

信用等级公告

联合[2017] 759 号

联合资信评估有限公司通过对中国中药控股有限公司及其拟发行的 2017 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

中国中药控股有限公司
主体长期信用等级为
AAA

中国中药控股有限公司
2017 年度第一期中期票据的信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年六月六日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：(010) 85679696
传真：(010) 85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

中国中药控股有限公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 20 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: 用于补充流动资金及偿还金融机构借款

评级时间: 2017 年 6 月 6 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	6.97	21.38	34.23
资产总额(亿元)	155.99	179.09	210.37
权益总额(亿元)	30.58	114.95	127.56
短期债务(亿元)	5.15	16.00	10.01
长期债务(亿元)	6.71	8.50	29.09
全部债务(亿元)	11.86	24.50	39.10
营业额(亿元)	57.50	63.21	65.33
除税前溢利(亿元)	10.48	13.81	13.04
EBITDA(亿元)	14.08	17.64	17.12
经营活动使用之现金净额(亿元)	9.23	6.00	14.65
毛利率(%)	54.35	57.51	57.98
净资产收益率(%)	28.93	10.13	8.52
资产负债率(%)	80.40	35.82	39.36
全部债务资本化比率(%)	27.95	17.57	23.46
流动比率(%)	42.40	152.05	230.13
经营现金流动负债比(%)	8.45	13.12	41.77
全部债务/EBITDA(倍)	0.84	1.39	2.28
EBITDA 利息倍数(倍)	22.32	25.02	23.31

注: 2014~2015 年财务数据为假设公司于 2013 年 1 月 1 日完成收购同济堂集团及江阴天江集团之事项并将其纳入合并范围, 并依照香港财务报告准则编制。

分析师

孔祥一 李明

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

中国中药控股有限公司 (以下简称“公司”) 作为中国医药集团总公司 (以下简称“国药集团”) 中医药运营平台, 主要从事中药产品研发、生产和销售。联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对公司的评级, 反映了公司在品牌知名度、股东支持方面的优势, 近年来随着优质资产的不断并入, 公司资产和收入规模持续增长, 整体盈利能力强。同时, 联合资信也关注到随着国家深化医药体制改革, 药品价格面临下行压力, 公司资产中无形资产和商誉占比高, 应收账款和其他应收款金额大等因素对其经营及发展可能带来的不利影响。

未来, 公司将重点建设四大核心业务板块: 现代中药板块、中药饮片中药配方颗粒板块、中医药健康综合体板块、医疗产业板块, 争取成为中成药制造龙头企业。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低, 安全性极高。

优势

1. 公司拥有“冯了性”、“德众”、“同济堂”3 个中华老字号品种以及“冯了性风湿跌打药酒”、“少林跌打止痛膏”、“源吉林甘和茶”3 个非物质文化遗产产品, 具有品牌优势, 另有 8 个独家的国家基本药物品种。
2. 作为国药集团中医药运营平台, 公司发展得到了股东在战略、品牌、研发、渠道及资金等多方面的支持。
3. 2013 年, 公司收购了国药集团同济堂 (贵州) 制药有限公司; 2015 年, 公司收购了

江阴天江药业有限公司（以下简称“天江药业”），天江药业中药配方颗粒市场占有率约为 60%，排名第一。随着优质资产的不不断并入，公司资产及收入规模持续增长，整体盈利能力强。

关注

1. 受招标降价、二次议价、医保控费等不利因素影响，公司大部分产品的营业额均出现不同程度下滑，尤其是仙灵骨葆胶囊、颈舒颗粒、润燥止痒胶囊、风湿骨痛胶囊等独家基药品种，下滑幅度较大。
2. 公司应收账款及其他应收款规模大，近三年占总资产的比例在 10%以上，对资金形成一定占用。
3. 2016 年，公司对天江药业收购时可辨认净资产的公允价值进行了重新评估，经过重新评估天江药业无形资产增加 30.40 亿元（其中生产许可及专利增加 11.7 亿元，客户关系增加 2.80 亿元，新增品牌 15.90 亿元），同时，因重新评估，公司商誉减少 20.83 亿元，调整后，无形资产和商誉分别为 67.64 亿元和 34.56 亿元，规模大，均存在一定减值风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）与中国中药控股有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国中药控股有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因中国中药控股有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国中药控股有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、中国中药控股有限公司 2017 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国中药控股有限公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

中国中药控股有限公司（以下简称“公司”或“中国中药”），前身为佛山市政府全资控股的荣山国际有限公司，该公司于1992年在香港注册成立，于1993年4月在香港联交所上市，代码0570.HK。2008年11月29日，荣山国际有限公司与Sureplan Limited签订协议，同意以30000万港币收购Smartpoint International Limited全部股权，实质收购标的为广东环球制药有限公司（以下简称“环球制药”）、山东鲁亚有限公司全部股权，通过吸收合并成功将盈天医药集团有限公司（以下简称“盈天医药”）国内资产装入荣山国际有限公司，并于2009年9月4日，更名为盈天医药集团有限公司；2010年1月30日，环球制药与何兆坚先生签订协议，按人民币11600.00万元收购何兆坚持有的佛山市安宁有限公司93%股权，收购完成后盈天医药间接持有佛山德众药业有限公司100%股权。2012年11月，中国医药集团总公司（以下简称“国药集团”）与佛山市政府签订“战略合作框架协议”，以盈天医药为管理平台，打造百亿中药板块。2013年2月28日国药集团向佛山市政府收购其持有的10.16亿股公司股权，成为公司第一大股东，公司成为央企控股企业。2013年5月，公司以26.40亿元收购国药集团同济堂（贵州）制药有限公司（以下简称“贵州同济堂”）100%股权。2013年11月，公司正式更名为“中国中药有限公司”，股票简称为“中国中药”。2015年5月12-14日公司完成配售175209万股新股，融资港币约82亿元（约为人民币65.67亿元）并于8月成功并购江阴天江药业有限公司（以下简称“天江药业”）87.3%的股权，协议对价为人民币87.36亿元，奠定了公司在中药行业的龙头地位，变更后公司股份数目增至428599万股。

2015年11月5日收购完成天江药业87.3%股权后与华宝信托有限责任公司签订信托人认购协议，信托人代表买方分别认购并持有8014万股股份及11760万股股份，每股发行价为4.21港币，变更后，公司股份数目增至448374万股。2016年7月，公司更为现名。

受股价波动影响，公司分别于2016年3月29日开始至2016年5月31日进行股票回购15次，共计回购5224.2万股，回购股份全部注销；变更后，公司股份数目减至443150万股。截至2016年底，国药集团香港有限公司持有公司36.43%股份，是公司第一大股东；公司最终控股方为中国医药集团总公司。

公司主营业务包括成品药及中药配方颗粒，具体而言包含呼吸及鼻部用药类、风湿骨伤类、心脑血管类、抗生素类、抗肿瘤类、中药材销售、中药配方颗粒等。截至2016年底，公司设研发中心、采购中心、生产中心、营销中心、战略与运营管理部、中医药健康事业部、投资部、人力资源中心、财务中心、政府与法律事务部等部门。

截至2016年底，公司合并资产总额210.37亿元，权益总计127.56亿元（非控股权益11.68亿元）；2016年，公司实现营业收入65.33亿元，除税前溢利13.04亿元。

公司注册办事处及主要营业地点位于香港湾仔轩尼诗道288号英皇集团中心1601室。董事局主席：吴宪先生。

二、本期中期票据概况

公司于2016年注册总额度为人民币45亿元的中期票据，2016年发行第一期中期票据25亿元，本期计划发行2017年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度为人民币

20亿元，期限3年，还本付息方式为按年付息，到期一次还本。本期中期票据无担保。

本期中期票据募集资金将归集至公司开设的NRA账户，用于补充流动资金及偿还金融机构借款。

三、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值

占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益

进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

公司主要经营成品药及中药配方颗粒，属于医药工业行业。医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20 世纪 70 年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长。国家统计局公布的数据显示，2016 年中国医药工业规模以上企业实现主营业务收入 29635.86 亿元，同比增长 9.92%，全年利润总额 3216.43 亿元，同比增长 15.57%。

总体看，中国医药行业发展迅速，随着医疗改革体系逐渐成熟，中国医药工业的经济效益呈现较好的发展态势。

表 1 医药工业细分行业营业收入、利润总额和销售利润率（单位：亿元、%）

细分行业	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率
化学药品原料药制造	4240.35	311.82	7.35	4614.21	351.03	7.61	5034.90	445.25	8.84
化学药品制剂制造	6303.71	733.92	11.64	6816.04	816.86	11.98	7534.70	950.49	12.61
中药饮片加工	1495.63	105.25	7.04	1699.94	123.9	7.29	1956.36	138.27	7.07
中成药制造	5806.46	597.93	10.3	6167.39	668.48	10.84	6697.05	736.28	10.99
生物药品制造	2749.77	321.84	11.7	3164.16	386.53	12.22	3350.17	420.10	12.54
卫生材料及医药用品制造	1662.32	152.39	9.17	1858.94	169.86	9.14	2124.61	191.75	9.03
制药专用设备制造	158.86	18.26	11.49	182.02	19.00	10.44	172.60	15.80	9.15
医疗仪器设备及器械制造	2136.07	219.29	10.27	2382.49	232.56	9.76	2765.47	318.49	11.52
医药工业	24553.16	2460.69	10.02	26885.19	2768.23	10.3	29635.86	3216.43	10.85

资料来源：国家统计局

2. 中药子行业

中药即按中医理论的用药，为中国传统中

医特有药物。中药包括中药材、中药饮片、中成药，为中药行业的三大支柱。其中中药材是

中药饮片和中成药的原料。

中国中药行业进入 21 世纪后增长迅速，行业规模、工业化水平显著提高。中成药制造和中药饮片加工子行业销售收入呈稳定增长态势，2013~2015 年复合增长率分别达到 10.38% 与 16.18%。2016 年，中成药制造行业实现营业收入 6697.05 亿元，同比增长 8.59%；实现利润总额 736.26 亿元，同比增长 10.14%。2016 年，中药饮片加工行业实现营业收入 1956.36 亿元，同比增长 15.08%；实现利润总额 138.27 亿元，同比增长 11.60%。

随着中国居民人均收入不断提高，中药产品实际消费增速加快，一方面源于医疗消费的整体推高，另一方面，人均收入提高带来的消费升级使人们更重视药物不良反应及副作用、疾病预防与保健、日常养生及滋补需求。

目前国内有中药企业 2000 多家，规模普遍较小，高技术含量与高附加值产品缺乏，低水平重复生产现象严重。

3. 行业关注

行业集中度低

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在 20 世纪 80 年代初期只有 800 余家，2015 年底已经超过 7000 家。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右，与全球医药巨头 400~500 亿美元的业绩相比差距甚远。总体看，中国医药生产企业数量众多，产能过剩，大部分企业名牌产品少，品种雷同现象普遍。

研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿药，新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当

大的差距。从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。中国制药行业企业机制尚未形成，研发投入不足，严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

药品降价

2014 年起，随着各省份基药招标开始，全国基药招标围绕着“降价”这一主旋律在进行推进。广东、福建、重庆等省份都采用“最低价”的中标规则，吉林、湖南等地降价也是主要趋势，新版基药目录实施以来，新进目录基药价格均有一定降幅，个别省份创出历史新低。

2014 年 11 月 25 日，国家发改委下发《推进药品价格改革方案（征求意见稿）》（以下简称“征求意见稿”），欲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。根据征求意见稿，从 2015 年 1 月 1 日起，国家拟取消药品最高零售限价或出厂价格。2015 年 5 月，发改委联合卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局等部门共同推出《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，从 2015 年 6 月 1 日起取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成，其中对专利药、独家生产药品建立多方参与的谈判机制形成价格；对医保目录医保目录外的血液制品、国家统一采购的预防免疫疫苗、国家免费艾滋病抗病毒治疗药品和避孕药具，通过招标采购或谈判形成价格；麻醉药品和第一类精神药品，仍暂时实行最高出厂价格和最高零售价格管理。2015 年 10 月，国家卫生计生委（以下简称“卫计委”）等 16 个部门建立了协调机制，组织开展首批国家药品价格谈判试点工作，谈判主要针对的是国内专利药品和独家生产药品。2016 年 5 月 20 日，国家卫计委公布了首批国家药品价格谈判结果，其中有慢性乙肝一线治疗药物替诺福韦酯，非小细胞肺癌靶向治疗药物埃克替尼和吉非替尼，与此前公立医院的采购价格相比，这 3 种

药的谈判价格降幅均在 50%以上。

从长期看，中国将着手从体制上解决药品价格虚高的问题，并进行了积极探索，预计未来药品价格将呈现下行趋势，对一些价格高昂的专利药和独家品种，预计价格将有较大降幅。

4. 行业政策

近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵

深推进。医疗改革涉及公立医院改革、鼓励社会办医等多项内容；药品改革涉及药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容。总体看，医疗改革仍是主线，其推动的基本药物目录、全国医保目录，公立医院改革等政策，将促进医药需求量增长和支付制度的改进；药品改革将以强化经营监管、降低药品价格、提高药品质量为重点目标。

表 2 近年来相关医药政策汇总

发布时间	部门	相关政策	政策描述	对行业的影响
2015 年 4 月	食品药品监督管理局	《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	对信息服务备案、互联网食品药品经营者、第三方交易平台经营者等给出经营要求和监督管理规范。	鼓励医药流通电商化，提升了企业开展互联网药品经营的积极性，推动医药电商企业快速扩容。
2015 年 5 月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	充分发挥公立医院公益性质和主体作用，切实落实政府办医责任，着力推进管理体制、补偿机制、价格机制、人事编制、收入分配、医疗监管等体制机制改革；统筹优化医疗资源布局、构建合理就医秩序、推动社会办医。	药占比进一步下降利好零售和批发终端；用药结构会面临调整，医疗服务价格有望提升；医疗信息化程度加深。
2015 年 5 月	发改委、卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局	《关于印发推进药品价格改革意见的通知》	2015 年 6 月 1 日起取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成。	原享有单独定价的高价基药企业会受到影响，竞争可能会使其降低价格以便通过招标。
2015 年 10 月	国务院办公厅	《关于第一批取消 62 项中央指定地方实施行政审批事项的决定》	涉及医疗领域的项目包括取消基本医疗保险定点零售药店资格审查。	有利于品牌连锁药店跨省拓展及业绩增长，业内整合重组将更加频繁。
2016 年 2 月	国务院办公厅	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》	到 2020 年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到 2030 年，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献。	首次在国家层面编制中医药发展规划，标志着中医药发展已列入国家发展战略。
2016 年 3 月	国务院办公厅	《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价；国家基本药物目录（2012 年版）中 2007 年 10 月 1 日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在 2018 年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在 2021 年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册。	有利于对提升中国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力。
2016 年 4 月	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格。	有利于控制药品价格虚高，促进药品流通市场健康发展。

2017 年 2 月	国务院办公厅	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明。食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享。	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展；国内药企将承压。
2017 年 2 月	人社部	《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）的通知》	西药和中成药部分共收载药品2535个，较2009年版目录增幅约15.4%，其中西药部分1297个，中成药部分1238个(含民族药88个)；经过专家评审同步确定了45个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品。	对辅助用药限制明显，对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展。

资料来源：联合资信整理

5. 未来发展

从短期看，各级政府将逐渐加大对医改的资金支持，政府投入的加大将有效拉动未来医药医疗需求；药品价格将呈现下降趋势，高价药将面临价格大幅下滑的风险。从中期看，医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

总体看，各项行业政策的出台和实施，使医药企业在研发、生产等各环节上的运作方式都面临重大调整，行业资源将进一步向优势企业集中；支付体系改革将有利于医药市场进一步扩容；药品价格改革将使药价面临下降风险。医药改革将对行业未来发展产生深远影响。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2016年底，国药集团香港有限公司持有公司36.43%股份，是公司第一大股东，公司最终控股方为中国医药集团总公司。

2. 企业规模与竞争力

作为国药集团的中医药运营平台，公司旗下包括原“盈天医药”、“贵州同济堂”、“天江药业”三大企业集群。公司拥有多个有影响力的品牌，传承了自明代以来开创的“梁仲弘腊丸馆”、“冯了性”、“同济堂”、“源吉林”等祖铺老号，拥有“仙灵”、“同济堂”、

“仙灵骨葆”、“德众”等四个中国驰名商标，“冯了性”、“德众”、“同济堂”3个中华老字号品种以及“冯了性风湿跌打药酒”、“少林跌打止痛膏”、“源吉林甘和茶”3个非物质文化遗产产品，公司生产销售近700余种中药配方颗粒，另有8个独家的国家基本药物品种。

公司子公司天江药业是首个进入中药配方颗粒研发和生产领域的企业，处于行业领导地位，市场占有率约 60%，为中国最大的配方颗粒制造企业，是国家首批“中药配方颗粒试点生产企业”、“中药饮片改革试点单位”，是首个通过国家 GMP 认证的中药配方颗粒生产企业，是国家级高新技术企业。

3. 人员素质

截至 2016 年底，公司共有董事及高管人员共 16 人，其中董事 12 人，高管 4 人，公司核心管理团队业务和管理经验丰富。

公司董事会主席、执行董事吴宪先生，1961 年生，于 2013 年 2 月 5 日获委任加入董事会，自 2013 年 2 月 28 日起获委任成为董事会主席。吴宪于 1985 年 7 月获山西财经学院经济学学士学位，并于 2002 年 9 月在哈尔滨商业大学完成企业管理专业研究生课程。吴宪拥有逾二十八年药品及保健品行业生产及财务管理经验。吴宪曾于 1997 年 11 月至 2005 年 6 月先后担任哈药集团有限公司规划发展部部长、哈药集团制药总厂副厂长、哈药集团生物工程有限公司副总经理，并自 2005 年 7 月至 2010 年 8 月担任

国药集团国瑞药业有限公司董事及总经理。吴先生自 2010 年 8 月至今一直担任中国中药公司董事、总经理及党委副书记。

公司执行董事杨斌先生，1968 年出生，于 2009 年 2 月 6 日获委任加入董事会。杨斌从 2009 年 2 月 11 日起获委任为公司董事总经理。杨斌毕业于中央民族大学生物化学专业。杨斌曾任职佛山市医药总公司，从事新产品研发工作，并曾任佛山市医药销售有限公司副总经理、佛山市生物化学制药厂厂长、佛山市华卫医药有限公司总经理。杨斌在医药及药品注册、医药产品研发及销售方面拥有逾二十年的经验。

公司执行董事、董事总经理王晓春先生，1968 年出生，于 2013 年 10 月 23 日获委任加入董事会，2017 年 3 月 31 日，执行董事王晓春先生已获委任为中国中药董事总经理。于 1989 年在中国取得西南政法大学法学学士学位。王先生曾为同济堂药业有限公司董事会主席兼首席执行官，同济堂药业有限公司于 2007 年在纽约证券交易所上市，随后于 2011 年被私有化。王先生自 1997 起为贵州同济堂制药有限公司（同济堂药业有限公司的附属公司）的董事会主席兼总裁；自 2005 年起为联辉企业有限公司（同济堂药业有限公司的附属公司）的董事；自 2008 年起为同济堂药业（香港）有限公司（同济堂药业有限公司的附属公司）董事。

截至 2016 年底，公司共有在职员工 9539 人。按受教育程度分类，本科及以上学历占 21.4%、大专占 28.1%、高中及中专占 32.6%、初中及以下占 17.9%；按年龄结构划分，30 岁以下的占 33.0%、30~50 岁的占 59.9%，50 岁以上的占 7.1%；从岗位构成划分，管理人员占 21.5%、生产人员占 39.5%、销售人员占 39.0%。

总体看，公司高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验；公司职工队伍能够满足日常经营需求。

4. 股东概况及支持

国药集团是国内医药行业龙头企业，已发展为国内规模最大、产业链最全、运营水平最

高的医药健康产业集团。国药集团以预防治疗和诊断护理等健康相关产品的分销、零售、研发及生产为主业，形成了科学的产业结构与核心竞争力，在国内国际医药市场有较强的影响力和较高的信誉度。截至 2016 年底，国药集团资产总额 2555.14 亿元，所有者权益 923.62 亿元，2016 年实现营业总收入 3176.16 亿元，净利润 105.37 亿元。

公司是国药集团的中医药运营平台，得到国药集团多种支持。业务方面，国药集团给予公司支持主要体现在以下几方面：（1）产业战略支持，国药集团将公司定位为中药制造业主平台，全力支持公司利用并购、内生性增长等方式做强做大；（2）品牌支持，支持中国中药各子公司充分运用“国药”品牌，充分利用品牌溢价效应；（3）研发资源支持，将国药集团系统内的研发机构（国药集团医工总院等）共享给中国中药，提升了其研发实力；（4）市场渠道资源支持，国药集团拥有医药系统内规模最大、覆盖面最广的配送网络，均与中国中药共享。财务方面，在近几年的大规模并购中，国药集团给予了极大的支持，包括香港市场的两次增发配售、银团贷款等。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据有关法律、行政法规的规定，制定了《公司章程》。

公司设董事会，董事 12 人，包括 3 名执行董事、5 名非执行董事及 4 名独立非执行董事，除执行董事之外，其他董事的任职期限为 2 年，可续期。董事会为公司的决策机构，有权决定公司的所有事务（但根据香港法律需提交股东大会决定者除外），其职权包括（但不限于）：1）发行和回购公司股份；2）制定公司之整体目标及策略；3）批准年度预算及业务计划；4）评估及监察营运及财务表现；5）检讨及监察内部监控及风险管理；6）批准财务业绩公布；7）

宣布及建议派发股息；8) 委任新董事；9) 聘任或解雇公司高级管理人员。董事会将实施日常营运，业务策略及本集团业务管理的授权及责任委派给执行董事、高级管理人员，并将若干特定责任指派予董事会辖下委员会。

董事会下设提名委员会、审核委员会、薪酬委员会、战略委员会，以落实公司各相关方面的内部监控。

提名委员会成员包括两名执行董事及三名独立非执行董事。提名委员会之主要职责为至少每年检讨董事会之架构、人数及组成、识别合资格人选出任董事会成员、评估独立非执行董事之独立性、建立及制定董事提名及委任的有关程序。描述提名委员会职权及职责的书面授权范围于公司及联交所网站刊登。

审核委员会成员包括三名独立非执行董事及两名非执行董事。审核委员会的主要角色和职能包括：1) 检讨公司财务资料；2) 监控公司财务报告系统及内部监控程序；3) 审阅外聘核数师之委任，包括审阅核数范围及批准核数费。

薪酬委员会成员包括一名非执行董事及三名独立非执行董事。薪酬委员会的主要角色和职能如下：1) 就公司全体董事及高级管理人员之薪酬政策和架构，及建立正式及具透明度的程序制订薪酬政策，向董事会提供推荐建议；2) 参考董事会制订的企业目标和目的，检讨和批准管理层的薪酬建议；3) 获授权厘定个别执行董事及高级管理人员的薪酬待遇；或就个别执行董事及高级管理人员的薪酬待遇向董事会提供建议；4) 考虑同类公司支付的薪金、董事贡献的时间及责任、公司其他职位的聘用条件；5) 审查和批准执行董事及高级管理人员于任何失去或终止彼等职务或委任时应付的赔偿，以确保其与合同条款一致，及属公平及不致于过度；6) 审查和批准有关董事行为失当而遭解雇或罢免时相关的赔偿，以确保与合同条款一致，并属合理及适当；7) 就非执行董事的薪酬向董事会提供推荐建议。

战略委员会由三名执行董事、两名独立非执行董事及一名非执行董事组成，刘存周先生获委任为主席。战略委员会是董事会设立的专门工作机构，主要负责对公司中长期发展战略、重大投资决策进行研究并向董事会提出建议。董事会认为透过战略委员会的建议，能增强公司核心竞争力；能确定发展规划；投资决策程序更健全，从而提高重大投资决策的效益和决策的质量，使其企业管治架构更完善。

总体看，公司已建立了较为规范的法人治理结构。

2. 管理水平

公司在《公司章程》的基础上，根据各下属公司所在区域法律法规的规定，结合实际情况，制定了各项制度。

财务管理方面，公司制定了《中国中药控股有限公司会计机构设置和会计人员管理制度》、《中国中药控股有限公司重大财务事项审批备案管理办法》、《现金管理制度》等有关财务制度，规范了会计凭证、会计账簿和会计报告的处理程序，明确了会计、财务人员的相应职责，公司的会计核算体系制度健全。

预算管理方面，公司建立全面预算管理制度，通过编制营运计划、投融资计划及成本费用预算等来实施预算管理控制，由总部协调各区域子公司反馈结果编制年度预算。年度预算编制围绕公司发展战略和经营计划展开，以经营预算、资本预算为基础，以财务报表形式反映公司未来发展规划，以合理假设模拟公司经营中的投融资需求，为企业合理使用资金，提升经济效益而服务。同时，制度明确了各责任单位在预算管理中的职责权限，规范了预算从编制到执行的系列流程，并强调对预算计算的动态管理和评估。

融资管理方面，公司对外融资以及资金管理统一由总部进行管理。公司已制定融资管理规范、资金管理规范等系列文件，明确了对外融资以及资金管理的要求，加强资金管理和控

制，从而降低融资成本并保证公司资金安全。各子公司对外融资由总部统一安排，经各级负责人审批后方可进行；子公司银行账户的开销户需由地区财务经理向总部资金管理部主管提交申请审核；公司对外融资业务由专人专岗负责，使得融资活动有序和平稳的执行，确保公司融资渠道的通畅稳定。

对外担保方面，公司制定了《中国中药控股有限公司担保管理暂行办法》，明确了对外担保的基本原则，对外担保对象的审查程序，对外担保的审查审批流程等内容。公司若需对外担保的，则需由财务部门会同其他相关部门对担保人进行全面评估，对担保事项的必要性以及潜在风险作出评估，提出风险防范措施，出具书面审查意见上报公司董事会或股东大会进行审批。

下属公司管理方面，公司重点在人事、财务、投资及其他重要事项上对子公司进行控制和管理。通过对子公司委派关键管理人员来全面负责项目公司的日常运营及管理，实现了公司管理费用的精简和控制权的集中。公司总部管理职能部门负责对子公司进行业务指导、工作检查以及监督。子公司统一执行公司的财务会计制度，对于公司全资或控制的子公司，其会计报表纳入公司合并报表。子公司对投融资等重大事项需由子公司上报总部职能部门审批，对于超出授权范围的事项，需由公司董事会进行批准。

总体看，公司整体运作规范，法人治理结构完善，管理制度较为健全。

七、重大事项

2015 年 10 月，公司通过发行股份及支付现金方式收购天江药业 87.3% 股权，协议对价人民币 87.36 亿元（经公允价值调整后的对价约为 87.58 亿元）。2015 年 5 月，公司完成配售 17.52 亿股新股，融资港币约 82 亿元（约人民币 656668.60 万元），2015 年 11 月，公司向天

江药业其中两名原始股东（谭登平先生及周嘉琳女士）配售 197749762 股新股，融资港币约 83292.20 万元，其余部分通过银行贷款约人民币 10 亿元及公司自有资金约 56721.50 万元支付。该重大资产重组已于 2015 年 10 月底完成。

天江药业是国家药监局批准的首家从事中药配方颗粒试点制造企业之一，是国内首家获得国家 GMP 认证的中药配方颗粒生产企业。天江药业中药配方颗粒市场占有率排名第一，约为 60%，产品盈利能力较强。

表 3 天江药业主要财务数据（单位：亿元）

	2014 年	2015 年	2016 年
资产总值	34.42	43.28	72.51
负债总值	9.54	10.95	30.44
收入	31.40	36.24	44.11
利润总额	6.98	8.97	11.41

资料来源：公司提供

总体看，公司收购天江药业，进一步丰富了产品线，公司中药配方颗粒竞争实力明显增强，有利于该业务板块的良好发展。

八、经营分析

1. 经营现状

公司业务主要分为成品药及中药配方颗粒板块，具体包含呼吸及鼻部用药类、风湿骨伤类、心脑血管类、抗生素类、抗肿瘤类、中药材销售、中药配方颗粒等。

2014~2016 年，公司营业额持续增长，年均复合增长 6.59%；2016 年营业额 65.33 亿元，同比增长 3.35%。其中，中药配方颗粒和成品药分别占 66.72% 和 33.28%。分板块看，2014~2016 年中药配方颗粒营业额持续较快增长，年均增速为 18.58%，受到医保控费导致的销量下降和招标降价的影响，成品药营业额波动下降，年均下降 9.43%，2016 年同比下降 20.40%。

毛利率方面，2014~2016 年，公司毛利率持续提高。分板块看，中药配方颗粒毛利率持续上升，2016 年为 59.56%，较上年增加 4.47

个百分点，主要由于部分销售转为直接面向医院，价格提高；受到销量下降及价格下调的影响，成品药毛利率持续下降，2016年为54.81%，较上年减少5.88个百分点。

总体看，近年来公司营业额持续增长，毛利率稳中有升，整体保持较强的盈利能力。联

合资信关注到，受医药行业政策变动影响，公司2016年成品药销售有一定下滑；若未来公司不能及时采取相应措施应对药品价格下调，将对公司整体盈利能力造成一定影响。

表4 2014~2016年公司经营情况（单位：亿元、%）

分行业	2014年			2015年			2016年		
	营业额	占比	毛利率	营业额	占比	毛利率	营业额	占比	毛利率
中药配方颗粒	31.00	53.91	47.80	35.90	56.80	55.09	43.59	66.72	59.56
成品药	26.50	46.09	62.00	27.31	43.20	60.69	21.74	33.28	54.81
合计	57.50	100.00	54.35	63.21	100.00	57.51	65.33	100.00	57.98

资料来源：公司提供

注：2014年为模拟数据，口径与2015年一致。

（1）成品药业务

公司成品药板块主要业务为生产中成药制剂，包括少量化学药，剂型包括胶囊剂、片剂、颗粒剂、酒剂、口服溶液剂、软膏剂、粉针剂等19种；共拥有530多个药品生产批件，可生产979个成药产品，其中国家医保目录品种数282个，国家基本药物品种数106个，拥有仙灵骨葆胶囊、鼻炎康片、玉屏风颗粒、颈舒颗粒、润燥止痒胶囊、枣仁安神胶囊、风湿骨痛胶囊、七厘胶囊8个独家基药品种。近三年，公司成品药业务营业额波动下降，2016年营业额下降的主要原因是：（1）经销商受医保控费和“两票制”的影响压缩库存，减少对公司产品的采购量；（2）向医院销售的核心临床品种中标价格有所下跌，个别品种因安徽省、浙江省宁波市和江苏苏北地区实施二次议价而弃标。

圣通平（硝苯地平缓释片I）	心血管科	否	医保乙类	是
风湿骨痛胶囊	风湿免疫科、骨科	是	医保乙类	是
枣仁安神胶囊	神经内科、精神科	是	医保乙类	是
冯了性风湿跌打药酒	骨科	是	否	否
高德（注射用头孢地嗪）	感染科、呼吸科、泌尿科等	是	医保乙类	否

资料来源：公司提供

原材料采购

公司原材料采购集权与分权管理相结合，集中采购与分散采购相结合。公司成品药产品主要原材料为淫羊藿、黄芪、酸枣仁和三七等中药材，其中淫羊藿和酸枣仁主要向农户采购。现阶段公司筛选出了26个A类大宗中药材，由公司采购管理层集中采购。近年来，公司原材料采购价格随着中药材价格的波动有所变动。其中，淫羊藿和黄芪作为公司最主要的原材料品种，价格波动较大。为此，2016年公司成立了药材采购中心，并计划将A类药材品种拓展至105个，以加强公司的采购议价能力，及加强与种植基地的战略合作。由于中成药对原药材的质量要求相对较高，因此公司以国家药典为指导，严格按照传统地道药材的标准进行原材料采购。此外，为保证原药材供应的稳定性，公司建立起了合格供应商体系，从生产能力，质量控制能力等方面进行综合考核，并

表5 公司成品药十大产品概况

产品名称	治疗领域	是否独家	医保情况	是否进入基药目录
仙灵骨葆胶囊/片	骨科	是	医保甲类	是
玉屏风颗粒	儿科、呼吸科、耳鼻喉科、皮肤科	是	医保甲类	是
颈舒颗粒	骨科、康复科	是	医保甲类	是
润燥止痒胶囊	皮肤科	是	医保乙类	是
鼻炎康片	内科、耳鼻咽喉科	是	医保甲类	是

和 A 类供应商形成长期稳定的合作关系。采购结算方面，结算方式以银行承兑为主，账期 90 天。

表6 2016年公司成品药板块向前五名供应商采购情况
(单位: 万元、%)

供应商	采购品种	采购额	比重
陇西县志奇中药材加工厂	黄芪、党参、当归、炒白术、防风	5879.95	10.85
湖北清大中药饮片有限公司	当归、川芎、天麻、红花	3448.16	6.36
深药(亳州)现代中药饮片科技有限公司	黄芪、麸炒白术、防风、知母、丹参	3290.16	6.07
安徽阜阳新特药业有限责任公司	鹿角、赤芍、新疆紫草、山药、红花、肉苁蓉	2439.41	4.50
云南七丹药业股份有限公司	三七	2096.00	3.87
合计	--	17153.68	31.64

资料来源: 公司提供

产品生产

公司分别于广东佛山、贵州贵阳、江苏江阴、安徽宣城和亳州、山东济宁和临沂、甘肃陇西、四川绵阳和青海西宁建有生产基地，所有生产线均按照法规要求通过 GMP 认证。公司在广东地区率先实施集团共用提取车间，开展集约化自动监控中药提取技术，在中药提取、设备与工艺、双层压片、干法制粒、喷浆制粒等技术领域有领先优势。近年来公司通过机器人行动，引进全自动包装入盒生产线、自动无尘物料分配系统等设备，有效提升生产效率和降低制造费用。现阶段，公司每年可处理及提取中药材 68000 吨，年产颗粒剂 102 亿包、片剂 56.5 亿片、胶囊剂 36.5 亿粒。2016 年底，受招标降价、二次议价、医保控费以及市场竞争等不利因素影响，仙灵骨葆产量有所下降。

表7 近年来公司成品药主要产品生产情况

产品名称	2014 年	2015 年	2016 年
仙灵骨葆 (亿粒)	产能	15.80	15.80
	产量	14.70	14.47
			13.76

	产能利用率	93.00%	91.60%	87.10%
玉屏风颗粒 (亿袋)	产能	3.00	3.00	3.00
	产量	2.20	2.30	2.51
	产能利用率	73.33%	76.67%	84%
鼻炎康片 (亿片)	产能	28.00	28.00	28.00
	产量	15.96	13.18	14.10
	产能利用率	57%	47.07%	50.36%

资料来源: 公司年报

产品销售

公司始终注重培养自身的销售队伍。目前，除高德采用招商代理的形式外，公司仙灵骨葆、玉屏风颗粒及颈舒颗粒等重点产品均采用自建销售队伍，面向医院及零售终端进行推广。近年来，公司将商务分销和终端逐步下沉至乡、镇等农村市场，并配备基层销售队伍约 300 人。目前，公司营销团队人员已达 3000 人左右，营销网络已覆盖全国 31 个省(市)。结算方面，结算工具主要为现金和承兑汇票，其中承兑汇票占比不超过 60%，应收账款平均回款周期约为 60 天。2016 年，受两票制等政策影响，前五名客户销售额占比为 47.59%，集中度高。

表8 2016年公司成品药板块向前五名客户销售情况

客户	销售额 (万元)	比重
广州医药有限公司	41442.24	19.06%
广州志向医药有限公司	40025.19	18.41%
华东医药股份有限公司	8207.32	3.77%
广东通用医药有限公司	7012.98	3.23%
佛山创美药业有限公司	6781.63	3.12%
合计	103469.36	47.59%

资料来源: 公司提供

2016 年，受招标降价、二次议价、医保控费以及市场竞争等不利因素影响，除鼻炎康片外，其他产品营业额均有不同程度下滑。

表9 近年来公司成品药产品营业额情况

(单位: 万元)

产品名称	2014 年	2015 年	2016 年
仙灵骨葆	85035.80	86218.80	55010.36
玉屏风颗粒	25004.90	27113.90	25758.95
颈舒颗粒	20053.40	22491.20	12323.64
润燥止痒胶囊	15845.50	20250.30	16093.03

鼻炎康片	25584.10	16870.60	21541.30
圣通平	8730.30	9951.40	8568.93
风湿骨痛胶囊	52790	7367.10	4896.98
枣仁安神胶囊	5790.90	7118.30	6877.38
冯了性风湿跌打药酒	8158.50	6594.20	3880.80
高德	8711.30	5932.50	4933.21
其他产品	56851.70	63143.10	57547.53
合计	265045.40	273051.40	217432.10

资料来源：公司提供

产品研发

2013 年公司成立了研发中心，在创新药物和仿创药物研发方面并重，并对新工艺、新技术组织技术开发，将研究成果进行产业化转化。除自主研发外，公司还广泛开展对外合作，先后与中国医药工业研究总院、药物制剂国家工程研究中心、广州医药工业研究总院、中山大学、广东药科大学等著名科研机构开展合作。目前，公司共有 8 个在研项目，包括 3 项中药新药产品和 5 项首仿制药，如注射用丹酚酸 B、复方奥氮平氟西汀胶囊及盐酸美金刚缓释胶囊等。其中，注射用丹酚酸 B 是中药 1 类新药，主要用于治疗冠心病、心绞痛等，丹酚酸 B 纯度超过了 99%，已达到化药标准，现处于原料药中试优化阶段。2015 年公司获得 3.2 类化学新药伪麻非索缓释胶囊和宫炎平胶囊的生产批件，两个品种分别是国内首家运用先进的小丸膜包衣缓释技术研制的新型复方制剂和药典收载的经典中成药的改剂型产品，伪麻非索缓释胶囊 2016 年已投入生产，宫炎平胶囊因工艺问题尚未投产。截至 2016 年底，公司（不含天江药业）申请专利共计 253 项，其中实用新型 77 项，外观设计 79 项，发明专利 97 项；获得授权专利共计 266 项，其中实用新型 103 项，发明专利 84 项。2016 年，公司研发投入有所减少。

表 10 近年来公司成品药研发投入情况
(单位：亿元、%)

项目	2014 年	2015 年	2016 年
研发投入	0.72	0.82	0.52
占成品药营业额比重	2.72	3.00	2.34

资料来源：公司提供

(2) 中药配方颗粒

中药配方颗粒是用符合炮制规范的传统中药饮片作为原料，经现代制药技术提取、浓缩、分离、干燥、制粒、包装精制而成的纯中药产品系列，具有统一规格、统一剂量、统一质量标准的新型配方用药，保证了原中药饮片全部特性的同时具有不需要煎煮直接冲服、疗效确切、安全卫生、携带保存方便等特点，符合现代用药标准和现代人用药习惯，具有较大市场需求。

公司中药配方颗粒板块主要运营主体为天江药业。公司通过 2015 年 5 月和 11 月两次配股，共融资 72.33 亿元，于 2015 年 10 月以对价 87.36 亿元签约收购天江药业 87.3% 的股权；同月，公司成立了配方颗粒事业部。截至目前，天江药业是业内唯一拥有从优质种源到成品全产业链质量管控的企业；业内唯一采用国际标准进行安全性控制的企业，其中二氧化硫控制达到韩国国家标准，黄曲霉素控制达到欧盟标准。近年来，天江药业市场占有率排名第一，约为 60%。截至目前，天江药业中药配方颗粒产品超 700 种，基本涵盖了中医临床使用频率最高的所有品种。2016 年，天江药业实现销售收入 44.11 亿元，同比增长 21.7%；同期的净利润为 9.73 亿元，同比增长 27.41%。收购天江药业后，大幅提升了公司在中药配方颗粒市场的竞争力，有利于公司和天江药业在原材料采购、生产、研发及销售渠道等多方面发挥协同效应。

原材料采购方面，天江药业产品的原材料为各种中药材，品种超过 700 种。为控制采购成本和原材料质量，天江药业对其所有药材、饮片品种进行筛选，确定能够建立基地原料品种共 230 个。目前，天江药业签订共计 64 家种植公司，种植品种 94 种，基地总数 111 个。在基地管理方面，制定了基地管理规程、基地类别、基地选址原则等文件，并建立了各种记录表，交货时随货交接。2016 年，天江药业药材采购总量 17252 吨，同比增长 37.5%；采购均价同比上浮 3.5%，同期的总采购金额为 12.09

亿元，同比增长 42.3%。

表11 2016年天江药业向前五名供应商采购情况

供应商	采购额 (亿元)	比重 (%)
安徽省永香中药饮片有限公司	17498.23	9.00
孝感市欣丰药业有限公司	12303.06	6.33
临沂金泰药业有限公司	11197.61	5.76
北京和利康源医疗科技有限公司	9741.75	5.01
亳州市君海药业销售有限公司	9714.19	5.00
合计	60454.84	31.10

资料来源：公司提供

生产方面，天江药业牵头制定中药配方颗粒行业标准，并推动国家标准的出台，目前已形成一套行业标准资料（372 个品种）。近年来，受益于中药配方颗粒市场良好的发展态势，天江药业中药配方颗粒产量逐年提升，近三年年均复合增长率达到 33.37%。近年来，公司产能利用率水平不高，主要由于天江药业生产线按照长期规划设计，产能设计较大，同时为了在配方颗粒政策开放前抢占市场，公司仍计划扩张产能，公司正在积极筹备高明分公司二期生产线，为扩充广东一方制药有限公司中药配方颗粒的前期提取产能做准备。目前该项目尚处于筹备阶段，预计 2018 年建成投产。

表 12 近年来公司中药配方颗粒生产情况(单位: 吨)

项目	2014 年	2015 年	2016 年
产能	10000.00	16000.00	21000.00
产量	9010.13	11364.12	16028.00
产能利用率	90.00%	71.03%	76.32%

资料来源：公司提供

销售方面，天江药业建立起了专业化的营销团队进行直销。针对高端大客户的目标医生，公司通过组织中国中医药发展大会院长论坛等方式，积极进行学术推广。受益于天江药业学术推广的营销模式和专业化的营销团队，其产品渠道、终端、医生、患者等各个营销环节上建立了一定的品牌效应。截至 2016 年底，天江药业的营销团队人员已达 789 人左右，天江中药配方颗粒已在国内 34 个省、自治区及直辖

市的 10368 家中医医疗机构使用，在国内三甲中医院的覆盖率达到 95%。在传统渠道之外，天江药业还将推进网络营销渠道建设，2015 年完成了其微信平台建设，定期推送行业及产品相关信息，以扩大客户群；截至目前微信公众号关注人数已达到 22617 人。国际市场方面，中药配方颗粒产品已覆盖亚、非、欧、美等 28 个国家和地区。公司主要客户为商业医院及零售终端，大多为现金结算，账期为 90 天~120 天。2016 年，天江药业客户集中度不高。

表13 2016年天江药业向前五名客户销售情况

供应商	销售额 (亿元)	比重 (%)
河北省安国一方中药材有限公司	22716.75	5.21
安徽亚泰药业有限公司	8009.76	1.84
山西省中医院	7435.50	1.71
湖南民达医药有限责任公司	7327.17	1.68
河南中医学院第一附属医院	5735.17	1.32
合计	51224.35	11.76

资料来源：公司提供

研发方面，天江药业设有国家级博士后科研工作站、CNAS 认可国家实验室、江苏省中药配方颗粒工程技术中心，并成立中国药科大学种源研究中心、南京中医药大学中药配方颗粒研究院。当前天江药业的研发工作主要围绕原料的安全稳定性、工艺技术水平提升、国际化质量标准的制定以及药食同源等新产品的开发等方面展开。截至目前，天江药业已承担并完成了国家发改委“高技术产业化示范工程”，科技部“星火计划”、“火炬计划”等 33 项国家级科研课题及项目，并出版了《中药浓缩颗粒的临床运用与研究》等专著 7 部，荣获了“国家科技进步二等奖”等荣誉，拥有中药配方颗粒产业化关键技术自主知识产权。天江药业申请专利共计 97 项，其中实用新型 21 项，外观设计 3 项，发明专利 73 项；获得授权专利共计 38 项，其中实用新型 13 项，发明专利 25 项。

2. 经营效率

2014~2016年，公司经营效率指标值均呈现下滑趋势。其中，近三年的销售债权周转次数分别为3.57次、3.01次和2.28次，存货周转次数分别为2.45次、2.32次和1.75次，总资产周转次数分别为0.38次、0.38次和0.33次。

总体看，公司整体经营效率指标一般，符合行业特点。

3. 未来发展

未来，公司将重点建设四大核心业务板块：现代中药板块、中药饮片中药配方颗粒板块、中医药健康综合体板块、医疗产业板块，计划

将中国中药打造成为国内制药行业中规模最大、产业链最全、品种最丰富、效益最好的中成药制造龙头企业。

截至2016年底，公司主要在建项目涉及山东一方制药有限公司、安徽天祥药业有限公司和贵州同济堂三个主体，全部围绕主业展开，计划投资额10.33亿元，截至2016年底已经投资5.90亿元，2017年~2019年分别计划投资0.90亿元、2.00亿元和1.53亿元。

总体看，公司未来发展战略围绕自身经营特点制定，主业突出，有利于公司扩展经营规模，提升盈利水平，从而确保市场领导地位。

表14 截至2016年底公司主要在建项目投资计划（单位：亿元）

项目名称	计划投资额	计划完工日期	截至2016年底已投金额	未来资金投入计划			资金来源
				2017年	2018年	2019年	
山东一方制药有限公司中药配方颗粒制造中心项目	50262.38	2019.12	11000.00	4000.00	20000.00	15262.38	自筹、发债资金
安徽天祥药业有限公司年提取中药材10000吨项目	15000.00	2017.12	13000.00	2000.00	0	0	自筹
贵州同济堂骨科基地	38000.00	2017.12	35000.00	3000.00	0	0	自筹
合 计	103262.38	--	59000.00	9000.00	20000.00	15262.38	--

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2013~2015年模拟财务报表，该模拟报表假设公司于2013年1月1日完成收购同济堂集团及江阴天江集团之事项并将其纳入合并范围，经天职会计师事务所有限公司审计，审计意见为：该等模拟合并财务报表已根据香港财务报告准则，真实及公平地反映公司于2013年、2014年及2015年12月31日的财务状况及公司截至2013年、2014年及2015年12月31日止年度的财务表现和现金流量，并已按照香港《公司条例》妥为编制。公司提供了2016年财务报表，德勤·关黄陈方会计师行对该财务报表的审计意见为：合并财务报表均已按照香港会计师公会颁布之香港财务报告准则真实公平地反映了公司2016年12月31日之合并财务状况及截至该日止年度之合并财务表现及其合并现

金流量，并已按照香港公司条例妥善编制。

合并范围变动方面，2014年底，公司合并范围内附属企业共计36家；2015年底，合并范围减少贵州中泰生物科技有限公司；截至2016年底，公司通过收购使得合并范围新增三家附属企业，分别为华颐药业有限公司（以下简称“华颐药业”）、上海同济堂药业有限公司（以下简称“上海同济堂”）和贵州同济堂中药饮片有限公司。

截至2016年底，公司合并资产总额210.37亿元，权益总计127.56亿元（非控股权益11.68亿元）；2016年，公司实现营业收入65.33亿元，除税前溢利13.04亿元。

2. 资产质量

2014~2016年，随着公司业务规模持续扩大，公司资产总额稳步增长，年均复合增长率为16.13%。截至2016年底，公司资产总额210.37

亿元，同比增长17.46%；其中流动资产和非流动资产分别占38.36%和61.64%。

（1）流动资产

2014～2016年，公司流动资产以年均32.38%的速度持续增长，截至2016年底为80.70亿元，同比增长16.02%，主要由应收账款及其他应收款项（占33.66%）、存货（占23.47%）、银行存款和现金及现金等价物（合计占42.45%）等构成。

2014～2016年，公司应收账款及其他应收款呈波动态势，年均复合下降1.98%。截至2016年底为27.16亿元，同比下降21.98%；其中应收账款19.00亿元，应收票据7.57亿元。从账龄来看，截至2016年底，公司应收账款及其他应收款账期（扣除呆账拨备后）在0至90天的占48.69%（2015年底占74.58%）；91至180天的占27.50%，181至365天及365天以上的合计占23.81%，账期有所拉长。从集中度来看，前五名占比为10.67%，集中度较低。2014～2016年，公司计提的呆账拨备逐年增加，分别为1.02亿元、1.84亿元和1.41亿元，计提比例分别为4.26%、5.59%和7.44%，计提较充分。

2014～2016年，公司存货年均复合增长率为32.41%。截至2016年底，公司存货为18.94亿元，同比增长53.27%；其中在制品占37.32%，制成品占42.40%，原材料占20.27%。由于公司生产所用原材料的采购价格有所上升，存货价值也有所增加。考虑到中药材价格波动较大，公司存货存在减值风险。

2014～2016年，公司银行存款和持有的现金及现金等价物分别为6.97亿元、21.38亿元和34.26亿元。截至2016年底，公司现金和原到期日为三个月及以下的短期存款合计21.47亿元，原到期日为六个月的定期存款10.50亿元，2014～2016年，公司使用受限部分的金额分别为0.03亿元、0.03亿元和0.02亿元。

（2）非流动资产

2014～2016年，公司非流动资产年均复合增长8.60%。截至2016年底，公司非流动资产为

129.66亿元，同比增长18.38%，主要由商誉（占26.66%）、无形资产（占52.17%）和物业、厂房及设备（占15.57%）构成。

公司提供的模拟审计报告中列示，2014年和2015年，公司无形资产分别为34.49亿元和32.50亿元，商誉分别为54.83亿元和53.90亿元。根据公司提供的2016年审计报告，公司于2016年度更新了识别和厘定因收购天江药业而产生的其他无形资产公允价值，将天江药业于收购日的其他无形资产公允价值由27.92亿元调整为58.27亿元，包括无限使用年期的生产保护权及商标分别为21.66亿元和15.95亿元，有限使用年期的客户关系20.67亿元。截至2016年底，公司无形资产67.64亿元，累计折旧和摊销3.77亿元；其中产品保护权占39.49%、商标占29.39%、客户关系占30.90%。

经上述调整后，天江药业于收购日的可辨认净资产由52.56亿元增加至76.03亿元，导致2016年底公司商誉34.56亿元，较之前变化很大，但构成仍以天江药业（占63.92%）和贵州同济堂（占21.21%）为主，且商誉未发生减值情况。

2014～2016年，随着公司生产规模的扩大，物业、厂房及设备规模逐年增长，年均复合增长率为23.04%。截至2016年底，公司物业、厂房及设备20.19亿元，同比增长36.27%；其中楼宇11.21亿元，厂房、机器及设备3.51亿元，在建工程3.39亿元。

截至2016年底，公司使用受限的资产0.12亿元，受限比例低。

总体看，公司近年来资产规模不断增长，资产构成以非流动资产为主，应收账款、无形资产和商誉占比较大，存在资金占用和减值风险；考虑到医药行业账款回收特点及公司货币资金充裕，公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

（1）所有者权益

2014～2016年，公司权益分别为30.58亿

元、114.95亿元和127.56亿元，其中2015年底同比变化较大主要系公司发行新股所致。同期，随着公司并购的增加，非控股权益呈增长趋势，分别为4.95亿元、5.29亿元和11.68亿元。截至2016年底，归属于母公司的权益中，股本和保留溢利分别占84.65%和15.35%。

截至2016年底，公司股本为98.10亿元。公司分别于2015年5月12日和2015年5月14日以每股4.68港元（约人民币3.75元）配发及发行1538425000股和213674000股普通股。此外，公司于2015年11月5日以每股4.21港元（约人民币3.37元）配发及发行197749000股普通股予谭登平先生及周嘉琳女士。来自股份发行的所得款项净额合计人民币72.00亿元。

综上所述，公司权益中股本占比高，权益结构稳定性较好。

（2）负债

2014~2016年，公司负债年均复合下降18.74%，截至2016年底为82.81亿元，同比增长29.10%，主要来自非流动负债的增加。截至2016年底，公司流动负债和非流动负债分别占42.35%和57.65%。

2014~2016年，由于应付账款及其他应付款项不断减少，公司流动负债年均复合下降43.18%。截至2016年底，公司流动负债同比下降23.34%至35.07亿元，其中应付账款及其他应付款项占65.69%，银行及其他贷款占28.56%。

2014~2016年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长68.64%。截至2016年底，公司非流动负债47.74亿元，同比增长159.47%，主要系公司2016年发行25亿元中期票据所致。

2014~2016年，公司应付账款及其他应付款项分别为101.95亿元、27.44亿元和23.04亿元。截至2016年底，公司应付账款及其他应付款项主要由应付账款（占37.00%）、其他应付款项（占17.29%）、应付营运开支（13.74%）、已收按金（占12.15%）等构成。2014~2016年，公司应付账款分别为6.32亿元、5.09亿元和8.52亿元，其中2016年底同比增长67.39%，主要系

公司对中药材进行提前备货所致。

2014~2016年，公司银行及其他贷款（短期+中长期）分别为11.86亿元、24.50亿元和14.24亿元。从期限结构看，2014~2016年，公司1年内或要求时需偿还的贷款金额分别占贷款总额的43.47%、65.30%和70.31%，计入流动负债中的“银行及其他贷款”科目；2014~2016年，公司1年以上但3年内需偿的贷款金额波动增长，分别为6.71亿元、8.50亿元和4.23亿元，计入非流动负债中的“银行贷款”科目。总体看，公司银行及其他贷款期限较短。

2014~2016年，公司有息债务持续增长，年均复合增长率为81.55%。2016年公司发行了25亿元中期票据，年底有息债务总额同比增长59.57%至39.10亿元，长期债务占比提升至74.39%。从债务指标来看，2014~2016年，受增发新股和发行中期票据影响，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率整体均呈波动趋势；2016年底分别为39.36%、23.46%和18.57%，分别同比增加3.54个百分点、5.89个百分点和11.68个百分点。

总体看，近年来公司有息债务规模持续增长，受益于所有者权益规模的提升，整体债务负担较轻。

4. 盈利能力

公司合并同济堂后对原盈天和同济堂的营销队伍进行整合，协同效应显著，2014~2016年，公司营业额年均复合增长1.66%；2016年公司实现营业收入65.33亿元，同比增长3.35%。近三年，公司销售成本亦逐年增加，年均复合增长率为1.10%；2016年为27.45亿元，同比增长2.20%。近三年，公司毛利率不断提高，分别为54.35%、57.51%和57.98%。

公司其他收入主要为政府补助和银行存款利息收入，近三年分别为0.56亿元、1.53亿元和0.82亿元，其中2016年政府补助占78.36%。公司其他收益及亏损主要包括汇兑收益净额和减值损失，近三年分别为0.67亿元、0.90亿元和

0.08亿元；其中2015年金额较大，主要系应收账款和应收票据的减值亏损（0.84亿元）。

随着公司业务规模的扩张，各项支出相应增加。2014~2016年，公司期间费用¹分别为20.65亿元、24.01亿元和25.59亿元，占营业额的比重分别为35.91%、37.98%和39.17%。由于公司在医院及零售终端收入占比较大，销售及分销成本金额高，近三年占期间费用的比重均在75%以上。考虑到新产品推广上市和销售渠道下沉，公司销售及分销成本将进一步增加。总体看，公司期间费用对利润侵蚀较大，影响了公司的盈利水平。

2014~2016年，公司除税前溢利分别为10.48亿元、13.81亿元和13.04亿元，主要来自经营业务溢利。

从盈利指标来看，2014~2016年，随着公司权益规模的增长，公司净资产收益率和总资产收益率均呈下降趋势，2016年为8.52%和6.96%；公司整体盈利能力较好。

总体看，公司医药主业突出，近三年营业额小幅提升，盈利能力保持较好水平，期间费用对利润侵蚀较大。

5. 现金流

2014~2016年，公司营运资金变动前之经营溢利持续上升，分别为14.73亿元、16.45亿元和17.16亿元。2014~2016年，公司经营业务所产生的现金波动增长，三年分别为11.37亿元、8.28亿元和16.69亿元。其中，2016年较上年大幅增长系受益于应收账款及其他应收款项的下降。近三年，公司经营活动产生之现金净额分别为9.23亿元、6.00亿元和14.65亿元。

2014~2016年，公司持续开展并购活动，投资活动的现金流表现为大规模净流出，且波动幅度很大；2016年公司投资活动现金流量净额为-25.00亿元，主要用于收购附属公司（13.28亿元）和存放定期存款（10.50亿元）。

¹ 期间费用=销售及分销成本+行政支出+财务费用，2016年行政支出中包含研发支出1.87亿元。

随着资金需求的增加，近年来，公司利用多种渠道进行融资，包括向银行借款、发行新股和发行债券。2014~2016年，公司融资活动所产生现金净额业务所得之现金净额分别为-2.66亿元、83.02亿元和11.28亿元，其中公司2015年发行新股募集资金72.33亿元，2016年发行中期票据25亿元。

总体看，公司近三年经营性现金流净额波动增长，对外投资规模较大，存在一定资金需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016年，公司流动比率和速动比率持续提高，截至2016年底分别为230.13%和176.12%。近三年经营现金流动负债比分别为8.45%、13.12%和41.77%，总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2014~2016年，随着年度溢利的不断上涨，公司EBITDA也随之上升，分别为14.08亿元、17.64亿元和17.12亿元。同期，公司EBITDA利息倍数分别为22.32倍、25.02倍和23.31倍，全部债务/EBITDA分别为0.84倍、1.39倍和2.28倍。公司长期偿债能力较强。

截至2016年底，公司在境内共获得各银行授信额度折合19.16亿元，已使用额度3.60亿元，未使用额度15.56亿元；境外共获得各家银行授信额度12.00港币亿元，已使用12.00亿元港币。此外，公司为香港上市企业，具备直接融资渠道。

截至2016年底，公司不存在对外担保情况。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的说明文件，公司维持良好信用记录，无违约记录及不良贷款。

8. 抗风险能力

作为国药集团中医药运营平台，公司在发展过程中得到股东大力支持，公司拥有多个知

名品牌，具备一定品牌优势，近年来保持较快发展，整体抗风险能力很强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期拟发行中期票据20亿元，分别占2016年底公司全部债务和长期债务的51.15%和68.75%。总体看，本期中期票据的发行对公司现有债务结构及规模影响大。

截至2016年底，公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率和资产负债率分别为23.46%、18.57%和39.36%；本期中期票据发行后，公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率资产负债率将分别上升至31.66%、27.79%和44.63%，债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金中将有部分用于偿还金融机构借款，实际债务负担或将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016年，公司现金类资产分别为本期中期票据发行额度的0.35倍、1.07倍和1.71倍。总体看，公司本期中期票据发行规模大，现金类资产对本期中期票据的保障能力较强。

十一、结论

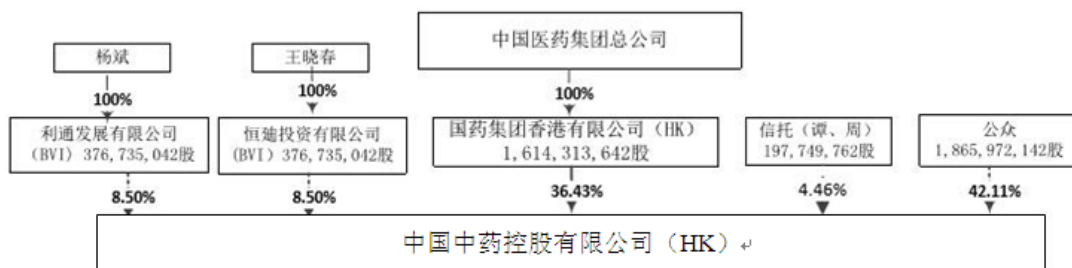
随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。未来，在新医改政策推动下，巨大的市场需求将支撑医药行业景气度延续。

公司作为国药集团中医药运营平台，在发展过程中得到国药集团多方面支持。近年来，公司资产和收入规模持续增长，债务负担快速下降，整体保持了较好的盈利能力。但公司研发投入低，资产中无形资产、商誉占比高，应收账款和其他应收款金额大，对资金占用明显。

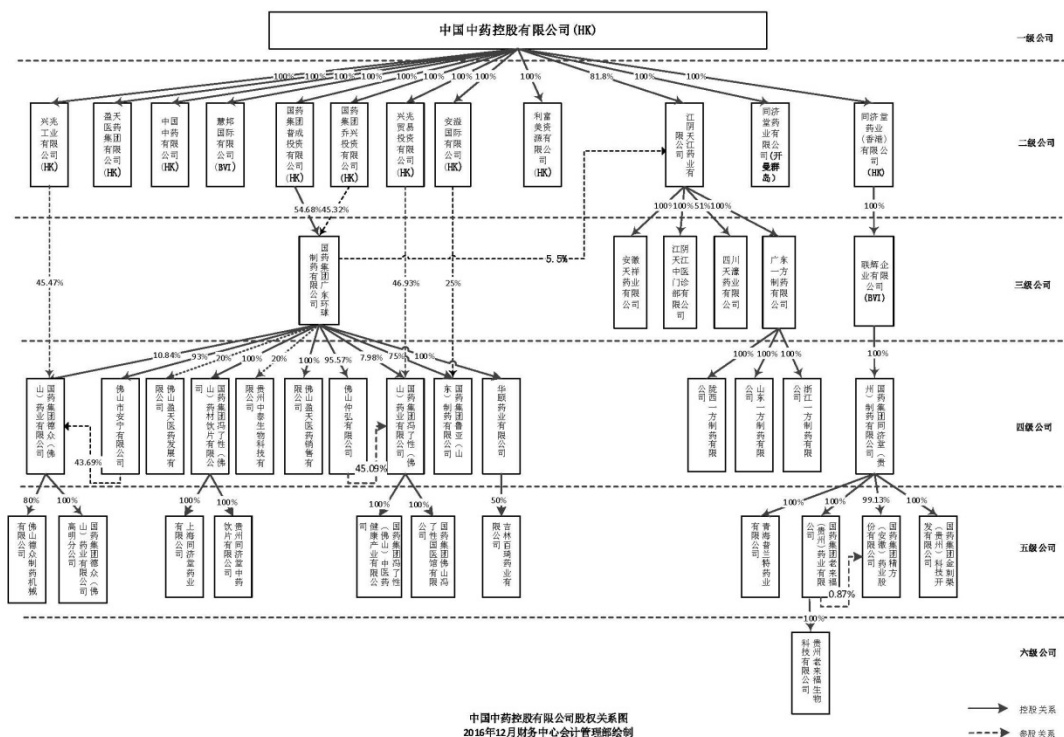
未来，公司将重点建设四大核心业务板块：现代中药板块、中药饮片中药配方颗粒板块、中医药健康综合体板块、医疗产业板块，计划将公司打造成为中成药制造龙头企业。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

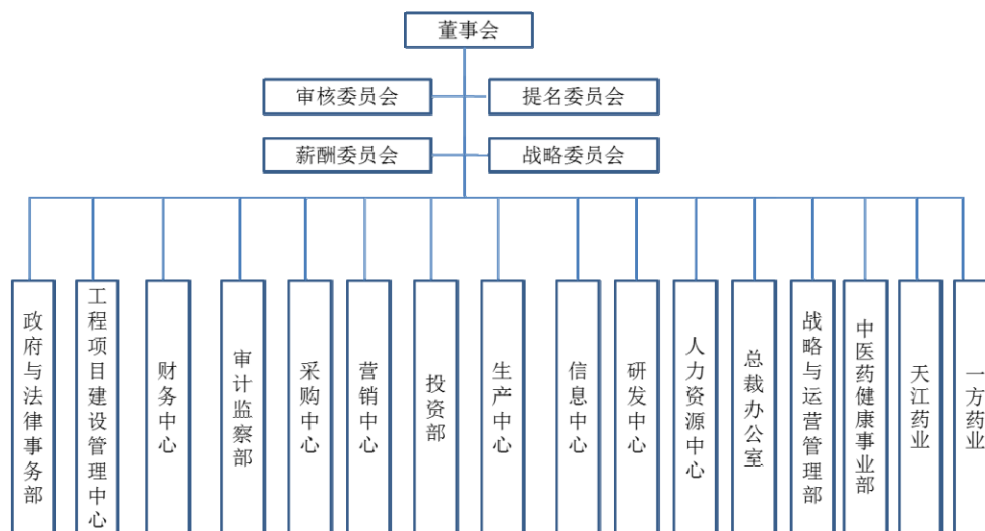
附件 1-1 截至 2016 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2016 年底公司各级子公司结构图



附件 1-3 截至 2016 年底公司组织机构图



附件2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	6.97	21.38	34.23
资产总额(亿元)	155.99	179.09	210.37
权益总额(亿元)	30.58	114.95	127.56
短期债务(亿元)	5.15	16.00	10.01
长期债务(亿元)	6.71	8.50	29.09
全部债务(亿元)	11.86	24.50	39.10
营业额(亿元)	57.50	63.21	65.33
除税前溢利(亿元)	10.48	13.81	13.04
EBITDA(亿元)	14.08	17.64	17.12
经营活动使用之现金净额(亿元)	9.23	6.00	14.65
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.57	3.01	2.28
存货周转次数(次)	2.45	2.32	1.75
总资产周转次数(次)	0.38	0.38	0.33
毛利率(%)	54.35	57.51	57.98
总资本收益率(%)	22.33	8.85	6.96
净资产收益率(%)	28.93	10.13	8.52
长期债务资本化比率(%)	17.99	6.89	18.57
全部债务资本化比率(%)	27.95	17.57	23.46
资产负债率(%)	80.40	35.82	39.36
流动比率(%)	42.40	152.05	230.13
速动比率(%)	32.45	125.05	176.12
经营现金流动负债比(%)	8.45	13.12	41.77
EBITDA 利息倍数(倍)	22.32	25.02	23.31
全部债务/EBITDA(倍)	0.84	1.39	2.28

注：2014~2015 年财务数据为假设公司于 2013 年 1 月 1 日完成收购同济堂集团及江阴天江集团之事项并将其纳入合并范围，并依照香港财务报告准则编制。

附件 3 主要财务指标的计算公式（新准则）

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业额年复合增长率	
所得税前之溢利年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业额/应收账款及其他应收款平均值
存货周转次数	销售成本/存货平均值
总资产周转次数	营业额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(本年度溢利+费用化利息支出) / (权益总额+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	本年度溢利/权益总额×100%
毛利率	毛利/营业额×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+权益总额) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+权益总额) ×100%
担保比率	担保余额/权益总额×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-物业存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动产生的现金净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制

现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 中国中药控股有限公司 2017 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

中国中药控股有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。中国中药控股有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，中国中药控股有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国中药控股有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现中国中药控股有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如中国中药控股有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送中国中药控股有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零一七年六月六日

