



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪1189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已发行的“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，维持贵公司主体信用等级为AA⁻，评级展望稳定；维持上述债券的信用等级为AA⁻。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年六月二十八日

重庆华森制药股份有限公司 公开发行可转换公司债券跟踪评级报告（2019）

发行主体	重庆华森制药股份有限公司		
债券简称	华森转债		
债券代码	128069		
发行年限	6年		
起息日	2019/06/24		
发行规模	3亿元		
上次评级时间	2018/09/12		
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

华森制药	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	4.61	7.20	8.29	8.60
总资产（亿元）	6.52	8.85	10.94	11.30
总债务（亿元）	0.45	0.17	0.49	0.41
营业总收入（亿元）	5.52	5.92	7.03	1.92
营业毛利率（%）	64.37	67.01	67.19	66.00
EBITDA（亿元）	1.36	1.55	1.84	-
所有者权益收益率（%）	20.74	15.55	16.57	14.52
资产负债率（%）	29.27	18.66	24.21	23.89
总债务/EBITDA（X）	0.33	0.11	0.26	-
EBITDA利息倍数（X）	53.88	145.20	146.60	-

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、华森制药2019年一季度所有者权益收益率指标经过年化处理。

分析师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn
李诗哲 shzhli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月28日

基本观点

跟踪期内，重庆华森制药股份有限公司（以下简称“华森制药”或“公司”）医药工业板块经营业绩提升，整体债务规模较小，且负债率较低。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司销售费用占比较高、研发投入规模较小以及原材料价格波动对生产成本的影响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。

中诚信证评维持公司主体信用等级 AA⁻，评级展望稳定，维持“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 AA⁻。

正面

- 医药工业板块收入增长。2018年公司主要产品威地美（铝碳酸镁片/咀嚼片）、甘桔冰梅片、都梁软胶囊、痛泻宁颗粒以及长松（聚乙二醇4000散）销量保持增长，带来医药工业板块的收入上升。2018年公司医药工业板块实现收入5.82亿元，同比增长20.52%。
- 债务规模较小，负债率较低。截至2019年3月末，公司有息债务余额为0.41亿元，资产负债率为23.89%。债务负担较轻，且杠杆水平较低。

关注

- 销售费用占比较高，研发投入规模较小。2018年公司销售费用为2.79亿元，同比增长16.75%，当年公司销售费用占营业收入比重为39.71%，公司对销售费用的控制能力仍有待改善。此外，当年公司研发投入金额为2,621.62万元，占当年营业总收入的比重为3.73%，整体研发投入规模仍较小。
- 原材料价格波动的影响。公司药品生产主要原材料涉及原料药奥利司他、蝉蜕、乌梅、白芷、桔梗等，原料药价格易受环保因素影响而产生较大波动，中药材价格易受自然因素、资源破

坏以及人工成本等因素影响，原材料价格的波动或上涨将对公司产生一定的成本压力。

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

重庆华森制药股份有限公司公开发行可转换公司债券（债券简称为“华森转债”、债券代码为“128069”，以下简称“本次债券”）于 2019 年 6 月 24 日至 2019 年 6 月 28 日完成发行。本次债券实际发行额为 3 亿元，存续起止日期为 2019 年 6 月 24 日至 2025 年 6 月 24 日，转股期为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。重庆华森制药股份有限公司（以下简称“华森制药”或“公司”）本次债券募集资金扣除发行费用后，用于第五期新建 GMP 生产基地项目。

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；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

公司主要从事中成药、化学药的研发、生产和销售业务。2018年公司实现营业收入7.03亿元，同比增长18.80%。其中，医药工业板块实现营业收入5.82亿元，同比增长20.52%，占营业收入的比重为82.75%；医药商业板块实现营业收入1.17亿元，同比增长11.98%，占营业收入的比重为16.63%；医药零售实现营业收入0.01亿元，同比下降35.25%，占营业收入的比重为0.12%；其他业务收入为0.04亿元，同比增长4.45%，占营业收入的比重为0.50%。另2019年1~3月，公司实现营业收入1.92亿元。

表 1：2018 年公司营业收入构成

单位：亿元、%

业务分类	2018		
	营业收入	同比增长	占营业收入比
医药工业	5.82	20.52	82.75
医药商业	1.17	11.98	16.63
医药零售	0.01	-35.25	0.12
其他业务	0.04	4.45	0.50
合计	7.03	18.80	100.00

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2018年公司主要产品销售保持增长，带动医药工业板块经营业绩的提升。公司在建项目旨在提升其主要产品产能，在建项目未来的投产将为公司业绩增长提供一定的支持。

公司产品主要用于消化系统、耳鼻喉科、精神神经系统等治疗领域，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。截至2019年3月末，公司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18个，

入选《国家医保目录》的品规 49 个。

销售方面，跟踪期内，公司不断扩充自营销售队伍，加强 KA 零售连锁队伍建设，继续拓宽销售渠道网络，进一步巩固以公立医院为主，拓展民营医院、基层医疗机构、零售连锁药房以及电商平台协同发展的思路，进一步扩大市场网络。截至 2018 年末，公司销售网络已覆盖全国 31 个省、市、自治区，拥有等级以上公立医疗终端客户 3,400 余家，拥有基层医疗机构终端客户近 1,000 家，分别同比增长 8.99% 和 23.11%。2018 年公司医药工业板块实现收入 5.82 亿元，同比增长 20.52%，占公司营业收入的比重为 82.75%。其中，消化系统用药实现收入 2.41 亿元，同比增长 17.57%；耳鼻喉科用药实现收入 1.72 亿元，同比增长 24.35%；精神神经系统用药实现收入 0.94 亿元，同比增长 9.33%；激素及调节内分泌功能药物实现收入 0.42 亿元，同比增长 41.71%；其他领域用药实现收入 0.33 亿元，同比增长 38.08%。

重点产品销售方面，公司五大权重品种包括威

地美（铝碳酸镁片/咀嚼片）、甘桔冰梅片、都梁软胶囊、痛泻宁颗粒以及长松（聚乙二醇 4000 散），具体来看，2018 年威地美（铝碳酸镁片/咀嚼片）实现销量 36,815.05 万片，同比增长 9.52%，实现销售收入 1.57 亿元，同比增长 10.14%；其中，威地美（铝碳酸镁咀嚼片）于 2018 年下半年进入《国家基本药物目录》（2018 年版），当年销售收入同比大幅增长 338.41%。长松（聚乙二醇 4000 散）为公司明星重点品种，2018 年成为全国首家通过仿制药质量与疗效一致性评价的聚乙二醇 4000 散品种，当年实现销量 1,973.50 万袋，同比增长 32.56%，实现销售收入 0.35 亿元，同比增长 30.87%。同期，痛泻宁颗粒、甘桔冰梅片和都梁软胶囊分别实现销量 555.45 万袋、25,093.51 万片和 11,986.98 万粒，分别同比增长 34.33%、24.39% 和 9.09%，分别实现销售收入 0.22 亿元、1.54 亿元和 0.83 亿元，分别同比增长 31.90%、24.20% 和 6.51%。2018 年公司五大权重品种合计实现销售收入 4.51 亿元，同比增长 16.30%，占医药工业板块收入比重为 77.52%。

表 2：2016~2018 年公司主要药品情况

主要治疗领域	药品名称	单位	2016 年			2017 年			2018 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	31,406.68	32,548.06	103.63	34,899.31	33,613.63	96.32	36,297.24	36,815.05	101.43
	长松(聚乙二醇 4000 散)	万袋	1,114.36	1,202.66	107.92	1,599.88	1,488.79	93.06	2,150.48	1,973.50	91.77
	痛泻宁颗粒	万袋	288.52	330.22	114.45	426.50	413.51	96.95	629.92	555.45	88.18
耳鼻喉科	甘桔冰梅片	万片	16,489.88	17,242.28	104.56	20,225.43	20,173.24	99.74	25,978.68	25,093.51	96.59
精神神经系统	都梁软胶囊	万粒	9,004.90	10,108.74	112.26	10,913.27	10,988.33	100.69	13,681.65	11,986.98	87.61

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售区域方面，2018 年公司销售区域仍以西南地区、华中地区和华东地区为主，上述三个区域实现销售收入分别为 2.57 亿元、1.17 亿元和 0.74 亿元，销售收入占比分别为 44.19%、20.12% 和 12.68%，分别较上年下降 1.24 百分点、上升 2.82 百分点和下降 1.37 百分点。

表 3：2017~2018 年公司医药工业板块收入按区域划分情况

单位：亿元、%

区域	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
西南地区	2.19	45.43	2.57	44.19
华中地区	0.84	17.30	1.17	20.12
华东地区	0.68	14.05	0.74	12.68
华南地区	0.32	6.63	0.34	5.88
华北地区	0.38	7.81	0.47	8.09
东北地区	0.26	5.40	0.32	5.47
西北地区	0.16	3.38	0.21	3.57
合计	4.83	100.00	5.82	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

下游客户方面，2018 年公司前五大销售客户分别为国药控股股份有限公司、重庆医药（集团）股份有限公司、华润医药商业集团有限公司、九州通医药集团股份有限公司和重庆植恩医药销售有限公司，前五大客户质量较高且较为稳定。当年公司前五大客户的销售金额合计为 3.13 亿元，占当年医药工业板块营业收入的比重为 53.76%。

表 4：2018 年公司医药工业前五大客户情况

单位：万元、%

客户名称	金额	占比
国药控股股份有限公司	10,220.24	17.56
重庆医药（集团）股份有限公司	7,314.14	12.57
华润医药商业集团有限公司	5,017.41	8.62
九州通医药集团股份有限公司	4,702.29	8.08
重庆植恩医药销售有限公司	4,041.20	6.94
合计	31,295.28	53.76

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产方面，公司采取“以销定产”和“最低库存量”相结合的生产模式。从主要产品生产来看，当年威地美（铝碳酸镁片/咀嚼片）、长松（聚乙二醇 4000 散）、痛泻宁颗粒、甘桔冰梅片以及都梁软胶囊产量分别为 36,297.24 万片、2,150.48 万袋、629.92 万袋、25,978.68 万片和 13,681.65 万粒，分别同比增长 4.01%、34.42%、47.70%、28.45% 和 25.37%。公司长松（聚乙二醇 4000 散）和痛泻宁颗粒处于扩产状态，跟踪期内产量涨幅较大。产能方面，2018 年公司片剂、软胶囊剂、胶囊剂、散剂、颗粒剂和粉针剂/冻干粉针剂产能分别为 46,930 万片、8,450 万粒、4,496 万粒、1,900 万袋、380 万袋和 450 万支，产能利用率分别为 140.10%、173.01%、118.77%、113.18%、159.64% 和 150.52%，公司面临较为严重的产能不足问题。

采购方面，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”），2018 年对植恩医药的采购金额占总采购额的 35.52%，较上年下降 12.67 个百分点，主要采购品种为奥利司他原料药。同期，前五大供应商采购额合计 5,017.70 万元，占比 57.03%，较上年下降 10.55 个百分点。采购品种方面，公司采购药材主要包括奥利司他原料药、聚乙二醇 4000、轻质氧化镁等，以及蝉蜕、乌梅、

薤白、白芷、桔梗等中药材。原料药价格易受环保因素影响而产生较大波动，中药材价格易受自然因素、资源破坏以及人工成本等因素影响，需关注原材料价格波动或上涨对公司经营业绩产生的影响。

在建项目方面，目前公司有 1 个在建项目，华森制药第五期 GMP 生产基地（以下简称为“项目”），位于重庆市荣昌区板桥工业园区。项目建成正常投产后，将大幅提高公司五大权重产品的内在产能，缓解生产压力。具体来看，项目建成后将新增年产能如下：威地美（铝碳酸镁片）30,072.09 万片、长松（聚乙二醇 4000 散）2,051.55 万袋、痛泻宁颗粒 697.54 万袋、甘桔冰梅片 28,890.53 万片、都梁软胶囊 4,328.42 万粒。同时，该项目新增了注射用甲磺酸加贝酯、注射用奥美拉唑钠、注射用胞磷胆碱钠、注射用甲磺酸培氟沙星、注射用亚叶酸钙等一批临床用量大、市场前景看好的新产品，上述新产品可进一步丰富公司的产品线。项目建设期为 4.5 年，预计于 2020 年底正式投产，于 2022 年底实现完全达产，项目完全达产后将实现年销售收入（税后）8.40 亿元。项目总投资为 6.23 亿元，截至 2018 年末已投入 2.93 亿元，未来仍需投入 3.30 亿元。

2018 年，公司加大研发投入，研发工作主要围绕仿制药一致性评价和仿制药研究展开，长松（聚乙二醇 4000 散）成为当年全国首家通过仿制药质量与疗效一致性评价的聚乙二醇 4000 散品种。但目前公司研发投入规模仍较为有限，占营业收入的比重较低。

2018 年，公司围绕发展战略，聚焦“高端仿制药+精品中药+改良型创新药+1.1 创新药及生物制剂”的产品研发布局策略，拥有在研项目 20 余项。

公司重点研发项目主要围绕仿制药展开。仿制药一致性评价方面，2018 年公司重点产品长松（聚乙二醇 4000 散）成为全国首家通过仿制药质量与疗效一致性评价的聚乙二醇 4000 散品种；公司在其他口服固体制剂的仿制药一致性评价工作亦进展顺利，威地美（铝碳酸镁咀嚼片）成为全国首家申报铝碳酸镁咀嚼片仿制药一致性评价的铝碳酸镁咀嚼片品种；此外，威地美（铝碳酸镁片）以及潜力品种欧德曼（盐酸特拉唑嗪胶囊）等口服固体

制剂药物的一致性评价工作亦在积极推进中。在注射剂一致性评价工作方面，公司亦积极推进首仿品种注射用甲磺酸加贝酯、胃肠道经典用药注射用奥美拉唑钠、经典抗感染药物注射用阿昔洛韦等多个品规的注射剂的一致性评价工作。

仿制药研究方面，跟踪期内，公司按现行一致性评价的相关要求进一步推进雷沙吉兰项目的相关研究工作，雷沙吉兰为精神神经系统用药，主要针对帕金森病治疗，该项目即将进入 BE（生物等效性）研究阶段。公司与北京百奥药业有限责任公司合作开发的奥美拉唑碳酸氢钠胶囊正在按一致性评价有关要求开展研究工作，目前该产品在报产阶段，最快或于 2019 年下半年获批上市。2018 年下半年，公司启动了富马酸沃诺拉赞（Vonoprazan Fumarate）研究项目，属于消化系统用药领域，目前处于药学研究阶段。

公司持续践行中西并重的发展战略，2018 年公司根据国家公布的第一批经典名方目录，立项“华森经典名方 1 号”及“华森经典名方 2 号”研究项目，目前处于物质基准研究阶段。此外，2018 年公司将创新药列入战略发展的重点方向，加大与国内外创新药物研发公司的接触，寻求合作开发、产品引进的机会。

截至 2018 年末公司拥有研发人员 140 人，同比增长 25.00%。当年，公司加大研发投入，研发投入金额 2,621.62 万元，同比增长 128.44%；研发投入占营业收入比重为 3.73%，同比增加 1.79 个百分点。目前来看，公司研发投入规模仍然较小，仍有较大提升空间。

跟踪期内，公司医药商业及医药零售板块对其整体经营业绩形成一定的补充。

公司医药商业业务的运营主体为其全资子公司重庆华森医药有限公司（以下简称“华森医药”）。2018 年公司医药商业板块共实现营业收入 1.17 亿元，同比增长 11.98%。

华森医药主要展业区域为重庆市荣昌区，配送药品少量为公司自产，更多采购于其他医药生产企业或流通企业，配送客户主要为荣昌区当地公立医院及下辖的乡镇卫生院。2018 年，华森医药配送药

品的品种、品规达 1,500 个。结算方式方面，华森医药有两种结算模式，分别为现款购进和账期（额度）付款。现款购进是指采购部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）付款是指与供应商协商沟通，在供应商发货后的一定期限内（如 3-6 个月）或确认的一定金额超标后再行付款的方式。2018 年，公司医药商业板块前五大采购药品为 0.9%氯化钠注射液、注射用头孢美唑钠、注射用奥美拉唑钠、阿托伐他汀钙片和注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠，合计采购金额为 1,659.43 万元，占总采购额比重为 15.86%。医药商业板块前五大供应商分别为西南药业股份有限公司、扬子江药业集团江苏扬子江医药经营有限公司、福安药业集团庆余堂制药有限公司、北京嘉林惠康医药有限公司和江苏海宏制药有限公司，合计采购额 2,545.49 万元，同比增长 19.66%，采购额占比为 24.33%，同比上升 3.49 个百分点。

表 5：2018 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	490.63	4.69
注射用头孢美唑钠	381.71	3.65
注射用奥美拉唑钠	292.07	2.79
阿托伐他汀钙片	273.02	2.61
注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠	222.00	2.12
合计	1,659.43	15.86

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 6：2018 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	1,220.66	11.67
扬子江药业集团江苏扬子江医药经营有限公司	470.21	4.49
福安药业集团庆余堂制药有限公司	367.79	3.52
北京嘉林惠康医药有限公司	251.98	2.41
江苏海宏制药有限公司	234.84	2.24
合计	2,545.49	24.33

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

医药零售方面，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 12 月末，华森大药房共有 25

家连锁药店，其中直营店 5 家，加盟店 20 家。华森大药房主要在重庆市内，其中 5 家直营店位于荣昌区，20 家加盟店中 16 家位于荣昌区、1 家位于安富镇、2 家位于广顺镇、1 家位于观胜镇。2018 年，公司医药零售板块实现收入 83.96 万元。

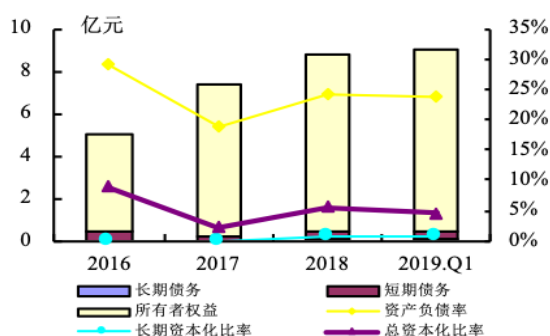
财务分析

以下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 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，公司业务规模持续增长，截至 2018 年末，公司总资产为 10.94 亿元，同比增长 23.55%。同期末，公司负债总额为 2.65 亿元，同比增长 60.24%。所有者权益方面，得益于利润累积，2018 年末公司所有者权益为 8.29 亿元，较上年增长 15.14%。另截至 2019 年 3 月末，公司总资产为 11.30 亿元，总负债为 2.70 亿元，所有者权益为 8.60 亿元。财务杠杆方面，2018 年末及 2019 年 3 月末，公司资产负债率分别为 24.21% 和 23.89%，总资本化率分别为 5.55% 和 4.57%，财务杠杆处于较低水平。

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，公司资产仍以流动资产为主，但占比有所下降，2018 年末公司流动资产为 5.79 亿元，占总资产的比重为 52.94%，占比较上年末下降 10.49 个百分点。具体来看，公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。截至 2018 年末，公司货币资金为 2.43 亿元，同比大幅增长 261.54%，主要系收回全部理财投资本金所致。同

期末，公司应收账款为 2.07 亿元，同比增长 35.19%；应收账款周转率为 3.90 次，较上年上升 0.19 次；前五大应收对象分别是重庆市荣昌区人民医院 0.44 亿元、重庆医药（集团）股份有限公司 0.14 亿元、华润河南医药有限公司 0.08 亿元、重庆永荣药业有限公司总医院 0.05 亿元和重庆市荣昌区中医院 0.05 亿元，合计应收余额 0.78 亿元，合计占比为 35.20%，集中度较高，需要保持关注。存货方面，截至 2018 年末公司存货为 0.56 亿元，同比增长 10.47%，主要为库存商品和原材料，其中库存商品 0.22 亿元、原材料 0.21 亿元。另截至 2019 年 3 月末，公司货币资金、应收账款和存货分别为 0.35 亿元、2.30 亿元和 0.68 亿元，货币资金较上年末大幅减少系购买理财产品所致。

非流动资产方面，公司非流动资产主要由固定资产、无形资产和在建工程构成。截至 2018 年末公司非流动资产为 5.15 亿元，占总资产比重为 47.06%。截至 2018 年末，公司固定资产为 1.27 亿元，同比下降 4.56%，主要系房屋建筑物及机械设备。同期末，公司无形资产为 0.68 亿元，同比下降 10.20%，主要系土地使用权、专利权及非专有技术。2018 年末，公司在建工程为 1.92 亿元，同比上升 92.89%，主要为第五期新建 GMP 生产基地项目。另截至 2019 年 3 月末，公司固定资产、无形资产和在建工程分别为 1.23 亿元、0.66 亿元和 2.57 亿元。

负债方面，公司负债主要由应付账款、其他应付款和有息债务构成。截至 2018 年末，公司应付账款为 0.60 亿元，同比增加 67.34%；公司应付账款主要为应付货款、应付工程款及应付设备款，余额分别为 0.32 亿元、0.14 亿元和 0.15 亿元。同期末，公司其他应付款为 1.17 亿元，同比增长 35.52%，主要系销售规模的增加带来的市场费用报销款增加所致，市场费用报销款为 1.00 亿元，同比增长 37.29%。

有息债务方面，截至 2018 年末，公司总债务规模为 0.49 亿元，同比增长 186.47%，总体债务规模较小。2018 年末公司短期债务为 0.44 亿元，同比增长 158.82%，主要系短期借款的增长；同时，公司新增长期借款 0.05 亿元，期末长短期债务比为 9.36 倍，

公司债务结构仍有待改善。另截至2019年3月末，公司总债务为0.41亿元，长短期债务比为7.77倍。

总体来看，跟踪期末公司保持较为稳健的财务结构，整体债务规模较小，财务杠杆水平较低。但我们也注意到，公司短期债务占比较高，债务期限结构有待改善。

盈利能力

从收入规模看，2018年公司各业务板块收入均实现了不同幅度的增长，全年公司实现营业收入7.03亿元，同比增长18.80%。毛利率方面，2018年公司营业毛利率为67.19%，较上年略有上升0.18个百分点。分板块来看，2018年医药工业和医药商业分别实现营业收入5.82亿元和1.17亿元，毛利率分别为79.26%和7.15%，医药工业和医药商业毛利率分别同比下降0.84个百分点和上升0.46个百分点。此外，2019年1~3月，公司实现营业收入1.92亿元，毛利率为66.00%。

期间费用方面，公司期间费用以销售费用为主，随着业务规模的上升公司销售费用亦保持增长，2018年发生销售费用2.79亿元，同比增长16.75%，占营业收入总额的39.71%，主要系公司经营规模扩大导致市场推广费、职工薪酬、运输费等增长所致。同期，公司合计发生期间费用3.27亿元，三费收入占比为46.44%，较上年下降0.52个百分点。此外，2019年1~3月公司三费合计0.87亿元，三费收入占比为45.32%。

表 7：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元				
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	2.18	2.39	2.79	0.72
管理费用	0.30	0.38	0.48	0.15
财务费用	0.02	0.01	-0.01	-0.00
三费合计	2.49	2.78	3.27	0.87
营业总收入	5.52	5.92	7.03	1.92
三费收入占比	45.21%	46.96%	46.44%	45.32%

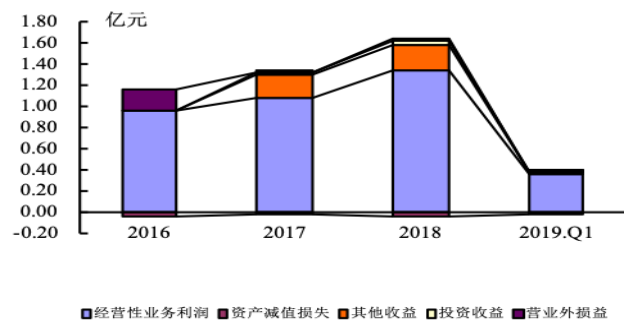
注：管理费用包含研发费用。

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1.34亿元，同比增长24.49%，经营性业务盈利能力不断提升。此外，2018年公司其他收益和投资收益

分别为0.25亿元和0.03亿元，其中其他收益主要来自荣昌县科技技术委员会鼓励投资补贴0.20亿元。综上，2018年公司取得利润总额1.61亿元，同比上升21.55%；取得净利润1.37亿元，同比上升22.67%；所有者权益收益率为16.57%，同比上升1.02个百分点。另2019年1~3月，公司经营性业务利润为0.37亿元，利润总额为0.37亿元，净利润为0.31亿元，所有者权益收益率为14.52%。

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，得益于公司业务的稳步发展，2018年公司营业收入保持增长，经营性业务盈利能力增强，整体盈利水平持续上扬。但我们也注意到，公司销售费用保持一定速度的增长，且占营业收入比重较高，需关注公司对销售费用的控制情况。

偿债能力

债务规模方面，截至2018年末，公司总债务为0.49亿元，长短期债务比为9.36倍。另截至2019年3月末，公司总债务为0.41亿元，较上年末下降15.40%；长短期债务比为7.77倍，较上年末下降1.59倍，债务期限结构仍有待改善。

从现金流来看，2018年公司经营活动产生现金净流入为0.32亿元，同比下降60.91%，公司以银行承兑汇票支付第五期GMP生产基地项目的工程建设及设备采购、安装款1.58亿元，较上年同期增加1.13亿元，使得部分银行承兑汇票尚未到期解付即被背书转让，导致经营活动现金流流入减少，同时，由于经营规模的扩大，原材料采购等现金流出增加，综合导致经营活动产生的现金净流入减少。受此影响，同期公司经营净现金流/总债务为0.65倍，同比下降4.13倍；经营活动净现金流利息保障

倍数降至 25.34 倍，但经营性净现金流仍可对债务利息形成有效保障。

获现能力方面，2018 年公司 EBITDA 为 1.84 亿元，同比增长 18.97%。当年公司总债务/EBITDA 为 0.26 倍，同比上升 0.15 倍；EBITDA 利息保障倍数为 146.60 倍，略有上升，可对债务利息形成较好的保障。

表 8：2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务（亿元）	0.45	0.17	0.44	0.37
总债务（亿元）	0.45	0.17	0.49	0.41
资产负债率（%）	29.27	18.66	24.21	23.89
总资本化比率（%）	8.89	2.31	5.55	4.57
EBITDA（亿元）	1.36	1.55	1.84	-
经营活动净现金流（亿元）	0.58	0.81	0.32	-0.41
经营活动净现金流利息倍数（X）	22.92	76.38	25.34	-
经营净现金流/总债务（X）	1.28	4.78	0.65	-3.95
EBITDA 利息倍数（X）	53.88	145.20	146.60	-
总债务/EBITDA（X）	0.33	0.11	0.26	-

注：2019.Q1 经营净现金流/总债务指标经年化处理。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2019 年 3 月末，公司获得银行授信额度合计为人民币 2.55 亿元，其中 2.138 亿元授信额度未使用。同时，公司为上市公司，资本市场融资渠道较为畅通，公司备用流动性较好。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产账面价值合计 937.12 万元，其中固定资产 336.64 万元、无形资产 600.48 万元，系为银行借款产生的抵质押。此外，公司无对外担保、无重大法律诉讼等或有负债事项。

截至 2019 年 6 月 21 日，游谊竹通过成都地方建筑机械化工程有限公司（以下简称“成都地建”）持有公司 188,100,000 股，占公司总股本的 47.02%。游洪涛、刘小英和王瑛¹分别持有公司 78,300,000 股、42,799,399 股和 39,600,000 股，分别占总股本的 19.57%、10.70%和 9.90%。成都地建、游洪涛、刘小英和王瑛为公司前四大股东，截至 2019 年 6 月 21 日，累计质押公司股份 44,928,092 股，占总

股本的 11.23%。

总体来看，2018 年公司保持了较为稳健的财务结构，总债务规模较小，财务杠杆水平较低，经营活动净现金流及 EBITDA 仍可对债务本息形成有效的保障，同时考虑到公司不断增强的盈利能力以及未来第五期 GMP 生产基地投产带来的产能提升，公司仍具有很强的偿债能力。

质押担保

为保障本次可转换公司债券的本息如期足额兑付，公司控股股东成都地建及公司股东、董事长游洪涛作为出质人，以其合法拥有的 27,868,092 股公司股票提供质押担保。

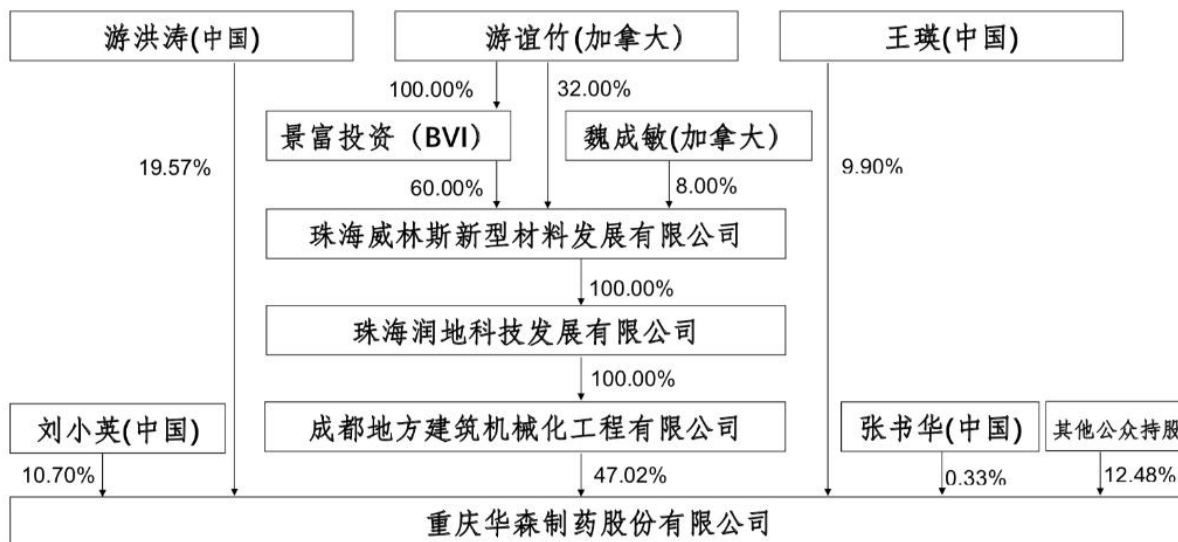
按 2019 年 6 月 25 日前 5 个交易日收盘价均价计算，质押物合计价值为 5.05 亿元，质押率为 59.41%。本次债券担保财产价值较为充分，增强了对本次债券本息的保障程度。

结论

综上所述，中诚信证评维持重庆华森制药股份有限公司主体信用等级为 **AA⁻**，评级展望稳定；维持“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⁻**。

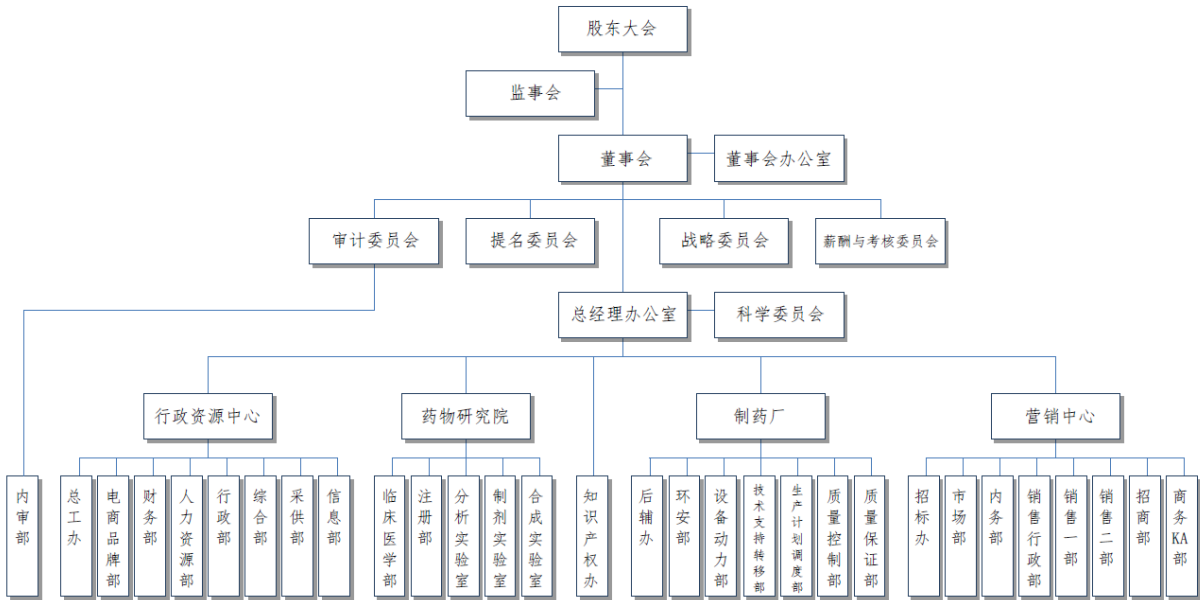
¹ 游谊竹与游洪涛为兄弟关系，游洪涛与王瑛为夫妻关系，游谊竹、游洪涛和王瑛为公司共同实际控制人。

附一：重庆华森制药股份有限公司股权结构图（截至2019年3月31日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：重庆华森制药股份有限公司组织结构图（截至2019年3月31日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	8,521.04	6,730.08	24,331.63	3,488.61
应收账款净额	16,586.21	15,320.41	20,711.59	22,978.45
存货净额	4,258.62	5,102.27	5,636.22	6,777.33
流动资产	39,666.40	56,143.81	57,899.19	55,753.57
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	17,559.33	24,469.71	33,106.83	39,349.47
总资产	65,232.33	88,514.77	109,363.00	113,016.77
短期债务	4,500.00	1,700.00	4,400.00	3,650.00
长期债务	0.00	0.00	470.00	470.00
总债务（短期债务+长期债务）	4,500.00	1,700.00	4,870.00	4,120.00
总负债	19,090.68	16,520.12	26,471.60	1,564.55
所有者权益（含少数股东权益）	46,141.65	71,994.65	82,891.40	86,014.53
营业总收入	55,166.70	59,209.54	70,341.53	19,169.08
三费前利润	34,610.17	38,566.33	46,063.51	12,407.38
投资收益	0.00	141.81	317.92	17.21
净利润	9,570.77	11,198.75	13,737.18	3,123.13
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	13,570.65	15,463.08	18,397.02	-
经营活动产生现金净流量	5,773.27	8,133.99	3,179.55	-4,064.45
投资活动产生现金净流量	-1,669.07	-21,669.32	14,354.57	-15,958.52
筹资活动产生现金净流量	-48.80	11,744.37	67.44	-820.05
现金及现金等价物净增加额	4,055.41	-1,790.96	17,601.55	-20,843.02
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	64.37	67.01	67.19	66.00
所有者权益收益率（%）	20.74	15.55	16.57	14.52
EBITDA/营业总收入（%）	24.60	26.12	26.15	-
速动比率（X）	1.85	3.23	2.10	1.93
经营活动净现金/总债务（X）	1.28	4.78	0.65	-3.95
经营活动净现金/短期债务（X）	1.28	4.78	0.72	-4.45
经营活动净现金/利息支出（X）	22.92	76.38	25.34	-
EBITDA 利息倍数（X）	53.88	145.20	146.60	-
总债务/EBITDA（X）	0.33	0.11	0.26	-
资产负债率（%）	29.27	18.66	24.21	1.38
总债务/总资本（%） （总资本化比率）	8.89	2.31	5.55	4.57
长期资本化比率（%）	0.00	0.00	0.56	0.54

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、2019 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务经过年化处理。

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。