

华东医药股份有限公司 2015 年公司债券跟踪评级报告（2017）

发行主体	华东医药股份有限公司		
发行规模	人民币 10 亿元		
存续期限	5 年期：2015/05/19~2020/05/19		
上次评级时间	2016/05/17		
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 ⁺	

概况数据

华东医药	2014	2015	2016
所有者权益合计（亿元）	25.19	32.43	76.42
总资产（亿元）	90.07	114.17	144.56
总债务（亿元）	25.30	43.57	19.78
营业总收入（亿元）	189.47	217.27	253.80
营业毛利率（%）	21.98	23.98	24.27
EBITDA（亿元）	14.40	17.55	21.77
所有者权益收益率（%）	37.43	35.52	20.09
资产负债率（%）	72.04	71.59	47.14
总债务/EBITDA（X）	1.76	2.48	0.91
EBITDA 利息倍数（X）	10.72	9.75	26.10
远大集团	2014	2015	2016
所有者权益合计（亿元）	80.30	108.11	129.82
总资产（亿元）	301.89	395.58	479.44
总债务（亿元）	126.23	170.17	192.97
营业总收入（亿元）	786.01	922.48	1,172.32
营业毛利率（%）	9.13	10.65	11.00
EBITDA（亿元）	35.42	43.24	53.74
所有者权益收益率（%）	23.22	20.95	22.39
资产负债率（%）	73.41	72.67	72.92
总债务/EBITDA（X）	3.56	3.94	3.59
EBITDA 利息倍数（X）	4.80	5.14	5.88

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；
2、远大集团2014、2015年期末数为来年期初调整数。

分析师

龚天璇 txgong@ccxr.com.cn

万艳 ywan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年4月28日

基本观点

2016年医药制造行业整体企稳回升，同时医疗体系改革不断深化，加之相关政策支持，医药制造行业仍将保持较好发展前景。受益于百令胶囊及卡博平等核心品种较强的竞争实力，2016年华东医药股份有限公司（以下简称“华东医药”或“公司”）医药制造板块保持较快发展态势，另外，公司医药商业在浙江省处于龙头地位，业务持续稳步发展，加之公司通过定增增强了自有资本实力，财务结构得以优化，整体具备较强的竞争实力。同时中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到医药行业面临药品招标降价压力，担保方中国远大集团有限责任公司（以下简称“远大集团”）债务规模有所上升等因素或将对公司经营及本次债券整体信用状况产生影响。

综上，中诚信证评将华东医药主体信用级别由AA上调至AA⁺，评级展望为稳定；维持“华东医药股份有限公司2015年公司债券”信用级别AA⁺。

正面

- 医药制造行业发展前景较好。近年医药制造行业注重产业优化和升级，2016年行业业绩整体企稳回升，同时随着医疗体系改革不断深化及政策支持，加上人口老龄化、城镇化等内生因素的驱动，未来医药行业仍将保持较好的发展前景。
- 公司核心品种竞争优势明显，收入规模保持较快增长。公司主要专注糖尿病、发酵虫草菌粉、器官移植免疫抑制和消化系统等四大产品领域，是目前国内品种最全、产销量最大的器官移植和糖尿病药物企业，产品梯队较为完善，且多为国内首仿药，2016年公司销售规模上亿元以上的产品有7个，其中百令胶囊收入突破20亿元，卡博平收入达到15亿元。
- 公司医药商业持续稳步发展。公司医药商业规模 and 市场份额长期处于浙江省内龙头地位，同时其商业经销和配送网络覆盖浙江全省和周边

省市，药品物流配送能力浙江省内领先，冷链物流配送水平全国领先，2016 年公司医药商业板块实现营业收入 197.37 亿元，同比增长 16.16%。

- 定向增发使得公司资本结构得以优化。2016 年 1 月公司通过定向增发募集资金 35 亿元，使其自有资本实力有所增强，同时公司通过自有资金偿还部分债务，其债务规模较去年同期有所下降，截至 2016 年末公司资产负债率已降至 47.14%。

关 注

- 药品招标降价压力。随着医保控费目标的建立，未来医药制造行业用药结构将出现较大调整，且辅助用药和高价药品降价压力较大，或影响医药制造企业利润空间。
- 担保方远大集团或面临短期债务压力。2016 年末远大集团短期债务为 126.02 亿元，较上年末虽下降了 4.56%，未来仍有可能造成一定的短期偿债压力。

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。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，并按照相关法律、法规及时对外公布。

重大事项

2016年1月13日，经中国证券监督管理委员会《关于核准华东医药股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2016]55号）核准，华东医药股份有限公司（以下简称“华东医药”或“公司”）非公开发行人民币普通股51,998,217股，其中公司控股股东中国远大集团有限责任公司以现金方式认购48,930,945股，公司第二大股东杭州华东医药集团有限公司以现金方式认购3,067,272股。本次非公开发行股票发行价格为67.31元/股，募集资金总额为3,499,999,986.27元，扣除发行费用后募集资金净额为3,468,447,988.05元，募集资金用途主要为支持江东生产基地一期建设和补充医药商业流动资金。上述非公开发行股票募集资金于2016年2月4日前到位，对应的人民币普通股51,998,217股已于2016年2月5日在深圳证券交易所上市。

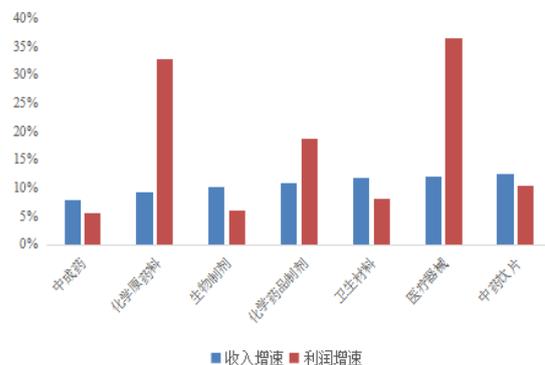
行业关注

2016年医药制造行业整体企稳回升，同时在多项支持性政策影响下行业将保持良好发展

2016年，在医保结构性控费的背景下，国家开启药监新时代，注重产业优化和升级，医药制造行业整体企稳回升。根据国家统计局数据，2016年医药制造业主营业务收入为28,062.9亿元，同比增长9.7%；利润总额为3,002.9亿元，同比增长13.9%，收入与利润总额增速分别较2015年同期上升0.6个百分点和1个百分点。此外，根据CFDA南方所公布的2016年前三季度医药制造子行业的业绩来看，前三季度中药饮片行业收入保持了较高的增长速度，增速达12.5%，其次是医疗器械、卫生材料等；而中成药及化学原料药前三季度收入增长不到10%，特别是中成药行业在中药注射剂增速大幅放缓的影响下收入增速下降较快，2016年前三季度仅实现7.9%的增长。从利润端情况看，中成药利润增速继续保持低位，且利润端增速低于收入端增速，显示盈利能力有所下降；利润端增速最快的两个子行业分别是医疗器械和化学原料药行业，增速分别为36.60%和32.90%，在部分原料药价格大幅上涨带动下，原料药行业盈利能力大幅增长，利润端增

速远高于收入端，而医疗器械行业受益于进口替代和收购兼并，行业收入和利润端均保持了较快增长。

图1：2016年前三季度医药制造子行业收入及利润增速



资料来源：CFDA 南方医药经济研究所，中诚信证评整理

下半年以来，国家出台多项政策鼓励医药制造行业快速发展。2016年10月国务院印发了《“健康中国2030”规划纲要》提出到2030年，我国主要健康指标进入高收入国家行列，人均预期寿命较目前再增加约3岁达到79岁，健康科技创新整体实力位居世界前列等战略目标。11月，工信部、国家卫计委等六部门联合印发《医药工业发展规划指南》，要求到2020年，行业规模效益稳定增长，创新能力显著增强，产品质量全面提高，供应保障体系更加完善，国际化步伐明显加快，医药工业整体素质大幅提升，其中行业增长目标是主营业务收入年均增速高于10%。中诚信证评认为，《“健康中国2030”规划纲要》、《医药工业发展规划指南》是未来我国医药制造行业中长期发展的指南针，在目前医药制造行业增速回升态势下，上述利好政策将进一步推动行业发展。

新医改政策的集中实施有助于提升制药行业整体水平，促进制药行业产业结构调整，市场份额将向优质企业集中

2016年以来，我国相继出台多项医药行业改革政策，主要为临床自查、仿制药一致性评价、药品优先审评等药品审批制度改革系列政策以及医保控费、医保目录调整等。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，作为仿制药大国，此举有助于提升我国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性。同年6月，国务院印发《药

品上市许可持有人制度试点方案》，该制度试点是药品审评审批制度改革的一项重要内容，对于鼓励药品创新、提升药品质量具有重要意义。8月CFDA公开征求《关于药物临床试验数据核查有关问题处理意见的公告（征求意见稿）》，加强企业新药注册前的自查和处罚措施。

医保控费和医保目录调整方面，2016年6月，国家卫计委发布《关于尽快确定医疗费用增长幅度的通知》（645号文），要求各省（区、市）于2016年7月1日前，确定本地区年度医疗费用增长幅度（控费目标），力争2017年底之前全国医疗费用增长幅度降到10%以下。同年9月，人社部发布了《关于2016年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整工作方案（征求意见稿）公开征求意见的通知》，此次药品目录调整分为药品调入和药品调出，调入药品重点考虑临床价值高的新药、地方乙类调整增加较多的药品以及重大疾病治疗用药、儿童用药、急救抢救用药、职业病特殊用药等；对于调出药品，目录内原有的药品，如已被国家药品监管部门禁止生产、销售和使用的应予调出目录，存在其他不符合医疗保险用药要求和条件的，经相应评审程序后可以被调出目录。2017年2月27日人社部正式发布了国家医保目录（2017年版），新版目录收录2,535个西药和1,297个中成药，较2009年的旧版多339个西药及133个中成药。

中诚信证评认为，随着医保控费目标的建立，未来医药制造行业用药结构将出现较大调整，辅助用药和高价药品将成为控费的重点，药品降价压力较大；而疗效确切、符合临床路径、刚性治疗需求的医保处方药受医保控费冲击则相对较小。同时，在药品审批制度改革、医保目录调整背景下，未来对于在重大疾病领域拥有重磅产品、产品梯次结构较好、研发能力突出的制药企业有望保持其竞争优势。

国家加大药品流通领域整治力度并在全国范围内推广两票制，以减少流通环节，行业集中度将进一步提升

2016年国内药品流通格局发生重大调整。4月26日国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革

2016年重点工作任务》，明确医改试点省份要在全范围内推广两票制，鼓励一票制，医院和药品生产企业的直接结算货款，药企和配送企业计算配送费用。两票制将直接压缩流通环节，过票行为将逐步消失，工业-流通-医院将成为主流模式，大型流通企业的话语权将提高，以往直接以过票为生的小型商业企业将逐步退出或被地方或全国性大型企业收购，药品流通行业将面临整合，行业集中度将不断提高。同年5月，CFDA发布公告要求各地对药品流通领域违法经营行为开展集中整治，要求所有药品批发企业首先开展自查，对本企业是否存在涉嫌挂靠、走票等10方面的问题进行对照检查，并制定整改措施和计划。流通核查的强势启动，将有利于行业格局加速重塑。2017年2月9日国务院办公厅发布了《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》，其中，在流通环节重点整顿流通秩序，改革完善流通体制，特别提到推行药品购销两票制，争取到2018年在全国推开。

中诚信证评认为，两票制对我国医药流通行业具有较为重要的影响，此举将加速行业集中度的提升，地区中小型商业将通过被收购、合作等方式纳入到大型商业的内部，而全国性或地区医药商业龙头公司通过收购、新建等形式，不断完善区域内配送网络建设，提升在各省市的市场份额。

业务运营

2016年公司主营业务继续保持增长态势，全年实现营业收入253.80亿元，较2015年增长16.81%。其中，医药制造板块实现营业收入56.43亿元，较2015年上升19.15%，毛利率为83.68%；医药商业板块实现营业收入197.37亿元，同比增长16.16%，毛利率为7.29%，公司医药制造板块毛利率较高，是其主要的利润贡献点。

表1：2015~2016年公司各业务板块营业收入及毛利率

项目	2015			2016		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
医药商业	169.91	78.20	7.09	197.37	77.77	7.29
医药制造	47.36	21.80	84.56	56.43	22.23	83.68
合计	217.27	100.00	23.98	253.80	100.00	24.27

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年公司核心品种百令胶囊和阿卡波糖销量持续较快增长，同时医保目录调整有利于其核心及二线品种销售，加之公司研发投入不断加强、在研项目丰富，其未来经营业绩较有保障

医药制造业方面，公司医药工业以科研和市场为中心，继续专注专科、特殊用药领域，目前主要专注糖尿病、发酵虫草菌粉、器官移植免疫抑制和消化系统等四大产品领域，其中器官移植和糖尿病药物是国内品种最全、产销量最大的制造企业，同时其在免疫移植、糖尿病、消化道和肾病治疗领域亦保持国内领先的市场份额。2016 年，公司除了继续保持原有四大产品领域的优势外，还积极通过加强新产品研发，重点开拓和提升在抗肿瘤、超级抗生素、肝病治疗以及心脑血管等领域的竞争优势。

截至 2016 年末，公司拥有药品注册批件 55 个，其中实现量产的数量为 40 个，被列入医保目录的剂型有 11 个。2017 年新医保目录中，公司阿卡波糖由乙类调整至甲类，百令胶囊分类由肿瘤辅助用药调至气血双补剂；环孢素软胶囊、他克莫司胶囊和吡格列酮片取消了适应症限制；吡哌布芬、达托霉素、地西他滨 3 个产品新纳入医保乙类品种，其中吡哌布芬为独家品种，达托霉素为首家仿制品种，均正常生产销售，上述新增纳入《国家医保目录》及目录调整分类及报销使用范围变化对公司产品后续市场推广将产生积极影响。

原料采购方面，2016 年公司工业生产对外采购的原材料以玉米粉、黄豆粉、葡萄糖、酵母浸出汁、蛋白胨等发酵基础为主，百令胶囊上游为虫草菌丝体，公司受上游原料限制和成本上涨的影响较小。

生产方面，公司江东年产 1,200 吨发酵冬虫草菌粉项目（一期项目）顺利通过 GMP 现场核查，并按计划于 2016 年 7 月正式投产，实现了公司发酵冬虫草菌粉生产向江东基地的整体转移。该项目的正式投产，有效解决了长期困扰公司的发酵虫草菌粉产能不足的问题，也为公司祥符厂区后续进一步开展场地改造和提升创造了条件。目前，公司江东生产基地二期项目已完成规划论证和前期设计，并与开发区达成 223 亩用地协议，将作为公司未来阿卡波糖、多肽类胰岛素、超级抗生素、中药制剂

以及出口制剂产品生产基地。截至 2016 年末，公司在建项目主要有 8 个，总投资 26.13 亿元，其中已投资 14.88 亿元，尚需投资 11.25 亿元。

销售方面，2016 年公司核心子公司杭州中美华东制药有限公司（以下简称“中美华东”）营销系统克服招标降价及二次议价的种种困难，加快基层营销队伍建设，加快县级医院与社区医院开发，全面完成了年度销售目标。2016 年公司产品中的百令胶囊全年销售收入达 20.30 亿元，2016 年市场占有率为 52%，排名第 1；卡博平全年销售收入达到 15.05 亿元，市场占有率约 38%，排名第 2，均具有很强的竞争优势。同期，公司免疫抑制剂类产品赛斯平、赛可平和赛富开以及消化类产品泮立苏针、泮立苏胶囊年营业收入均超过 3 亿元，亦是公司收入的重要来源。

表 2：2016 年公司主要产品销售情况

单位：亿元、%

类别	产品	营业收入	2016 年市场占有率	2016 年市场排名
中药	百令胶囊	20.30	52%	1
免疫抑制剂	赛斯平	3.68	53%	1
	赛可平	3.73	37%	2
	赛富开	3.00	28%	2
	泮立苏针	3.54		
消化	泮立苏胶囊	3.20	25%	1
内分泌	卡博平	15.05	38%	2
合计		52.50		

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

产品认证方面，公司生产质量管理体系健全，在线全部制剂产品均通过国家新版 GMP 认证，西药原料药全部获得美国 FDA 或欧盟等权威市场认证，部分制剂产品已获得欧盟 CGMP 认证。2016 年，公司全面启动实施了“中试中心”重点建设项目，建立中试平台建设专项小组，统筹协调四个中试平台（包含小分子原料药、微生物中试、制剂中试、大分子中试）的建设工作，打造从“小试一直至上市初期”完整的制药工程技术创新链，形成公司真正意义上的“生产与科研相结合”的创新体系。

研发方面，2016 年公司及其控股子公司直接、间接用于研发方面的支出总额约 2.64 亿元，同比增长 21.29%，占全年医药工业收入比例约为 4.68%。2016

年，公司在继续巩固拓展免疫抑制剂、糖尿病及胃肠道用药领域产品研发和工艺改进前提下，重点开拓抗肿瘤药物领域，加快开发超级抗生素及心血管药物。2016 年公司与华东医药集团新药研究院紧密合作，共取得了甲磺酸伊马替尼片、利奈唑胺片等 13 个临床批件，获得了百令颗粒剂、吡哌布芬片、地西他滨原料及制剂 4 个生产批件。另外公司还储备了一批有竞争力的创新和首仿产品，为其未来产品线的丰富以及经营业绩的持续增长奠定基础。

公司深耕浙江市场，医药商业长期处于省内龙头地位；随着两票制的实施，公司医药商业业务在浙江省市场占有率或将进一步提升

医药商业方面，公司医药商业板块连续十年名列浙江省第一位。公司传统主营业务以医药产品的销售和物流配送为主，销售的产品有西药、中成药、中药饮片、医疗器械等，并拥有完善的浙江全省商业网络和深度渗透的基层终端。人员配置方面，公司按全国市场拆分为 96 个大区（省区），共有医药商业销售人员 3,000 人，销售人员已覆盖全国各大、中城市。医院终端方面，截至 2016 年末，与公司直接建立长期业务关系的二级以上医院约 5,500 家，通过各级经销商维护的包括二级以下医院在内的终端渠道约 1.5 万家。

2016 年公司积极通过创新商业模式，充分发挥现有渠道、规模及品牌优势，在经营模式上从传统医药流通企业向综合性健康服务供应商转型，从以产品为中心的推广营销转向以客户为中心的服务营销，坚持和创新传统医药流通业务，发展顺应时代趋势的特色化大健康产业，两者协同发展。公司医药商业的传统优势在于业务规模与覆盖浙江全省的经营网络，医药流通业务深耕浙江市场，继续坚持全产品（药品、药材、器械）、全客户（医疗、零售、分销）、批零一体化的模式，对接浙江省药械采购中心的“三流合一”新平台，不断提升市场占有率。此外，公司子公司华东宁波公司专注于创新和专业化推广，在医美和大健康领域精耕细作，代理的进口美容产品伊婉连续三年保持 100% 以上增长，2016 年销售突破 4 亿元，已成为公司子公司中商业模式成功转型的代表。电子商务方面，华东医药商务网

已成为国内最具有影响力的医药 B2B 电商平台之一，既对接省集采平台，也支撑自营业务，2016 年完成销售 106 亿元，订单达到 72 万余笔，获得省电子商务促进会先进单位称号。

2016 年 9 月 26 日，浙江省卫计委印发《浙江省药品采购新平台推进工作方案》，提出构建“信息流、商流、资金流三流合一的药品采购新平台”，并明确表态将实施两票制，在此政策背景之下，华东医药作为浙江省内医药商业龙头企业，在供应商上游议价能力、物流配送能力及医院关系维护能力方面均具备较大优势，或从本轮医药流通领域“两票制”改革中明显受益。

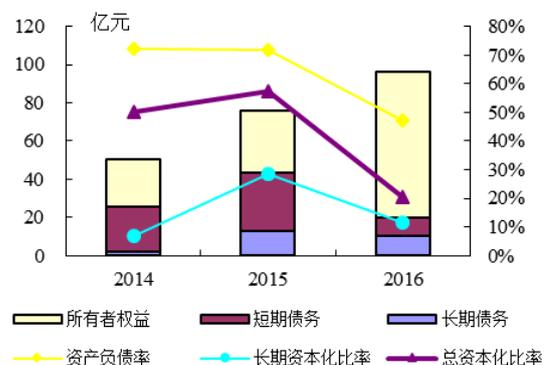
财务分析

以下分析基于天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司出具的 2014~2016 年度标准无保留意见的财务报告，所有数据均为合并口径。

资本结构

2016 年 1 月公司定向增发 5.20 亿股，募集资金总额 35.00 亿元，使得其资产规模和所有者权益增长较快。截至 2016 年末，公司资产总额 144.56 亿元，较去年同期增长 26.62%；所有者权益金额达 76.42 亿元，较去年增长 135.62%，自有资本实力大幅上升。与此同时，公司偿还了部分债务，使得其 2016 年末负债总额由年初的 81.74 亿元下降至 68.15 亿元。截至 2016 年末，公司资产负债率为 47.14%，总资本化比率为 20.56%，分别较去年同期下降 24.45 个百分点和 36.77 个百分点。

图 2：2014~2016 年公司资本结构



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产构成方面，公司资产主要由流动资产构成，2016 年末其占公司资产总额的 80.99%，主要由应

收账款、存货和货币资金构成，分别占资产总额的30.89%、21.34%和18.41%。具体来看，2016年末公司应收账款金额44.66亿元，较去年同期增长22.79%，其中前五名客户占比7.34%，应收客户较为分散，且账龄1年以内的金额占比98.52%。存货方面，截至2016年末公司存货30.84亿元，较去年增长27.30%，其中库存商品和产成品分别占比78.97%和11.18%。同期，公司货币资金余额26.61亿元，较去年同期增长79.03%，主要系公司经营活动产生的现金流量净额增加所致。非流动资产方面，截至2016年末公司非流动资产金额27.47亿元，主要由固定资产和无形资产构成。其中，公司固定资产净额18.50亿元，较去年同期增长46.27%，主要系华东医药生物科技园一期项目、中药饮片生产车间扩建等项目在建工程转入固定资产所致；公司无形资产4.91亿元，较去年增长28.90%，主要系公司确认土地使用权和新药非专利技术所致。

负债方面，公司负债主要由应付账款、其他应付款和有息负债构成，2016年末其分别占公司负债总额的49.20%、13.58%和29.02%。其中，应付账款33.53亿元中主要为应付货款31.94亿元，占应付账款的95.25%；其他应付款9.25亿元中主要是应付暂收款，占比为88.63%。有息负债方面，2016年公司利用自有资金偿还了部分债务，债务规模有所减少，期末公司有息债务总额为19.78亿元，同比减少54.61%；同期，公司长短期债务比为0.96倍，与去年相比明显改善，公司短期偿债压力有所减小。

总体来看，得益于2016年的定向增发，公司资产规模和自有资本实力有所增强，且其债务规模较去年同期有所下降，债务结构有所优化。

盈利能力

2016年，公司主导产品百令胶囊、阿卡波糖等销售情况保持上升态势，同时医药商业板块亦稳步增长，使得其收入规模快速提升，全年公司营业总收入253.80亿元，同比增长16.81%。产品毛利率方面，公司毛利润主要由医药制造板块提供，2016年公司医药制造板块毛利率83.68%，较上年同期略降0.88个百分点；医药商业板块毛利率7.29%，毛

利水平同比有所上升，2016年公司整体毛利率为24.27%，较去年上升0.29个百分点，整体较为稳定。

图3：2014~2016年公司收入情况



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2016年公司期间费用总计41.52亿元，同比增长12.31%，主要系销售费用增加所致，其中销售费用为32.99亿元，同比上升19.14%。同期，公司三费总计占营业总收入的比重为16.36%，得益于财务费用的下降及营业收入的增长，公司三费收入占比同比下降0.66个百分点。

表3：2014~2016年公司期间费用情况

单位：亿元、%

项目	2014	2015	2016
销售费用	21.28	27.69	32.99
管理费用	6.18	7.22	7.59
财务费用	1.54	2.06	0.94
三费合计	29.00	36.97	41.52
营业总收入	189.47	217.27	253.80
三费收入占比	15.31%	17.02%	16.36%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润构成，2016年随着收入规模的增长，公司盈利能力有所增强，全年实现利润总额18.82亿元，同比增长32.56%，其中经营性业务利润为18.77亿元，同比增长33.30%。

总体来看，2016年公司收入规模有所增长，同时毛利水平较为稳定，加之期间费用控制能力较好，其整体盈利能力得到增强。

偿债能力

2016年，公司以自有资金偿还了部分债务并进行了结构调整，使得其年末总债务规模下降至19.78亿元，长短期债务比为0.96倍。

经营活动产生现金净流量方面，2016 年公司经营活动净现金流为 13.47 亿元，同比增长 104.54%，主要系公司销售货款增加大于原料采购和经营费用的增加所致；同期，经营性净现金流/总债务为 0.68 倍，公司经营净现金流对债务本金的覆盖程度较好。获现能力方面，2016 年公司 EBITDA 为 21.77 亿元，较去年增长 24.03%，同期总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 0.91 倍和 26.10 倍，偿债能力较上年有较大程度的提升。

表 4：2014~2016 年公司偿债能力分析

项目	2014	2015	2016
总债务（亿元）	25.30	43.57	19.78
EBITDA（亿元）	14.40	17.55	21.77
经营活动净现金流（亿元）	7.41	6.59	13.47
经营净现金流/总债务（X）	0.29	0.15	0.68
总债务/EBITDA（X）	1.76	2.48	0.91
EBITDA 利息倍数（X）	10.72	9.75	26.1
资产负债率（%）	72.04	71.59	47.14
总资本化比率（%）	50.11	57.33	20.56

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2016 年末，公司无对外担保。财务弹性方面，截至 2016 年末，公司获得各大银行授信总额 70.03 亿元，其中未使用授信余额 56.59 亿元，较为充足的未使用银行授信额度保证了公司较好的财务弹性。

综合来看，得益于核心产品较强的竞争优势，2016 年公司收入规模稳步提升，盈利能力和获现能力持续增强，同时定向增发亦使得公司资本实力进一步夯实，资本结构有所优化，其整体具备较强的综合实力和抗风险能力。

担保实力

中国远大集团有限责任公司（以下简称“远大集团”）为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

远大集团由北京炎黄置业有限公司和北京远大华创投资有限公司共同出资组建，于 1993 年 10 月在国家工商行政管理总局登记注册，现有注册资本 83,800 万元。

远大集团业务范围涵盖医药健康、贸易流通、置业投资和金融服务四大板块，其中贸易流通和医

药健康系远大集团最主要的收入来源。近年来远大集团营业收入持续增长，2016 年营业收入为 1,172.32 亿元，较去年增长 27.08%，其中贸易流通业务收入 842.51 亿元，较去年增长 31.87%；医药业务收入 320.18 亿元，较去年增长 16.41%，上述两者营业收入合计占同期营业总收入的 99.18%。

贸易流通板块系远大集团重要的产业之一，是其最主要的收入来源，2016 年该板块营业收入占公司营业总收入的 71.87%。远大集团贸易流通板块主要涉及商品贸易和物流代理等领域，该板块运营主体为远大产业控股股份有限公司（以下简称“远大产业”）控股的远大物产集团有限公司（以下简称“远大物产”）。2016 年远大物产继续推进全面转型升级，探索新的业务模式和可持续的盈利模式，拓展金融化经营模式，控制经营风险，在经营中努力为客户提供快捷优质的信息、仓储、物流、类金融等服务，利用自身资源积极拓展新的客户，同时维护与上游客户良好的关系，总体保持持续稳定的发展。

医药业务方面，远大集团医药板块业务运营涉及医药制造、医药商业和连锁药店等领域，旗下重要的运营主体为华东医药，此外该业务板块包括远大医药（中国）有限公司、四川远大蜀阳药业股份有限公司（以下简称“蜀阳药业”）、雷允上药业集团有限公司（以下简称“雷允上药业”）和辽宁远大诺康生物制药有限公司（以下简称“诺康生物”）等运营企业。2016 年华东医药主要产品百令胶囊和阿卡波糖销量持续较快增长，同时其医药商业业务稳步发展，使得远大集团医药板块业务盈利能力有所提升。

从财务表现来看，随着远大集团不断发展，其资产及负债规模亦不断增长。2016 年末，远大集团总资产规模为 479.44 亿元，较上年增长 21.20%；同期，负债总额为 349.62 亿元，较上年增长 21.62%；所有者权益为 129.82 亿元，较上年增长 20.08%。财务杠杆比率方面，远大集团负债水平较高，截至 2016 年末远大集团资产负债率为 72.92%，总资本化比率为 59.78%。

资产构成方面，截至 2016 年末，远大集团资产主要以流动资产为主，占比为 74.87%，主要由货币资金 93.85 亿元、应收账款 65.39 亿元和存货 84.24 亿

元构成,分别较上年增长 11.17%、34.44%和 12.40%。具体来看,货币资金主要为银行存款 65.20 亿元,其中受限金额为 14.80 亿元;应收账款中以账龄 1 年以内为主,金额为 58.84 亿元,回收风险相对较小;存货主要为库存商品 56.12 亿元。公司非流动资产主要由固定资产 56.92 亿元构成,占总资产比例 11.87%,较去年增长 21.33%,主要为房屋及建筑物。

有息债务方面,截至 2016 年末远大集团有息债务为 192.97 亿元,较去年年末增长 13.40%,长短期债务比为 1.88 倍,较上年有所改善。整体来看,公司有息债务规模较大,且短期债务占比较高,或面临到期偿付压力。

盈利方面,受益于医药和贸易流通业务的良好发展,远大集团营业收入规模稳步增长。2016 年,远大集团实现营业总收入 1,172.32 亿元,其中医药和贸易板块占比较高,分别实现营业收入 320.18 亿元和 842.51 亿元。利润总额方面,2016 年公司利润总额 37.52 亿元,较去年同期上升 28.71%,公司盈利能力有所增强。

2016 年远大集团经营性净现金流为 26.02 亿元,相比较有息债务规模,公司净现金流对债务保障作用较弱。获现能力方面,2016 年远大集团 EBITDA 为 53.74 亿元,较去年同期增长 24.27%;总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 3.59 倍和 5.88 倍,公司经营所得对其债务利息支出较有保障。

经营净现金流/总债务 (X)	0.03	0.11	0.13
总债务/EBITDA (X)	3.56	3.94	3.59
EBITDA 利息倍数 (X)	4.80	5.14	5.88
资产负债率 (%)	73.41	72.67	72.92
总资本化比率 (%)	61.12	61.15	59.78

资料来源:远大集团定期财务报告,中诚信证评整理

银行授信方面,截至 2016 年末,远大集团在浦发银行、工商银行和中国银行等多家银行共取得授信额度 80.54 亿元,其中尚未使用的额度为 22.96 亿元,具有一定的备用流动性。

或有负债方面,截至 2016 年末,远大集团无对外担保(不含子公司)。

总体来看,2016 年远大集团有息债务规模有所提升,面临一定短期偿债压力,但得益于其医药和贸易流通业务较好的发展,公司收入规模保持稳步增长,整体仍具备较强的盈利能力和偿债能力,其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保能够对本次公司债券按期偿还提供保障。

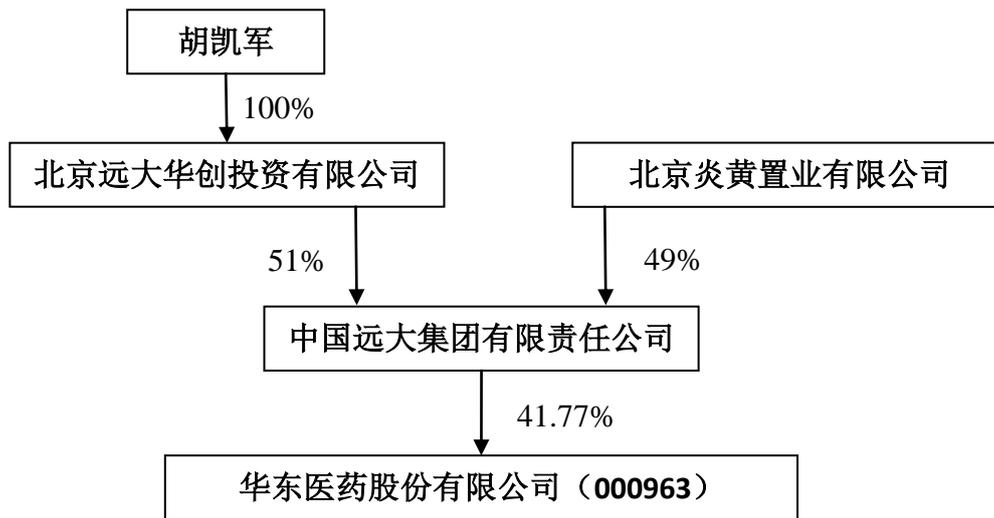
结 论

综上,中诚信证评上调华东医药主体信用等级为 **AA⁺**,评级展望为稳定;维持“华东医药股份有限公司 2015 年公司债券”信用等级为 **AA⁺**。

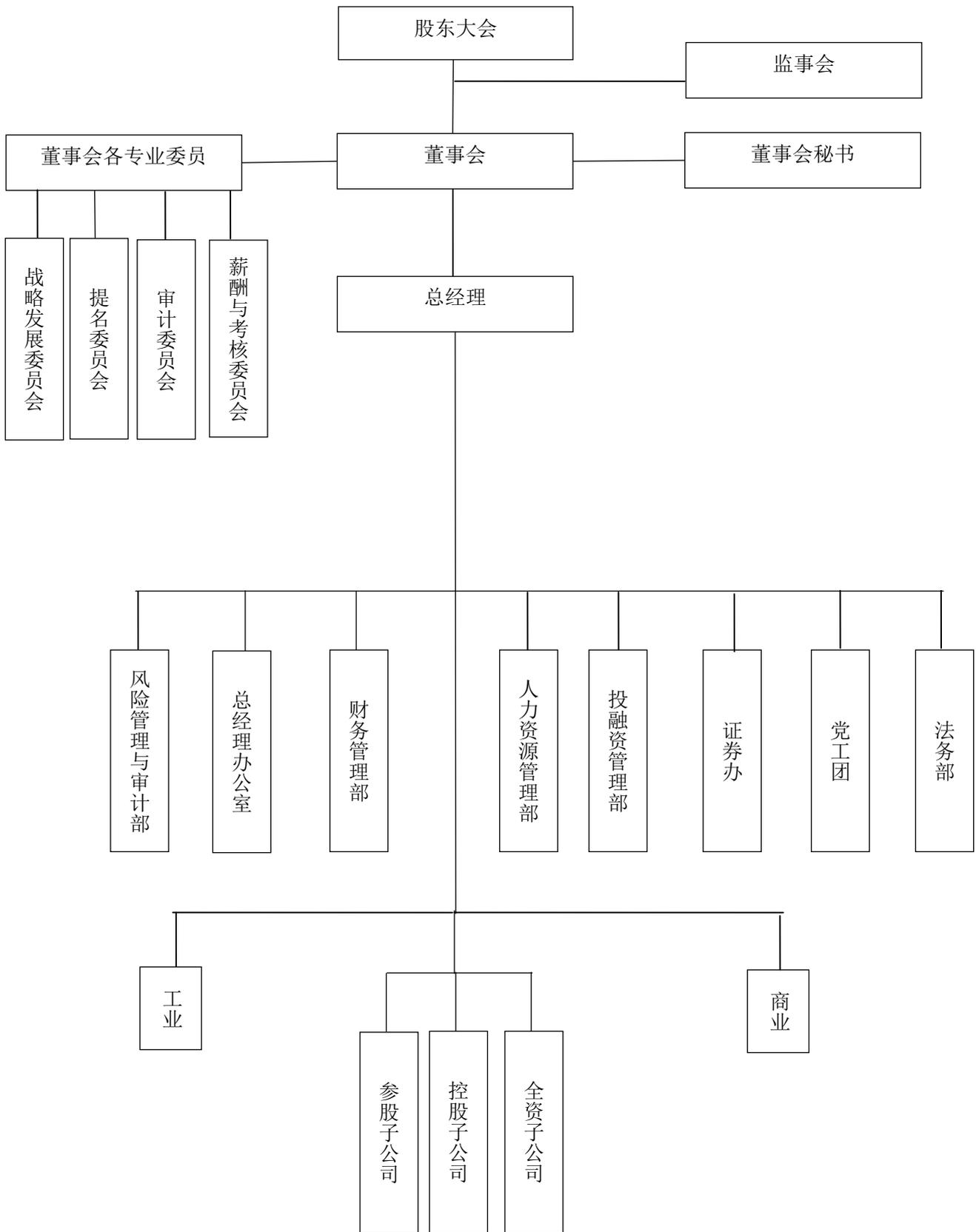
表 5: 2014~2016 年公司偿债能力指标

项目	2014	2015	2016
总债务(亿元)	126.23	170.17	192.97
EBITDA(亿元)	35.42	43.24	53.74
经营活动净现金流(亿元)	4.24	19.10	26.02

附一：华东医药股份有限公司实际控制人股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附二：华东医药股份有限公司组织架构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附三：华东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)	2014	2015	2016
货币资金	100,533.16	148,651.07	266,132.12
应收账款净额	310,361.37	363,732.38	446,614.58
存货净额	181,464.24	242,288.97	308,442.07
流动资产	696,761.82	895,736.19	1,170,896.85
长期投资	12,808.17	14,449.00	15,566.92
固定资产合计	101,386.27	126,508.62	185,048.97
总资产	900,719.76	1,141,717.78	1,445,642.87
短期债务	233,868.19	305,570.36	96,714.95
长期债务	19,137.80	130,113.60	101,077.51
总债务(短期债务+长期债务)	253,005.99	435,683.96	197,792.46
总负债	648,855.05	817,382.94	681,458.77
所有者权益(含少数股东权益)	251,864.71	324,334.84	764,184.10
营业总收入	1,894,737.91	2,172,738.35	2,537,966.75
三费前利润	407,759.86	510,529.23	602,881.60
投资收益	709.66	844.80	2,661.08
净利润	94,275.65	115,216.65	153,541.03
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	144,023.96	175,535.23	217,708.10
经营活动产生现金净流量	74,085.47	65,853.63	134,696.28
投资活动产生现金净流量	-81,457.40	-81,932.67	-61,363.45
筹资活动产生现金净流量	-619,579.15	-916,392.33	-557,920.80
现金及现金等价物净增加额	-626,951.07	-932,471.37	-484,587.97
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率(%)	21.98	23.98	24.27
所有者权益收益率(%)	37.43	35.52	20.09
EBITDA/营业总收入(%)	7.60	8.08	8.58
速动比率(X)	0.82	0.95	1.49
经营活动净现金/总债务(X)	0.29	0.15	0.68
经营活动净现金/短期债务(X)	0.32	0.22	1.39
经营活动净现金/利息支出(X)	5.51	3.66	16.15
EBITDA 利息倍数(X)	10.72	9.75	26.10
总债务/EBITDA(X)	1.76	2.48	0.91
资产负债率(%)	72.04	71.59	47.14
总资本化比率(%)	50.11	57.33	20.56
长期资本化比率(%)	7.06	28.63	11.68

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

附四：中国远大集团有限责任公司主要财务数据及财务指标

财务数据(单位：万元)	2014	2015	2016
货币资金	585,637.80	844,224.12	938,496.05
应收账款净额	379,919.27	486,391.78	653,924.77
存货净额	697,112.22	749,483.07	842,417.91
流动资产	2,203,111.22	2,762,303.02	3,589,606.54
长期投资	192,410.38	158,993.82	118,834.34
固定资产合计	267,212.93	469,151.52	569,242.22
总资产	3,018,913.36	3,955,793.16	4,794,372.01
短期债务	1,107,797.97	1,320,338.92	1,260,170.08
长期债务	154,477.93	381,312.52	669,566.58
总债务(短期债务+长期债务)	1,262,275.90	1,701,651.44	1,929,736.66
总负债	2,216,171.66	2,874,695.21	3,496,160.48
所有者权益(含少数股东权益)	803,041.55	1,081,097.94	1,298,211.53
营业总收入	7,860,067.93	9,224,814.52	11,723,223.30
三费前利润	698,577.88	958,456.21	1,254,794.26
投资收益	197,854.18	21,0314.44	68,846.66
净利润	186,485.89	226,520.06	290,617.64
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	354,246.54	432,396.85	537,357.90
经营活动产生现金净流量	42,418.27	191,020.80	260,150.07
投资活动产生现金净流量	-150,629.99	-45,717.42	-224,857.35
筹资活动产生现金净流量	99,188.79	33,038.71	188,763.95
现金及现金等价物净增加额	-8,926.68	177,922.39	214,014.27
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率(%)	9.13	10.65	11.00
所有者权益收益率(%)	23.22	20.95	22.39
EBITDA/营业总收入(%)	4.51	4.69	4.58
速动比率(X)	0.75	0.86	1.03
经营活动净现金/总债务(X)	0.03	0.11	0.13
经营活动净现金/短期债务(X)	0.04	0.14	0.21
经营活动净现金/利息支出(X)	0.57	2.27	2.85
EBITDA 利息倍数(X)	4.80	5.14	5.88
总债务/EBITDA(X)	3.56	3.94	3.59
资产负债率(%)	73.41	72.67	72.92
总资本化比率(%)	61.12	61.15	59.78
长期资本化比率(%)	16.13	26.07	34.03

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。
2、远大集团2014、2015年期末数为来年期初调整数。

附五：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）

附六：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。