联合信用评级有限公司
化学制药行业季度报告

（2019 年 7 月 1 日至 2019 年 9 月 31 日）

一、行业政策及行业要闻

1．《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》公布

8 月 20 日，国家医保局公布了 2019 年版国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（以下简称《新版医保目录》）。《新版医保目录》的西药、中成药部分共收载药品 2,643 个，包括西药 1,322 个，中成药 1,321 个，中药饮片采用准入法管理，共纳入 892 个。在调出的药品方面，主要是被国家药监部门撤销文号的药品以及临床价值不高、滥用明显、有更好替代的药品，共调出 150 个品种，除被国家药监部门撤销文号的药品外，共调出 79 个品种。

影响：根据国家医保局之前的文件要求，各地需严格按照国家基本医疗保险药品目录执行，原则上不得自行制定目录或用变通的方法增加目录内药品。对于医药制造企业来说，如果自产的品种没有进入《新版医保目录》，未来基本不再有机会通过各地方的增补目录来进入医保，只能作为自费药销售，对于该药企特定品种的市场放量将会产生重大不利影响。

2．118城市试点医联体建设

8月13日，国家卫健委发布《关于印发城市医疗联合体建设试点城市名单的通知》（以下简称“《通知》”），确定了118个城市医联体建设试点城市，根据《通知》指示，在此118个城市内的医联体实行责任共担、利益共享，牵头医院统一管理，内部用药目录一致。

影响：对于药企来说，产品进入医联体后市场覆盖面将会得到快速提升，同时药品销售效率也有望大幅提高；但同时，医联体议价能力也将大大加强，集中采购将成为主流的采购模式，药品利润空间可能被大大压缩。

二、化学制药企业财务状况分析

为方便研究，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）按照申银万国行业分类，将化学制药行业细分为化学制剂行业和化学原料药行业，并对收入构成进行筛选，最终取化学制剂行业内企业 55 家，化学原料药行业内企业 29 家。本报告财务状况分析部分以上述公司作为样本进行比较与分析。

1．化学制剂样本企业 2019 年 1—9 月整体财务运行情况

截至 2019 年 9 月底，55 家化学制剂样本企业资产规模有所增长，资产负债率较为稳定，短期偿债能力变化不大。随着集中采购政策的推进，2019 年前三季度，样本企业收入、净利润及经营活动现金流均有所增长，毛利率整体有所提升。

截至 2019 年 9 月底，55 家化学制剂样本企业总资产较上年底增长 4.86%，整体资产负债率中

位值为 29.90%，较上年底上升 1.42 个百分点；资产和负债情况整体较为稳定。

从收入、利润规模来看，2019 年三季度，55 家化学制剂样本企业的营业收入总额较上年同期增长 12.64%，净利润总额较上年同期增长 9.90%。从 55 家样本企业的主要盈利指标来看，销售毛利率较上年同期有所提升，其中金诚医药销售毛利率较上年同期提升 11.96 个百分点至 58.34%，主要系毛利较高的制剂产品占比上升所致；莱美药业销售毛利率较上年同期提升 9.18 个百分点至 69.44%，主要系生产成本下降所致。

从现金流状况来看，2019 年三季度，55 家样本企业的经营活动现金流入规模总额较上年同期增长 11.83%；经营活动产生的现金流量净额总额较上年同期大幅增长 37.46%，主要系收入增长及部分企业回款速度加快所致。从收入实现质量指标来看，30 家样本企业现金收入比较上年同期有所上升，现金收入比中位值为 101.61%，较上年同期下降了 2.56 个百分点，收入实现质量略有下降。

从短期偿债能力指标来看，截至 2019 年 9 月底，55 家化学制剂样本企业的流动比率和速动比率中位值小幅提升，其中流动比率中位值从上年底的 2.06 倍提升至 2.12 倍；速动比率从上年底的 1.80 倍提升至 1.82 倍，短期偿债能力变化不大。

2．化学原料药样本企业 2019 年 1—9 月整体财务运行情况

截至 2019 年 9 月底，29 家化学原料药样本企业资产规模有所增长，资产负债率较为稳定，短期偿债能力变化不大。2019 年三季度，受益于供给侧改革，原料药景气度回暖，样本企业净利润有所上升，但盈利能力呈现分化趋势；在上游原材料价格供给紧张、部分企业提前备货的情况下，样本企业现金流状况和收入实现质量均有所下降。

截至 2019 年 9 月底，29 家化学原料药样本企业总资产较上年底增长 11.64%，整体资产负债率中位值为 26.01%，较上年底下降 2.23 个百分点；资产和负债情况整体较为稳定。

从收入、利润规模来看，2019 年三季度，29 家化学原料药样本企业的营业收入总额较上年同期增长 8.32%，净利润较上年同期增长 16.57%，主要系部分原料药产能停产，以及部分原料药产品（如泛酸钙、维生素 A 及一些特色原料药）价格上涨所致。从 29 家化学原料药样本企业的主要盈利指标来看，销售毛利率整体较为稳定，但存在分化趋势。其中，永安药业的销售毛利率较上年同期下降 16.09 个百分点至 21.85%，主要系牛磺酸销量下降及销售价格回落所致；尔康制药的销售毛利率较上年同期下降 16.00 个百分点至 27.11%，主要系淀粉及淀粉囊系列产品毛利下降所致。与此相反，奥翔药业的销售毛利率较上年同期上升 8.72 个百分点至 52.63%，主要系特色原料药价格上升所致；花园生物的销售毛利率较上年同期上升 7.77 个百分点至 73.72%，主要系胆固醇类产品满负荷生产，以及维生素 D3 产销量较上年均有大幅增长所致；美诺华的销售毛利率较上年同期上升 7.76 个百分点至 37.39%，主要系公司特色原料药核心品种主要为缬沙坦、培哚普利、瑞舒伐他汀、阿托伐他汀、氯吡格雷、埃索美拉唑等慢性主流大品种，全球需求稳健增长所致；海翔药业的销售毛利率较上年同期上升 7.40 个百分点至 50.73%，主要系国际高端市场销售快速增长、培南系列产品量价双升所致。整体看，受各样本企业产品结构、研发能力等因素综合影响，29 家化学原料药样本企业的盈利能力有所分化。

从现金流状况来看，2019 年三季度，29 家化学原料药样本企业的经营活动现金流入较上年同期小幅增长 2.12%；但经营活动产生的现金流量净额较上年同期大幅下降 23.99%，主要系部分企业提高原材料库存采购量所致。具体来看，29 家化学原料药样本企业中有 13 家经营活动现金流量净额较上年同期出现下降。从收入实现质量指标来看，仅 11 家化学原料药样本企业现金收入比

较同期有所上升，现金收入比中位值为 95.09%，较上年同期下降了 3.94 个百分点，收入实现质量有所下降。

从短期偿债能力指标来看，截至 2019 年 9 月底，29 家化学原料药样本企业速动比率的中位值有所下滑，从上年底的 2.24 倍下降至 2.19 倍；速动比率中位值有所上升，由上年底的 1.46 倍上升至 1.58 倍，短期偿债能力变化不大。

三、化学制药行业债券市场跟踪

2019 年 7—9 月，化学制药行业发生一起主体级别下调；2019 年 10—12 月，化学制药行业共有 2 支债券到期。

1．2019 年 7—9 月一级市场化学制药企业新发债券情况

2019 年 7—9 月，化学制药企业发债合计 19 笔，涉及规模共计 109.99 亿元。主体级别集中在 AA+，只有“华森转债”的主体评级为 AA-及“圣达转债”的主体评级为 A+。

表 1　2019 年 7—9 月化学制药企业新发债券情况（单位：亿元、年、%）

证券简称	发行时主体级别	上市日期	发行时债项评级	发行总额	到期日期	票面利率	债券期限
19 人福 CP002	AA+	2019/7/1	A-1	5.00	2020/6/28	6.50	1.00
19 东阳光 SCP003	AA+	2019/7/11	-	5.00	2020/4/5	6.98	0.74
华森转债	AA-	2019/7/11	AA-	3.00	2025/6/24	0.50	6.00
19 上实 MTN002	AAA	2019/7/12	AAA	10.00	2022/7/11	3.63	3.00
19 株国 03	AA+	2019/7/16	-	10.00	2024/7/5	5.78	5.00
19 东阳光 PPN002	AA+	2019/7/26	-	4.00	2022/7/25	8.00	3.00
圣达转债	A+	2019/7/26	A+	2.99	2025/7/3	0.60	6.00
19 人福 SCP002	AA+	2019/7/29	-	3.50	2020/4/21	6.20	0.74
19 百业源 SCP002	AA+	2019/8/8	-	4.00	2020/5/3	4.10	0.74
19 海正 SCP001	AA+	2019/8/21	-	8.00	2020/5/16	3.53	0.74
19 科伦 SCP001	AA+	2019/8/23	-	6.00	2020/5/18	3.97	0.74
19 华润医药 SCP002	AAA	2019/8/30	-	15.00	2019/11/27	2.70	0.25
19 东阳光 MTN001	AA+	2019/8/30	AA+	5.00	2022/8/29	7.50	3.00
19 人福 SCP003	AA+	2019/9/2	-	2.50	2020/5/26	6.30	0.74
19 东阳光 SCP004	AA+	2019/9/5	-	5.00	2020/5/31	6.95	0.74
19 东阳光 MTN002	AA+	2019/9/12	AA+	2.50	2022/9/11	7.50	3.00
19 当代 F1	AA+	2019/9/16	AA+	6.00	2024/9/3	7.30	5.00
19 株国 04	AA+	2019/9/18	-	10.00	2024/9/9	6.00	5.00
19 东阳光科 SCP003	AA+	2019/9/27	-	2.50	2020/6/22	7.00	0.74
合计				**109.99**	-		

资料来源：Wind，联合评级整理

2．2019 年 7—9 二级市场化学制药企业信用评级变动情况

辅仁药业集团有限公司因债务逾期、持有“ST 辅仁”股份轮候冻结及被立案调查等因素影响，2019 年 7 月 29 日主体评级从 AA 被下调至 A-，后于 2019 年 8 月 21 日被继续下调至 BB。

3．2019 年 7—9 月化学制药企业到期债券基本情况

2019 年 7—9 月，化学制药企业共计有 17 只债券到期摘牌，其发行总额合计 114.00 亿元。

表 2　2019 年 7—9 月化学制药行业到期债券情况（单位：亿元、%）

证券代码	证券简称	到期日期	摘牌日期	上市日期	发行总额	票面利率
145951.SH	18 君实转(退市)	2024/2/23	2019/7/8	2018/3/5	2.00	10.35
101659037.IB	16 人福 MTN001	2019/7/11	2019/7/10	2016/7/12	15.00	4.00
011801952.IB	18 东阳光 SCP005	2019/7/15	2019/7/12	2018/10/19	5.00	7.20
101664039.IB	16 上实 MTN001	2019/7/13	2019/7/12	2016/7/14	10.00	3.03
136310.SH	16 当代 01	2021/3/21	2019/7/18	2016/4/14	5.00	3.75
101651035.IB	16 东阳光 MTN001	2019/7/27	2019/7/26	2016/7/28	8.00	6.27
011802189.IB	18 人福 SCP002	2019/8/12	2019/8/9	2018/11/16	5.00	5.70
041800293.IB	18 科伦 CP001	2019/8/16	2019/8/15	2018/8/17	5.00	5.45
011802273.IB	18 百业源 SCP001	2019/8/20	2019/8/19	2018/11/26	4.00	4.80
011802334.IB	18 科伦 SCP007	2019/8/25	2019/8/23	2018/11/29	8.00	4.50
101661028.IB	16 海药 MTN001	2019/9/2	2019/8/30	2016/9/5	5.00	4.30
011802364.IB	18 华北制药 SCP002	2019/8/31	2019/8/30	2018/12/5	4.00	5.20
101651043.IB	16 东阳光 MTN002	2019/8/31	2019/8/30	2016/9/1	8.00	6.26
011901245.IB	19 华润医药 SCP001	2019/9/9	2019/9/6	2019/6/12	15.00	2.80
011802442.IB	18 人福 SCP003	2019/9/8	2019/9/6	2018/12/13	5.00	5.58
011802491.IB	18 东阳光 SCP006	2019/9/13	2019/9/12	2018/12/18	5.00	7.30
031667020.IB	16 东阳光 PPN002	2019/9/14	2019/9/14	2016/9/18	5.00	6.80
合计					**114.00**	--

资料来源：Wind，联合评级整理

4．2019 年 7—9 月化学制药行业将到期债券基本情况

2019 年 9—12 月，化学制药行业共有 2 支债券将到期，到期金额合计为 8.00 亿元。

表 3　2019 年 9—12 月化学制药行业将到期债券情况（单位：亿元、%）

证券简称	到期日期	上市日期	发行总额	票面利率
16 神华 01	2019-12-09	2016-12-09	3.00	6.50
19 东阳光科 SCP002	2019-12-10	2019-03-15	5.00	6.00
合计	--	--	**8.00**	--

资料来源：Wind，联合评级整理

注：2019 年 11 月 15 日，16 神华 01 发行主体信用级别由 AA-下调至 BBB，债项级别不变；16 神华 01 为私募债券，主体级别调整原因未公告

四、2019 年四季度化学制药行业展望

2019 年三季度，化学制剂行业内企业收入、净利润及经营活动现金流均有所增长，毛利率整体有所提升；受益于供给侧改革，原料药景气度回暖，化学原料药行业内企业净利润有所上升，盈利能力出现分化趋势；在上游原材料价格供给紧张及部分企业提前备货的情况下，化学原料药

行业内企业现金流状况和收入实现质量均有所下降。

展望 2019 年四季度，如无重大政策调整及意外事件冲击，预计化学制药行业将继续保持稳定增长态势，行业展望为“稳定”。