

信评委函字[2018]449号

重庆华森制药股份有限公司：

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拟发行的“重庆华森制药股份有限公司公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁻，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA⁻。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年九月十二日

重庆华森制药股份有限公司 公开发行可转换公司债券信用评级报告

债券级别	AA ⁻
主体级别	AA ⁻
评级展望	稳定
发行主体	重庆华森制药股份有限公司
发行规模	本次发行可转债拟募集资金总额不超过人民币3亿元（含3亿元）。
债券期限	本次发行可转债的期限为自发行之日起6年。
债券利率	本次发行的可转换公司债券票面利率水平提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。
偿还方式	本次发行的可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。

概况数据

华森制药	2015	2016	2017	2018.6
所有者权益（亿元）	3.66	4.61	7.20	7.54
总资产（亿元）	5.39	6.52	8.85	9.79
总债务（亿元）	0.63	0.45	0.17	0.44
营业总收入（亿元）	4.69	5.52	5.92	3.53
营业毛利率（%）	62.05	64.37	67.01	65.40
EBITDA（亿元）	1.10	1.36	1.55	0.87
所有者权益收益率（%）	19.88	20.74	15.55	16.53
资产负债率（%）	32.19	29.27	18.66	22.98
总债务/EBITDA（X）	0.57	0.33	0.11	0.51
EBITDA 利息倍数（X）	19.04	53.88	145.20	405.11

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、2018年半年度公司所有者权益收益率指标经过年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“重庆华森制药股份有限公司公开发行可转换公司债券”的信用级别为AA⁻，该级别反映了本次债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定重庆华森制药股份有限公司（以下简称“华森制药”或“公司”）主体信用级别为AA⁻，评级展望为稳定。该级别反映了发行主体华森制药偿还债务的能力很强，受利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了公司销售渠道建设较为完善、资产负债水平较低，债务本息保障程度高等正面因素对公司业务发展及信用水平的支持。同时，中诚信证评也关注到公司销售费用占比较高、研发投入相对较少、实际控制人持股比例高，中药原材料价格波动较大，近年整体呈上涨趋势、环境保护以及产品质量控制工作要求较高等因素可能对公司经营及整体信用状况所造成的影响。

正面

- 销售渠道建设较为完善。公司销售模式为自建营销团队模式，公司在全国各大区域铺设了销售网络，各区域销售占比较为稳定。公司销售区域覆盖西南、华中、华东、华南、华北、东北、西北等全国各地，在两票制的情况下能够较好地完成公司销售任务及新产品的推广。
- 资产负债水平较低，债务本息保障程度高。2015~2017年公司资产负债率分别为32.19%、29.27%和18.66%，同期EBITDA利息保障倍数分别为19.04倍、53.88倍和145.20倍，偿债指标表现较好。此外，公司2017年10月完成IPO，上市后融资渠道拓宽，整体财务状况较好。

关注

- 销售费用占比较高，且研发投入相对较少。2017

分析师

郑耀宗 yzzheng@ccxr.com.cn

阮思齐 sqruan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年9月12日

年公司销售费用 2.39 亿元，在营业收入中占比 40.41%；研发投入 1,147.60 万元，在营业收入中占比 1.94%。公司整体研发投入占比较低，不利于提高公司新产品的研发能力。

- 中药原材料价格波动较大，近年整体呈上涨趋势。中药行业是典型的药材资源依赖型行业，受自然因素、资源破坏和人工成本上涨等因素影响，2017 年国内中药材价格指数整体呈逐渐上行的态势，预计未来中药材价格仍会因市场行情变化继续波动上行。公司采购的主要原材料中包括蝉蜕、乌梅、桔梗等多种中药材，中药材价格上涨会给公司带来一定的成本压力。
- 环境保护、产品质量控制工作要求较高。公司主要产品为药品，生产过程中对产品质量及环境保护均有较高要求。此外，公司有少量产品采取委托加工的生产方式，对公司的质量把控工作提出了更高的要求。

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和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次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，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。

概 况

发债主体概况

重庆华森制药股份有限公司（以下简称“华森制药”或者“公司”）成立于 1996 年 11 月，系由重庆华森制药有限公司整体变更设立的股份有限公司，初始注册资本为 1,080 万元。公司于 2017 年 10 月在深圳证券交易所上市（简称：华森制药，证券代码：002907）。公司首次公开发行人民币普通股（A 股）4,006 万股，每股面值 1 元，发行价格为每股 4.53 元，募集资金总额人民币 1.81 亿元，扣除发行费用后，募集资金净额为 1.47 亿元。截至 2018 年 6 月末，公司注册资本为 40,006 万元，控股股东成都地方建筑机械化工有限公司（以下简称“成都地建”）的持股比例为 47.02%，成都地建的实际控制人游谊竹与公司第二、第四大股东游洪涛和王瑛系一致行动人，三人为公司的共同实际控制人，合计持股比例为 76.49%。

公司主要业务为药品的研发、生产和销售，药品涵盖中成药、化学药和生物药等多个医药细分行业。目前，公司拥有片剂、颗粒剂、胶囊剂、软胶囊剂、散剂、粉针剂、冻干粉针剂、原料药、中药提取、小容量注射剂等 11 条生产线，共取得药品批准文号 68 个。截至 2018 年 6 月末，公司下属重要子公司包括重庆华森医药有限公司（以下简称“华森医药”）、重庆华森生物技术有限责任公司和重庆华森大药房零售连锁有限公司（以下简称“华森大药房”），主要涉及医药商业及药品零售。

截至 2017 年 12 月 31 日，公司总资产 8.85 亿元，所有者权益 7.20 亿元，资产负债率 18.66%；2017 年，公司实现营业总收入 5.92 亿元，净利润 1.12 亿元，经营活动净现金流 0.81 亿元。

截至 2018 年 6 月 30 日，公司总资产 9.79 亿元，所有者权益 7.54 亿元，资产负债率 22.98%；2018 年上半年，公司实现营业总收入 3.53 亿元，净利润 0.62 亿元，经营活动净现金流 0.32 亿元。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
债券名称	重庆华森制药股份有限公司公开发行可转换公司债券
发行总额	本次发行可转债拟募集资金总额不超过人民币 3 亿元（含 3 亿元）。
债券期限	本次发行可转债的期限为自发行之日起 6 年。
债券利率	本次发行的可转换公司债券票面利率水平提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。
偿还方式	本次发行的可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。
募集资金用途	扣除发行费用后，募集资金净额拟用于公司第五期新建 GMP 生产基地项目。
转股期限	本次发行的可转债转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

医药行业概况

医药行业与人民群众的生命健康和生活质量等切身利益密切相关，属于弱周期行业。在我国居民生活水平及城镇化水平不断提高、医疗保险制度改革全面推进、人口老龄化等因素的影响下，医药行业持续增长。

随着经济的增长和人口老龄化的加快，我国医药行业近年来保持了快速增长。“十一五”期间，我国医药行业保持高位运行，其中医药工业年复合增长率为 23.31%。“十二五”期间，我国医药工业仍保持较快增长势头，规模以上医药工业增加值年均增长率为 13.4%，占全国工业增加值的比重从 2.3% 提高到 3.0%。2017 年上半年，全国规模以上医药工业增加值同比增长 11.3%，增速较上年同期提高 1 个百分点，高于全国工业整体增速 4.4 个百分点，位居工业全行业前列，医药工业增加值在整体工业增加值中所占比重为 3.3%。医药工业对工业经济增长的贡献进一步扩大。

医药工业处于医药行业上游，主要包括化学原料药、化学制剂药、生物制药、医疗器械、中药饮片、制药装备、卫生材料及医药用品、中成药等八个子行业。其中化学原料药、化学制剂药和中成药实现销售收入远超过其他子行业，占据重要地

位；同时受益于国家不断加强对疾病防控的投资力度，生物制药行业近年发展良好。

表 2：2017 年我国医药工业规模以上企业主营业务收入情况

单位：亿元、%

子行业	主营业务收入	同比增长	收入占比
化学药品原料药制造	4,991.7	14.7	16.7
化学药品制剂制造	8,340.6	12.9	28.0
中药饮片加工	2,165.3	16.7	7.3
中成药制造	5,735.8	8.4	19.2
生物药品制造	3,311.0	11.8	11.1
卫生材料及医药用品制造	2,266.8	13.5	7.6
制药专用设备制造	186.7	10.7	9.5
医疗仪器设备及器械制造	2,828.0	10.7	9.5
医药工业	29,826.0	12.2	100.0

资料来源：国家发改委，中诚信证评整理

根据国家发改委数据显示，2017 年医药工业规模以上企业实现主营业务收入 29,826.0 亿元，同比增长 12.2%，高于全国工业增速 5.6 个百分点，较上年同比提高 2.3 个百分点。受益于日益增长的健康需求、医疗机构及零售药店等药品终端销售稳定增加以及原料药价格提高等因素影响，2017 年医药工业各子行业营业收入均有所增长。利润方面，2017 年医药工业规模以上企业实现利润总额 3,519.7 亿元，同比增长 16.6%，低于全国工业增速 4.4 个百分点，较上年增长 1.0 个百分点，利润总额增速高于主营业务收入增速 4.4 个百分点，主营业务收入利润率同比增长 0.9 个百分点，其中国内医药上市公司整体净利润增速超 20%，整体盈利水平得到显著提升。

表 3：2017 年我国医药工业规模以上企业利润总额和利润率情况

单位：亿元、%

子行业	利润总额	同比增长	利润率
化学药品原料药制造	436.1	13.7	8.7
化学药品制剂制造	1,170.3	22.1	14.0
中药饮片加工	153.5	15.1	7.1
中成药制造	707.2	10.0	12.3
生物药品制造	499.0	26.8	15.1
卫生材料及医药用品制造	213.9	14.4	9.4
制药机械制造	14.7	-8.1	7.9
医疗仪器设备及器械制造	25.1	6.9	11.5
合计	3,519.7	16.6	11.8

资料来源：国家发改委，中诚信证评整理

药品消费的增长与人口的自然增长及人口结构的变化有着密不可分的关系。根据国务院办公厅 2013 年 9 月下发的《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》，2012 年底我国 60 周岁以上老年人口已达 1.94 亿，2020 年将达到 2.43 亿，2025 年将突破 3 亿。由于老龄人口疾病发生率高，且以重病、慢性病为主，需要经常或长期用药（相关研究表明，退休人员卫生费用一般是未退休人员卫生费用的 3 倍，在某些国家甚至达到 5 倍），因此老龄人口占比的增加将直接刺激我国药品消费总量的增长。同时，目前我国农村居民医疗保健水平较低，远低于城镇居民的平均水平，而城镇化将促进其医疗、养老、社会保障等多方面与城市接轨，进而带动基层、县医院的发展，为医药消费带来巨大增量。

2018 年 7 月，国家医保局会同财政部、人社部、国家卫生健康委员会联合印发了《关于做好 2018 年城乡居民基本医疗保险工作的通知》（以下简称“通知”），通知明确了 2018 年城乡居民医保财政补助和个人缴费标准同步提高。各级财政人均补助标准在 2017 年基础上新增 40 元，达到每人每年不低于 490 元。全面覆盖城乡居民大病保险；鼓励社会办医，发展中医药、民族医药事业。随着我国医疗改革进程的不断深化，医药行业仍将有望保持增长态势。

总体来看，近年来受到宏观经济增速放缓、药价调控等因素影响，我国医药制造业增长放缓，医药制造企业收入和利润率增速有所下滑，但由于经济持续发展、人口老龄化加剧和社会保障体系的逐步完善医药行业有望保持增长态势。

医药行业政策

2005 年之前我国已历经四次医药卫生体制改革，但均告失败。2009 年以来，随着医改方案、基本药物目录、医保目录等重大行业政策的陆续出台，我国第五次医药卫生体制改革正逐步深入开展。新医改政策重点用于推进基本医疗保障制度建设、健全基层医疗卫生服务体系、促进基本公共卫生服务均等化和建立国家基本药物制度等方面，为国内医药行业带来整体市场扩容的历史机遇。

2012 年以来，我国政府对医药行业的调控力度不断加强，国家及地方政府的医药政策密集出台，

从年初的《国家药品安全“十二五”规划》，到年末印发的《生物产业发展规划》，政策面覆盖到医药各细分领域，不仅大部分对各领域的具体发展方向和目标进行了明确，也对实施方法进行了指导，这将有利于行业规范化程度的提高，并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。2013年3月，卫生部发布《国家基本药物目录》（2012年版），涉及品种大幅增加，中药品种比例有所提升，注重结构优化，剂型规格标准化增强，基药招标采购中的质量指标愈加重要。

2014年，李克强总理在政府工作报告中提出要推进医改向纵深发展，扩大城市公立医院综合改革试点，创新社会资本办医机制和巩固完善基本药物制度，并于3月25日主持召开国务院常务会议确定当年深化医药卫生体制改革重点工作。此次政府工作报告首次提出“创新社会资本办医机制”的理念，进一步表明了政府对社会资本办医的大力支持，为社会资本办医扫清部分障碍，有助于调动社会资本办医的积极性和促进多元化医疗体系的发展。2015年，李克强总理提出继续深入推进医药卫生改革发展，取消绝大部分药品政府定价，完善城乡居民基本医保，深化基层医疗卫生机构综合改革，全面推开县级公立医院改革，破除以药养医，并积极发展中医药和民族医药产业。

2016年4月，国务院印发《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》，要求进一步推进医疗、医保、医药三医联动，强化改革整体性、系统性和协同性；进一步提高改革行动能力，推进政策落实，促进建立覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度，切实推进健康中国建设。2016年11月，中共中央办公厅、国务院办公厅转发了《国务院深化医药卫生体制改革领导小组关于进一步推广深化医药卫生体制改革经验的若干意见》，对医疗服务价格设定、公立医院药品采购、医务人员薪酬制度等方面的改革方向均进行了明确，且特别强调要加强党委和政府领导对医改工作的领导，医改任务完成情况将纳入全面深化改革绩效考核和政府目标管理绩效考核，医改力度加大。2017年，国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务》，指出2017

年9月底前全面推开公立医院综合改革，所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外）。2017年，前四批200个试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到30%左右，百元医疗收入（不含药品收入）中消耗的卫生材料降到20元以下。2017年年底，综合医改试点省份和前四批200个公立医院综合改革试点城市所有公立医疗机构全面执行“两票制”，鼓励其他地区实行“两票制”。2018年，十九届三中全会通过《深化党和国家机构改革方案》，组建国家卫生健康委员会、国家药品监督管理局和国家医疗保障局三大部门，原有分工调整合并，推动健康中国战略，促进三医联动，为人民群众提供全方位全周期健康服务，医药行业监管迎来新的篇章。

表 4：近年来中国医疗卫生体制改革出台政策

日期	政策名称
2012.01	工信部发布《医药工业“十二五”发展规划》
2012.03	国务院办公厅发布《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》
2012.06	国务院办公厅以国办发〔2012〕33号印发《关于县级公立医院综合改革试点意见》
2012.09	发改委发布《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》
2012.11	人力资源社会保障部、财政部、卫生部发布《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》
2012.12	国务院印发《生物产业发展规划》
2013.02	国家食品药品监督管理局发布《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励药物创新的意见》
2013.03	卫生部发布2012年版《国家基本药物目录》
2013.07	国务院印发《深化医药卫生体制改革2013年主要工作安排》
2013.09	国务院印发《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》
2013.12	国家卫生和计划生育委员会发布《关于加快发展社会办医的若干意见》
2014.03	卫生计生委、财政部、中央编办、发展改革委和人社部《关于推进县级公立医院综合改革的意见》
2014.05	发改委发布《发改委定价范围内的低价药品目录》
2014.05	国务院印发《深化医药卫生体制改革2014年重点工作任务》
2014.11	发改委发布《推进药品价格改革方案（征求意见稿）》
2015.01	国家卫生计生委《2015年卫生计生工作要点》
2015.05	国家发改委、国家卫生计生委等部门联合下发《关于印发推进药品价格改革意见的通知》
2015.08	国家卫生和计划生育委员会发布《关于印发抗菌药物临床应用指导原则（2015年版）的通知》和《关于进一步加强抗菌药物临床应用管理工作的通知》
2015.11	国家食品药品监督管理总局发布《国家食品药品

日期	政策名称
	市场监督管理总局关于药品注册审评审批若干政策的公告（2015年第230号）》
2016.04	国务院印发《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》
2016.10	中共中央、国务院印发了《“健康中国2030”规划纲要》
2016.11	工业和信息化部、国家发展和改革委员会、科学技术部、商务部、国家卫生和计划生育委员会、国家食品药品监督管理总局联合印发《医药工业发展规划指南》（工信部联规[2016]350号）
2016.12	商务部发布《全国药品流通行业发展规划（2016-2020年）》
2017.01	国医改办发（2016）4号《印发关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》
2017.02	国务院办公厅印发《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》
2017.04	国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务》
2018.03	组建国家卫生健康委员会、国家药品监督管理局和国家医疗保障局

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

2016年以来，国家出台多项政策鼓励医药行业快速发展。2016年10月国务院印发了《“健康中国2030”规划纲要》，提出到2030年我国主要健康指标进入高收入国家行列，人均预期寿命较目前再增加约3岁达到79岁，健康科技创新整体实力位居世界前列等战略目标。11月，工信部、国家卫计委等六部门联合印发《医药工业发展规划指南》，要求到2020年，行业规模效益稳定增长，创新能力显著增强，产品质量全面提高，供应保障体系更加完善，国际化步伐明显加快，医药工业整体素质大幅提升，其中行业增长目标是主营业务收入年均增速高于10%。

中诚信证评认为，《“健康中国2030”规划纲要》、《医药工业发展规划指南》是未来我国医药制造行业中长期发展的指南针，在目前医药制造行业增速回升态势下，上述利好政策将进一步推动行业发展。

医药行业关注

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。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。

药品价格管理趋于严格、医保控费政策陆续落地，医药制造企业利润空间将继续受到挤压

多年来国家对于医药行业进行了持续的治理整顿，大规模降低药价数十次，但药价虚高问题仍然突出。从历史来看，政府对药品降价往往在医疗

保险目录的修订之后开始分批分次对目录中的药品进行降价，呈现一定周期性。本轮药品降价始自2010年11月，国家发展改革委员会先后多次降低部分激素、调节内分泌类、神经系统类；部分抗肿瘤、免疫和血液系统类；呼吸、解热镇痛和专科特殊用药等药品的最高零售限价，平均降价幅度为15%~17%。此外，在全民医保体系逐渐完善、人口老龄化趋势加剧、医疗费用不断攀升等因素的综合作用下，医保基金支付压力与日俱增，个别地方面临基金“穿底”风险。为保障医保基金安全，实现医疗保险可持续发展，医保控费成为大势所趋。2015年10月国家卫计委、国家发改委等五部门印发《关于控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见》；2016年6月，国家卫计委发布《关于尽快确定医疗费用增长幅度的通知》（645号文），要求各省（区、市）于2016年7月1日前，确定本地区年度医疗费用增长幅度（控费目标）；2017年7月原国家卫计委办公厅、国家发改委办公厅等印发《医用耗材专项整治活动方案》，对医保控费相关工作进行具体部署。中诚信证评认为，在药品价格管理趋严以及医保控费政策下，未来药品价格将呈下降趋势，医药制造企业利润空间亦将受到一定挤压。

中药材价格整体持续增长，将对制药企业成本控制形成一定压力

近年来，我国的中药材行业得到了迅速发展，并在栽培、引种驯化野生药材、引进国外中药材等方面均取得了重大进展，中药材的质量和安全性不断提高，品种不断获得丰富。

中药行业是典型的药材资源依赖型行业，中药材价格上涨对中药企业带来一定的成本压力。2011年下半年以来，随着中药材种植产能的增加以及政府监管力度的加大，我国中药材价格出现较为显著下跌，中药材综合指数约下滑近25%；而自2012年以来，中药材价格持续回升并快速增长。其原因一方面是由于中药材生产受到气候、环境、日照等自然因素影响较大，上述因素的变化可能影响药材正常生长，并进一步导致产出减少；另一方面，由于近年来野生药材的过度采挖，中药资源受到破坏，加之国家对珍稀野生药材实行禁采和限采，导致部

分中药材原材料出现短缺，价格大幅波动或上涨。此外，由于我国中药材种植滞后于农业发展且机械化程度较低，人工成本上涨也在一定程度上加快了国内中药材价格的上涨。根据中国成都中药材价格指数显示，国内中药材价格指数从2017年初的155.14增长到2017年末的165.43，全年上涨10.29点。2017年中药材价格指数整体呈逐渐上行的态势，预计未来中药材价格仍会因市场行情变化继续波动上行。

考虑到中药材是相关医药制造行业的原材料，其供应数量、质量和价格将直接影响其生产经营，同时中药材价格对于相关医药生产企业成本影响较大，因此中药材价格的大幅增涨将对相关医药生产企业形成较大压力。

竞争优势

营销渠道较为完善

目前，公司在全国均有销售网络布局，销售区域覆盖西南、华中、华东、华南、华北、东北、西北等全国各地，在两票制的情况下能够较好地完成公司销售任务及新产品的推广。客户方面，公司客户质量较好，主要客户包括国药控股股份有限公司、重庆医药（集团）股份有限公司、重庆市荣昌区人民医院和华润医药商业集团有限公司等大型医药流通企业和本地大型医院及医药企业。优质的客户资源，有助于公司提高产品知名度，以及保障回款的稳定性。营销方面，公司的专业化营销团队采取学术推广的方式，直接与医院终端进行沟通，有效地建立起医院、医务工作者对公司和公司产品的信任，保证了公司产品在医院终端的竞争优势。同时公司利用产品在医院市场中形成的良好口碑，促进产品在零售终端市场的销售。截至2018年6月末，公司拥有二级以上公立医院终端客户3,200余家，拥有基层医疗机构终端客户800余家，销售团队共计534人。

产品销售情况较好

公司产品主要涵盖消化系统、精神神经系统和耳鼻喉科等多个治疗领域。截至2018年6月末，共取得药品批准文号68个，其中入选《国家基本

药物目录》的品规 17 个，入选《国家医保目录》的品规 49 个。

公司近年来生产、销售情况良好，综合毛利率保持在 65% 左右；其中医药工业板块毛利率达 80% 左右。公司基于三大重点领域消化系统、神经系统和耳鼻喉科，主推五大核心产品威地美（铝碳酸镁片）（含咀嚼片）、长松（聚乙二醇 4000 散）、痛泻宁颗粒、都梁软胶囊和甘桔冰梅片，销售情况良好。其中，中成药产品甘桔冰梅片、都梁软胶囊和痛泻宁颗粒均为公司独家品种，化学药产品威地美（铝碳酸镁片）（含咀嚼片）、长松（聚乙二醇 4000 散）均为国内首仿，具有较强的竞争力。公司另有新产品甲磺酸雷沙吉兰片、奥美拉唑碳酸氢钠胶囊正在研发，未来产品上市将进一步巩固公司在神经系统和消化系统等核心领域的地位。随着公司进一步的业务扩张和产品研发，公司在核心领域的竞争优势将得到不断巩固。

业务运营

公司主要从事中成药、化学药的研发、生产和销售业务，自设立以来主营业务未发生重大变化。公司拥有片剂、颗粒剂、胶囊剂、软胶囊剂、散剂、粉针剂、冻干粉针剂、原料药、中药提取、小容量注射剂等 11 条生产线。2015~2017 年，公司实现营业收入分别为 4.69 亿元、5.52 亿元和 5.92 亿元，其中医药工业板块收入分别为 3.66 亿元、4.25 亿元和 4.83 亿元，占其营业总收入的比例分别为 77.94%、77.07% 和 81.57%，医药商业板块收入分别为 1.02 亿元、1.24 亿元和 1.04 亿元，占其营业总收入的比例分别为 21.76%、22.41% 和 17.64%。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入为 3.53 亿元，其中医药工业板块收入 2.89 亿元，占比 81.82%；医药商业板块收入 0.62 亿元，占比 17.58%。

表 5：2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司主营业务收入构成

单位：万元、%

行业	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-6 月		
	金额	比例	毛利率	金额	比例	毛利率	金额	比例	毛利率	金额	比例	毛利率
医药工业	36,578.57	77.94	77.91	42,514.84	77.07	81.28	48,297.56	81.57	80.10	28,906.85	81.82	77.90
医药商业	10,213.38	21.76	5.10	12,365.45	22.41	6.04	10,447.14	17.64	6.69	6,212.77	17.58	7.16
医药零售	-	-	-	48.79	0.09	31.78	129.68	0.22	25.24	37.85	0.11	24.48
其他业务	139.36	0.30	73.20	237.62	0.43	80.14	335.15	0.57	76.66	172.75	0.49	77.08
合计	46,931.91	100.00	62.05	55,166.70	100.00	64.37	59,209.54	100.00	67.01	35,330.22	100.00	65.40

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

医药工业板块

作为公司的核心业务板块，近年来公司医药工业板块收入持续上升。2015~2017 年及 2018 年上半年公司医药工业板块分别实现收入 3.66 亿元、4.25 亿元、4.83 亿元和 2.89 亿元。

公司产品主要用于消化系统、耳鼻喉科、神经系统等治疗领域，重点产品包括威地美（铝碳酸镁片）（含咀嚼片）、甘桔冰梅片、都梁软胶囊、长松（聚乙二醇 4000 散剂）和痛泻宁颗粒等。从产品收入占比来看，2017 年，上述五大药品收入分别为 1.42 亿元、1.24 亿元、0.78 亿元、0.27 亿元和 0.17 亿元，合计占公司医药工业板块的比重达 80.33%，对公司的盈利贡献较大。细分来看，作为

公司的核心产品，威地美（铝碳酸镁片）（含咀嚼片）销售金额占公司医药工业板块收入比例最大，2017 年占当期医药工业板块收入比例为 29.46%；甘桔冰梅片作为公司独家产品，是公司医药工业板块的重要收入来源，占当期医药工业板块的收入比例为 25.68%；公司另一款核心产品都梁软胶囊收入占医药工业板块收入为 16.08%，也为公司独家产品；长松（聚乙二醇 4000 散剂）和痛泻宁颗粒合计占当期医药工业板块的收入比例为 9.11%。

原料采购

采购供应商方面，公司最大供应商为重庆植恩医药销售有限公司（以下简称“植恩医药”），在公司采购中占比较高，2015~2017 年度及 2018 年上半

年，公司对植恩医药的采购金额占各期采购总额比例分别为 48.11%、34.36%、47.58%、48.60%，主要采购品种为奥利司他原料药。公司其他主要供应商近年来有所变动，包括遂宁市富通白芷加工厂、辽宁奥克医药辅料股份有限公司、成都市温江区金桥包装有限公司等。前五大供应商占比方面，2015~2017 年及 2018 年上半年，公司前五大供应商的采购金额占各期采购总额比例分别为 65.47%、55.31%、67.58%和 63.66%。

采购品种方面，公司主要采购有药材、辅助材料、包材等，其中药材采购金额占总采购金额比例较高，近三年保持在 70%左右。药材采购方面，公

司主要采购的原药材包括奥利司他原料药、聚乙二醇 4000、蝉蜕、白芷、轻质氧化镁等。其中奥利司他原料药的采购价格有所下降；轻质氧化镁、聚乙二醇 4000、白芷的采购价格基本保持稳定。另外，蝉蜕、乌梅、薤白等中药材近几年采购均价总体保持持续上涨趋势，原材料价格的上涨及波动可能对公司的经营业绩产生一定的不利影响。

公司也有采用“公司+科研院所+种植大户”模式采购的中药材，但采购金额占比较小。2015~2017 年度及 2018 年上半年，采取此模式采购的最主要原料品种为白芷，2018 年上半年采用此模式采购的金额为 184.12 万元。

表 6：2015~2017 年及 2018 年 1-6 月主要原料采购供应商采购金额及占当期原材料采购总额比例

单位：万元、%

供应商	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
重庆植恩医药销售有限公司	2,511.66	48.11	1,584.60	34.36	3,305.06	48.19	2,063.94	49.19
遂宁市富通白芷加工厂	-	-	215.00	4.66	447.46	6.52	-	-
辽宁奥克医药辅料股份有限公司	195.29	3.74	263.34	5.71	362.62	5.29	218.24	5.20
成都市温江区金桥包装有限公司	187.38	3.59	248.98	5.40	271.49	3.96	-	-
烟台宝聚海藻有限公司	231.62	4.44	238.80	5.18	248.55	3.62	115.38	2.75
康美（亳州）世纪国药中药有限公司	-	-	-	-	-	-	143.08	3.41
昆明斯贵经贸有限公司	-	-	-	-	-	-	130.77	3.12
四川新荷花中药饮片股份有限公司	291.71	5.59	-	-	-	-	-	-
合计	3,417.66	65.47	2,550.72	55.31	4,635.18	67.58	2,671.42	63.66

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 7：2015~2017 年及 2018 年 1-6 月公司原材料采购情况

单位：万元、%

采购项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-6 月	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
药材	3,765.86	72.13	3,078.34	66.76	5,213.18	75.05	2,993.42	70.87
辅助材料	720.09	13.79	668.22	14.49	706.72	10.17	639.05	15.13
包材	735.17	14.08	864.81	18.75	1,026.01	14.77	591.64	14.01
合计	5,221.12	100.00	4,611.37	100.00	6,945.90	100.00	4,224.11	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 8：2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司主要药材品种的采购单价变化和采购金额情况

单位：%、万元

原材料	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-6 月	
	单价变化率	采购金额	单价变化率	采购金额	单价变化率	采购金额	单价变化率	采购金额
奥利司他	-	2,317.26	-31.22	1,343.51	-27.30	3,066.58	0.45	1,982.33
轻质氧化镁	-	109.91	-0.44	82.05	-0.03	136.80	-0.00	71.14
碳酸钠	-	27.57	-5.47	26.22	40.04	48.67	11.59	24.23
硫酸铝	-	24.03	-2.24	16.00	-22.81	22.12	0.58	9.79
蝉蜕	-	211.90	11.91	323.12	68.22	305.21	9.42	21.62
乌梅	-	70.00	-6.52	45.63	37.71	97.42	75.58	57.46
射干	-	65.96	-28.61	65.07	20.60	67.58	0.69	79.81
桔梗	-	16.00	8.72	64.00	40.41	49.55	-12.67	69.63
川芎	-	70.01	53.68	121.76	-23.44	31.41	-	0.00
白芷	-	166.90	-10.92	56.79	41.68	107.95	-	0.00
聚乙二醇 4000	-	179.54	-0.50	263.51	0.66	358.39	2.32	237.79
白芍	-	5.38	-9.40	19.80	-16.48	25.01	2.69	14.43
薤白	-	3.70	22.51	22.61	46.05	71.24	-2.63	20.05
白术	-	4.65	-32.99	9.98	58.19	25.23	0.75	19.06

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

产品生产与销售

公司采取“以销定产”和“最低库存量”相结合的生产模式。威地美（铝碳酸镁片）（含咀嚼片）、甘桔冰梅片和都梁软胶囊为公司近年来核心产品，对公司营收贡献较大，2017 年三者的产量分别为 34,899.31 万片、20,225.43 万片和 10,913.27 万粒，同比增长分别为 11.12%、22.65%和 21.19%。此外，长松（聚乙二醇 4000 散）、痛泻宁颗粒等产品也为公司核心现金流产品，2017 年以来扩产规模较大，2017 年公司长松（聚乙二醇 4000 散）、痛泻宁颗粒产量分别为 1,599.88 万袋和 426.50 万袋，同比增长 43.57%和 47.82%。

产能方面，截至 2017 年末，公司主要的生产剂型片剂、软胶囊剂和胶囊剂的年产能分别为 46,930.00 万片、8,450.00 万粒和 3,500.00 万粒，相应剂型的产能利用率分别为 125.12%、140.65%和 118.33%。截至 2018 年 6 月末，公司片剂、软胶囊剂和胶囊剂的半年产能分别为 23,465.00 万片、4,225.00 万粒和 2,250.00 万粒，产能利用率分别为 135.42%、150.82%和 135.31%，公司面临产能严重不足的问题。2017 年公司 IPO 募集资金净额 1.47 亿元，投资于公司第五期新建 GMP 生产基地项目，

截至 2018 年 6 月末募集资金已经全部投入；2018 年 8 月 6 日的股东大会审议通过决议，将项目预算由 3.51 亿元增加至 6.23 亿元。项目预计 2020 年 12 月 31 日可完工并投入使用，并将极大改善公司产能不足的情况。

另外，受产能限制，公司产品注射用奥美拉唑钠为委托生产。2017 年公司委托生产注射用奥美拉唑钠总金额 17.64 万元；2018 年 1~6 月，公司委托生产注射用奥美拉唑钠总金额 24.02 万元。销售方面，2015~2017 年，公司主要产品威地美的销量分别为 29,840.18 万片、32,548.06 万片和 33,613.63 万片；甘桔冰梅片的销量分别为 13,740.66 万片、17,242.28 万片和 20,173.24 万片；都梁软胶囊的销量分别为 9,021.42 万粒、10,108.84 万粒和 10,988.33 万粒。2015~2017 年，公司五种主要产品产销率全部保持在 90%以上，其中 2016 年公司五种主要产品产销率均在 100%以上，2017 年都梁软胶囊产品产销率在 100%以上。

表 9：2015~2017 年公司主要产品生产销售情况

单位：%

主要治疗领域	药品名称	单位	2015 年			2016 年			2017 年		
			产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
消化系统	威地美(铝碳酸镁片)(含咀嚼片)	万片	30,162.03	29,840.18	98.93	31,406.68	32,548.06	103.63	34,899.31	33,613.63	96.32
	长松(聚乙二醇 4000 散)	万袋	837.16	820.08	97.96	1,114.36	1,202.66	107.92	1,599.88	1,488.79	93.06
	痛泻宁颗粒	万袋	279.97	270.44	96.60	288.52	330.22	114.45	426.50	413.51	96.95
耳鼻喉科	甘桔冰梅片	万片	13,755.36	13,740.66	99.89	16,489.88	17,242.28	104.56	20,225.43	20,173.24	99.74
精神神经系统	都梁软胶囊	万粒	9,474.25	9,021.42	95.22	9,004.90	10,108.74	112.26	10,913.27	10,988.33	100.69

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售区域来看，公司在全国均有销售网络布局，各区域的销售收入占比基本保持稳定，其中前三大销售区域为西南地区、华中地区和华东地区。2015~2017 年度及 2018 年上半年，公司西南地区医药工业业务收入分别为 1.51 亿元、1.78 亿元、2.19 亿元和 1.34 亿元，在公司医药工业业务收入中占比

分别为 41.32%、41.84%、45.43%和 46.33%。同期，公司华中地区销售收入分别为 0.72 亿元、0.79 亿元、0.84 亿元和 0.56 亿元，占比分别为 19.82%、18.60%、17.30%和 19.28%；华东地区销售收入分别为 0.62 亿元、0.64 亿元、0.68 亿元和 0.34 亿元，占比分别为 16.85%、15.04%、14.05%和 11.93%。

表 10：2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司医药工业业务收入按区域划分情况

单位：万元、%

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
西南地区	15,112.65	41.32	17,788.18	41.84	21,942.98	45.43	13,392.94	46.33
华中地区	7,249.98	19.82	7,909.56	18.60	8,353.59	17.30	5,573.17	19.28
华东地区	6,162.27	16.85	6,394.52	15.04	6,784.52	14.05	3,449.76	11.93
华南地区	2,366.95	6.47	2,820.95	6.64	3,203.92	6.63	1,565.51	5.42
华北地区	2,296.59	6.28	3,253.66	7.65	3,770.50	7.81	2,336.57	8.08
东北地区	2,145.63	5.87	2,758.00	6.49	2,608.18	5.40	1,613.25	5.58
西北地区	1,244.50	3.40	1,589.97	3.74	1,633.87	3.38	975.64	3.38
合计	36,578.57	100.00	42,514.84	100.00	48,297.56	100.00	28,906.84	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售客户方面，公司大部分产品通过自建销售网络并自行开拓市场，采用经销商配送的形式销售；少量产品通过华森医药及华森大药房直接对外销售。公司从经营资质、营销能力、销售渠道、信用等多方面遴选优质的医药商业公司作为经销商，与其建立长期稳定的合作关系，公司将药品发送到经销商，由经销商直接或分销配送，最终使药品进入医院、药店等销售终端。经销商按与公司签订的协议价格与公司结算货款，医院等销售终端按药品招标价格或约定价格与经销商结算货款。公司的专业化营销团队采取学术推广的方式，直接与医院终

端进行沟通，有效地建立起医院、医务工作者对公司和公司产品的信任，保证了公司产品在医院终端的竞争优势。同时公司利用产品在医院市场中形成的良好口碑，促进产品在零售终端市场的销售。截至 2018 年 6 月末，公司拥有二级以上公立医院终端客户 3,200 余家，拥有基层医疗机构终端客户 800 余家，销售团队共计 534 人。2015 年~2017 年及 2018 年 1~6 月，公司由经销商配送的销售金额在公司总销售金额中的占比分别为 76.33%、75.68%、79.57%和 79.92%，基本保持稳定。

公司客户质量较好且比较稳定，主要包括国药控股股份有限公司、重庆医药（集团）股份有限公司、重庆市荣昌区人民医院、华润医药商业集团有限公司等大型医药流通企业或重庆当地医院和医药企业。前五大客户占比方面，2015~2017年及2018年1~6月公司前五大客户的销售收入金额占各期营业收入比例分别为 42.76%、42.21%、45.32%和

46.87%，公司不存在严重依赖少数客户的情况。结算方面，公司综合客户信用情况、产品类型和销售渠道等因素对药品销售分为先款后货、货到付款两种结算方式，也可将两种结算方式结合；付款方式方面，可以根据客户需要接受电汇或银行承兑汇票进行结算，或将两种结算方式相结合，并可根据客户资质给予主要客户一定的信用账期。

表 11：2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司前五大客户的销售收入及占当期营业收入的比例

单位：亿元、%

客户	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国药控股股份有限公司	0.58	12.38	0.69	12.56	0.80	13.58	0.49	13.94
重庆医药（集团）股份有限公司	0.43	9.21	0.50	9.09	0.63	10.72	0.33	9.33
重庆市荣昌区人民医院	0.37	7.91	0.46	8.37	0.48	8.10	0.30	8.49
华润医药商业集团有限公司	0.38	8.05	0.41	7.36	0.45	7.57	0.26	7.47
重庆植恩医药销售有限公司	0.24	5.21	-	-	0.32	5.35	0.28	7.88
九州通医药集团股份有限公司	-	-	0.27	4.83	-	-	-	-
合计	2.01	42.76	2.33	42.21	2.67	45.32	1.66	46.87

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

产品研发

研发方面，公司围绕一系列临床发病率高、缺乏有效治疗方案、市场前景广阔的常见病、慢性疾病，以消化系统、精神神经系统、耳鼻喉科为核心业务，并逐步向心脑血管、癌肿及老年病方向拓展，不断丰富管线；完善信息情报网络系统，及时获取技术含量高、市场前景好的科研成果和药品信息，进行仿制药的研究开发。截至 2018 年 6 月末，公司研发团队共有人员 136 人，其中有硕士研究生及以上学历的人员占 51.47%，有五年以上工作经验的人员占 72.06%。目前公司在研项目主要包括甲磺酸雷沙吉兰片（精神神经系统用药领域-帕金森病）及奥美拉唑碳酸氢钠胶囊等，其中甲磺酸雷沙吉兰片产品正在按现行一致性评价的有关要求进一步推进研究工作，奥美拉唑碳酸氢钠胶囊产品正在按一致性评价相关要求进行研究，并已经提交相关资料至国家 CDE 中心申请报批生产批件。2017 年度，公司研发投入总计 1,147.60 万元。

总体来看，公司医药工业板块主要产品销售情况较好，销售收入较为稳定。随着公司后续业务继续向基础医院拓展下沉以及第五期新建项目投产

后产能的大幅提升，预计未来医药工业板块产品销售情况将有所提升。

医药商业业务

除了医药制造板块，公司还从事部分的医药商业业务。公司子公司华森医药利用自身的营销网络优势在注册地重庆市荣昌区进行药品配送，配送的药品少量为自产，更多采购自其他医药生产企业或流通企业，配送的客户主要为荣昌区当地公立医院及下辖的乡镇卫生院。华森医药严格实施重庆市关于 2017 年 6 月 1 日起公立医疗机构实施两票制的要求，积极与全国各地的 600 多个生产企业约 3,000 个品规药品建立了三方配送关系，及时配送至各医疗机构，保证了客户的临床需求，同时也保证了人民的用药安全。2015~2017 年及 2018 年上半年，公司医药商业板块分别实现营业收入 1.02 亿元、1.24 亿元、1.04 亿元和 0.62 亿元，在公司营业总收入中占比分别为 21.83%、22.41%、17.64%和 17.58%。

从 2015 年开始，为了使销售终端多元化，公司设立了华森大药房以经营药品连锁销售业务，销售的药品包括自产产品和外购产品。截至 2018 年 6 月末，华森大药房共有 26 家连锁药店，其中直营店 5 家，加盟店 21 家。其中加盟店分布区域为荣

昌城区 16 家、安富镇 1 家、广顺镇 2 家、观胜镇 1 家、清升镇 1 家；直营店分布区域为荣昌城区 4 家、重庆市渝北区 1 家。2017 年，公司配送的药品品种、品规共 1,000 余种。

账期结算方面，采购结算工作分为现货购进方式或账期付款方式。现款购进即根据所需品规购进价及数量的合计金额，经公司审核后由财务转账至供应商，供应商再发货的购进方式；账期（额度）付款即与供应商协商沟通，在供应商发货后的一定期限内（如 3-6 个月）或累计应付款金额超过约定限额再行付款的方式。销售回款工作分为两种方式，第一种为药交所网上回款，即各医疗机构按照药交所的付款时间要求，根据收到的药品金额将款项转至药交所，药交所再转账至公司；第二种为网下回款方式，即各经销商根据收到的药品金额，在约定的时间内转账至公司。

2017 年度，公司医药商业业务前五大采购药品为 0.9%氯化钠注射液、注射用血塞通（冻干）、注射用头孢米诺钠、注射用头孢美唑钠和 5%葡萄糖注射液；前五大供应商为西南药业股份有限公司、重庆尚通医药有限公司、福安药业集团庆余堂制药有限公司、重庆九州通医药有限公司和重庆能邦医药有限公司。

表 12：2017 年公司医药商业前五大采购药品

单位：万元、%		
采购药品名称	金额	占比
0.9%氯化钠注射液	452.82	4.43
注射用血塞通（冻干）	317.28	3.11
注射用头孢米诺钠	261.68	2.56
注射用头孢美唑钠	224.05	2.19
5%葡萄糖注射液	190.35	1.86
合计	1,446.17	14.15

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 13：2017 年医药商业前五大供应商

单位：万元、%		
供应商名称	金额	占比
西南药业股份有限公司	893.36	8.75
重庆尚通医药有限公司	384.21	3.76
福安药业集团庆余堂制药有限公司	331.52	3.25
重庆九州通医药有限公司	303.99	2.98
重庆能邦医药有限公司	214.15	2.10
合计	2,134.96	20.84

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司治理

根据《公司法》、《证券法》等法律、法规及规范性文件的要求，公司建立了由股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，并根据相关法律、法规及规范性文件的要求，制定了《公司章程》以及相应配套的规章制度，明确了股东大会、董事会、监事会、独立董事、总经理及董事会秘书的权责范围和工作程序。公司董事会现有董事 9 名，其中独立董事 3 名。公司设董事长 1 人，由公司全体董事的过半数选举产生。此外，董事会下设审计委员会、战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会等 4 个专业委员会。公司监事会现有监事 3 名，其中股东代表监事 2 名，职工代表监事 1 名，监事会设监事会主席 1 人，由全体监事过半数选举产生。

公司按照相关法律法规和规范性文件的要求，建立健全了较为完善的内部控制制度管理体系。

在安全生产方面，公司制定了《安全事故管理制度》、《安全生产约谈制度》、《意外事件和事故的紧急救援措施及紧急救援制度》、《电气设备安全管理制度》、《风险控制管理制度》等一系列完善的安全生产管理制度并严格执行。自成立以来，公司全面实行安全生产责任制，总经理为安全生产管理总负责人，各部门负责人为本部门安全生产管理的第一责任人。环安部是公司安全生产管理的执行机构，负责安全生产工作的组织、协调、监督。公司定期组织召开安全生产工作会议，分析、总结存在的问题，并制定整改方案；每年定期开展安全生产月活动，进行安全消防知识培训、安全隐患巡查和整改、应急疏散演习、消防器材实战演练等活动，杜绝安全生产事故。

在质量控制方面，公司严格按照《中华人民共和国药品管理法》及《药品生产质量管理规范》（2010 年修订）实施生产及质量管理，生产车间均已通过新版 GMP 认证。公司已制定产品质量保证相关管理制度及质量控制相关管理制度。质量保证制度包括药品不良反应报告和监测管理制度、三级质量分析制度、药品召回管理制度、有效期和复验期管理制度等，质量控制制度包括检验、复核、复

验管理制度、检验标准操作管理制度、试剂、试液、指示剂管理制度、质量控制部安全卫生制度等。

在关联交易管理方面，为了防范经营风险、确保合规运营，公司根据《公司法》以及《公司章程》的有关规定，加强了对企业内控、控制关联交易数量、规范关联交易管理。公司发生关联交易时，必须遵守“公平、公正、公开”的原则，并确保公司的关联交易行为不损害公司和非关联股东的合法权益以及相关法律法规的要求，关联交易的价格原则上应不偏离市场独立第三方的标准，对于难以比较市场价格或定价受到限制的关联交易，应通过合同明确有关成本和利润的标准。

股东情况方面，截至 2018 年 6 月末，公司控股股东成都地建持股比例为 47.02%，成都地建是游谊竹先生间接持股控制的企业。公司股东、董事长游洪涛系游谊竹之弟，公司股东、董事、副总经理王瑛系游洪涛之妻，三人系同一家族成员，构成一致行动人，所持公司股份总和为 76.49%。因此，游谊竹、游洪涛、王瑛为公司共同实际控制人。公司的实际控制人持股比例较高，同时，游洪涛和王瑛分别担任公司董事长和副总经理，游洪涛和王瑛之女游雪丹担任公司董事会秘书，对公司经营决策的影响力较大，企业管理呈家族化特征，中诚信证评将对公司治理情况保持持续关注。

总体来看，公司治理较为规范，管理制度较为完善，能够保障公司的业务运营效率、管理的合法合规，并能够满足公司未来发展的需要。

战略规划

公司未来发展战略将以立足于三大优势领域（消化系统、精神和神经系统和耳鼻喉科），继续走中西并重之路，逐步向心脑血管疾病领域、肿瘤用药领域以及老年病用药方向拓展，坚持自建营销团队及学术推广，进一步提升华森制药品牌形象，未来公司将继续强化精品中成药以及高端仿制药的市场定位并逐步布局创新药以及生物药用药领域。

2018 年公司将以人才和创新作为驱动，做好产品推广策略，坚持销售行为规范，聚焦公立医院并逐步拓展至民营医院、基层医疗机构、零售连锁药房以及电商平台，最终实现以公立医院为主要终端

渠道带动民营医院、基层医疗机构、零售连锁药房以及电商平台的多渠道发展模式。

公司根据 2018 年的发展战略，将重点攻克公司 289 目录产品（长松（聚乙二醇 4000 散））的仿制药一致性评价工作，并继续推进其他重点品种的仿制药一致性评价工作，开始布局注射剂一致性评价工作。同时，加快推进在研项目的进展工作，并持续在高端仿制药、精品中药研发领域深度耕耘并积极布局创新药以及生物用药领域。销售渠道建设方面，继续拓宽销售渠道网络，加强销售队伍建设，医药商业方面积极拓展市场。

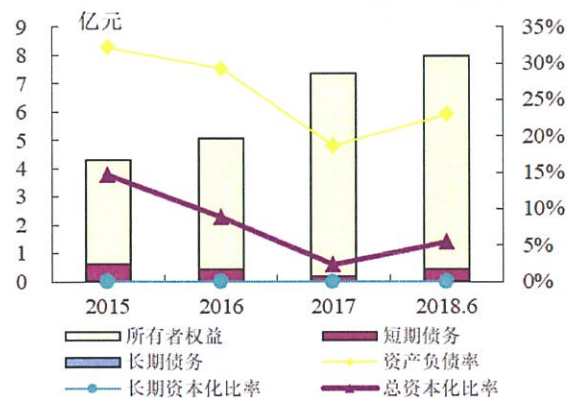
财务分析

下列财务分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年半年度财务报告，所有数据均为合并口径。

资本结构

近年来公司药品销售规模逐步扩大，资产规模呈现上升趋势，2015~2017 年末，公司资产总额分别为 5.39 亿元、6.52 亿元和 8.85 亿元；得益于公司成功上市，资本获得补充，加之留存收益的增长，公司所有者权益分别为 3.66 亿元、4.61 亿元和 7.20 亿元，近三年年均复合增长率为 40.31%；同期公司负债总额分别为 1.74 亿元、1.91 亿元和 1.65 亿元。截至 2018 年 6 月末，公司资产总额为 9.79 亿元，负债总额为 2.25 亿元，所有者权益为 7.54 亿元。

图 1：2015~2018 年 6 月末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

资产构成方面，流动资产系公司资产的主要构成部分。截至 2017 年末，公司流动资产规模为 5.61 亿元，占资产总额的 63.43%。公司流动资产主要包括货币资金、应收票据、应收账款、存货和其他流动资产。2015~2017 年末，公司货币资金余额分别为 0.55 亿元、0.85 亿元和 0.67 亿元，主要由银行存款构成；同期公司应收票据分别为 0.64 亿元、0.92 亿元和 0.95 亿元，公司应收票据全部为银行承兑汇票；随着公司营业收入规模的扩大，公司应收账款整体有所增长，分别为 1.29 亿元、1.66 亿元和 1.53 亿元，其中账龄在一年以内的应收账款占比均超过 95%，主要对象为大型医药公司及医院，回收风险基本可控；同期公司的存货规模分别为 0.40 亿元、0.43 亿元和 0.51 亿元，主要由原材料、库存商品及在产品构成。此外，2015~2017 年末，公司其他流动资产分别为 0.02 亿元、0.12 亿元和 1.79 亿元，其中，2017 年大幅增长主要是购买银行理财产品所致。截至 2018 年 6 月末，公司流动资产规模为 6.32 亿元，占资产总额的 64.62%，其中货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、存货和其他流动资产分别为 2.47 亿元、0.75 亿元、1.83 亿元、0.42 亿元、0.46 亿元和 0.32 亿元。

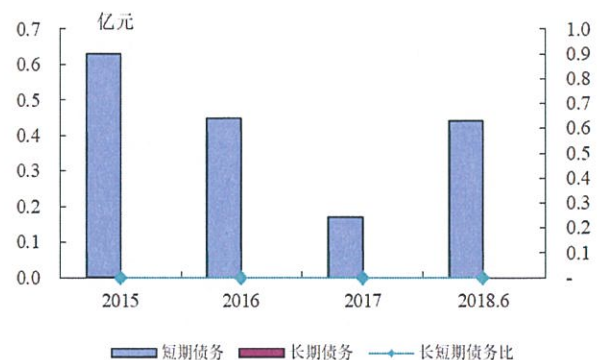
截至 2017 年末，公司非流动资产为 3.24 亿元，占资产总额的 36.57%。公司非流动资产主要由固定资产、无形资产在建工程构成。2015~2017 年末，公司固定资产规模分别为 1.57 亿元、1.41 亿元和 1.34 亿元，主要包括房屋及建筑物、机器设备和运输工具；同期公司无形资产规模分别为 0.57 亿元、0.76 亿元和 0.76 亿元，主要由土地使用权、专利权、非专利技术和商标权构成；同期公司在建工程分别为 0.01 亿元、0.23 亿元和 1.00 亿元，2017 年快速增长，主要系公司第五期生产基地正在建设施工。截至 2018 年 6 月末，公司非流动资产规模为 3.46 亿元，占资产总额的 35.38%，其中固定资产、无形资产和在建工程分别为 1.29 亿元、0.72 亿元和 1.30 亿元。

负债构成方面，流动负债系公司负债的主要构成。截至 2017 年末，公司流动负债规模为 1.58 亿元，占负债总额的 95.64%。公司流动负债主要由

短期借款、应付账款和其他应付款构成。2015~2017 年末，公司短期借款分别为 0.43 亿元、0.45 亿元和 0.17 亿元，均为银行借款，其中 2017 年末公司短期借款金额大幅减少，主要系公司 IPO 募集资金到位，同时经营活动产生的现金流量较为充裕，偿还了部分银行借款。同期公司应付账款分别为 0.55 亿元、0.62 亿元和 0.36 亿元，2017 年“两票制”政策实施，子公司华森医药业务渠道和结算方式有所调整，大量结算了原有供应商的货款，同时由于新增供应商合作关系初步建立，多采取预付款的方式，因此年末应付账款大幅减少 58.39%。2015~2017 年末，公司其他应付款金额分别为 0.44 亿元、0.63 亿元和 0.87 亿元，主要由市场费用报销款构成。截至 2017 年末，公司非流动负债规模为 0.07 亿元，占总负债的 4.36%，全部为递延收益。截至 2018 年 6 月末，公司流动负债规模为 2.14 亿元，占负债总额的 94.91%，其中短期借款、应付账款和其他应付款分别为 0.44 亿元、0.41 亿元和 0.99 亿元；公司非流动负债规模为 0.11 亿元，占负债总额的 5.09%，全部为递延收益。

从债务规模来看，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司总债务分别为 0.63 亿元、0.45 亿元、0.17 亿元和 0.44 亿元，总体债务规模较小。从债务期限结构看，公司有息债务全部为短期债务。

图 2：2015~2018 年 6 月末公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

财务杠杆比率方面，2015~2017 年末，公司资产负债率分别为 32.19%、29.27%和 18.66%，呈现逐年下降趋势，资产负债水平在医药制造行业可比上市公司中处于较低水平；同期总资本化比率分别为 14.70%、8.89%和 2.31%。截至 2018 年 6 月末，

公司资产负债率为 22.98%，总资本化比率为 5.51%。

表 14：2015~2017 年医药制造业上市公司资产负债率

可比上市公司	2017	2016	2015
东阿阿胶	20.24%	15.71%	17.73%
恒瑞医药	11.22%	10.16%	9.91%
安迪苏	19.09%	20.34%	20.83%
康美药业	53.24%	46.40%	50.56%
白云山	31.97%	31.83%	45.28%
云南白药	34.51%	35.56%	29.87%
康弘药业	22.74%	22.70%	12.97%
天士力	58.32%	52.08%	50.00%
同仁堂	29.61%	29.20%	24.19%
复星医药	52.01%	42.31%	45.96%
华森制药	18.66%	29.27%	32.19%

资料来源：公开数据，中诚信证评整理

总体来看，公司资产规模逐年上升，自有资金实力逐年提升，负债水平总体较低。

盈利能力

近年来随着业务的不断拓展，公司营业总收入呈现增长态势，2015~2017 年公司分别实现营业收入 4.69 亿元、5.52 亿元和 5.92 亿元，三年平均复合增长率为 12.32%。收入结构方面，2015~2017 年，公司医药工业板块营业收入分别为 3.66 亿元、4.25 亿元和 4.83 亿元，占当年营业总收入占比为 77.94%、77.07%和 81.57%。细分来看，2017 年公司主要产品中，消化系统用药实现收入 2.05 亿元，在营业收入中占比 34.67%；耳鼻喉科用药实现收入 1.38 亿元，在营业收入中占比 23.30%；精神神经系统用药实现收入 0.86 亿元，在营业收入中占比 14.59%。上述三类产品合计在公司全年营业收入中占比超过 70%。此外，2015~2017 年公司医药商业流通板块营业收入分别为 1.02 亿元、1.24 亿元和 1.04 亿元，在当年营业总收入中占比为 21.76%、22.41%和 17.64%。毛利率方面，2015~2017 年公司综合毛利率分别为 62.05%、64.37%和 67.01%，近年来公司综合毛利率呈逐年上升态势。2018 年上半年，公司营业收入为 3.53 亿元，综合毛利率为 65.40%。

表 15：2015~2018.H1 公司毛利率分析

毛利率	2015	2016	2017	2018.H1
消化系统用药	83.15%	84.82%	84.68%	85.67%
耳鼻喉科用药	86.09%	88.00%	87.83%	87.48%
精神神经系统用药	80.56%	83.16%	82.46%	82.55%
商业流通	5.10%	6.04%	6.69%	7.16%
综合毛利率	62.05%	64.37%	67.01%	65.40%

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

三费方面，2015~2017 年，公司三费合计分别为 2.11 亿元、2.49 亿元和 2.78 亿元，占营业收入的比例分别为 45.03%、45.21%和 46.96%，三费收入占比较高，从三费构成看，公司三费以销售费用为主，2015~2017 年，公司销售费用分别为 1.79 亿元、2.18 亿元和 2.39 亿元，占三费的比重分别为 84.71%、87.44%和 86.05%，主要包括市场推广费和销售人员薪酬等等，近年来公司为提升市场份额，加大了产品的营销开拓力度，所需的销售费用逐年增加，但销售费用占比较大符合公司所处医药制造行业特征，也符合公司的业务特性和经营策略。2018 年上半年，公司三费合计为 1.56 亿元，占营业收入比例为 44.15%。

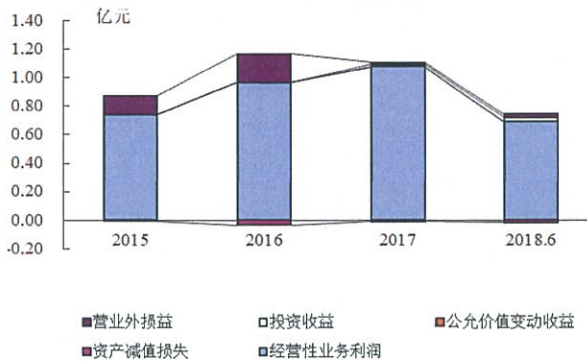
表 16：2015~2018.H1 公司三费分析

项目	单位：亿元、%			
	2015	2016	2017	2018.H1
销售费用	1.79	2.18	2.39	1.34
管理费用	0.28	0.30	0.38	0.22
财务费用	0.04	0.02	0.01	0.00
三费合计	2.11	2.49	2.78	1.56
营业收入	4.69	5.52	5.92	3.53
三费收入占比	45.03	45.21	46.96	44.15

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2015~2017 年公司利润总额分别为 0.87 亿元、1.13 亿元和 1.32 亿元。主要由经营性业务利润构成，2015~2017 年公司经营性业务利润分别为 0.74 亿元、0.97 亿元和 1.08 亿元。公司经营性业务利润呈持续上升态势，主要系营业收入规模逐年扩张所致。2018 年上半年，公司利润总额为 0.74 亿元，同比增长 35.03%。

图 3：2015~2018.H1 公司利润总额分析



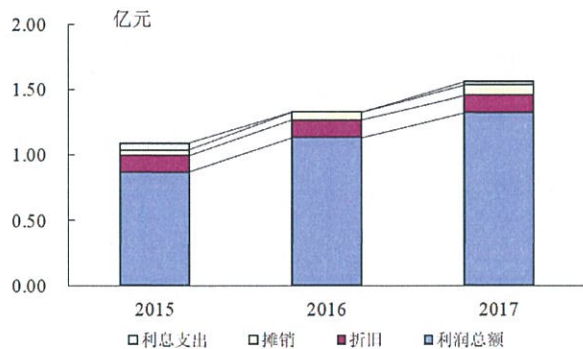
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，公司近年来营业收入呈现稳定增长态势，且整体毛利水平保持在较高水平，但三费收入占比较高，一定程度上影响了公司的整体盈利水平。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额和折旧构成，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 1.10 亿元、1.36 亿元和 1.55 亿元，受利润总额增加影响，公司 EBITDA 呈快速增长态势。

图 4：2015~2017 年公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2015~2017 年公司总债务/EBITDA 分别为 0.57 倍、0.33 倍和 0.11 倍；同期，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 19.04 倍、53.88 倍和 145.20 倍，公司 EBITDA 对债务本息的覆盖能力很强。

表 17：2015~2018.6 公司偿债能力分析

	2015	2016	2017	2018.6
短期债务 (亿元)	0.63	0.45	0.17	0.44
总债务 (亿元)	0.63	0.45	0.17	0.44
EBITDA (亿元)	1.10	1.36	1.55	0.87
资产负债率 (%)	32.19	29.27	18.66	22.98
总资本化率 (%)	14.70	8.89	2.31	5.51
经营性净现金流/总债务 (X)	1.05	1.28	4.78	1.43
总债务/EBITDA (X)	0.57	0.33	0.11	0.51
EBITDA 利息倍数 (X)	19.04	53.88	145.20	405.11

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

注：2018 年半年度经营活动净现金流/总债务指标经年化处理

从经营活动净现金流情况来看，2015~2017 年公司经营活动净现金流分别是 0.66 亿元、0.58 亿元和 0.81 亿元。2015~2017 年公司经营活动净现金流/总债务分别为 1.05 倍、1.28 倍和 4.78 倍；2015~2017 年公司经营净现金流/利息支出分别为 11.49 倍、22.92 倍和 76.38 倍，经营性净现金流对债务本息的保障能力很强。2018 年上半年，公司经营活动净现金流为 0.32 亿元，年化的经营活动净现金流/总债务为 1.43 倍。

财务弹性方面，截至 2018 年 6 月末，公司获得农业银行授信额度总计人民币 2.70 亿元，未使用额度为人民币 2.26 亿元。

或有负债方面，截至 2018 年 6 月末，公司无对外担保。未决仲裁和诉讼方面，截至 2018 年 6 月末，公司无重大未决仲裁和诉讼事项。

整体来看，近年来公司资产和所有者权益规模均呈现上升趋势，债务规模较小，公司整体盈利水平较高，EBITDA 及经营性净现金流对债务本息的保障能力很强，成功上市后拓宽了其资本市场融资渠道，公司整体偿债能力很强。

结论

综上，中诚信证评评定重庆华森制药股份有限公司主体信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定；评定“重庆华森制药股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级为 AA⁻。

关于重庆华森制药股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

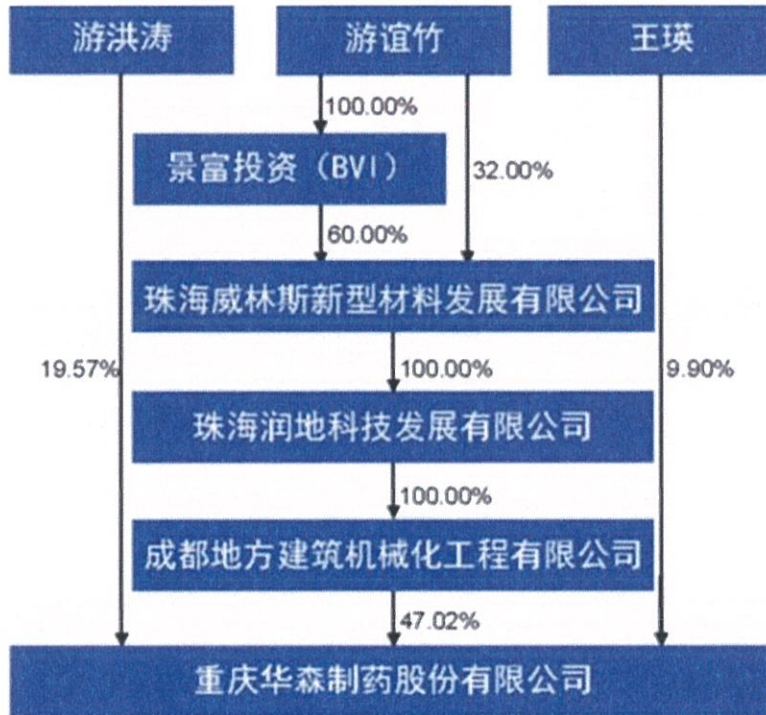
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

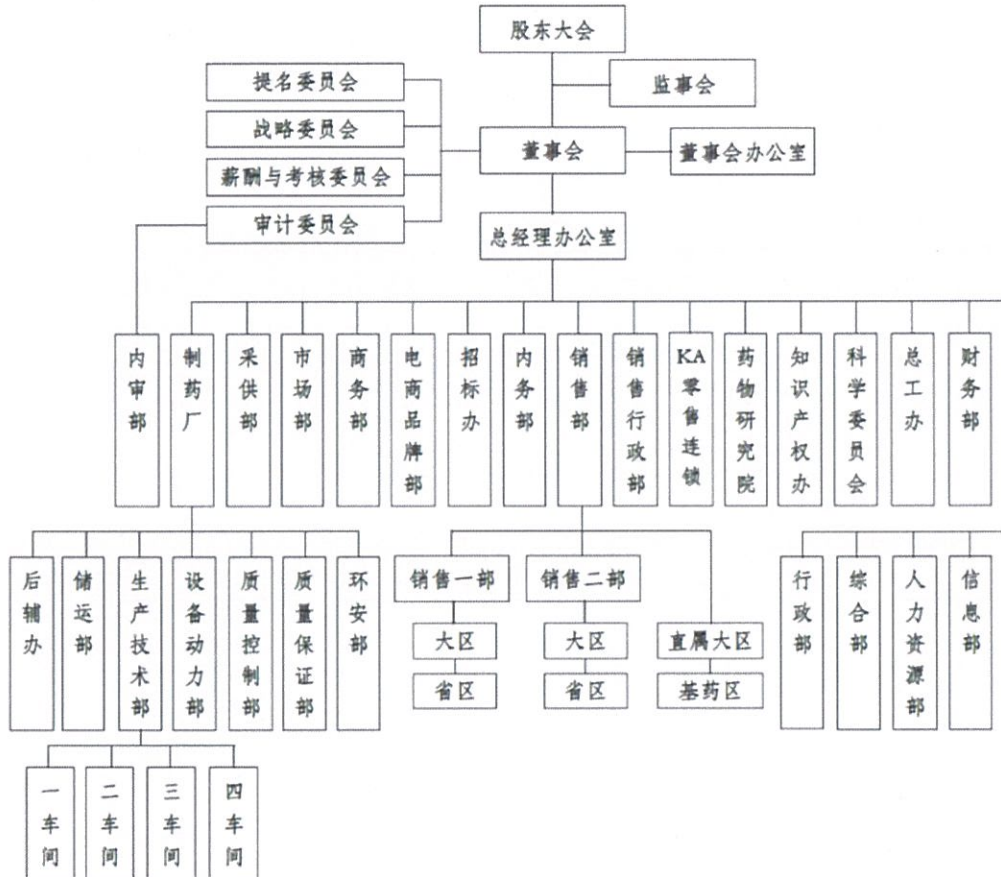
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：重庆华森制药股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 6 月 30 日）



附二：重庆华森制药股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 6 月 30 日）



附三：重庆华森制药股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.6
货币资金	5,465.64	8,521.04	6,730.08	24,657.35
应收账款净额	12,888.63	16,586.21	15,320.41	18,312.83
存货净额	4,027.34	4,258.62	5,102.27	4,633.45
流动资产	31,083.36	39,666.40	56,143.81	63,248.34
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	16,399.17	17,559.33	24,469.71	27,119.62
总资产	53,929.40	65,232.33	88,514.77	97,880.43
短期债务	6,300.00	4,500.00	1,700.00	4,400.00
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00
总债务（短期债务+长期债务）	6,300.00	4,500.00	1,700.00	4,400.00
总负债	17,358.52	19,090.68	16,520.12	22,496.05
所有者权益（含少数股东权益）	36,570.88	46,141.65	71,994.65	75,384.37
营业总收入	46,931.91	55,166.70	59,209.54	35,330.22
三费前利润	28,525.57	34,610.17	38,566.33	22,506.47
投资收益	0.00	0.00	141.81	289.17
净利润	7,268.82	9,570.77	11,198.75	6,230.15
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	10,958.21	13,570.65	15,463.08	8,650.59
经营活动产生现金净流量	6,610.11	5,773.27	8,133.99	3,151.48
投资活动产生现金净流量	-1,619.38	-1,669.07	-21,669.32	13,715.18
筹资活动产生现金净流量	-4,936.72	-48.80	11,744.37	1,060.60
现金及现金等价物净增加额	54.00	4,055.41	-1,790.96	17,927.27
财务指标	2015	2016	2017	2018.6
营业毛利率（%）	62.05	64.37	67.01	65.40
所有者权益收益率（%）	19.88	20.74	15.55	16.53
EBITDA/营业总收入（%）	23.35	24.60	26.12	24.48
速动比率（X）	1.56	1.85	3.23	2.75
经营活动净现金/总债务（X）	1.05	1.28	4.78	1.43
经营活动净现金/短期债务（X）	1.05	1.28	4.78	1.43
经营活动净现金/利息支出（X）	11.49	22.92	76.38	147.58
EBITDA 利息倍数（X）	19.04	53.88	145.20	405.11
总债务/EBITDA（X）	0.57	0.33	0.11	0.51
资产负债率（%）	32.19	29.27	18.66	22.98
总资本化比率（%）	14.70	8.89	2.31	5.51
长期资本化比率（%）	0.00	0.00	0.00	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、2018 年上半年度所有者权益收益率、经营活动净现金/短期债务、经营活动净现金/总债务指标经年化处理。

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

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。



营业执照

(副本)

统一社会信用代码 91310118134018359H

证照编号 29000000201711150322

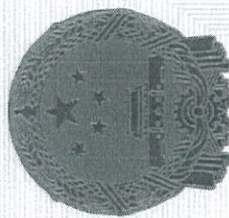
名称 中诚信证券评估有限公司
 类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)
 住所 上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢三层C区113室
 法定代表人 闫衍
 注册资本 人民币5000.0000万元整
 成立日期 1997年8月20日
 营业期限 1997年8月20日至2027年8月19日
 经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一分支。
 【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2017年11月15日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称:中诚信证券评估有限公司

业务许可种类:证券市场资信评级

法定代表人:闫衍

注册地址:上海市青浦区工业园区第一工业区7号3幢1层C区113室

编号: ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2017年12月12日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



郑耀宗，证件号码:310115198409263236，于2007年12月02日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn核实信息

20073100687301



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



郑耀宗，证件号码:310115198409263236，于2008年05月25日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn核实信息

20083101052004

