

# 中期票据主动信用评级报告

中国中药控股有限公司



安融信用评级有限公司  
ANRONG CREDIT RATING CO.,LTD.

# 安融信用评级有限公司

---

## 信用等级公告

安融债评字[2020]0035号

中国中药控股有限公司：

安融信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司已发行的“中国中药控股有限公司 2019 年度第一期中期票据”进行了主动评级，确定：

中国中药控股有限公司主体长期信用等级为“AA<sub>pi</sub>”，评级展望为“稳定”

中国中药控股有限公司 2019 年度第一期中期票据信用等级为“AA<sub>pi</sub>”

特此公告

安融信用评级有限公司  
二〇二〇年五月十八日



## 声明

本《评级报告》为主动评级报告，评级符号以“pi”后缀表示。《评级报告》中引用的评级对象相关资料主要来自公开信息，本评级机构对相关资料进行了必要的核查和验证，但无法对所引用资料的真实性、完整性和准确性负责，评级结果亦未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料。

本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为真实、独立、客观、公正、一致和审慎的关系。本评级机构依据内部评级标准和程序，对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。本评级机构有充分理由保证《评级报告》遵循了真实、独立、客观、公正、一致和审慎的原则。

本《评级报告》观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有和放弃持有任何证券的建议。使用者应当审慎使用《评级报告》，自行对使用结果负责。

评级结果自《评级报告》出具之日起一年内有效。若本《评级报告》所依据的基础信息发生变化，该信用等级有可能根据本评级机构跟踪评级的结论发生变化。



## 免责条款

1、本《评级报告》为主动评级报告，评级符号以“pi”后缀表示，报告中引用的评级对象相关资料主要来自公开信息，本评级机构无法对所引用资料的真实性及完整性负责，评级结果亦未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料。

2、本《评级报告》用于相关决策参考，并非是某种决策、建议等。

3、本《评级报告》所采用的评级符号体系仅适用于本评级机构对中国区域（不含港澳台）的信用评级业务，与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。



### 优势:

- 外部发展环境良好;
- 间接控股股东实力雄厚,引入战略投资者,有助于提升公司竞争;
- 产品线丰富且产品具有较强的市场竞争力,行业地位稳固。

---

### 关注:

- 商誉规模较大的风险;
- 重大资产重组带来一定的财务风险;
- 随着国内众多知名企业中药材价格出现较大幅度的波动,总体呈上涨趋势;
- 应收账款及应收票据周转天数虽逐年下降,但发行人仍面临一定的资金周转压力;
- 未来发行人流动负债持续增加,有可能导致短期偿债压力增加,带来一定的风险。

---

评级项目组组长: 易遵主

Email: yizunzhu@arrating.com.cn

评级项目组成员: 赵绚鲁 付建羽

电话: 010-68516580

网址: <http://www.arrating.com.cn>

传真: 010-87003899

地址: 北京市西城区金融街丰汇时代大厦东翼 8 层 808 (邮编: 100032)

## 关注点深入分析:

### ■ 关注点: 商誉规模较大的风险

分析: 最近三年末, 发行人商誉分别为 345,635.30 万元、348,637.20 万元、356,898.40 万元, 占总资产比例分别为 16.43%、14.01%、11.78%。商誉主要为并购贵州同济堂、天江药业所溢价部分的价值, 若未来贵州同济堂、天江药业生产经营发生不利变动, 则将影响发行人资产质量。

### ■ 关注点: 重大资产重组带来一定的财务风险

分析: 发行人 2013 年以 26.40 亿收购贵州同济堂 100% 股权、2015 年以 87.36 亿收购天江药业 87.3% 股权, 除上述两次重大资产重组外, 近年来发行人陆续并购中药饮片、中药配方颗粒、成药等业务板块的标的。系列并购后发行人其他无形资产、商誉等财务科目占比较大, 截至 2018 年末, 发行人商誉及无形资产合计 101.82 亿元, 分别占 2018 年 12 月末总资产及净资产的 33.62%、58.15%, 这些财务科目的波动可能会对发行人未来的经营、筹资、投资等活动产生一定的不利影响。

### ■ 关注点: 随着国内众多知名企业中药材价格出现较大幅度的波动, 总体呈上涨趋势

分析: 发行人尽管部分产品拥有独特的专利或保密配方, 但随着国内众多知名企业涉足中药领域, 市场竞争不断激烈。发行人在产品销量或市场份额上将面临挑战, 如果不能有效应对日益激烈的市场竞争, 将会影响发行人产品的销量和价格, 从而对发行人的盈利能力产生不利影响。

### ■ 关注点: 应收账款及应收票据周转天数虽逐年下降, 但发行人仍面临一定的资金周转压力

分析: 最近三年末, 发行人存货分别为 189,416.90 万元、355,182.90 万元、448,273.20 万元, 分别占资产总额的 32.15%、26.94%、21.83%, 存货周转天数分别为 205.23 天、265.94 天、285.51 天, 发行人备货压力加大, 积存了大量中药材, 存货周转率较低、可能面临减值压力。另外, 发行人销售渠道主要为医院, 销售端占用了大量资金、账期较长, 最近三年应收账款及应收票据周转天数分别为 157.96 天、113.52 天、92.75 天, 应收账款及应收票据周转天数虽逐年下降, 但发行人仍面临一定的资金周转压力。

### ■ 关注点: 未来发行人流动负债持续增加, 有可能导致短期偿债压力增加, 带来一定的风险

分析: 2016-2018 年末, 发行人流动比率分别为 2.30、2.42、1.68, 速动比率分别为 1.76、1.67、1.16。2018 年发行人流动比率及速动比率均呈明显下降趋势, 主要系发行人 2016 年发行的 25 亿元中国中药控股有限公司 2016 年度第一期中期票据将于 2019 年到期, 导致发行人流动负债增长较快, 对发行人的流动比率及速动比率形成影响。若未来发行人流动负债增速继续快于流动资产的增速, 有可能导致短期偿债压力增加, 带来一定的风险。

## 一、主体概况

中国中药控股有限公司香港联合交易所主板上市公司（00570.HK），2009年，公司更名为盈天医药集团有限公司(以下简称“盈天医药”)。2012年11月，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，建设百亿中药板块。2013年2月28日，国药集团通过下属中国药材公司收购盈天医药56.97%股份，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，盈天医药完成贵州同济堂制药有限公司(后更名为国药集团同济堂(贵州)制药有限公司，以下简称“贵州同济堂”)的全部股权收购。2013年11月12日，公司更名为中国中药有限公司，成为国药集团中药工业板块的核心产业平台。2015年10月，公司成功收购天江药业873%的股权并实现控股。2016年7月26日，公司正式更名为中国中药控股有限公司。2018年5月，公司向平安人寿定向增发，募集资金26.77亿港元，同时，平安人寿成为公司第二大股东，令注册资本增至1463亿港元。截至2018年末，公司股本为119.82亿元，控股股东为国药集团香港有限公司，持有公司32.06%的股权，间接控股股东为国药集团，实际控制人为国务院国资委。

截至2018年末，公司资产总值为302.87亿元，权益总额(含非控股权益)175.11亿元，资产负债率42.19%。2018年公司实现营业收入12.59亿元，净溢利1567亿元，经营活动之现金净额为1.90亿元。

公司经营范围为：中药产品的研发、生产、营销及投资。截至2018年末，中国中药纳入合并范围内子公司合计76家。下属企业包括贵州同济堂、国药集团广东环球制药有限公司(以下简称“广东环球”)、国药集团德众(佛山)药业有限公司、国药集团冯了性(佛山)药业有限公司、国药集团鲁亚(山东)制药有限公司、天江药业等。

## 二、本次债券要素概况

发行证券类型：中期票据

发行规模：人民币22亿元

发行价格：本期中期票据按面值发行，其面值为每张100元。

发行方式：由主承销商及联席主承销商组织承销团，通过集中簿记建档、集中配售的方式发行。

债券期限：3年

债券利率及确定方式：采用固定利率计息，票面利率将通过集中簿记建档结果确定。

债券的利息支付和到期偿还：采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。本次债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起兑付。

担保条款：无担保

本次募集资金用途：偿还到期债务及补充子公司流动资金。

### 三、宏观经济和政策环境

近年来，受固定资产投资和房地产投资增速降低、传统产业产能过剩严重及实体经济运营成本提高增长乏力等因素影响，我国经济增速有所回落，从高速增长转向中高速增长。2015-2017年，我国GDP同比增长速度分别为7.3%、6.9%和6.7%，经济增速有所回落。2016年，我国经济整体表现为稳中趋缓、稳中有进、稳中有忧，产业结构持续优化，主要经济指标仍处于合理区间。2016年，我国实现国内生产总值744,127亿元，同比增长6.7%，增速同比下降0.2个百分点。根据国家统计局初步核算数据，2017年一季度，我国实现国内生产总值180,683亿元，同比增长6.9%，增速同比上升0.2个百分点。分产业看，第一产业增加值8,654亿元，比上年增长3.0%；第二产业增加值70,005亿元，比上年增长6.4%；第三产业增加值102,024亿元，比上年增长7.7%，占国内生产总值的比重为56.5%，高于第二产业17.7个百分点，产业结构更趋优化。经济景气度方面，2017年3月，中国制造业PMI终值为51.8%，较上月上升0.2个百分点，继续位于临界点之上。总体来看，2014年以来，国民经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，运行较为平稳，结构调整在加快推进，保持稳中有进的态势，产业结构更趋优化。

从国际形势来看，2016年以来，世界经济复苏总体不及预期，世界银行于2016年6月将2017年世界经济增长预期由3.1%下调至2.4%。世界经济总体上仍处在危机后的深度调整之中，呈现出一种低增长、低物价、低利率、不平衡且振荡加剧的特点。在宏观经济方面，美、欧、日等发达经济体总需求不足和长期增长率不高现象并存，新兴市场经济体总体增长率下滑趋势难以得到有效遏制；在金融市场方面，发达经济体政府债务负担有所好转，但新兴市场经济体和发展中经济体政府债务负担未见改观，此外，全球非金融企业债务水平进一步升高，成为全球金融市场中新的风险点。2016年11月9日，特朗普当选美国总统，其团队所主张的医疗、贸易、金融、外交等方面政策，预示美国战略收缩力度将加大，继英国脱欧之后，美国大选结果将增加全球经济的不可预见性和波动性。继2016年12月14日后，美联储于2017年3月16日再次将联邦基金利率目标区间上调25个基点即0.75%至1.0%的水平，美元走强的同时大宗商品价格不可避免地承受了更大的压力，同时加大了诸多国家货币汇率的贬值压力。整体而言，世界经济复苏存在一定的不稳定性 and 不确定性。

2014年以来，央行延续之前稳健的货币政策基调，更加注重松紧适度，适度预调微调。2015年内多次降息、降准，有效压低了短期流动性价格及社会融资成本。国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围向市场补充流动性，改善社会融资结构，同时颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资难问题。2015年11月3日，国家发布“十三五”规划建议稿，建议稿提出了创新、协调、绿色、开放和共享的发展理念，这五大发展理念将是“十三五”乃至更长时期我国发展思路、发展方向和发展着力点的集中体现。2016年，央行在继续稳健货币政策的基础上，加强对供给侧结构性改革中的总需求管理，为结构性改革营造中性适度的货币金融

环境，促进经济科学发展和可持续发展。2017年3月，两会于北京召开，会议要求贯彻稳中求进工作总基调，坚持以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，依靠创新推动新旧动能转换和结构优化升级，全面深化改革。

总体来看，我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段，国内经济下行的压力仍然较大。同时，我国工业化和城镇化仍处在一个加快发展的过程之中，“十三五”规划建议稿将创新置于最核心的地位，新老产业交替，以“互联网+”为代表的新型产业是大势所趋，新型产业将会与工业化和城镇化深度融合，创造出新的经济增长动力。供给侧结构性改革将持续化解过剩产能和房产库存，促进基础设施和房地产行业的有效投资。从长期来看，我国经济仍具有保持中高速增长潜力。

#### 四、行业环境

中国医药制造业按照产品划分为化学药品原料药制造、化学药品制剂制造、中药饮片加工、中成药生产、生物药品制造等 8 个子行业，其中化学药品原料药制造、化学药品制剂制造和中成药生产的销售收入远超过其他子行业，占据重要地位。

随着经济增长和人口老龄化的加快，我国医药行业持续发展。2017 年医药制造业规模以上企业实现主营业务收入 29,826.0 亿元，同比增长 12.2% 增速同比提高 23 个百分点，其中受益于政策支持以及药店提升中药饮片品类占比，中药饮片加工主营业务收入同比增长 16.7%；受环保督查趋严影响，原料药价格大幅上涨，化学药品原料药制造主营业务收入同比增长 14.7%。同期医药制造业规模以上企业实现利润总额 3,519.7 亿元，同比增长 166%，增速提高 1.0 个百分点，其中受益于疫苗行业回暖，生物药品制造利润总额同长 268 受“两票制”影响，药价出票价格大幅提高，化学药品制剂制造利润总额同比增长 22.1%，产业发展动力不断向高附加值产品转移。2018 年医药制造业规模以上企业实现主营业务收入 23,986.3 亿元，同比增长 126%，增速较上年提高 0.1 个百分点；实现利润总额 3,094.20 亿元，同比增长 9.5%，增速较上年同期下降 83 个百分点，受医保控费及招标限价等政策影响，利润增速有所放缓。日前我国的医药行业与欧型和北美国家相比尚处于成长阶段，医药企业在规，资金和技术等方面较国际知名医药企业仍存在较大差距，行业未来仍有较大的增长空间。

#### 五、经营与竞争

公司的产品线丰富，包括中药饮片、中药配方颗粒、成药及健康产品等，可生产 700 余种中药配方颗粒和 935 个成药产品，其中 443 个成药进入了 2017 版国家医保新品目录，178 个成药被列入国家基药目录，拥有 10 个独家基药产品。2018 年，公司实现营业收入 112.59 亿元，同比增长 35.03%，其中中药配方颗粒产品实现收入 71.51 亿元，占营业额的为 63.51%；成药实现收入 27.71 亿元，占营业额的 24.61%；中药饮片实现收入 12.75 亿元，占营业额的 11.32%；中医药大健康产业实现收入 0.63 亿元，占营业额的 0.56%。

## （一）成药

公司现有 12 个药品生产子公司，主要生产中成药制剂以及少量化学药，涵盖胶囊剂、片剂、颗粒剂、酒剂、口服溶液剂、软膏剂、粉针剂等 25 个剂型：可生产 935 个成药产品，其中进入 2017 版国家医保目录品种数 443 个，2018 版国家基本药物品种数 178 个。近年来公司持续丰富独家基药品种，目前公司已拥有仙灵骨葆、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、金叶败毒颗粒和鳖甲煎丸 10 个独家基药品种，其中 2016 年通过收购华颐药业有限公司(以下简称“华颐药业”)获得了七厘胶囊；2018 年 10 月收购国药集团中联药业有限公司，获得了金叶败毒颗粒和鳖甲煎丸。2016-2018 年，公司成药业务营业额分别为 20.61 亿元、23.81 亿元和 27.71 亿元。

采购方面，公司成药产品主要原材料包括淫羊藿、黄芪、酸枣仁和三七等中药材。近年来公司集中采购的 A 类大宗中药材逐年增加，截至 2018 年末公司集中采购的中药材有 211 个，由采购中心集中采购。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，公司对生产所需的主要中药材品种进行种植基地布局，截至 2018 年末已完成 46 个品种的 65 个合作共建基地，面积达 3.5 万亩左右。目前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 6.45 亿片、胶剂 48.36 亿粒，截至 2018 年末，公司仙灵骨胶囊、仙灵骨葆片、玉屏风颗粒和鼻炎康片的年产能分别为 20.00 亿粒、300 亿片、2.60 亿袋和 28.00 亿片，其中仙灵骨葆和玉屏风颗粒产能有所下降，主要系共用生产线的其他品种生产增加所致。2018 年上述产品产量分别为 9.98 亿粒、1.83 亿片、2.20 亿粒和 14.10 亿粒，产能利用率均相对较低。

2018 年，公司共有 5 个成药产品收入过亿，分别为仙灵骨葆，玉屏风颗粒、颈舒颗粒、润燥止痒胶囊剂和鼻炎康片。

仙灵骨葆是公司主要的收入来源，已进入国家基药目录及国家甲类医保目录，主要用于治疗骨质疏松症。2016-2018 年，公司的仙灵骨葆收入分别为 5.50 亿元、4.92 亿元和 5.75 亿元，其中 2018 年受益于部分地区医保政策解限，同时公司加强学术活动推广，销售收入同比增长 16.87%。2018 年仙灵骨葆口服制剂在骨质疏松类中成药市场占有率达 386%，远高于同类产品。当年末，仙灵骨葆已经覆盖 1,513 家三级医院，6,226 家二级医院。玉屏风颗粒具有双向免疫调节作用，既有增强机体免疫功能，又有抗变态反应的作用，可以减少过敏性疾病(如哮喘、过敏性鼻炎、慢性荨麻疹等)反复发作，同时还有抗病毒作用，临床应用广泛。玉屏风颗粒的主要成分是黄芪甲苷，公司生产的玉屏风颗粒是其他玉屏风制剂含量的 3 倍或以上，因此在细分市场领域具备较强的竞争力，2018 年在玉屏风制剂的市场占有率达 70%，销售收入为 2.65 亿元。截至 2018 年末，玉屏风颗粒已覆盖 1,110 家三级医院，覆盖率为 50%，500 家二级医院，覆盖率为 57%。

舒颗粒主要用于治疗神经根型推，为公司进入国家甲类医保和基药目录的独家产品，且作为中

药保护品种，目前尚处于专利保护期。公通过院士牵头进行的大型临床循证研究和由顶细专家进行的基础研究项目等学术推广模式，使得读产品在医院、患者中具有一定的品牌效应:受益于此，2018年颈舒颗粒在颈椎病口服中成药领域占城市、县级以及乡镇公立医院市场的 20P，排名第一。鼻炎康片主要用于治疗急、慢性原和过較性鼻炎，为公司进入国家基药目录及国家甲类医保目录的独家产品，三十年的品牌累积使得公司的鼻炎康片拥有较高的患者知名度:受益于此，截至 2018 年末，鼻炎康片已覆盖三级终端 209 家，二级终端 1,830 家，一级终端三万多家，近年来零售终端覆盖率保持在 90%以上。

润燥止痒胶囊主要用于治疗皮肤、痤疮和便秘，是首个治疗慢性湿摩循证研究的中成药，治疗 4 周有效率达 78.8%，治疗成功率达 68.7%，润燥止痒胶囊已进入国家基药目录及国家乙类医保目录，2018 年销售收入为 2.09 亿元。

销售方面，公司始终注重培养自身的销售队伍。目前，除高德产品采用招商代理的形式外，仙灵骨葆、玉屏风颗粒及颈舒颗粒等重点临床渠道产品均拥有自建销售队伍，面向医院及零售终端进行推厂。近年来，公司将商务分销和终端逐步下沉至多、镇等基层市场，根据不同层级具体情况的差异性，建立具有针对性的推广策略。截至 2018 年末，公司营销团队人员已达 3,400 人，营销网络已经进入约 1,500 家三级医院，8 万家二级及以下医院。OTC 渠道产品方面，2018 年公司通过药品零售行业会议展现品牌，同时进行鼻炎康片、冯了性风湿跌打药酒等核心 OTC 产品广告宣传，大力推进 OTC 品牌产品。

研发方面，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。此外，公司积极推进成药战略大品种临床研究，截至目前，仙灵骨葆胶囊、玉屏风颗粒、湿燥止痒胶囊、舒颗粒、枣仁安神胶囊以及风湿骨痛胶囊 6 个品种主导适应症均已具有指南或专家共识支撑。此外，2018 年公司全面启动经典名方复方制剂研究，与中医科学院医史文献研究所，北京中医药大学、安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、对乙洗氨基酚片，诺氯沙星胶囊、硝苯地平缓试片Ⅲ。

总体来看，公司成药产品丰富且拥有 10 个独家基药品种，核心产品在其细分领域拥有较强的竞争力，近年来受益于大品种培育计划和销售策略的积极推进，公司成药板块持续增长。

## （二）中药配方颗粒

公司中药配方颗粒板块业务的运营主体主要是天江药业及其子公司广东一方。天江药业和广东一方均为国家药监局批准的首批从事中药配方颗粒试点制造企业，也是国内首批获得国家新版 GMP 认证的中药配方颗粒生产企业。此外，公司分别在四川、黑龙江、云南、湖北、贵州 5 个省获得了

生产试点牌照。现阶段国家尚未对中药配方颗粒实时价格管制，医院根据产品品质和价格选择供应商，因此，拥有行业领先地位的制造商将在产品价格方面拥有优势。2015年12月，国家食品药品监督管理总局起草了《中药配方颗粒管理办法(征求意见稿)》，对放开中药配方颗粒的试点生产限制征求意见，中药配方颗粒生产资质逐步放开，使得更多研发、生产实力强的企业参与其中，公司中药配方颗粒市场份额或将受到一定程度的影响。

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。近年来，天江药业在中药配方颗粒市场的占有率连续排名第一，2018年的为50%。近年来公司大力进行学术推广以及开发新医院，市场认可度大幅提高，带动收入逐年增长，2016-2018年中药配方颗粒板块营业额分别为43.59亿元、55.00亿元和71.51亿元。

采购方面，天江药业中药配方颗粒的原材料为各种中药材。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，并与种植基地签订长期合作合同进行采购。在基地管理方面，天江药业不断完善其基地管理规程、基地类别及选址等标准，并建立了各种记录表，且在交货时随货交接，实现了对种植基地的有效管理。

生产方面，近年来天江药业加大了在全国生产基地布局的进程，先后以增资及股权受让的形式获得了黑龙江双兰星制药有限公司、四川三强现代中药有限公司(现已更名为四川国药天江药业有限公司)以及福建承天金岭药业有限公司51%的股权，形成了中药材供给和配方颗粒的上下游产业链，逐步形成集中采购的优势，同时加速配方颗粒企业在全国范围布局，使天江中药配方颗粒进入更多的省份，进一步提高市场占有率，并缓解了本部产能的不足。目前，公司共拥有广东、江苏、黑龙江、四川，共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设备利用率，产量大幅增加至3.08万吨。此外，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和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，黄曲得素控制达到欧盟标准。

销售方面，公司建立起了专业化的营销团队进行直销，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。受益于公司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、患者等各个营销环节上建立了一定的品牌效应。同时公司大力开发新医院，并通过投放配药机系统抢占新市场，提升患者用药体验，重点增强综合医院市场覆盖，2018年安装配药机超过5,000台覆盖医院约3,500家。受益于此，公司中药配方颗粒的市场渗透率逐年提升。

研发方面，公司设有国家级省博士后科研工作站、CNAS认可的国家实验室、江苏省中药粒工程技术中心，并成立中国药科大学种源心、南京中医药大学中药配方颗粒研究院。据国家药典委员会《中药配方颗粒质量控制制定技术要求(征求意见稿)》要求，已经完个中药材标准汤剂的研究、向药典委提交15种国家标准。

总体来看，近年来公司中药配方颗粒产品良好的发展态势，产能规模进一步扩大，市场率达50%，

行业龙头地位稳固。

### 中药饮片及中医药大健康产业

公司为增强配方颗粒和成药板块对上游资源的可靠溯源和质量控制，进一步完善全产业链发展规划，近年来持续布局中药饮片产业，收并购企业较多。同时，公司积极拓展中药代煎业务，通过智能配送中心实现接收处方-饮片代煎-汤药配送的一站式服务，加速医院网络的覆盖，实现了中药饮片业务的快速发展，2016-2018 年中药饮片营业额分别为 1.04 亿元、3.99 亿元和 12.75 亿元。

目前公司拥有 14 个饮片生产基地，饮片生产能力达 5.18 万吨/年，并且拥有较多在建和规划中的产能，按照公司的发展规划，2019 年预计能够新增 GMP 基地 6 个，产能 1.15 万吨年，产能有望得到进步提升。

中医药大健康产业方面，2016 年以来公司开始布局大健康产业，2017 年 1 月，公司完成收购贵州同济堂药房连锁有限公司及其中医诊所 60% 的股权，推进了中医药大健康产业的发展。目前公司中医药大健康业务主要包括国医馆和中医诊所业务，现有冯了性国医馆、贵州同济堂国医馆、重庆国医馆以及南海国医馆 4 家国医馆已开业营运，其中冯了性国医馆自 2015 年底开业，现有业务涵盖中医诊疗、健康管理、康复理疗、药品及补品零售等，2018 年接待门诊 36,195 人次，同比增长 47.71% 理疗顾客 20,340 人次，同比增长 65.69%。此外，公司另有 3 家国医馆正在筹建中，预计 2019 年开业。

总体来看，近年来公司持续发展中药饮片和中医药大健康产业，进一步完善全产业链发展，未来随着中药饮片生产基地的投产以及国医馆的扩营，业务规模将得到进一步扩大。

## 六、公司治理与管理

### （一）公司治理

公司严格按照香港联合交易所证券上市规则、香港证券及期货条例以及公司章程的有关规定，不断完善法人治理结构建设、规范运作，加强公司制度建设。

股东大会是公司的最高权力机构:公司设董事会，董事会须向公司股东负责，指挥及监察公司事务，务求提高股东价值。董事会自行并透过多个委员会积极参与并确定公司整体策略、设定企业宗旨及目标、监察公司财务报表及账目的编制、制定企业管治规范及政策，并检验公司内部监控制度。董事包括至少三名独立非执行董事。公司管理层负责实施整体策略、日常运作和管理。

### （二）战略与管理

公司致力于成为国内制药行业中规模最大、产业链最全、品种最丰富、效益最好的中药制造龙头企业。

根据最新的“十三五”战略规划，公司将聚焦四大核心业务板块，分别为成药板块、中药配方颗

粒板块、中药饮片板块及中医药健康综合体板块。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、重庆国医馆以及南海国医馆。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。截至 2018 年末，公司重大在建项目计划投资额 748 亿元，已投入 2.01 亿元;拟建项目预计投资额合计为 2.27 亿元。

目前，公司已建立了比较健全的制度管理体系全面推行制度化的规范管理，制定了包括生产管理财务管理、采购管理和投融资管理等一系列的管理制度。公司设立了多个职能部门，包括成药营销中心、生产与安全环保中心、中药材资源中心和大健康事业部等。

安全生产管理方面，子公司作为安全生产的责任主体，按照“统一领导、分级管理、分类指导、全员参与”和“谁主管、谁负责”的原则，已逐级建立覆盖全体职工和岗位、生产经营和管理全过程的安全生产责任制。同时，公司建立健全了安全生产应急管理体系，包括组织机构、应急预案、运行机制和支持保障等。自成立以来公司未发生过重大安全生产事故。

环保管理方面，近年来公司不断健全完善节能减排管理体系，根据实际情况将指标分解到各子公司，并在节能减排年度目标责任书中明确:将各子公司节能减排工作纳入企业负责人经营业绩考核体系，作为对各子公司负责人经营业绩考核的内容。近年来，公司的环保工作未出现被挂牌督办的情况。

财务管理方面，公司制定了严格的财务制度，对公司财务组织架构、预算管理、资本管理、资金管理，会计管理、税务管理等方面进行了详细的规定，并且定期进行合规性自查。资金管理方面，为了统筹各子公司的银行账户，加强对子公司银行账户的控制，减少资金沉淀，同时加强存量资金管理，增加资金使用收益，公司制定了《中国中药控股有限公司资金池业务会计核算办法》，并在工商银行开立公司总账户，构建公司资金池。

投融资管理方面，公司对于投资标的项目设立了严格的筛选标准，股权投资方向原则上限定于中药行业和与中药行业密切相关的行业，投资总量必须与经营规模、负债水平等相适应。投资项目执行方面，由公司投资部负责进行项目调研、初审，并形成项目议题立项材料提交公司董事会审议，审议通过后方可备案，之后由投资部组织实施项目过程管理和跟踪管理。

总体来看，公司建立了符合现代企业制度要求的管理体制，已形成各负其责、协调运有效制衡的法人治理结构，各项管理制度较为完善。

## 七、财务分析

公司 2016-2018 年财务数据来自于由德勤 关黄陈方会计师行审计的财务报告，公司财务报表均按照香港会计师公会颁布的香港财务报告准则编制。2018 年末公司合并报表范围较上年末增加 29 家。

### （一）资产质量

近年来，受益于业务规模持续扩大及定向增发成功，公司资产总值稳步增长，2016-2018 年末分别为 210.37 亿元、248.85 亿元和 302.87 亿元，年均复合增长率达 19.99%。

截至 2018 年末，公司非流动资产占资产总值比重为 52.17%。公司非流动资产主要由其他无形资产、物业、厂房及设备 and 商誉构成，同期末上述资产合计占非流动资产的比例为 91.64%。公司其他无形资产主要为客户关系、产品保护权及商标等，2016-2018 年末分别为 67.64 亿元、67.04 亿元和 66.13 亿元。公司物业、厂房及设备逐年增长，同期末分别为 20.19 亿元、23.87 亿元和 42.98 亿元，其中 2018 年同比增长 80.08%，主要系在建工程推进及合并报表范围发生变化所致。公司的商誉主要由收购贵州同济堂和天江药业产生，近年来维持在较高水平，2016-2018 年末分别为 34.56 亿元、34.86 亿元和 35.69 亿元。公司流动资产主要由货币资金、应收账款及其他应收款项、存货构成。截至 2018 年末，上述资产合计占流动资产的比重为 9.33%。受到融资规模增加等影响，公司货币资金逐年增长，2016~2018 年末分别为 34.26 亿元、47.88 亿元和 64.39 亿元。近年来随着业务规模持续扩大，公司的应收账款及其他应收款项亦逐年增加，2016-2018 年末分别为 27.16 亿元、30.24 亿元和 34.67 亿元，其中账龄在年以内的应收账款比例为 98.45%。随着生产规模的扩大，公司存货呈逐年增长态势，截至 2018 年末为 44.83 亿元。

### （二）资本结构

近年来，受益于业务规模持续扩大及定向增发成功，公司资产总值稳步增长，2016-2018 年末分别为 210.37 亿元、248.85 亿元和 302.87 亿元，年均复合增长率达 19.99%。公司权益总额亦保持增长态势，同期末分别为 127.56 亿元、138.15 亿元和 175.11 亿元，其中 2018 年同比增长 26.75%，主要系平安人寿以 26.77 亿港元认购公司 6.04 亿股股份所致。

负债方面，近年来公司负债总值逐年增加，2016-2018 年末分别为 82.81 亿元、110.70 亿元和 127.77 亿元。2018 年末公司流动负债占负债总值的比重为 67.57%。具体来看，公司流动负债主要由应付账款及其他应付款项、银行及其他借贷(流动)和一年内到期的无抵押票据构成，上述负债合计占流动负债的 93.33%。近年来公司应付账款及其他应付款项逐年增长，2016-2018 年末分别为 23.04 亿元、38.57 亿元和 41.48 亿元，其中 2017 年同比增长 67.409%，主要系公司预测药材价格上涨，提前进行采购导致应付货款增加所致。2016-2018 年，公司银行及其他借贷有所波动，分别为 10.01 亿元、6.39 亿元和 14.12 亿元，其中 2017 年同比下降 36.22%，主要系公司发行中期票据，偿还了部分银行借款

所致。受无抵押票据临近到期日影响，2018 年末公司年内到期的非流动负债增加至 24.97 亿元。公司非流动负债主要由无抵押票据(一年后到期)和递延税项负债构成，2018 年末分别为 19.93 亿元和 17.37 亿元。

有息债务方面，近年来公司总债务规模逐年增加，2016-2018 年末分别为 39.10 亿元、51.54 亿元和 61.34 亿元。债务结构方面，2016-2017 年末公司长短期债务比(短期债务/长期债务)分别为 0.34 倍和 0.14 倍，受无抵押票据临近到期日影响，2018 年末上升至 1.76 倍。近年来公司资产负债率和总资本化比率均有所波动，2016-2018 年末资产负债率分别为 39.36%、44.48%和 42.19%；总资本化比率，分别为 23.46%、27.17%和 25.94%，其中，受益于定向增发募集资金，2018 年末资产负债率和总资本化比率分别同比下降 2.29 和 1.23 个百分点。整体来看，公司资本结构较为稳健。

2016-2018 年末公司负债主要构成及资本构成情况表（单位:万元、%）

项目	2018 年 12 月 31 日		2017 年 12 月 31 日		2016 年 12 月 31 日	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
应付账款及其它应付款项	414,780.00	23.69	385,651.20	27.91	230,373.50	18.06
应交税费	21,909.90	1.25	19,967.80	1.45	20,169.70	1.58
其他应付款	35,695.60	2.04	0	0.00	0	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>863,275.40</b>	<b>49.30</b>	<b>469,488.70</b>	<b>33.98</b>	<b>350,682.40</b>	<b>27.49</b>
长期借款	23,187.40	1.32	3,300.00	0.24	42,294.70	3.32
<b>非流动负债合计</b>	<b>414,406.50</b>	<b>23.67</b>	<b>637,516.30</b>	<b>46.15</b>	<b>477,409.80</b>	<b>37.43</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,277,681.90</b>	<b>72.97</b>	<b>1,107,005.00</b>	<b>80.13</b>	<b>828,092.20</b>	<b>64.92</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,751,057.10</b>	<b>100.00</b>	<b>1,381,525.70</b>	<b>100.00</b>	<b>1,275,586.20</b>	<b>100.00</b>

数据来源：公开资料，安融整理。

### （三）盈利能力

近年来，受益于中药配方颗粒业务的快速增成药业务恢复增长以及中药饮片和中医药大健康产业，新增业务板块的收入贡献，公司收入规模逐年大增长，2016-2018 年营业额分别为 65.33 亿元、83 亿元和 112.59 亿元。

分板块来看，随着成药大品种培育计划和销售策略的积极推进，公司部分核心床品种恢复增长，部分核心 OTC 品种增长强劲令药营业额逐年增加，2016-2018 年分别为 20.61 元、23.81 亿元和 27.71 亿元。同期中药配方颗粒业额分别为 43.59 亿元、55.00 亿元和 71.51 亿元其中 2018 年同比增长 30.02%，主要系公司大力进行学术推广以及开发新医院，市场认可度大幅提高所致。2016-2018 年中药饮片营业额分别为 1.04 亿元、3.99 亿元和 12.75 亿元，其中 2018 年公司智能配送中心业务发展迅速，且公司合并范围变化令其营业额同比增长 219.55%。

近三年公司营业收入及盈利情况（单位：万元、%）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	1,125,894.10	833,779.50	653,286.70
营业利润	185,669.70	156,723.70	130,380.40
补贴收入	14,439.20	11,954.40	8,236.30
利润总额	185,669.70	156,723.70	130,380.40

毛利率	41.72	43.15	43.53
期间费用率	37.85	36.07	36.31
总资产回报率	4.15	3.71	3.11

数据来源：公开资料，安融整理。

毛利率方面，受毛利率相对降低的中药饮片收入占比提高等影响，公司营业毛利率逐年小幅下降，同期分别为 57.98%、55.79%和 55.01%。分板块来看，受益于部分临床产品受两票制影响单价提升，以及部分 OTC 品种单价提升，成药板块毛利率逐年提升，2016-2018 年分别为 56.75%、57.22%和 61.45%。同期中药配方颗粒板块毛利率有所波动，分别为 59.56%、57.98%和 59.60%，其中 2017 年由于部分中药材价格上涨，该板块毛利率同比下降 1.58 个百分点；2018 年受益于销售价格上涨以及中药材采购价格趋稳，毛利率同比上升 1.62 个百分点。2016-2018 年中药饮片毛利率有所波动，其中 2017 年由于盈利性较强的代煎业务迅速扩大，毛利率同比增长 2.40 个百分点至 19.56%；2018 年由于新合并的企业毛利率水平较低，公司毛利率同比下降 3.25 个百分点至 16.31%。

近年来公司期间费用逐年增长，2016-2018 年分别为 25.59 亿元、32.10 亿元和 46.08 亿元，同期三费收入占比分别为 39.17%、38.509%和 40.93%。

医药企业销售及分销成本普遍较高，2016-2018 年公司销售及分销成本在期间费用中占比维持在 75%左右。行政支出方面，近年来随着生产规模的扩大以及人工成本的升高，行政支出亦逐年增长 2016-2018 年分别为 5.17 亿元、5.52 亿元和 8.99 亿元。近年来受债务规模扩大影响，公司财务费用逐年上升，分别为 0.73 亿元、2.21 亿元和 2.92 亿元。

2016-2018 年公司除税前溢利分别为 13.04 亿元、15.67 亿元和 18.57 亿元，主要来自经营业务溢利。同期净溢利分别为 10.87 亿元、13.11 亿元和 15.67 亿元，整体盈利能力较强。

总体来看，公司医药主业突出，且受益于中药配方颗粒市场渗透率和医院覆盖率的不断提高以及中药饮片业务的快速增长，收入规模逐年大幅增长，整体盈利能力较强。

#### （四）现金流

总体来看，公司经营获现能力处于较高水平，但近年来由于下游回款较慢的中药配方颗粒板块迅速增长，经营获现能力有所弱化。根据规划，公司未来仍有一定的资本支出，投融资活动或将保持规模。

经营活动现金流方面，突出的行业地位使得公司经营获现能力处于较高水平。但由于近年来公司业务迅速增长，原材料采购规模扩大，经营活动之现金净额逐年下降，2016-2018 年分别为 14.65 亿元、12.36 亿元和 11.90 亿元。

投资活动现金流方面，2016-2018 年公司投资活动之现金净额波动较大，其中 2016 年净流出 25.00 亿元，主要系支付了天江药业剩余股权收购款 13.28 亿元，以及支付收购华颐药业、同济堂中药饮片以及上海同济堂对价所致；2017 年公司提取上年存放的定期存款 1050 亿元，导致当年投资活动之现

金净额为 3.93 亿元;2018 年购入物业、厂房及设备以及在建工程付款 9.61 亿元以及收购四川江油、黑龙江国药、北京华泰和北京华邈等股权支付 3.86 亿元, 导致当年投资活动现金净流出 15.47 亿元

筹资活动现金流方面, 2016-2018 年公司融资活动之现金净额有所波动, 其中 2016 年公司发行了 25 亿元的中期票据并偿还了一定的银行借贷, 使得当年融资活动之现金净额为 1128 亿元;2017 年公司偿还银行贷款及利息较多, 使得当年融资活动之现金净额同比下降 30.35%至 7.86 亿元;2018 年公司融资活动之现金净额同比增长 125.59%至 17.72 亿元, 主要系定向增发募集资金 21.75 亿元所致。

**2016-2018 年末公司现金流情况 (单位: 万元、%)**

项目	2018 年	2017 年	2016 年
收现比	33.39	32.48	34.38
销售商品、提供劳务收到的现金	185,669.70	156,723.70	130,380.40
收到的其他与经营活动有关的现金	972	1,554.60	5,498.70
经营活动现金流入小计	186,641.70	158,278.30	135,879.10
购买商品、接受劳务支付的现金	64,021.30	162,256.60	60,009.20
支付的其他与经营活动有关的现金	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流出小计	64,021.30	162,256.60	60,009.20
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>119,049.10</b>	<b>123,559.40</b>	<b>146,464.00</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-154,604.60</b>	<b>39,295.90</b>	<b>-250,025.90</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>177,224.20</b>	<b>78,559.20</b>	<b>112,793.10</b>
现金及现金等价物净增加额	141,668.70	241,414.50	9,231.20

数据来源: 公开资料, 安融整理。

**(五) 偿债能力**

公司资产负债率控制在合理水平, 总体来说, 公司长期偿债能力较强。

短期偿债能力

2016-2018 年末, 公司流动比率分别为 2.30、2.42 和 1.68, 速动比率分别为 1.76、1.67 和 1.16。公司流动比率和速动比率略有波动, 流动比率保持在较好水平, 由于公司资产结构中存货占比较高, 因此速动比率相对较低。公司资产流动性较强, 具备较强的短期偿债能力。

长期偿债能力

2016-2018 年末, 公司资产负债率分别为 39.36%、44.48%和 42.19%, 公司资产负债率控制在合理水平。近三年, 公司 EBITDA 分别为 17.14 亿元、22.12 亿元和 26.78 亿元, EBITDA 利息保障倍数分别为 23.34 倍、10.00 倍和 8.73 倍。总体来说, 公司长期偿债能力较强。

**2016-2018 年末公司偿债能力指标情况表 (单位: 万元)**

项目	2018 年	2017 年	2016 年
流动比率	1.68	2.42	2.30
速动比率	1.16	1.67	1.76
EBITDA	267,816.90	221,169.40	171,398.70

项目	2018年	2017年	2016年
EBITDA 利息保障倍数	8.73	10.00	23.34
有息债务/EBITDA	19.95	21.99	33.80

数据来源：公开资料，安融整理。

截至 2018 年 12 月末，发行人在境内共获得各银行授信额度折合 33.85 亿元，已使用额度 11.47 亿元，未使用额度 22.38 亿元，境外共获得各家银行授信额度 4.70 亿港元，已使用 4.70 亿元港币。公司作为 H 股上市公司，股权融资渠道较为畅通。

#### 截至 2018 年末公司主要银行授信情况（单位：万元）

序号	借款银行	授信额度	使用额度	剩余额度
1	工商银行	25,000.00	-	25,000.00
2	农业银行	21,000.00	14,000.00	7,000.00
3	兴业银行	9,000.00	-	9,000.00
4	国药集团财务有限公司	10,000.00	4,000.00	6,000.00
5	招商银行	130,000.00	70,000.00	60,000.00
6	华兴银行	60,000.00	-	60,000.00
7	广发银行	50,000.00	-	50,000.00
8	中国农业发展银行	1,000.00	1,000.00	-
9	绵阳市商业银行	4,000.00	1,230.00	2,770.00
10	江苏泰兴农村商业银行	3,000.00	-	3,000.00
合计	—	313,000.00	90,230.00	222,770.00

数据来源：公开资料，安融整理。

## 八、本期债券增信措施分析

无

## 九、特殊分析

### （一）或有负债

截至 2018 年末，公司无对外担保及重大未决诉讼。

### （二）资产受限情况

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产合计 2.25 亿元，主要为固定资产、存货及保证金占总资产的比重很小，对公司影响不大。

### （三）过往债务履约情况

根据公开资料，公司近三年均能按时或提前归还各项债务本金并足额支付利息，无不良信用记录。

## 十、综合评价

公司外部发展环境良好；间接控股股东实力雄厚，引入战略投资者，有助于提升公司竞争；产品线丰富且产品具有较强的市场竞争力，行业地位稳固。同时公司商誉规模较大；重大资产重组带来一定的财务风险；未来发行人流动负债持续增加，有可能导致短期偿债压力增加，带来一定的风险等。

综合分析，预计未来 1-2 年，公司债项安全性很高，违约风险很低，或者违约损失风险很低。因此，安融信用评级有限公司评定中国中药控股有限公司主体信用等级为 AApi，评级展望为稳定，本期债券信用等级为 AApi。

## 跟踪评级安排

根据相关规定及安融信用评级有限公司的《跟踪评级制度》，安融信用评级有限公司在中国中药控股有限公司信用等级有效期内，对评级对象信用状况进行持续跟踪监测，并根据评级信息获取的情况决定是否出具跟踪评级报告。

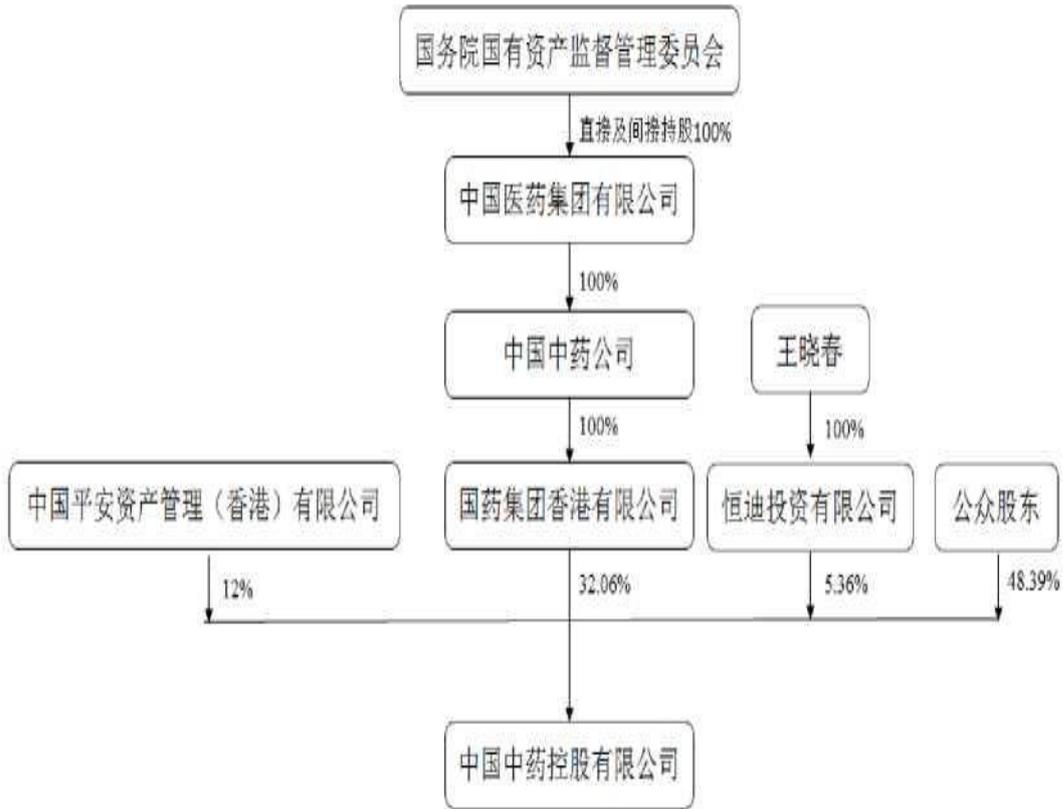
自本次评级报告出具之日起，安融信用评级有限公司将持续关注与评级对象有关的信息。当安融信用评级有限公司获悉评级对象发生可能影响本次评级结论的重大事项，以及评级对象的情况发生重大变化时，安融信用评级有限公司可启动跟踪评级。安融信用评级有限公司将依据该重大事项或重大变化对评级对象信用状况的影响程度决定是否调整评级对象信用等级。

跟踪评级启动后，安融信用评级有限公司将按评级程序进行信用评级。在评级过程中，安融信用评级有限公司亦将维持评级标准的一致性。

安融信用评级有限公司在确实无法获得有效评级信息的情况下，可暂时撤销信用等级。

附录 1:

截至 2018 年末中国中药控股有限公司股权结构图



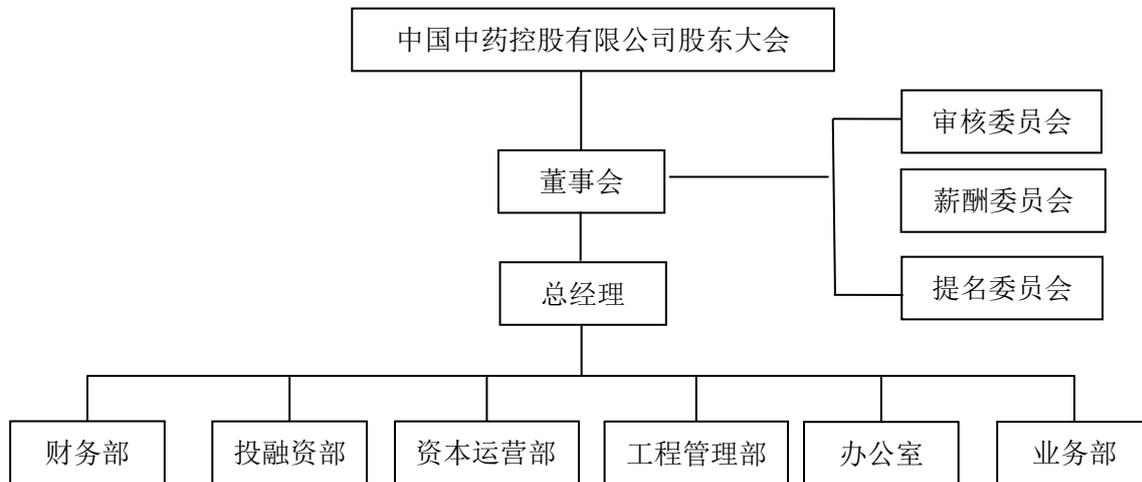
## 附录 2:

### 截至 2018 年末中国中药合并范围内主要子公司情况

序号	级次	企业名称	注册资本（万元）	业务范围
1	一级	广东一方制药有限公司	36,449.17	开发、制造、营销及销售药品
2	一级	江阴天江药业有限公司	39,455.56	开发、制造、营销及销售药品
3	一级	佛山盈天医药销售有限公司	26,000.00	医药产品贸易
4	一级	陇西一方制药有限公司	3,000.00	开发、制造、营销及销售药品
5	一级	国药集团同济堂（贵州）制药有限公司	24,975.95	开发、制造、营销及销售药品
6	一级	北京华邈药业有限公司	5,594.06	开发、制造、营销及销售药品
7	一级	安徽天祥药业有限公司	11,000.00	开发、制造、营销及销售药品
8	一级	国药集团广东环球制药有限公司	17,264.00	开发、制造、营销及销售药品
9	一级	上海同济堂药业有限公司	8,000.00	开发、制造、营销及销售药品
10	一级	国药集团德众（佛山）药业有限公司	646.00	开发、制造、营销及销售药品

### 附件 3:

#### 截至 2018 年末中国中药控股有限公司组织结构图



## 附录 4:

### 资产负债表

单位：万元

项目	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	634,971.40	478,778.10	237,335.60
应收账款	346,708.40	302,407.60	271,625.00
预付账款	2,946.10	1,967.30	1,012.20
其他应收款	0.00	0.00	0.00
存货	448,273.20	355,182.90	189,416.90
<b>流动资产合计</b>	<b>1,448,569.40</b>	<b>1,138,405.00</b>	<b>807,040.80</b>
固定资产	429,844.00	238,692.70	201,903.60
投资性房地产	4,201.60	684.00	237.60
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,580,169.60</b>	<b>1,350,125.70</b>	<b>1,296,637.60</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,028,739.00</b>	<b>2,488,530.70</b>	<b>2,103,678.40</b>
预收款项	414,780.00	385,651.20	230,373.50
应交税费	21,909.90	19,967.80	20,169.70
其他应付款	35,695.60	-	-
<b>流动负债合计</b>	<b>863,275.40</b>	<b>469,488.70</b>	<b>350,682.40</b>
长期借款	23,187.40	3,300.00	42,294.70
<b>非流动负债合计</b>	<b>414,406.50</b>	<b>637,516.30</b>	<b>477,409.80</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,277,681.90</b>	<b>1,107,005.00</b>	<b>828,092.20</b>
实收资本（股本）	1,198,247.40	980,993.50	980,993.50
资本公积	356,895.90	262,684.30	177,839.20
盈余公积	195,913.80	137,847.90	116,753.50
未分配利润	1,555,143.30	1,243,677.80	1,158,832.70
<b>股东权益合计</b>	<b>1,751,057.10</b>	<b>1,381,525.70</b>	<b>1,275,586.20</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,028,739.00</b>	<b>2,488,530.70</b>	<b>2,103,678.40</b>

资料来源：公开资料，安融整理。

## 附录 5:

### 利润表

单位：万元

项目	2018 年	2017 年	2016 年
<b>一、营业收入</b>	<b>1,125,894.10</b>	<b>833,779.50</b>	<b>653,286.70</b>
减：营业成本	506,536.80	368,621.30	274,518.70
税金及附加	0.00	0.00	0.00
销售费用	341,719.50	243,716.70	196,843.20
管理费用	55,229.40	34,944.90	32,998.60
财务费用	29,230.00	22,106.80	7,342.30
<b>二、营业利润（亏损以“-”号填列）</b>	<b>185,669.70</b>	<b>156,723.70</b>	<b>130,380.40</b>
加：营业外收入	14,439.20	11,954.40	8,236.30
减：营业外支出	0.00	0.00	0.00
<b>三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）</b>	<b>185,669.70</b>	<b>156,723.70</b>	<b>130,380.40</b>
减：所得税费用	28,966.90	25,580.40	21,726.40
<b>四、净利润（净亏损以“-”号填列）</b>	<b>156,702.80</b>	<b>131,143.30</b>	<b>108,654.00</b>

资料来源：公开资料，安融整理。

## 附录 6:

### 现金流量表

单位：万元

项目	2018 年	2017 年	2016 年
销售商品、提供劳务收到的现金	185,669.70	156,723.70	130,380.40
收到其他与经营活动有关的现金	972.00	1,554.60	5,498.70
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>186,641.70</b>	<b>158,278.30</b>	<b>135,879.10</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	-64,021.30	-162,256.60	-60,009.20
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>-64,021.30</b>	<b>-162,256.60</b>	<b>-60,009.20</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>119,049.10</b>	<b>123,559.40</b>	<b>146,464.00</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	-96,118.60	-59,506.90	-227,97.20
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>-397,383.70</b>	<b>-62,754.30</b>	<b>55584.20</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-154,604.60</b>	<b>39,295.90</b>	<b>-250,025.90</b>
吸收投资收到的现金	217,502.60	-	-
取得借款收到的现金	186,975.40	140,632.20	109,395.70
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>404,478.00</b>	<b>140,632.20</b>	<b>109,395.70</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>177,224.20</b>	<b>78,559.20</b>	<b>112,793.10</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>141,668.70</b>	<b>241,414.50</b>	<b>9,231.20</b>
加：期初现金及现金等价物余额	453,047.70	214,733.80	210,185.60
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>597,582.50</b>	<b>453,047.70</b>	<b>214,733.80</b>

资料来源：公开资料，安融整理。

## 附录 7:

主要财务指标表（单位：万元、%、倍）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
有息债务	48,436.10	36,587.40	30,501.40
资产负债率	42.19	44.48	39.36
流动比率	1.68	2.42	2.30
速动比率	1.16	1.67	1.76
EBITDA	267,816.90	221,169.40	171,398.70
EBITDA 利息保障倍数	8.73	10.00	23.34
有息债务/EBITDA	18.09	16.54	17.80
毛利率	55.01	55.79	57.98
总资产回报率	7.79	7.79	6.84
收现比	16.49	18.80	19.96

资料来源：公开资料，安融整理。

## 附录 8:

### 主要财务指标计算公式

- 1、毛利率 (%) = (1 - 营业成本/营业收入) × 100%
- 2、营业利润率 (%) = 营业利润/营业收入 × 100%
- 3、总资产报酬率 (%) = EBIT/年末资产总额 × 100%
- 4、净资产收益率 (%) = 净利润/年末净资产 × 100%
- 5、EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
- 6、EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
- 7、资产负债率 (%) = 负债总额/资产总额 × 100%
- 8、长期资产适合率 (%) = (所有者权益 + 非流动负债) / 非流动资产 × 100%
- 9、债务资本比率 (%) = 总有息债务/资本化总额 × 100%
- 10、总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
- 11、短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
- 12、长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
- 13、资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
- 14、流动比率 = 流动资产/流动负债
- 15、速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债
- 16、保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债
- 17、现金比率 (%) = (货币资金 + 交易性金融资产) / 流动负债 × 100%
- 18、存货周转天数<sup>1</sup> = 360 / (营业成本/年初末平均存货)
- 19、应收账款周转天数<sup>2</sup> = 360 / (营业收入/年初末平均应收账款)
- 20、现金回笼率 (%) = 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入 × 100%
- 21、EBIT 利息保障倍数 (倍) = EBIT/利息支出 = EBIT / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)

<sup>1</sup>半年取 180 天;

<sup>2</sup>全年取 360 天。

22、EBITDA 利息保障倍数（倍）=EBITDA/利息支出=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息）

23、经营性净现金流利息保障倍数（倍）=经营性现金流量净额/利息支出=经营性现金流量净额/（计入财务费用的利息支出+资本化利息）

24、担保比率（%）=担保余额/所有者权益×100%

25、经营性净现金流/流动负债（%）=经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%

26、经营性净现金流/总负债（%）=经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

## 附录 9:

### 企业主体信用等级符号和定义

等级符号	等级含义
AAA <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	不能偿还债务。

除 AAA<sub>pi</sub> 级、CCC<sub>pi</sub> 级（含）以下等级外，每个信用等级均可用“+”或“-”符号进行微调，分别表示信用等级略高或略低于本等级。

## 附录 10:

### 公司债券信用等级符号和定义

等级符号	等级含义
AAA <sub>pi</sub>	债项安全性极高，违约风险极低，或者违约损失风险极低。
AA <sub>pi</sub>	债项安全性很高，违约风险很低，或者违约损失风险很低。
A <sub>pi</sub>	债项安全性较高，违约风险较低，或者违约损失风险较低。
BBB <sub>pi</sub>	债项安全性一般，违约风险一般，或者存在一定违约损失风险。
BB <sub>pi</sub>	债项安全性较弱，违约风险较高，违约损失风险较高。
B <sub>pi</sub>	债项安全性低，违约风险高，违约损失风险高。
CCC <sub>pi</sub>	债项安全性很低，违约风险很高。
CC <sub>pi</sub>	债项安全性极低，违约风险极高。
C <sub>pi</sub>	债务无法得到偿还。

除 AAA<sub>pi</sub> 级、CCC<sub>pi</sub> 级（含）以下等级外，每一个信用等级均可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用等级略高或略低于本等级



---

地址：北京市西城区金融街丰汇时代大厦东翼 8 层 808

电话：010-68516580 传真：010-87003899

网址：<http://www.arrating.com.cn>

邮编：100032