



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪009号

华润三九医药股份有限公司：

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“2013年华润三九医药股份有限公司公司债券（第一期）”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，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA⁺。特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会

二零一五年四月十六日

2013 年华润三九医药股份有限公司 公司债券（第一期）跟踪评级报告（2015）

发行主体	华润三九医药股份有限公司		
发行规模	人民币 5 亿元		
存续期限	2013/5/9-2018/5/9		
上次评级时间	2014/03/28		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

基本观点

2014 年，医药行业景气度下滑，但公司作为国内知名医药企业，持续推进品牌建设，不断完善营销网络，同时加大研发投入，进一步丰富产品线，业务规模保持稳定。受益于公司产品较高竞争优势，公司保持了较好的盈利能力和获现能力，整体偿债能力很强。同时中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到药品存在降价、原材料中药材价格波动等风险对公司信用水平可能产生的影响。

中诚信证评维持华润三九主体信用等级 AA⁺，评级展望为稳定；维持“2013 年华润三九医药股份有限公司公司债券（第一期）”信用等级 AA⁺。

正 面

- 医药行业发展前景仍保持良好。2014 年我国医药行业增速放缓，短期内景气度下降，但人口老龄化以及城镇化保证了医药行业刚性需求的稳步增长，加之医疗改革和国家政策的不断深化推进，行业发展前景仍保持良好。
- 产品种类不断完善。公司以 999 品牌为基础，持续推进“1+N”品牌经营战略，并不断以研发+并购的方式补充新品种。
- 品牌影响力进一步凸显。公司品牌建设成果较为显著，通过节目冠名、新闻媒体传播等方式，进一步提升了品牌影响力。
- 财务结构稳健。截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产总额 106.67 亿元，负债总额 36.72 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 34.42% 和 9.87%，负债规模在同业上市公司中处于较低水平，财务结构稳健。
- 盈利能力及获现能力较强。受益于产品较高的竞争优势，公司具有较强的获利能力，且经营性现金流呈规模较大的持续净流入，对债务本息保障力度很强。

概况数据

华润三九	2012	2013	2014
所有者权益（亿元）	55.15	61.97	69.96
总资产（亿元）	85.15	99.76	106.67
总债务（亿元）	2.36	7.89	7.66
营业总收入（亿元）	65.42	72.93	72.77
营业毛利率（%）	63.31	62.98	61.35
EBITDA（亿元）	14.56	16.09	15.45
所有者权益收益率（%）	18.67	18.43	15.33
资产负债率（%）	35.24	37.88	34.42
总债务/EBITDA（X）	0.16	0.49	0.50
EBITDA 利息倍数（X）	165.41	71.31	55.94

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

分 析 师

刘 刚 liugangliu@ccxr.com.cn

许家能 jnxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015 年 4 月 16 日

关 注

- 药品降价风险。随着医疗改革的不断深入，药品降价可能性较大。
- 中药材价格波动。中药材价格近年来波动较为剧烈，为行业内企业的成本控制带来一定难度，经营风险相应增加。

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对象构成委托关系外，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。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

募集资金专项说明

2013年，公司发行5亿元的公司债券，扣除发行费用，实际募集资金4.98亿元，其中5700万元用于偿还银行借款，剩余4.41亿元全部用于补充公司流动资金，改善公司资金状况。截至2014年12月31日，公司已使用全部募集资金4.98亿元。

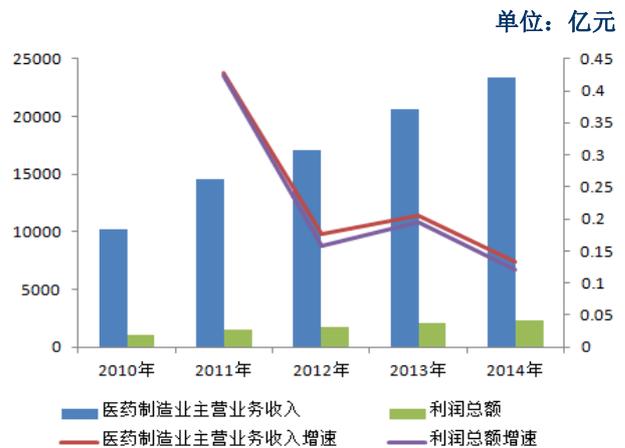
公司已按照本次公司债券发行申请文件中关于“本次募集资金运用计划”的约定使用本次公司债券募集资金，募集资金的使用符合《发行管理办法》、《募集资金管理规定》等相关法规的规定。

行业关注

受医保控费、药品降价、药企竞争压力不断增加等因素影响，2014年我国医药行业增速放缓，景气度下降，但人口老龄化以及城镇化保证了医药行业刚性需求的稳步增长，加之医疗改革和国家政策的不断深化推进，行业发展前景仍保持良好。

随着政策人口红利逐渐退去，医药行业面临诸多挑战，行业外部面临医保控费、药品降价的压力，内部则面临药企之间日益剧烈的竞争压力，导致医药行业增速持续下跌，预计2014年约为13%。从收入水平来看，2014年，我国医药制造业主营业务收入整体呈上升趋势，但增速却呈现下滑的趋势，2014年实现主营业务收入23,325.61亿元，同比增长13.3%，增速较上年下降4.7个百分点；从利润总额来看，2014年医药制造业利润总额2,322.20亿元，同比增长12.1%，增速较上年下降5.66个百分点，2014年医药制造业毛利水平为40.12%，与上年波动不大。从子行业方面来看，卫生材料及医药用品收入增速最高，化学制剂利润增速最高。卫生材料及医药用品全年收入和利润同比增长18.9%、7.2%；化学制剂景气继续保持平稳，全年收入和利润分别同比增长10.0%、14.8%；生物制药全年收入和利润同比增长15.5%、14.0%；中药饮片全年收入和利润分别同比增长18.8%、11.8%；中成药全年收入增长14.6%，利润增长11.1%；医疗器械全年收入和利润同比增长13.1%、10.1%。

图1：2010年~2014年我国医药制造业主营业务收入及利润总额情况



资料来源：中商情报网，中诚信证评整理

从医药行业的长期发展趋势来看，根据国务院办公厅2013年9月下发的《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》，2012年底我国60周岁以上老年人口已达1.94亿，2020年将达到2.43亿，2025年将突破3亿。随着人口结构的老龄化，未来中国医药市场将持续扩容，刚性需求逐步上升。同时，目前我国农村居民医疗保健水平较低，远低于城镇居民的平均水平，而城镇化将促进其医疗、养老、社会保障等多方面与城市接轨，进而带动基层、县医院的发展，为医药消费带来巨大增量。

2014年我国医疗卫生与计划生育支出达2931.26亿元，同比增长11%。2015年提交人代会审议的政府预算报告指出，将新型农村合作医疗和城镇居民基本医疗保险财政补助标准从每人每年320元提高到380元，全面开展城乡居民大病保险，适当提高筹资标准。另外，部分人大代表提出我国将通过培养全科医生等方式推进分级医疗，同时要破除公立医院过分依靠药品和检查费获取收入的现象，医疗改革的进程不断深化。

故尽管行业数据显示近两年来医药行业增速放缓，但从长期来看，我国人口老龄化及城镇化等因素仍将保证医药行业刚性需求的稳步上升，且国家将继续加大对医药卫生事业的投入，鼓励公立医院改革、鼓励民营医院发展等，医药行业增速仍有望保持乐观，并有利于整个医药系统的长远健康发展，加之新技术、新业态的出现，将为医药行业的成长注入新的动力，总体来看，医药行业发展前景

仍保持良好。

产业政策大力支持中医药行业发展，新版基药目录和即将推行的新版药典中的中药品种大幅增加，中药重视度不断加强；中药材价格波动较为剧烈，药企成本控制面临一定压力。

近年来，中医药行业受到我国产业政策的大力支持，国务院及各部委陆续颁布了《国务院关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》、《中医药创新发展规划纲要（2006-2020）》等支持中医药行业的发展。

2013 年卫生部发布的新版《国家基本药物目录》中，中药独家品种（含注射剂）新增了 40 个，约占新增中药品种的 40%，比例高于 2009 版 22 个中药独家品种占 102 个中药品种 22% 的比例。“十二五”时期，中医药迎来了前所未有的发展战略机遇期。《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》将“支持中医药事业发展”作为“完善基本医疗卫生制度”的六项重点任务之一，同时提出，到 2015 年力争 100% 的地市建有地市级中医医院，70% 的县中医医院达到二级甲等水平中医医院水平，95% 以上的社区卫生服务中心和 90% 乡镇卫生院设立中医科、中药房，70% 以上的社区卫生服务中心和 65% 以上的村卫生室能够提供中医服务。

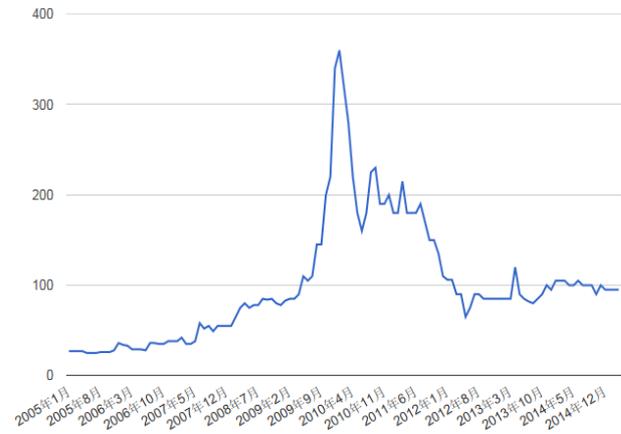
此外，《中医药事业发展“十二五”规划》、《中医预防保健(治未病)服务科技创新纲要(2013-2020 年)》等中药产业扶持政策接连出台，加强了对中医药工作的领导和体制机制建设，加大对中医药的投入，为中医药事业发展营造了良好的环境。随着医药卫生体制改革进一步深入，疗效确切和费用低廉的中医药必将发挥更大的作用。2014 年 5 月 21 日，国家卫生计生委、国家发展改革委、工业和信息化部、人力资源社会保障部、国家食品药品监管总局、国家中医药局联合印发《关于保障儿童用药的若干意见》，该意见指出要发挥中医药儿科传统特色优势，强调了中药治疗在儿科中的重要作用。

2015 年，新版药典经过五年的不断完善，预计将在下半年颁布生效。新版药典会对中药的收录有所增加，整体上进一步提升了药品质量控制的要

求，尤其是对中药品种安全性控制项目大幅提升。

图 2：2005 年~2014 年金银花价格走势

单位：元/公斤；产地：山东



资料来源：药通网，中诚信证评整理

中药材价格方面，近几年来，中药材价格频频暴涨暴跌，以金银花为例，2005 年金银花价格约为 28 元/公斤，此后一路上涨，至 2010 年初达到了 360 元/公斤的高峰，此后开始震荡下跌，波动剧烈，2013 年跌至 85 元/公斤，2014 年又反弹至约 100 元/公斤。中药材价格如此剧烈的波动趋势使得行业内企业成本控制面临一定的压力。

OTC 市场发展较为快速，反商业贿赂为 OTC 市场发展带来新一轮空间。

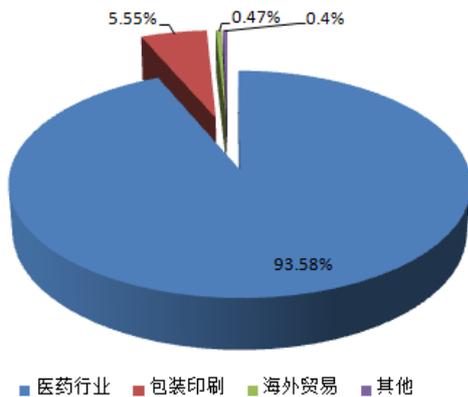
目前，我国 OTC 零售市场规模大约为 2000 亿元，按照国际惯例，OTC 一般要占到一国医药市场的 30-40%，而我国目前仅为 20% 左右，OTC 市场潜力巨大，我国 OTC 行业目前处于较快速的发展阶段。

2014 年反商业贿赂开始从供应链入手，处方药销售工作进展困难，低价代理产品发展受限，而这些产品大部分是处方药。同时，处方药产品受招投标影响很大，没有中标的品种基本没有机会进入医疗机构，而且招投标工作进展缓慢，临床用药受限，在无法参与招投标且销售指标压力巨大的情况下，很多厂家选择走 OTC 之路，这无疑更加拓宽了 OTC 市场发展空间。未来，OTC 将不再依靠广告拉动和漫天铺货，精细化操作将成为趋势，市场将更为向优质品牌和完善管理方面迈进。

业务运营

公司主要从事医药产品的研发、生产、销售及健康服务，作为华润医药集团下属上市公司之一，目前公司主营核心业务定位于 OTC 和中药处方药，主要产品包括：999 感冒灵、999 皮炎平、参附注射液、注射用头孢、免煎中药、三九胃泰颗粒等。2014 年公司实现营业总收入 72.77 亿元，基本与上年持平，其中 OTC 及中药处方药系公司收入的主要来源，2014 年公司 OTC 产品收入 40.81 亿元，占主营业务收入比重 56.28%；中药处方药收入 27.05 亿元，占主营业务收入比重为 37.30%；医药行业合计占主营业务总收入比重达 93.58%。

图 3：2014 年公司主营业务收入构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

医药行业景气度有所下降，但公司 OTC 业务板块收入水平基本保持稳定，且公司不断推进品牌建设，品牌知名度不断提升，营销网络进一步完善。

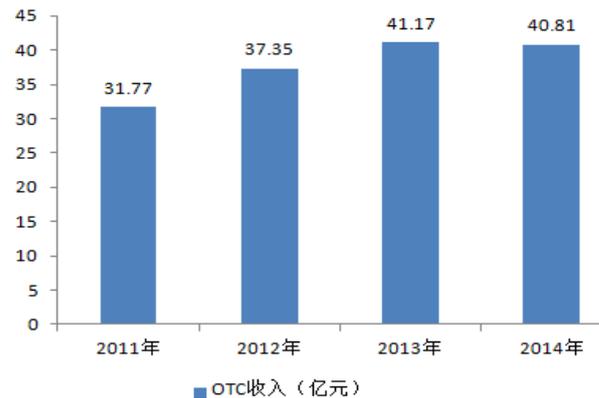
OTC 业务作为公司核心业务之一，已经拥有了较为完善的营销网络及品牌价值。从品牌建设来看，2014 年公司 OTC 类业务继续推进“1+N”的品牌经营模式，从内容营销入手，创新品牌推广方式，提升品牌知名度。公司与《明星到我家》、《极速前进》等栏目签订合作方式，并在《何以笙箫默》中植入产品广告，同时加强互联网传播等，多方面的渠道推广有效地提升了品牌影响力。“999”主品牌通过冠名《爸爸去哪儿》及线下活动的开展，较为成功的树立了小儿感冒药品牌。2014 年，“999”品牌在中国中药协会发布的“中国中药品牌口碑”榜单中位列第一，并再次入选 WPP 发布的《2014

最具价值中国品牌 100 强》。截至 2014 年底，公司 OTC 业务已覆盖了感冒用药、皮肤用药、胃肠用药、小儿用药和贴膏类用药等。

在对于销售渠道和终端的管理方面，公司不断加深与连锁客户的紧密合作，进一步扩大终端覆盖面，可控终端占比得到了进一步提升。同时，公司积极研究互联网与消费者行为之间的关系，开展与医药电商间的业务合作，促进电商作为公司产品销售的新兴渠道。针对市场格局变化的趋势，公司加快基药市场开发，逐步推进基药招标工作，尝试在基药市场引入更多品种，开拓新的业务增长点。

总体来看，虽然 2014 年医药行业整体景气度下滑，但公司 OTC 业务不断加强品牌建设，拓宽销售渠道，业务规模仍基本与上年持平，实现营业收入 40.81 亿元。

图 4：2011~2014 年公司 OTC 业务收入



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

中药处方药业务保持小幅增长，中药颗粒产能压力得到缓解。

公司中药处方药以中药注射剂及中药配方颗粒为主。中药注射剂方面，公司业务主要集中于心脑血管和肿瘤用药领域，其核心产品参附注射液广泛应用于各种休克、心血管疾病及肿瘤辅助治疗；另一核心产品华蟾素则是抗肿瘤类中药注射剂中唯一的医保甲类品种。2014 年公司坚持以参附注射液和华蟾素两个独家品种为重点，加快推进处方药专业化学术研究和市场推广，并补充了鸦胆子油软胶囊等口服品种。在专科线领域，重点培育品种茵栀黄口服液实现了较快增长，骨科产品亦有较好表现。

中药配方颗粒业务方面，2014 年，公司完成了

配方颗粒业务管控模式的调整，转为事业部制运作，以实现事业部内全产业链管理，更快速地应对市场变化。此外，淮北生产基地一期产能于 2012 年末陆续投产后，目前产能已充分释放，可满足未来 2 年的需求，中药配方颗粒业务经营质量得到了显著提高。考虑配方颗粒业务的长期发展需要，公司已完成二期产能规划，将于 2015 年启动建设。

整体来看，公司积极拓宽产品范围，中药处方药业务实现小幅增长，2014 年处方药业务取得收入 27.05 亿元，同比增长 2.08%。

研发投入持续增长，专利产品数量不断增加。

研发方面，公司不断优化研发组织结构，提升研发项目管理能力，全面推行项目管理机制，有效促进研发项目顺利开展，不断推进产业链协同和研发创新。研发投入方面，2014 年公司研发支出为 2.34 亿元，较去年同期增长 16.44%。2014 年，公司获得临床批件 1 项，申请国家发明专利 26 项，获得国家发明专利授权 7 项，同时获得两个专利奖项。截至 2014 年末，公司在研新产品项目达 41 项。

表 1：2012~2014 年公司研发支出

研发支出 (亿元)	2012	2013	2014
合计	1.65	2.01	2.34

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

在核心产品二次开发方面，公司围绕药材资源、生产工艺、质量标准、临床循证医学研究等方面展开了大量系统性研究，并取得了阶段性研究成果。在政府课题方面，感冒灵、正天丸、壮骨关节丸、经典名方、参附注射液已列入国家科技重大专项。2014 年，公司获批政府课题共 17 项，其中国家级 8 项，省级 6 项，市级 3 项；获得各级政府资助额度 5 千余万元，财政资金到账 2 千余万元。

财务分析

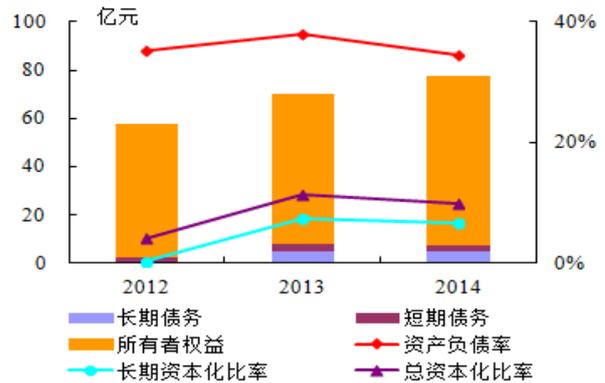
下列分析主要基于公司提供的经立信会计师事务所和德勤华永会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2012~2014 年财务报告。其中，2012 年数据为 2014 年追溯数，2013 年数据为 2014 年年报期初数，2014 年数据为当年年报期末数。

资本结构

公司业务规模保持稳定，资产规模稳步增长，

自有资本实力不断增强，负债水平较上年有所下降，且横向来看，公司的负债规模在行业内亦处于较低水平。截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产总额 106.67 亿元，较 2013 年末增长 6.93%；负债总额 36.72 亿元，较 2013 年末下降 2.84%。公司资产负债率和总资本化比率分别为 34.42% 和 9.87%，较 2013 年分别下降 3.46 和 1.43 个百分点。

图 5：2012~2014 年公司资本结构分析



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

表 2：主要医药行业上市公司资本结构比较

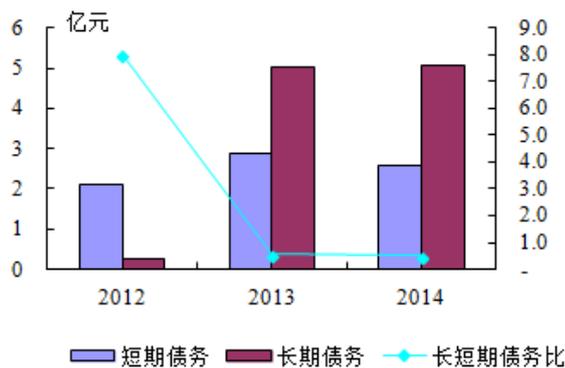
(截至 2014 年 9 月 30 日)

公司	资产总计 (亿元)	负债总计 (亿元)	资产负债率 (%)
康美药业	235.87	106.26	45.05
科伦药业	204.40	96.23	47.08
哈药股份	159.24	69.98	43.95
华北制药	148.27	95.97	64.71
海正药业	173.69	91.89	52.91
云南白药	147.20	39.76	27.01
同仁堂	127.92	44.31	34.64
健康元	124.53	60.16	48.31
海普瑞	95.49	13.30	13.93
华润三九	105.12	35.91	34.16

数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从债务的期限结构来看，2013 年公司债的成功发行，使得公司的长短期债务结构较以往有所改善，且 2014 年随着借款金额的逐渐偿还，债务结构进一步优化，截至 2014 年 12 月 31 日，公司短期债务/长期债务的比值为 0.51，较上年 0.58 有所下降。

图 6：2012~2014 年公司债务结构分析



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司资产规模稳步上升，且受益于雄厚的自有资本实力及稳健的财务政策，公司的负债水平一直保持在较为合理的水平上，财务结构较为稳健。

盈利能力

公司营业收入主要来源于医药业务收入，2014 年医药行业景气度下滑，但公司积极开发营销渠道，拓宽产品领域，全年收入基本与上年持平，2014 年公司取得营业总收入 72.77 亿元，同比下滑 0.23%。

分业务板块来看，公司一直集中资源发展医药行业，医药行业仍然是公司主要的收入来源，在总收入中占比逐年增加。2014 年公司医药业务实现营业收入 67.86 亿元，较上年增长 0.28%，占当年总营业收入的 93.25%。

表 3：2012~2014 年公司主营核心业务收入占比情况

单位：亿元%

板块	2012		2013		2014	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
OTC	37.51	65.96	41.17	62.72	40.81	61.73
处方药	22.95	66.43	26.50	69.78	27.05	67.60
合计	60.46	-	67.67	-	67.86	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，公司近年来毛利率变化不大，2014 年公司营业毛利率为 61.47%，基本与上年持平。分产品看，公司 OTC 产品的毛利率始终保持在较高的水平上，2014 年为 61.73%；处方药方面，由于公司核心中药注射剂品种为独家产品，具有较强的竞争优势，毛利率较高，2014 年公司处方药毛利率为 67.60%。

期间费用方面，2014 年公司业务规模保持稳定，期间费用水平亦变化不大。2014 年公司销售费用、管理费用及财务费用分别为 24.13 亿元、7.36 亿元和 0.07 亿元，期间费用合计 31.56 亿元。其中财务费用较上年有所增加，主要由于公司 2013 年 5 月发行 5 亿元债券，2014 年支付债券利息比 2013 年多出约 5 个月所致。整体来看，近年来公司期间费用占营业总收入的比重较为稳定，2014 年为 43.38%。

表 4：2012~2014 年公司期间费用分析

单位：亿元	2012	2013	2014
销售费用	22.02	24.00	24.13
管理费用	6.42	7.41	7.36
财务费用	-0.12	-0.02	0.07
三费合计	28.32	31.39	31.56
营业总收入	65.42	72.93	72.77
三费收入占比	43.29%	43.04%	43.38%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额情况来看，公司 2014 年利润总额为 12.60 亿元，主要为经营性业务利润 12.09 亿元，其余系部分投资收益和营业外损益，当年取得净利润 10.72 亿元。

总体来看，受益于公司积极拓展医药板块销售渠道、不断投入研发以拓宽产品品种的经营战略，公司医药板块业务保持平稳，且利润情况良好，盈利能力较强。需要关注的是未来公司市场推广投入将继续增加，持续增长的费用支出可能会对公司利润水平造成一定影响。

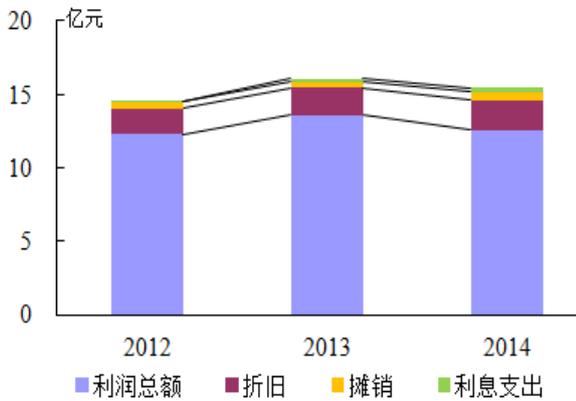
偿债能力

2014 年公司业务规模保持稳定，且 2013 年成功发行公司债券，资金压力得到缓解，且随着借款金额的逐渐偿还，公司债务规模呈下降趋势，截至 2014 年 12 月 31 日总债务为 7.66 亿元，同比下降 2.98%，其中短期债务和长期债务分别为 2.58 亿元和 5.08 亿元，长短期债务比为 0.51。

从 EBITDA 构成来看，公司 EBITDA 主要为利润总额、固定资产折旧及无形资产摊销，2014 年较上年略有下降。2014 年公司 EBITDA 为 15.45 亿元，EBITDA/营业总收入为 21.23%。从偿债能力指标看，2014 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA

利息保障倍数分别为 0.50 和 55.94 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖程度很强。

图 7：2012~2014 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从现金流角度看，2014 年公司经营活动产生现金净流入为 11.84 亿元，现金流状况较好，一方面系由于公司销售规模保持稳定，另一方面系由于公司现金收付管理能力较强。公司整体经营性现金流表现稳定，资金较为充裕。2014 年公司经营活动净现金/利息支出为 42.90 倍，经营净现金流/总债务为 1.55 倍，现金流状况较好，对债务本息的保障能力很强。

表 5：2012~2014 年公司部分偿债能力指标

财务指标	2012	2013	2014
总债务 (亿元)	2.36	7.89	7.66
EBITDA (亿元)	14.56	16.09	15.45
资产负债率 (%)	35.24	37.88	34.42
长期资本化比率 (%)	0.47	7.48	6.78
总资本化比率 (%)	4.10	11.30	9.87
EBITDA 利息倍数 (X)	165.41	71.31	55.94
总债务/EBITDA (X)	0.16	0.49	0.50
经营净现金流/总债务 (X)	4.81	1.70	1.55
经营活动净现金/利息支出 (X)	129.01	59.61	42.90

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家金融机构保持着良好的合作关系，进一步增强了对偿债的保障程度。截至 2014 年 12 月 31 日，公司已获得银行共计 27 亿元的授信额度，尚未使用授信额度为 26.70 亿元，具备较强的财务弹性。

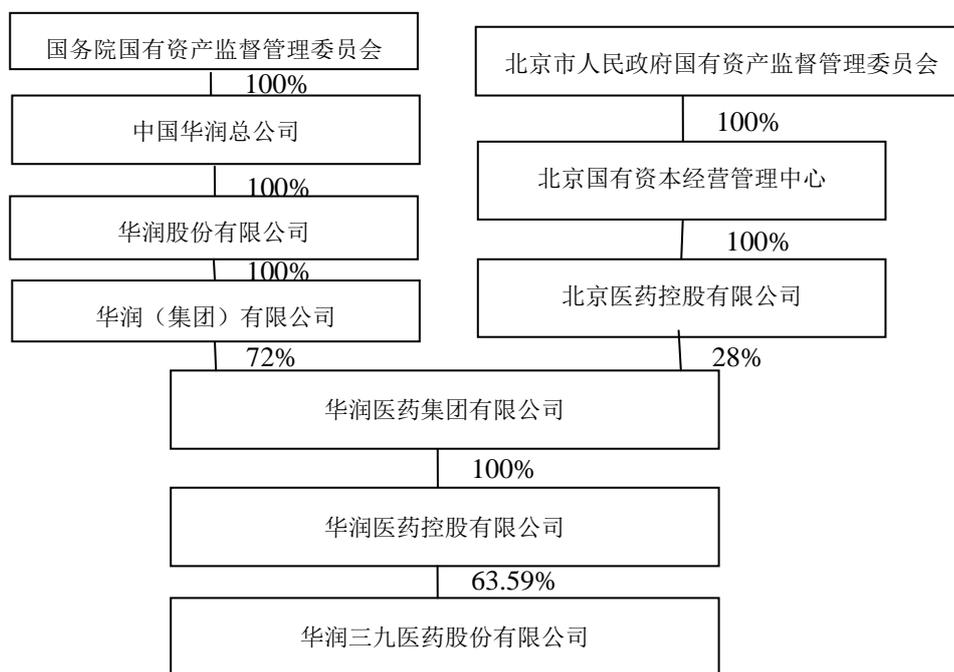
或有负债方面，截至 2014 年 12 月 31 日，除对全资子公司提供担保外，公司无对外担保、无重大对外诉讼等或有负债事项。

综合而言，公司业务规模保持稳定，且自有资本实力不断增强，财务结构较为稳健，加之公司获利能力较强，现金流表现很好且保持稳定，整体偿债能力很强。

结论

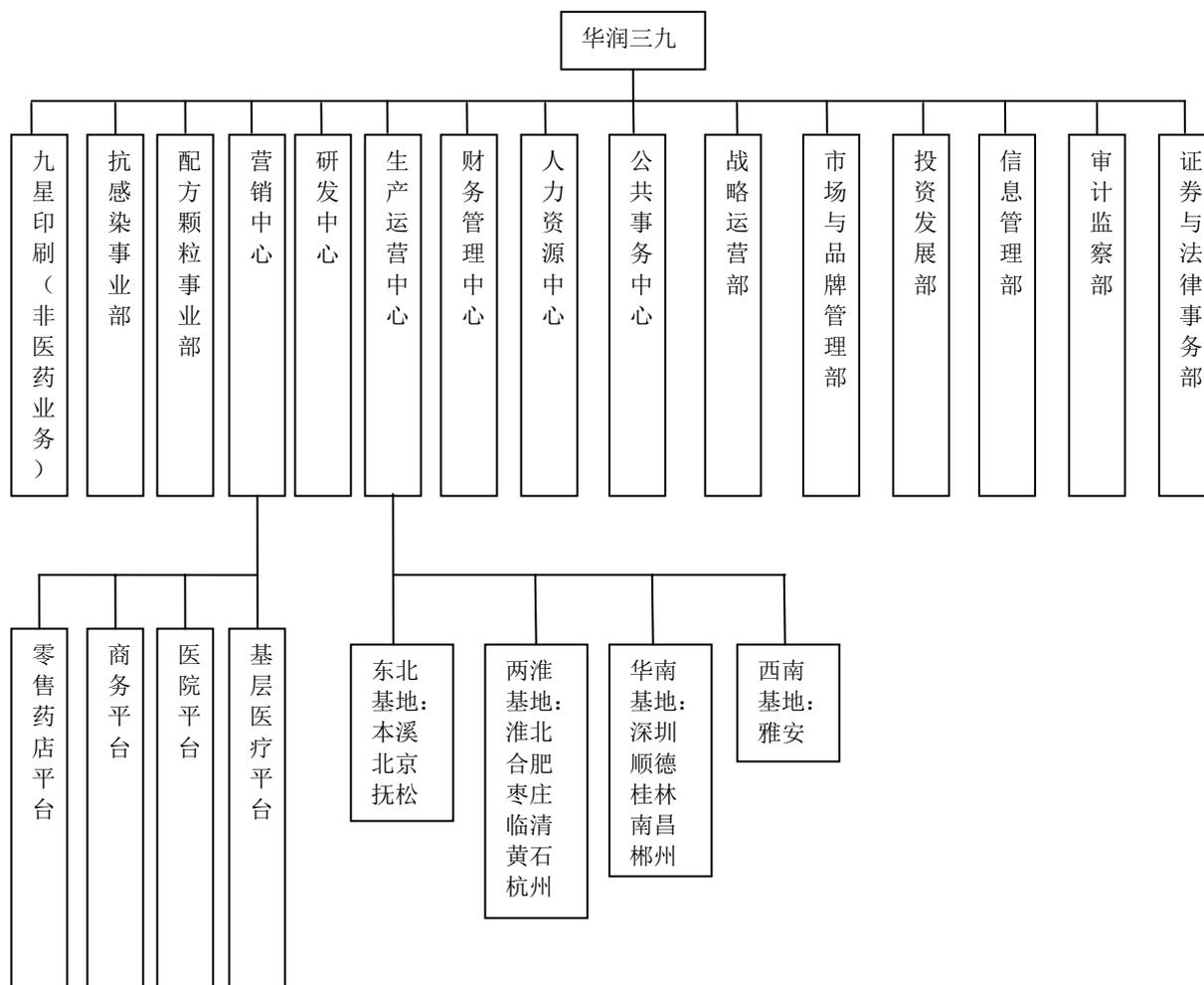
综上，中诚信证评维持华润三九主体信用等级 AA^+ ，评级展望稳定；维持“2013 年华润三九医药股份有限公司公司债券（第一期）”信用等级 AA^+ 。

附一：华润三九医药股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



一级子公司名称	持股比例%	主营业务
深圳华润九新药业有限公司	100.00	原料药及制剂生产销
华润三九药业（香港）有限公司	100.00	医药品销售及投资
华润三九（南昌）药业有限公司	59.60	制药
华润三九（北京）药业有限公司	90.00	制药
华润三九（临清）药业有限公司	100.00	制药
深圳华润三九医药贸易有限公司	100.00	医药品销售
深圳市三九医院有限公司	82.89	医疗服务
深圳华润三九现代中药有限公司	100.00	中药材，生物制品
深圳华润三九中医药发展有限公司	100.00	中医药实业投资
深圳九星印刷包装集团有限公司	100.00	包装印刷
深圳富文投资有限公司	90.00	生物工程
深圳九辉实业有限公司	75.00	印刷包装
华润三九（黄石）药业有限公司	100.00	制药
华润三九（郴州）制药有限公司	100.00	制药
本溪国家中成药工程技术研究有限公司	100.00	研发
北京华润北贸医药经营有限责任公司	100.00	医药品销售
北京华润高科天然药物有限公司	100.00	制药
合肥华润神鹿药业有限公司	100.00	制药
桂林华润天和药业有限公司	98.54	制药
辽宁华润本溪三药有限公司	100.00	制药
安徽华润金蟾药业股份有限公司	99.45	制药
吉林宏久和善堂人参有限公司	100.00	制药
杭州老桐君制药有限公司	100.00	制药
广东华润顺峰药业有限公司	100.00	制药

附二：华润三九医药股份有限公司组织架构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附三：华润三九医药股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014
货币资金	122,692.10	118,261.15	114,001.33
应收账款净额	47,607.74	55,106.03	54,236.74
存货净额	81,702.11	97,806.25	85,830.41
流动资产	401,335.18	494,722.35	512,331.76
长期投资	18,855.95	19,532.40	19,464.80
固定资产合计	230,219.09	257,972.26	282,589.45
总资产	851,539.32	997,575.99	1,066,724.24
短期债务	20,958.12	28,817.63	25,791.68
长期债务	2,626.09	50,105.70	50,849.03
总债务(短期债务+长期债务)	23,584.21	78,923.33	76,640.71
总负债	300,089.24	377,915.38	367,172.11
所有者权益(含少数股东权益)	551,450.08	619,660.61	699,552.13
营业总收入	654,167.03	729,327.74	727,658.56
三费前利润	405,047.48	448,561.50	436,518.81
投资收益	92.93	347.56	4,743.62
净利润	102,981.70	114,231.76	107,214.24
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	145,574.62	160,862.72	154,461.40
经营活动产生现金净流量	113,545.68	134,472.36	118,442.77
投资活动产生现金净流量	-150,599.37	-148,769.07	-91,961.10
筹资活动产生现金净流量	-30,438.70	11,734.60	-31,394.19
现金及现金等价物净增加额	-67,500.38	-2,708.80	-4,937.38
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率(%)	63.31	62.98	61.35
所有者权益收益率(%)	18.67	18.43	15.33
EBITDA/营业总收入(%)	22.25	22.06	21.23
速动比率(x)	1.20	1.38	1.60
经营活动净现金/总债务(x)	4.81	1.70	1.55
经营活动净现金/短期债务(x)	5.42	4.67	4.59
经营活动净现金/利息支出(x)	129.01	59.61	42.90
EBITDA 利息倍数(x)	165.41	71.31	55.94
总债务/EBITDA(x)	0.16	0.49	0.50
资产负债率(%)	35.24	37.88	34.42
总资本化比率(%)	4.10	11.30	9.87
长期资本化比率(%)	0.47	7.48	6.78

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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。

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 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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

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，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。