信用等级公告

联合〔2019〕2303 号

联合资信评估有限公司通过对中国中药控股有限公司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

二〇一九年七月二十九日

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
http://www.lhratings.com

中国中药控股有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

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

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 29 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	34.23	47.88	63.50
资产总额(亿元)	210.37	248.85	302.87
权益总额(亿元)	127.56	138.15	175.11
短期债务(亿元)	10.01	6.39	39.09
长期债务(亿元)	29.09	45.15	22.25
全部债务(亿元)	39.10	51.54	61.33
营业额(亿元)	65.33	83.38	112.59
除税前溢利(亿元)	13.04	15.67	18.57
EBITDA(亿元)	17.12	22.12	26.78
经营活动使用之现金净额(亿元)	14.65	12.36	11.90
毛利率(%)	54.35	55.79	55.01
净资产收益率(%)	8.52	9.49	8.95
资产负债率(%)	39.36	44.48	42.19
全部债务资本化比率(%)	23.46	27.17	25.94
流动比率(%)	230.13	242.48	167.80
经营现金流动负债比(%)	41.77	26.32	13.79
全部债务/EBITDA(倍)	2.28	2.33	2.29
EBITDA 利息倍数(倍)	23.31	10.00	8.73

分析师：孔祥一　闫 力
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”或“中国中药”）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，主要从事中药产品的研发、生产和销售业务，产品涵盖中药配方颗粒、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；公司坚持中药饮片与中药配方颗粒协同并进的经营策略，中药配方颗粒业务持续快速发展，中药饮片业务迅速拓展，带动营业额快速增长，同时保持良好的盈利能力。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，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、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。

综合评估，联合资信确定维持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。

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、品牌知名度和资源获取等方面优势明显。
2. 公司业务涵盖中药配方颗粒、成药、中药饮片等；公司中药配方颗粒市场占有率高，行业龙头地位稳固；公司有443个成药被收录在最新国家医保目录，超过178个成药被

列入国家基药目录，包括10个独家产品。

3. 跟踪期内，公司中药配方颗粒业务持续快速发展，中药饮片业务迅速拓展，带动营业额快速增长，同时保持良好的盈利能力。

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. 公司应收账款及其他应收款规模大，对资金形成一定占用。
3. 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。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6.04亿股；截至2018年底，公司股本为119.82亿元，控股股东国药集团香港有限公司（以下简称“国药香港”）持股比例为32.06%，间接控股股东为国药集团，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”）。

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2018年底，公司设研发中心、中药材资源中心、成药营销中心、战略与运营管理部、投资管理部、人力资源中心、质量管理部、财务中心、政府与法律事务部等部门。

截至2018年底，公司合并资产总额302.87亿元，权益总计175.11亿元（非控股权益19.59亿元）；2018年，公司实现营业额112.59亿元，除税前溢利18.57亿元。

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

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继

续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3%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。2015-2017 年，医药制造行业收入和利润规模保持持续增长。国家统计局发布的数据显示，2018 年，中国医药行业收入增长依然稳定但利润增速有所放缓，全国规模以上医药制造业企业实现营业收入 24264.7 亿元，同比增长 12.4%；其中主营业务收入 23986.3 亿元，同比增长 12.6%；实现利润总额 3094.2 亿元，同比增长 9.5%。

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

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。2006—2017 年，中药配方颗粒全国销售额由 2.28 亿元上升到 125 亿元，年均复合增长 43.9%，远高于同期中药饮片 26.7%的复合增速。

2001 年，中药配方颗粒生产和使用实行试点制度，仅有 6 家试点生产企业，分别是华润三九旗下深圳三九、中国中药旗下天江药业及广东一方（被天江药业并购）、红日药业旗下康仁堂药业、培力（南宁）药业、和四川新绿色药业。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。此后，各省陆续发布了相关文件，截至 2019 年 1 月底，中国已有 57 家企业在 19 个省市获得各类中药配方颗粒试点资质。随着省级生产资质的逐步放开，原有 6 家试点生产企业相对垄断的格局或将被打破。

总体看，中国中药配方颗粒处于发展初期，但增速很快；随着省级试点的逐步放开，市场竞争格局或将改变。

六、基础素质分析

1. 产权情况

截至2018年底，公司股本为119.82亿元，控股股东国药香港持股比例为32.06%，间接控股股东为国药集团，实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模与竞争力

公司拥有完善的产业链和丰富的产品线，包括中药配方颗粒、中药饮片、中成药及健康产品等，重点方向包括呼吸系统用药及鼻部制剂、心脑血管药、风湿骨伤药及骨科药物。公司可生产 700 余种中药配方颗粒和 900 多个成药产品；其中 443 个成药进入最新国家医保目录，超过 178 个成药被列入国家基药目录，包括 10 个独家产品（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、金叶败毒颗粒、鳖甲煎丸）。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。其中，仙灵骨葆口服制剂 2018 年在骨质疏松类中成药中市场占有率为 38.6%，远高于同类产品。

公司中药配方颗粒业务的运营主体天江药业及其子公司广东一方制药有限公司（以下简称“广东一方”）均具有中药配方颗粒国家级试点生产资质。2018 年，天江药业市场占有率约为 50%，继续排名第一。

研发方面，2018 年，公司全面启动经典名方复方制剂研究，与中国科学院医史文献研究院、北京中医药大学、安徽中医药大学等单位进行经典名方考证研究合作，共涉及 14 个经典名方品种。一致性评价方面，公司目前有 4 个品种正在开展一致性评价，分别为圣通平/硝苯地平缓释片 I、对乙酰氨基酚片、诺氟沙星胶囊和硝苯地平缓释片 III。此外，在中药配方颗粒的研发方面，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，公司已根据国家药典委员会《中药配方颗粒质量控制与标准制定技术要求（征求意见稿）》要求，完成 243 个中药材标准汤剂的研究、向药典委提交 155 个品种国家标准。

此外，公司的间接控股股东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，公司作为国药集团中药工业板块的核心产业平

台，在研发、资源整合等方面得到国药集团的大力支持。

总体看，作为国药集团中药产业的核心平台，跟踪期内公司在产业链完整度、市场占有率、研发能力和技术水平等方面保持了既有优势。

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、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司坚持中药饮片与中药配方颗粒协同并进的经营策略，中药配方颗粒业务持续快速发展，中药饮片业务迅速拓展。2018年，公司实现营业额 112.59 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 63.51%和 24.61%。

2018 年，中药配方颗粒板块仍为公司营业额最主要来源，受益于市场认可度逐步提高以及大力开发新医院，当期营业额同比增长30.02%至 71.51 亿元。在公司大品种培育计划和加大学术推广等因素的带动下，成药板块2018 年实现营业额 27.71 亿元，同比增长16.37%。跟踪期内，公司加快布局中药饮片产业，智能配送中心业务发展迅速，于 2018 年完成并购北京华邈药业有限公司（以下简称“北京华邈”）等 4 家子公司，带动中药饮片业务的营业额实现大幅增长；2018 年中药饮片业务为公司贡献营业额 12.75 亿元，同比增长219.71%。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，2018 年实现营业额 0.63 亿元。

2018 年，公司综合毛利率为 55.01%，保持了较好的盈利水平。其中，中药配方颗粒业务毛利率同比略有提升；成药业务毛利率为61.45%，同比提升 4.23 个百分点，主要系部分产品出厂价提升所致；中药饮片业务的毛利率为 16.31%，同比有所下降，主要由于新并购企业原有业务毛利率较低。

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	2017 年			2018 年		
	营业额	占比	毛利率	营业额	占比	毛利率
中药配方颗粒	55.00	66.00	57.98	71.51	63.51	59.60
成药	23.81	28.56	57.22	27.71	24.61	61.45
中药饮片	3.99	4.78	19.56	12.75	11.32	16.31
中医药大健康	0.58	0.66	38.09	0.63	0.56	33.85
合计	**83.38**	**100.00**	**55.79**	**112.59**	**100.00**	**55.01**

资料来源：联合资信根据公司 2018 年年报整理

注：表中各板块营业额加总可能与合计数存在差异，系四舍五入所致

跟踪期内，公司营业额快速增长，中药配方颗粒和中药饮片业务发展较快，总体保持了良好的盈利能力。

2. 中药配方颗粒

2018 年，公司中药配方颗粒业务板块实现销售收入 71.51 亿元，同比增长 30.02%；同期净利润为 12.42 亿元，同比增长 20%。

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 2018 年底，公司以合作方式建设的中药材种植基地 65 个，涉及中药材品种共计 46种，规模约 35000 亩，覆盖山东、浙江、云南、

安徽、四川、河北、甘肃、宁夏、河南、广东、辽宁、湖南、广西和山西等 14 个省。对于野生品种，公司也已同步开展资源保护和野生抚育研究，进行战略储备采购。从采购集中度来看，2018 年，公司向前五名供应商采购金额合计 6.48 亿元，占该板块总采购金额的比重为 17.04%，集中度有所下降。

表4　2018年中药配方颗粒板块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
第一名	3.47	9.12
第二名	1.40	3.68
第三名	0.63	1.66
第四名	0.49	1.29
第五名	0.49	1.29
合计	**6.48**	**17.04**

资料来源：公司提供

截至目前，公司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。截至 2018 年底，公司共拥有广东、江苏、黑龙江、四川、甘肃 5 个配方颗粒 GMP 生产基地，产能增至 3.47 万吨/年。2018 年新增部分产能并提高已有设备利用率，产量大幅增加至 3.08 万吨。

销售方面，公司建立起了专业化的营销团队进行直销，并积极进行学术推广。受益于学术推广的营销模式和专业化的营销团队，其产品在渠道、终端、医生、患者等各个营销环节上建立了一定的品牌效应。结算方式和账期方面，大多以现金结算，账期在 90～120 天不等。从销售区域来看，2018 年，公司主要销售区域仍集中于华东、华南、华北、华中四大区域。其中华南、华北、西北、西南地区同比增长均超过 35%，西南区域同比增长最为突出，超过 60%。

表 5　公司中药配方颗粒各区域销售情况

（单位：亿元、%）

区域	2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比
华东	18.84	34.26	22.87	31.99
华南	10.78	19.59	15.19	21.24
华中	7.18	13.06	8.47	11.85
华北	6.50	11.82	9.27	12.97
西北	3.86	7.02	5.39	7.54
东北	3.68	6.68	3.98	5.57
西南	3.42	6.22	5.51	7.71
海外及其他	0.73	1.33	0.81	1.13
合计	**55.00**	**100.00**	**71.51**	**100.00**

资料来源：根据公司2018年年报整理
注：表中各区域收入加总可能与合计数存在差异，系四舍五入所致

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，公司继续大力开发新医药，通过投放配药机系统抢占新市场，2018 年公司新增配药机投放约 1300 台；截至 2018 年底，公司投放配药机超过 5000 台，覆盖医院约 3500 家。

3.　成药

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。现阶段公司筛选出的多个 A 类大宗中药材，由公司采购管理层集中采购；截至 2018 年底，公司集中采购的中药材共 211 个。从采购集中度来看，2018 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 47.22%，集中度同比变动不大。

表6　2018年公司成药板块向前五名供应商采购情况

供应商	采购额（万元）	占总采购额的比重（%）
第一名	13550.36	15.77
第二名	11476.70	13.35
第三名	6906.08	8.04
第四名	5497.28	6.40

第五名	3153.06	3.67
合计	**40583.48**	**47.22**

资料来源：公司提供

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。现阶段，公司每年可处理及提取中药材 4.25 万吨，年产颗粒剂 5.83 亿包、片剂 63.45 亿片、胶囊剂 48.36 亿粒。截至 2018 年底，公司仙灵骨葆胶囊/片、玉屏风颗粒和鼻炎康片的年产能分别为 23.00 亿粒/片、2.60 亿袋和 28.00 亿片；其中仙灵骨葆胶囊/片和玉屏风颗粒的产能有所下降，主要系其他共线品种生产增加所致。2018 年，上述产品的产量分别为 11.81 亿粒/片、2.20 亿粒和 14.10 亿片，产能利用率分别为 51.35%、84.60%和 50.36%，产能利用率相对较低。

表 7　公司主要成药产品生产情况

产品名称		2017 年	2018 年
仙灵骨葆	产能（亿粒、亿片）	26.20	23.00
	产量（亿粒、亿片）	14.42	11.81
	产能利用率（%）	55.03	51.35
玉屏风颗粒	产能（亿袋）	3.00	2.60
	产量（亿袋）	2.00	2.20
	产能利用率（%）	66.66	84.60
鼻炎康片	产能（亿片）	28.00	28.00
	产量（亿片）	13.98	14.10
	产能利用率（%）	49.93	50.36

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，促使公司调整销售渠道。2018 年，受益于学术推广效应释放和零售渠道优势逐步体现，公司核心临床品种和核心 OTC 品种的销售额均得到不同程度的增长。其中，拳头产品仙灵骨葆和玉屏风颗粒继续保持其领先的市场地位，营业额分别同比增长 16.87%和 29.90%；鼻炎康片营业额同比增长 19.23%。

表 8　公司成药按产品类别销售情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年
核心临床品种	12.23	13.91
核心 OTC 品种	4.58	7.14
其他品种	7.01	6.66
合计	**23.81**	**27.71**

资料来源：根据公司2018年年报整理

表 9　公司主要成药产品销售额情况（单位：亿元）

产品名称	2017 年	2018 年
仙灵骨葆	4.92	5.75
玉屏风颗粒	2.04	2.65
颈舒颗粒	1.91	1.61
润燥止痒胶囊	1.90	2.09
鼻炎康片	2.08	2.48
圣通平	0.74	0.95
风湿骨痛胶囊	0.59	0.61
枣仁安神胶囊	0.89	0.91
冯了性风湿跌打药酒	0.58	0.89

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，并购企业较多。2018 年，公司完成北京华邈、四川江油中坝附子科技发展有限公司、江苏江康药业有限公司、亳州市宏大中药饮片科技有限公司四家中药饮片公司的收购，收购对价合计 5.00 亿元。在上述有利因素的带动下，2018 年，中药饮片业务营业额大幅增长至 12.75 亿元。

截至 2018 年底，公司在全国布局 14 个中药饮片生产基地，生产能力达 51814.00 吨/年。由于新并购企业原有产能利用率较低，以及子公司山东冯了性药材饮片有限公司尚处于筹建

期，导致中药饮片业务产能利用率整体较低。

表 10　公司中药饮片业务产能利用情况

项目	2017 年	2018 年
产能（吨）	13076.00	51814.00
产量（吨）	7892.70	22047.00
产能利用率（%）	60.36	42.55

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2018 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数同比均有所提升，分别为 3.47 次和 0.41 次；存货周转次数为 1.26 次，同比有所减少。总体看，公司整体经营效率尚可。

6. 未来发展

根据“十三五”战略规划，公司将继续实施全面打造行业领先的中药大健康产业集团的战略规划，聚焦四大核心业务板块，即中药配方颗粒、成药、中药饮片、中药大健康业务板块。具体来看，现代中药作为传统业务，未来公司将通过并购拥有市场前景、具有一定规模和一定品牌知名度的现代中药制药企业，实现稳步发展；中药饮片及中药配方颗粒方面，未来公司将有针对性地加强投资力度，通过兼并、收购或者新建等方式，继续加大中药饮片及中药配方颗粒生产基地在全国的布局，以扩大规模、降低成本，实现产品、渠道、销售链条的延伸贯通；中医药大健康产业板块方面，公司进行中医药健康综合体的全国布局，对优质的国医馆、国药馆进行并购整合，并形成较大规模的国医药旗舰店，目前公司正在运行的中医药综合体项目包括冯了性国医馆、贵州同济堂国医馆、重庆国医馆、南海国医馆。此外，公司将积极布局医疗产业板块，通过设立医院分享整体管理、研发能力资源及扩大医疗及保健领域专业知识，和现有主业实现协同效应。

按照公司的发展规划，公司计划于 2019 年新增饮片 GMP 基地 6 个（包括：湖北、湖南、云南、重庆、江西、陕西），新增产能 11500 吨；提取 GMP 基地 6 个（包括：江西、陕西、云南、吉林、湖北、贵州），新增产能 7900 吨；配方颗粒制剂 GMP 基地 8 个（包括：福建、贵州、陕西、湖南、湖北、云南、重庆、江西），新增产能 4000 吨，基本完成对全国核心省市的覆盖。

在建项目方面，截至 2018 年底，公司主要在建项目包括陇西一方制药有限公司现代中药自动化提取生产线三期项目、四川天雄药业有限公司新厂区建设项目（道地中药材产业链示范建设项目）和中国中药云南滇中新区产业园项目。上述项目计划投资额 7.48 亿元，截至 2018 年底，公司已投资 2.01 亿元，剩余投资 5.47 亿元。考虑到公司计划于 2019 年完成上述项目的建设，且公司计划新增多个 GMP 基地并适时进行并购，公司未来投资规模较大。

表 11　截至 2018 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	资金来源	建设周期	截至 2018 年底已投资金额
陇西一方制药有限公司现代中药自动化提取生产线三期项目	26025.00	自筹	2018-2019 年	4924.18
四川天雄药业有限公司新厂区建设项目（道地中药材产业链示范建设项目）	25155.00	自筹	2018-2019 年	6216.55
中国中药云南滇中新区产业园项目	23596.00	自筹	2018-2019 年	8987.54
合 计	**74776.00**	--	--	**20128.27**

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供了2018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2018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2018年底，公司合并报表范围较上年底增加29家，但涉及子公司规模较小，合并范围的变化对数据可比性影响不大。

截至2018年底，公司合并资产总额302.87亿元，权益总计175.11亿元（非控股权益19.59亿元）；2018年，公司实现营业额112.59亿元，除税前溢利18.57亿元。

1. 资产质量

截至2018年底，公司资产总额302.87亿元，同比增长21.71%，主要来自存货、银行结余及现金和物业、厂房及设备的增加；其中流动资产和非流动资产分别占47.83%和52.17%。

（1）流动资产

截至2018年底，公司流动资产144.86亿元，同比增长27.25%，主要由存货（占30.95%）、应收账款及其他应收款项（占23.93%）和银行结余及现金（占43.83%）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2018年底，公司存货44.83亿元，同比增长26.21%。其中在制品占29.67%，制成品占31.52%，原材料占38.81%；存货撇减0.15亿元。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2018年底，公司存货中0.24亿元用于银行借款抵押担保。

截至2018年底，公司应收账款及其他应收款项同比增长14.65%至34.67亿元。其中，应收账款25.33亿元，同比增长35.34%；应收票据6.07亿元，同比下降38.35%；其余为按金及预付款项、可收回增值税和其他应收款项。通常情况下，公司给予下游客户一年以内的信贷期，应收票据的到期日介于90～365天，整体账龄短。具体来看，截至2018年底，公司应收账款账期在0～90天的占70.68%，91～180天的占14.65%，181～365天的占13.11%，365天以上的占1.56%；应收票据中，到期日在90天以内的占70.09%，91～180天的占28.11%，181～365天的占1.81%。公司分别对应收账款和应收票据计提信贷亏损拨备0.49亿元和0.01亿元，计提比例低。

截至2018年底，公司银行结余及现金63.50亿元，同比增长32.62%，系向平安人寿发行新股获募集资金所致，主要由现金及原到期日为三个月或以下的短期存款构成。截至2018年底，公司受限制银行存款3.74亿元，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2018年底，公司非流动资产为158.02亿元，同比增长17.04%，主要由商誉（占22.59%）、其他无形资产（占41.85%）和物业、厂房及设备（占27.20%）构成。

截至2018年底，公司其他无形资产66.13亿元，同比变动不大；其中产品保护权占39.24%、商标占30.04%、客户关系占28.09%；累计摊销7.25亿元。

截至2018年底，公司商誉35.69亿元，同比增长2.37%，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，且商誉未计提减值。

截至2018年底，由于公司全国性布局中药配方颗粒及中药饮片生产基地，物业、厂房及设备同比增长80.08%至42.98亿元；主要由楼宇（占60.11%）、厂房、机器及设备（占18.64%）和在建工程（占13.93%）构成；累计折旧10.07亿元。

跟踪期内，公司资产规模快速增长，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 2018 年底，公司权益总计 175.11 亿元（含非控股权益 19.59 亿元），同比增长 26.75%，主要系公司于 2018 年 5 月完成向平安人寿定向增发 6.04 亿普通股所致。归属于母公司的权益中，股本和储备分别占 77.05%和 22.95%。

跟踪期内，受益于增发股票，公司权益规模快速增长，股本占比高，权益稳定性较好。

（2）负债

截至 2018 年底，公司负债合计 127.77 亿元，同比增长 15.42%；其中，流动负债和非流动负债分别占 67.57%和 32.43%，流动负债占比大幅提升。

截至 2018 年底，公司流动负债同比增长 83.88%至 86.33 亿元，主要系将于一年内到期的无抵押票据（“16 中国中药 MTN001”，25.00 亿元，3 年期）调整计入流动负债和银行及其他贷款增加所致；其中，应付账款及其他应付款项占 48.05%，无抵押票据-一年内到期占 28.93%，银行及其他贷款占 16.35%。同期，公司非流动负债同比下降 35.00%至 41.44 亿元。

截至2018年底，公司应付账款及其他应付款项为41.48亿元，同比增长7.55%，主要由应付账款（占43.51%）、已收按金（占13.55%）、应付营运开支（占13.18%）和其他应付款项（占14.11%，主要为应收保理款项3.74亿元）等构成。从应付账款及应付票据的账龄来看，账龄在0～90天的占65.83%，91～180天的占14.34%，181～365天的占11.47%，其余为365天以上，账期较短。

截至2018年底，公司银行及其他贷款16.43亿元，同比增长144.67%；其中银行贷款16.42亿元，其余为贴现应收票据贷款。公司银行及其他贷款中一年以内的占85.89%（计入流动负债中的“银行及其他贷款”科目），同比增长121.01%；一年以上但不超过五年和五年以上的合计占14.11%（计入非流动负债中的“银行贷款”科目）。

截至2018年底，公司一年内到期的无抵押票据24.97亿元，系“16中国中药MTN001”。

截至2018年底，公司有息债务规模同比增长19.01%至61.33亿元；其中，短期债务占比大幅提升至63.73%（截至2017年底为12.39%）。从债务指标来看，受益于权益规模的增长，截至2018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42.19%、25.94%和22.17%，同比均有所下降。

跟踪期内，公司有息债务规模有所增长，整体债务负担适宜；受“16 中国中药 MTN001”将于 2019 年内到期影响，短期债务占比显著提升。

3. 盈利能力

2018年，公司中药配方颗粒业务保持快速发展，中药饮片业务拓展迅速，带动营业额同比增长35.05%至112.59亿元。同期，公司销售成本为50.65亿元，同比增长37.41%；毛利率为55.01%，同比变动不大。

随着公司业务规模的扩张，各项支出相应增加。2018年，公司期间费用[1]为46.08亿元，占营业额的比重为40.93%，同比增加2.43个百分点。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，2018年为34.17亿元，同比增长40.21%，占期间费用的比重为74.15%。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，2018年为1.44亿元；其中政府补助占66.18%，银行存款利息收入占29.95%。

2018年，公司除税前溢利为18.57亿元，同比增长18.47%，主要来自主业经营利润，非经常性损益对公司利润影响小。

从盈利指标来看，2018年，随着权益规模的增长，公司净资产收益率和总资本收益率同比均有所下滑，分别为8.95%和7.86%；公司整体盈利能力较好。

[1] 期间费用=销售及分销成本+行政支出+研发费用+财务费用

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，2018年，公司营运资金变动前之经营现金流量同比增长20.09%至25.25亿元。受当期支付应付账款及其他应付款发生额增加影响，公司当年来自经营活动之现金净额同比下降3.65%至11.90亿元。

投资活动方面，2018年，公司在多个省市建立中药饮片、中药配方颗粒生产基地，加之进行理财投资和并购活动，对外投资支出规模较大。其中，购买按公允价值计入损益的金融资产支付的现金（27.11亿元）、购入物业、厂房及设备以及在建工程付款（9.61亿元）、收购附属公司已付之现金代价（3.86亿元）和购买预付租赁付款（2.97亿元）为主；同期，公司出售按公允价值计入损益的金融资产所得款项27.18亿元。2018年，公司投资活动现金流量净额为-15.46亿元（上年同期为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。2018年，公司筹资活动现金流入以发行股份的所得款项（21.75亿元）和新筹银行借贷（18.70亿元）为主；同期，公司偿还银行借贷支出14.71亿元。综合作用下，2018年，公司来自融资活动之现金净额为17.72亿元，同比大幅增长125.59%。

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大幅增长，公司存在一定对外融资需求。

5. 偿债能力

短期偿债能力方面，截至 2018 年底，公司流动比率 167.80%，同比大幅下滑；受存货增加影响，速动比率亦下降至 115.87%。2018 年，公司经营现金流动负债比为 13.79%，同比减少 12.53 个百分点。总体看，跟踪期内，公司短期偿债能力有所弱化，但仍保持较强水平。

长期偿债能力方面，2018 年，公司 EBITDA 为 26.78 亿元。同期，公司 EBITDA 利息倍数为 8.73 倍，全部债务/EBITDA 为 2.29 倍。公司长期偿债能力较强。

截至2018年底，公司无对外担保及重大未决诉讼。

截至2018年底，公司在境内共获得各银行授信额度33.85亿元，未使用额度22.38亿元；境外港币授信额度4.70亿港币，已全部使用。此外，公司为H股上市公司，股权融资渠道较为畅通。

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、存续期内债券偿还能力

截至本报告出具日，公司存续期内债券包括“16 中药控股 MTN001”（25.00 亿元）及“17 中药控股 MTN001”（20.00 亿元），发行金额合计 45.00 亿元，均将于一年内到期。

截至2018年底，公司现金类资产为一年内到期债券余额的1.41倍；2018年，公司经营活动现金流净额和EBITDA分别为一年内到期债券余额的0.26倍和0.60倍。公司现金类资产对存续债券的覆盖程度尚可。

表12 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

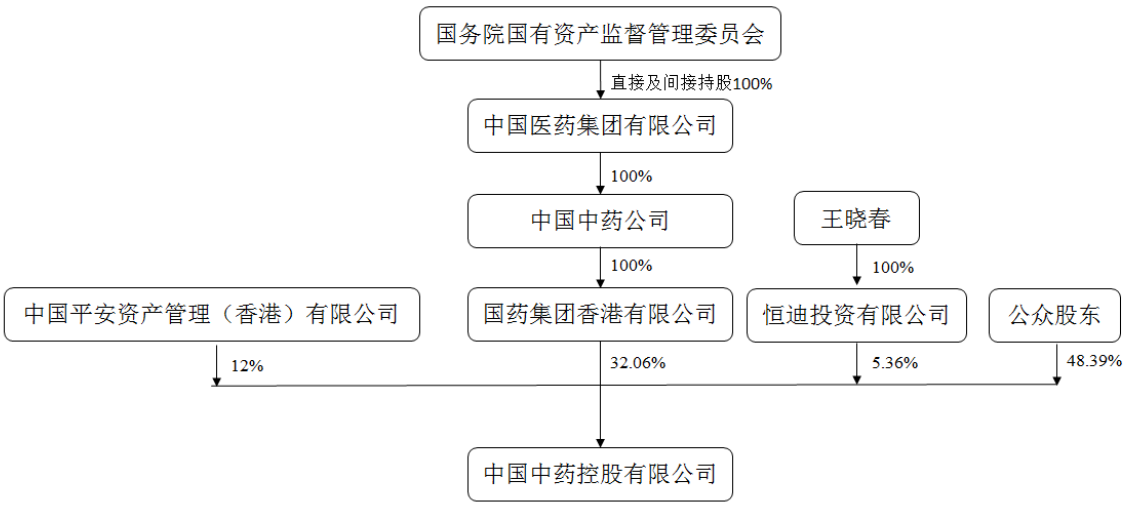
项 目	2018 年
一年内到期债券余额	45.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.41
经营活动现金流净额/一年内到期债券余额	0.26
EBITDA/一年内到期债券余额	0.60

资料来源：根据企业提供的年报和资料整理

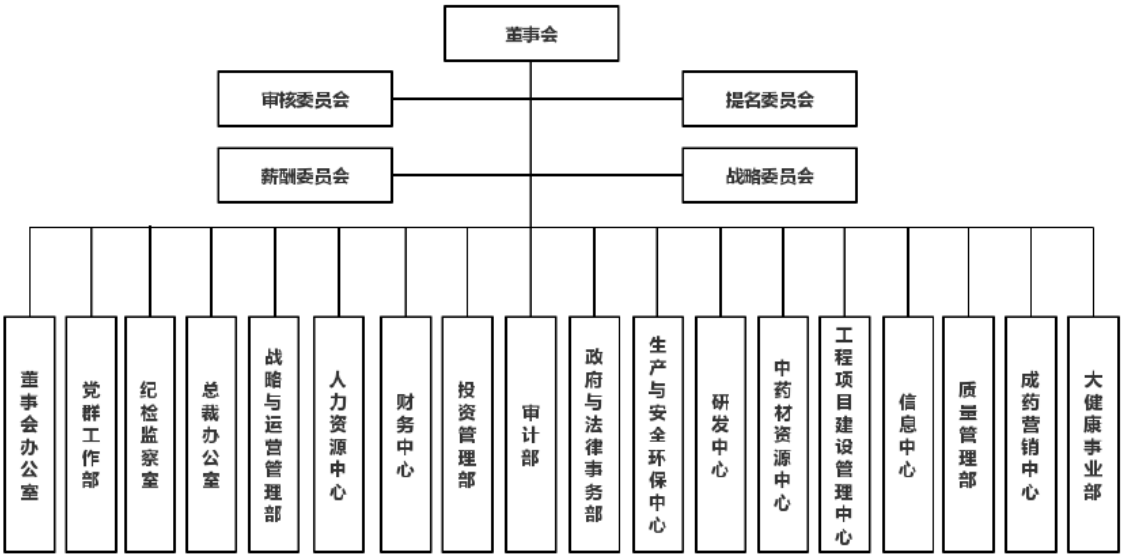
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持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。

附件 1-1　截至 2018 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2018 年底公司组织机构图



附件2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	34.23	47.88	63.50
资产总额(亿元)	210.37	248.85	302.87
权益总额(亿元)	127.56	138.15	175.11
短期债务(亿元)	10.01	6.39	39.09
长期债务(亿元)	29.09	45.15	22.25
全部债务(亿元)	39.10	51.54	61.33
营业额(亿元)	65.33	83.38	112.59
除税前溢利(亿元)	13.04	15.67	18.57
EBITDA(亿元)	17.12	22.12	26.78
经营活动使用之现金净额(亿元)	14.65	12.36	11.90
财务指标			
销售债权周转次数(次)	2.28	2.90	3.47
存货周转次数(次)	1.75	1.35	1.26
总资产周转次数(次)	0.33	0.36	0.41
毛利率(%)	54.35	55.79	55.01
总资本收益率(%)	6.96	8.08	7.86
净资产收益率(%)	8.52	9.49	8.95
长期债务资本化比率(%)	18.57	24.63	22.17
全部债务资本化比率(%)	23.46	27.17	25.94
资产负债率(%)	39.36	44.48	42.19
流动比率(%)	230.13	242.48	167.80
速动比率(%)	176.12	166.82	115.87
经营现金流动负债比(%)	41.77	26.32	13.79
EBITDA 利息倍数(倍)	23.31	10.00	8.73
全部债务/EBITDA(倍)	2.28	2.33	2.29

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	
除税前溢利年复合增长率	
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=银行结余及现金+定期存款+已抵押银行存款+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=除税前溢利+费用化利息支出+折旧及摊销

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　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。

附件 4-3　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