

云南白药集团股份有限公司

2014 年公司债券(第一期)、2016 年公司
债券(第一期)2019 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【54】号 01

债券简称：
2014 年第一期：14 白药
01；
2016 年第一期：16 云白
01

增信方式：保证担保
担保主体：云南白药控
股有限公司

债券剩余规模：
14 白药 01：9 亿元
16 云白 01：0.01 亿元

债券到期日期：
14 白药 01：
2021 年 10 月 16 日
16 云白 01：
2021 年 04 月 08 日

债券偿还方式：分期付
息，到期还本。
14 白药 01：附第 5 年末
公司上调票面利率选择
权及投资者回售选择
权；

16 云白 01：附第 3 年末
公司上调票面利率选择
权及投资者回售选择
权。

分析师

姓名：
何馨逸 张旻婧

电话：
021-51035670

邮箱：
hexy@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于公司
官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

云南白药集团股份有限公司 2014 年公司债券（第一期）、2016 年公司债券（第一期） 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	14 白药 01：AAA	14 白药 01：AAA
	16 云白 01：AAA	16 云白 01：AAA
发行主体长期信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 5 月 20 日	2018 年 06 月 07 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对云南白药集团股份有限
公司（以下简称“云南白药”或“公司”，证券代码：000538）及其 2014 年 10 月 16 日发
行的 2014 年公司债券（第一期）（以下简称“14 白药 01”）与 2016 年 04 月 08 日发行的
2016 年公司债券（第一期）（以下简称“16 云白 01”）（14 白药 01 和 16 云白 01 合称为“本
期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：14 白药 01 债券信用等级维持为 AAA，16 云白
01 债券信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AAA，评级展望维持为稳定。
该评级结果是考虑到公司在中药领域具有很强的竞争优势，收入和利润保持增长，盈利能
力很强，负债水平较低，整体偿债能力极强，资产流动性较好。同时我们也关注到了公司
存货可能存在一定减值风险以及存在一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司在中药领域具有很强的竞争优势。公司主打药品“云南白药”在伤科方面疗
效显著，其配方是我国中医药保密配方之一，且“云南白药”是驰名商标，具有
很强的品牌优势。公司多个研究机构从事研发，截至 2018 年末拥有百多项的发明
专利，技术研发实力较强。公司上下游结算具有较强的优势，客户和供应商较为
分散，依赖度较低。
- 公司 2018 年收入和利润继续保持增长，盈利能力很强。2018 年公司营业收入和
净利润分别为 267.08 亿元和 32.90 亿元，分别同比增长 9.84%和 5.02%；综合毛利

率为 30.55%，总资产回报率为 13.84%，整体盈利能力很强。

- **公司负债水平较低，整体偿债能力极强。**2018 年度公司销售回款情况较好，收现比为 1.19，经营活动现金净流入为 26.30 亿元。截至 2018 年底，公司资产负债率为 34.42%，EBITDA 利息保障倍数为 21.40，有息债务/EBITDA 为 0.77，整体偿债能力极强。
- **公司资产流动性较好。**2018 年末公司流动资产占总资产的 89.23%，且货币资金、货币基金、银行承兑汇票变现能力强，合计占总资产的比重为 44.29%，整体资产流动性较好。

关注：

- **公司存货可能存在一定减值风险。**截至 2019 年 3 月末，公司存货为 102.38 亿元，占总资产的 33.16%，药材、药品价格存在一定波动，存货可能存在一定减值风险。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年 12 月 31 日，公司及其子公司对外担保 15.00 亿元，占期末净资产的 7.58%，被担保对象为民营企业，存在一定或有负债风险。

发行人主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	3,086,990.00	3,037,759.01	2,770,253.05	2,458,664.60
归属于母公司所有者权益	2,074,160.15	1,978,199.98	1,803,752.03	1,572,566.80
有息债务	-	319,505.92	278,564.39	299,571.38
资产负债率	32.36%	34.42%	34.51%	35.56%
流动比率	2.83	2.68	3.34	3.28
速动比率	1.78	1.70	2.18	2.25
营业收入	697,343.65	2,670,821.35	2,431,461.40	2,241,065.44
营业利润	99,325.78	383,199.26	362,072.35	331,982.97
利润总额	98,948.41	382,616.18	362,184.75	339,750.54
综合毛利率	28.30%	30.55%	31.19%	29.86%
总资产回报率	6.67%	13.84%	14.34%	16.06%
EBITDA	-	415,841.28	388,244.04	364,140.14
EBITDA 利息保障倍数	-	21.40	30.36	29.15
经营活动现金流净额	-28,744.81	262,980.72	115,568.99	298,475.77

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告以及未经审计的 2019 年第一季度报告，中证鹏元整理

担保方云南白药控股有限公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
----	--------	--------	--------

总资产	5,399,712.74	5,552,987.26	3,257,291.31
归属于母公司所有者权益	2,814,283.08	2,671,376.11	711,405.75
资产负债率	25.82%	32.36%	49.53%
营业收入	2,701,691.45	2,449,937.47	2,261,383.69
利润总额	369,673.09	336,169.32	254,266.90
经营活动现金流净额	154,903.44	-11,557.24	-16,183.73

资料来源：云南白药控股有限公司2016-2018年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

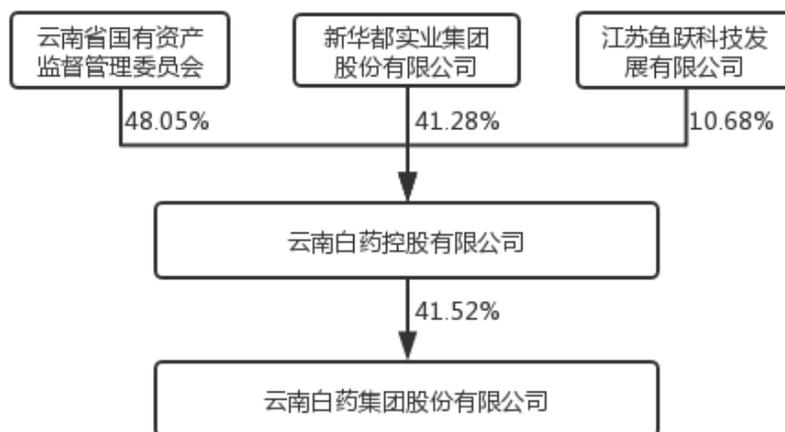
公司分别于2014年10月16日和2016年4月8日发行7年期9亿元公司债券和5年期9亿元公司债券。14白药01和16云白01募集资金扣除发行费用后，已全部用于补充公司自制工业品和药品批发零售两大业务板块的营运资金需求。截至2018年末，募集资金专项账户余额为0元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、实收资本和控股股东均无变化。截至2019年3月底，公司实收资本仍为104,139.97万元，云南白药控股有限公司（以下简称“白药控股”）仍持有公司41.52%股份，仍为公司控股股东。

截至2019年3月末，公司产权及控制关系图如下：

图1 截至2019年3月末公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表1 截至2019年3月末公司前五大股东情况

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量（股）
云南白药控股有限公司	其他	41.52%	432,426,597
云南合和（集团）股份有限公司 ¹	国有法人	10.03%	104,418,465
中国平安人寿保险股份有限公司－自有资金	其他	9.36%	97,500,000

¹ 云南红塔集团有限公司（以下简称“红塔集团”）被唯一股东云南合和（集团）股份有限公司（以下简称“云南合和”）吸收合并，吸收合并完成后，红塔集团将注销，红塔集团的原债权、债务由云南合和承继。2017年4月红塔集团所持有云南白药11.03%的股份全部变更至云南合和名下。

香港中央结算有限公司	境外法人	7.38%	76,904,546
新华都实业集团股份有限公司	境内非国有法人	3.39%	35,343,424
合计	-	71.68%	746,593,032

资料来源：公司 2019 年一季报，中证鹏元整理

2019 年 4 月 24 日，公司收到中国证券监督管理委员会核发的《关于核准云南白药集团有限公司吸收合并云南白药控股有限公司的批复》（证监许可【2019】770 号），该批复核准公司向云南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“云南省国资委”）发行 321,160,222 股股份、向新华都实业集团股份有限公司（以下简称“新华都”）发行 275,901,036 股股份、向江苏鱼跃科技发展有限公司（以下简称“江苏鱼跃”）发行 71,368,938 股股份吸收合并白药控股。

本次吸收合并完成后，公司将作为产业并购、整合的唯一平台，并将承继及承接白药控股的全部资产、负债、合同及其他一切权利与义务，白药控股将注销法人资格，白药控股持有的公司股份将被注销，云南省国资委、新华都及江苏鱼跃将成为公司的股东，公司实际控制人为无实际控制人。

表2 吸收合并前后公司股东持股情况变化

股东名称	吸收合并前		吸收合并后（不考虑现金选择权）	
	持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例
白药控股	432,426,597	41.52%	-	-
云南省国资委	-	-	321,160,222	25.14%
新华都及其一致行动人	45,259,186	4.35%	321,160,222	25.14%
江苏鱼跃	-	-	71,368,938	5.59%
其他股东	563,713,935	54.13%	563,713,935	44.13%
合计	1,041,399,718	100.00%	1,277,403,317	100.00%

资料来源：《中国国际金融股份有限公司关于云南白药集团股份有限公司吸收合并云南白药控股有限公司暨关联交易之独立财务顾问报告》，中证鹏元整理

主营业务方面，吸收合并前，公司专注于药品生产制造、新药研发、药品流通服务、中药资源开发、营养保健、健康护理等业务领域，公司以事业部的形式，按照产品系列及服务划分为药品、健康产品、中药资源和医药商业四大业务板块；吸收合并完成后，公司将同时通过天颐茶品、大理置业等相关子公司布局茶叶、健康养生等产业，围绕“大健康”产业开展相关业务，但由于规模相对较小，吸收合并事项不会对公司主营业务造成重大影响。中证鹏元将持续关注吸收合并事项可能对公司经营产生的影响。

2018 年，公司新增 16 家子公司，详见下表。截至 2018 年末，公司报表合并范围的子公司共 34 家，各子公司简要情况见附录二。

表3 2018年公司合并报表范围新增子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
云南白药集团云丰进出口贸易有限责任公司	100.00%	500.00	药品等销售	设立或投资
云南白药集团武定药业有限公司	100.00%	500.00	药业	设立或投资
云南白药集团千草堂中医药有限公司	100.00%	500.00	药业	设立或投资
云南省医药科技有限公司	51.00%	1,000.00	医药批发、零售	设立或投资
云南省医药保山药品发展有限公司	51.00%	1,000.00	医药批发、零售	设立或投资
云南省医药兴达有限公司	51.00%	1,000.00	医药批发、零售	设立或投资
云南省医药天马有限公司	51.00%	1,000.00	医药批发、零售	设立或投资
云南省医药三发有限公司	51.00%	1,000.00	医药批发、零售	设立或投资
云南省医药瀚博有限公司	51.00%	1,000.00	医药批发、零售	设立或投资
云南省医药万和有限公司	51.00%	1,000.00	医药批发、零售	设立或投资
云南省医药雄亿有限公司	51.00%	1,000.00	医药批发、零售	设立或投资
云南省医药曲靖有限公司	51.00%	1,000.00	医药批发、零售	设立或投资
云南省医药德宏发展有限公司	51.00%	1,000.00	医药批发、零售	设立或投资
云南省医药嘉源有限公司	51.00%	1,000.00	医药批发、零售	设立或投资
云南省医药瑞阳中华科技有限公司	51.00%	1,000.00	医药批发、零售	设立或投资
云南省医药天福大华有限公司	51.00%	500.00	医药批发、零售	非同一控制下企业合并

资料来源：公司 2018 年年报，中证鹏元整理

三、运营环境

药品零售额保持较快增长，但增速持续放缓；2018 年中药材价格波动并基本维持高位，进一步增加了中药生产企业的成本控制压力

近年来国内药品零售额保持较快增长，但增速持续放缓。根据国家统计局数据，2018 年国内中西药品零售额为 5,593.01 亿元，较上年增长 9.44%。近年受国内消费品零售总额增速持续放缓的影响，国内中西药品零售总额的增速放缓，2018 年中西药品零售额增速较 2013 年放缓 8.26 个百分点；但国内药品零售总额增速近年来仍高于同期社会消费品零售总额的增速，其中 2018 年高 0.46 个百分点。随着生活水平的提高，人们对于健康的关注也在提升，2017 年全国居民人均医疗保健消费为 1,685 元，较上年增长 8.50%；全国城镇居民人均医疗保健消费支出 2,046 元。国内人口基数大且老龄化的速度有所加快，截至 2018 年末，我国人口总量已达到 13.95 亿人，其中 65 岁及以上人口占总人口的比重为 11.90%，同比增长 0.50 个百分点。老年人体质偏弱使得发病率较高且疾病医治疗程较长，将增加对药品的需求，未来国内药品市场仍有较大的增长空间。近期国家推出多项举措以促进中医药产业的发展，将促进中医药市场的健康成长。

图 2 近年来国内中西药品零售情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

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。根据中国成都中药材价格指数显示，国内中药材价格指数在 2018 年初与 2018 年末基本持平，分别为 164.69 和 163.02。2018 年中药材价格指数整体呈波动态势，维持在高位。2018 年第一季度主要是受春节期间商家积极备货和库存不足的影响，出现下跌回调。4-8 月价格指数总体持续上涨，8 月达到近年最大值 167.61。8-10 月开始出现回调，主要是因为天气炎热，市场处于销售淡季，行情较平淡。11 月后天气逐渐转凉，中药材市场进入传统销售旺季，货源走动顺畅，市场需求较充分，价格指数有所回升，但力度不足。整体来看，2018 年行情受中药材市场供需基本面影响最大，预计未来中药材价格仍会因市场行情变化继续波动。

图 3 近年中国成都中药材价格指数变动情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2018 年两票制继续全面推进，医药行业集中度不断提高

“两票制”是指药品从药厂卖到一级经销商开一次发票，经销商卖到医院再开一次发票，以“两票”替代目前常见的七票、八票，减少流通环节的层层盘剥，并且每个品种的一级经销商不得超过两个。2017 年 1 月，国务院医改办会同国家卫生计生委等 8 部门联合下发的一份通知明确，综合医改试点省(区、市)和公立医院改革试点城市的公立医疗机构要率先推行药品采购“两票制”，鼓励其他地区执行“两票制”，以期规范药品流通秩序、压缩流通环节、降低虚高药价，减轻群众用药负担。“两票制”环境下，医药商业集中度将进一步提高，加速业内兼并重组，中间多余的商业将被压缩，过票商业和二级及以下商业将会逐渐消失；有利于医药集中采购和统一配送，推动医药物流发展，规范行业秩序；有利于加快流通企业创新商业模式，向供应链服务提供商转型升级。

2018 年“两票制”全面落地实行，企业整合产业上下游资源脚步加快，医药并购事件增多，截止至 2018 年 9 月底，医药并购超过 1200 件，金额超过 560 亿，随着中间垫资环节的减少，资本和资源向融资能力强的大企业集中。两票制推动医药批发集中度进一步提升并大幅压缩药品流通环节，加速全行业洗牌过程，使信誉度高、规范性强、终端覆盖广、销售能力强的大型药品流通企业市场占有率迅速提升，行业集中度不断提高。

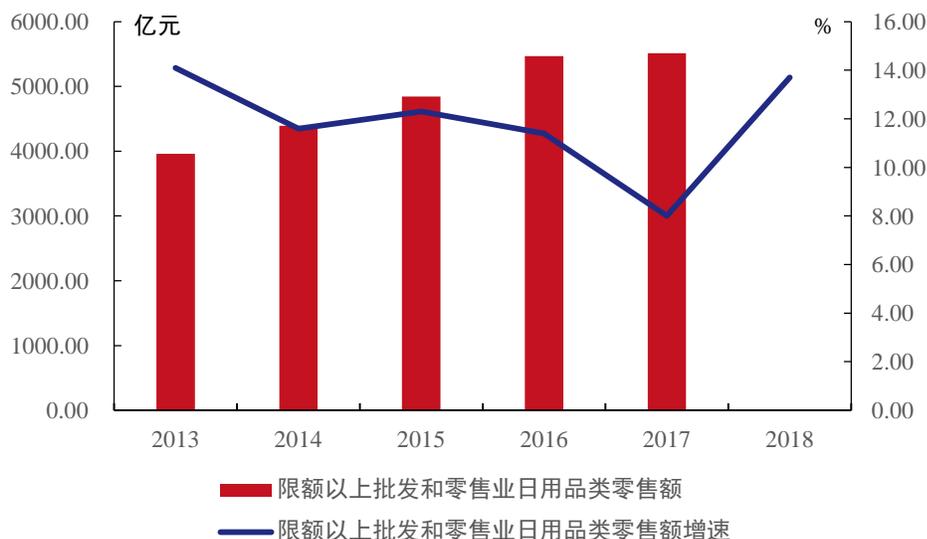
社会消费品零售总额增速持续下降，消费品行业竞争加剧

2018 年我国社会消费品零售总额完成 380,987 亿元，同比增长 8.98%，增速较 2013 年回落 4.12 个百分点。其中限额以上批发和零售业的日用品类零售额增速从 2013 年的

14.10%下降到2018年13.70%；日用品类的景气度高于社会消费品的平均水平，但近年来消费品零售总额增速的持续回落仍对消费品生产企业的经营造成较大压力，新产品和新市场的开拓都需前期投入较多的资源，未来投入回报存在较大的不确定性。

牙膏市场方面，目前国内牙膏市场上的进口品牌主要有高露洁、佳洁士、舒适达等，本土品牌主要有云南白药、冷酸灵、纳爱斯、舒克等，牙膏市场品牌众多，产品同质化加剧，公司牙膏业务目前国内市场份额居第二位，受市场份额和行业竞争等因素影响，近年来牙膏业务增速呈现下滑情况，随着国内消费增速的逐渐下滑，品牌间的竞争将持续加剧。

图4 2013-2018年我国日用品类零售总额及其增速情况



注：2018年限额以上日用品零售额数据未获取。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事工业产品的生产、销售业务，以及医药流通业务。其中，工业产品（自制）涵盖药品、日化品，药品以云南白药系列药品为主，日化品以云南白药牙膏为主。2018年公司实现营业收入为267.08亿元，较上年增长9.84%。其中，批发零售（药品）实现收入159.37亿元，同比增长11.58%，主要系销售渠道拓宽使业务量增长所致；工业产品（自制）实现收入107.27亿元，同比增长7.68%，主要系云南白药牙膏销量增长所致；其他产品主要是种植业产品收入，2018年种植业产品受市场价格波动和产品结构影响较大。毛利率方面，2018年公司综合毛利率30.55%，较2017年小幅下降0.64个百分点，基本保持稳定。

表4 2017-2018 年公司营业收入主要构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工业产品（自制）	1,072,713.71	63.79%	996,202.47	65.61%
批发零售（药品）	1,593,743.40	8.17%	1,428,355.43	7.29%
其它产品	1,558.21	-14.30%	340.88	28.00%
其他业务收入	2,806.04	59.45%	6,562.63	7.67%
合计	2,670,821.35	30.55%	2,431,461.40	31.19%

注：其他业务收入主要是毛利较低的价调材料（低值易耗品）收入和毛利较高的租赁收入

资料来源：公司 2017-2018 年年报，中证鹏元整理

表5 2017-2018 年公司主要工业产品（自制）收入构成及毛利率²（单位：万元）

产品	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
药品	453,086	58.79%	439,963	53.10%
日化品	446,671	73.96%	427,283	75.67%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品品种丰富，主打产品具有很强的竞争优势；2018 年公司主要药品除颗粒剂销量下滑外均量价齐升，收入同比小幅增长；日化品收入继续保持稳定增长，但需关注行业竞争日趋激烈，公司需投入较多的资源来开拓市场

公司工业产品（自制）主要包括了药品和日化品；其中，药品板块涵盖16个剂型共计370余个品种，涉及云南白药系列药品（散剂、胶囊剂为处方药，气雾剂、酊剂等为OTC产品）以及补益气血、伤风感冒、心脑血管、妇科、儿童等领域的中成药，以云南白药系列药品为主；日化品涵盖牙膏、养元青、面膜等，以牙膏为主。公司主打药品“云南白药”在伤科方面疗效显著，其配方是我国中医药保密配方之一，且“云南白药”是驰名商标，具有很强的品牌优势。

表6 公司主要工业产品情况

项目	产品	细分产品	销售终端	销售模式
药品	云南白药系列药品	云南白药胶囊、云南白药散剂、云南白药气雾剂、云南白药酊等	医院 ³ 、药店	经销为主
	普通系列药品	以蒲地蓝消炎片、伤风停、板蓝根、小柴胡颗粒等 OTC 产品为主	药店为主	经销
日化品	口腔清洁用品	云南白药牙膏系列	大卖场、小超、便利店	经销

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

² 2018 年由于内部抵消的原因对 2017 年药品和日化品的收入数据做了调整，故与 2017 年年报披露数据有差异

³ 云南白药系列药品医院销售终端约占 46% 左右。

公司工业产品生产基地主要在昆明、文山、大理等地，其中药品生产、牙膏生产在昆明总部及七甸乡，文山、武定、丽江等地为中药材种植基地。公司工业产品生产均采取以销定产的模式，2018年生产基地无重大变动，产能亦无重大变动。随着公司近年来业务规模的较快发展，部分产能已趋于饱和，公司计划扩建产能并拓展产业链，为公司可持续发展拓展更大的空间。截至2018年末，公司主要在建项目为云南白药集团文山七花有限责任公司搬迁扩建项目一期工程（三七产业基地）和云南白药集团健康产业项目（一期），预计总投资16.47亿元，已投资4.08亿元，尚需投资12.39亿元，项目均由公司自筹资金建设，项目完工投产后将提升公司的产能，促进业务规模的提升，但未来新增产能能否及时被市场消化存在较大的不确定性。

表7 截至2018年末公司主要在建项目概况（单位：万元）

项目	预计总投资	已投资	项目内容	项目主要影响
云南白药集团文山七花有限责任公司搬迁扩建项目一期工程	48,896.03	11,397.89	云南白药文山三七药材初加工、仓储、物流、电子交易全产业链平台；三七中间体、原料药产业平台	扩大产能；三七产品的主要生产加工区；打造三七产业全产业链发展平台，对三七产业链延伸和整合
云南白药集团健康产业项目（一期） ⁴	115,817.44	29,397.94	行政区、生产区及智能化相关信息系统	解决白药牙膏等健康日化品的产能缺口；生产区达到国内领先的硬件水平；项目符合安全卫生、节能、环境保护等国家的规范、法规和标准。
合计	164,713.47	40,795.83	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司工业产品成本以原材料为主，药品原材料主要为中药材，牙膏原材料主要为“云南白药”提取物及生产牙膏所需的原辅料。中药材采购主要由子公司云南白药集团中药资源有限公司负责，主要通过中药材种植基地培育、农户合作、参股或控股中药材供应商等方式保障公司中药原材料的供应，目前公司中药材种植基地产量有限、生产所需中药材仍以外购为主。结算模式上，对于优惠采购价格以及部分稀缺的原料，公司采用预付款或是现款现货的方式；其余原材料，公司一般采用货到付款的结算模式。

公司工业产品销售以经销为主。结算方式上，公司主要采用的是“先款后货”的原则，下游经销商年初与公司签订年度协议方可享受优惠价格及返利；经销商每次拿货须与公司签购货合同；经销商按照购货合同付款（电汇、汇票）；公司销售后台确认订单信息及收款后协调发货；双方于每季度结束后对账，确认回款及按年度协议享受的季度返利。受成

⁴ 根据公司于2018年10月27日发布的《关于对健康产业项目（一期）增加项目投资的公告》，云南白药集团健康产业项目（一期）总投资预计将增加到115,817.44万元。

本增长影响，2018 年公司主要 OTC 药品除颗粒剂销量下降外，整体量价齐升。颗粒剂销量的持续下降主要系公司围绕战略布局，并根据市场情况对部分品种的经营策略进行了调整。从药品剂型来看，2018 年公司药品中酞剂、颗粒剂、散剂、片剂销售均价分别同比增长 4.98%、14.03%、0.57%、10.62%，销量分别同比变动 7.13%、-23.08%、75.55%、10.70%。由于公司以销定产，2018 年公司主要药品产销率仍保持在较高水平。

表8 公司主要药品品种产销情况表

产品	项目	2018 年		2017 年	
		数值	同比变化	数值	同比变化
酞剂	产量（万盒）	4,855	7.65%	4,510	-27.98%
	销量（万盒）	5,249	7.13%	4,900	0.40%
	产销率	108.12%	-	108.65%	-
	产品平均单价（元/盒）	26.88	4.98%	25.61	4.88%
颗粒剂	产量（万盒）	4,770	-30.71%	6,884	-19.55%
	销量（万盒）	5,048	-23.08%	6,563	-21.67%
	产销率	105.83%	-	95.34%	-
	产品平均单价（元/盒）	9.53	14.03%	8.36	77.20%
散剂	产量（万瓶）	3,356	55.15%	2,163	-54.78%
	销量（万瓶）	4,004	75.55%	2,281	-53.50%
	产销率	119.31%	-	105.46%	-
	产品平均单价（元/瓶）	14.80	0.57%	14.72	23.80%
片剂	产量（万盒）	7,252	-25.28%	9,705	-15.75%
	销量（万盒）	8,189	10.70%	9,171	-20.37%
	产销率	112.92%	-	94.50%	-
	产品平均单价（元/盒）	8.56	10.62%	7.74	89.70%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018 年公司药品板块实现收入 45.31 亿元，较上年小幅增长 2.98%。由于主要产品销售均价增长，公司药品毛利率提升 5.69 个百分点至 58.79%，成本转嫁能力较强。

公司的日化品业务以口腔清洁用品为主，主要为云南白药牙膏系列。口腔清洁品凭着公司品牌以及显著功效获得市场的认可，产品品种日趋丰富，不断拓展产品销售空间，提升市场占有率。2018 年公司实现日化品收入 44.67 亿元，较上年增长 4.54%；其中口腔清洁用品保持较快增长，是日化品收入的主要来源，2018 年销售 30,724 万支，较上年增长 3.28%，但增速有所放缓，产销率为 78.25%。2018 年日化品成本有所增长，其毛利率为 73.96%，较上年小幅下滑。

表9 公司主要日化品产销情况表

项目	2018 年		2017 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化

产量（万支）	39,266	15.94%	33,832	12.90%
销量（万支）	30,724	3.28%	29,748	6.63%
产销率	78.25%	-	87.93%	-

注：数据来源于销售口径。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司围绕“新白药，大健康”的总体战略不断开拓大健康产业板块，除口腔清洁用品外，不断尝试切入如洗发水、沐浴露、化妆品等产品市场。近年来，公司陆续推出了养元青洗发水、千草堂沐浴露、药妆等产品，生产量较少，总体销售情况一般。洗发水、化妆品等产品市场竞争激烈，其市场中均已有较为成熟的品牌，产品的销售渠道、消费者品牌认识均较为稳定，重塑消费者认识和拓展渠道均需投入大量资源，公司能否成功拓展相关市场面临较大不确定性。

公司为云南省医药商业流通领域的龙头企业，竞争力较强，批发零售业务收入稳步增长，物流中心二期工程将为业务可持续发展拓展空间

公司医药商业板块由云南省医药有限公司（以下简称“省医药公司”）负责运营。省医药公司是云南省医药商业流通领域的龙头企业，拥有省内范围最广、渗透力最强的商业分销网络，包含了商业物流和云南白药大药房，作为区域性的商业公司，占云南省医药批发零售业务约 40% 的市场份额。省医药公司先后通过了国家药监局 GSP 认证和 ISO9001 质量体系认证，拥有自主研发的、具有自主知识产权的 ERP 系统，覆盖采购进货、物流配送、质量管理、销售业务到财务管理、客户服务等诸多方面。公司投资 2.5 亿元建设的物流中心建筑面积为 3.6 万平方米，是国内目前规模较大、技术较先进的现代化医药物流中心，可存储药品 30 万箱，日均出库量峰值达到 4 万箱，为公司的快速发展提供了有力保障。2016 年末公司开始在原物流中心的基础上进行二期物流中心建设，二期物流中心已于 2018 年 8 月竣工，并于 2018 年 11 月投入使用，目前已形成以“一期为主、二期为辅、主次分明”的商业物流运营格局，省医药二期物流中心的建成，在提升库房功能的同时，还将支撑省医药未来经营业务发展需求，保障公司持续稳健发展。

批发零售业务的采购方面，公司挑选具备资质的企业成为供应商，公司质量管理部门对供应商资质进行审核监督，审核合格后的供货商方可签订供货合同。结算方式主要有“先货后款”和“预付款”两种，公司与供应商约定交货时间，供应商按时发货，公司验收入库，公司根据供货合同所签账期来支付货款。但对于一些特殊、或紧缺商品，公司根据供货合同采用预付款的方式支付。

批发零售业务的销售方面，公司以批发为主，兼有零售业务；其中，批发又可分为调拨业务、医院终端配送业务，医院终端配送占比较大。结算方面，对于采购量较大、长期

稳定的客户，公司采用“先货后款”的原则，客户通过政府采购平台网站提交订单，公司物流中心依据订单信息进行物流配送。公司以应收账款资信管理系统严格制定不同客户的资信政策，收款方式为依据资信政策计算的账期收款（电汇、汇票）。另外，公司的零售业务板块，采用“现款现货”的原则，概不赊销。

2018年两票制在云南全省分阶段逐步落地，药品流通渠道变得扁平化，公司通过合资、并购等方式，与当地综合实力较强的公司进行合作成立控股子公司，增加公司在各地基层医疗市场的配送份额；同时，公司不断拓展与医院的深度合作，加大医院周边零售药房市场的开发，有效承接外流处方份额，取得了一定成效。公司从客户和品种两个层面着手，挖掘大型零售连锁的潜力，继续开发中小微连锁和单体药店市场及其他第三终端客户潜力，寻求在零售终端市场的份额增长，2018年公司药品批发零售业务实现收入159.37亿元，同比增长11.58%，主要系销售渠道拓宽使业务量上升所致，毛利率为8.17%，较上年提升0.88个百分点。此外，还需关注为应对不断加剧的竞争，公司逐渐向优质客户放宽了商业信用期限，同时，为应对业务规模增长，公司加大药品的储备，对营运资金的需求也不断上升。

公司客户集中度较低，对单一客户依赖程度较低

2018年，公司前五大供应商和前五大客户的占比分别为9.94%和13.38%，客户集中度较低；2018年最大的供应商和客户的占比均在5%以下，公司对大供应商和大客户的依赖较小。

表10 2017-2018年公司前5大供应商和客户情况（单位：万元）

期间	供应商	采购金额	占采购比重	客户	销售收入	占销售比重
2017年	第一名	41,009.28	2.20%	第一名	101,491.74	4.17%
	第二名	31,961.50	1.71%	第二名	48,564.61	2.00%
	第三名	30,786.05	1.65%	第三名	39,012.39	1.61%
	第四名	27,769.71	1.49%	第四名	37,013.81	1.52%
	第五名	24,969.15	1.33%	第五名	21,259.75	0.87%
	合计	156,495.69	8.38%	合计	247,342.30	10.17%
2018年	第一名	52,053.91	2.82%	第一名	122,691.79	4.59%
	第二名	41,651.43	2.26%	第二名	79,596.96	2.98%
	第三名	36,804.08	1.99%	第三名	52,101.71	1.95%
	第四名	27,417.33	1.48%	第四名	57,086.31	2.14%
	第五名	25,570.32	1.38%	第五名	45,782.21	1.71%
	合计	183,497.06	9.94%	合计	357,258.98	13.38%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

省医药公司作为云南省内的主要医药商业流通企业，公司的批发零售业务基本都在云

南省内。公司生产的药品和健康品则通过经销商销售到全国各地，其中西南、华东和华中地区是主要的销售区域，其次为华北和华南地区，市场培育较为成熟，2018年受益于公司对市场的不断开拓，华中、西北地区增速相对较快，西南地区仍然是公司销售收入最主要的来源，2018年占比26.38%，同比增速9.28%，除此以外，其他地区的销售额同比均出现下滑。经济较发达的华东地区是公司积极开拓的市场，但2018年销售额增速小幅下滑2.01%，基本保持稳定；2018年华北、华南、东北地区销售规模分别下降4.87%、14.65%和3.14%。

表11 2017-2018年公司自制药品和健康品的国内区域销售情况（单位：万元）

地区	2018年			2017年		
	销售额	占比	同比增速	销售额	占比	同比增速
西南地区	269,678.84	26.38%	9.28%	246,787.52	24.68%	20.55%
华中地区	198,525.01	19.42%	10.37%	179,871.98	17.99%	-0.36%
华北地区	142,128.00	13.90%	-4.87%	149,411.56	14.94%	-4.44%
华东地区	211,999.61	20.74%	-2.01%	216,349.26	21.64%	23.86%
华南地区	94,180.83	9.21%	-14.65%	110,348.44	11.04%	-7.94%
西北地区	64,514.87	6.31%	18.14%	54,608.58	5.46%	-16.51%
东北地区	41,256.21	4.04%	-3.14%	42,595.21	4.26%	15.69%
合计	1,022,283.37	100.00%	2.23%	999,972.55	100.00%	6.57%

注：日化品是健康品的主要构成，统计数据为销售口径。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年和2018年审计报告以及未经审计的2019年1-3月财务报表，公司财务报表均采用新会计准则编制。2019年公司报表合并范围内新增子公司16家，变动详情见表3。截至2018年12月末，公司报表合并范围内的子公司共34家，详情见附录二。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，资产流动性较好，但需关注存货规模较大，可能存在一定减值风险

随着业务规模的扩张，公司资产规模保持稳定增长。2018年末公司的总资产规模为

303.78 亿元，较上年末增长 9.66%，公司资产的增长主要集中在存货、应收账款、交易性金融资产及在建工程等；截至 2019 年 3 月末，公司资产规模增至 308.70 亿元。公司资产以流动资产为主，2018 年末流动资产占总资产的比例为 89.82%。

表12 2017-2018 年及 2019 年 3 月末公司主要资产构成（单位：万元）

项目	2019 年 3 月		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	279,995.74	9.07%	301,713.08	9.93%	266,632.64	9.62%
交易性金融资产	709,160.66	22.97%	726,483.63	23.92%	674,938.16	24.36%
应收票据	258,446.19	8.37%	317,374.43	10.45%	429,335.08	15.50%
应收账款	258,303.68	8.37%	185,337.78	6.10%	123,381.03	4.45%
预付款项	67,707.08	2.19%	60,214.78	1.98%	41,796.03	1.51%
存货	1,023,778.44	33.16%	999,401.22	32.90%	866,327.85	31.27%
其他流动资产	111,655.05	3.62%	105,475.09	3.47%	87,692.07	3.17%
流动资产合计	2,754,538.34	89.23%	2,728,350.13	89.81%	2,510,355.70	90.62%
固定资产	168,714.04	5.47%	171,529.06	5.65%	174,537.17	6.30%
在建工程	75,679.07	2.45%	61,051.31	2.01%	14,480.73	0.52%
无形资产	30,911.97	1.00%	31,183.80	1.03%	31,937.42	1.15%
非流动资产合计	332,451.66	10.77%	309,408.88	10.19%	259,897.35	9.38%
资产总计	3,086,990.00	100.00%	3,037,759.01	100.00%	2,770,253.05	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收票据、存货和其他流动资产构成。2018 年末公司货币资金为 30.17 亿元，同比增长 13.16%，年末货币资金中存在使用权受限的资金规模为 11.07 亿元，系定期存款、外币保证金以及信用证保证金，货币资金受限比例为 36.69%。公司交易性金融资产全部为购买的债券基金和货币基金，2018 年末账面价值为 72.65 亿元，同比增长 7.64%，主要系公司根据市场情况持续进行低风险理财投资所致；2018 年公司购买基金产品获得收益 2.71 亿元，较上年增长 37.52%。公司应收票据均为银行承兑汇票，坏账风险较小，2018 年末公司应收票据为 31.74 亿元，同比减少 26.08%，主要系到期贴现所致。应收账款主要系省医药公司的应收货款。近年来随着药品零差率、医保支付标准改革的持续推进，以及两票制的全面落地，公司项目合作客户增加、商业客户资信期延长、省医药合并子公司增加，应收账款规模增长较快，2018 年末，公司应收账款账面价值同比增长 50.22%，2019 年 3 月末增至 25.83 亿元。2018 年末应收账款账龄在 1 年内的占比为 95.50%，前五大客户的占比为 26.85%，较为分散，公司应收对象中医院款项占比近七成，整体回收风险尚可。公司的预付款项主要系原料采购款，2019 年 3 月末达到 6.78 亿元，主要系为收购战略性中药材而支付的款项增加。公司存货以库存商品、原材料为主；其中，原材料主要为中药材、库存商品主要为药品。2018 年末公

公司的存货账面价值为 99.94 亿元（原材料 13.24 亿元、库存商品 84.20 亿元），同比增长 15.36%；其中，库存商品同比增长 29.72%，主要是省医药公司为应对业务增长、两票制政策增加备货所致；原材料同比减少 35.57%，主要系中药材原料投入药品制造所致。公司存货变现能力尚可，但需关注近年来药材和药品价格存在一定波动，公司存货面临一定减值风险。其他流动资产主要系待认证进项税额、留抵进项税额等，2018 年末公司其他流动资产为 10.55 亿元，较上年增长 20.28%，主要系待认证进项税额增加所致，2018 年末其他流动资产中国债逆回购产品余额 1.20 亿元。

2018 年公司非流动资产的规模变化不大，非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。2018 年末固定资产账面价值 17.15 亿元，主要为公司房屋建筑物。2018 年末公司在建工程账面价值 6.11 亿元，同比大幅增长 321.60%，主要系云南白药集团健康产业项目（一期）、云南白药集团文山七花有限责任公司搬迁扩建项目和省医药二期物流中心建设项目等在建工程投入大幅增长所致。2018 年公司无形资产主要系土地使用权，年末账面价值 3.12 亿元。

总体来说，2018 年公司资产规模持续增长，资产中货币资金、交易性金融资产、银行承兑汇票占比合计 44.29%，整体资产流动性较好；但需关注存货规模较大，存在一定减值风险。

根据《中国国际金融股份有限公司关于云南白药集团股份有限公司吸收合并云南白药控股有限公司暨关联交易之独立财务顾问报告》中的备考财务指标，在吸收合并完成后，截至 2018 年 12 月 31 日公司资产总额增至 554.81 亿元，净资产增至 375.14 亿元，较吸收合并前分别大幅增长 77.59% 和 100.81%，公司财务实力将进一步增强。

资产运营效率

2018 年公司存货规模增长使净营业周期有所延长；流动资产规模的增长降低了整体资产运营效率

2018 年公司应收账款周转天数有所延长，增长至 20.81 天。由于公司业务持续增长以及受两票制影响带来的备货增加，期末存货规模增加，使 2018 年存货周转天数较上年增加 13.42 天，达到 181.05 天。2018 年公司采购原料增加，使得应付账款周转天数增加 2.81 天。综合上述因素，2018 年公司净营业周期较上年延长 14.79 天。

受公司购买货币基金规模增长和存货增长的影响，2018 年公司流动资产规模持续增长，使得流动资产周转天数较上年增加 3.86 天。2018 年固定资产周转效率变化不大。2018 年公司流动资产规模的增长降低了公司整体资产运营效率，总资产周转天数较上年增加

4.34 天。

总体来说，2018 年公司存货规模增长使净营业周期有所延长，流动资产规模的增长略微降低了整体资产运营效率。

表13 2017-2018 年公司营运效率指标（单位：天）

指标名称	2018 年	2017 年
应收账款周转天数	20.81	16.63
存货周转天数	181.05	167.63
应付账款周转天数	75.75	72.93
净营业周期	126.11	111.32
流动资产周转天数	353.06	349.21
固定资产周转天数	23.32	26.12
总资产周转天数	391.43	387.09

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018 年公司营业收入和利润保持稳定增长，毛利率较为稳定，盈利能力很强

2018 年公司营业收入为 267.08 亿元，较上年增长 9.84%，主要来自于工业自制品销售收入和药品批发零售收入的增长。2019 年 1-3 月公司营业收入为 69.73 亿元，较上年同期增长 10.04%。盈利方面，近年公司综合毛利率维持在 30% 左右，较为稳定。

表14 2017-2018 年及 2019 年 1-3 月公司盈利能力主要指标

项目	2019 年 1-3 月	2018 年	2017 年
营业收入（万元）	697,343.65	2,670,821.35	2,431,461.40
投资收益（万元）	2,885.03	28,212.51	27,691.16
营业利润（万元）	99,325.78	383,199.26	362,072.35
利润总额（万元）	98,948.41	382,616.18	362,184.75
净利润（万元）	84,497.66	328,974.60	313,253.42
综合毛利率	28.30%	30.55%	31.19%
期间费用率	14.68%	16.88%	17.04%
营业利润率	14.24%	14.35%	14.89%
总资产回报率	-	13.84%	14.34%
净资产收益率	-	17.28%	18.43%
营业收入增长率	10.04%	9.84%	8.50%
净利润增长率	4.85%	5.02%	6.88%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司期间费用以销售费用为主，2018 年公司期间费用率为 16.88%，较上年降低 0.16

个百分点，基本保持稳定，公司期间费用增长基本与营业收入增长相匹配。2018 年公司的投资收益为 2.82 亿元，较上年增长 1.88%，保持稳定，主要系来自于购买基金产品的收益 2.71 亿元和购买银行理财产品和进行国债逆回购实现的收益 833.33 万元。

2018 年公司保持着较强的竞争优势，随着收入的增长，营业利润较上年稳定增长 5.83%，达到 38.32 亿元；2018 年公司总资产回报率和净资产收益率分别为 13.84% 和 17.28%，受整体资产效率下降的影响而分别较上年下降 0.50 个百分点和 1.15 个百分点，但公司的盈利能力仍然很强。

总体而言，2018 年公司营业收入和利润保持增长，毛利率较为稳定，盈利能力很强。

根据《中国国际金融股份有限公司关于云南白药集团股份有限公司吸收合并云南白药控股有限公司暨关联交易之独立财务顾问报告》中的备考财务指标，在吸收合并事项完成后，公司 2018 年的归属于母公司所有者净利润较吸收合并前增长 3.15%，盈利规模有所提升；净利润率较吸收合并前增长 0.56 个百分点，盈利能力有所增强。

现金流

公司经营活动生成现金的能力强，资金状况良好

2018 年公司继续保持较好的销售回款，收现比为 1.19。受益于公司很强的盈利能力，2018 年经营活动生成的现金（FFO）为 32.72 亿元，较上年增长 7.48%，经营活动生成现金的能力进一步增强。受医药商业业务备货增加及对客户信用账期延长影响，2018 年公司营运资本继续增加，营运资本投入金额同比有所减少。综上所述，公司 2018 年经营活动产生净现金流为 26.30 亿元，较上年增长 127.55%。

公司投资活动主要系买卖金融资产、银行理财产品、国债逆回购，以及云南白药集团健康产业项目（一期）、云南白药集团文山七花有限责任公司搬迁扩建项目和省医药二期物流中心建设项目等在建工程建设等。2018 年公司投资活动现金净流出规模 8.59 亿元，主要系公司购买货币基金及银行理财产品所致。公司筹资活动主要系盈利分红以及有息债务的增减，2018 年公司对外融资规模变动不大，现金分红 15.62 亿元，筹资活动净流出 16.20 亿元。

总体来看，公司经营活动生成现金的能力强，资金状况良好。

表15 2017-2018 年公司现金流量主要指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	1.19	1.15
经营所得现金（FFO）	327,209.74	304,440.25

净利润	328,974.60	313,253.42
营运资本变化	-66,947.36	-188,946.75
其中：存货减少（减：增加）	-133,103.53	-177,722.15
经营性应收项目的减少（减：增加）	-29,928.63	-103,056.51
经营性应付项目增加（减：减少）	96,084.80	91,831.91
经营活动产生的现金流量净额	262,980.72	115,568.99
投资活动产生的现金流量净额	-85,880.64	-35,180.07
筹资活动产生的现金流量净额	-161,982.28	-91,172.81
现金及现金等价物净增加额	15,279.78	-11,328.69

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构和财务安全性

公司资产负债率仍维持在较低水平，整体偿债能力极强

受益于公司盈利的积累，2019 年 3 月末公司所有者权益增长到 208.82 亿元，较 2017 年末增长 15.10%，公司资本实力持续增强。2019 年 3 月末公司负债规模为 99.88 亿元，较 2017 年末增长 4.48%。综上因素，公司产权比率从 2017 年末的 52.69% 下降到 2019 年 3 月末的 47.83%，所有者权益对负债的保障程度有所提升。

表16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年 3 月	2018 年	2017 年
负债总额	998,814.67	1,045,510.06	955,961.31
所有者权益	2,088,175.34	1,992,248.95	1,814,291.75
产权比率	47.83%	52.48%	52.69%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债主要以流动负债为主，而流动负债主要以应付票据、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。公司应付票据和应付账款主要是采购原料和药品的货款，账龄主要在 1 年以内；应付票据以银行承兑汇票为主。2018 年公司付款的商业信用期延长，使得应付账款较上年增长 17.81%，年末余额为 42.22 亿元。公司预收款项主要为预收的货款，2018 年末账面价值 8.59 亿元，2019 年 3 月末预收账款余额 2.47 亿元，主要系母公司药品事业部及健康品事业部预收货款确认收入所致。其他应付款 2018 年末余额 12.91 亿元，主要系子公司云南省医药有限公司应付的保证金，2019 年 3 月末其他应付款账面余额 12.73 亿元。一年内到期的非流动负债系公司 2014 年发行的 7 年期 9 亿元公司债券，票面利率 5.08% 和 2016 年发行的 5 年期 9 亿元公司债券，票面利率 2.95%，由于 2019 年投资者享有回售选择权，故将其由“应付债券”科目调整至“一年内到期的非流动负债”科目，2018 年末账面价值为 17.99 亿元，“16 云白 01”分别于 2019 年 4 月和 2019 年 5

月回售 8.73 亿元（含利息）和 0.51 亿元（含利息），剩余未回售金额为 0.01 亿元（不含利息）。

表17 2017-2018 年及 2019 年 3 月末公司负债主要构成（单位：万元）

项目	2019 年 3 月		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	584,146.61	58.48%	139,347.84	13.33%	98,596.39	10.31%
应付账款			422,205.22	40.38%	358,384.42	37.49%
预收款项	24,743.81	2.48%	85,907.01	8.22%	108,830.80	11.38%
其他应付款	127,306.38	12.75%	129,055.07	12.34%	141,496.12	14.80%
一年内到期的非流动负债	179,955.60	18.02%	179,908.08	17.21%	0.00	0.00%
流动负债合计	971,986.46	97.31%	1,018,637.05	97.43%	752,436.94	78.71%
长期借款	250.00	0.03%	250.00	0.02%	250.00	0.03%
应付债券	0.00	0.00%	0.00	0.00%	179,718.00	18.80%
递延收益	24,365.25	2.44%	24,545.51	2.35%	21,827.16	2.28%
非流动负债合计	26,828.20	2.69%	26,873.02	2.57%	203,524.37	21.29%
负债合计	998,814.67	100.00%	1,045,510.06	100.00%	955,961.31	100.00%
有息债务	-	-	319,505.92	30.56%	278,564.39	29.14%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司有息债务由应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券构成。截至 2018 年末，公司有息债务达到 31.95 亿元，占公司负债总额的 30.56%。

2019 年 3 月末公司资产负债率降至 32.36%，整体债务压力较小。2018 年末公司流动比率和速动比率分别为 2.68 和 1.70，其中 2018 年末公司流动资产中的货币资金、货币基金、银行承兑汇票合计占资产总额的比重为 44.29%，变现能力强。随着公司盈利的增长，2018 年公司 EBITDA 增长到 41.58 亿元，EBITDA 利息保障倍数为 21.40，有息债务/EBITDA 仅为 0.77，公司整体偿债能力极强。

表18 2017-2018 年及 2019 年 3 月末公司偿债能力指标

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年
资产负债率	32.36%	34.42%	34.51%
流动比率	2.83	2.68	3.34
速动比率	1.78	1.70	2.18
EBITDA（万元）	-	415,841.28	388,244.04
EBITDA 利息保障倍数	-	21.40	30.36
有息债务/EBITDA	-	0.77	0.72
债务总额/EBITDA	-	2.51	2.46
经营性净现金流/流动负债	-0.03	0.26	0.15

经营性净现金流/负债总额 -0.03 0.25 0.12

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析⁵

白药控股提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍能对本期债券的信用产生积极影响

白药控股向本期债券持有人出具了担保函，白药控股在该担保函中承诺，对本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用，担保期间为本期债券存续期及本期债券到期之日起两年。

2019 年 3 月 7 日新华都减少对白药控股的出资 345,508.63 万元，其中，减少白药控股注册资本 21,138.60 万元，占白药控股注册资本的 6.34%。截至 2019 年 3 月末，公司注册资本为 312,194.73 万元，实收资本为 150,000.00 万元，股权结构变更为云南省国资委、新华都、江苏鱼跃分别持有公司 48.05%、41.28%、10.68% 的股权，无任何一个股东能够实现对白药控股的实际控制，白药控股仍为无实际控制人企业。截至 2018 年末，公司为白药控股的核心资产和主要经营实体。

白药控股营业收入保持增长，2018 年公司实现营业收入为 270.17 亿元，较上年增长 10.28%，两大业务板块中商业销售收入实现 159.23 亿元，同比增长 11.44%，主要系业务量增长所致；工业销售收入实现 108.23 亿元，同比增长 7.87%，主要系云南白药牙膏销量增长所致。毛利率方面，2018 年公司综合毛利率为 31.25%，较上年变动不大，基本保持稳定。

表19 2017-2018 年白药控股营业收入主要构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工业销售收入 ⁶	1,082,306.21	63.75%	1,003,369.17	65.50%
商业销售收入	1,592,258.24	8.19%	1,428,825.02	7.30%
保理业务	12,441.48	98.94%	9,061.10	96.41%
其他业务收入	14,685.53	78.93%	8,682.18	22.13%
合计	2,701,691.45	31.25%	2,449,937.47	31.52%

注：其他业务收入包括技术服务、旅店饮食业、种植业销售和基金管理服务等。

资料来源：白药控股 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

⁵ 当公司对白药控股的吸收合并完成后，白药控股对本期债券的担保将失效。

⁶ 工业销售收入主要来源于云南白药的药品、日化品等产品的销售收入以及子公司云南白药天颐茶品有限公司的产品销售收入

截至2018年12月31日，白药控股资产总额为539.97亿元，归属于母公司所有者权益合计为281.43亿元，资产负债率为25.82%；2018年度，白药控股实现营业收入270.17亿元，利润总额36.97亿元，经营活动现金净流入15.49亿元。白药控股近年主要财务指标见下表。

表20 白药控股主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
总资产	5,399,712.74	5,552,987.26
归属母公司权益合计	2,814,283.08	2,671,376.11
有息债务	549,606.71	508,505.18
资产负债率	25.82%	32.36%
流动比率	3.79	4.01
速动比率	2.94	3.27
营业收入	2,701,691.45	2,449,937.47
营业利润	370,309.59	336,323.19
利润总额	369,673.09	336,169.32
综合毛利率	31.25%	31.52%
总资产回报率	7.29%	8.18%
EBITDA	414,014.55	374,978.89
EBITDA 利息保障倍数	14.04	15.52
经营活动现金流净额	154,903.44	-11,557.24

资料来源：白药控股 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

总体而言，白药控股实力较为雄厚，经中证鹏元综合评定其主体长期信用级别为 AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，可进一步保障本期债券的安全性。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至2019年3月15日，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年12月31日，公司及其子公司对外担保15.00亿元，占期末净资产的7.58%，被担保对象为民营企业，存在一定或有负债风险。

表21 截至 2018 年 12 月 31 日公司及子公司对外担保情况（单位：万元）

担保对象	担保额度	担保类型	担保期
云南云呈医药管理有限公司	150,000.00	连带责任担保	12 年

资料来源：公司 2018 年年报，中证鹏元整理

八、评级结论

公司具有很强竞争优势，2018年主要产品具有很强的竞争优势，收入和利润保持增长，盈利能力很强，负债水平较低，整体偿债能力极强，资产流动性较好。

同时我们也关注到了公司存货可能存在一定减值风险及存在一定或有负债风险等风险因素。

基于以上情况，中证鹏元将公司主体长期信用等级维持为AAA，14白药01信用等级维持为AAA，16云白01信用等级维持为AAA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	279,995.74	301,713.08	266,632.64	329,260.88
交易性金融资产	709,160.66	726,483.63	674,938.16	200,230.00
应收票据	258,446.19	317,374.43	429,335.08	394,336.18
应收账款	258,303.68	185,337.78	123,381.03	101,203.64
存货	1,023,778.44	999,401.22	866,327.85	691,803.04
其他流动资产	111,655.05	105,475.09	87,692.07	434,365.72
固定资产	168,714.04	171,529.06	174,537.17	178,231.94
资产总计	3,086,990.00	3,037,759.01	2,770,253.05	2,458,664.60
其他应付款	127,306.38	129,055.07	141,496.12	78,056.53
一年内到期的非流动负债	179,955.60	179,908.08	0.00	1,000.00
应付债券	0.00	0.00	179,718.00	179,527.92
负债合计	998,814.67	1,045,510.06	955,961.31	874,311.94
有息债务	-	319,505.92	278,564.39	299,571.38
所有者权益合计	2,088,175.34	1,992,248.95	1,814,291.75	1,584,352.66
营业收入	697,343.65	2,670,821.35	2,431,461.40	2,241,065.44
营业利润	99,325.78	383,199.26	362,072.35	331,982.97
净利润	84,497.66	328,974.60	313,253.42	293,088.96
经营活动产生的现金流量净额	-28,744.81	262,980.72	115,568.99	298,475.77
投资活动产生的现金流量净额	58,730.48	-85,880.64	-35,180.07	-398,719.70
筹资活动产生的现金流量净额	-1,703.02	-161,982.28	-91,172.81	22,534.73
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
资产负债率	32.36%	34.42%	34.51%	35.56%
流动比率	2.83	2.68	3.34	3.28
速动比率	1.78	1.70	2.18	2.25
综合毛利率	28.30%	30.55%	31.19%	29.86%
期间费用率	14.68%	16.88%	17.04%	15.23%
营业利润率	14.24%	14.35%	14.89%	14.84%
总资产回报率	6.67%	13.84%	14.34%	16.06%
净资产收益率	8.09%	17.28%	18.43%	19.96%
营业收入增长率	10.04%	9.84%	8.50%	8.06%
净利润增长率	4.85%	5.02%	6.88%	6.36%
EBITDA（万元）	-	415,841.28	388,244.04	364,140.14
EBITDA 利息保障倍数	-	21.40	30.36	29.15
有息债务/EBITDA	-	0.77	0.72	0.82

债务总额/EBITDA	-	2.51	2.46	2.40
经营性净现金流/流动负债	-0.03	0.26	0.15	0.44
经营性净现金流/负债总额	-0.03	0.25	0.12	0.34
收现比	1.04	1.19	1.15	1.22
产权比率	47.83%	52.48%	52.69%	55.18%
应收账款周转天数	-	20.81	16.63	16.62
存货周转天数	-	181.05	167.63	143.64
应付账款周转天数	-	75.75	72.93	64.88
净营业周期	-	126.11	111.32	95.38
流动资产周转天数	-	353.06	349.21	313.01
固定资产周转天数	-	23.32	26.12	27.49
总资产周转天数	-	391.43	387.09	352.42

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 2018年末公司合并范围内子公司情况（单位：万元）

子公司名称	业务性质	注册资本	持股比例	取得方式
云南白药集团大理药业有限责任公司	药业	1,551.50	100.00%	设立或投资
云南白药集团医药电子商务有限公司	日用品批发、零售	3,000.00	100.00%	设立或投资
云南省医药有限公司	医药批发、零售	70,000.00	100.00%	设立或投资
云南白药集团中药资源有限公司	药业	1,640.00	100.00%	设立或投资
云南白药集团无锡药业有限公司	药业	2,500.00	100.00%	设立或投资
云南白药集团健康产品有限公司	口腔清洁用品生产和销售	8,450.00	100.00%	同一控制下企业合并
云南省药物研究所	现代技术服务业	5,408.00	100.00%	同一控制下企业合并
云南白药清逸堂实业有限公司	一次性卫生用品、日用品的生产	2,857.14	40.00%	非同一控制下企业合并
云南白药集团文山七花有限责任公司	药业	1,730.00	100.00%	设立或投资
云南白药集团丽江药业有限公司	药业	2,438.05	100.00%	设立或投资
云南省医药玉溪销售有限公司	医药批发、零售	1,000.00	51.00%	设立或投资
云南白药集团中药材优质种源繁育有限责任公司	药业	2,100.00	100.00%	设立或投资
云南白药大药房有限公司	药业	4,000.00	100.00%	设立或投资
云南白药集团太安生物科技产业有限公司	种子、种苗培育、销售	800.00	100.00%	设立或投资
丽江云全生物开发有限公司	药业	1,960.00	70.00%	非同一控制下企业合并
云南白药集团楚雄健康产品有限公司	化妆品生产销售	400.00	100.00%	设立或投资
云南天正检测有限公司	实验检测、技术咨询	2,000.00	100.00%	设立或投资
昆明清逸堂现代商务有限公司	一次性卫生用品、日用品的销售	1,000.00	40.00%	非同一控制下企业合并
云南白药集团云丰进出口贸易有限责任公司	药品等销售	500.00	100.00%	设立或投资
云南白药集团武定药业有限公司	药业	500.00	100.00%	设立或投资
云南白药集团千草堂中医药有限公司	药业	500.00	100.00%	设立或投资
云南省医药科技有限公司	医药批发、零售	1,000.00	51.00%	设立或投资
云南省医药保山药品发展有限公司	医药批发、零售	1,000.00	51.00%	设立或投资
云南省医药兴达有限公司	医药批发、零售	1,000.00	51.00%	设立或投资
云南省医药天马有限公司	医药批发、零售	1,000.00	51.00%	设立或投资
云南省医药三发有限公司	医药批发、零售	1,000.00	51.00%	设立或投资
云南省医药瀚博有限公司	医药批发、零售	1,000.00	51.00%	设立或投资
云南省医药万和有限公司	医药批发、零售	1,000.00	51.00%	设立或投资
云南省医药雄亿有限公司	医药批发、零售	1,000.00	51.00%	设立或投资

云南省医药曲靖有限公司	医药批发、零售	1,000.00	51.00%	设立或投资
云南省医药德宏发展有限公司	医药批发、零售	1,000.00	51.00%	设立或投资
云南省医药嘉源有限公司	医药批发、零售	1,000.00	51.00%	设立或投资
云南省医药瑞阳申华科技有限公司	医药批发、零售	1,000.00	51.00%	设立或投资
云南省医药天福大华有限公司	医药批发、零售	500.00	51.00%	非同一控制下企业合并

资料来源：公司2018年年报，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
固定资产周转天数	$360 / (\text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2])$
应收账款周转天数	$360 / (\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2])$
存货周转天数	$360 / (\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2])$
应付账款周转天数	$360 / (\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2])$
净营业周期(天)	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
总资产周转天数	$360 / (\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2])$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	营业利润/营业收入*100%
净资产收益率	净利润/((本年所有者权益+上年所有者权益)/2) ×100%
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{研发费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/ (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
非付现费用	资产减值准备+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+预提费用增加+待摊费用减少
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失+固定资产报废损失+公允价值变动损失+财务费用+递延所得税资产的减少+递延所得税负债的增加
FFO	净利润+非付现费用+非经营损益
营运资本变化	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
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
长期有息债务	长期借款+应付债券
短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务
有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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	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	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	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，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。