

信用等级公告

联合[2016] 1985 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 2016 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

2016 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
二零一六年九月十九日



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

2016 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: 25 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: 5 亿元用于偿还银行借款、5 亿元用于项目建设、15 亿元用于补充流动资金

评级时间: 2016 年 9 月 19 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 6 月
现金类资产(亿元)	4.54	6.97	21.38	19.85
资产总额(亿元)	147.04	155.99	179.09	191.46
权益总额(亿元)	22.62	30.58	114.95	125.09
短期债务(亿元)	5.84	5.15	16.00	27.40
长期债务(亿元)	6.98	6.71	8.50	--
全部债务(亿元)	12.82	11.86	24.50	27.40
营业额(亿元)	47.32	57.50	63.21	31.99
所得税前溢利(亿元)	7.87	10.48	13.81	6.65
EBITDA(亿元)	11.07	14.08	17.64	--
经营活动使用之现金净额(亿元)	4.18	9.18	6.00	7.23
毛利率(%)	53.63	54.35	57.51	57.32
净资产收益率(%)	29.07	33.26	16.00	--
资产负债率(%)	84.62	80.40	35.82	34.66
全部债务资本化比率(%)	36.17	27.95	17.57	17.79
流动比率(%)	200.59	42.40	152.05	137.58
经营现金流动负债比(%)	22.18	8.45	13.12	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.16	0.84	1.39	--
EBITDA 利息倍数(倍)	24.46	22.32	25.02	--

注: 2013~2015 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; 2016 年上半年度财务数据来自于由德勤·关黄陈方会计师行审阅的财务报告。

分析师

马 栋 刘 然 孔祥一

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)

Http: 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 (以下称“联合资信”) 对公司的评级, 反映了公司具备品牌优势, 股东支持力度较大。近年来, 随着优质资产的并入, 公司资产和收入规模持续增长, 债务负担快速下降, 整体盈利能力强。同时, 联合资信也关注到随着医药体制改革深入, 药品价格面临下行压力, 公司资产中商誉占比高, 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, 计划将公司打造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. 公司拥有多个知名品牌, 具有品牌优势。
2. 作为国药集团中医药运营平台, 公司发展得到国药集团的多方面支持。
3. 近年来, 公司资产及收入规模持续增长, 整体盈利能力强。

关注

1. 随着医药体制改革深入, 药品价格面临下行压力。
2. 公司资产中商誉占比高, 应收账款和其他应收款金额大, 对资金形成占用。

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 2016 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。

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.HKS。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、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国内资产装入荣山国际有限公司。2009年9月4日，荣山国际有限公司更名为盈天医药集团有限公司，股票名称变更为盈天医药。2010年1月30日，盈天医药集团有限公司下属广东环球制药有限公司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日中国医药集团总公司收购佛山市政府持有的10.16亿股盈天医药，成为公司第一大股东，国药集团资本正式入主盈天医药，并以“盈天医药”为基础打造中国最大的中药产业平台，公司成为央企控股企业。2015年5月12-14日公司完成配售175209万股新股，融资港币约820000万元（约为人民币656668万）并于8月成功并购江阴天江药业有限公司87.3%的股权，协议对价为人民币873622万元，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日收购完成江阴天江药业有限公司87.3%股权后向华宝信托有限责任公司签订信托人认购协议，分别认购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。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”。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6月底，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，最终控股方为中国医药集团总公司。

公司本部主要业务为投资控股；附属公司、同济堂集团及江阴天江集团主要业务为研发、生产及销售中药及医药产品。截至2016年6月底，公司设营销中心、人力资源中心、财务中心、中药材采购中心、投资部、生产中心、研发中心、政府与法律事务部等职能部门。

截至2015年底，公司合并资产总额179.09亿元，权益总计114.95亿元（非控股权益5.29亿元）；2015年，公司实现营业收入63.21亿元，除税前溢利13.81亿元。

截至2016年6月底，公司合并资产总额191.46亿元，权益总计125.09亿元（非控股权益10.62亿元）；2016年1~6月公司实现营业收入31.99亿元，除税前溢利6.65亿元。

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

公司计划于2016年注册总额度为人民币45亿元的中期票据，本期计划发行2016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25亿元，期限3年，还本付息方式为按年付息，到期一次还本。

本期中期票据募集资金将归集至发行人开设的NRA账户，其中5亿元用于偿还银行借款、5亿元用于项目建设、15亿元用于补充流动资金。其中项目建设5亿元用于下属浙江一方制药有限公司、山东一方制药有限公司。

本期中期票据无担保。

表 1 公司募集资金投向的项目情况表（单位：万元）

序号	公司名称	项目名称	募集资金投向	计划建设周期	计划总投资金额	自有资金到位金额	资金来源	当前工程进度情况	合法合规文件
1	浙江一方制药有限公司	浙江一方制药有限公司年产 12 亿袋中药配方颗粒制造中心	10000	2016~2018	12500.00	0.00	自有资金和发债资金	尚未开工	立项：备案号：07271603074031545099；国有土地使用权：浙(2016)磐安县不动产权第 0000110 号
2	山东一方制药有限公司	山东一方制药有限公司中药配方颗粒制造中心项目	40000	2015-2017	50262.38	2033.80	自有资金和发债资金	已投资金额 2033.80 万	立项：临经开经发证[2015]15 号；环评：临环经开[2015]12 号；国有土地使用权：临经国用(2015)第 031 号
合计			50000		62762.38	2033.80			

资料来源：公司提供

三、宏观经济和政策环境

在国内外需求疲软、传统产业调整带来的经济下行压力的背景下，2016 年上半年，中国继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策上，中国着力推进供给侧改革，通过减税降费和化解落后产能等方式推动产业升级。货币政策上，继续加强金融对实体经济的支持力度，完善宏观审慎管理框架，更多使用定向和创新型货币工具保证流动性的合理充裕。

在上述政策背景下，中国经济保持稳定增长。2016 年 1~6 月份，中国国内生产总值（GDP）34.1 万亿元，同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构有所优化。具体来看，民间投资和制造业投资增速回落明显导致固定资产投资增速放缓，但消费需求保持平稳增长，进出口略显回稳向好趋势。同时，全国居民消费价格（CPI）指数在 2% 左右小幅波动，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比降幅持续收窄，制

造业采购经理指数（PMI）自 3 月份以来回升至荣枯线上方，就业形势总体稳定。

产业结构调整持续推进，第三产业是稳定经济增长的主要动力。2016 年 1~6 月，中国第一产业发展稳定；第二产业虽然面临着去产能和产业结构调整的双重压力，但出现企稳迹象；第三产业同比增速有所放缓，但仍是稳定经济增长的主要动力。

固定资产投资增速再创新低，拖累经济增速的提升。2016 年 1~6 月份，中国固定资产投资（不含农户）25.8 万亿元，同比增长 9.0%，增速继续放缓且再创新低，主要受民间投资、制造业投资增速进一步回落所致。其中房地产开发投资在经历了一季度的高增长后，投资增速出现回落，其稳定经济增长的作用有所下降；制造业投资继续回落，主要受工业去产能持续和内外需求不足影响所致，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化；基础设施投资增速进一步加快，成为避免固定资产投资增速过快下滑的重要支撑力量。

消费增速稳健增长，对经济增长构成支

撑。2016 年 1~6 月份，中国社会消费品零售总额 15.6 万亿元，同比增长 10.3%，社会消费品零售总额增速保持稳健增长。其中生活必需品、休闲娱乐类消费和餐饮消费保持稳定快速增长，房地产市场的回暖带动了居住类相关产品消费增速的加快；同时中国消费结构继续呈向以“互联网+”为核心特征的新型消费业态发展的趋势，全国网上零售额占社会消费品零售总额的比例进一步增长。2016 年 1~6 月份，全国居民人均可支配收入同比增长 6.5%，居民可支配收入的稳定增长对消费稳定增长构成了支撑。

贸易呈企稳向好态势，但仍面临诸多不稳定因素。2016 年 1~6 月份，中国进出口总值 1.7 万亿美元，同比下降 8.8%，自 3 月份起累计降幅逐渐收窄，贸易呈企稳向好态势，但在世界经济低增长、国内外需求疲软的大背景下，中国外贸增长乏力；贸易顺差 2571 亿美元，同比变动不大。2016 年 6 月份，英国脱欧、国际贸易保护主义抬头等因素对外贸构成负面影响，外贸面临诸多不稳定因素。

在“去产能”的大背景下，为了推动经济结构转型，实现经济在 6.5%~7.0% 增长、物价温和回升、就业市场稳定等 2016 年年度目标，2016 年下半年，政府将继续推进结构性改革，尤其是供给侧改革，加快新旧发展动能转换，通过实施积极的财政政策和稳健并灵活适度的货币政策，为经济平稳运行托底。在房地产、制造业和民间投资增长乏力的情形下，基础设施建设投资将成为稳定经济的主要动力，财政政策将会维持积极的基调；经济放缓、营改增以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升。为了给去产能、去杠杆的经济结构改革和经济发展提供流动性保障，预计货币政策仍会以灵活审慎的定向货币政策工具应对随时可能出现的国内外风险，维持国内流动性状况保持充裕。在地产销售回落、债券市场信用风险事件时有发生、外汇占款持续下降、私人部门信贷增长乏力等因素影响

下，为达到 13% 的社会融资规模和 M2 的增长水平年度目标，在汇率稳定以及资本流出规模不大的前提下，下半年存在降准的可能性。

2016 年下半年，预计固定资产投资或将在政府和政策的支持下出现改善；社会消费品零售总额仍会保持稳定增长，消费结构的升级也有助于推动相关产业的优化升级；虽然短期内对外贸易状况仍难有明显改善，但对外贸易结构将进一步优化，有望培养出新的外贸增长点。总体看，预计 2016 年全年 GDP 增速为 6.7% 左右。

四、行业及区域经济环境

1. 医药工业概况

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。2015 年，医药制造业实现主营业务收入 26885.19 亿元，同比增长 9.02%；利润总额 2768.23 亿元，同比增长 12.22%，总体保持了稳定增长的发展趋势。2016 年 1~3 月，中国医药制造业实现主营业务收入 6100.3 亿元，同比增长 10.10%，利润总额 632.6 亿元，同比增长 14.20%。

细分行业方面，从近三年增长速度看，生物生化品制造、卫生材料及医药用品制造、中成药制造以及中药饮片加工四个行业保持快速增长，收入规模年均增速保持在 20% 以上；从

盈利能力看，化学药品制剂制造和中成药制造保持较高的销售利润率，化学药品原药制造和中药饮片加工盈利能力明显偏低。近年来医药行业效益有所分化，中成药制造总体保持快速增长，盈利能力较强。

总体看，中国医药行业规模增长迅速，随着医疗改革体系逐渐成熟，中国医疗产业的经济效益呈现较好的发展态势。

表 2 医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元、%）

	2013 年			2014 年			2015 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
医药制造业合计	20592.93	2071.67	10.06	23325.61	2322.20	9.96	26885.19	2768.23	10.30
化学药品原料药制造	3819.88	284.74	7.45	4240.35	311.82	7.35	4614.21	351.03	7.61
化学药品制剂制造	5730.93	639.40	11.16	6303.71	733.92	11.64	6816.04	816.86	11.98
中药饮片加工	1259.35	94.18	7.48	1495.63	105.25	7.04	1699.94	123.90	7.29
中成药制造	5064.98	538.43	10.63	5806.46	597.93	9.79	6167.39	668.48	10.84

资料来源：国家统计局

主要子行业概况

从盈利情况来看，随着生产规模不断扩大，医药制造各子行业产品销售收入、利润总额保持持续增长，其中化学制剂药、中成药制造、化学原料药和中成药对整个行业的收入和利润贡献最大。

（1）化学原料药行业

随着国际上大量专利药的专利权到期，以及发达国家出于环保要求限制其化学原料药的生产，中国已成为原料药转移生产的主要受惠国，占全球 19.3% 的市场份额，位居首位，其中仿制原料药的市场份额更是高达 37.8%。中国原料药产量与出口量均保持了快速增长，目前约占中国医药制造业生产总值的 20%。根据国家统计局数据，2014 年中国原料药出口交货值 605.13 亿元，同比增长 4.14%；2015 年 1-10 月中国化学药品原料药制造出口交货值 477.72 亿元，同比增长 2.42%，保持稳定增长。从细分产品看，原料药出口分化明显，大宗原料药自 2012 年第四季度以来季度出口额持续负增长，呈现明显的出口颓势，而特色原料药出口保持快速增长，排名前十名的特色原料药中半数实现出口额强势增长，且以心脑血管用药为主。目前，中国出口的原料药中抗感染类、维生素类、解热镇痛类、激素等大宗原料药和他

汀类、普利类、沙坦类等特色原料药在国际医药市场上占有相当的份额和地位。

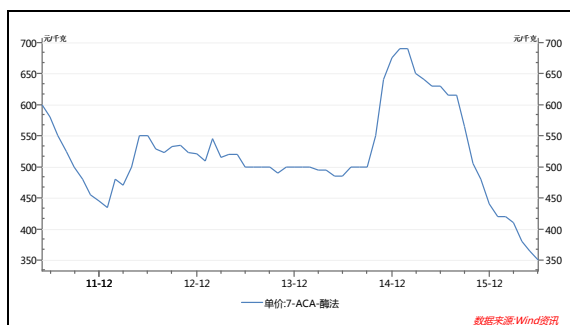
中国化学原料药在产能规模和生产工艺上优势明显。经过多年的低价竞争，众多中小型企业被淘汰出局，目前原料药行业集中度较高，但产品生产耗能大，污染严重，产品结构仍以低端为主，且大部分原料药产能过剩严重，行业收益受国际市场波动及周期性波动影响明显，竞争激烈。

2011 年下半年以来，随着国内新建产能逐步释放，原料药行业产能过剩问题日益凸显，维生素 C、青霉素类等大宗原料药产品低价竞争现象明显，严重影响行业内企业的盈利情况。2015 年，中国化学药品原料药行业实现主营业务收入 4614.21 亿元，同比增长 8.22%，增速继续放缓；实现利润总额 351.03 亿元，同比增长 12.57%，销售利润率有所提高。

7-ACA 是头孢菌素抗生素的关键性中间体，已在国际抗生素市场上广泛使用，是头孢类系列产品头孢氨苄、头孢拉定、头孢氢氨苄等抗生素的中间体，近年来，头孢菌素抗生素发展迅速，目前临床常用的头孢品种超过 30 个。头孢菌素品种几乎均为半合成产品，即利用发酵头孢菌素 C 的裂解物 7-ACA 加化学侧链缩合而成，故 7-ACA 是合成头孢菌素的关键性

中间体。由于近年来头孢类抗生素价格波动较大，7-ACA 价格受到影响。同时受到国家卫生部自 2011 年起开始实施为期三年的全国抗菌药物临床应用专项整治活动和《抗菌药物临床应用管理办法》的影响，抗菌药物市场需求减少，导致抗菌药物市场竞争加剧。2010 年~2011 年，头孢类抗生素原料药以及中间体 7-ACA(酶法)的价格大幅下滑，2012 年~2013 年小幅回升后呈现底部震荡态势。2014 年 6 月起，7-ACA(酶法)价格有所回升，并于当年底回升至 675 元/千克。进入 2015 年，7-ACA(酶法)价格再次出现持续性下滑，截至 2016 年 6 月，7-ACA(酶法)价格已由 2015 年初的 690 元/千克下降至 350 元/千克。

图 1 7-ACA 酶法价格走势(单位:元/千克)



资料来源: Wind 资讯

美罗培南是一种有非常广泛抗菌性及可供注射的抗生素，用于治疗多种不同的感染，包括脑膜炎及肺炎。它是一种 β 内酰胺类抗生素，属于碳青霉烯的分类下。经临床研究发现，美罗培南可有效对付耐甲氧西林金葡菌感染症，目前已成为临床抗感染性疾病的主要药物。

目前，美罗培南在中国的产业集中度较高，公司子公司深圳海滨制药（以下简称“海滨制药”）公司已成为全球最大的美罗培南原料药生产商和出口商，出口量占国际市场一半左右的份额。中国现有 7 家制药企业获得国家药监部门颁发的美罗培南生产批文，其中产量最大的 3 家企业依次为：海滨制药、浙江海正药业股份有限公司和石药集团中诺药业有限公司，这 3 家公司的美罗培南产量合计约占国内美罗培

南总产量的近 9 成。

(2) 化学药制剂行业

随着国内医药经济的快速增长，目前中国有能力生产的化学药品制剂共有 60 个剂型、4500 余个品种，产能居世界首位。近年来，化学药品制剂出口发展迅速，在国内医药市场复杂多变的形势下，对消化过剩产能、推动国内产业发展起到了积极作用。

据国家药监局统计，中国基本药物费用比重明显高于非基本药物。而随着基本药物目录为代表的国家药物政策的逐渐成型，中国通用名药品的发展将进入一个新阶段，未来化学药品制剂的需求量还将保持较快增长，疗效确切、价格低廉的国产普药及新药继续占有较大的市场份额，药品分类管理制度的实施将推动 OTC 药品进入快速发展阶段。但行业持续不断的调整势必难免，整个化学药品制剂行业在面临压力的同时也将会得到很大的发展机遇。

2015 年，中国化学药品制剂行业实现主营业务收入 6816.04 亿元，同比增长 8.13%；实现利润总额 816.86 亿元，同比增长 11.30%。

(3) 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从 2011 年至 2013 年复合增长率分别达到 22.44%与 21.46%，市场呈现稳定增长态势。2014 年，中成药制造行业实现营业收入 5806.46 亿元，同比增长 13.14%；实现利润总额 597.93 亿元，同比增长 9.29%。2015 年，中成药制造行业实现营业收入 6167.39 亿元，同比增长 6.22%；实现利润总额 668.48 亿元，同比增长 11.80%。

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。

2. 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。

融资渠道单一，产业发展资金不足

制药业同其它行业相比具有高投入、高收益、高风险、高技术密集型等特点，特别是现在的一些基因工程等生物工程制药产业上述特点更为明显。目前，中国高科技制药产业的资金来源除股东投入以外，主要依靠银行贷款，

融资渠道狭窄。由于银行十分注重资金的安全性和流动性，高技术行业投资的风险使银行慎之又慎。因而制药企业融资能力不强，资

金严重短缺。发展资金严重不足已经成为制药企业开发研制新药、更新设备、开拓市场的巨大障碍。

3. 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 3 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
2013 年 1 月	卫生部	《2013 年卫生工作要点》	量化明确了相关指标：继续完善新农合制度；巩固完善基本药物制度；积极推进公立医院改革，落实便民惠民服务措施。	持续推进医疗改革的基层建设，纠正基本药物以价格为采购依据的行业做法。
2013 年 2 月	国务院	《关于巩固完善基本药物制度和基层运行新机制的意见》	在经济技术标评审中，对药品质量、生产企业的服务和信誉等进行全面审查，将企业通过《药品生产质量管理规范（2010 年版）》（GMP）认证作为质量评价的重要指标。	强调新版 GMP 标准的重要性，有利于行业的升级与重组。
2013 年 2 月	食品药品监督管理局	《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励药物创新的意见》	进一步加快创新药物审评，实行部分仿制药优先审评，加强药物临床试验质量管理，鼓励研制儿童用药，制定配套措施，注重协调配合。	鼓励医药行业进行创新，有助于推进产品结构调整、提升行业集中度。
2013 年 2 月	卫生部	《药品经营质量管理规范》	供应链全程管控，全面质量管理与全员质量管理，强化冷链管理，药品储运环节全面实现温湿度自动监测、记录、跟踪、报警管理，药品流通管理的的信息技术应用以及质量管理要求进行了具体规定。	对药企要求更严，特别是增强了流通环节药品质量风险控制能力，这将是药品批发和零售企业的一次大洗牌，促使医药商业集中度提升。
2013 年 3 月	卫生部	2012 年版《国家基本药物目录》	药品品种扩容，新版基药目录在原来 09 版 307 种的基础上扩容至 500 多种，中西药各增加 100 种左右新版基药。目录适用范围不仅限于基层使用，亦扩展至二、三级医院并明确使用比例。注重与医保（新农合）支付能力相适应，确保基本药物较高的比例报销。	奠定了实施基本药物制度的基础。新目录中化学药品和生物制品数量与世界卫生组织现行推荐的基本药物数据相近，能够更好服务基层医疗卫生机构。扩展目录适用范围有利于基药产品的放量。
2013 年 7 月	国务院	《深化医药卫生体制改革 2013 年主要工作安排》	2013 年医改指导性文件，积极推进“十二五”医改规划，统筹基本公共卫生服务均等化、医疗卫生资源配置、医疗卫生信息化、药品生产流通和医药卫生监管体制等方面的配套改革。	全面实施“十二五”医改规划，巩固已有成果，在重点领域和关键环节取得新突破。
2013 年 12 月	国家卫生和计划生育委员会	《关于加快发展社会办医的若干意见》	将社会办医纳入区域卫生规划统筹考虑，优先支持社会资本举办非营利性医疗机构，鼓励社会资本举办中医专科医院。	促进多元化医疗体系的发展，有助于有实力医药企业向产业链的下游拓展，参与公立医院改革和民营医院建立。

2014 年 3 月	卫生计生委、财政部、中央编办、发改委、人社部	《关于推进县级公立医院综合改革的意见》	全面推进公立医院改革	促进多元化医疗体系的发展，有助于有实力医药企业向产业链的下游拓展，参与公立医院改革和民营医院建立。
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。
2015 年 10 月	十二届人大十七次会议	《关于授权国务院开展药品上市许可持有人制度试点和药品注册分类改革试点工作的巨鼎（草案）》	明确药品上市许可人制度和药品注册分类改革的试点区域，调整国外上市而后再国内上市药品回国审批标准。	将会允许研发机构取得药品批准文号；大力支持创新能力强的药企，鼓励其药品国内上市。
2015 年 11 月	发改委、卫生计生委、人社部、财政部、国家中医药管理局	《关于控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见》	取消药品加成政策，推进药品市场化定价；加强医疗费用控制	独家药品生产企业盈利状况有望改善；其他药品生产企业竞争加剧，盈利状况可能恶化
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》	提出全面深化公立医院改革、健全全民医保体系、大力发展社会办医、健全药品供应保障机制、完善分级诊疗体系、深化基层医疗卫生机构综合改革和统筹推进各项改革等 7 方面 27 项改革任务	明确了 2016 年的工作重点，城乡居民大病保险制度、大病保险试点扩大有利于医药市场扩大。
2016 年 5 月	卫计委、发改委、工信部等 7 部门	《关于做好国家谈判药品集中采购的通知》	提出实行集中挂网采购、完善配送结算服务、开展临床综合评价、完善医保支付范围管理办法，做好国家药品谈判试点与医保支付政策衔接等内容。	药品集中采购，逐步扩大价格谈判试点范围，旨在降低药品虚高价格，将对高价药的价格形成压力。

资料来源：联合资信整理

4. 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6月底，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，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500个品规药品，其中有7个独家的国家基本药物品种。

公司子公司江阴天江药业有限公司（以下简称“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，

按其收入占市场份额计，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”，首个通过国家 GMP 认证的中药配方颗粒生产企业，国家级高新技术企业。

3. 人员素质

截至 2016 年 6 月底，公司共有董事及高管人员共 11 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 2011 年 2 月 5 日获委任加入董事会，自 2013 年 2 月 28 日起获委任加为董事会的主席。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、董事总经理杨斌先生，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。

截至 2016 年 6 月底，公司共有在职员工 9698 人。按受教育程度分类，本科及以上占 27.67%、大专占 30.40%、高中及中专占 29.02%、初中及以下占 12.91%；按年龄结构划分，30 岁以下的占 44.71%、30~50 岁的占 49.49%，50

岁以上的占 5.80%；从岗位构成划分，管理人员占 9.78%、研发人员占 6.60%、生产人员占 46.82%、销售人员占 36.80%。

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

公司第一大股东国药集团香港有限公司，实际控制人为中国医药集团总公司（以下简称“国药集团”）。

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 2015 年底，国药集团资产总额 2282.86 亿元，所有者权益 847.81 亿元，2015 年实现营业总收入 2785.56 亿元，净利润 85.52 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，国药集团将中国中药定位为中药制造业主平台，全力支持中国中药利用并购、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，这些都给以中国中药共享；（5）财务方面，公司充分利用“国药”品牌的雄厚资本实力和良好资本市场形象，在中国中药近 2、3 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。

总体看，公司作为国药集团中医药运营平

台，得到国药集团多方面支持，公司拥有品牌优势，在细分市场具有较强竞争力。

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 11 人，包括 3 名执行董事、4 名非执行董事及 4 名独立非执行董事，除吴宪、杨斌之外，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职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。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。

战略委员会由六名董事组成，包括吴宪先生、杨斌先生、王晓春先生、刘存周先生、周八骏先生及余梓山先生，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计划，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，产品盈利能力较强。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，是目前全国具有中药配方颗粒生产资质的六家企业之一，近年来其市场占有率排名第一，约为 60%。2015 年，天江药业实现销售收入 36.24 亿元，净利润 5.46 亿元，盈利能力较强。

表 4 天江药业主要财务数据（单位：亿元）

	2013	2014	2015
资产总值	26.79	34.42	43.28
负债总值	6.78	9.54	10.95

资料来源：公司提供

总体看，公司收购天江药业，进一步丰富了公司产品线，公司中药配方颗粒竞争实力增强，有利于公司配方颗粒板块发展。

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。

2013~2015 年，公司营业额持续增长，年均复合增长 15.58%；2015 年营业额 63.21 亿元，同比增长 9.93%。其中，中药配方颗粒和成品药分别占 56.80% 和 43.20%。分板块看，2013~2015 年中药配方颗粒收入持续增长，年均增速为 20.26%，成品药收入亦保持增长，年均增速 10.20%。

毛利率方面，2013~2015 年，公司毛利率持续提高，2015 年为 57.51%。分板块看，中药配方颗粒毛利率波动上升，2015 年为 55.09%，较上年提高 7.29 个百分点；成品药毛利率波动上升，2015 年为 60.69%，较上年小幅下滑 1.31 个百分点。

2016 年上半年，公司实现营业收入 31.99 亿元，中药配方颗粒和成品药的营业额分别占 64.22% 和 35.78%。分板块看，中药配方颗粒的营业额同比增长 21.92% 至 20.55 亿元，而由于受到医保控费导致的销量下降和招标降价的影响，成品药的营业额为 11.45 亿元，同比下降 19.51%。毛利率方面，2016 年上半年，公司综合毛利率为 57.32%，与 2015 年相比保持稳定；中药配方颗粒的毛利率为 58.47%，较 2015 年有所提高，主要由于部分销售转为直接面向医院，价格提高；成品药毛利率则较 2015 年下滑 5.44 个百分点至 55.25%，主要系受到销量下降及价格下调的影响。

总体看，近年来公司收入持续增长，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5 2013~2016年上半年公司经营情况（单位：亿元、%）

分行业	2013年			2014年			2015年			2016年1~6月		
	营业额	占比	毛利率	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	24.83	52.47	48.20	31.00	53.91	47.80	35.90	56.80	55.09	20.55	64.22	58.47
成品药	22.49	47.53	59.62	26.50	46.09	62.00	27.31	43.20	60.69	11.45	35.78	55.25
合计	47.32	100.00	53.63	57.50	100.00	54.35	63.21	100.00	57.51	31.99	100.00	57.32

资料来源：公司提供

注：2013~2014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，其中国家医保目录品种数199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，公司成品药业务销售收入持续增长；2015年，公司成品药业务实现销售收入27.31亿元，同比增长3.06%；2016年1~6月，实现销售收入11.45亿元，同比下降19.51%，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）个别品种中标价格有所下降。

表6 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
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

			类	
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。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7 2015年公司成品药板块向前五名供应商采购情况
(单位: 亿元、%)

供应商	采购品种	采购额	比重
农户收购	淫羊藿、续断、酸枣仁	2.23	24.8
贵州同济堂中药饮片有限公司	黄芪、炒白术、防风	1.94	21.6
湖北清大中药饮片有限公司	川芎、天麻	0.29	3.2
云南七丹药业股份有限公司	三七	0.22	2.4
陇西志奇药材加工厂	黄芪、党参、当归	0.21	2.3
合计	--	4.89	54.30

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应有的 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代行动, 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 365.5 亿粒。2015 年底, 公司仙灵骨葆胶囊、玉屏风颗粒和鼻炎康片的产能分别为 15.8 亿粒、3 亿袋和 28 亿片, 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, 仙灵骨葆胶囊和鼻炎康片产量有所下降, 2015 年上述三种产品的产量分别为 14.47 亿粒、2.3 亿袋和 13.18 亿片。2016 年上半年, 产量下降趋势仍然明显, 产量分别为 5.16 亿粒、0.93 亿袋和 5.42 亿片。

表8 近年来公司成品药主要产品生产情况

产品名称	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
仙灵骨葆	15.80	15.80	15.80	7.90
玉屏风颗粒	11.99	14.70	14.47	5.16

(亿粒)	产能利用率	75.90%	93.00%	91.60%	65.10%
玉屏风颗粒	产能	1.88	3.00	3.00	1.50
(亿袋)	销量	1.76	2.20	2.30	0.93
	产能利用率	93.87%	73.33%	76.67%	62.00%
鼻炎康片	产能	28.00	28.00	28.00	14.00
(亿片)	产量	15.10	15.96	13.18	5.42
	产能利用率	53.93%	57%	47.07%	38.71%

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。2015 年, 前五名客户销售额占比为 26.70%, 集中度不高。

表9 2015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	19661	7.2
华东医药股份有限公司	14816	5.4
广东九州通医药有限公司	14421	5.3
广东美康大光万特医药有限公司	12810	4.7
华润普仁鸿(北京)医药有限公司	12609	4.6
合计	74317	27.2

资料来源: 公司提供

近年来, 公司主要产品营业额呈增长趋势, 2015 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, 鼻炎康片、冯了性风湿跌打药酒、高德的销售有所下滑。2016 年上半年, 公司主要产品营业额同比继续呈现下滑。

表10 近年来公司十大产品营业额情况(单位: 万元)

产品名称	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
仙灵骨葆	20734.00	85035.80	86218.80	34818.52

玉屏风颗粒	21845.90	25004.90	27113.90	11180.01
颈舒颗粒	3823.80	20053.40	22491.20	7059.01
润燥止痒胶囊	3094.20	15845.50	20250.30	9099.88
鼻炎康片	21533.80	25584.10	16870.60	9913.72
圣通平	9023.10	8730.30	9951.40	2768.32
风湿骨痛胶囊	821.20	52790	7367.10	2860.58
枣仁安神胶囊	836.40	5790.90	7118.30	4391.17
冯了性风湿跌打药酒	8510.20	8158.50	6594.20	2026.70
高德	6106.60	8711.30	5932.50	2389.32
其他产品	43132.10	56851.70	63143.10	27947.87
合计	139461.30	265045.40	273051.40	114455.10

资料来源：公司提供

注：仙灵骨葆、颈舒颗粒和润燥止痒胶囊属于贵州同济堂产品，2013 年上述几种产品的收入为 2013 年 11 月至 12 月之营业额。

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，预计 2016 年将会投入生产。截至 2016 年 6 月底，公司（不含天江药业）申请专利共计 244 项，其中实用新型 74 项，外观设计 79 项，发明专利 91 项；获得授权专利共计 231 项，其中实用新型 78 项，发明专利 64 项。随着研发项目的不断推进，公司研发投入也不断增加，其中 2015 年研发投入为 0.82 亿元，占当期成品药营业额的 3.00%。

表 11 近年来公司成品药研发投入情况

(单位：亿元、%)

	2013 年	2014 年	2015 年
研发投入	0.63	0.72	0.82
占成品药营业额比重	2.80	2.72	3.00

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，保证了原中药饮片的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。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。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。2015 年，天江药业实现销售收入 35.90 亿元，同比增长 15.83%；同期的净利润为 5.46 亿元，同比增长 28.43%。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。2015 年，天江药业药材采购总量 3788.36 吨，同比增长 29.86%；采购均价同比上浮 12.58%，同期的总采购金额为 11.76 亿元，同比增长 13.52%。

表 12 2015 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 (%)
临沂金泰药业有限公司	1.22	10.37
孝感市欣丰药业有限公司	0.87	6.63
安徽亚泰药业有限公司	0.64	5.44
安徽省永香中药饮片有限公司	0.53	4.48
亳州市君海药业销售有限公司	0.37	3.15
合计	3.54	30.08

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)。2015 年，天江药业统一了 319 个品种的工艺（出膏率、规格），截至目前累计统一了 681 个品种的工艺，并上报 SFDA；统一了 200 个品种的质量标准，其中天江药业完成了其承担的 34 个品种质量标准研究；配方颗粒特征图谱累计达到 136 个品种、药材特征图谱累计达到 70 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，2013 年~2015 年分别为 4769.67 吨、9342.36 吨和 11102.85 吨，年均复合增长率达到 52.57%；2016 年上半年，公司生产中药配方颗粒 5881.94 吨，产能利用率较 2015 年小幅提升。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，公司正在积极建设高明分公司二

期生产线，为扩充广东一方中药配方颗粒的前期提取产能做准备。目前该项目尚处于建设阶段，预计 2018 年建成投产。

表 13 近年来公司中药配方颗粒生产情况(单位:吨)

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
产能	8500.00	10000.00	16000.00	8000.00
产量	6620.23	9010.13	11364.12	5881.94
产能利用率	77.89%	90.00%	71.03%	73.52%

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 6 月底，天江药业的营销团队人员已达 770 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 3000 多家中医医疗机构使用，在国内三甲中医院的覆盖率达到 70%。此外，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；截至目前微信粉丝关注人数已达到 2800 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。2015 年，天江药业前五大客户销售额 4.97 亿元，占比为 13.84%，客户集中度不高。

表 14 2015 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	20635.14	5.75
安徽亚泰药业有限公司	8447.12	2.35
黑龙江中医药大学附属第一医院	7476.31	2.08
山东强森药业有限公司	7233.47	2.01
陕西大正医药有限责任公司	5888.89	1.64
合计	49680.93	13.84

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 18 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 4 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。截至 2016 年 6 月底，天江药业合计拥有专利 18 项，其中已授权专利 16 项。

2. 经营效率

2013~2015 年，公司经营效率指标值均呈现波动上升。其中，近三年的销售债权周转次数分别为 3.41 次、3.57 次和 3.01 次，存货周转

次数分别为 2.06 次、2.45 次和 2.32 次，总资产周转次数分别为 0.32 次、0.38 次和 0.38 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 6 月底，公司主要在建项目涉及山东一方制药、安徽天祥药业和贵州同济堂三个子公司，全部围绕主业展开，计划投资额 10.33 亿元，截至 2016 年 6 月底已经投资 5.60 亿元，2016 年 7-12 月~2018 年分别计划投资 1.60 亿元、1.55 亿元和 1.37 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 15 截至 2016 年 6 月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 6 月底已投金额	未来资金投入计划			资金来源
				2016 年 7-12 月	2017 年	2018 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	2017.12	9000.00	11000.00	15000.00	13228.58	自筹
安徽天祥药业有限公司年提取中药材 10000 吨项目	15000.00	2018.4	13000.00	1000.00	500.00	500.00	自筹
贵州同济堂制药有限公司经开区骨科中药生产基地	38000.00	2016.7	34000.00	4000.00	0	0	自筹
合计	103262.38	--	56000.00	16000.00	15500.00	13728.58	--

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2013~2015 年模拟财务报表假设公司于 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，使模拟合并财务报表能够全面反映公司并购同济堂集团及江阴天江集团之财务状况及财务表现。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。公司提供的 2016 年上半年财务数据由德勤·关黄陈方会计师行审阅，审计师对 2016 年上半年财务报表的审阅意见为“根据吾等之审阅工作，吾等并未注意到任何事项，

使吾等相信本简明合并财务报表在所有重大方面并未按照香港会计准则第34号中期财务报告之规定编制”。

合并范围变动方面：截至2013年底，公司合并范围内附属企业共计36家；截至2014年底，合并范围未发生变化；截至2015年底，减少1家附属公司，具体为贵州中泰生物科技有限公司。截至2016年6月底，公司通过收购使得合并范围新增两家附属企业，分别为华颐药业有限公司（以下简称“华颐药业”）和吉林百琦药业有限公司（以下简称“吉林百琦”）。总体看，公司提供的模拟财务报表追溯了近三年天江药业的数据，合并范围变动所涉及的附属企业规模较小，财务数据可比性较强。

截至2015年底，公司合并资产总额179.09亿元，权益总计114.95亿元（非控股权益5.29亿元）；2015年，公司实现营业收入63.21亿元，除税前溢利13.81亿元。

截至2016年6月底，公司合并资产总额191.46亿元，权益总计125.09亿元（非控股权益10.62亿元）；2016年1~6月公司实现营业收入31.99亿元，除税前溢利6.65亿元。

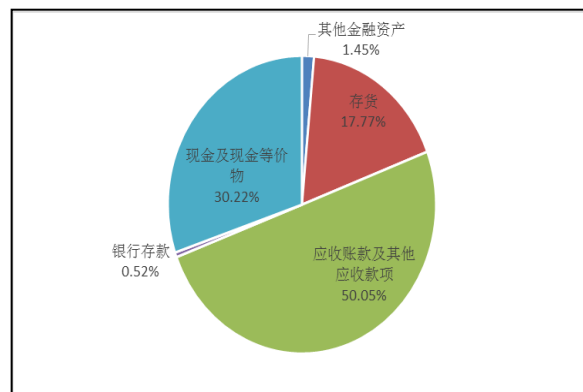
2. 资产质量

2013~2015年，公司资产总额以年均10.36%的速度持续增长，其中流动资产增长较快，支撑了资产规模的扩张，非流动资产仅小幅波动。截至2015年底，公司资产总额为179.09亿元，同比增幅为14.81%，其中流动资产和非流动资产比重分别为38.84%和61.16%，非流动资产占比高，且结构较为稳定。

流动资产

2013~2015年，公司流动资产以年均35.64%的速度持续增长，截至2015年底为69.56亿元，同比增长51.05%。从构成来看，公司流动资产主要由应收账款及其他应收款项（占50.05%）、现金及现金等价物（占30.22%）、存货（占17.77%）以及其他金融资产、银行存款（合计占1.96%）等构成。

图2 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

2013~2015年，公司应收账款及其他应收款保持年均24.13%的速度稳定增长。截至2015年底，公司应收账款及其他应收款为34.82亿元，占流动资产的50.05%。增速较快主要由于公司销售基药产品占比相对较高，公司为加强基药和县级及以下医院终端市场销售，供应链相对加长；同时，为优化医药商业业态，公司减少了药品调拨业务，加强了医院等终端销售，造成回款期相对较长；并且，由于子公司天江药业及其子公司2013年~2015年随着公司产品及市场对中药颗粒配方的认可度增强，销售规模逐渐扩大，而主要客户为全国各大小医院，医院结算周期较长一般为半年左右，故随着销售规模的增加，应收账款不断增大。截至2015年底，应收账款占比67.77%，为23.59亿元，应收票据占比32.35%，为11.26亿元，其他应收账款占比5.19%，为1.81亿元。截至2015年底，公司应收账款及其他应收款前五名占比为8.49%，集中度较低；从账龄来看截至2015年底，3个月或以内的占74.58%、3~6个月内的占12.22%、6~12个月的占13.13%、12个月以上的占0.001%，账龄短。2013~2015年，公司计提的呆账拨备分别为0.68亿元、1.02亿元和1.84亿元，计提比例分别为3.62%、4.26%和5.59%，计提比例较充分。

2013~2015年，公司持有的现金及现金等价物以年均116.28%的速度快速增长，分别为4.49亿元、6.96亿元和21.02亿元，主要由银行及现

金构成。2015年，公司于香港以上市公司名义借入17.5亿港币借款用于支付收购天江药业的款项，但当年度未支付对价，因此现金及等价物的金额大幅增加。2013~2015年，公司使用受限部分的金额分别为2.13亿元、3.24亿元和3.46亿元，受限部分主要为租赁土地及楼宇之权益以及应收票据。

2013~2015年，公司存货以年均7.91%的速度持续增长。截至2015年底，公司存货为12.36亿元，同比增长14.39%。2015年，由于公司生产所用原材料的采购价格有所上升，因此存货价值也有所增加。其中在制品（按成本）占40.27%，制成品（按成本）占29.33%，原材料（按成本）占26.89%。截至2015年底，公司并未对存货计提减值拨备；考虑到中药材价格存在波动，公司存货存在减值风险。

非流动资产

2013~2015年，公司非流动资产保持稳定，年均复合变动率为0.14%。截至2015年底，公司非流动资产为109.53亿元，同比小幅下降0.37%；从构成看，主要为商誉（占49.20%）、无形资产（占29.67%）、其他物业厂房及设备（占13.53%）。

2013~2015年，公司商誉比较稳定，是非流动资产的主要构成，占比较大，主要来自公司对天江药业的收购。截至2015年底，公司商誉为53.90亿元，同比下降1.71%，由于公司2015年对贵州中泰生物科技有限公司进行处置，商誉减少。商誉主要由江阴天江药业（占79.63%）、同济堂药业有限公司（占17.22%）、德众药业有限公司（占1.86%）以及其他（合计占1.29%）构成。

2013~2015年，公司无形资产以年均5.35%的速度下降，主要由于摊销以及减值亏损逐年递增所致。截至2015年底，公司无形资产账面原值为38.78亿元，同比下降1%，主要是出售附属公司，导致专利权丧失所致；截至2015年底，公司累计摊销及减值亏损6.27亿元，无形资产账面价值为32.50亿元，主要由专利权

（占41.67%）、商标（占0.85%）、分销网络（占0.01%）、软件（占7.68%）和客户关系（占49.79%）构成。

公司其他物业、厂房及设备波动增长，分别为8.18亿元、13.34亿元以及14.82亿元，2014年大幅增长主要由于天江新厂、安徽天祥、安徽精方新厂建设完毕转入所致。截至2015年底，为14.82亿元，其中楼宇占67.41%。

截至2016年6月底，公司合并资产总额191.46亿元，较2015年底增长6.90%，主要来自无形资产的增加；其中流动资产占35.10%，非流动资产占64.90%，公司资产仍以非流动资产为主。截至2016年6月底，公司其他物业、厂房及设备较2015年底增长21.35%至17.98亿元，主要由于在建工程完工转入所致；公司根据最新情况重新讨论并重新聘请评估师对天江药业收购时可辨认净资产的公允价值进行重新评估，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11.70亿元，客户关系增加2.80亿元，新增品牌15.90亿元）、商誉减少20.83亿元，致使公司无形资产较2015年底大幅增长103.72%至66.21亿元，商誉较2015年底下降38.45%至33.17亿元。

总体看，公司近年来资产规模不断扩张，资产构成以非流动资产为主；公司应收账款及商誉占比较大，但考虑到中医药行业销售回款特点，公司变现能力尚可。公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

权益

2013~2015年，公司权益总额增长较快，且波动较大，三年权益总额分别为22.62亿元、30.58亿元以及114.95亿元，年复合增长率为125.42%，主要是2015年公司发行新股，导致股本增加所致。截至2015年底，公司权益中股本和保留溢利分别占85.34%和21.62%。

截至2013年底，公司股本和保留溢利分别为2.35亿元和6.97亿元。根据2014年3月3日开始

生效的香港公司条例第622章，法定股本概念不再存在，股份溢价、股本赎回储备均归为股本，使得截至2014年底，公司23.07亿元的股份溢价计入公司股本，公司股本调整为25.42亿元。截至2015年底，公司股本为98.10亿元，同比增长258.88%，增长是公司在2015配股以及发行新股所致。其他储备为-14.88亿元，包括收购于德众及冯了性之非控股权益之已付溢利及相关储备及豁免应付一名非控股股东的款项。

2013~2015年，随着盈利的积累，公司保留溢利以年均88.85%的速度快速上升，2015年底为24.85亿元；同期的非控股权益保持稳定，且规模不大，2015年底为5.29亿元。

截至2016年6月底，公司权益总计125.09亿元，较2015年底增长8.82%，其中非控股权益10.62亿元，较2015年底增加5.33亿元，主要由于收购华颐药业和吉林百琦所致；本公司拥有人应占权益中，股本占85.69%，储备占14.31%。

综上所述，公司权益中股本占比高，权益结构稳定性较好。

负债

2013~2015年，公司负债以年均28.20%的速度波动下降，分别为124.42亿元、125.41亿元及64.14亿元，主要是自2015年流动负债的快速下降。截至2015年底，流动负债和非流动负债分别占71.32%和28.69%。公司负债在2013年以非流动负债为主（占比84.85%），但自2014年，负债结构转变，流动负债快速上升，超过非流动负债，主要是收购天江药业的模拟账务处理，导致其他应付账款波动。

2013~2015年，公司流动负债波动较大，分别为18.85亿元、108.62亿元以及45.74亿元，波动主要由其他应付账款波动所致。截至2015年底，从构成上看，主要由应付账款及其他应付款项（占59.98%）、银行及其他贷款（占34.98%）和即期应付税项及递延政府补贴值之即期部分（合计占5.04%）构成。

2013~2015年，公司应付账款及其他应付款项分别为11.68亿元、101.95亿元和27.44亿元，

主要由其他应付款项及预提费用（2015年底占75.07%）构成。截至2015年底，其他应付款项及预提费用为20.60亿元，其中主要包括未支付代价之应付款项（占50%）、应付工资及福利，予客户之应计销售返利及其他应付税项。2013~2015年其他应付账款波动较大的原因是模拟报表中对天江药业的收购业务发生在2013年度，即公司在2013年度需要对外支付对价88.00亿，因此2013年长期应付款计88.00亿，到2014年，由于此笔收购业务时间少于一年，因此将88.00亿转分类至流动负债-应付账款及其他应付款中，截至2015年底，由于尚有11亿天江药业收购款未支付。

2013~2015年，公司应付账款波动下降，分别为5.23亿元、6.32亿元及5.09亿元。年复合变动率为-1.38%。截至2015年底，应付款项为5.09亿元，同比下降19.46%，主要由于陇西一方制药有限公司2014年扩建，年底资金紧张，故暂缓支付了采购款项，至2015年规模扩大后按信用期支付了货款。2015年底，所有应付账款及其他应付款项于一年内或要求时支付。

2013~2015年，公司银行及其他贷款（短期+中长期）以年均38.42%的速度波动增长。截至2015年底，公司贷款总额为24.50亿元，同比增长107.09%，主要由于公司新借贷款所致。从期限结构看，2013~2015年，公司1年内或要求时需偿还的贷款金额分别为5.84亿元（占贷款总额的45.53%）、5.16亿元（占贷款总额的43.47%）和16.00亿元（占贷款总额的65.30%），计入流动负债中的“银行及其他贷款”科目；2013~2015年，公司1年以上但3年内需偿还的贷款金额波动增长，分别为6.98亿元，6.71亿元和8.50亿元，计入非流动负债中的“银行贷款”科目。随着贷款偿还期的临近，公司在2015年公司以1年内贷款为主。公司贷款以无抵押贷款为主，期限结构相对均衡。

2013~2015年，公司非流动负债以年均58.25%的速度波动下降，截至2015年底为18.40亿元，同比增长9.6%，主要源于银行贷款的增

加；以银行贷款（占46.21%）和递延所得税负债（占45.71%）为主。

截至2016年6月底，公司负债合计66.37亿元，较2015年底小幅增长3.46%，主要由于银行及其他贷款增长所致；从负债结构来看，流动负债占73.60%，非流动负债占26.40%，流动负债占比较2015年底进一步提高。

2013~2015年，公司有息债务不断增长，年均复合增长率为38.26%。截至2015年底，公司有息债务总额24.50亿元，同比增长106.57%，短期债务和长期债务的比重分别为65.30%和34.70%。近年来短期债务的比重大幅提升，2015年底的短期债务是2013年的2.74倍，且至2015年，债务构成转变为短期债务为主。从债务指标来看，2013~2015年，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现下降趋势，2015年底分别为35.82%、17.57%和6.89%，整体债务负担较轻。

截至2016年6月底，公司有息债务27.40亿元，较2015年底增长11.81%，全部为短期债务。同期，公司资产负债率较2015年底下滑1.16个百分点至34.66%，全部债务资本化比率较2015年底提高0.40个百分点至17.97%。

综上所述，近年来公司有息债务规模波动增长，但随着权益的大幅增长，目前公司整体债务负担较轻。

4. 盈利能力

2013~2015年，公司营业额持续增长（年均复合增长15.58%），分别为47.32亿元、57.50亿元和63.21亿元，主要为医药产品销售所得，营业额的增长主要来自中药配方颗粒销售的增长。

由于公司2013年并购同济堂药业后，2014年对原盈天和同济堂的营销队伍进行整合，产生协同效应，对销售产生积极效应，从而导致销售较大幅度增长，相应地销售成本也有较大增幅，但低于销售收入的增长速度；2015年较2014年销售成本增幅2.32%，变动不大，导致近

三年毛利率不断上升，分别为53.63%、54.35%和57.51%。

2013~2015年，公司期间费用（分销及销售成本+行政支出+财务费用）稳定增长，年均复合增长16.05%，基本与营业额增速15.58%持平。2015年公司期间费用为24.01亿元，主要以分销和销售成本（占75.97%）和行政支出（占21.09%）为主。近三年，公司期间费用占营业额的比重分别为37.67%、35.91%和37.98%，由于公司在医院及零售终端收入占比较大，分销及销售成本金额较高，2013~2015年，公司销售费用年平均增长16.46%，占营业额比重分别为28.42%、27.11%和28.85%。整体看公司分销及销售成本较高且在营业收入中占比稳定，费用控制能力有待提升。

由于毛利率持续上升、期间费用比重保持稳定，公司除税前溢利快速增长，2013~2015年分别为7.87亿元、10.48亿元和13.81亿元，平均每年增长32.47%。公司在2015年净资产收益率与总资本收益率大幅降低，主要由于本年发行新股所致。同期，公司的净资产收益率分别为29.07%、33.26%和16.00%，总资本收益率分别为19.83%、22.33%和8.85%，公司整体盈利能力较好。

2016年1~6月，公司实现营业收入31.99亿元，是2015年全年的50.61%；同期，公司销售成本13.66亿元，毛利率为57.32%，较2015年底略基本持平。2016年1~6月，公司期间费用为11.98亿元，占营业额的比重为37.45%，较2015年基本持平；其中销售及分销成本8.77亿元，占营业额的比重为27.41%。2016年1~6月，公司实现除税前溢利6.65亿元。

总体看，近年公司营业额持续增长，毛利率上升较快使得年度溢利持续上升。公司期间费用控制能力一般，整体盈利能力较好。

5. 现金流

2013~2015年，由于所得税前之溢利的不断上升，营运资金变动前之经营溢利延续上升

态势，但由于非持续经营业务以及利息收入的增长，营运资金变动前之经营溢利的增长幅度小于所得税前之溢利，分别为11.20亿元、14.73亿元和16.44亿元，年复合增长率为21.17。2013~2015年，公司经营业务所产生的现金波动增长，三年分别为5.99亿元、11.33亿元和8.28亿元。2014年，受益于存货增幅的放缓，经营业务所产生的现金达到11.33亿，2015年，由于应收账款及其他应收款项增幅较大以及存货增幅有所上升，公司经营业务所产生的现金下降至8.28亿元。公司经营活动产生之现金净额分别为4.18亿元、9.18亿元和6.00亿元。

2013~2015年，公司投资业务的现金流主要表现为收购附属公司之现金代价，扣除获得的现金和在建工程支付款项，投资业务所得之现金净额分别为-19.11亿元、-4.06亿元和-74.68亿元，投资活动资金波动剧烈，是公司处于行业整合收购状态所致。2013~2015年，公司投资活动产生的现金净流量均呈现净流出。近三年，公司筹资业务前的现金净额分别为-14.94亿元、5.12亿元和-68.68亿元，资金缺口逐步增加。经营净流入不能覆盖资金缺口。

近年来，公司融资活动现金流量的变动幅度与投资活动现金流量相匹配，波动剧烈，主要表现为发行股份所得款项净额。2013~2015年，公司融资业务所得之现金净额分别为16.38亿元、-2.66亿元和83.02亿元，融资规模有所扩大。

2016年1~6月，公司经营业务所得之现金净额为7.23亿元；公司投资活动所用之现金流继续表现为净流出（-9.42亿元），其中用于收购附属公司（华颐药业和吉林百琦）支出8.71亿元，用于购买物业、厂房及设备支出1.75亿元；公司融资业务现金流入及流出主要用于新筹和偿还银行借款，分别为14.67亿元和11.96亿元，筹资活动所得现金净额为0.62亿元。

总体看，公司近三年经营性现金流入净额波动增长，但无法覆盖投资性现金净流量，公司存在对外筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015年，公司流动比率和速动比率波动下降，2014年公司流动比率和速动比率大幅下降主要是应付账款及其他应付款项的大幅增加导致流动负债大幅增加所致。截至2015年底，公司流动比率与速动比率分别为152.05%和125.05%，指标较好。截至2016年6月底，公司流动比率和速动比率分别为137.58%和109.89%。近三年经营现金流负债比分别为22.18%、8.45%和13.12%，波动是由于模拟报表将2015年的收购活动调至2013年，引起其他应付款的较大波动所致。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2013~2015年，随着年度溢利的不断上涨，公司EBITDA也随之上升，分别为11.07亿元、14.08亿元和17.64亿元。同期，公司EBITDA利息倍数分别为24.46倍、22.32倍和25.02倍，全部债务/EBITDA分别为1.16倍、0.84倍和1.39倍。公司长期偿债能力较强。

截至2016年6月底，公司获得综合授信额度为15.70亿元，尚未使用额度为9.45亿元，公司间接融资渠道较为顺畅。公司为香港上市企业，具备直接融资渠道。

截至2016年6月底，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25亿元，是2016年6月底公司全部债务91.24%，截至2016年6月底，公司不存在长期债务，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6月底，公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为17.97%和34.66%；本期中期票据发行后，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率将分别上升至16.66%、29.52%和47.72%，债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金的68%用于偿还公司银行贷款，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

2013~2015年，公司经营活动现金净流量分别为本期中期票据发行额度的0.17倍、0.37倍和0.24倍，对本期中期票据的保障能力较低。

2013~2015年，公司EBITDA分别为本期中期票据发行额度的0.44倍、0.56倍和0.71倍。EBITDA对本期中期票据的保障能力不断提高，但目前公司盈利水平对本期中期票据的偿还能力尚有不足。

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。

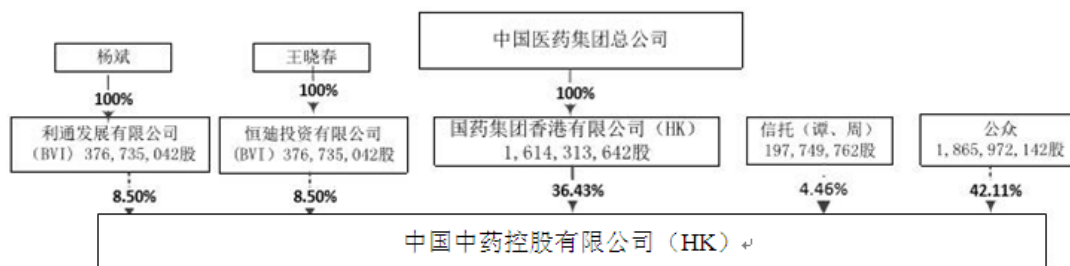
公司作为国药集团中医药运营平台，在发展过程中得到国药集团多方面支持。近年来，公司资产和收入规模持续增长，债务负担快速下降，整体保持了较好的盈利能力。但公司研发投入低，资产中商誉占比高，应收账款和其他应收款金额大，对资金占用明显。

未来，公司将重点建设四大核心业务板

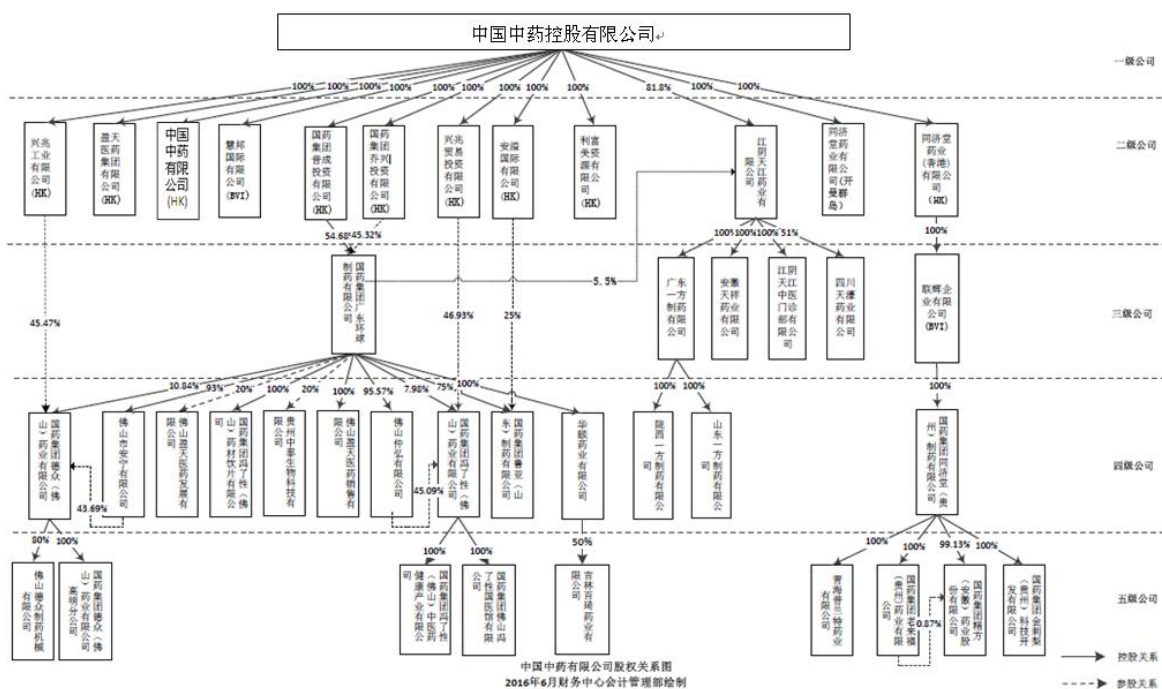
块：现代中药板块、中药饮片中药配方颗粒板块、中医药健康综合体板块、医疗产业板块，计划将公司打造成为中成药制造龙头企业。

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。

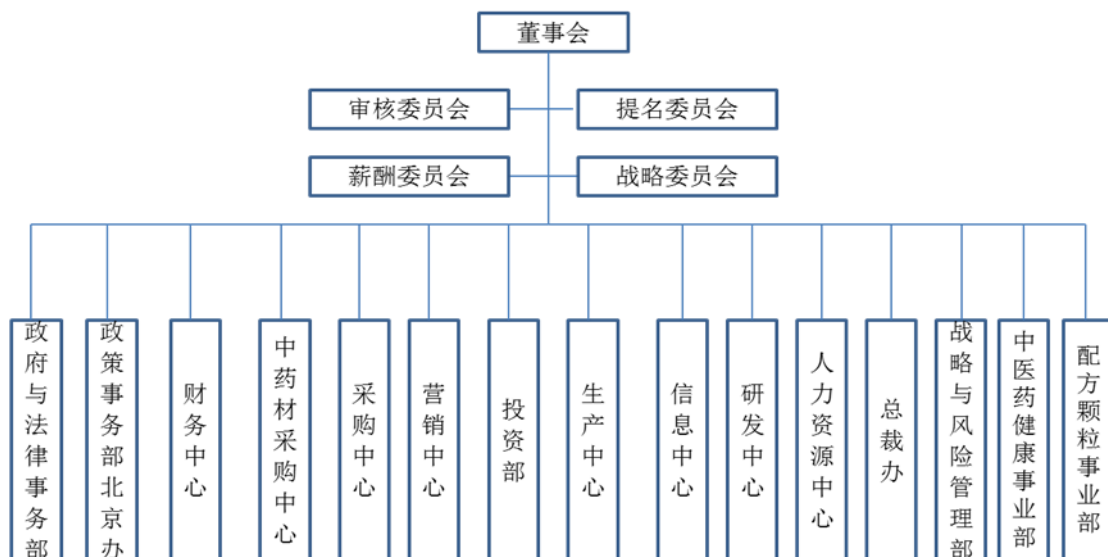
附件 1-1 截至 2016 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2016 年 6 月底公司各级子公司结构图



附件 1-3 截至 2016 年 6 月底公司组织机构图



附件2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.54	6.97	21.38	19.85
资产总额(亿元)	147.04	155.99	179.09	191.46
权益总额(亿元)	22.62	30.58	114.95	125.09
短期债务(亿元)	5.84	5.15	16.00	27.40
长期债务(亿元)	6.98	6.71	8.50	--
全部债务(亿元)	12.82	11.86	24.50	27.40
营业额(亿元)	47.32	57.50	63.21	31.99
所得税前之溢利(亿元)	7.87	10.48	13.81	6.65
EBITDA(亿元)	11.07	14.08	17.64	--
经营活动使用之现金净额(亿元)	4.18	9.18	6.00	7.23
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.41	3.57	3.01	--
存货周转次数(次)	2.06	2.45	2.32	--
总资产周转次数(次)	0.32	0.38	0.38	--
毛利率(%)	53.63	54.35	57.51	57.32
总资本收益率(%)	19.83	22.33	8.85	--
净资产收益率(%)	29.07	33.26	16.00	--
长期债务资本化比率(%)	23.59	17.99	6.89	--
全部债务资本化比率(%)	36.17	27.95	17.57	17.97
资产负债率(%)	84.62	80.40	35.82	34.66
流动比率(%)	200.59	42.40	152.05	137.58
速动比率(%)	144.28	32.45	125.05	109.89
经营现金流动负债比(%)	22.18	8.45	13.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	24.46	22.32	25.02	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.16	0.84	1.39	--

注：2013~2015 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/平均权益总额 ×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 2016 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。

