

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（2021）

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：刘逸伦 ylliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021年6月28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，充分履行了实地调查和诚信义务，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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 1702 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：

维持贵公司的主体信用等级为 **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

二零二一年六月二十八日

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、产品较丰富、2020 年主要产品集采中标有效巩固其市场份额、债务规模小、资本结构稳健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 2020 年毛利率和净利润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）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	10.94	16.37	17.21	17.54
所有者权益合计（亿元）	8.29	10.71	11.82	12.19
总负债（亿元）	2.65	5.67	5.40	5.34
总债务（亿元）	0.49	2.20	2.47	2.40
营业总收入（亿元）	7.03	8.42	8.82	2.30
净利润（亿元）	1.37	1.70	1.19	0.36
EBIT（亿元）	1.62	2.07	1.54	0.47
EBITDA（亿元）	1.84	2.31	2.02	--
经营活动净现金流（亿元）	0.32	0.66	1.14	0.17
营业毛利率(%)	67.19	63.53	48.07	51.38
总资产收益率(%)	16.39	15.17	9.19	10.86*
资产负债率(%)	24.21	34.61	31.35	30.47
总资本化比率(%)	5.55	17.06	17.31	16.46
总债务/EBITDA(X)	0.26	0.95	1.23	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	146.60	25.10	11.71	--

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 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，大力推动并支持中医药行业发展，为公司发展提供了良好的外部环境。
- **产品较丰富，主要产品中标国家集采有助于巩固其市场份额。**公司拥有 70 个药品注册批件，涵盖多个治疗领域，多个产品在细分市场具有一定竞争优势。2020 年威地美（铝碳酸镁咀嚼片）

同行业比较

2020 年部分医药工业企业主要指标对比表

公司名称	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	总资产（亿元）	资产负债率(%)
兰州佛慈	24.49	0.49	46.05	54.42
华森制药	8.82	1.19	17.21	31.35

注：“兰州佛慈”为“兰州佛慈医药产业发展集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

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	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
华森转债	AA-	AA-	2020/06/23	3.00	2.9978	2019/06/24~2025/06/24	回售、赎回

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 2021 年 3 月 31 日数据。

和长松（聚乙二醇 4000 散）在第二批全国药品集中采购中中标，有助于巩固其市场份额。

- **债务规模小，资本结构稳健，偿债指标处于较好水平。**截至 2021 年 3 月末，公司总债务为 2.40 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 30.47% 和 16.46%，债务规模小，资本结构保持稳健，偿债指标处于较好水平。

关注

- **2020 年营业毛利率和净利润同比下降。**受疫情、低毛利率合作产品销售占比扩大、第五期新建 GMP 生产基地项目摊销、可转债摊销、研发费用增加以及威地美（铝碳酸镁咀嚼片）和长松（聚乙二醇 4000 散）中标集采等影响，2020 年以来公司毛利率和净利润有所下降。

- **研发投入有待加大。**2020 年公司研发投入为 0.52 亿元，占医药工业收入的 6.86%，研发投入有待进一步加大。

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。

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”转股期为 2019 年 12 月 30 日至 2025 年 6 月 24 日，截至 2021 年 3 月 31 日，未转股余额 29,978.36 万元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心

CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了

中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

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，2020 年医药工业整体经济平稳运行，全国医药工业规模以上企业实现营业收入 27,960.3 亿元，同比增长 7.0%；实现利润总额 4,122.9 亿元，同比增长 19.3%。医药工业的 10 个子行业中，除化学药品制剂、中药饮片加工和中成药外，其它 7 个子行业营业收入和实现利润均实现正增长。

中诚信国际认为，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评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。近年来，新医保目录调整及药品集中采购落地和扩面等，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 1：2019 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品形成机制。
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；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	《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》	对参比制剂、处方工艺技术、原辅包质量控制技术、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。	有助于提升注射剂仿制药的质量水平，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	推动制造业高质量发展，引导产业升级转型。

			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。	
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%。
2020年3月	国务院	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	提出“1+4+2”的总体改革框架,“1”是力争到2030年,全面建成以基本医疗保险为主体,医疗救助为托底,补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的多层次医疗保障制度体系;“4”是健全待遇保障、筹资运行、医保支付、基金监管四个机制;“2”是完善医药服务供给和医疗保障服务两个支撑。	有助于进一步拓展、完善和深化医保制度改革。
2020年3月	国家药监局	2020新版《药品注册管理办法》和《药品生产监督管理办法》	全面落实药品上市许可持有人制度、优化审评审批工作流程、落实全生命周期管理要求和强化责任追究。	强化药品质量安全风险控制,规范和加强药品监管,保障药品安全、有效和质量可控奠定法治基础。
2020年7月	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《第三批国家组织药品集中采购》	第三批国家组织药品集中采购在上海开标,此次采购共有189家企业参加,产生拟中选企业125家,拟中选产品191个,采购规模达数百亿元。	此次拟中选产品平均降价53%,最高降幅95%,带量采购或将常态化。
2020年11月	国家组织高值医用耗材联合采购办公室	《首批国家高值医用耗材集中带量采购》	以冠脉支架为切入点进行首批国家高值医用耗材集中带量采购,11月5日在天津产生拟中选结果,本次集采产生10个拟中选产品,冠脉支架价格从均价1.3万元左右下降至700元左右;预计全国患者将于2021年1月份用上降价后的中选产品。	与2019年相比,相同企业的相同产品平均降价93%,国内产品平均降价92%,进口产品平均降价95%,并将逐步建立规范化、常态化的高值医用耗材集中带量采购制度。
2021年2月	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《第四批国家组织药品集中采购》	第四批国家组织药品集中采购在上海开标,此次采购共有152家企业参加,产生拟中选企业118家,共纳入45种药品,拟中选产品158个。	此次拟中选药品平均降价52%,最高降幅96%,国家集采范围将持续扩大,进一步保障临床用药需求。
2021年6月	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《第五批国家组织药品集中采购》	第五批国家组织药品集中采购在上海开标,此次采购共有201家企业参加,产生拟中选企业148家,共纳入61种药品,拟中选产品251个。	此次拟中选药品平均降价56%,最高降幅98%,国家集采范围将持续扩大,进一步保障临床用药需求。

资料来源:公开资料整理

产品较丰富,化药威地美(铝碳酸镁咀嚼片)和长松(聚乙二醇4000散)于2020在第二批集中采购中中标,但疫情导致终端医院销售受挫,主要产品销售收入下降

公司专注于中成药、化学药的研发、生产和销售,并已介入创新药的研发,拥有22条生产线且已能投入使用,可生产片剂、颗粒剂、胶囊剂、软胶囊剂、粉针剂、冻干粉针剂、小容量注射剂、化学原料药、中药提取多种剂型;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,拥有美国

ANDA权益产品1个,涉及消化系统、神经系统、耳鼻喉科、心脑血管、免疫系统等治疗领域。威地美(铝碳酸镁片/咀嚼片)、长松(聚乙二醇4000散)、甘桔冰梅片、都梁软胶囊、痛泻宁颗粒等多个品种在细分市场具备竞争优势,2020年公司过亿品种威地美(铝碳酸镁片/咀嚼片)、甘桔冰梅片和奥利司他,其中奥利司他为合作产品,利润贡献度相较自有产品较低。

销售客户方面,公司主要销售终端市场为公立医院市场,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。2020 公司不断开拓增量医药机构市场，加大存量医疗机构终端开发力度，得益于集采中标及独家品种新进

医保目录，公司公立医院与基层医疗机构终端客户数量大幅提升，同比增长 130.18% 至 8,800 家，基层医疗终端客户亦同比增长 904.48%。截至年末，销售网络已覆盖全国 31 个省、市、自治区的等级公立医疗机构。

表 2：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	2020	2021.3
威地美（铝碳酸镁片/咀嚼片）	治疗胃及十二指肠溃疡，急性胃炎等	消化	化药六类/四类	否	--	乙类	--	1.57	1.58	1.35	0.32
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	0.16	0.04
奥利司他	用于肥胖或体重超重患者	--	--	否	--	--	--	0.42	0.85	2.29	0.54
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	--	乙类	否	1.54	1.83	1.55	0.43
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	--	乙类	否	0.83	0.90	0.77	0.21
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	--	乙类	否	0.22	0.25	0.20	0.06

注：威地美铝碳酸镁咀嚼片属于化药六类，进入基药目录；威地美铝碳酸镁片属于化药四类，为国内首类仿制药。

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，长松（聚乙二醇 4000 散）和威地美（铝碳酸镁咀嚼片）均于 2020 年在第二批全国药品集中采购中中标，尽管受到疫情和降价等影响，2020 年威地美（铝碳酸镁咀嚼片）销售收入仍同比增长 223.73%；而原在医院

终端销售为主的铝碳酸镁片则受到集采和疫情冲击，销售收入下滑严重；长松（聚乙二醇 4000 散）则因集采降价及疫情影响，当年收入亦同比大幅下降。

表 3：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）	2020 年公司被采购量（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	1,143.60
	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*48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	30,611.00
	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均进入了国家医保目录，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·耳鼻喉咽喉疾病分册》，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。2020年由于疫情导致院内门诊和住院人次同比大幅下滑，导致甘桔冰梅片、都梁软胶囊、痛泻宁颗粒销量下降。六味安神胶囊和八味芪龙颗粒则因2019年新进入医保目录，销量有所增长。

生产方面，公司第五期新建GMP生产基地项目已基本完工并陆续投入使用，铝碳酸镁咀嚼片等9个品规（7个固体口服制剂品种、1个粉针和1个冻干粉针）已完成生产技术转移工作。随着该项目投产，公司产能将大幅提升，为满足市场供应提供了有效保障。同时，公司正在推动五期项目的cGMP认证相关工作，为生产端承接欧美高端制剂项目做准备。

表4：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	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2020年奥利司他原料药采购额约占公司采购额40.99%。由于奥利司他为公司的合作品种，2020公司对合作方的采购金额占奥利司他采购总额的89.94%，采购集中度较高。

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535家供应商建立了合作关系，经营各类医药商品品规4,175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2021年3月末，华森大药房共有15家连锁药店，其中包括直营店5家，加盟店10家，集中在重庆市荣昌区。2020年因全国实行药品集中采购，医药商业进一步向头部企业归集，叠加疫情因素，当年收入有所下滑。

坚持创仿结合，进一步丰富医药制造产品线

仿制药方面，2020年，公司不断推进甲磺酸雷沙吉兰片（含API研发）、富马酸沃诺拉赞（含API研发）、盐酸丁螺环酮片（ANDA技术转移）、奥美拉唑碳酸氢钠胶囊等品种的研发及注册报批工作，奥美拉唑碳酸氢钠胶囊已于2021年5月获批，有望在2021年下半年上市销售。中药方面，公司根据国家公布的第一批经典名方目录选择开展经典名方研发项目2项，目前着手开始进行物质基础研究。创新药方面，2020年公司引入首席科学官，完成建设创新药3大平台：①基于功能基因组学的不

同类型靶点的分子靶向药物生物活性筛选平台；②针对特定靶点的小分子药物结构设计和合成平台；③成药性评估药物代谢及药代动力学测试平台。公司目前已经具备创新药从靶标源头发现至临床前开发的能力，目前已拥有4个与肿瘤相关的创新药临床前项目，潜在适应症覆盖肿瘤免疫、肺癌、乳腺癌、结直肠癌、胰腺癌等实体瘤治疗领域；同时，在创新药研发外部合作方面，公司投资参股川大国家重实验室科学家团队的科研成果转换平台（即：成都奥睿药业有限公司，一家基于人工智能药物发现技术平台致力于小分子靶向创新药的新药研发公司），公司拥有该平台的优先合作权，以“靶向细胞

Necroptosis 的小分子抑制剂的创新药物研发”项目为切入点；此外，公司于2019年在美国纽约州注册成立华森制药（美国）有限公司，助力公司的创新药研发。

2020年以来，公司加大研发投入力度，研发投入同比提升49.03%至0.52亿元，占医药工业收入的6.86%，但研发投入仍有待加强。截至2020年末，公司拥有国内专利66项，国际专利1项，在研项目18个，具体来看，创新药项目4个，化学仿制药项目12个，经典名方2个。

表 5：截至 2020 年末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
注射用甲磺酸加贝酯	一致性评价	消化类	申报前准备
注射用奥美拉唑钠	一致性评价	消化类	申报前准备
盐酸特拉唑嗪胶囊	一致性评价	神经类	审评审批
甲磺酸雷沙吉兰片	新4类	神经类	BE研究
富马酸沃诺拉赞	新4类	消化类	BE研究
奥美拉唑碳酸氢钠胶囊	新4类	消化类	审评审批
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	申报前准备
C3302	4类	精神神经类	工艺及质量研究
C3301 (API)	4类	原料药	工艺及质量研究
C1201 (API)	4类	原料药	关联制剂申报
C2901 (API)	4类	原料药	关联制剂申报
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
HSN001	1.1类	肿瘤免疫	临床前
HSN002	1.1类	肺癌、胰腺癌、乳腺癌、结直肠癌等实体瘤/肿瘤免疫	临床前
HSN003	1.1类	胰腺癌等实体瘤	临床前
HSN004	1.1类	肺癌、胰腺癌、乳腺癌、结直肠癌等实体瘤	临床前

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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2018~2020年审计报告以及未经审计的2021年一季度财务报告。2018~2020年财务数据均为审计报告期末数。

2020 年公司医药工业收入小幅上升，但折旧费用增加、毛利率较低品种销售占比增加等令营业毛利率和盈利有所下滑

公司主要产品销售收入下降，但得益于奥利司他在医药电商端的放量，2020年医药工业板块收入同比上升；但奥利司他的合作模式令其毛利率较低、集采药品销售价格下降及其收入占比提升、加之核心产品受疫情影响收入减少、新建GMP生产基地项目投入使用令折旧费用增加，公司营业毛利率同比大幅下降。2021年一季度，疫情影响逐步消除后，营业总收入较去年同期有所上升；高毛利率产品销量增长令营业毛利率亦有所提高。

表 6：公司主要板块收入和毛利率情况（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
医药工业	5.82	7.03	7.60	1.97
医药商业	1.17	1.32	1.14	0.31
医药零售	--	--	0.02	0.00
其他	0.04	0.07	0.06	0.02
营业总收入	7.03	8.42	8.82	2.30
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
医药工业	79.26	73.94	54.11	58.18
医药商业	7.15	7.83	7.78	7.62
营业毛利率	67.19	63.53	48.07	51.38

注：因四舍五入合计数存在尾差。

资料来源：公司提供

公司期间费用以销售费用为主，由于 2020 年疫情导致线下学术推广活动减少，同期销售费用同比下降，并推动期间费用和期间费用率同比降低。公司利润总额和净利润主要来源于经营性业务利润，2020 年营业毛利率的下降令经营性业务利润下滑。2021 年一季度，收入及毛利率提升令经营性业务利润同比增长。

盈利指标方面，2020 年由于利润总额降低，EBITDA 利润率同比下降；由于第五期新建 GMP 生产基地项目继续推进而尚未完全投产，总资产收益率呈下降状态。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	2.79	2.91	2.25	0.55
期间费用合计	3.27	3.66	3.12	0.73
期间费用率	46.44	43.50	35.40	31.68
经营性业务利润	1.59	1.95	1.32	0.45
利润总额	1.61	1.98	1.37	0.43
净利润	1.37	1.70	1.19	0.36
EBITDA 利润率	26.15	27.42	22.84	--
总资产收益率	16.39	15.17	9.19	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年随着在建项目的转固以及获现能力的增强，公司总资产进一步增长；利润积累令所有者权益不断增加；总债务主要为可转债，公司保持了较低的杠杆比率

2020 年末公司总资产有所增长，主要系第五期新建 GMP 生产基地陆续完工及经营活动获现能力提高所致。其中，受益于收回投资理财及集采品种回款良好，年末货币资金有所增加，同期末无货币

资金受限；当年公司出售理财产品较多，令年末交易性金融资产同比大幅下降；集采品种的付款方式改变令年末应收账款和应收票据有所下降，但集采中标令年末存货有所增加。第五期新建 GMP 生产基地项目陆续完工并转固令在建工程同比下降而固定资产有所增长。

公司总负债主要由有息债务、应付账款和其他应付款构成。公司总债务主要为发行可转债，2020 年借入短期借款以及可转债的价值变动令年末总债务有所增长；第五期新建 GMP 生产基地项目陆续完工结算令应付账款有所降低，其他应付款主要由市场费用报销款构成，2020 年市场费用报销款同比降低令年末其他应付款有所下滑，进而推动总负债规模同比下降。

受益于利润积累等，2020 年末公司所有者权益进一步提升。由于可转债处于转股期，当年未进行分红。募投项目完工等令公司总负债规模降低，加之所有者权益不断增加，推动公司资产负债率不断下降，但债务变动则令总资本化率略有波动，整体来看，公司杠杆水平较低，资本结构稳健。

表 8：公司主要资产、负债和资本结构情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	2.43	2.87	4.81	4.73
交易性金融资产	-	1.93	0.50	0.61
应收账款	2.07	1.92	1.67	2.03
应收票据	0.52	1.06	0.59	0.61
存货	0.56	0.86	1.19	1.19
固定资产	1.27	2.92	5.78	6.47
在建工程	1.92	3.37	0.96	0.16
总资产	10.94	16.37	17.21	17.54
应付账款	0.60	1.44	0.92	1.25
其他应付款	1.17	1.18	0.88	0.98
长期债务	0.05	2.20	2.35	2.39
总债务	0.49	2.20	2.47	2.40
总负债	2.65	5.67	5.40	5.34
未分配利润	2.80	4.19	5.09	5.45
所有者权益合计	8.29	10.71	11.82	12.19
资产负债率	24.21	34.61	31.35	30.47
总资本化比率	5.55	17.06	17.31	16.46

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

2020 年经营获现能力持续提升，部分偿债指标虽有

所弱化，但仍处于较好水平

集采回款周期缩短，加之票据到期偿付增多令 2020 年公司经营活动净现金流大幅提升。同年投资活动现金流转为净流入状态，主要系当年赎回大部分理财产品且新购买理财产品减少所致。2020 年公司筹资活动现金流由净流入转为净流出，主要系去年收到大量可转债募集资金流入而本期没有大规模筹资现金流入所致；2021 年一季度，公司未新增借款且持续偿还债务，令筹资活动现金持续呈净流出状态。

2020 年公司盈利能力有所下降、总债务规模同比扩大令 EBITDA 相关的偿债指标弱化；同年经营获现能力增强令经营活动净现金流对债务的覆盖程度提升，但融资成本的上升令经营活动净现金流对利息支出的覆盖程度弱化。同时公司债务规模整体较小且货币资金较为充足，各偿债指标处于较好水平。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	0.32	0.66	1.14	0.17
投资活动净现金流	1.44	-2.70	0.87	-0.14
筹资活动净现金流	0.01	2.47	-0.06	-0.11
EBITDA 利息保障倍数	146.60	25.10	11.71	--
经营活动净现金流/利息支出	25.34	7.17	6.60	--
总债务/EBITDA	0.26	0.95	1.23	--
经营活动净现金流/总债务	0.65	0.30	0.46	0.29*
货币等价物/短期债务	6.70	--	49.16	594.82

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提供一定支持

截至 2021 年 3 月末，公司共获得银行授信 1.10 亿元，未使用授信额度 1.09 亿元；作为 A 股上市公司，直接融资渠道较畅通，同期末公司控股股东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 76.18% 股份，其中质押股份占其持股比例的 14.01%。

截至 2021 年 3 月末，公司无或有负债、无重大关联交易，同期末受限资产为一种都梁复方中药

软胶囊，其账面价值为 0，评估价为 0.21 亿元。

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，截至 2021 年 5 月 12 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。

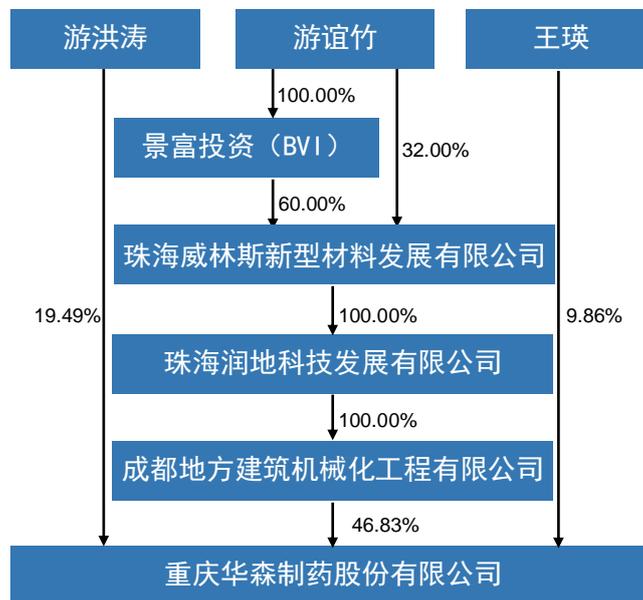
可转换公司债券的担保措施

本次可转换公司债券采用股份质押的担保方式。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，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。截至 2021 年 3 月末，控股股东成都地建及其一致行动人（游谊竹、游洪涛、王瑛）累计质押股份数为 42,878,032 股，占其所持公司股份数量比例为 14.01%（注：游谊竹、王瑛无质押情况）。以上股权质押全部用于为公司公开发行的可转换公司债券提供担保。

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 2021 年 3 月末）

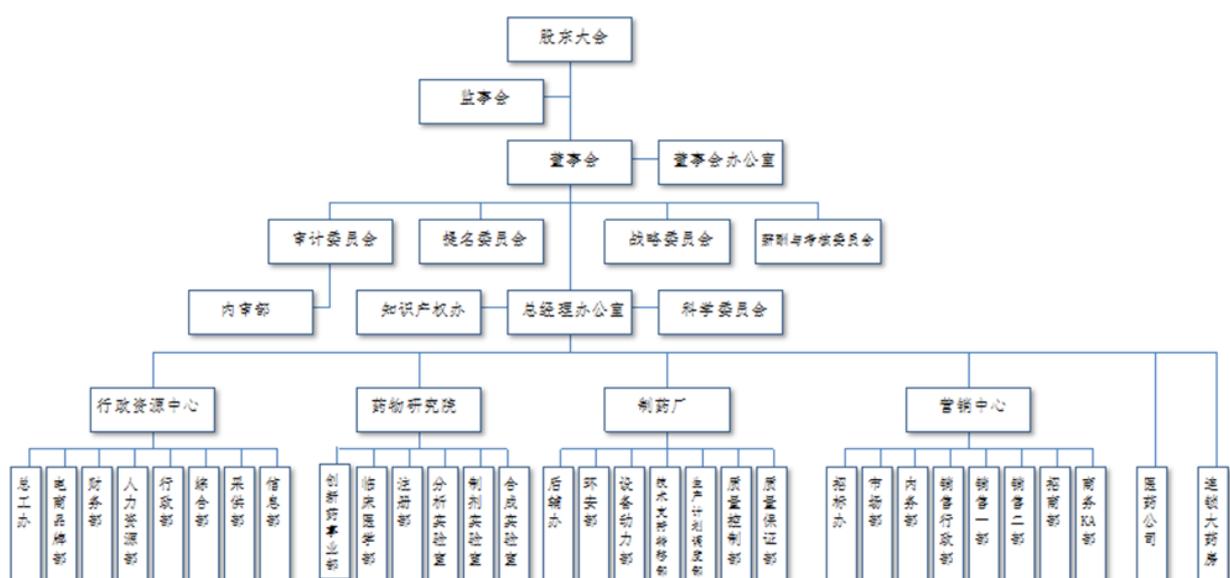


注：游谊竹、游洪涛、王瑛、成都地建为一致行动人。

截至 2021 年 3 月末公司的子公司情况（%）

全称	持股比例	主营业务
重庆华森医药有限公司	100	医药产品采购和销售
重庆华森生物技术有限责任公司	100	医药产品的研发和技术转让
PharscinUSInc.	100	药物研发、信息调研、药品技术开发服务与咨询等
重庆华森大药房零售连锁有限公司	100	药品、生物制品、消毒产品（不含危化品）、化工产品（不含化学危险品和易制毒化学物品）、化妆品、食品及乳制品（不含婴幼儿配方乳粉）的销售

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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	24,331.63	28,679.63	48,140.51	47,343.79
应收账款净额	20,711.59	19,166.58	16,712.15	20,273.58
其他应收款	622.93	255.38	336.81	351.20
存货净额	5,636.22	8,639.46	11,856.69	11,936.43
长期投资	-	1,500.00	3,692.19	3,622.98
固定资产	12,749.62	29,202.74	57,771.68	64,748.42
在建工程	19,200.94	33,701.84	9,589.82	1,626.95
无形资产	6,822.58	6,080.31	5,347.58	5,175.74
总资产	109,363.00	163,746.95	172,141.34	175,355.29
其他应付款	11,737.26	11,780.42	8,831.72	9,760.98
短期债务	4,400.00	-	1,200.78	100.09
长期债务	470.00	22,029.14	23,535.22	23,924.93
总债务	4,870.00	22,029.14	24,736.00	24,025.02
净债务	-19,461.63	-6,650.49	-23,404.51	-23,318.77
总负债	26,471.60	56,666.92	53,959.18	53,423.65
费用化利息支出	125.50	919.87	1,720.80	450.17
资本化利息支出	-	-	-	-
所有者权益合计	82,891.40	107,080.04	118,182.16	121,931.63
营业总收入	70,341.53	84,206.40	88,247.45	23,000.11
经营性业务利润	15,918.34	19,520.44	13,166.73	4,476.98
投资收益	317.92	108.95	424.24	-69.21
净利润	13,737.18	16,974.61	11,918.72	3,647.37
EBIT	16,216.21	20,719.06	15,425.69	4,715.68
EBITDA	18,397.02	23,092.88	20,158.12	--
经营活动产生现金净流量	3,179.55	6,591.56	11,363.80	1,724.86
投资活动产生现金净流量	14,354.57	-26,967.19	8,732.96	-1,409.37
筹资活动产生现金净流量	67.44	24,734.16	-608.85	-1,115.14
资本支出	3,629.98	6,466.25	4,668.89	409.37
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	67.19	63.53	48.07	51.38
期间费用率(%)	46.44	43.50	35.40	31.68
EBITDA 利润率(%)	26.15	27.42	22.84	--
总资产收益率(%)	16.39	15.17	9.19	10.86*
净资产收益率(%)	17.74	17.87	10.58	12.15*
流动比率(X)	2.33	2.88	3.48	3.77
速动比率(X)	2.10	2.59	3.01	3.29
存货周转率(X)	4.30	4.30	4.47	3.76*
应收账款周转率(X)	3.90	4.22	4.92	4.97*
资产负债率(%)	24.21	34.61	31.35	30.47
总资本化比率(%)	5.55	17.06	17.31	16.46
短期债务/总债务(%)	90.35	-	4.85	0.42
经营活动净现金流/总债务(X)	0.65	0.30	0.46	0.29*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.72	--	9.46	68.93*
经营活动净现金流/利息支出(X)	25.34	7.17	6.60	3.83
经调整的经营净现金流/总债务(%)	4.48	23.19	38.11	--
总债务/EBITDA(X)	0.26	0.95	1.23	--
EBITDA/短期债务(X)	4.18	--	16.79	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	146.60	25.10	11.71	--
EBIT 利息保障倍数(X)	129.22	22.52	8.96	10.48

注：1、2021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/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
	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+租赁负债+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。