信用等级公告

联合[2018] 1935 号

联合资信评估有限公司通过对中国中药控股有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国中药控股有限公司主体长期信用等级为 AAA，“16 中药控股 MTN001”和“17 中药控股 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十五日

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
http://www.lhratings.com

中国中药控股有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA	评级展望：稳定
上次评级结果：AAA	评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 中药控股 MTN001	25 亿元	2019/11/16	AAA	AAA
17 中药控股 MTN001	20 亿元	2020/06/13	AAA	AAA

跟踪评级时间：2018 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	21.38	34.23	47.88
资产总额(亿元)	179.09	210.37	248.85
权益总额(亿元)	114.95	127.56	138.15
短期债务(亿元)	16.00	10.01	6.39
长期债务(亿元)	8.50	29.09	45.15
全部债务(亿元)	24.50	39.10	51.54
营业额(亿元)	63.21	65.33	83.38
所得税前溢利(亿元)	13.81	13.04	15.67
EBITDA(亿元)	17.64	17.12	22.12
经营活动使用之现金净额（亿元）	6.00	14.65	12.36
毛利率(%)	57.51	54.35	55.79
净资产收益率(%)	10.13	8.52	9.49
资产负债率(%)	35.82	39.36	44.48
全部债务资本化比率(%)	17.57	23.46	27.17
流动比率(%)	152.05	230.13	242.48
经营现金流动负债比(%)	13.12	41.77	26.32
全部债务/EBITDA(倍)	1.39	2.28	2.33
EBITDA 利息倍数(倍)	25.02	23.31	10.00

注：2015 年财务数据为假设公司于 2013 年 1 月 1 日完成收购贵州同济堂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的三年连审报告；单位为人民币。

分析师

孔祥一　刘　然

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，业务涵盖中药配方颗粒、成药、中药饮片等领域。跟踪期内，公司在产业链完整度、品牌知名度、研发能力和技术水平等方面保持优势；受益于中药配方颗粒业务的快速增长和在中药饮片业务方面的布局日益完善，公司营业额快速增长，保持良好的盈利能力。2018年5月，公司完成定向增发股票，募集资金净额26.74亿港元，资本实力得到提升。同时，联合资信评估有限公司（以下称“联合资信”）也关注到，未来中药配方颗粒生产资格可能放开将使公司面临更大的市场竞争、医保控费压力下公司部分产品销售额下降、公司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、中药饮片及中药配方颗粒板块、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。

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“16中药控股MTN001”和“17中药控股MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 作为国药集团中医药运营平台，公司在产业链完整度、品牌、资源等方面优势明显；公司业务涵盖中药配方颗粒、成药、中药饮片等，其中282个成药被收录在最新国家医保目录，包括26个独家产品。
2. 公司中药配方颗粒市场占有率约为 60%，行业龙头地位巩固；公司加强终端渠道扩张，并积极参与中药配方颗粒行业标准制定，为后续的市场竞争奠定基础。

3. 跟踪期内，受益于中药配方颗粒业务的较快发展和中药饮片业务的布局完善，公司营业额快速增长，保持良好的盈利能力。
4. 2018 年 5 月，公司完成向中国平安人寿保险股份有限公司定向增发股票，募集资金净额 26.74 亿港元，公司资本实力得到提升，同时为后续业务发展提供了有力的资金支持；借助中国平安保险（集团）股份有限公司的资源优势，公司整体竞争力有望进一步提升。
5. 公司现金类资产对存续债券的覆盖程度较好。

关注

1. 未来中药配方颗粒生产资质可能放开，公司可能面临激烈的市场竞争。
2. 受医保控费等不利因素影响，跟踪期内，公司仙灵骨葆胶囊、玉屏风颗粒的销售额呈现下滑态势。
3. 公司应收账款及其他应收款规模大，对资金形成一定占用。
4. 公司无形资产和商誉规模较大，均存在一定减值风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由中国中药控股有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于中国中药控股有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

中国中药控股有限公司（以下简称“公司”或“中国中药”）前身为“盈天医药集团有限公司”（以下简称“盈天医药”），2009年在香港联合交易所主板上市（股票代码00570.HK）。2013年2月，中国医药集团总公司（以下简称“国药集团”）通过下属公司收购盈天医药56.97%股权，成为公司的控股股东。2013年10月，在国药集团的战略布局和支持下，盈天医药完成对国药集团同济堂（贵州）制药有限公司（以下简称“贵州同济堂”）100%股权的收购。2013年11月，公司更名为“中国中药有限公司”。2015年5月，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月收购江阴天江药业有限公司（以下简称“天江药业”）87.3%股权，变更后公司股份数增至428599万股。2015年11月，公司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，公司股份数增至448374万股。2016年7月，公司更为现名。此后，经过多次股份回购，截至2017年底，公司股份数为443151万股；国药集团香港有限公司（以下简称“国药香港”）持有公司36.43%股份，为公司第一大股东，公司最终控股方为国药集团，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。2018年5月，公司向中国平安人寿保险股份有限公司（以下简称“平安人寿”）发行新股604296222股，公司总股份数增加至503580万股，平安人寿持有公司总股份数的12.00%，成为公司第二大股东，国药香港持股比例降至32.06%，公司实际控制人仍为国务院国资委。

公司下属企业包括贵州同济堂、佛山德众药业有限公司、佛山冯了性药业有限公司、山东鲁亚制药有限公司、天江药业等。截至2017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、药材饮片事业部、投资部、人力资源中心、财务部、政府与法律事务部等部门。

截至2017年底，公司合并资产总额248.85亿元，权益总计138.15亿元（非控股权益13.78亿元）；2017年，公司实现营业额83.38亿元，除税前溢利15.67亿元。

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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续期债券包括“16中药控股MTN001”和“17中药控股MTN001”，余额合计45.00亿元。截至本报告出具日，上述债券募集资金已按照募集资金用途使用完毕，公司在跟踪期内对上述债券按时足额付息。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
16中药控股MTN001	25.00	25.00	2016/11/16	2019/11/16
17中药控股MTN001	20.00	20.00	2017/06/13	2020/06/13

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017

年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增

长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业分析

1. 行业概况

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。据国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）发布的《2017 年医药产业经济运行分析》，2017 年中国规模以上医药企业实现主营业务收入 29826.0 亿元，增速恢复至两位数，达 12.2%，较 2016 年提高 2.3 个百分点。同时，随着医药产业结构调整不断深化，规模以上医药企业实现利润总额 3519.7 亿元，同比增长 16.6%，增速同比提高 1.0 个百分点，利润增速高于主营业务收入增速，行业整体盈利水平得到提高。

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段，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；但从各子行业增速波动情况来看，行业开始表现出由总量增长向结构性增长转变，行业分化趋势愈加明显。

表 2　医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元、%）

	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	利润总额	收入	利润总额	收入	利润总额
化学药品原料药制造	4614.21	351.03	5034. 90	445. 25	4991.70	436.10
化学药品制剂制造	6816.04	816.86	7534. 70	950. 49	8340.60	1170.30
中药饮片加工	1699.94	123.9	1956. 36	138. 27	2165.30	153.40
中成药制造	6167.39	668.48	6697. 05	736. 28	5735.80	707.20
生物药品制造	3164.16	386.53	3350. 17	420. 10	3311.00	499.00
卫生材料及医药用品制造	1858.94	169.86	2124. 61	191. 75	2266.80	213.90
制药专用设备制造	182.02	19.00	172. 60	15. 80	186.70	14.70
医疗仪器设备及器械制造	2382.49	232.56	2765. 47	318. 49	2828.10	325.10
医药工业	**26885.19**	**2768.23**	**29635. 86**	**3216. 43**	**29826.00**	**3519.70**

资料来源：国家统计局

注：2016 年数据来自国家工信部网站，2017 年数据来自国家发改委网站，2017 年同比变化数据与 2016 年数据不符。

2. 中药配方颗粒行业

中药配方颗粒，俗称“免煎中药”，疗效上与传统汤剂无明显差异；制备过程中，配方颗粒生产标准化、监管全面化，产品质量稳定，是中药现代化发展趋势。

中国中药配方颗粒市场呈现规模小、增速快的特点。目前中国仅有 6 家试点生产企业，但 2010～2016 年，中药配方颗粒市场规模复合增速达 40%，远高于同期中药饮片 27.6%的增速。2016 年中药配方颗粒销售额约 107 亿元，同比增长 30.5%，在中药饮片市场的比重也升至 6%左右。

2001 年，中药配方颗粒生产和使用实行试点制度。试点初期，行业发展处于探索阶段，包括药物安全和疗效评价、质量标准制定、行业监管办法等无明确法规，因此 CFDA 对生产、流通和使用环节参与者的资质和范围严格限制。经过多年探索，随着生产工艺进步和临床需求的增加，原有的调控政策已明显不适合当前市场发展的需求。

2015 年起，国家陆续出台相关政策，支持行业发展。2015 年底，《中药配方颗粒管理办法（征求意见稿）》拟放开生产准入；2016 年 2 月，国务院将中药配方颗粒纳入《中医药发展战略规划纲要 2016-2030》；2016 年 8 月，国家药典委员会出台了《中药配方颗粒质量控制与标准制定技术要求（征求意见稿）》，明确质量标准，为后续放开准入做准备；2017 年 6 月，《广东省中药配方颗粒试点生产申报指南》公布，明确了企业申报条件、使用范围以及配送企业资质等内容，同年 7 月中药饮片龙头康美药业获批广东省内试点生产资质，该文件的出台以及康美药业省内试点资质获批意味着中药配方颗粒管理逐渐放松，符合条件的生产企业有望获省内生产资质，率先占领省内市场。

总体看，中国中药配方颗粒处于发展初期，但增速很快；各试点企业仍处于市场拓展期；试点放开将是必然趋势，市场将呈现垄断竞争格局。

六、基础素质分析

1. 产权情况

截至2018年6月底，公司总股份数为503580万股，控股股东国药香港持股比为32.06%，公司实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模与竞争力

公司是中国领先的中药制造企业，也是国药集团中医药产业板块的核心平台，国药集团是由国务院国资委直接管理的中国规模最大、产业链最全、综合实力最强的医药健康产业集

团。

公司拥有完善的产业链，集科研、制造、销售为一体，涵盖中药材种采、中药饮片、配方颗粒、中成药、中医药大健康等产业。公司拥有 700 多个单味中药配方颗粒品种，60 多个经典复方颗粒品种，979 个成药产品，其中 282 个成药被收录在最新国家医保目录，包括 26 个独家产品。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，每年可处理及提取中药材 48000 吨，年产中药配方颗粒 14300 吨，中药饮片 40000 吨，中成药颗粒剂 102 亿包、片剂 56.5 亿片、胶囊剂 36.5 亿粒。

公司拥有“仙灵”、“同济堂”、“仙灵骨葆”、“德众”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，品牌知名度高。子公司天江药业是目前全国具有中药配方颗粒生产资质的六家企业之一，市场占有率约 60%。

天江药业作为首个进入中药配方颗粒研发和生产领域的企业，其研发能力和技术水平处于行业领导地位。截至 2017 年底，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 35 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 115 项，其中实用新型 21 项，外观设计 18 项，发明专利 75 项；获得授权专利共计 39 项，其中实用新型 13 项，发明专利 26 项。

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（327 个品种），有 56 个待申报的配方颗粒行业标准。2018 年 2 月，国家药典委员会开放了中药配方颗粒标准制定的咨询日，这意味着国家药监局和药典委员会开始积极推进中药配方颗粒国家标准制定工作。公司大力投入中药配方颗粒标准的制定符合国家对该行业的定位和发展规划，为公司在后续竞争者保持领先奠定基础。

总体看，公司作为国药集团中药产业的核心平台，在产业链完整度、市场占有率、研发能力和技术水平等方面优势明显。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度、高级管理人员等方面无重大变化。

八、重大事项

2018 年 3 月 19 日，公司与平安人寿签订股份认购协议，平安人寿以每股 4.43 港元认购公司 604296222 股新发行股份。公司通过本次增发募集资金净额 26.74 港元，募集资金将用于（1）中药饮片及中药配方颗粒业务全国拓展布局，包括设立中药产业园及中药智能配送中心以及对合适的标的公司进行收购（15.00 亿港元）；（2）研究及建立中药配方颗粒质量标准及研究及开发中药经典名方（2.00 亿港元）；（3）偿还债务（4.50 亿港元）；（4）补充运营资金（5.24 亿港元）。

2018 年 5 月 10 日，平安人寿完成认购，公司总股份数变更为 50.36 亿股，平安人寿持有公司总股份数的 12.00%，成为公司第二大股东，国药香港持股比例降至 32.06%。

本次增发提高了公司资本实力，为公司发展中医药全产业链布局提供了资金支持。此外，公司将通过本次增发引进平安集团作为长期战略合作伙伴，结合公司在中药材、饮片、配方颗粒、中成药等业务领域专长，以及平安集团在客户基础、销售渠道及医疗健康领域的科技、平台与资源优势，进一步提高公司价值。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司全面布局中药全产业链，重点发展中药饮片和中药配方颗粒业务，稳步推进成药业务，并实现中医药大健康业务的延伸。2017 年，公司实现营业额 83.38 亿元，同比增长 27.63%。其中，中药配方颗粒和成药业务营业额分别占 66.00%和 28.56%。

2017 年，中药配方颗粒板块仍为公司营业额最主要来源，并在终端渠道扩张、公立医院保留中药配方颗粒销售加成、市场需求增长的多重因素带动下实现了快速增长，当期营业额同比增长 26.18%至 55.00 亿元。成品药业务结束了上年的销售下滑趋势，2017 年实现营业额 23.81 亿元，同比增长 15.52%，主要受益于公司大品种培育计划和销售策略的积极推进及华硕药业有限公司并表。跟踪期内，公司加快布局中药饮片产业，顺利完成对 2016 年 11 月和 12 月收购的贵州同济堂中药饮片有限公司和上海同济堂的整合，业绩实现稳健增长，2017 年中药饮片业务为公司贡献营业额 3.99 亿元，其中代煎业务增速较快。目前，公司中医药大健康板块包括国医馆和中医诊所业务，规模较小，2017 年实现营业额 0.58 亿元。

2017 年，公司综合毛利率为 55.79%，同比减少 2.19 个百分点，保持较好的盈利水平。中药配方颗粒业务毛利率同比下降 1.58 个百分点至 57.98%，主要系部分中药材价格上涨。成药业务毛利率为 57.22%，同比变动不大。中药饮片和中医药大健康业务毛利率分别为 19.56%和 38.09%。

表 3 近两年公司营业额构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年		
	营业额	占比	毛利率	营业额	占比	毛利率
中药配方颗粒	43.59	66.72	59.56	55.00	66.00	57.98
成品药	20.61	31.55	56.75	23.81	28.56	57.22
中药饮片	1.04	1.59	17.16	3.99	4.78	19.56
中医药大健康	0.09	0.14	45.46	0.58	0.66	38.09
合计	**65.33**	**100.00**	**57.98**	**83.38**	**100.00**	**55.79**

资料来源：联合资信根据公司 2017 年年报整理

注：2017 年度公司调整业务板块划分，上表中 2016 年度数据经重列。

总体看，跟踪期内，营业额快速增长，公司中药配方颗粒业务发展较快，行业龙头地位巩固，成品药业务营业额有所回升；毛利率虽小幅下降但保持了良好的盈利能力。

2. 中药配方颗粒

公司中药配方颗粒板块主要运营主体为天江药业。2017 年，天江药业实现销售收入 55.00 亿元，同比增长 24.69%；同期的净利润为 10.35 亿元，同比增长 21.16%。

（1）原材料采购

原材料采购方面，公司生产所需的原材料为各种中药材，品种超过 700 种。近年来，部分中药材价格上涨，为公司成本控制带来一定压力。出于控制采购成本和提高原材料质量管理的考虑，公司加强中药材种植基地建设与合作。截至 2017 年底，公司签订 64 家种植公司，种植品种 94 种，基地总数 111 个；由公司集中采购的中药材由 105 个增加至 211 个。2017 年，天江药业药材采购总量 18978 吨，同比增长 10.00%；同期的总采购金额为 13.45 亿元，同比增长 11.25%。从集中度来看，2017 年天江药业向前五名供应商采购金额合计 4.09 亿元，占总采购金额的比重为 30.40%，集中度尚可。

表4 2017年天江药业向前五名供应商采购情况

（单位：亿元、%）

供应商	采购额	占总采购额的比重
安徽省永香中药饮片有限公司	1.79	13.31
安徽阜阳新特药业有限责任公司	0.68	5.05
江苏申凯包装高新技术股份有限公司	0.56	4.16
安徽汇中州中药饮片有限公司	0.54	4.01
孝感市欣丰药业有限公司	0.52	3.87
合计	**4.09**	**30.40**

资料来源：公司提供

（2）生产

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，公司持续扩张产能，近年来产能利用水平一直不高，2017 年为 60.87%。

表 5 公司中药配方颗粒生产情况（单位：吨）

项目	2016 年	2017 年
产能	21000.00	27925.00
产量	16028.00	17000.00
产能利用率	76.32%	60.87%

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司在 8 个省（直辖市）拥有 8 个配方颗粒基地，年产能 14300 吨（提取后），公司计划在陕西、江西、湖南、重庆、云南等省（直辖市）以建设中药产业园的模式快速拓展配方颗粒的制剂产能。

（3）销售

天江药业主要通过自有专业化团队进行直销，主要客户为医院及零售终端，客户集中度不高；大多以现金结算，账期在 90～120 天不等。截至 2017 年底，天江药业的营销团队已达 404 人，中药配方颗粒产品在全国三甲中医院的覆盖率达到 70%。在传统渠道之外，天江药业还推进网络营销渠道建设，其微信平台定期推送行业及产品相关信息，以扩大客户群，截至 2017 年底微信粉丝关注人数已达到 35000 人。

从销售终端来看，各级医院终端均表现出良好的增长势头，尤其是三级医院和基层医疗机构销售收入增速明显，分别同比增长 35.74%和 49.19%。此外，公司销售模式进一步优化，经销代理的占比下降至 20.41%。

表 6 公司中药配方颗粒各终端渠道销售情况

（单位：亿元、%）

区域	2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比
三级医院	15.15	34.76	20.57	37.39
二级医院	12.59	28.88	15.85	28.82
基层医疗机构	4.93	11.32	7.36	13.38
经销代理	10.92	25.05	11.22	20.41
合计	**43.59**	**100.00**	**55.00**	**100.00**

资料来源：根据公司 2017 年年报整理

从销售区域来看，2017 年，华东、华南、华中、华北四大区的销售收入占总销售收入的 78.80%。其中华南、华中、西南地区同比增长均超过 30%，东北地区的销售亦有显著复苏。2017 年 12 月，天江药业的中药配方颗粒成功中标香港 18 个中医中心的两年采购合约，进入香港中药配方颗粒主流市场。

表 7 公司中药配方颗粒各区域销售情况

（单位：亿元、%）

区域	2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比
华东	15.53	35.64	18.84	34.26
华南	7.95	18.23	10.78	19.59
华中	5.46	12.53	7.18	13.06
华北	5.60	12.85	6.50	11.82
西北	3.04	6.96	3.86	7.02
东北	2.86	6.56	3.68	6.68
西南	2.21	5.08	3.42	6.22
海外及其他	0.94	2.15	0.73	1.33
合计	**43.59**	**100.00**	**55.00**	**100.00**

资料来源：根据公司2017年年报整理

配药机是中药配方颗粒临床上量的重要手段，可大幅提高运营效率。公司已建立起一套

较为完善的配药机使用、管理和维护体系来促进中药配方颗粒在医院的销售。跟踪期内，公司加速在各级医疗机构投放智能配药机系统，尤其是更先进的第三代多工位配药机。

表8 公司配药机市场投放及终端覆盖情况

项目	2017年	项目	2017年
年初台数（台）	2541	年初医疗机构数量（家）	1661
增长台数（台）	1332	增长数量（家）	1007
增长率（%）	52.4	增长率（%）	60.6
年底数量（台）	3873	年底医疗机构数量（家）	2668

资料来源：根据公司2017年年报整理

3. 成药

（1）采购

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。从采购集中度来看，2017年公司成药前五大供应商采购金额合计占总采购金额的比重为44.58%，集中度尚可。

表9 2017年公司成药板块向前五名供应商采购情况

（单位：万元、%）

供应商	采购额	占总采购额的比重
安徽省永香中药饮片有限公司	10770.77	15.00
孝感市欣丰药业有限公司	6059.62	8.44
亳州市君海药业销售有限公司	5445.00	7.58
深药（亳州）现代中药饮片科技有限公司	5393.08	7.51
临沂金泰药业有限公司	4343.64	6.05
合计	**32012.11**	**44.58**

资料来源：公司提供

（2）生产

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代人行动，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。2017年，因厂区搬迁合并，仙灵骨葆胶囊的产能扩大至26.20亿粒，产量变动不大，产能利用率下降至55.03%；玉屏风颗粒和鼻炎康片的产能保持稳定，受产量下降，产能利用率分别降低至66.66%和49.93%。总体看，公司成药产能利用率有待提高。

表10 公司主要成药产品生产情况

产品名称		2016年	2017年
仙灵骨葆	产能（亿粒）	15.80	26.20
	产量（亿粒）	13.76	14.42
	产能利用率（%）	87.10	55.03
玉屏风颗粒	产能（亿袋）	3.00	3.00
	产量（亿袋）	2.51	2.00
	产能利用率（%）	83.67	66.66
鼻炎康片	产能（亿片）	28.00	28.00
	产量（亿片）	14.10	13.98
	产能利用率（%）	50.36	49.93

资料来源：公司提供

（3）销售

跟踪期内，公司销售模式无重大变化。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（直辖市）。2017年，受“两票制”政策影响，前五名客户销售额合计占比为21.92%，集中度有所下降。

表11 2017年公司成药板块前五大客户销售情况

客户名称	销售额（亿元）	占总销售额的比重（%）
广州志向医药有限公司	0.73	8.80
华润山东医药有限公司	0.31	3.73
华润普仁鸿（北京）医药有限公司	0.31	3.73
河南九州通医药有限公司	0.24	2.89
广州新太宗医药有限公司	0.23	2.77
合计	**1.82**	**21.92**

资料来源：公司提供

近年来，医保控费、“两票制”等政策对公司成药销售造成一定冲击。跟踪期内，公司坚

持大品种培育计划和销售策略，完成玉屏风颗粒、润燥止痒胶囊、枣仁安神胶囊的询证研究；此外，华硕药业的销售渠道调整使其产品价格高开。2017 年，公司核心 OTC 品种和其他品种销售额分别同比增长 28.20%和 33.61%；核心临床品种扭转了下滑趋势，但仙灵骨葆胶囊和玉屏风颗粒的销售额仍分别同比下降 4.27%和 15.51%。

表 12　公司成药按产品类别销售情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年
核心临床品种	11.80	12.23
核心 OTC 品种	3.57	4.58
其他品种	5.25	7.01
合计	**20.61**	**23.81**

资料来源：根据公司2017年年报整理

表 13　公司主要成药产品销售额情况（单位：亿元）

核心临床品种		
产品名称	**2016 年**	**2017 年**
仙灵骨葆胶囊	5.50	5.27
玉屏风颗粒	2.58	2.18
颈舒颗粒	1.23	2.04
润燥止痒胶囊	1.61	2.04
风湿骨痛胶囊	0.49	0.63
枣仁安神胶囊	0.69	0.95
核心 OTC 品种		
产品名称	**2016 年**	**2017 年**
鼻炎康片	2.15	2.22
冯了性风湿跌打药酒	0.39	0.62

资料来源：公司提供

4.　中药饮片

为了增强中药配方颗粒和成品药对上游原料资源的可靠溯源和质量控制，并实现中药代煎业务的迅速增长和医院覆盖网络的扩张，公司加快布局中药饮片产业。跟踪期内，公司顺利完成 2016 年 11 月和 12 月收购的贵州同济堂中药饮片有限公司和上海同济堂的整合，业绩实现稳健增长。2017 年，中药饮片业务为公司贡献营业额 3.99 亿元，毛利率提高至 19.56%，主要受盈利能力较强的代煎业务营业额增长所致。

表 14　公司中药饮片业务营业额构成（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年
代煎业务	0.14	2.18
饮片业务	0.90	1.81
合计	**1.04**	**3.99**

资料来源：根据公司 2017 年年报整理

5.　未来发展

未来，公司将密切关注国家行业政策变化，多措并举，深耕本业，努力促进四大核心业务不断发展、壮大，确保公司业务稳步增长。具体来看，公司将专注中药全产业链布局，推进中药配方颗粒和经典名方的标准研究，提升在行业中的技术地位；加快大品种的临床研究，深度挖掘产品的临床价值；加快科技创新，加速推进中药智能配送中心和中药智能车间的发展；加强核心中药材的种植和培育，确保来源可控、质量可控。

截至 2017 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 2017 年底已经投资 5.90 亿元，2018 年计划投资 7500.00 万元。

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 2017 年底公司主要在建项目投资计划（单位：万元）

项目名称	计划投资额	计划完工日期	截至 2017 年底已投金额	2018 年计划投资	资金来源
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	2500.00	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	2018.04	13000.00	2000.00	自筹
贵州同济堂骨科基地	38000.00	2017.12	35000.00	3000.00	自筹
合 计	**103262.38**	--	**59000.00**	**7500.00**	--

资料来源：公司提供

十、财务分析

公司提供了2017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2017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，截至2017年底，公司通过收购使得合并范围新增两家附属企业，分别为贵州同济堂药房连锁有限公司（60%股权）（以下简称“同济堂药房连锁”）、四川天雄药业有限公司（51%股权）（以下简称“四川天雄”）。2017年，同济堂药房连锁及四川天雄分别实现营业额0.42亿元和0.10亿元。合并范围的变化对数据可比性影响不大。

截至2017年底，公司合并资产总额248.85亿元，权益总计138.15亿元（非控股权益13.78亿元）；2017年，公司实现营业额83.38亿元，除税前溢利15.67亿元。

1. 资产质量

截至2017年底，公司资产总额248.85亿元，同比增长18.29%，主要来自存货和银行结余及现金的增加；其中流动资产和非流动资产分别占54.25%和45.75%。

（1）流动资产

截至2017年底，公司流动资产113.84亿元，同比增长41.06%，主要由应收账款及其他应收款项（占26.56%）、存货（占31.20%）和银行结余及现金（占42.06%）等构成。

随着公司经营规模的扩张，存货随之增长；且生产所用原材料的价格有所上升，因此存货价值也有所增加。截至2017年底，公司存货35.52亿元，同比增长87.51%；其中在制品占27.55%，制成品占38.95%，原材料占33.50%。考虑到中药材价格波动较大，公司存货存在减值风险。此外，截至2017年底，公司存货中0.23亿元用于抵押担保。

公司给予下游客户介于30～180天的信贷期，应收票据的到期日介于90～365天。截至2017年底，公司应收账款及其他应收款项同比增长11.33亿元至30.24亿元，其中应收账款18.71亿元，应收票据9.85亿元。应收账款中，账期（扣除呆账拨备后）在0～90天的占48.83%，91～180天的占30.27%，181～365天及365天以上的合计占20.91%，账期偏长；公司对应收账款计提呆账拨备1.13亿元，计提比例为6.04%，计提较充分。应收票据中，到期日在90天以内的占65.72%，91～180天的占22.98%，181～365天的占11.30%，期限偏长；其中账面价值为0.84亿元的应收票据用于抵押担保。

截至2017年底，公司银行结余及现金47.88亿元，同比增长101.73%，由现金及原到期日为三个月或以下的短期存款构成，无存放于银行的定期存款。截至2017年底，公司受限制银行存款2.57亿元，为清偿无追索权保理安排项下应收款项的现金，须每月偿还。

（2）非流动资产

截至2017年底，公司非流动资产为135.01亿元，同比增长4.13%，主要由商誉（占25.82%）、无形资产（占49.65%）和物业、厂房及设备（占17.68%）构成。

截至2017年底，公司无形资产67.04亿元，同比变动不大，累计折旧和摊销5.45亿元；其中产品保护权占39.27%、商标占29.64%、客户关系占29.45%。

截至2017年底，公司商誉34.68亿元，与上年基本持平，构成仍以天江药业（占63.36%）和贵州同济堂（占21.03%）为主，且商誉未发

生减值情况。

截至2017年底，公司物业、厂房及设备23.87亿元，同比增长18.22%；主要由楼宇（占55.88%）、厂房、机器及设备（占22.04%）和在建工程（占13.25%）构成；共累计折旧7.01亿元。

总体看，跟踪期内，公司资产规模快速增长，资产构成以非流动资产为主，存货、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。

2. 负债及所有者权益

（1）所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 138.15 亿元（含非控股权益 13.78 亿元），同比小幅增长，主要来自储备基金的增加。归属于母公司的权益中，股本和储备基金分别占 78.88%和 21.12%。

总体看，跟踪期内公司所有者权益规模相对稳定；股本占比高，权益结构稳定性较好。

（2）负债

截至 2017 年底，公司负债合计 110.70 亿元，同比增长 33.68%，系流动负债及非流动负债均增加所致。截至 2017 年底，公司流动负债和非流动负债分别占 42.41%和 57.59%。

截至 2017 年底，公司流动负债同比增长 33.88%至 46.95 亿元。其中应付账款及其他应付款项占 82.14%，银行及其他贷款占 13.60%。

截至 2017 年底，公司非流动负债 63.75 亿元，同比增长 33.54%，主要系公司 2017 年 6 月发行的 20 亿元中期票据所致。

截至2017年底，公司应付账款及其他应付款项为38.57亿元，同比增长67.40%，主要由应付账款（占46.23%）、已收按金（占13.78%）、应付营运开支（占13.64%）、其他应付款项（占10.55%）等构成。其中由于公司对中药材进行提前备货，应付账款同比增长109.18%至17.83亿元；账龄在0～90天的占70.01%，账期较短。其他应付款项2.57亿元，系应收保理款项。

截至2017年底，公司银行及其他贷款（短期+中长期）为6.39亿元，同比下降36.16%；其中银行贷款5.88亿元，其他贷款0.84亿元，系贴现应收票据贷款。公司银行及其他贷款中一年以内的占95.04%（计入流动负债中的“银行及其他贷款”科目），同比下降36.22%；五年以上的占4.96%（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规模有所下降，期限较短。

截至2017年底，公司无抵押票据44.82亿元，较上年大幅增长，包括“16中国中药MTN001”（25.00亿元，3年）和“17中国中药MTN001”（20.00亿元，3年）。

截至2017年底，公司有息债务同比增长31.81%至51.54亿元，长期债务占比提升至87.61%。从债务指标来看，截至2017年底，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分别为44.48%，27.17%和24.63%，分别同比提高5.12个百分点、3.71个百分点和6.06个百分点。

总体看，跟踪期内，公司有息债务规模较快增长，以长期债务为主，整体债务负担较轻。

3. 盈利能力

2017年，公司中药配方颗粒业务得到快速发展，带动营业额同比增长27.63%至83.38亿元。同期，公司销售成本为36.86亿元，同比增长34.28%；毛利率为55.79%，较上年提升1.44个百分点。

随着公司业务规模的扩张，各项支出相应增加。2017年，公司期间费用[1]为32.10亿元，占营业额的比重为38.50%。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，2017年公司销售及分销成本占期间费用的比重为75.93%。考虑到中药配方颗粒和中药饮片业务的发展需进一步拓宽销售渠道，公司销售及分销成本或将持续增长。总体看，公司期间费用对

[1] 期间费用=销售及分销成本+行政支出+研发费用+财务费用

利润侵蚀较大，影响了公司的盈利水平。

公司其他收益主要为政府补助和银行存款利息收入，2017年为1.20亿元，其中政府补助占52.58%，银行存款利息收入占27.24%。此外，公司产生其他净收入0.04亿元。

2017年，公司除税前溢利为15.67亿元，同比增长20.20%，主要来自主业经营利润，其他收益和其他净收入对利润贡献小。

从盈利指标来看，2017年，随着公司权益规模的增长，公司净资产收益率和总资本收益率同比均有所上升，分别为9.49%和8.08%；公司整体盈利能力较好。

总体看，跟踪期内公司营业额快速增长，期间费用对利润侵蚀较大，但盈利能力整体处于较好水平。

4. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2017年，公司营运资金变动前之经营溢利上升至21.02亿元，但公司加大了存货储备，受存货大幅上升，应收小幅增长及应付显著增长的综合作用下，公司当年来自经营活动之现金净额同比下降15.64%至12.36亿元。

投资活动方面，2017年公司缩减对外投资规模，用于收购附属公司的款项为1.08亿元，较上年的13.28亿元大幅减少；此外，公司当期提取定期存款10.50亿元。综合作用下，2017年公司来自投资活动之现金净额由负转正，为3.93亿元。

随着资金需求的增加，公司利用多种渠道进行融资。2017年，公司新筹银行借款14.06亿元，发行中期票据筹资20.00亿元；偿还银行借款21.70亿元，来自融资活动之现金净额为7.86亿元，同比回落30.35%。

总体看，跟踪期内，公司经营活动之现金净额同比有所下降，同时随着对外投资规模缩减，公司对外融资需求回落。

5. 偿债能力

短期偿债能力方面，截至2017年底，公司流动比率同比上升12.34个百分点至242.48%；但受存货增加影响，速动比率同比下降9.30个百分点至166.82%。2017年，公司经营现金流动负债比为26.32%，同比减少15.45个百分点。总体看，公司短期偿债能力在跟踪期内有所弱化，但仍保持较强水平。

长期偿债能力方面，2017年，公司EBITDA为22.12亿元。同期，公司EBITDA利息倍数为10.00倍，全部债务/EBITDA为2.33倍。公司长期偿债能力较强。

截至2017年底，公司在境内共获得各银行授信额度9.62亿元，已使用额度1.62亿元；境外港币授信额度4.70亿港币，已使用4.70亿港币。此外，公司为香港上市企业，具备直接融资渠道。

截至2017年底，公司不存在对外担保情况。

6. 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。

7. 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。

十一、存续期内债券偿还能力

目前公司存续期内中期票据为“16中药控股MTN001”（25亿元）及“17中药控股MTN001”（20亿元），发行额度共45亿元。

截至2017年底，公司现金类资产（剔除受限制货币资金）45.31亿元，为存续债券金额的1.01倍，对存续债券的覆盖程度较好。

表16 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

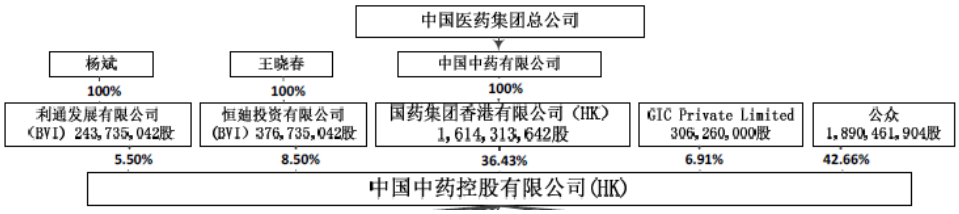
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	0
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.27
EBITDA/应付债券余额	0.49

资料来源：根据企业提供的年报和资料整理

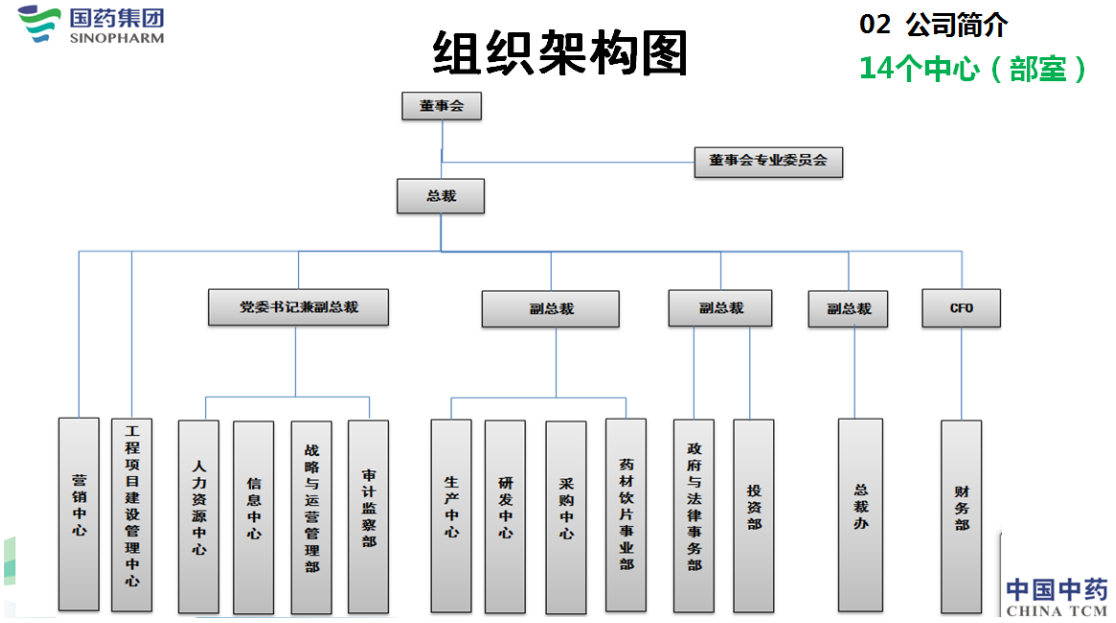
十二、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“16 中药控股 MTN001”和“17 中药控股 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2017 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2017 年底公司组织机构图



附件2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	21.38	34.23	47.88
资产总额(亿元)	179.09	210.37	248.85
权益总额(亿元)	114.95	127.56	138.15
短期债务(亿元)	16.00	10.01	6.39
长期债务(亿元)	8.50	29.09	45.15
全部债务(亿元)	24.50	39.10	51.54
营业额(亿元)	63.21	65.33	83.38
所得税前之溢利(亿元)	13.81	13.04	15.67
EBITDA(亿元)	17.64	17.12	22.12
经营活动使用之现金净额(亿元)	6.00	14.65	12.36
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.01	2.28	2.90
存货周转次数(次)	2.32	1.75	1.35
总资产周转次数(次)	0.38	0.33	0.36
毛利率(%)	57.51	54.35	55.79
总资本收益率(%)	8.85	6.96	8.08
净资产收益率(%)	10.13	8.52	9.49
长期债务资本化比率(%)	6.89	18.57	24.63
全部债务资本化比率(%)	17.57	23.46	27.17
资产负债率(%)	35.82	39.36	44.48
流动比率(%)	152.05	230.13	242.48
速动比率(%)	125.05	176.12	166.82
经营现金流动负债比(%)	13.12	41.77	26.32
EBITDA 利息倍数(倍)	25.02	23.31	10.00
全部债务/EBITDA(倍)	1.39	2.28	2.33

注：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%

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=银行及其他贷款（流动）

长期债务=银行及其他贷款（非流动）

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。