

联合信用评级有限公司 化学制药行业季度报告

(2018 年 1 月 1 日至 2018 年 3 月 31 日)

一、行业政策及行业要闻

1. 国家市场监督管理总局和国家药品监督管理局挂牌运行

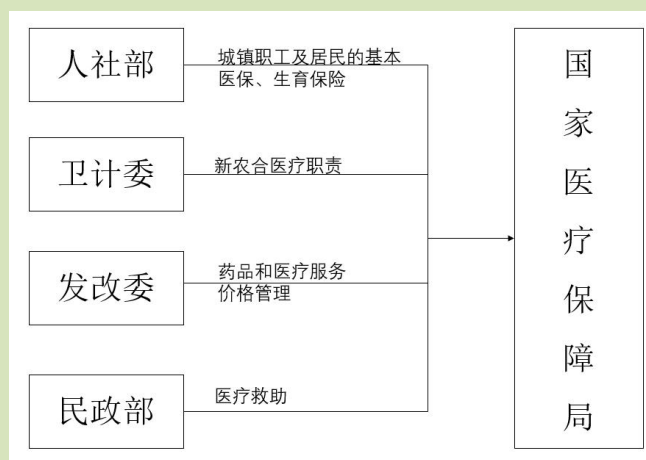
据中共中央 2018 年 3 月 21 日印发的《深化党和国家机构改革方案》，国家市场监督管理总局成立，并于其下组建国家药品监督管理局，主要职责是负责药品、化妆品、医疗器械的注册并实施监督管理。同时，药品市场监管实行分级管理，药品监管机构只设到省一级，药品经营销售等行为的监管，由市县市场监管部门统一承担。

整体看，此次机构改革对药品监管的影响有三方面：一是药品监管并入大市场，药品监管的专业性和相对独立性可能会受到一定冲击；二是新设的药品监管部门只涉及到省级部门，省级部门将聚焦对药品的生产环节监管，但如果省级药监局不能跟省以下市场监管局理顺关系，将对没有基层派出机构的省级药监局工作开展产生一定的影响；三是如果能够明确药品监管的重要地位，基层领域将由市场监管所统一监管，基层药品监管的覆盖面和执法力度应该会有所增加，特别是药品的零售、使用环节。

2. 新组建国家医疗保障局

2018 年 3 月 5 日，我国新组建国家医疗保障局，相关职责划分如下图所示。同时征收医保、生育保险费用的职责由税务部门负责。

图 1 国家医疗保障局职责划分



资料来源：公开信息，联合评级整理

整体看，新组建国家医疗保障局从根本上改变了医保管理体制多头管理、职能分散的弊端，为实现全民医保体制奠定了基础，对药品监管的影响主要体现在医保控费。在医保局的职责设置中，最突出的一项职责是整合国家发改委的药品和医疗服务价格管理权，其目的在于解决医药流通环节的积弊，促进医疗服务规范化。

可以预期，未来国家医疗保障局在药品及医疗服务的招标采购上将具有价格谈判的主导权，这一定价主导权对严格控制医疗机构不合理的医疗费用支出将发挥重大作用，有利于实行医疗控费管理，从而确保医保基金安全、健康运行。在药品监管方面，由于国家医疗保障局拥有药品价格管理权，预计可以从源头上控制费用，之前不负责任的药品、耗材等定价现象将会大为缓解。

二、化学制药企业财务状况分析

2017年，医药产业发展态势整体向好主营业务收入、对外贸易总额、利润总额保持较快增速，主营业务收入更是恢复至两位数增长。2017年，规模以上医药企业主营业务收入29,826.0亿元，同比增长12.2%，增速较上年提高2.3个百分点，恢复至两位数增长；实现利润总额3,519.7亿元，同比增长16.6%，增速提高1.0个百分点。2017年，化学制剂制造实现主营业务收入8,340.6亿元，同比增长12.9%，增速较上年提高2.06个百分点，实现利润总额1,170.3亿元，同比增长22.1%，增速较上年提高5.29个百分点；化学原料药实现主营业务收入4,991.7亿元，同比增长14.7%，增速较上年提高6.3个百分点，实现利润总额436.1亿元，同比增长13.7%，增速较上年提高下降12.15%。

1. 化学制药行业样本企业 2017 年整体财务运行情况

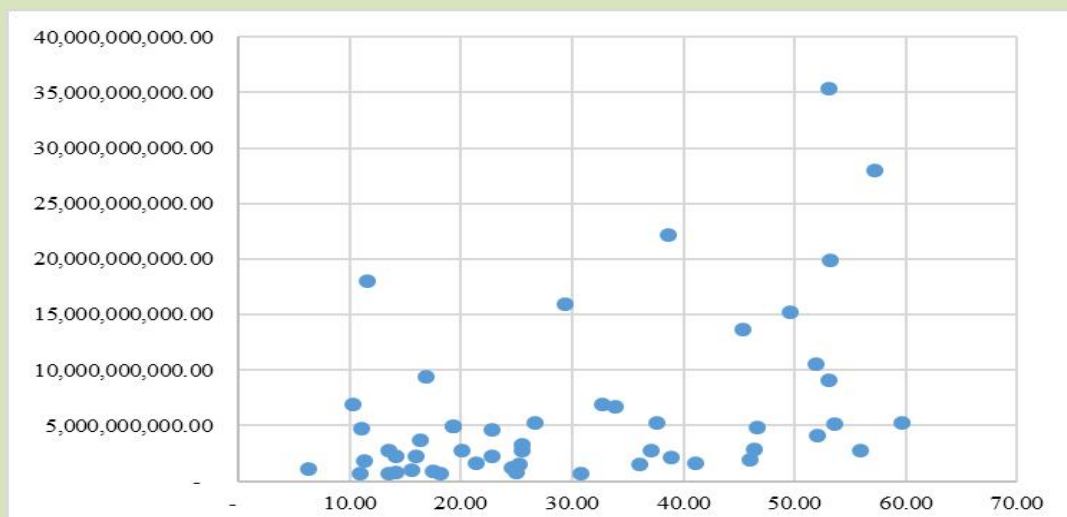
为方便研究，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）按照申银万国行业分类，将化学制药细分为化学制剂和化学原料药，其中化学制剂企业 52 家，化学原料药企业 35 家。本报告财务状况分析部分以申银万国行业分类中上市公司作为样本，进行比较与分析。

（1）化学制剂企业

截至 2017 年底，化学制剂样本企业总资产受益于并购以及项目投入规模扩大；整体负债水平保持较低水平，行业整体偿债能力较强。2017 年，样本企业收入及利润规模继续保持增长态势，行业盈利能力保持较高水平；收入实现质量较好。

截至 2017 年底，化学制剂样本企业总资产分布差异较大，从 6~350 多亿元不等，主要集中在 50 亿元以下，样本企业资产总额受益于行业并购以及在建项目影响大幅增长；资产负债率分布于 6~60%之间，其中 10~30%之间企业较多，中位值为 25.45%，较上年小幅下降。具体看来，人福医药以 354.06 亿元的总资产位居第一，资产负债率 53.10%，高于平均水平；资产负债率最高的为鲁抗医药，达 59.65%，其总资产为 52.02 亿元。总体看，化学制剂行业资产规模以 50 亿元以下为主，资产负债率整体不高。

图 2 截至 2017 年底化学制剂样本企业资产规模及资产负债率（单位：元）

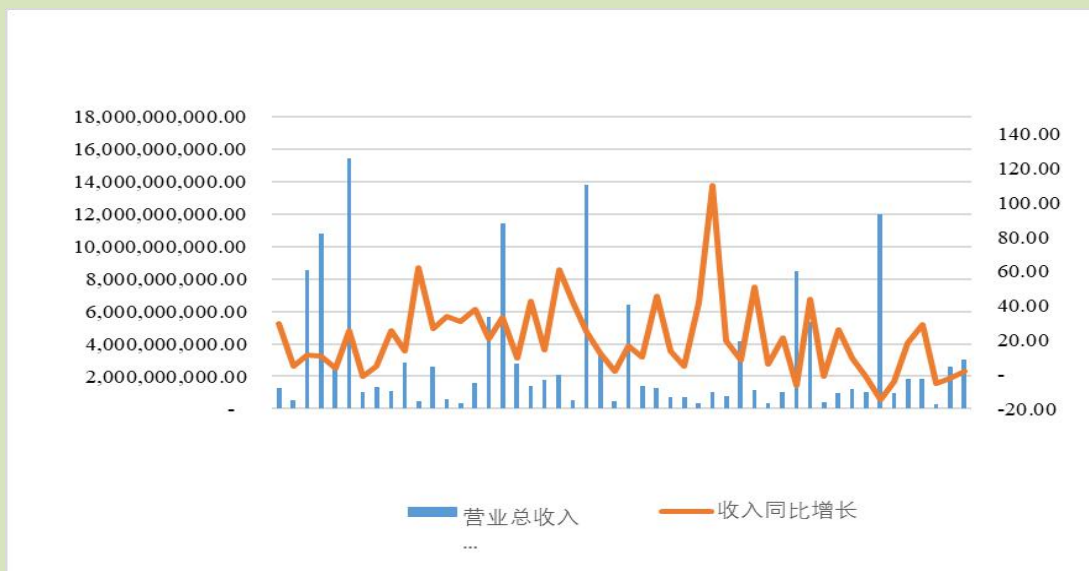


注：横轴为资产负债率，竖轴为资产

资料来源：Wind，联合评级整理

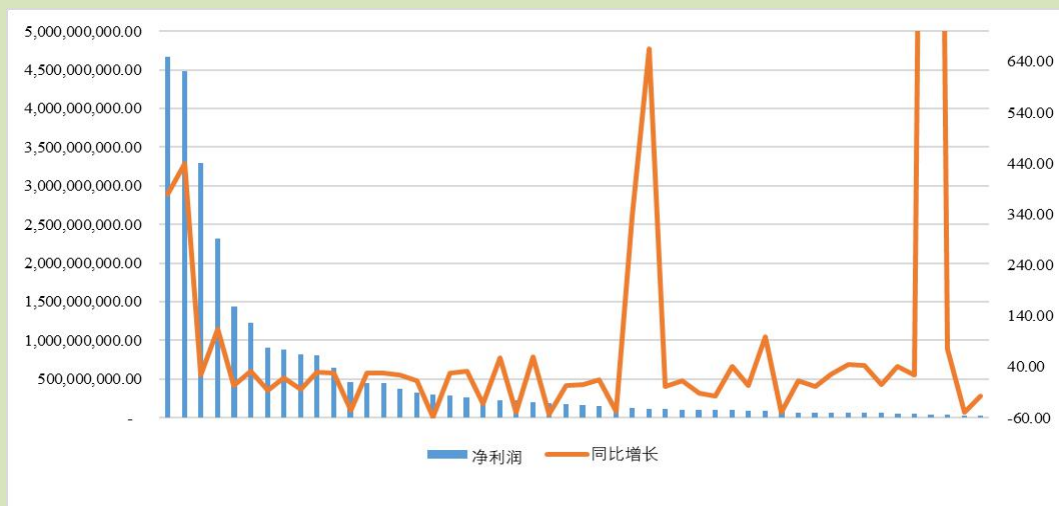
从收入和利润规模来看，2017 年，样本企业的营业收入规模从 3.00~154 亿元不等，其中大多数均实现增长，收入最高的为人福医药，样本企业营业收入平均增长约 17.81%，其中增长最快的是灵康药业，增长率到达 110.01%；样本企业净利润从 0.31~26.34 亿元不等，净利润最高的是健康元，样本企业净利润平均增长率为 118.70%，净利润下降的为誉衡药业、广生堂等 13 家企业。化学制剂样本企业受益于行业景气度回升，收入和净利润有所增长。

图 3 2017 年化学制剂样本企业营业收入及同比（单位：元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

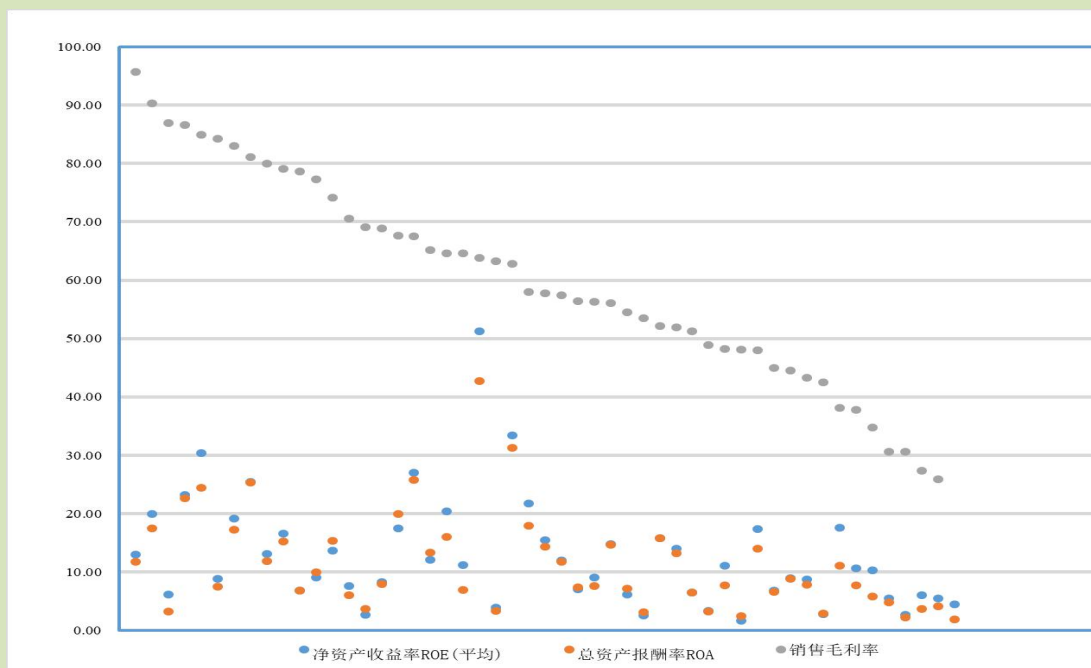
图 4 2017 年化学制剂样本企业净利润及同比（单位：元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

从主要盈利指标来看，化学制剂企业销售毛利率处于 25.88~95.74%，其中大多数较上年变动不大，中位值为 57.85%；样本企业总资产报酬率处于 2.25~42.76%，中位值为 8.37%，较上年下降 2.75 个百分点；样本企业净资产收益率处于 1.68~51.26%，中位值为 10.80%，较上年下降 2.58 个百分点。总体看，样本企业销售毛利率分布均匀，总资产收益率和净资产收益率以 20.00% 以下的居多，盈利能力小幅下滑，但仍保持较高水平，

图 5 截至 2017 年底化学制剂样本企业盈利指标（单位：%）

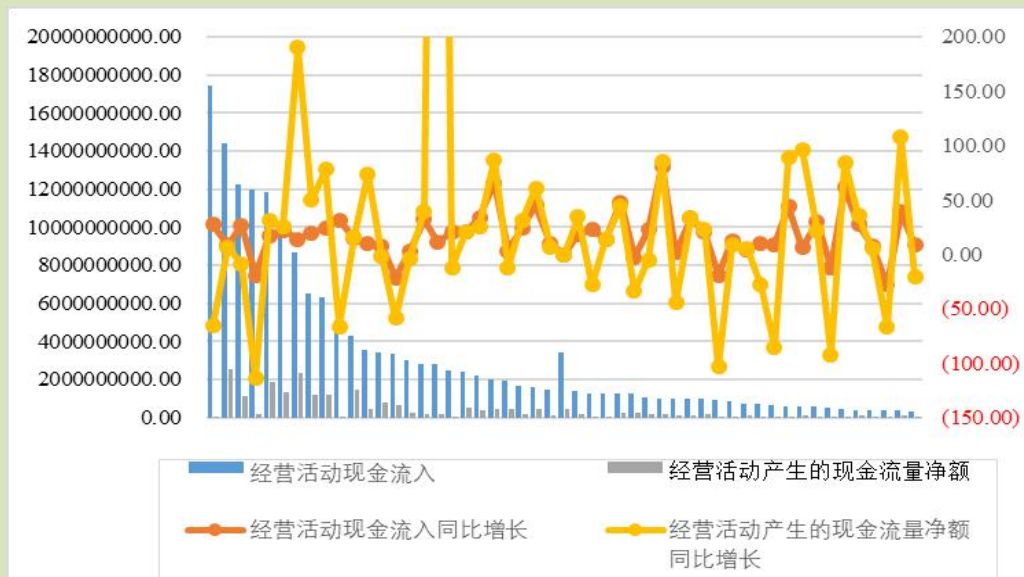


资料来源：Wind，联合评级整理

从现金流情况来看，样本企业经营活动现金流入处于 3.35~174.16 亿元，中位值为 14.43 亿元，

现金流入较上年改善；经营现金流量净额处于 0.36~25.47 亿元，中位值为 1.60 亿元，较上年小幅下降，样本企业均实现净流入，其中海欣股份、亚太药业和海南海药由上年净流出转为净流入，尤其是海南海药由净流出-0.18 亿元转为净流入 5.26 亿元，主要系原料药及中间体、头孢制剂系列产品销售额增长所致。

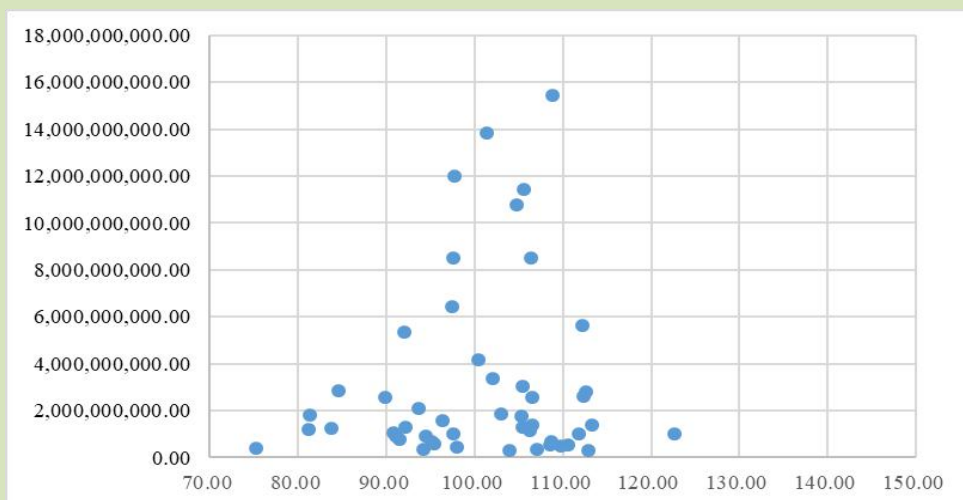
图 6 2017 年化学制剂样本企业经营活动现金流入、净额及变化（单位：元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

2017 年，样本企业收入实现质量较好，现金收入比处于 75.20~122.59%，中位值为 102.40%，较上年小幅下降，收入实现质量最差的为卫信康，现金收入比为 75.20%。此外，营业收入最高的人福医药现金收入比达 108.77%；营业收入最低的广生堂 112.92%，收入质量与收入规模并无比例关系，样本企业整体收入质量良好。

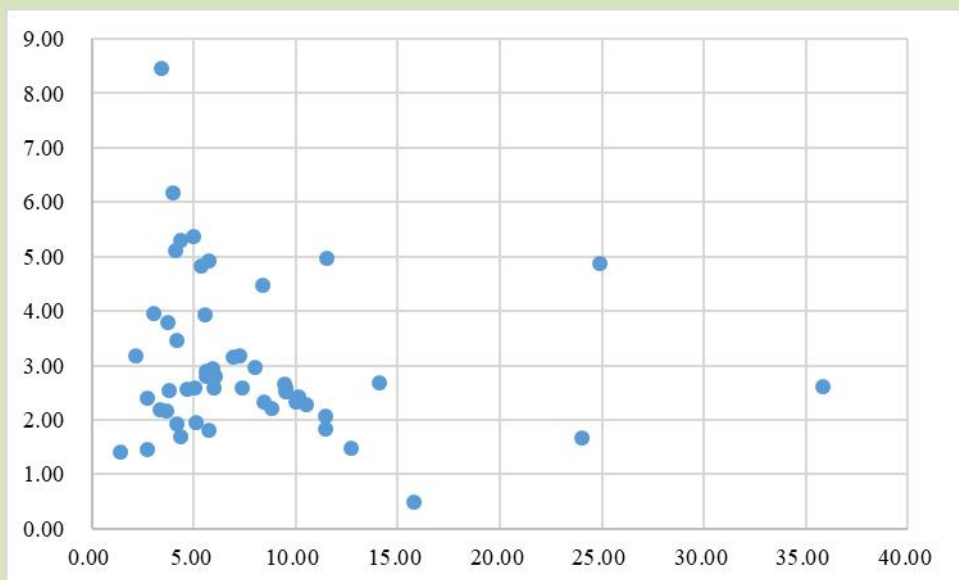
图 7 2017 年化学制剂样本企业营业收入及现金收入比（单位：元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

从经营效率看，2017 年，样本企业的应收账款周转率处于 1.37~35.83 次之间，中位值为 5.77 次，较上年小幅下降；样本企业存货周转率处于 0.50~8.46 次，中位值为 2.61 次，较上年小幅下降。总体看，样本企业经营效率较上年略有下降。

图 8 2017 年化学制剂样本企业经营效率（单位：次）

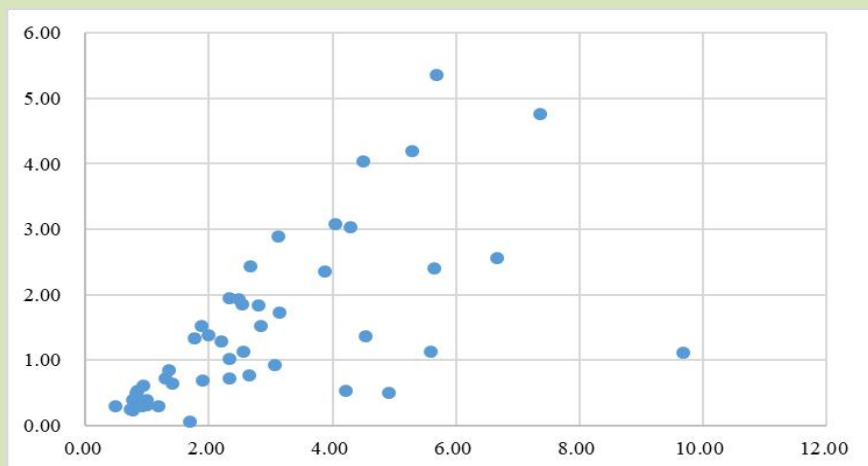


资料来源：Wind，联合评级整理

注：横轴为应收账款周转率，纵轴为存货周转率

从偿债能力指标来看，样本企业速动比率处于 0.48~9.69 倍，多数在 4 倍以下，中位值为 2.33 倍，较上年小幅增长；现金比率处于 0.06~5.36 倍，多数在 2 倍以下，中位值为 1.07 倍，较上年小幅增长，样本企业短期偿债能力整体较上年有所增强。样本企业 EBITDA 利息费用中位值为 4.65 倍，EBITDA 对利息费用的覆盖程度非常高；EBITDA 带息费用中位值为 0.96 倍，EBITDA 对带息债务的覆盖程度很高。整体看，化学制剂样本企业偿债能力较强。

图 9 截至 2017 年底化学制剂样本企业短期偿债能力指标（单位：倍）



资料来源：Wind，联合评级整理

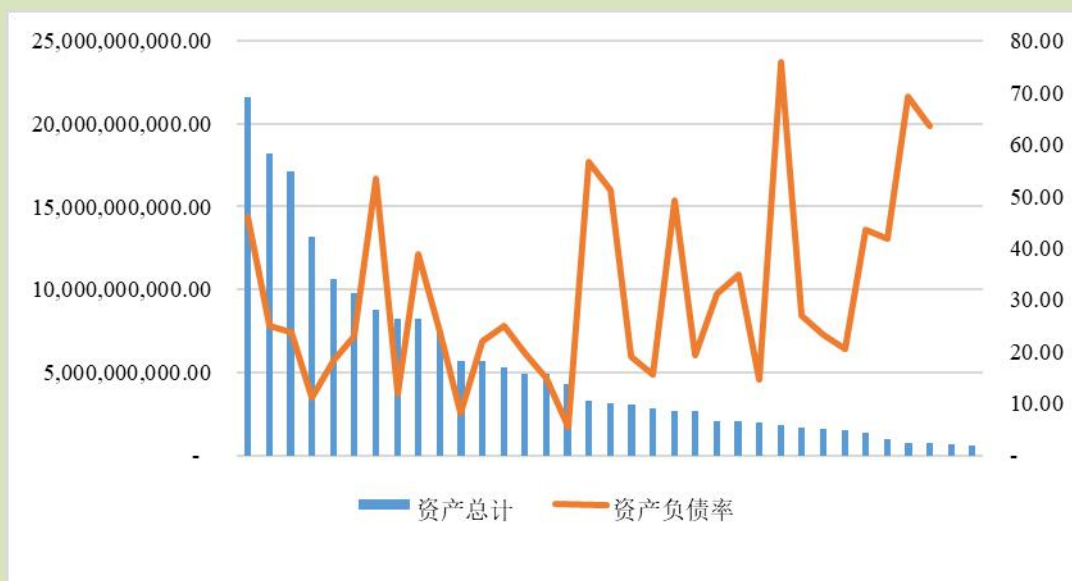
注：横轴为速动比率，纵轴为现金比率

（2）化学原料药企业

截至 2017 年底，化学原料药样本企业总资产较上年有所增长，整体负债水平保持较低水平，行业整体偿债能力较强。2017 年，样本企业收入及利润规模继续保持增长态势，行业盈利能力小幅下滑，收入实现质量良好。

截至 2017 年底，化学原料药样本企业总资产分布差异较大，从 5.67~216.36 亿元不等，主要集中在 50 亿元以下，中位值为 31.43 亿元，较上年有所增长；资产负债率分布于 5.39~75.95% 之间，其中 10~30% 之间企业较多，中位值为 23.84%，较上年有所下降。具体看来，海正药业以 216.36 亿元的总资产位居第一，资产负债率 45.98%，高于平均水平；资产负债率最高的为富祥股份，达 75.95%，其总资产为 17.89 亿元。总体看，化学原料药行业资产规模以 50 亿元以下为主，资产负债率整体不高。

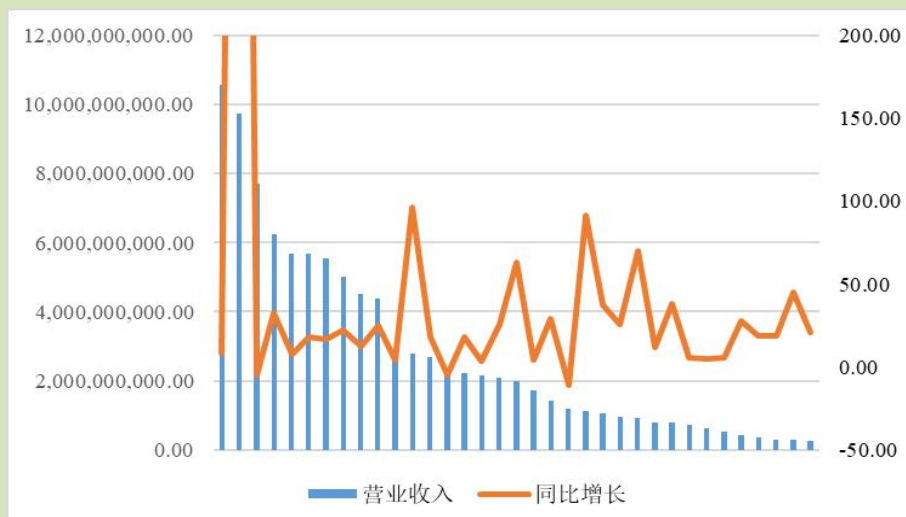
图 10 截至 2017 年底化学原料药样本企业资产规模及资产负债率（单位：元）



资料来源：Wind，联合评级整理

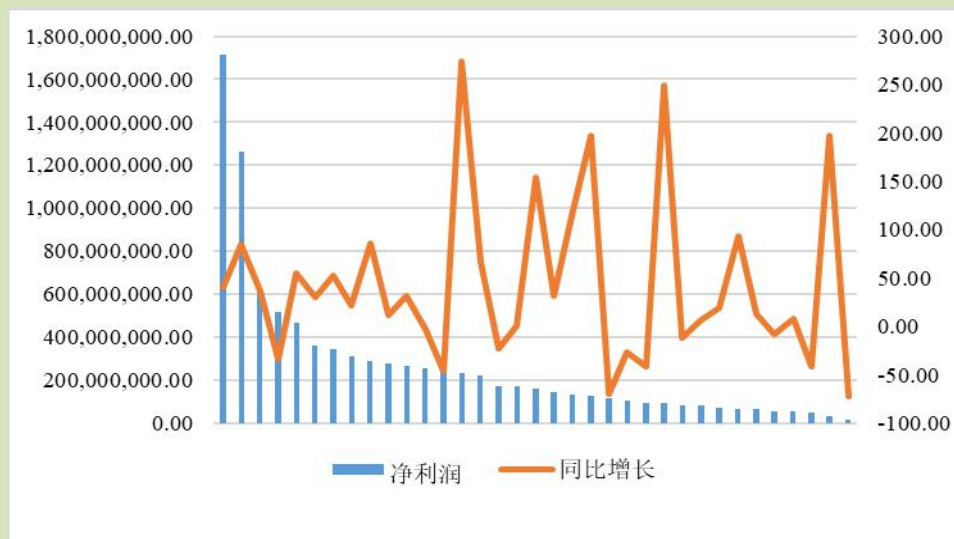
从收入和利润规模来看，2017 年，样本企业的营业收入规模从 2.40~105.72 亿元不等，其中大多数均实现增长，样本企业营业收入总额增长约 27.33%，其中增长最快的是冠福股份，增长率到达 997.36%，主要系冠福股份贸易业务大幅增长所致；样本企业净利润从 0.11~12.25 亿元不等，样本企业净利润总额增长率为 20.80%。化学原料药样本企业受益于行业景气度回升，收入和净利润均实现增长。

图 11 2017 年化学原料样本企业营业收入及同比（单位：元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

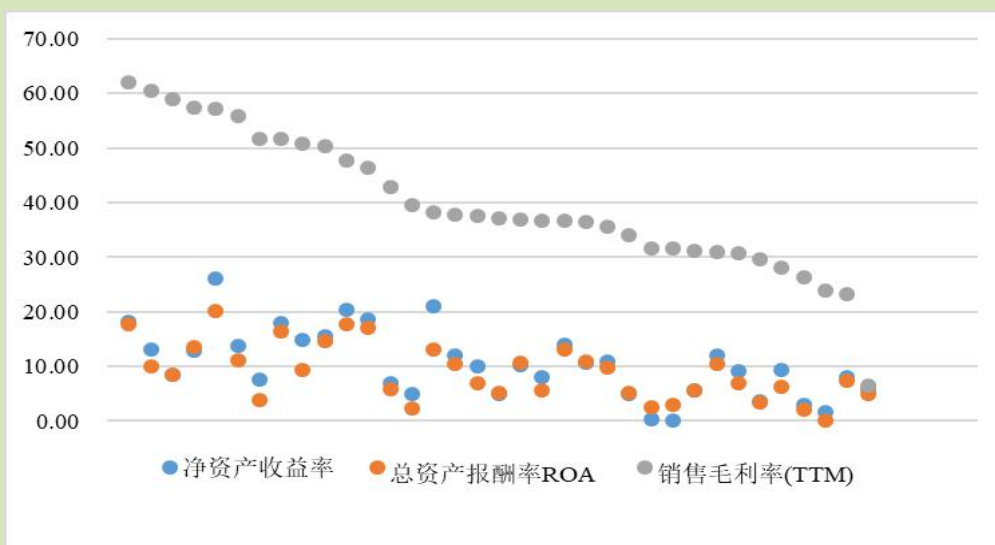
图 12 2017 年化学原料药样本企业净利润及同比（单位：元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

从主要盈利指标来看，化学原料药样本企业销售毛利率处于 6.58~62.12%，中位值为 37.17%，较上年小幅下降；样本企业总资产报酬率处于 0.03~20.12%之间，中位值为 8.46%，与上年基本持平；样本企业净资产收益率处于 0.20~26.12%之间，中位值为 9.97%，较上年小幅下降，主要系 2016 年原料药价格大幅上涨，当年利润大幅增加使得基数较高所致。总体看，样本企业销售毛利率分布均匀，总资产收益率和净资产收益率以 20.00%以下的居多，盈利能力小幅下滑。

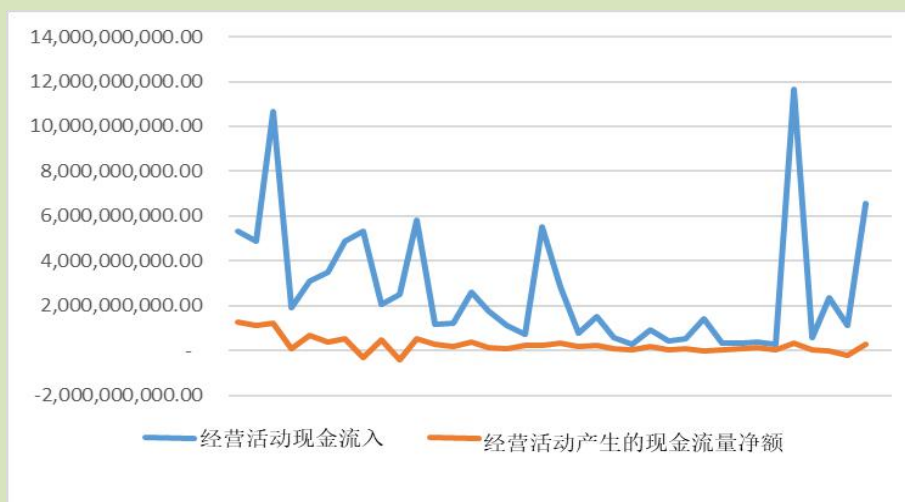
图 13 截至 2017 年底化学原料药样本企业盈利指标（单位：%）



资料来源：Wind，联合评级整理

从现金流情况来看，样本企业经营活动现金流入处于 2.89~116.54 亿元，中位值为 15.26 亿元，现金流入较上年改善；经营现金流量净额处于 -0.47~12.72 亿元，中位值为 1.79 亿元，较上年小幅下降，样本企业中仅 4 家为净流出。总体看，样本企业经营活动现金以净流入为主，经营活动现金流量状况良好。

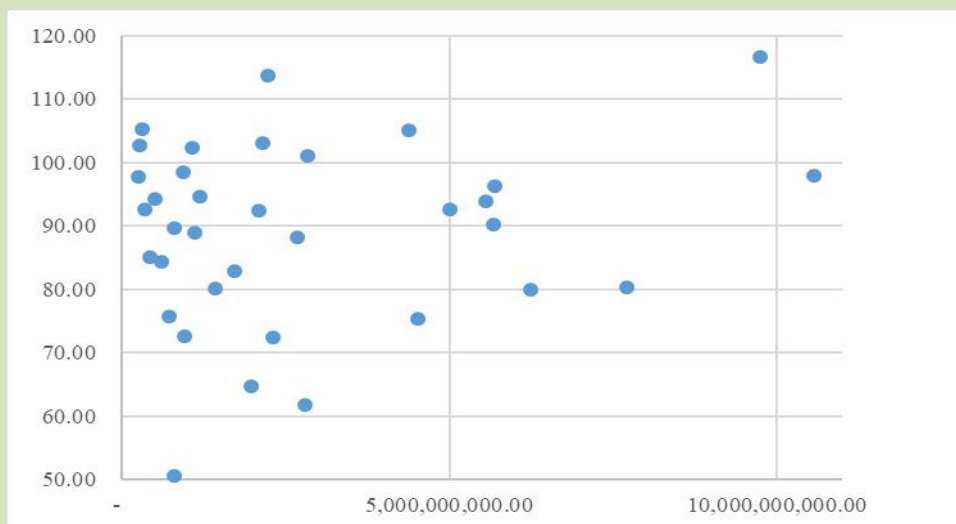
图 14 2017 年化学原料药样本企业经营活动现金流入及净额（单位：元）



资料来源：Wind，联合评级整理

2017 年，样本企业现金收入比处于 50.50~116.56% 之间，中位值为 92.34%，较上年小幅下降；此外，营业收入最高的海正药业现金收入比达 97.88%，营业收入最低的奥翔药业现金收入比为 97.65%，收入质量与收入规模并无比例关系，样本企业整体收入质量良好。

图 15 2017 年化学原料药样本企业营业收入及现金收入比（单位：元、%）

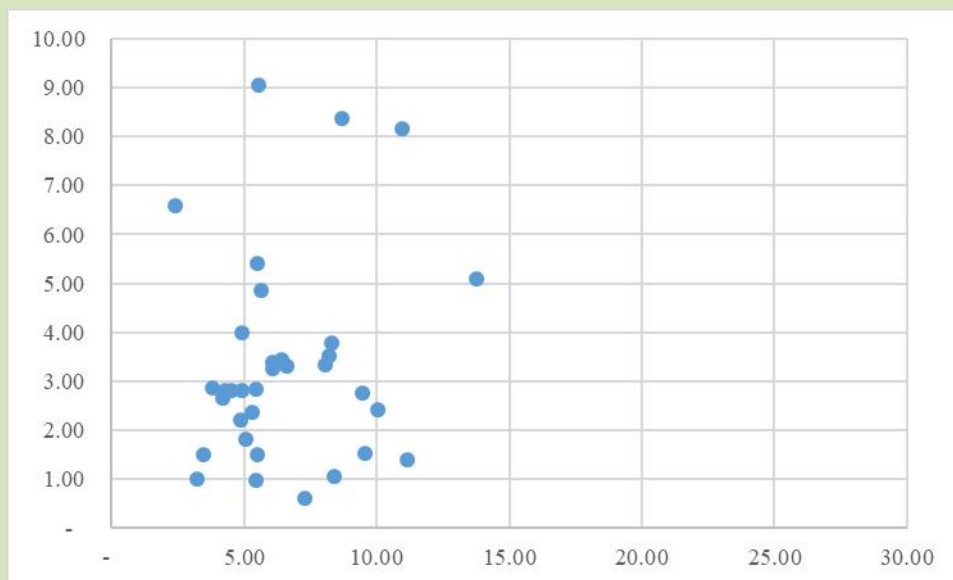


资料来源：Wind，联合评级整理

注：横轴为营业收入，纵轴为现金收入比

从经营效率看，2017 年，样本企业的应收账款周转率处于 2.40~24.51 次，中位值为 5.6 次，较上年小幅下降；样本企业存货周转率处于 0.61~18.04 次，中位值为 2.85 次，较上年小幅上升。总体看，样本企业经营效率较上年变动不大。

图 16 2017 年化学原料药样本企业经营效率（单位：次）



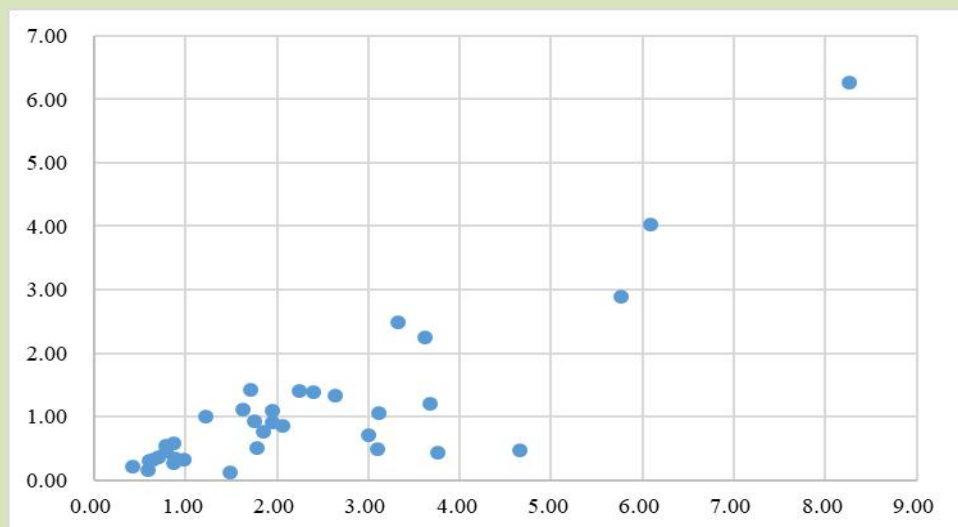
资料来源：Wind，联合评级整理

注：横轴为应收账款周转率，纵轴为存货周转率

从偿债能力指标来看，样本企业速动比率处于 0.42~8.26 倍，多数在 4 倍以下，中位值为 1.85 倍，较上年有所增长；现金比率处于 0.15~6.27 倍，多数在 2 倍以下，中位值为 0.76 倍，较上年小幅上升，样本企业短期偿债能力整体较上年有所增强。样本企业 EBITDA 利息费用中位值为 8.67 倍，EBITDA 对利息费用的覆盖程度非常高；样本企业 EBITDA 带息费用中位值为 0.81 倍，EBITDA

对带息债务的覆盖程度尚可。整体看，化学原料药样本企业偿债能力较强。

图 17 截至 2017 年底化学原料药样本企业短期偿债能力指标（单位：倍）



资料来源：Wind，联合评级整理

注：横轴为速动比率，纵轴为现金比率

2. 化学制药样本企业 2018 年一季度整体财务运行情况

（1）化学制剂企业

2018 年一季度化学制剂样本企业资产规模及资产负债率较为稳定，收入和利润有所扩大，现金流状况和收入实现质量有所改善，短期偿债能力稳定。

2018 年一季度，样本企业总资产较去年底小幅增长 3.00%，样本企业整体资产负债率中位值为 25.26%，与去年底基本持平。从收入、利润规模来看，2018 年一季度，样本企业的营业收入总额较上年同期增长 31.84%，净利润较上年同期增长 25.85%，保持良好的增长态势。从样本企业主要盈利指标来看，36 家样本企业的销售毛利率较上年有所提升，销售毛利率中位值有所上升，显示行业一季度盈利有所改善。

从现金流状况来看，2018 年一季度，48 家样本企业的经营活动现金流入较上年同期保持增长，32 家样本企业经营活动现金流量净额较上年同期保持增长，一季度样本企业现金流状况有所改善。从收入实现质量指标来看，26 家样本企业收入现金收入比较 2017 年有所上升，现金收入比中位值为 102.04%，较上年小幅上升，现金收入质量有所改善。

从短期偿债能力指标来看，样本企业该流动比率和速动比率中位值有所下滑，但整体比较稳定。

（2）化学原料药企业

2018 年一季度化学原料药样本企业资产规模及资产负债率较为稳定，收入和利润受益于环保政策趋严，短期供货紧张引发价格上涨等因素大幅增长，现金流状况和收入实现质量有所下降，短期偿债能力稳定。

2018 年一季度，样本企业总资产较去年底小幅 2.97%，样本企业整体资产负债率中位值为 24.48%，与去年底基本持平。从收入、利润规模来看，2018 年一季度，样本企业的营业收入总额较上年同期增长 35.42%，净利润较上年同期增长 145.83%，主要系受益于环保政策趋严，短期供

货紧张引发价格上涨，同时由于新进入者的进入周期变长和政策壁垒变高所致。从样本企业主要盈利指标来看，23 家样本企业的销售毛利率较上年有所提升，销售毛利率中位值为 40.80%，较 2017 年有所提升，显示行业一季度盈利继续改善。

从现金流状况来看，2018 年一季度，样本企业的经营活动现金流入较上年同期保持增长，仅 4 家现金流入较上年同期下降；19 家样本企业经营活动现金流量净额较上年同期保持增长，中位值为 0.24 亿元，较上年同期小幅增长，一季度样本企业现金流状况有所改善。从收入实现质量指标来看，仅 14 家样本企业收入现金收入比较 2017 年有所上升，现金收入比中位值为 89.28%，较 2017 年有所下降，现金收入质量有所下降。

从短期偿债能力指标来看，样本企业该流动比率和速动比率中位值有所下滑，但整体还是比较稳定。

三、化学制药行业债券市场跟踪

2018 年 1~3 月，化学制药行业整体运行情况良好，未发生违约、行业内企业级别下调等情况；2018 年 4~6 月化学制药行业即将到期债券合计 1 笔，规模为 5.00 亿元。

1. 2018 年 1~3 月一级市场化学制药企业新发债券情况

表 1 2018 年 1~3 月一级市场化学制药企业新发债券情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	发行日期	到期日期	发行总额	利率	期限	主体评级	债券评级	增信情况
18 当代 01	2018-03-14	2021-03-16	5.00	7.00	3	AA+	AA+	-
18 东阳光 SCP001	2018-01-22	2018-10-21	5.00	6.43	0.74	AA+	-	-
18 东阳光 SCP002	2018-03-15	2018-09-15	10.00	6.78	0.49	AA+	-	-
18 辅仁药业 PPN001	2018-01-09	2021-01-10	2.00	7.30	3	AA+	-	-
18 辅仁药业 PPN002	2018-02-08	2019-02-09	2.00	7.10	1	AA+	-	-
18 汉当科 MTN001	2018-03-19	2021-03-21	5.00	7.30	3	AA+	AA+	-
18 华药 01	2018-03-20	2023-03-22	0.80	6.80	5	AA	AA	-
18 科伦 01	2018-03-23	2020-03-26	4.00	5.84	2	AA+	AA+	-
18 科伦 MTN001	2018-01-24	2021-01-26	5.00	6.20	3	AA+	AA+	-
18 科伦 SCP001	2018-01-10	2018-10-09	8.00	5.50	0.74	AA+	-	-
18 科伦 SCP002	2018-02-07	2018-11-06	7.00	5.65	0.74	AA+	-	-
18 科伦 SCP003	2018-03-06	2018-12-02	6.00	5.50	0.74	AA+	-	-
18 科伦 SCP004	2018-03-28	2018-09-25	4.00	5.32	0.49	AA+	-	-
18 人福医药 CP001	2018-01-18	2019-01-22	10.00	5.49	1	AA+	A-1	-
合计	-	-	73.80	-	-	-	-	-

资料来源：Wind，联合评级整理

整体看，2018 年 1~3 月，化学制药企业发债合计 14 笔，涉及规模共计 73.80 亿元。主体级别集中在 AA+，只有“18 华药 01”的主体评级为 AA。

2. 2018 年 1~3 月二级市场化学制药企业信用评级变动情况

本期间无化学制药企业主体及债项信用评级变动情况。

3. 2018 年 1~3 月化学制药企业到期债券基本情况

本期间无化学制药企业到期债券。

4. 2018 年 4~6 月化学制药行业将到期债券基本情况

表 2 2018 年 4~6 月化学制药企业到期债券情况 (单位: 亿元、年、%)

证券简称	发行人中文名称	到期日期	最新余额	票面利率	债券期限	最新债项评级	最新主体评级	最新评级展望
17 科伦 SCP007	四川科伦药业股份有限公司	2018-05-23	5.00	5.63	0.49	-	AA+	稳定

资料来源: Wind, 联合评级整理

2018 年 4~6 月, 化学制药行业到期债券合计 1 笔, 涉及规模共计 5.00 亿元。

四、2018 年二季度化学制药行业展望

从行业规模来看, 受益于下游用药需求增长, 化药行业整体规模将保持增长态势; **从行业集中度来看**, 随着龙头企业借助资本力量积极进行业务扩张, 以及一致性评价的逐步完成, 行业集中度将继续提升, 研发能力强、产品线结构布局合理的全国及区域性龙头企业市场占有率将进一步提高; **从企业经营业绩看**, 受益于产能结构性改革、一致性评价、审批加快及环保政策趋严带来的价格上涨, 行业整体收入及利润预计将有所增长, 整体毛利率有望继续提升; **从企业财务状况来看**, 随着行业集中度的提升, 行业内的全国或区域性龙头的企业的资产和权益规模将继续提升, 行业内企业规模差距可能进一步加大, 整体偿债能力预计将稳定中有所分化; **从企业信用水平来看**, 随着行业集中度的提升, 行业内具有规模优势、研发优势的龙头企业的信用水平有望提升, 行业内企业信用水平分化可能进一步加速。

研究报告声明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合评级在自身所知情范围内，与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合评级对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本研究报告版权为联合评级所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合信用评级有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合评级将保留向其追究法律责任的权利。