增长。截至 2018 年末，公司总资产为 192.17 亿元，同比增长 20.21%；同期，公司负债总计为 87.92 亿元，同比增长 22.48%。所有者权益方面，截至 2018 年末，公司所有者权益为 104.26 亿元，较上年增长 18.35%，主要系公司留存收益增加。另截至 2019 年 3 月末，公司总资产为 214.47 亿元，负债总额为 101.61 亿元，所有者权益为 112.86 亿元。

图 1：2016~2019.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产结构方面，公司资产以流动资产为主，截至 2018 年末，公司流动资产为 130.64 亿元，占总资产的比重为 67.98%，占比较上年末下降 12.04 个百分点；非流动资产为 61.53 亿元，占总资产的比重为 32.02%。流动资产方面，公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成，三者合计占流动资产比重为 91.48%。截至 2018 年末，公司货币资金为 24.43 亿元，同比减少 2.49%，其中受限资金 0.44 亿元，其中 45.38 万元冻结，其余为保证金；同期末，应收账款为 56.33 亿元，同比增加 15.31%，主要为一年以内到期的应收账款同比增加 15.31%；公司存货为 38.76 亿元，主要为库存商品 26.12 亿元和产成品 7.20 亿元，公司存货受库存商品和产成品增加影响，较上年同比增加 13.78%。非流动资产方面，公司非流动资产主要由固定资产、无形资产和商誉构成，三者合计占非流动资产比重为 81.26%。截至 2018 年末，公司固定资产为 20.34 亿元，同比增加 2.86%，主要为房屋建筑物及专用设备；无形资产 15.08 亿元，主要为土地使用权和非专利技术，同比大幅增加 147.26%，主要系本期收购 Sinclair 纳入合并范围而增加无形资产以及杭州中美华东制药有限公司外购新药技术增加所致；商誉为 14.58 亿元，同比大幅增长 3,295.53%，主要系本期收购 Sinclair 产生的投资成本大于其可辨认净资产公允价值的差额 14.15 亿元，由于商誉规模较大，且 Sinclair 公司目前仍处于亏损状态，中诚信证评对该部分商誉未来是否存在减值风险保持关注。另截至 2019 年 3 月末，公司流动资产为 149.67 亿元，占总资产比例为 69.79%，货币资金、应收账款和存货分别为 18.23 亿元、78.09 亿元和 33.75 亿元；非流动资产 64.80 亿元，其中固定资产、无形资产和商誉分别为 19.85 亿元、14.65 亿元和 14.58 亿元。

负债结构方面，公司负债主要由应付账款、其他应付款及有息债务构成。截至 2018 年末，公司

应付账款为 39.05 亿元，同比增加 13.13%，主要为货款；公司其他应付款为 13.57 亿元，同比增加 20.95%，主要为应付暂收款。债务规模方面，截至 2018 年末，公司总债务为 22.29 亿元，较上年末增长 27.99%，主要系短期债务增加所致，当年增加的短期债务中新增短期债务 4.43 亿元，由长期债务转入一年内到期的非流动负债 0.41 亿元，短期债务增加主要受 Sinclair 纳入合并范围内和公司业务规模扩张而导致的短期借款及应付票据增加的影响，长短期债务比由上年的 0.75 倍上升至 1.24 倍，公司短期偿债压力有所上升。另截至 2019 年 3 月末，公司应付账款、其他应付款及有息债务分别为 44.18 亿元、18.69 亿元和 19.36 亿元。

所有者权益构成方面，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，分别占期末所有者权益的比重为 13.99%、23.55%、和 52.31%。截至 2018 年末，公司实收资本为 14.58 亿元，同比增长 50.00%，主要系本年资本公积金转股导致股本增加；2018 年末，公司资本公积为 24.56 亿元，同比减少 16.52%；未分配利润为 54.54 亿元，同比增长 36.78%。另截至 2019 年 3 月末，公司实收资本、资本公积和未分配利润分别为 14.58 亿元、24.49 亿元和 63.61 亿元。

从财务杠杆比率来看，公司资产负债率与上年基本持平。截至 2018 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 45.75%和 17.62%，分别同比小幅上升 0.85 个百分点和 1.11 个百分点。另截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率进一步上升至 47.38%，总资本化比率小幅增至 18.08%。

总体来看，跟踪期内，随着公司业务规模持续增长及收购 Sinclair 影响，公司资产负债规模均有所提升，同时得益于留存收益的持续累积，其自有资本实力进一步夯实，财务杠杆比率亦始终维持在较好水平。

盈利能力

从收入规模看，2018 年公司实现营业收入 306.63 亿元，同比增长 10.17%。分业务类型来看，2018 年公司医药商业板块实现营业收入 223.49 亿元，同比增长 5.47%；医药制造板块实现营业收入

82.38 亿元，同比上升 24.03%；此外，2018 年公司新增国际医美业务，当年实现营业收入 0.76 亿元。毛利率方面，近年来公司初始获利空间呈上升趋势，2018 年公司营业毛利率为 28.99%，同比上升 2.87 个百分点，主要系医药制造板块毛利率增长带动所致。此外，2019 年 1~3 月公司实现营业收入 97.05 亿元，毛利率进一步上升至 34.85%。

期间费用方面，公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成，2018 年发生销售费用 42.97 亿元，同比增长 15.24%，随着公司业务规模扩张，销售人员差旅费和薪酬、产品推广和市场维护费用有所增加；同期管理费用为 14.91 亿元，同比增长 39.63%，主要系研发费用大幅增加 2.44 亿元所致。2018 年，公司合计发生期间费用 58.75 亿元，三费收入占比为 19.16%，较上年上升 1.75 个百分点。另 2019 年 1~3 月公司三费合计 22.59 亿元。

表 3：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元、%

	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	32.99	37.29	42.97	18.59
管理费用	7.59	10.68	14.91	3.64
财务费用	0.94	0.47	0.86	0.36
三费合计	41.52	48.44	58.75	22.59
营业总收入	253.80	278.32	306.63	97.05
三费收入占比	16.36	17.41	19.16	23.28

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2018 年，公司实现经营性业务利润 28.43 亿元，同比增加 25.63%，主要系公司核心品种销量提升，带动医药制造板块收入增长所致。此外，2018 年公司资产减值损失 0.51 亿元，与上年 0.26 亿元相比增长 98.25%，主要系坏账损失增加所致；同年，公司投资收益 0.35 亿元，较上年 0.18 亿元相比增长 96.94%，主要系银行理财产品投资收益增加所致；2018 年，营业外损益为-0.37 亿元，较上年-0.17 亿元下降 111.61%，主要系对外捐赠和非常损失增加；同年，公司资产处置收益为 0.02 亿元，较上年-0.01 亿元有所增长；其他收益 0.81 亿元，同比下降 8.99%，主要系收到的政府补助减少。综上，全年公司实现利润总额 28.73 亿元，同比增长 23.58%，净利润 23.95 亿元，同比增长 26.85%。

2018 年所有者权益收益率为 22.97%，同比上升 1.54 个百分点。另 2019 年 1~3 月，公司实现利润总额 11.25 亿元，其中经营性业务利润 10.55 亿元，净利润为 9.38 亿元，所有者权益收益率为 33.24%。

图 2：2016~2019.Q1 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，得益于公司医药商业和医药制造业稳定发展，2018 年公司主营业务收入及毛利率均呈上升趋势，整体盈利水平进一步提升，公司整体盈利能力很强。

偿债能力

债务规模方面，截至 2019 年 3 月末，公司总债务为 24.90 亿元，其中短期债务 14.94 亿元，长期债务 9.96 亿元，长期债务全部为应付债券，于 2020 年到期，公司长短期债务比为 1.50 倍。

从现金流表现来看，公司经营活动净现金流持续净流入且逐年提升，2018 年其经营活动净现金流为 20.39 亿元，同比增长 22.78%；同期末公司经营活动净现金流/短期债务从上年的 2.22 倍小幅降至 1.65 倍，经营活动净现金流利息保障倍数从上年的 22.26 倍小幅降至 19.65 倍，受当期债务规模上升影响，经营性净现金流对债务本息的保障程度有小幅下滑，但仍可形成有效保障。

获现能力方面，得益于当年利润总额的增长，2018 年公司 EBITDA 增至 33.02 亿元，较上年增加 23.30%；总债务/EBITDA 小幅升至 0.67 倍，EBITDA 利息保障倍数小幅降至 31.83 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度很强。

表 4：2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

	2016	2017	2018	2019.Q1
总债务（亿元）	19.78	17.42	22.29	24.90

短期债务（亿元）	9.67	7.49	12.34	14.94
长期债务（亿元）	10.11	9.92	9.96	9.96
EBITDA（亿元）	21.77	26.78	33.02	-
经营活动净现金流（亿元）	13.47	16.61	20.39	-4.34
经营活动净现金流/总债务（X）	0.68	0.95	0.91	-0.70
经营活动净现金流/利息支出（X）	16.15	22.26	19.65	-
EBITDA 利息倍数（X）	26.10	35.89	31.83	-
总债务/EBITDA（X）	0.91	0.65	0.67	-

注：2019.Q1 经营活动净现金流/利息支出经年化处理

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与包括浦东发展银行、中国工商银行在内的多家银行保持着良好的合作关系。截至 2018 年末，公司获得授信额度合计为人民币 72.42 亿元，其中 63.57 亿元授信额度未使用，备用流动性充足。同时，作为 A 股上市公司，华东医药资本市场融资渠道较为畅通。

或有负债方面，截至 2018 年末，公司无对外担保，对子公司担保余额为 3.57 亿元。未决诉讼方面，子公司 Sinclair 与原阿联酋地区代理商 Medica 终止合同，Sinclair 本期预提了包括本金和利息在内的预计负债合计 125.30 万英镑；Sinclair 因解雇员工而与员工发生劳务合同纠纷，本期预提了 98 万英镑的预计负债；因 Sinclair 与 Perfectha 产品的销售商代理发生合同纠纷，Sinclair 本期预提了包括本金和利息在内的预计负债合计 108.50 万英镑。

总体来看，公司跟踪期内债务规模有所上升，且其中短期债务上升较快，但得益于公司核心品种持续提升的市场占有率水平以及医药商业在浙江省的领先地位，公司收入规模稳步提高，经营活动净现金流亦持续增长，整体具备很强的盈利能力和获现能力，加之融资渠道畅通，其偿债能力很强。

担保实力

中国远大集团有限责任公司（以下简称“远大集团”）为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

远大集团由北京炎黄置业有限公司和北京远大华创投资有限公司共同出资组建，于 1993 年 10 月在国家工商行政管理总局登记注册，2017 年母公司北京远大华创投资有限公司对公司增资 50 亿元，

截至 2019 年 3 月末，公司注册资本为 583,800 万元。

2018 年公司调整业务板块分类²，业务范围涵盖医药健康、贸易流通、金融和综合服务四大板块，购物中心从贸易板块调出，与海湾大酒店和半山温泉酒店等组成综合板块，远大（上海）融资租赁有限公司（以下简称“远大租赁”）从综合板块调出，与宁波东银融资租赁有限责任公司（以下简称“东银租赁”）等组成金融板块，房地产及物业管理板块和原综合服务业板块从主营业务分类中调出，计入非主营业务。贸易流通和医药健康系远大集团最主要的收入来源，2018 年公司营业收入为 1,158.72 亿元，较上年减少 21.34%，其中贸易流通业务收入 711.56 亿元，同比减少 33.74%；医药健康业务收入 408.76 亿元，同比增长 12.99%，上述两者营业收入合计占同期营业总收入的 96.69%，金融和综合业务对收入的贡献较小。

表 5：2017~2018 年公司主营业务板块营业收入及毛利率

单位：亿元、%

项目	2017			2018		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
医药健康	361.77	24.56	34.34	408.76	35.87	37.18
贸易流通	1,073.83	72.90	0.84	711.56	61.41	1.00
金融	1.66	0.11	46.80	1.98	0.17	44.86
综合	30.80	2.09	17.04	32.98	2.85	19.60
其他	4.99	0.34	-	3.44	0.30	-
合计	1,473.05	100.00	9.70	1,158.72	100.00	14.59

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

贸易流通板块系远大集团重要的产业之一，是其最主要的收入来源，2018 年该板块营业收入占远大集团总收入的 61.41%。远大集团贸易流通板块主要涉及商品贸易和物流代理等领域，该板块运营主体为远大产业控股股份有限公司（以下简称“远大控股”）控股的远大物产集团有限公司（以下简称“远大物产”）及天津远大联合汽车贸易集团有限公司（以下简称“天津远大”）。远大物产主要从事大宗商品贸易、出口、仓储物流等业务，其中大宗商品贸易业务的主要品类为石油化工、能源化工、金属、农产品、橡胶等；出口业务的主要品类为日用品、

小型机电产品等；仓储物流业务主要以大宗商品的仓储为主，同时提供报关报检、短途配送等服务业务。远大物产较广泛运用了商品期货与外汇远期等衍生工具作为重要交易方式和管理价格及汇率风险的重要工具。天衡会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“天衡会计师事务所”）已对远大控股 2018 年度财务报表进行审计，并出具天衡审字（2019）00223 号保留意见的审计报告，形成保留意见的基础为：远大控股之全资子公司远大物产集团有限公司控股 70% 的子公司远大石化有限公司于 2017 年度将 5.60 亿元扣押款划至有关部门指定账户。因案件尚在调查中，无法判断可能产生的影响，远大石化有限公司于 2017 年度暂按扣押款金额计提预计损失，天衡会计师事务所无法就该事项获取充分、适当的审计证据，也无法确定是否有必要对此进行调整，导致天衡会计师事务所对 2018 年度财务报表发表了保留意见。根据人民检察院通知，远大石化有限公司于 2018 年因操纵期货市场秩序案被移送至人民法院提起公诉；因案件尚未审理完毕，截止报告日仍无法判断上述案件可能产生的影响。由于无法确定上述事项对远大控股本期财务状况可能产生的影响，天衡会计师事务所对本期财务报表发表了保留意见。

医药业务方面，远大集团医药板块业务运营涉及医药制造、医药商业和连锁药店等领域，旗下最主要的运营主体为华东医药，此外该业务板块包括远大医药健康控股有限公司（以下简称“远大医药健康”）境内运营主体远大医药（中国）有限公司、四川远大蜀阳药业有限责任公司（以下简称“蜀阳药业”）、雷允上药业集团有限公司（以下简称“雷允上药业”）和辽宁远大诺康生物制药有限公司（以下简称“诺康生物”）等运营企业。2018 年华东医药核心品种百令胶囊和卡博平销量持续较快增长，均成为 20 亿元级的重磅产品，同时其医药商业业务稳步发展，连续十余年在浙江省保持领先的行业地位，使得远大集团医药板块业务盈利能力快速提升。

2018 年 8 月 24 日，远大医药健康披露《完成收购台湾东洋国际股份有限公司 100% 已发行股份》，公告称收购事项已于 2018 年 8 月 24 日完成，

² 该调整系公司审计报告披露业务分类变化，其实际业务未发生调整。

远大医药健康 100%直接控股台湾东洋国际股份有限公司（以下简称为“东洋国际”）。东洋国际的主要资产为上海旭东海普药业有限公司（以下简称为“旭东海普”）55%股权，旭东海普系中国第一家针剂厂，主要从事制造及销售不同容量的注射液类医药制剂。2018 年 9 月 20 日，远大医药健康披露《完成收购 Sirtex Medical Limited 全部已发行股份》公告，据此，远大医药健康已成为 Sirtex 的 49%股本权益的间接持有人。Sirtex 系一家澳洲注册的治疗肝肿瘤药物生产商，其收入主要来自于肝癌的针对性放射治疗药物 SIR-Spheres。跟踪期内远大集团通过外延式并购，扩大了产品覆盖领域，但并购事项在一定程度上加大了公司的外部资金需求和管理难度，中诚信证评将密切关注公司的资金调配能力以及资源整合的实际运营效果。

金融业务方面，根据 2018 年公司审计报告的业务板块分类调整，远大（上海）融资租赁有限公司、宁波东银融资租赁有限责任公司等公司构成金融板块。2018 年公司金融板块实现 1.98 亿元营业收入，同比增长 19.28%；跟踪期内，公司金融业务板块仍以融资租赁业务为主，且其业务范围主要针对远大集团成员企业，目前业务规模较小。

综合业务方面，根据 2018 年公司审计报告的业务板块分类调整，购物中心业务从原贸易板块中调出，与海湾大酒店和半山温泉酒店等组成综合业务板块。该业务板块的主要运营主体为黑龙江远大购物中心有限公司、珠海海湾大酒店和北京海湾半山温泉酒店等。2018 年综合业务板块实现营业收入 32.98 亿元，同比增长 7.08%，主要受益于旗下购物中心和酒店运营稳定。

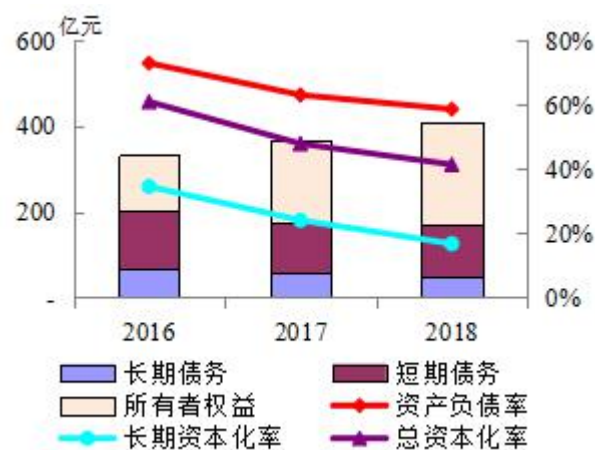
财务分析

以下分析基于经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年审计报告和带强调事项段的无保留意见的 2017~2018 年审计报告，强调事项段为远大集团的间接控股子公司远大物产因涉嫌操作期货市场正在配合有关部门调查，截至审计报告日，该案件尚在审理中。强调事项段内容不影响已发表的无保留审计意见。

资本结构

跟踪期内，公司业务规模持续增长，其资产及负债规模均有所增长。截至 2018 年末，公司总资产为 578.12 亿元，同比增长 11.99%；同期，公司负债总计为 337.78 亿元，同比增加 3.83%。所有者权益方面，截至 2018 年末，公司所有者权益为 240.33 亿元，较上年增长 25.89%。

图 3：2016~2018 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产结构方面，公司资产以流动资产为主，截至 2018 年末，公司流动资产为 374.09 亿元，同比减少 2.09%，占总资产的比率为 64.71%，主要由货币资金、应收票据及应收账款、存货和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产构成，上述资产合计占当年流动资产的比重为 80.91%。从流动资产构成来看，2018 年末公司货币资金为 72.65 亿元，同比减少 2.17%，其中公司受限资金 12.80 亿元，主要为期货保证金 2.90 亿元、银行承兑汇票保证金 1.30 亿元、贷款质押保证金 1.03 亿元、国内信用证存出保证金 7.35 亿元等；2018 年末公司应收票据及应收账款为 88.79 亿元，同比增加 3.88%，其中应收账款为 75.73 亿元，主要系应收下游客户货款，应收账款前五名余额合计 3.34 亿元，占当期应收账款余额的比例为 4.15%，集中度较小；同期末存货为 82.72 亿元，同比增加 6.76%，2018 年末库存商品、原材料、在途物资和在产品占当期存货余额的比例分别为 64.47%、14.46%、10.75%和 6.77%；2018 年末以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 58.50 亿元，与上年末相比无变化。非流动资产方面，2018 年末，公司非流动资产为 204.03 亿元，同比大幅增加 52.09%，占总资

产的比重为 35.29%，主要由固定资产、长期股权投资、无形资产和商誉构成。2018 年末，公司固定资产余额为 54.73 亿元，同比减少 0.83%；同期末，公司长期股权投资余额为 52.50 亿元，较上年末 8.09 亿元大幅增长 548.85%，主要系对联营企业投资 52.50 亿元所致，对联营企业的投资主要包括对 Grand Pharma Sphere Private Limited 投资 25.45 亿元、对旭东海普投资 18.48 亿元。2018 年末公司无形资产余额为 29.58 亿元，同比增加 35.57%，其中 2018 年末的主要构成项土地使用权和专利权分别为 8.97 亿元和 5.95 亿元；同期末商誉为 27.73 亿元，较上年末 13.58 亿元同比增长 104.26%，主要系收购 Sinclair 公司产生商誉 14.15 亿元，由于该部分商誉规模较大，且 Sinclair 公司目前仍处于亏损状态，中诚信证评对该部分商誉未来是否存在减值风险保持关注。

负债结构方面，公司负债主要由应付账款、其他应付款和有息债务构成，2018 年末公司应付账款为 70.97 亿元，同比减少 6.97%，主要系购买商品、接受劳务形成的应付款项；同期末其他应付款为 55.63 亿元，同比增长 67.83%，主要系 2018 年末其他应付款中拆借款大幅增长 16.4 亿元所致。2018 年末拆借款和应付暂收款分别为 22.66 亿元和 11.14 亿元。有息债务方面，2018 年末公司总债务为 165.02 亿元，同比减少 5.81%。同期末，公司长短期债务比由上年末 1.90 倍上升至 2.76 倍，受公司收入构成中贸易流通业务占比较高影响，公司债务期限结构以短期为主，期限结构安排有待优化。

所有者权益构成方面，公司所有者权益主要由少数股东权益、实收资本和未分配利润构成。2018 年末公司少数股东权益为 124.16 亿元，同比增长 30.08%；同期末，实收资本为 58.38 亿元，与上年持平；2018 年末，受益于利益留存增长，公司未分配利润为 45.97 亿元，同比增加 32.61%。

财务杠杆比率方面，2018 年末公司资产负债率为和总资本化比率分别为 58.43%和 40.71%，分别同比下降 4.59 个百分点和 7.14 个百分点。受跟踪期内债务规模下降的影响，财务杠杆比率有所降低。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模稳步上升，

债务规模同比有较大幅度减少，公司财务杠杆有所下降，但公司债务仍以短期债务为主，债务期限结构有待改善。

盈利能力

从收入规模看，2018 年公司实现营业收入 1,158.72 亿元，同比减少 21.34%，受贸易流通板块收入大幅减少的影响，营业收入有所下滑。分业务板块来看，贸易流通业务收入 711.56 亿元，同比下降 33.74%，销售收入大幅下降主要系大宗商品的市場需求相对低迷、金融资源紧缩及受期货操纵案影响，公司主动收缩石化业务等多重因素；医药健康业务收入 408.76 亿元，同比增长 12.99%；金融板块收入 1.98 亿元，同比增长 19.38%；综合板块收入 32.98 亿元，同比增长 7.07%。毛利率方面，2018 年公司营业毛利率为 14.59%，同比增长 4.89 个百分点，主要系当期毛利率水平较高的医药健康板块收入占比提升所致。具体来看，贸易流通业务毛利率为 1.00%，同比上升 0.16 个百分点；医药健康业务毛利率为 37.18%，同比上升 2.84 个百分点；金融板块毛利率为 44.86%，同比下降 1.94 个百分点；综合板块毛利率为 19.60%，同比上升 2.56 个百分点。

从期间费用来看，2018 年公司发生三费合计 131.89 亿元，同比上升 15.37%。公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成，2018 年公司销售费用为 90.54 亿元，同比上升 17.48%，主要系公司旗下医药企业加大市场推广力度，相关销售费用支出增加所致，同期受公司管理规模扩大及旗下医药企业研发投入增加的影响，公司管理费用为 32.52 亿元，同比增加 15.02%。2018 年公司三费收入占比为 11.38%，同比上升 3.62 个百分点，受公司收入构成占比变化影响，当年三费收入占比有所上升。

表 6：2016~2018 年公司期间费用分析

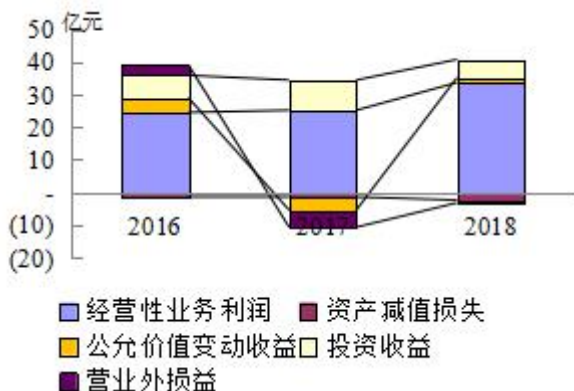
	单位：亿元、%		
	2016	2017	2018
销售费用	66.00	77.07	90.54
管理费用	22.56	28.27	32.52
财务费用	12.39	8.98	8.83
三费合计	100.95	114.33	131.891
营业总收入	1,172.32	1,473.05	1,158.72

三费收入占比	8.61	7.76	11.38
--------	------	------	-------

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2018 年公司经营性业务利润为 33.62 亿元，同比上升 33.46%；投资收益方面，2018 年投资收益为 5.64 亿元，同比下降 39.16%，由于该部分收益主要为基于贸易主业的套期保值业务收益，与贸易主营业务收入风险对冲，投资规模有所减小。此外，2018 年公司资产减值损失为 2.32 亿元，同比大幅上升 64.00%，主要系坏账损失增长，公司资产减值损失有所增长。同期，公允价值变动收益为 1.48 亿元，较上年同期-4.04 亿元相比变化幅度较大，主要系衍生金融工具公允价值以及远期结售汇变化幅度较大。营业外损益方面，2018 年公司营业外损益为-0.27 亿元，较上年同期-5.27 亿元相比有所回升，2017 年营业外损益主要系公司子公司远大物产涉嫌操纵期货市场案影响，公司计提了 5.6 亿元的预计损失导致当年营业外支出金额较大。综上，2018 年公司利润总额为 40.38 亿元，同比上升 53.09%，2017 年由于受公司涉嫌操纵期货市场案计提预计损失 5.6 亿元以及公允价值变动损失 4.04 亿元影响，当期利润总额水平较低。2018 年，公司净利润为 32.08 亿元，同比大幅上升 76.11%；所有者权益收益率为 13.35%，同比上升 3.81 个百分点，受益于利润增长，所有者权益收益率亦相应提升。

图 4：2016~2018 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，受贸易板块收入下降的影响，跟踪期内公司收入规模有所减少，但得益于公司医药健康板块收入规模和毛利率水平的提升，公司利润水平有所上升，同时投资收益亦对公司利润形成有益补充，公司整体盈利能力很强。

偿债能力

债务规模方面，截至 2018 年末公司总债务为 165.02 亿元，同比下降 5.81%，受一年内到期的非流动负债增加的影响，2018 年公司短期债务 121.16 亿元，同比上升 5.50%，长短期债务比由 2017 年末 1.90 倍上升至 2.76 倍。

从现金流来看，2018 年公司经营活动产生现金净流入为 56.56 亿元，同比增长 65.00%；同期公司经营净现金流/总债务升至 0.34 倍，公司经营净现金流/短期债务升至 0.47 倍，经营净现金流/利息支出升至 6.62 倍，经营性净现金对债务本金偿还保障能力有所增强，对债务利息偿还的保障能力较强。

获现能力方面，2018 年公司受利润总额增加影响，EBITDA 升至 57.59 亿元，较上年上升 33.62%；总债务/EBITDA 降至 2.87 倍，EBITDA 利息倍数升至 6.74 倍，公司获现能力对其债务本息的偿还提供了较强保障。

表 7：2016~2018 年公司偿债能力分析

	2016	2017	2018
短期债务（亿元）	133.91	114.85	121.16
长期债务（亿元）	68.49	60.34	43.86
总债务（亿元）	202.40	175.20	165.02
经营净现金流利息倍数（X）	2.83	3.93	6.62
经营净现金流/总债务（X）	0.13	0.20	0.34
EBITDA（亿元）	53.51	43.10	57.59
总债务/EBITDA（X）	3.78	4.06	2.87
EBITDA 利息倍数（X）	5.82	4.94	6.74

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与包括中国工商银行股份有限公司在内的多家银行保持了良好的合作关系。截至 2018 年末，公司获得主要合作银行授信总额约为 391.99 亿元，剩余授信额度为 272.08 亿元。另外，目前公司控股华东医药、远大控股和远大医药健康三家 A 股或 H 股上市公司，资本市场融资渠道较为畅通。

或有负债方面，截至 2018 年末，公司无对外担保。

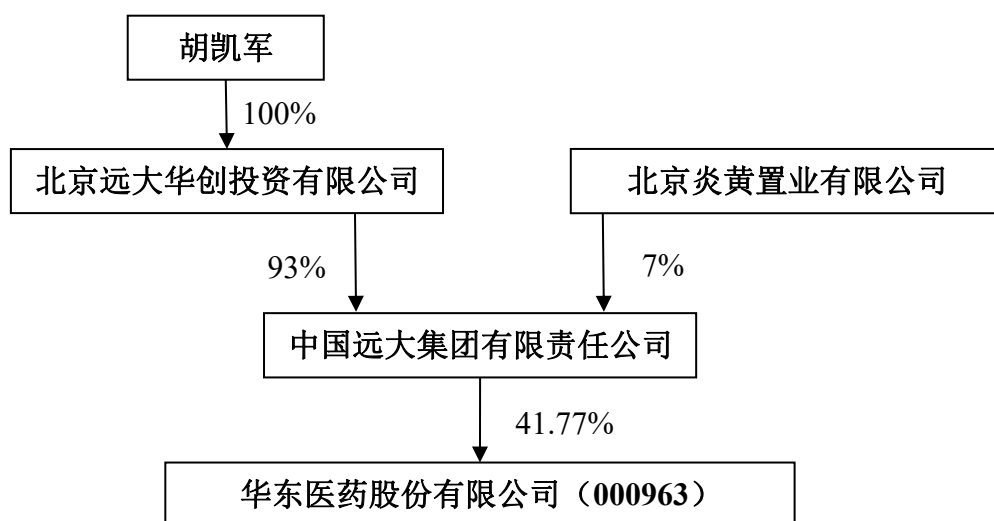
总体来看，跟踪期内受贸易业务收入下滑影响，远大集团整体收入规模有所下降，同时其债务结构仍以短期为主且占比进一步上升，但得益于其

医药健康板块业务较好的发展，远大集团利润规模有所增长，盈利能力较强，并且跟踪期内公司债务规模有所降低，偿债能力依然很强，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保能够对本次公司债券按期偿还提供保障。

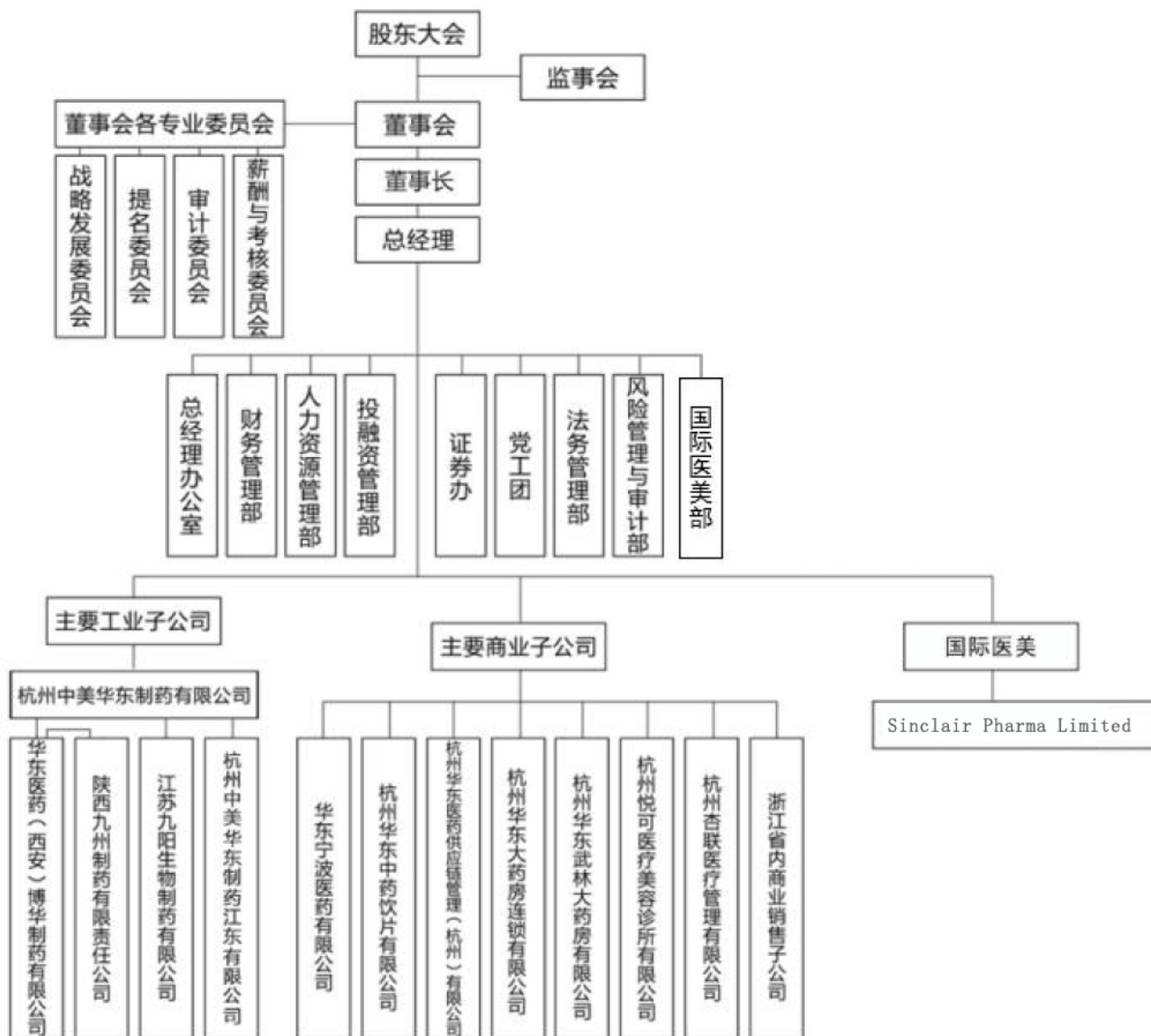
结 论

综上所述，中诚信证评维持华东医药股份有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望稳定；维持“华东医药股份有限公司 2015 年公司债券”信用等级为 **AA⁺**。

附一：华东医药股份有限公司股权结构图（截至2019年3月31日）



附二：华东医药股份有限公司组织结构图（截至2019年3月31日）



附三：华东医药股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	266,132.12	250,507.01	244,272.34	182,265.61
应收账款净额	446,614.58	488,492.79	563,301.12	780,899.29
存货净额	308,442.07	340,637.63	387,564.70	337,497.90
流动资产	1,170,896.85	1,279,272.15	1,306,388.90	1,496,710.08
长期投资	15,566.92	16,601.72	18,002.96	20,150.39
固定资产合计	194,437.62	220,396.26	267,443.49	274,015.35
总资产	1,445,642.87	1,598,710.65	1,921,735.73	2,144,706.76
短期债务	96,714.95	74,923.82	123,359.13	149,365.16
长期债务	101,077.51	99,244.09	99,554.56	99,632.28
总债务（短期债务+长期债务）	197,792.46	174,167.91	222,913.70	248,997.43
总负债	681,458.77	717,824.36	879,182.87	1,016,146.09
所有者权益（含少数股东权益）	764,184.10	880,886.29	1,042,552.86	1,128,560.66
营业总收入	2,537,966.75	2,783,182.31	3,066,337.43	970,514.82
三费前利润	602,881.60	710,704.85	871,771.59	331,443.33
投资收益	2,661.08	1,765.05	3,476.17	120.00
净利润	153,541.03	188,821.57	239,516.96	93,782.02
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	217,708.10	267,848.12	330,245.91	-
经营活动产生现金净流量	134,696.28	166,111.87	203,949.61	-43,389.08
投资活动产生现金净流量	-61,363.45	-100,605.50	-156,074.13	-43,844.02
筹资活动产生现金净流量	45,756.03	-91,210.02	-43,043.88	24,416.20
现金及现金等价物净增加额	119,088.86	-25,703.65	2,588.99	-66,126.51
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	24.27	26.12	28.99	34.85
所有者权益收益率（%）	20.09	21.44	22.97	33.24
EBITDA/营业总收入（%）	8.58	9.62	10.77	-
速动比率（X）	1.49	1.54	1.24	1.32
经营活动净现金/总债务（X）	0.68	0.95	0.91	-0.70
经营活动净现金/短期债务（X）	1.39	2.22	1.65	-1.16
经营活动净现金/利息支出（X）	16.15	22.26	19.65	-
EBITDA 利息倍数（X）	26.10	35.89	31.83	-
总债务/EBITDA（X）	0.91	0.65	0.67	-
资产负债率（%）	47.14	44.90	45.75	47.38
总资本化比率（%）	20.56	16.51	17.62	18.08
长期资本化比率（%）	11.68	10.13	8.72	8.11

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、华东医药 2019 年一季度所有者权益收益率等财务指标经过年化处理。

附四：中国远大集团有限责任公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	938,496.05	742,631.07	726,546.02
应收账款净额	817,105.51	854,745.07	887,903.83
存货净额	842,417.91	774,806.15	827,220.76
流动资产	3,589,461.12	3,820,839.54	3,740,875.05
长期投资	118,834.34	118,043.35	554,033.02
固定资产合计	631,864.52	645,363.16	709,352.49
总资产	4,794,372.01	5,162,390.24	5,781,173.93
短期债务	1,339,140.08	1,148,512.07	1,211,648.62
长期债务	684,885.55	603,449.15	438,555.58
总债务（短期债务+长期债务）	2,024,025.63	1,751,961.22	1,650,204.20
总负债	3,496,160.48	3,253,321.89	3,377,827.45
所有者权益（含少数股东权益）	1,298,211.53	1,909,068.34	2,403,346.48
营业总收入	11,723,223.30	14,730,496.80	11,587,177.75
三费前利润	1,254,794.26	1,395,137.69	1,655,105.64
投资收益	68,846.66	92,742.23	56,420.88
净利润	290,617.64	182,173.31	320,821.13
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	535,103.26	431,029.67	575,946.54
经营活动产生现金净流量	260,150.07	342,756.99	565,557.10
投资活动产生现金净流量	-224,857.35	-619,507.20	-453,721.63
筹资活动产生现金净流量	188,763.95	200,438.05	-201,742.11
现金及现金等价物净增加额	214,014.27	-82,864.93	-87,509.79
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	11.00	9.70	14.59
所有者权益收益率（%）	22.39	9.54	13.35
EBITDA/营业总收入（%）	4.56	2.93	4.97
速动比率（X）	1.03	1.22	1.06
经营活动净现金/总债务（X）	0.13	0.20	0.34
经营活动净现金/短期债务（X）	0.19	0.30	0.47
经营活动净现金/利息支出（X）	2.83	3.93	6.62
EBITDA 利息倍数（X）	5.82	4.94	6.74
总债务/EBITDA（X）	3.78	4.06	2.87
资产负债率（%）	72.92	63.02	58.43
总资本化比率（%）	60.92	47.85	40.71
长期资本化比率（%）	34.54	24.02	15.43

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、远大集团 2016~2018 年其他流动负债中的融资款部分调整至当年的短期债务进行相关指标计算；2016~2018 年长期应付款中的融资租赁款调整至当年的长期债务。

附五：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））/营业总收入

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）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

附六：信用等级的符号及定义

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

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，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。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。