

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（2020）

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：程方誉 fycheng@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020年6月23日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1286 号

重庆华森制药股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA⁻**，评级展望为稳定；

维持“华森转债”的信用等级为 **AA⁻**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十三日

评级观点：中诚信国际维持重庆华森制药股份有限公司（以下简称“华森制药”或“公司”）的主体信用等级为 **AA-**，评级展望为稳定；维持“华森转债”的债项信用等级为 **AA-**。中诚信国际肯定了外部发展环境良好、2020年主要产品在第二批全国药品集中采购中中标，未来市场份额有望进一步提升、营业总收入和净利润同比提升等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到2019年以来毛利率持续下滑以及研发投入有待加大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

华森制药（合并口径）	2017	2018	2019	2020.1~3
总资产（亿元）	8.85	10.94	16.37	16.41
所有者权益合计（亿元）	7.20	8.29	10.71	11.00
总负债（亿元）	1.65	2.65	5.67	5.41
总债务（亿元）	0.17	0.49	2.20	2.30
营业总收入（亿元）	5.92	7.03	8.42	1.71
净利润（亿元）	1.12	1.37	1.70	0.28
EBIT（亿元）	1.33	1.62	2.07	--
EBITDA（亿元）	1.55	1.84	2.31	--
经营活动净现金流（亿元）	0.81	0.32	0.66	0.09
营业毛利率(%)	67.01	67.19	63.53	59.24
总资产收益率(%)	17.36	16.39	15.17	--
资产负债率(%)	18.66	24.21	34.61	32.95
总资本化比率(%)	2.31	5.55	17.06	17.29
总债务/EBITDA(X)	0.11	0.26	0.95	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	145.20	146.60	25.10	--

注：中诚信国际根据2017~2019年审计报告及2020年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **外部发展环境良好。**国家医药卫生体制改革推进，政府投入加大，使得医药市场总量扩容，同时十三五规划大力推动中医药行业发展，为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **2020年威地美（铝碳酸镁咀嚼片）和长松（聚乙二醇4000散）在第二批全国药品集中采购中中标，未来市场份额有望进**

一步提升。2019年威地美通过一致性评价且其和长松在2020年第二批全国药品集中采购中中标，对未来销售量提供了有效保障，市场份额及核心产品竞争力有望进一步提升。

■ **2019年营业总收入和净利润同比提升。**2019年公司主要产品纳入《国家医保目录》，经营情况良好，收入均呈增长态势，带动营业总收入和净利润同比增长。

关注

■ **2019年以来营业毛利率持续下降。**受毛利率较低产品销售收入增幅较大影响，2019年以来公司医药工业毛利率有所下降，且威地美和长松在全国药品集中采购中的中标价格亦有所下滑，未来随着集中采购的进行，公司毛利率或将进一步下降。

■ **研发投入有待加大。**2019年公司研发投入为0.35亿元，占医药工业收入的4.97%，研发投入有待加大。

评级展望

中诚信国际认为，重庆华森制药股份有限公司信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量、偿债能力显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**财务杠杆大幅攀升，流动性恶化，资本实力大幅削弱或其他导致信用水平显著下降的因素。

同行业比较

公司名称	部分医药制造企业主要指标对比表						
	2019					2020.1~3	
	医药工业收入 (亿元)	医药商业收入 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	期间费用率 (%)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)
珍宝岛	20.40	9.04	32.97	4.06	38.76	99.48	45.94
贵州百灵	23.06	4.78	28.51	2.93	43.26	72.36	41.54
康缘集团	30.88	37.97	91.25	6.88	40.03	142.19	67.93
华森制药	7.03	1.32	8.42	1.70	43.50	16.41	32.95

注：“珍宝岛”为“黑龙江珍宝岛药业股份有限公司”简称；“贵州百灵”为“贵州百灵企业集团制药股份有限公司”简称；“康缘集团”为“江苏康缘集团有限责任公司”简称；2019年珍宝岛医药商业收入为“商业及药材销售”收入；康缘集团医药工业和医药商业收入均为2019年前三季度收入。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
华森转债	AA-	AA-	3.00	2.9984	2019/06/24~2025/06/24

注：此次可转债采用股份质押的担保方式，出质人成都地建及游洪涛将其合法拥有的部分公司股票作为质押资产进行质押担保；债券余额为截至2020年6月22日数据。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用及转股情况

“华森转债”募集资金3亿元，全部用于第五期新建GMP生产基地项目。目前债券募集资金均已按照募集说明书中的资金用途的相关要求使用完毕。“华森转债”于2019年12月30日开始转股，截至2020年6月22日，未转股余额29,984.01万元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度GDP同比下滑6.8%，较去年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受1~2月份经济近乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸

易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存

在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

医药行业运行态势整体良好，近年来各项医改政策及实施细则密集出台，有利于提升行业规范化程度，并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境

随着经济增长和人口老龄化的加快，我国医药行业持续发展，根据国家统计局的数据显示，2019 年前三季度医药工业整体经济平稳运行，全国医药

工业企业实现营业收入 19,734.7 亿元，同比增长 8.4%；实现利润总额 2,628.1 亿元，同比增长 10.8%。

表 1：2019 年前三季度全国医药工业收入构成（亿元、%）

行业名称	营业收入	同比增长	利润总额	同比增长
化学药品原料药制造	2,768.7	5.5	325.1	8.7
化学药品制剂制造	6,918.7	11.8	950.4	14.4
中药饮片加工	1,419.0	-1.8	122.1	-20.3
中成药生产	3,377.1	7.9	431.4	4.7
生物药品制造	1,835.1	10.3	376.1	20.8
卫生材料及医药用品制造	1,309.7	8.9	135.9	16.4
制药专用设备制造	118.1	10.2	2.4	205.6
医疗仪器设备及器械制造	1,988.3	7.6	284.9	14.8
合计	19,734.7	8.4	2,628.1	10.8

注：因采用四舍五入的取数原则，合计数可能存在尾差。

资料来源：公开数据整理

2019 年以来随着“4+7”扩面、新版医保目录、重点药品监控、新版药品管理法以及药品优先审批政策等一系列重磅政策法规的发布，通过医保、医药和医疗的联动，医药行业改革进一步推进与深化。2019 年新医保目录调整及药品集采落地和扩面等，使得药品费用显著降低；同时，一致性评价范围扩大等政策，有助于整体提升仿制药品品质，加速原研药替代。预计未来行业将向鼓励研发创新并向治疗性品种倾斜的方向发展。随着医药行业调控力度的不断加强，行业规范化程度或将进一步提高，为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。

表 2：2019 年以来医改重要政策一览

发布时间	部门	政策名称	政策概述	对行业影响
2019年1月	国务院	《关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	进行带量采购，量价挂钩，以量换价，形成药品集中采购价格。通过招标、议价、谈判等不同形式确定集中采购品种。	药价明显降低，降低企业交易成本，引导医疗机构规范用药，探索完善药品集中采购机制和以市场为主导的药价形成机制。
2019年7月	国家卫健委	《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》	制定省级和各医疗机构目录；制定省级和各医疗机构目录；加强目录外药品的处方管理。	辅助用药将受到极大限制，目录内药品将被严格管理。
2019年9月	国家医保局	《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》	在全国范围内推广国家组织药品集中采购和使用试点集中带量采购模式。	使全国符合条件的医疗机构能够提供质优价廉的试点药品，进一步降低群众用药负担。
2019年10月	国家卫健委等	《第一批鼓励仿制药目录》	纳入目录的品种有33个，包括多种抗癌药、帕金森药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等，属于国内专利到期和即将到期、尚没有提出注册申请，或临床供应短缺（竞争不充分）以及企业主动申报的药品。	有利于促进仿制药研发。提高药品供应保障能力。
2019年10月	国家药监局	《化学药品注射剂仿	对参比制剂、处方工艺技术、原辅料质量控制技术、	有助于提升注射剂仿制药

		制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）	质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求。	的质量水平，促进产业升级和结构调整。
2019年11月	国家发改委	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	在医药领域，鼓励类目8项，包括儿童药、短缺药的开发和生产，重大疾病防治疫苗、抗体药物、基因治疗药物、细胞治疗药物、重组蛋白质药物、核酸药物，数字化医学影像设备、人工智能辅助医疗设备、高端放射治疗设备等；限制类目6项，包括新建紫杉醇(配套红豆杉种植除外)、植物提取法黄连素(配套黄连种植除外)生产装置等。淘汰类目13项，包括铅锡软管、单层聚烯烃软管(肛肠、腔道给药除外)等。	推动制造业高质量发展，引导产业升级转型。
2019年11月	国家医保局、人力资源社会保障部	《关于将2019年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》	2019年《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》共收录药品2,709个，与2017年版相比，调入药品218个，调出药品154个，净增64个。	医保目录药品结构明显优化，保障能力显著提升；药品费用显著降低；突出鼓励创新的导向。
2019年12月	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《全国药品集中采购文件》	第二批国家组织药品集中采购和使用工作正式启动，此次参与带量采购的共有33个药品品种，50个品规，将于2020年1月17日在上海开标。	今年9月起，中标药品从11个试点城市向全国扩容，25个中标药品在原来的降价基础上平均再降25%。

资料来源：choice，中诚信国际整理

疫情期间，随着疫情防控和治疗工作的持续进行，相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求增加，国家和金融机构出台一系列政策和措施为医药企业提供良好的行业发展环境和融资环境，此次疫情对医药行业的信用水平和未来发展起到一定正面影响

2020年初新型冠状病毒疫情的爆发直接带动医药和医疗用品相关产业的需求与生产。疫情具有短期冲击大的特点，预计其对我国医药工业和医药流通行业2020年第一季度的销售规模数据影响较大，后期随着疫情控制对医药行业的影响减弱。随着疫情防控和治疗工作的持续进行，相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求量亦随之增加，医药和医疗用品相关行业已提前复工保证生产。针对国内医疗物资需求大且紧缺，我国不断加大医疗物资全球采购；同时，叠加消费者恐慌性抢购推升零售及网上药店的相关防控物资的消费量，受上述因素影响，预计疫情相关产品的医药工业和医药流通市场规模或将增长，不过疫情期间，交通运输受阻、医院普通门诊量和住院人数下降等因素，对医药工业和医药流通市场形成一定冲击。

自疫情爆发以来，国家和金融机构紧急出台了

一系列政策和措施：为新型冠状病毒疫情防治工作、患者救治工作以及相关经费问题提供了良好的保障；针对加快医疗器械审批速度，国家药监局发布了《关于印发医疗器械应急审批程序的通知》，有利于医疗器械产品快速上市抗击疫情；各金融机构信贷政策亦向医药企业倾斜，积极支持医药企业开发、生产和销售疫情防控所需品，对抗击疫情的相关医药企业开辟绿色通道、加大信贷支持、降低融资成本以及提供保险保障等。

受益于独家品种较高的市场地位，2019年中成药主要产品销售收入均有所增长；化药威地美¹通过一致性评价，收入规模亦有所增加；2020年威地美和长松在第二批集中采购中中标，未来销量有望实现较大增加

公司专注于中成药、化学药的研发、生产和销售，拥有20条生产线，可生产片剂、颗粒剂、胶囊剂等多种剂型；共取得药品批准文号70个，其中入选《国家基本药物目录》的品规19个，入选《国家医保目录》的品规51个，涉及消化系统、精神神经系统、耳鼻喉科、心脑血管、免疫系统等治疗领域。2019年公司过亿品种为威地美（铝碳酸镁片/咀嚼

¹威地美包含铝碳酸镁片和铝碳酸镁咀嚼片，本文所提及威地美通过一致性评价及在集采中中标均指铝碳酸镁咀嚼片。

片)和甘桔冰梅片。

表 3: 公司主要产品情况 (亿元)

品种	主要作用及适应症状	治疗领域	注册分类	是否为独家产品	是否国内首仿	进入医保情况	是否进入基药目录	销售额		
								2018	2019	2020Q1
威地美(铝碳酸镁片/咀嚼片)	治疗胃及十二指肠溃疡, 慢性胃炎等	消化	化药四类 化药六类	否	是	乙类	否	1.57	1.58	0.28
长松(聚乙二醇4000散)	缓解便秘	消化	化药四类	否	是	甲类	是	0.35	0.46	0.08
甘桔冰梅片	用于风热犯肺引起的失音声哑、急性咽炎出现的咽痛等	耳鼻喉	中药	是	否	乙类	否	1.54	1.83	0.38
都梁软胶囊	用于头痛属风寒瘀血阻滞脉络证者等	精神神经	中药四类	是	否	乙类	否	0.83	0.90	0.14
痛泻宁颗粒	用于肝气犯脾所致的腹痛、腹泻、腹胀、腹部不适等	消化	中药六类	是	否	乙类	否	0.22	0.25	0.04

注: 铝碳酸镁片为化药四类、铝碳酸镁咀嚼片为化药六类。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

公司化药主要产品为威地美和长松, 其中威地美为国内首个仿制药品种, 于 2019 年通过一致性评价, 为该品种全国首个通过一致性评价产品。受益于较高的产品质量, 威地美市场占有率较高, 仅

次于原研产品。2019 年公司在长松通过一致性评价后加强学术推广力度, 销售收入有所增加。2020 年威地美和长松均在第二批全国药品集中采购中中标, 未来市场份额有望进一步提升。

表 4: 公司集中采购中选品种情况

品种	规格包装	生产企业	供应省份	中选价格(元)	首年约定采购量基数(万片/万袋)	首年约定采购量(万片/万袋)
聚乙二醇4000散	10g*10袋	马应龙药业集团股份有限公司	北京、山西、浙江、湖北、海南、四川、陕西、甘肃、青海	7.39	3,639.82	2,911.87
	10g*10袋	重庆赛诺生物药业股份有限公司	天津、辽宁、福建、重庆、贵州、云南、西藏、新疆(含兵团)	8.45		
	10g*15袋	重庆华森制药股份有限公司	内蒙古、黑龙江、安徽、山东、河南、湖南、广西	14.09		
	10g*30袋	湖南华纳大药厂股份有限公司	河北、吉林、上海、江苏、江西、广东、宁夏	35.48		
铝碳酸镁咀嚼片	0.5g*36片	重庆华森制药股份有限公司	山西、辽宁、黑龙江、上海、江苏、安徽、福建、江西、山东、广东、海南、四川、云南、甘肃、宁夏、新疆(含兵团)	9.46	60,197.88	36,118.73
	0.5g*24片	广东华润顺峰药业有限公司	北京、天津、河北、内蒙古、吉林、浙江、河南、湖北、湖南、广西、重庆、贵州、西藏、陕西、青海	7.26		

注: 若全国实际中选企业为 1 家, 首年采购量为首年约定采购量计算基数的 50%, 本轮采购周期原则上为 1 年; 全国实际中选企业为 2 家, 首年采购量为首年约定采购量计算基数的 60%, 本轮采购周期原则上为 2 年; 全国实际中选企业为 3 家, 首年采购量为首年约定采购量计算基数的 70%, 本轮采购周期原则上为 2 年; 全国实际中选企业为 4 家, 首年采购量为首年约定采购量计算基数的 80%, 本轮采购周期原则上为 3 年。

资料来源: 公开资料整理

中成药方面，公司主要产品甘桔冰梅片、都梁软胶囊、痛泻宁颗粒、六味安神胶囊和八味芪龙颗粒均为独家产品且进入了2019年版国家医保目录，2019年销售情况良好，销售收入均有所提升。其中，公司重点产品甘桔冰梅片为国家中药保护品种，已进入《中医耳鼻喉科临床诊疗指南》与《中成药临床应用指南·耳鼻喉疾病分册》，在治疗早期声带小结疗效显著，痊愈率和有效率分别为44%和90%。受益于较好的疗效以及安全性，其在咽喉类中成药医院市场占有率较高，2019年排名第二。

生产方面，公司第五期新建GMP生产基地项目已基本完成，铝碳酸镁咀嚼片等品种已完成生产技术转移工作，预计于2020年底完全投产。随着该项目投产，公司产能将大幅提升，为满足集采品种威地美和长松的市场供应提供了有效保障。

表 5：第五期新建 GMP 生产基地项目投产后公司主要产品产能变动情况

产品名称	原产能	新产能
铝碳酸镁咀嚼片（万片/年）	14,000	130,000
甘桔冰梅片（万片/年）	34,000	64,000
都梁软胶囊（万粒/年）	9,200	104,000
胆舒软胶囊（万粒/年）	800	35,000
痛泻宁颗粒及八味芪龙颗粒（万袋/年）	300	30,000
六味安神胶囊（万粒/年）	3,500	50,000

资料来源：公司提供

采购方面，公司采购的原材料主要为奥利司他、聚乙二醇4000、轻质氧化镁等原料药和蝉蜕、乌梅、白芷等中药材，其中2019年奥利司他原料药采购额约占公司采购额的53.53%。公司上游主要供应商为重庆植恩医药销售有限公司，2019公司对植恩医药的采购金额占采购总额的62.05%，采购集中度较高。

销售客户方面，公司大部分产品通过自建销售网络开拓市场，采用经销商配送的形式销售；少量产品通过子公司重庆华森医药有限公司（以下简称“华森医药”）及下属公司重庆华森大药房零售连

锁有限公司（以下简称“华森大药房”）直接对外销售。2019年公司继续加大学术推广以及销售网络建设力度，目前销售网络已覆盖全国31个省、市、自治区的近5,000家公立医疗机构。

公司子公司华森医药利用自身营销网络优势在重庆市荣昌区进行药品配送，配送药品少量为自产，较大部分采购于其他医药生产企业或流通企业，目前已和300余家供应商建立了合作关系，经营各类医药商品品规1,056个。此外，公司通过华森大药房以拓展零售药店终端销售，截至2020年3月末，华森大药房共有18家连锁药店，其中包括直营店5家，加盟店13家，集中在重庆市荣昌区。

坚持创仿结合，进一步丰富医药制造产品线，未来资本支出规模不大

研发方面，2019年公司以200万美元（约合人民币1,383.86万元）受让美国Epic Pharma. LLC.公司盐酸丁螺环酮片美国ANDA批文及相关技术。该产品主要用于治疗广泛性焦虑症和其他焦虑性障碍，于2019年4月16日获得美国批准文号。国内方面，该产品被收录在《国家医保目录》（2019年版）甲类中，其片剂（5mg）被收录在《国家基本药物目录》（2018年版）中，国内共有3家生产厂商，均未通过一致性评价。公司目前正在进行该产品的相关国际生产技术转移认证，技术转移完成后有助于丰富公司产品线，同时将触发“第五期新建GMP生产基地项目”的FDA cGMP认证，在生产场地通过FDA现场检查后，公司将具备承接欧美高端仿制药的生产能力。此外，2019年以来公司加大研发投入力度，研发投入同比提升33.41%至0.35亿元，占医药工业收入的4.97%，但研发投入仍有待加大。截至2020年3月末，共有15个在研项目。未来公司将坚持创仿结合，中西药并重的研发布局，加强自主研发及与国外技术团队和国内高端研发机构的合作，持续丰富产品线以进一步加强竞争力。

表 6：公司主要在研产品情况

项目名称	注册分类	治疗领域	最近研发进度
C802	6类	消化类	审评发补研究

甲磺酸雷沙吉兰片	新 4 类	神经类	中试研究
富马酸沃诺拉赞	新 4 类	消化类	小试研究
奥美拉唑碳酸氢钠胶囊	3 类	消化类	报产审评中
盐酸丁螺环酮片	美国 ANDA	精神神经类	技术转移研究
C3202	4 类	消化类	小试处方工艺研究
注射用甲磺酸加贝酯	一致性评价	消化类	中试研究
注射用奥美拉唑钠	一致性评价	消化类	小试研究
注射用阿昔洛韦	一致性评价	抗病毒	小试研究
J19	一致性评价	神经类	BE 研究
经典名方 1 号	经典名方	神经精神类	项目启动
经典名方 2 号	经典名方	清泄肺热	项目启动
C801 (API)	6 类	原料药	补充研究
C1202 (API)	4 类	原料药	已完成工艺验证
C2901 (API)	4 类	原料药	中试研究

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司第五期新建 GMP 生产基地项目目前已经完成，计划于 2020 年底全部投入生产，此外无其他重大在建、拟建项目，资本支出规模不大。

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 2017~2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报告。2017~2019 年财务数据均为审计报告期末数。

2019 年公司医药工业主要产品收入均有所提升带动营业总收入同比增长，但毛利率较低品种销售占比增加令营业毛利率有所下滑

2019 年医药工业主要产品收入均有所提升，加之医药商业运行良好，公司营业总收入保持增长态势，不过毛利率较低的产品销售收入增幅较大令医药工业毛利率下滑，从而带动营业毛利率有所下滑。2020 年一季度受新冠疫情影响，公司营业总收入同比下降 11.04%。

表 7：公司主要板块收入和毛利率情况（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
医药工业	4.83	5.82	7.03	1.40
医药商业	1.04	1.17	1.32	0.29
其他	0.05	0.04	0.07	0.02
营业总收入	5.92	7.03	8.42	1.71
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
医药工业	80.10	79.26	73.94	69.49
医药商业	6.69	7.15	7.83	9.01

营业毛利率	67.01	67.19	63.53	59.24
--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

资料来源：公司提供

公司期间费用以销售费用为主，2019 年随营业规模扩大而有所增加，期间费用率处于较高水平，需关注费用控制能力。同期利润总额同比增长 23.05%，主要系经营性业务利润增长所致。盈利指标方面，2019 年受益于利润总额增加，EBITDA 利润率同比增长；但由于第五期新建 GMP 生产基地项目继续推进而尚未投产，总资产收益率有所下降。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	2.39	2.79	2.91	0.49
期间费用合计	2.78	3.27	3.66	0.67
期间费用率	46.96	46.44	43.50	39.42
经营性业务利润	1.30	1.59	1.95	0.33
利润总额	1.32	1.61	1.98	0.33
净利润	1.12	1.37	1.70	0.28
EBITDA 利润率	26.12	26.15	27.42	--
总资产收益率	17.36	16.39	15.17	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年随着在建项目的推进以及营业规模的扩大，公司总资产进一步增长，发行可转债亦令债务规模有所增长，财务杠杆有所上升但仍处于较低水平

2019 年末公司总资产同比增长 49.73%，主要系第五期新建 GMP 生产基地项目推进以及收到可转债募集资金所致。其中，受益于经营获现能力的提升以及收到可转债募集资金，2019 年末货币资金

有所增加。随着业务规模扩大，公司收到银行承兑汇票增加令应收票据有所增加。交易性金融资产增长主要系购买银行理财所致。第五期新建 GMP 生产基地项目推进并转固使得在建工程及固定资产均有所增长。

公司总负债主要由有息债务、应付账款和其他应付款构成。2019 年公司发行可转债，债务规模有所扩大；应付工程及设备款增加令应付账款有所提升；其他应付款主要为预提的销售市场推广费，同期较为稳定。

受益于利润积累和发行可转债，2019 年末公司所有者权益进一步提升，其中计入其他权益工具投资的可转换公司债券为 0.82 亿元。由于可转债处于转股期，当年未进行分红。受发行可转债影响，同期末公司财务杠杆水平有所提升，但仍处于较低水平。

表 9：公司主要资产、负债和资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	0.67	2.43	2.87	2.95
应收账款	1.53	2.07	1.92	2.33
应收票据	0.95	0.52	1.06	0.79
交易性金融资产	-	-	1.93	1.94
固定资产	1.34	1.27	2.92	3.25
在建工程	1.00	1.92	3.37	2.68
总资产	8.85	10.94	16.37	16.41
应付账款	0.36	0.60	1.44	1.34
其他应付款	0.87	1.17	1.18	1.06
总债务	0.17	0.49	2.20	2.30
总负债	1.65	2.65	5.67	5.41
股本	4.00	4.00	4.02	4.02
未分配利润	1.85	2.80	4.19	4.47
所有者权益合计	7.20	8.29	10.71	11.00
资产负债率	18.66	24.21	34.61	32.95
总资本化比率	2.31	5.55	17.06	17.29

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年经营获现能力有所提升，债务负担较小，偿债压力不大

随着业务规模扩大，2019 年公司经营活动净现金流有所提升；受购买银行理财产品增加影响，投资活动现金流转为净流出状态；由于收到可转债募集资金，筹资活动净现金流大幅增加。

2019 年公司盈利及获现能力均有所提升，但受债务规模扩大影响，各项偿债指标均有所下降，不过目前债务规模整体较小，偿债压力不大。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流	0.81	0.32	0.66	0.09
投资活动净现金流	-2.17	1.44	-2.70	-0.06
筹资活动净现金流	1.17	0.01	2.47	0.06
EBITDA 利息保障倍数	145.20	146.60	25.10	--
经营活动净现金流/利息支出	76.38	25.34	7.17	--
总债务/EBITDA	0.11	0.26	0.95	--
经营活动净现金流/总债务	4.78	0.65	0.30	0.16*
货币等价物/短期债务	9.55	6.70	--	94.78

注：带*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

较畅通的股权融资渠道能够对整体偿债能力提供一定支持

截至 2020 年 3 月末，公司共获得银行授信 1.10 亿元，未使用授信额度 1.08 亿元；作为 A 股上市公司，直接融资渠道较畅通，同期末成都地方建筑机械化工程有限公司（以下简称“成都地建”）及其一致行动人持有公司 76.20% 股份，其中已质押股份占其持股比例的 9.11%。

截至 2020 年 3 月末，公司无或有负债及受限资产。

关联交易方面，2019 年公司无重大关联交易。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017~2020 年 4 月 17 日，公司借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至评级报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

实际控制人为自然人，对公司支持能力较弱

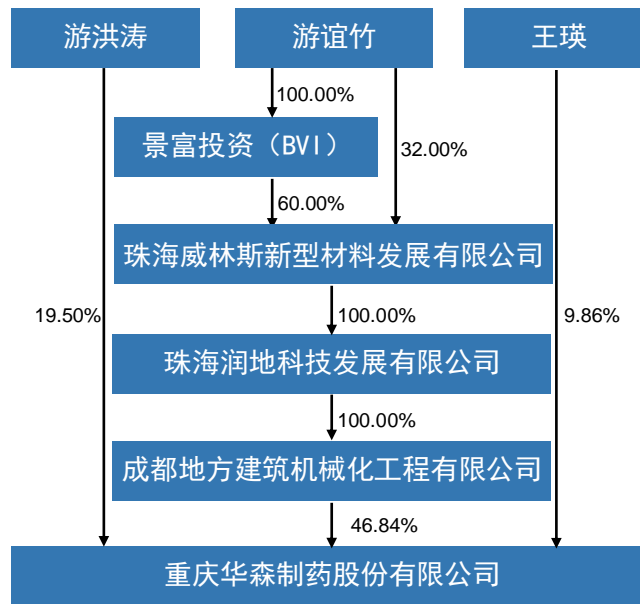
公司控股股东为成都地建，共同实际控制人为游谊竹、游洪涛和王瑛，其中游谊竹除经营华森制药外，还经营房地产开发、文化旅游、葡萄酒等产业，游洪涛和王瑛未投资其他重大经营实体。公司为实际控制人医药产业的核心上市公司，实际控制

人对公司支持意愿很强，但由于其为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力有限，对公司支持能力较弱。

评级结论

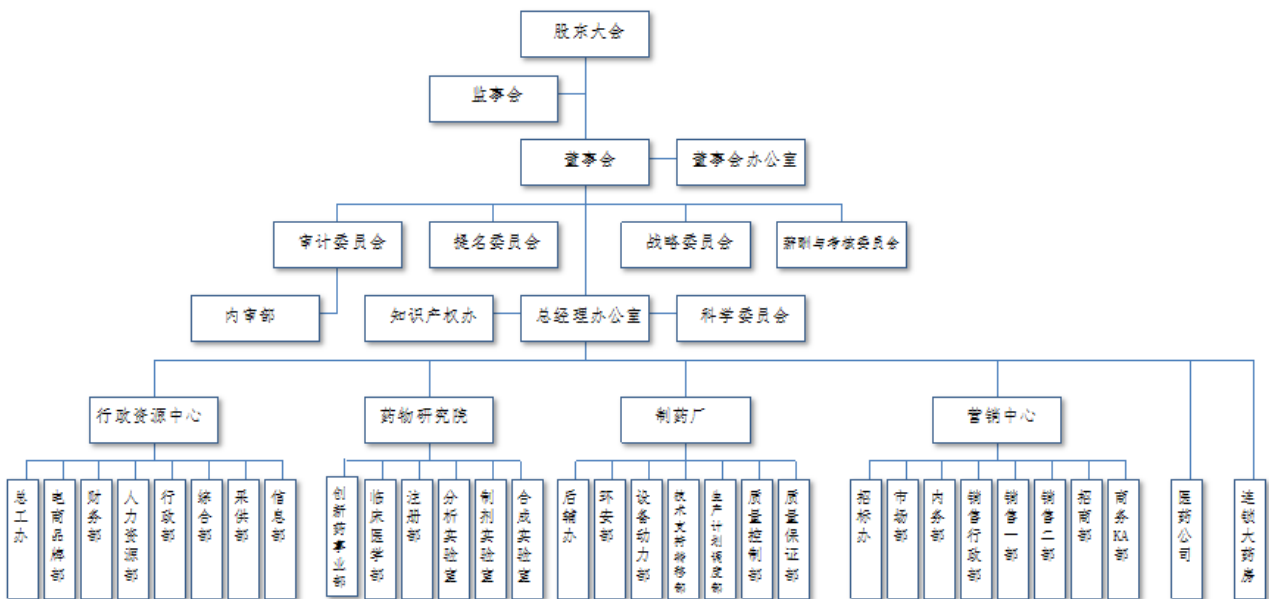
综上所述，中诚信国际维持重庆华森制药股份有限公司的主体信用等级为 **AA-**，评级展望为稳定；维持“华森转债”的债项信用等级为 **AA-**。

附一：重庆华森制药股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 4 月 21 日）



注：游谊竹、游洪涛、王瑛、成都地建为一致行动人。

2020年部门组织图



资料来源：公司提供

附二：重庆华森制药股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.1~3
货币资金	6,730.08	24,331.63	28,679.63	29,547.58
应收账款净额	15,320.41	20,711.59	19,166.58	23,258.05
其他应收款	612.40	622.93	255.38	364.51
存货净额	5,102.27	5,636.22	8,639.46	8,816.08
长期投资	-	-	1,500.00	1,500.00
固定资产	13,358.11	12,749.62	29,202.74	32,521.49
在建工程	9,954.19	19,200.94	33,701.84	26,822.98
无形资产	7,597.89	6,822.58	6,080.31	5,894.35
总资产	88,514.77	109,363.00	163,746.95	164,106.20
其他应付款	8,660.82	11,737.26	11,780.42	10,592.89
短期债务	1,700.00	4,400.00	-	600.00
长期债务	-	470.00	22,029.14	22,399.97
总债务	1,700.00	4,870.00	22,029.14	22,999.97
净债务	-5,030.08	-19,461.63	-6,650.49	-6,547.61
总负债	16,520.12	26,471.60	56,666.92	54,068.85
费用化利息支出	106.50	125.50	919.87	--
资本化利息支出	-	-	-	--
所有者权益合计	71,994.65	82,891.40	107,080.04	110,037.35
营业总收入	59,209.54	70,341.53	84,206.40	17,052.66
经营性业务利润	13,040.53	15,918.34	19,520.44	3,347.04
投资收益	141.81	317.92	108.95	100.81
净利润	11,198.75	13,737.18	16,974.61	2,784.68
EBIT	13,344.37	16,216.21	20,719.06	--
EBITDA	15,463.08	18,397.02	23,092.88	--
经营活动产生现金净流量	8,133.99	3,179.55	6,591.56	907.59
投资活动产生现金净流量	-21,669.32	14,354.57	-26,967.19	-639.23
筹资活动产生现金净流量	11,744.37	67.44	24,734.16	597.44
资本支出	4,187.34	3,629.98	6,466.25	783.58
财务指标	2017	2018	2019	2020.1~3
营业毛利率(%)	67.01	67.19	63.53	59.24
期间费用率(%)	46.96	46.44	43.50	39.42
EBITDA 利润率(%)	26.12	26.15	27.42	--
总资产收益率(%)	17.36	16.39	15.17	--
净资产收益率(%)	18.96	17.74	17.87	10.26*
流动比率(X)	3.55	2.33	2.88	3.32
速动比率(X)	3.23	2.10	2.59	3.00
存货周转率(X)	4.17	4.30	4.30	3.19*
应收账款周转率(X)	3.71	3.90	4.22	3.22*
资产负债率(%)	18.66	24.21	34.61	32.95
总资本化比率(%)	2.31	5.55	17.06	17.29
短期债务/总债务(%)	100.00	90.35	-	2.61
经营活动净现金流/总债务(X)	4.78	0.65	0.30	0.16*
经营活动净现金流/短期债务(X)	4.78	0.72	--	6.05*
经营活动净现金流/利息支出(X)	76.38	25.34	7.17	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	472.01	4.48	23.19	--
总债务/EBITDA(X)	0.11	0.26	0.95	--
EBITDA/短期债务(X)	9.10	4.18	--	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	145.20	146.60	25.10	--
EBIT 利息保障倍数(X)	125.30	129.22	22.52	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、将研发费用计入管理费用；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。