

医药制造企业主体信用评级方法

2017年12月26日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696 地址：北京市朝阳区建国门外大街 邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228 2号PICC大厦17层 网址：www.lhratings.com

医药制造企业主体信用评级方法

作者：联合资信 工商企业一部

概要

主体信用评级也称债务人评级、发行人评级，是以企业或经济主体为对象进行的信用评级。主体信用评级是对受评主体如期偿还其全部债务及利息的能力和意愿的综合评价，即主体违约可能性（概率）的评估。

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）主要是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的要素进行分析，综合判断偿债主体信用风险的大小，评定受评主体的信用等级。本方法列举了判断医药制造企业主体信用风险的主要评级要素，是评定医药制造企业主体长期信用等级的重要参考，但并未涵盖医药制造企业评级时需要考虑的所有因素，评级作业中要根据企业的实际情况进行必要的补充。医药制造企业主体信用评级方法主要包括以下内容：适用范围、评级框架、评级要素（经营风险评级要素、财务风险评级要素）、主要衡量指标等。

一、适用范围

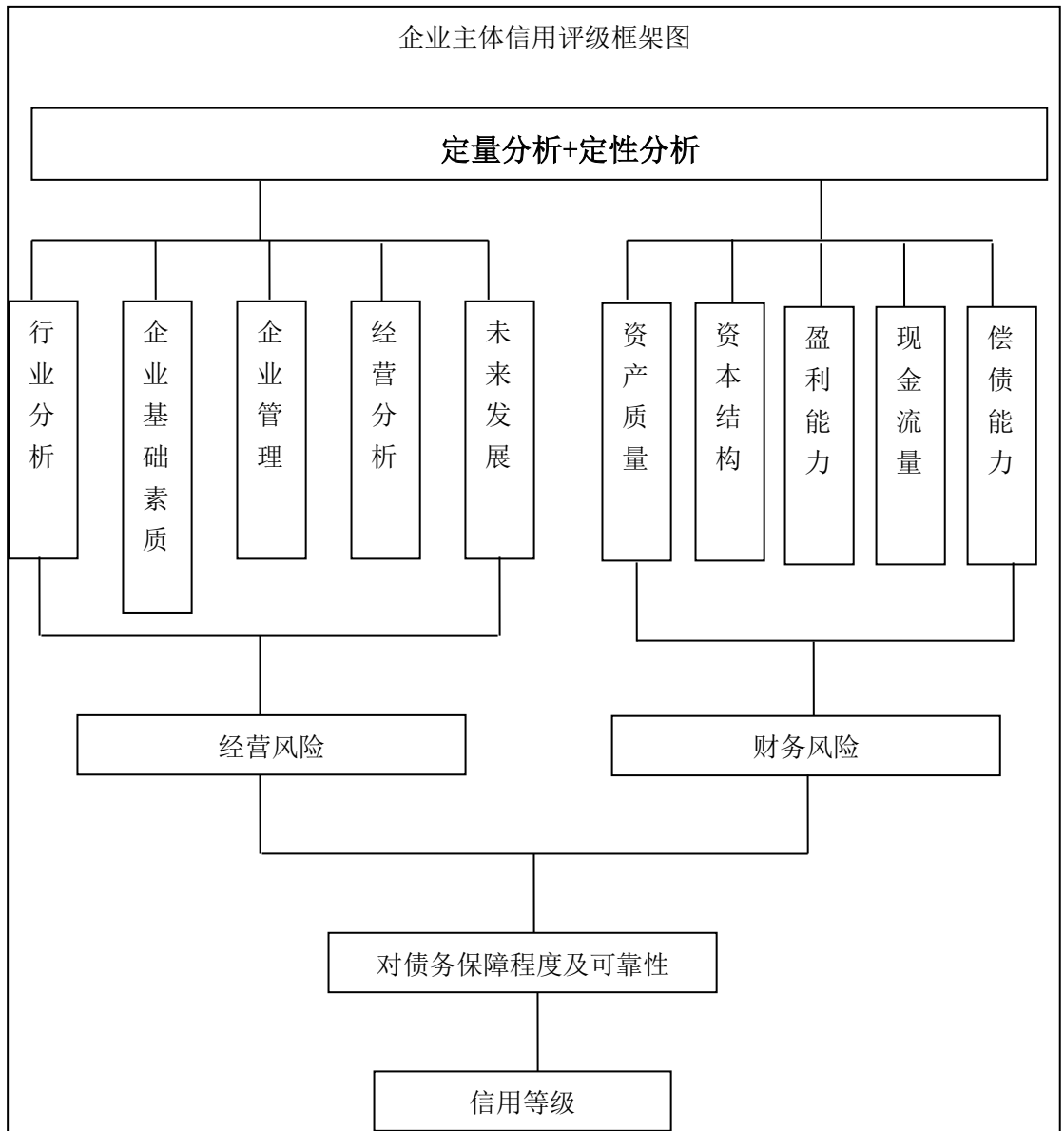
医药制造业是指将原料经物理变化或化学变化后成为了新的医药类产品的行业。医药制造业包括化学制药工业（含化学原料药和化学制剂药）、中药工业（含中成药制造和中药饮片加工）、生物制药工业和医疗设备及器械制造工业等子行业。联合资信医药制造企业信用评级方法适用于以医药制造为主营业务的企业，界定标准为营业收入或利润总额 50% 以上来自于医药制造业务。

二、评级框架

主体信用评级是对受评主体如期偿还其全部债务及利息的能力和意愿的综合评价，主要评价受评主体长期违约可能性的大小。受评主体违约可能性的大小可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以度量。企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的可靠程度，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度。

由于企业债务偿还主要发生在未来，对企业偿债资金来源的判断主要是依靠评级机构的专业判断。一般意义上讲，从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以预测企业未来的经营、财务和发展状况，但这种预测的主观性仍然较强。因此，从主体信用评级方法上来看，联合资信会以定量分析为基础，定性分析为主，定量和定性分析相结合的方法来对企业违约风险的大小进行判断。

联合资信对医药制造企业主体信用评级框架是通过分析影响偿债主体经营风险和财务风险的主要要素进行分析，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用等级。其中，经营风险因素主要从所处行业、基础素质、管理能力、经营情况、未来发展等方面入手分析；财务风险因素则主要包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量、偿债能力等方面。



三、评级要素

（一）经营风险评级要素

1、行业分析

行业概况

医药产品具有需求刚性，医药制造行业是典型的弱周期行业，受宏观经济波动影响小，行业需求宏观层面主要受国家医疗投入、人口结构等因素影响。重点分析国内外宏观经济走势、人口结构、国家医疗投入等因素。

2012年以来，政府推出多项医疗体制改革（以下简称“医改”）政策，随着覆盖城乡的医保体系进一步完善，医药市场规模随之扩容；同时药价改革取得突破，医保控费进一步加强，药品价格面临下降压力，医药制造行业收入和利润增速持续放缓。2016年，药品终端需求强劲，医保体系进一步健全，经过一系列医改政策调整的有利驱动，医药工业收入和利润结束了连续下滑的趋势，开始企稳回升。

产业政策

医改是影响整个医药行业的关键因素。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进，政策内容涉及公立医院改革、鼓励社会办医、药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容，可大体归纳为生产端的去产能和消费端的调结构两大类。政策加速行业集中度提高和企业间分化，品种储备、资金实力、研发能力将对企业信用水平产生重要影响。同时，医药产品直接关系国民的生命健康，药品质量受到政策法规严格的监管。

行业地位

近年来，医药工业即医药制造业增加值占工业整体增加值比重持续提高，对工业经济增长的贡献进一步扩大。2016年，规模以上医药工业增加值同比增长10.6%，增速较上年同期提高0.8个百分点，高于全国工业整体增速4.6个百分点；医药工业增加值在整体工业增加值中所占比重为3.3%，较上年提升0.3个百分点。

行业竞争

中国医药制造行业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，医药制造企业数量多、规模小，集中度低。此外，中国药品品种雷同现象普遍，部分药品产能过剩，医药制造行业也面临“去产能”和“调结构”。近年来，行业内监管趋严，政策调控力度加大，行业内资源不断向优势企业集中。为实现规模化生产、获得优势品种、拓宽销售网络，整合并购将成为提高行业集中度的重要手段，预计未来行业集中度将有所提高。重点关注企业所在细分子行业的国内外竞争情况、行业集中度、企业主要产品生产规模、市场占有率等因素。

行业环境风险

化学原料药生产能耗较大、环境污染严重，生产过程中产生的“三废”量大且废物成分复杂，对于环境和人体健康危害都较为严重，但“三废”的治理难度大，投资大，运行成本高。随着环保标准的不断提升和治理压力的加大，限产、停产的现象从偶发转向多发，2015年，受停限产影响，青霉素、硫红霉素等原料药产量下降20~30%，一些化学原料药大省的医药工业销售收入增速进一步下滑，甚至出现负增长；2016年，京津冀地区因雾霾红色预警造成地区性多次停产，给企业的正常生产经营带来不利影响。

行业发展

医药制造行业在经过前期高速增长后步入稳定增长阶段，医保控费对行业增长的边际冲击已有所减缓，在需求端的刺激下，2016年起行业开始企稳回升。预计未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求，同时，随着生产端去产能和消费端调结构的各项政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，环保与药品安全强化，具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升。

2、企业基础素质

区域环境

重点分析企业所在地经济发展状况，区域内医疗资源投入、人口结构等因素。同时需关注企业主要产品销售区域的经济水平、产品需求情况等；区域内市场供需和竞争情况。

企业所有制性质

分析企业为国有企业、民营企业还是合资企业，以及所有制性质对企业治理结构及偿债能力的影响；企业的股东背景，股东对企业的管理方式以及支持力度，包括资金、技术、设备、政策等方面的支持。

企业规模及竞争力

对于企业规模及竞争力，需重点分析企业产能规模、产品结构、竞争实力等经营层面因素，以及资产、收入、利润等财务概况。

(1) 产能规模：关注企业药品生产线及其对应的生产能力；生产线是否通过 GMP/FDA 等认证。

(2) 产品结构及竞争实力：关注企业产品梯次结构、主要治疗领域；在细

分领域的市场份额；获得药批文号数量、产品进入国家基药目录及医保目录的数量；独家产品数量；原研药及首仿药占比。

技术水平与研发能力

医药制造行业属于技术密集型行业，研发能力的高低是决定医药制造企业市场竞争力和行业地位的重要因素。药品研发具有周期长、风险高、投资大的特点。2015年以来，临床数据自查、仿制药一致性评价、药品优先审批等政策的出台为医药制造行业带来了机遇和挑战，在提高药品研发壁垒和质量的同时，也促使行业更加规范化和集中化，促进行业的优胜劣汰。

分析研发能力时应关注企业研发人员的构成和研发机构的实力、研发投入的力度；重点关注企业研发成果，包括已获得专利数量、研发方向、在研产品数量、在研产品主要治疗领域及其所处研发阶段、是原研药或仿制药。

外部支持

重点分析医药制造企业获得政府支持和股东支持的可能性及支持力度。

政府支持方面，需关注企业是否享有政府在资本金注入、财政补贴或税收优惠等方面的持续支持；是否有政府明确担保且有政府救助历史；企业经济或政治地位是否重要，是否为政府重点扶植企业。医药产业是国家重点扶持的产业，获得政府支持的力度较大。

股东支持方面，需要分析母公司背景和实力及企业在股东的发展战略上所处的地位；获得股东注资支持和其他资金等支持力度的大小；股东是否为企业债务提供担保。

3、企业管理

公司治理

重点分析企业股权结构及机构设置情况，董事会、监事会制度是否完善，

董事会、监事会、管理层以及股东的权利分布及运作情况。医药制造企业以民营企业为主，需要关注公司的实际控制人及其持股比例。

管理水平

企业组织机构设置是否完备，能否满足企业经营发展需要；管理职责是否明确，规章制度是否健全，内部制约是否得力，人事管理是否有效，激励措施是否得当等，可从服务质量管理、投资管理、人力资源管理、财务管理、资金管理、审计控制、信息化管理等方面进行分析。药品质量是医药制造企业发展的关键，需要重点关注企业对药品质量控制是否到位和其对原材料采购、库存管理等执行情况。

环境保护及管理

医药制造行业对环保的要求日益增强，尤其是化学原料药生产行业，是被环保部重点监测的细分子行业之一，同时环保措施的增加亦带来企业运营成本的上升。需关注医药制造企业特别是原料药生产企业如何处理“三废”及“三废”排放是否达标；企业在环保方面投入情况，采取的环保措施及通过相关认证情况；环保部门的处罚情况，以及对企业经营的影响。

4、经营分析

主要从原材料采购、产品生产、产品销售等方面重点分析医药制造企业经营情况。

原材料采购

(1) 采购成本是医药制造企业的主要成本。近年来部分中药材及化学原料药价格波动较大，对中成药生产企业和化学制剂药生产企业的成本控制带来了挑战，而对于具有中药材种植业务和“原料药-制剂药”一体化的企业来说成本控制难度相对较低。对原材料采购进行分析时，需重点分析企业所需要的原材料种类、采购规模变化趋势是否与经营变化趋势相符，原材料价格变动与市场

价格变动的匹配程度及对企业生产成本的影响；定价方式，付款方式，信用政策；原材料自给率。

(2) 由于药品安全的特殊性，医药制造企业对原材料的质量要求很高，需重点关注企业对供应商的选择及管理和对原材料的质量控制措施，主要供应商及集中程度，从而判断原材料供应的安全性和稳定性。

产品生产

(1) 不同产品盈利能力有所差异，需关注企业主要产品类型、产品梯次结构、主要治疗领域及是否符合行业政策导向；主要产品在细分市场的份额；获得药批文号数量、产品进入国家基药目录及医保目录的数量；独家产品数量。

(2) 关注企业生产组织方式，主要生产基地的分布；企业对生产过程的管理情况，生产线是否通过新版 GMP 认证（对于出口企业则关注是否通过国外相关认证）；近年来产能及产量规模及变化情况，现有产能利用情况、未来产能扩张计划是否与市场需求结合等。

(3) 需重点关注企业盈利情况是否依赖单一或几种主要产品。依赖单一产品的医药制造企业抗风险能力较弱，一旦其专利保护期过期、有其他竞争者进入导致盈利能力下降，将对公司整体收入及利润水平产生较大影响；而产品多元化发展有利于平抑单一产品受政策调控及市场变化影响为企业带来的经营风险。

产品销售

(1) 重点关注企业销售模式、销售渠道、销售网络覆盖情况，企业对销售渠道的掌控能力。由于各子行业及细分品种的下游需求不同，具体销售方式及销售渠道有所差异。对于处方药尤其是专科药和创新药生产企业，需重点关注其销售队伍素质、专业推广能力；对于 OTC 药物，重点关注其对零售终端的产品推广能力。

(2) 2014 年以来，国家取消药品最高零售限价，通过医保控费和招标采购，由市场竞争形成药品价格。需重点分析企业产品产销率、销售数、销售价格变动。

(3) 医药制造企业下游多为医药流通企业，需重点关注分析企业主要客户，集中度情况；销售结算方式，信用政策及销售回款情况。

5、未来发展

对未来发展的分析应包括企业未来发展规划及项目投资情况。关注企业未来发展规划定位的准确性以及可行性；企业项目投资情况（项目资金来源、项目建设期、预计达产后效益情况），是否围绕主营业务方面展开投资，能否提高企业现有产品的附加值和生产能力；未来重组或者收购行为，重组或收购资金及筹措资金的手段。重点关注企业未来的资本支出对债务负担的影响程度，投资规模、资金来源、偿债压力、投资回收与资金来源的匹配程度等。此外，还要重点关注企业权益增减情况，是否通过股东增资、定向增发等方式增厚权益，或者通过资产剥离、股东减资等方式减少权益。

（二）财务风险评级要素

主要从财务信息质量、资产质量、资本结构、盈利能力、现金流和偿债能力等方面分析。

1、财务信息质量

重点分析近三年会计师事务所稳定性及其对公司财务报表出具的审计结论；如果出具非标准无保留意见审计结论，进一步分析相关事项对企业信用的影响；结合企业经营情况分析近三年公司会计政策及财务数据变化情况，判断财务数据的真实性和可比性。

2、资产质量

资产质量分析是判断财务风险的起点。需重点关注企业资产构成及稳定性，流动资产主要分析企业流动资产构成，资产流动性和受限情况。

因医药制造企业下游客户多为医药流通企业及医院等医疗终端，应收账款规模较大，需关注应收账款账龄及回收情况；对于存货，由于部分原材料（如中药材）的价格波动较大，需关注其构成、计价方式、变现能力及跌价风险。固定资产、在建工程是医药制造企业非流动资产的重要组成部分，需关注固定资产的明细、折旧情况；对于在建工程，关注项目进展情况，与企业未来投资计划是否一致。随着医药行业集中度不断提升，企业间并购活动较为频繁，应关注商誉占资产的比重及被收购企业的经营状况、减值计提情况。还需关注企业资产受限及抵质押情况等，从而对整个企业资产质量形成判断。

3、资本结构

企业资本结构的状况对企业财务风险有着重要影响，债务负担重的企业其偿还债务的压力较大，财务风险也较高。一般而言，权益占比越大，对债权人保障程度越高。医药制造企业的资本性支出主要集中在生产线或生产基地建设方面，整体投资规模较大。重点关注企业有息债务规模及变化趋势和速度、债务负担的程度、债务结构与资产结构的匹配情况、债务偿还时间的集中程度，所有者权益的构成、稳定性和利润分配政策等。对于医药制造企业的债务水平，还需要结合企业未来投资计划和筹资安排的变化趋势来考察，如是否有新建生产线项目、对外股权投资或并购计划等大规模资本支出。

衡量指标主要包括债务期限结构、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率、资产负债率等。

4、盈利能力

盈利能力分析与经营分析联系较大，直接反应了企业经营成果。分析盈利

能力时需结合企业经营情况、行业变化及同行业企业情况综合分析，重点关注近三年营业收入及营业成本变动、毛利率变动。医药制造企业的期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）普遍较高，其销售费用往往包括大额市场推广费，管理费用中则计入了研发支出，需关注近三年期间费用占营业收入的比重、销售费用和管理费用的变动所体现的销售政策和研发投入的变动。医药制造企业整体盈利能力较强，但各个子行业略有差异。一般来说，中成药制药企业的盈利能力和化学药制剂制造企业的盈利能力强于化学原料药制造企业。近年来医改政策对部分药品的价格形成一定冲击，部分企业盈利能力下滑。

主要考察指标包括：营业利润率、净资产收益率、总资本收益率等。

5、现金流

现金流分析是评级分析的重点，因为现金流量是清偿债务的基础，将企业在一段时期内可支配的现金，与企业应偿还的全部债务相比较，可以显示出企业在持续经营中获取的现金对全部债务的保护程度。在分析时，主要考察的指标包括：经营活动产生的现金流量净额、现金收入比、经营流动负债比率、筹资活动前现金流量净额债务保护倍数、筹资活动前现金流量净额利息保护倍数等指标。医药制造企业还需要关注现金流表现出的销售政策及与上下游议价能力的变动是否一致，投资活动所反映的资本支出与经营活动现金流的匹配程度。

6、偿债能力

偿债能力分析是信用评级的关键。对于医药制造企业偿债能力的分析，主要关注以下几点：

（1）短期偿债能力，主要分析流动资产、速动资产、现金类资产对短期债务的保护倍数，以及经营活动净现金流对短期债务的保护能力；重点关注流动比率、速动比率、经营现金流动负债比等计算指标。医药制造企业货币资金较为充裕，流动比率处于较高水平。

(2) 长期偿债能力，主要分析指标包括 EBITDA、全部债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数。EBITDA 是未计利息、税项、折旧及摊销前的利润，是利润衡量的重要指标。EBITDA 利息倍数应考虑 EBITDA 对费用化利息支出和资本化利息支出的覆盖程度，EBITDA 对利息的覆盖倍数越高，对长期债务的保护能力越强。

(3) 其他信用支持，主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道，包括资产出让、引入战略投资者、IPO、增发配股、银行授信以及股东、各级政府给予的支持，在分析其他信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度做出判断。

7、其他重大问题

(1) 母公司财务状况分析。部分集团企业依赖下属上市公司经营，自身不存在实际业务或主要业务为对外投资，其自身报表与合并报表相比差异大，财务实力弱，债务负担重。对于此类企业，需关注其投资收益现金实现情况，资产抵质押情况（包括是否存在股权、土地、设备、厂房等资产的抵质押，抵质押比重）。

(2) 对外担保。需重点关注对外担保规模、担保比率（担保责任额/所有者权益）是否高于 30%（含）、有无反担保措施；担保对象企业性质，行业及区域集中度情况；被担保企业是否出现贷款逾期而发生重要代偿事件。

(3) 未决诉讼。需重点关注诉讼涉及金额大小，是否占到企业资产的 10%（含）以上，且有可能造成较大损失；因诉讼事件导致企业直接损失达到企业所有者权益的 10%（含）以上；诉讼可能导致公司经营受到严重影响。

(4) 关注关联交易风险，包括企业是否制定明确的关联交易制度，是否存在利用关联交易非法转移企业经济利益或者操纵关联企业的利润的行为；企业在原材料采购、销售等方面关联交易收入占比达到公司收入 50% 以上；企业提

供的对外担保或委托贷款中针对关联企业的占比达到 50%（含）以上。

(5)关注企业过往债务履约情况,通过查询中国人民银行《企业信用报告》,了解企业已结清和未结清债务中不良和关注类债务缘由;通过公开网站查询企业已发行债券的还本付息情况。

(三) 主要衡量指标

评级要素		细分要素指标
行业分析	行业概况	宏观经济形势、人口结构、国家医疗投入
	产业政策	各类医改政策及其对行业内企业经营规模和盈利能力等方面的影响
	行业地位	医药工业增加值占工业整体增加值的比重
	行业竞争	行业集中度、行业主要企业销量规模排名、行业经济效益、细分行业龙头企业及占有率等
	行业环境风险	环保标准、处罚办法和激励政策
	行业发展	行业政策引导方向、国家医疗投入、人口结构
基础素质	区域环境	所在地经济发展是否良好，区域内医疗资源投入、人口结构，主要产品销售区域的经济发展水平、产品需求情况，区域内市场供需和竞争情况
	企业所有制性质	国有企业、民营企业、合资企业
	企业规模与竞争力	产能规模、产品结构、在细分市场的占有率
	技术水平与研发能力	研发人员的构成和研发机构的实力，研发投入的比重，已获专利数量、研发方向、在研产品数量，在研产品主要治疗领域及其所处研发阶段，是原研药或仿制药
外部支持	资本金注入、财政补贴、税收优惠、股东担保、经济政治地位等	
企业管理	公司治理	股权结构及机构设置情况，董事会、监事会制度是否完善，董事会、监事会、管理层以及股东的权利分布及运作情况，实际控制人及其持股比例
	管理水平	组织机构设置完备性、管理职责明确性、规章制度健全程度，内部制约效果，人事管理和激励措施有效性等
	环境保护及管理	如何处理“三废”及“三废”排放是否达标，企业在环保方面投入情况，采取的环保措施及通过相关认证情况，环保部门的处罚情况
经营分析	原材料采购	所需原材料种类和数量，原材料占营业成本的比重，原材料采购模式及质量控制，原材料自给率，采购定价方式、采购价格、付款方式、信用政策，主要供应商及集中程度
	产品生产	生产组织方式，主要生产基地分布，对生产过程的管理情况，近年来产能及产量规模与变化，现有产能利用情况，未来产能扩张计划
	产品销售	销售模式、销售渠道、销售网络覆盖情况，对销售渠道的掌控能力，产品销售数量，销售价格变动，主要客户及集中度情况，销售结算方式，信用政策及销售回款情况
未来发展	未来发展规划定位的准确性以及可行性，项目投资情况（项目资金来源、项目建设期、预计达产后效益情况），并购和重组计划、资金筹措手段、未来规划定位的准确性和可行性等	
财务信息质量	审计机构从业资质，近三年会计师事务所对企业财务报表出具的审计结论，合并范围变动，会计政策一致性，应收账款计提方式、投资性房地产和无形资产计价方式等会计处理方式	
资产质量	应收账款账龄及回收风险，存货构成及减值准备，其他应收款形成原因及账龄，资金回收风险、坏账准备计提及其对流动资金的占用程度，长期股权投资盈利情况、分红情况、减值计提，固定资产折旧方式、成新率，在建工程及商誉价值风险	
资本结构	有息债务规模及债务负担，债务结构与资产结构的匹配程度，债务偿还时间的集中程度，权益的结构及稳定性，资产负债率，长期债务资本化比率，全部债务资本化比率	
盈利能力	收入变动、营业利润率、期间费用率、非经营性损益来源及稳定性、资产收益率、总资本收益率	

现金流	现金收入比，经营活动现金流净额及稳定性，各类现金流与资产负债表的勾稽关系，对外投资资金来源及去向，未来投资规模及资金需求
偿债能力	流动比率、速动比率、经营性现金流动负债比，全部债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数，直接及间接融资渠道
其他重大事项	资产抵质押、对外担保、未决诉讼、信贷履约历史记录