

云南白药集团股份有限公司

及其承继的 12 白药债与 16 白药 01

# 不定期跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪债评(2019)010011】

**评级对象:** 云南白药集团股份有限公司及其承继的 12 白药债与 16 白药 01

	12 白药债	16 白药 01
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
<b>本次跟踪:</b>	AAA/稳定/AAA/2019 年 1 月 4 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 1 月 4 日
<b>前次跟踪:</b>	AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 26 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 26 日
<b>首次评级:</b>	AA+/稳定/AA+/2011 年 11 月 2 日	AAA/稳定/AAA/2015 年 11 月 19 日

### 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-7 月
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	16.06	20.46	—	—
刚性债务	19.78	29.28	—	—
所有者权益	67.25	68.88	—	—
经营性现金净流入量	21.32	28.44	—	—
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	192.91	245.87	554.81	543.30
总负债	57.63	87.43	179.67	152.56
刚性债务	16.85	30.25	51.96	48.51
所有者权益	135.28	158.44	375.14	390.75
营业收入	207.38	224.11	244.99	161.04
净利润	27.56	29.31	28.60	24.96
经营性现金净流入量	21.80	29.85	—	—
EBITDA	34.20	36.41	36.22	—
资产负债率[%]	29.87	35.56	32.38	28.08
权益资本与刚性债务 比率[%]	802.95	523.82	722.05	805.43
流动比率[%]	361.49	327.68	400.77	375.78
现金比率[%]	198.83	137.18	199.41	223.88
利息保障倍数[倍]	41.81	28.20	27.29	—
净资产收益率[%]	22.20	19.96	10.72	—
经营性现金净流入量 与流动负债比率[%]	40.33	41.15	—	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	22.53	-13.82	—	—
EBITDA/利息支出[倍]	43.40	29.15	28.33	—
EBITDA/刚性债务[倍]	2.07	1.55	0.88	—

注:根据云南白药经审计的 2015~2016 年度审计报告,云南白药审阅报告的 2017 年度及 2018 年 1-7 月合并资产负债表及合并利润表整理、计算。

### 分析师

熊桦 xh@shxsj.com  
贾飞宇 jfy@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
<http://www.shxsj.com>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对云南白药集团股份有限公司(简称云南白药、发行人、该公司或公司)及其承继的 12 白药债与 16 白药 01 的不定期跟踪评级,反映了上述两期债券的偿债主体变更后,还本付息安全性仍极高。云南白药在行业前景、品牌及产品组合、销售渠道及财务状况等方面具备着较强优势,同时在原材料价格波动、市场竞争、账款回收、理财投资及经营环节现金流稳定性等方面面临着一定的风险或压力。

#### 主要优势:

- **行业发展前景持续向好。**受经济持续快速发展和新医改等因素驱动,我国医疗保障水平稳步提高,医药制造业发展前景向好;同时国家推进行业集中度提高的政策导向亦有利于业内优势企业得到较好发展。
- **品牌及产品组合优势。**云南白药经营规模及产品竞争力居于我国中医药企业前列,品牌知名度和独家传统白药产品优势显著,在多个细分领域保持了较高的市场份额。
- **销售渠道优势。**在医药流通业务方面,云南白药是云南省医药商业龙头企业,在省内药品批发和零售领域的市场占有率居首。
- **财务状况较好。**云南白药经营业绩良好,目前公司货币资金存量充裕,可为即期债务偿付提供较强保障。

#### 主要风险:

- **原材料价格波动风险。**云南白药主营产品的原材料价格波动较大,公司面临较大成本控制压力,而且国家药品不断降价的趋势使得其盈利能力受到一定挑战。
- **市场竞争压力。**云南白药医药产品面临招标压

力；透皮类和日化类产品的替代品较多，市场竞争较为激烈。

- 账款回收风险。云南白药医药流通业务资金占用规模较大，应收账款余额持续增长；且公司往来款等其他应收款部分账龄相对较长，存在较大的减值风险。
- 理财投资风险。云南白药的理财集中于银行理财及国债逆回购等，投资规模相对较大，相关投资存在一定风险。
- 经营环节现金流稳定性欠佳。云南白药大量采用票据进行结算，且受票据贴现、背书等情况影响，经营环节现金流呈净流出状态，其稳定性欠佳。
- 或有负债风险。截至 2018 年 7 月 31 日，云南白药及其子公司对外担保 15.00 亿元，占期末净资产的 3.84%，存在一定或有负债风险。

#### 评级关注：

- 吸并交易实施相关的风险。本次吸收合并相关事项的生效和完成尚待取得云南白药股东大会的批准，及中国证监会对本次交易予以核准。且本次吸收合并与白药控股定向减资交易互为条件，若其中任何一项交易因任何原因终止或不能实施，则另一项交易将终止实施。本评级机构将持续关注本次吸并事项的审批情况和实施进展。

#### ➤ 未来展望

通过对云南白药及其承继的上述两期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为 12 白药债与 16 白药 01 偿债主体变更后，还本付息安全性仍极高，并维持上述两期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 云南白药集团股份有限公司

### 及其承继的 12 白药债与 16 白药 01

# 不定期跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

经国家发展与改革委员会“发改财金[2012]513号”文核准，云南白药控股有限公司（以下简称“白药控股”）获准发行面值总额不超过 11 亿元的 2012 年云南白药控股有限公司公司债券。2012 年 3 月 30 日，白药控股成功发行了 2012 年云南白药控股有限公司公司债券（债券简称“12 白药债”），本期债券为 7 年期，附第 5 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。截至目前，本期债券尚在存续期内。

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2016]61号”文核准，白药控股获准面向合格投资者公开发行面值总额不超过 20 亿元的公司债券，其中首期发行规模为 12 亿元。2016 年 1 月 19 日，白药控股成功发行了云南白药控股有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称“16 白药 01”、债券代码“112318”），本期债券为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。截至目前，本期债券尚在存续期内。

白药控股于 2018 年 9 月 9 日披露了筹划整体上市相关工作的公告，拟由子公司云南白药集团股份有限公司（以下简称“云南白药”）对其进行吸收合并。2018 年 10 月 31 日，经云南白药第八届董事会 2018 年第六次会议及第八届监事会 2018 年第五次会议，会议审议通过了《关于云南白药集团股份有限公司吸收合并云南白药控股有限公司的方案议案》等决议，明确了云南白药吸收合并白药控股暨关联交易方案的相关细节。

白药控股于 2018 年 12 月 10 日召开了 2018 年度第八次临时股东会会议，审议通过了定向减资及吸收合并的相关议案。子公司云南白药于 2018 年 12 月 11 日召开了第八届董事会 2018 年第七次会议，审议通过了吸收合并的相关议案。云南白药于 2018 年 12 月 13 日披露了《云南白药集团股份有限公司吸收合并云南白药控股有限公司暨关联交易报告书（草案）》（以下简称“吸并交易草案”）。

根据披露的吸并交易草案，本次交易由白药控股定向减资和吸收合并两个部分组成：（1）为了实现本次交易完成后，云南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“云南省国资委”）与新华都实业集团股份有限公司（以下简称“新华都”）及其一致行动人所持有上市公司的股份数量一致，白药控股定向回购新华都持有的白药控股部分股权并在白药控股层面进行减资。（2）

云南白药通过向控股股东白药控股的三家股东云南省国资委、新华都及江苏鱼跃科技发展有限公司（以下简称“江苏鱼跃”）发行股份的方式对白药控股实施吸收合并。云南白药为吸收合并方，白药控股为被吸收合并方。本次吸收合并完成后，云南白药为存续方，将承继及承接白药控股的全部资产、负债、合同及其他一切权利与义务，白药控股将注销法人资格，白药控股持有的上市公司股份将被注销，云南省国资委、新华都及江苏鱼跃将成为上市公司的股东。本次吸收合并与白药控股定向减资交易互为条件，若其中任何一项交易因任何原因终止或不能实施，则另一项交易将终止实施。

根据北京中同华资产评估有限公司出具的相关评估报告，本次交易以2018年7月31日为评估基准日，评估对象是白药控股全部权益价值。截至评估基准日，白药控股以资产基础法进行评估并作为最终评估值，净资产账面价值为203.76亿元，评估值544.83亿元，增值率167.39%。本次交易中，白药控股将按照上述评估结果实施定向减资，经交易各方协商一致，本次吸收合并的交易对价将以扣除白药控股定向减资影响后的评估值为基础确定，白药控股扣除定向减资影响后的评估值为510.28亿元。根据本次发行股份的价格计算，云南白药通过向交易对方合计发行共计6.68亿股A股股份支付本次吸收合并的全部对价，本次交易不涉及现金支付。本次交易前后，云南白药股东的持股情况如图表一所示：

**图表 1. 云南白药股东持股情况变化情况**

股东名称	本次交易前		本次交易后 (不考虑现金选择权)	
	持股数量(股)	持股比例	持股数量(股)	持股比例
白药控股	432,426,597	41.52%	—	—
云南省国资委	—	—	321,160,222	25.14%
新华都及其一致行动人	45,259,186	4.35%	321,160,222	25.14%
江苏鱼跃	—	—	71,368,938	5.59%
其他股东	563,713,935	54.13%	563,713,935	44.13%
<b>总股本</b>	<b>1,041,399,718</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,277,403,317</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：云南白药

本次交易的吸并交割日为白药控股的全部资产、负债、业务、合同及其他一切权利与义务转由云南白药享有及承担之日，初步定为本次吸收合并获得中国证监会核准后的第60日或云南白药与白药控股协商确定的其他日期。自吸并交割日起，白药控股的全部资产、负债、业务、合同及其他一切权利与义务将由云南白药享有和承担。白药控股同意将协助云南白药办理白药控股所有财产由白药控股转移至云南白药名下的变更手续。

截至本评级报告出具日，本次交易尚需履行的决策及审批程序包括：1、上市公司股东大会审议通过本次交易方案；2、中国证监会对本次交易予以核准。以上批准或核准均为本次交易的前提条件，能否通过批准或核准以及获得相关批准或核准的时间均存在不确定性。

自吸并交割日起，本期债券还本付息义务由云南白药履行。由于本期债

券偿债主体变更，本评级机构根据云南白药提供的《云南白药集团股份有限公司审阅报告》（以下简称“云南白药审阅报表”，众环阅字（2018）160002号）对交易完成后形成的云南白药（以下简称“该公司”或“公司”）的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了不定期跟踪评级。

截至本评级报告出具日，云南白药存续期内的债券情况如下表所示。

**图表 2. 云南白药尚未到期债券概况**

债项名称	原发行主体	发行金额 (亿元)	期限	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况	特殊条款
12 白药债	白药控股	11.00	7 年	5.60	2012 年 3 月	正常付息、尚未到期	附第 5 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。(投资者未选择回售权行权)
16 白药 01	白药控股	12.00	5 年	2.95	2016 年 1 月	正常付息、尚未到期	附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
14 白药 01	云南白药	9.00	7 年	5.08	2014 年 10 月	正常付息、尚未到期	附第 5 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
16 云白 01	云南白药	9.00	5 年	2.95	2016 年 4 月	正常付息、尚未到期	附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

资料来源：云南白药

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2018 年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推 CPI 走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济运行总体平稳，尽管受到外部贸易摩擦、内部强监管等因素的冲击，但有望在货币政策、财政政策、金融监管政策等宏观政策的协同合力下得到对冲。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推 CPI 走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升

将加大政府与企业的偿债压力，房地产和资本市场存在风险，特朗普的关税政策给全球贸易前景带来隐忧；欧盟经济复苏有所放缓，欧洲央行购债规模进一步缩减并计划于年底结束，英国央行再度加息，英国与欧盟在脱欧问题上的分歧能否达成一致以及联盟内部政治风险均是影响其复苏进程的重要因素；日本经济温和复苏，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，强势美元引发的货币贬值及资本外流压力明显上升；印度经济增长较快，因CPI快速回升印度央行年内再度加息；俄罗斯经济复苏势头有油价上涨支撑，受美国经济制裁影响或有所波动，卢布贬值迫使俄罗斯央行近四年来首度加息；巴西经济复苏缓慢，增长压力大，PMI下滑至收缩区间，消费者信心指数持续下降；南非经济处于衰退边缘，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

2018年第三季度，我国宏观经济运行总体平稳的同时，受外部贸易战及内部强监管等因素在短期内集中发酵影响而面临一定压力。国内CPI上涨有所加快但尚不构成通胀，就业形势仍较好。居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长；投资结构不断优化，基建疲弱导致固定资产投资增速下降至历史低位，基础设施领域补短板力度的逐步加大、制造业投资的持续改善以及房地产投资的较快增长将有望支撑整体投资企稳甚至回升；以人民币计价的进出口贸易增速有所回升但受中美贸易战影响将面临一定压力。工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级。房地产调控进一步趋严、市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国财政政策、货币政策及金融监管政策的协同性明显提升，逐步形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。积极财政政策取向更加积极，减税降费力度不断加大，财政支出聚力增效，在扩大内需及结构调整上发挥更大的作用；地方政府债发行加速并不断创新，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，年内数次定向降准，优化市场流动性结构，保证其合理充裕，积极支持实体经济发展；同时，央行坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，为结构性去杠杆提供了稳定的货币环境。宏观审慎政策不断健全完善，金融监管制度补齐同时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，金融体系抗风险及服务实体经济能力不断提升。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及稳中向好的经济发展前景长期内能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，外商投资环境更加公平便利，我国开放型经济新体制逐步健全同时对

全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好“三大攻坚战”，短期内虽然我国宏观经济因内外因素集中发酵面临一定压力，但在各类宏观政策协同合力对冲下有望继续保持稳中有进的态势。中美贸易战具有长期性和复杂性，将对我国出口增长形成一定扰动；但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

我国医药制造行业与人民群众健康生活密切相关，而且受人口老龄化、经济发展、城镇化进程、人均可支配收入以及自我保健意识等刚性需求推动不断发展，行业景气波动受宏观经济周期影响小，是典型的弱周期行业。

## **(2) 行业因素**

国内医药行业的刚性需求、城镇化进程和消费升级将推动制药行业持续稳定的发展。近年来，国家陆续出台了一系列促进医药产业发展的政策，政府医疗卫生投入亦持续加大，并扩大了基本医疗保险的受益面。医保覆盖面的扩大、支付水平的提升，有利于进一步释放医药需求并为制药企业发展带来新的机遇。但受到宏观经济下行及医药监管政策的影响，医药行业同时也面临着医保控费、药审制度趋严、药品招标降价等不利因素影响。

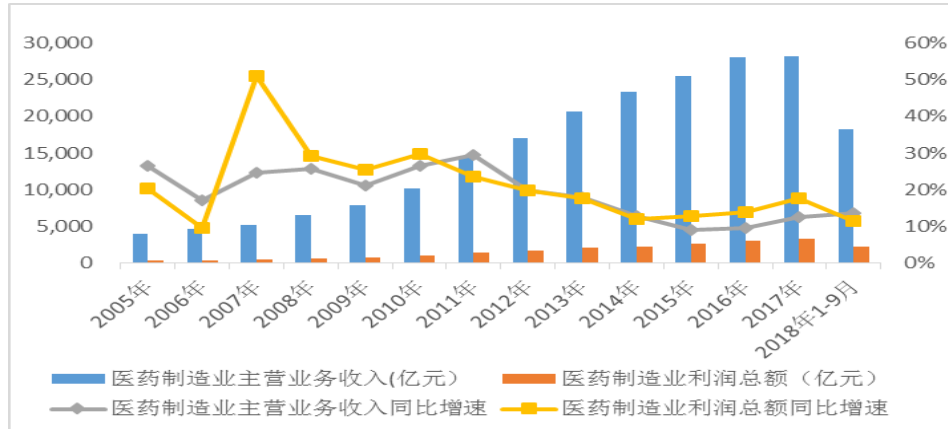
### **A. 医药制造行业**

我国经济不断发展，城镇化水平不断提高。据相关统计分析，城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，我国老龄化人口占比上升较快，研究表明医疗保健支出与年龄呈正相关性，老龄化趋势的不断提高同样促进医药需求。新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容刺激了抑制的医药需求，促进医药行业不断发展。近年来我国医药制造收入及利润总体呈持续增长趋势，但是其增速下降，呈现放缓状态。2011~2017年度，我国医药制造行业的主营业务收入从14,522.05亿元增至28,185.50亿元，年复合增长率为11.69%；利润总额从1,494.30亿元增至3,314.10亿元，年复合增长率为14.20%。2018年1~9月，我国医药制造行业实现销售收入18,203.70亿元，同比增长13.60%；利润总额2,305.90万



亿元，同比增长 11.50%。

**图表 3. 2008 年以来我国医药制造业销售收入及盈利情况（单位：万元、%）**



资料来源：Wind、新世纪评级整理

从未来发展趋势来看，人口老龄化、人均收入持续增长以及城镇化等因素保证了我国医药制造业刚性需求的稳步增长，加之医疗改革和国家政策的不断深化推进，医药行业发展前景仍保持良好。根据国务院办公厅 2013 年 9 月下发的《国务院加快发展养老服务业的若干意见》，2020 年我国 60 周岁以上老年人口预计将达到 2.43 亿，2025 年或将突破 3 亿。随着人口结构的老齡化，未来中国医药市场将持续扩容，刚性需求逐步上升。同时，目前我国农村居民医疗保健水平较低，远低于城镇居民的平均水平，而城镇化将促进其医疗、养老、社会保障等多方面与城市接轨，进而带动基层、县医院的发展，为医药消费带来巨大增量。

**图表 4. 2011 年以来我国医药制造业重要影响因素变化情况**

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
我国人口数 (亿人)	13.47	13.54	13.61	13.68	13.75	13.83	13.90
60 岁以上人口占比 (%)	13.74	14.33	14.89	15.55	16.10	16.70	17.30
城镇基本医疗保险参保人数 (亿人)	4.73	5.36	5.71	5.97	6.66	7.44	—
城镇基本医疗保险支出 (亿元)	4,431.37	5,543.62	6,801.03	8,133.59	9,312.11	10,767.09	—
城镇居民人均可支配收入 (万元)	2.18	2.46	2.70	2.88	3.12	3.36	3.64
医疗机构诊疗人次及入院人数 (亿人次)	62.71	68.88	73.14	76.02	76.93	79.30	66.10
卫生费用 (亿元)	24,345.91	28,119.00	31,668.95	35,312.40	40,974.64	46,344.88	—

数据来源：Wind、新世纪评级整理

近年来，我国不断出台质量及环保政策及规范，加强对医药行业的监管。医药质量方面，《国家药品安全十三五规划》和《仿制药质量一致性评价工作

方案（征求意见稿）<sup>1</sup>等行业政策要求不断提高了医药制造行业的准入门槛，有技术优势和规模优势的企业有更好的市场空间，但是医药制造企业的技改投入也增加了其运营成本。伴随着新版 GMP（2015）认证的收官，药品生产企业经历了一场洗牌。2017 年 2 月，国家食药监总局发布的《2016 年全国收回药品 GMP 证书情况统计表》数据显示，2016 年全国共有 162 家药企 170 张 GMP 证书被收回，较 2015 年的 140 家药企 144 张 GMP 证书被收回情况数量有所提升。环境保护方面，随着 2015 年 1 月 1 日新版《环境保护法》正式实施，对于存在环保风险的医药生产企业来说，必须要进行安装和升级环保设施设备，否则就会受到严厉的处罚。一系列医药质量控制政策的出台将进一步促进医药行业资源向优势企业集中，淘汰落后生产力；并且有利于调整医药经济结构，以促进产业升级。

多年以来，国家对于医药行业进行持续的治理整顿，大规模降低药价数十次，但药价虚高的问题仍十分突出，消费者的医疗负担仍较重。2014 年 5 月，国家发改委发布《发改委定价范围内的低价药品目录》，共涉及 533 个品种、1,154 个剂型。同时，明确了目录内的药品将取消政府制定的最高零售价，由生产者根据成本和市场供应自行制定销售价格。2015 年 5 月，国家发改委、国家卫生计生委等部门联合下发《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，其中指出从 2015 年 6 月 1 日起除麻醉药品和第一类精神药品外，国家取消药品政府定价，从完善药品采购机制、强化医保控费作用、强化医疗行为监督、强化价格行业监管等方面加强监管，发挥医保支付基准价的引导作用，由市场竞争形成药品实际成交价格，并使药品市场价格保持在合理水平。长期来看，取消药品政府定价后，受药品招标采购和医保控费机制的综合制约，大部分药品价格仍呈下降趋势，医药制造企业利润空间将受到挤压。

该公司主要从事中成药产品的生产和销售业务，销售上亿产品包括白药膏和白药气雾、云南白药胶囊、云南白药散剂、宫血宁胶囊等十多个产品品种，具有较好的市场竞争优势。但中成药市场进入门槛较低，行业内企业众多，公司药品产销业务仍将面临一定的市场竞争。公司医药制造业务发展面临的风险主要表现在：（1）政策变动风险；（2）原材料价格波动风险；（3）行业内竞争者众多，市场集中度不高，市场竞争风险等。

## **B. 医药流通行业**

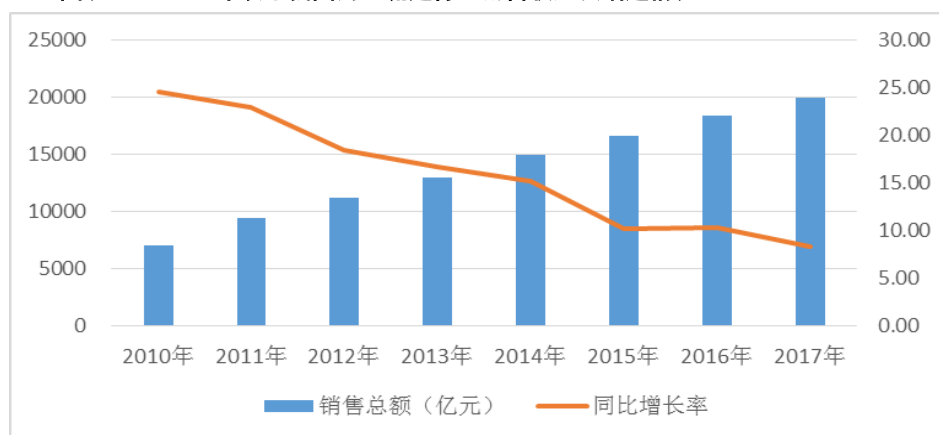
随着疾病谱变化、人口老龄化加速、人民群众生活水平提高以及保健意识增强，全社会对医药健康的需求将不断提升，我国药品市场销售规模持续扩大。但由于国家宏观经济增速放缓、医保控费日趋严格等因素影响，药品流通行业销售总额增速趋缓。此外，国家医药产业相关政策的实施、“医药分离”持续推进均会对药品流通行业发展产生一定影响。

<sup>1</sup> 2016 年 3 月 5 日，国务院办公厅发布了《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》（国办发[2016]8 号）提出仿制药必须和原研药具有相同的活性成分、剂型、给药途径和治疗作用，并要求 2007 年 10 月 1 日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在 2018 年底前完成一致性评价。

我国经济保持平稳发展，城镇化水平不断提高。依据相关统计分析，城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而有利于促进医药需求的增加。同时我国老龄化人口占比上升较快，60岁以上人口占比从2011年末的13.74%增至2017年末的17.30%，研究表明医疗保健支出与年龄呈正相关性，老龄化趋势的不断提高同样促进医药需求。新医疗体制改革中，国家加大医保投入、医保护容等均促进了医药行业不断发展。

药品流通行业是国家医疗卫生事业和健康产业的重要组成部分，主要包括药品批发业务和药品零售业务，两类业务占比约为4:1。近年来，我国药品流通市场需求活跃，行业购销稳步增长，但由于国家宏观经济增速放缓、医保控费日趋严格等因素影响，药品流通行业销售总额增速趋缓。根据商务部近期发布的《药品流通行业运行统计分析报告（2017年）》显示：2017年度，我国七大类医药商品销售总额20,016亿元，扣除不可比因素同比增长8.4%，增速同比下降2.0个百分点。其中，药品零售市场4,003亿元，扣除不可比因素同比增长9.0%，增速同比下降0.5个百分点。

**图表 5. 2010年以来我国药品流通行业销售收入及增速情况**



资料来源：Wind、新世纪评级整理

随着国际国内医药产业链合作逐步深入，“互联网+医疗健康”体系不断完善，供应链服务持续创新，人工智能快速发展，药品流通行业将迎来新的更大发展空间。同时，随着疾病谱变化、人口老龄化加速、人民群众生活水平提高以及保健意识增强，全社会对医药健康的需求将不断提升，药品市场销售规模将进一步扩大。预计2018年药品流通市场销售增速将有所回落，但销售规模在未来一段时期内仍保持稳步增长。

2015年5月，国务院办公厅先后发布了《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》及《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》，旨在推进公立医院医药分开的实现。2017年1月，国务院医改办同国家卫生计生委、食品药品监管总局、国家发展改革委、工业和信息化部、商务部、国家税务总局和国家中医药管理局等部门印发了《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》，“两票制”是指药品从生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票，目的是减少

药品流通环节，使中间加价透明化，进一步推动降低药品虚高价格。

由于药品流通行业进入壁垒低、竞争激烈和毛利率低的特点，规模成为重要的竞争优势，大规模的配送网络和资金实力能够降低运营成本并增加客户粘性。当前，随着新医改政策的全面推行，药品流通行业竞争压力进一步加大。“两票制”政策实施迫使末端分销企业短期内直接向药品生产企业采购，造成大型分销企业对中小分销企业销售下降；医保控费、药占比限制等政策实施推动药品招标价格和用量持续下降，造成分销企业对医疗终端销售下降；加上大型企业销售渠道整合及业态结构调整尚未完成，最终导致其销售增速放缓。在此背景下，大型药品批发企业也在通过兼并重组的外延式增长和积极开发终端市场的内生式增长方式，不断增强自身分销业务能力。

随着国家各项医改政策的相继发布实施，药品流通行业将进入结构调整期。未来几年内，在政策驱动下药品流通市场竞争将更加激烈，两极分化日益明显。全国性药品流通企业跨区域并购将进一步加快，区域性药品流通企业也将加速自身发展；规模小、渠道单一的药品流通企业将难以为继，行业集中度将进一步提高。“两票制”的推行将有助于规范医药流通行业秩序，对提升行业集中度有积极作用，大型医药流通企业有望受益。

该公司为云南省医药商业流通领域的龙头企业，竞争力较强，在云南省及周边地区的医药流通市场具有区域垄断优势，为其业务规模持续扩大奠定了良好基础。药品流通行业风险主要来自：（1）医改政策陆续出台对药品流通企业经营形成挑战；（2）由于药品关系到国计民生，行业内企业面临持续的合规经营与药品质量管理风险；（3）作为资金密集型的药品流通行业，企业面临一定的资金流动性风险；（4）医药物流市场竞争明显加剧。

## 2. 业务运营

**该公司在我国中医药行业地位突出，在细分领域有较强竞争力。医药工业依托传统白药优势稳步增长，通过整合形成四大板块，积极发展健康产品及中药资源业务；医药商业在区域市场占有较高份额，能对公司药品销售形成支撑。公司依托产品竞争优势及商业渠道优势，营收规模持续增长，经营效益向好。**

本次交易前，云南白药专注于药品生产制造、新药研发、药品流通服务、中药资源开发、营养保健、健康护理等业务领域，公司以事业部的形式，按照产品系列及服务划分为药品、健康产品、中药资源和医药商业四大业务板块。本次交易完成后，云南白药将承继白药控股的全部资产、负债、合同及其他一切权利与义务。白药控股为投资持股型公司，除了通过云南白药开展上述相关业务外，同时通过云南白药天颐茶品有限公司（以下简称“天颐茶品”）、云南白药大理置业有限公司（以下简称“大理置业”）、深圳聚容商业保理有限公司（以下简称“深圳聚容”）和上海信厚资产管理有限公司（以下简称“上海信厚”）等相关子公司布局茶叶、健康养生、商业保理和股权投资等产业，围绕“大健康”产业开展相关业务。

本次交易前，白药控股为云南白药的控股股东，主要通过云南白药开展医药业务，其他业务经营规模相对较小，对其盈利水平影响有限。本次交易完成后，云南白药将作为产业并购、整合的唯一平台，从根本上解决白药控股与云南白药之间未来可能出现的同业竞争风险，有利于缩减管理层级、提高运营效率。整体而言，本次交易不会对偿债主体的主营业务带来重大影响。

### (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	交易完成前			交易完成后	
	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2017 年度	2018 年 1~7 月
营业收入合计（亿元）	207.38	224.11	243.15	244.99	161.04
其中：工业销售	91.80	90.80	99.62	100.34	59.56
商业销售	115.27	132.76	142.84	142.88	99.71
技术服务和种植业务	0.04	0.06	0.03	0.01	0.01
保理业务	—	—	—	0.91	0.54
旅店饮食业	—	—	—	0.02	0.00
其他业务	0.27	0.48	0.66	0.83	1.22
毛利率（%）	30.53	29.86	31.19	31.52	29.77
其中：工业销售	60.83	62.10	65.61	65.50	64.66
商业销售	6.36	7.84	7.29	7.30	7.78
技术服务和种植业务	7.36	23.34	28.00	11.79	19.99
保理业务	—	—	—	96.41	99.34
旅店饮食业	—	—	—	-67.48	-394.55

数据来源：根据云南白药提供的资料整理

该公司医药业务在整体规模和竞争实力方面居我国中医药制造行业前列，核心产品成长潜力较大。公司通过投资整合和战略布局，已经发展成为一家以医药工业和医药商业为核心业务的企业集团，并形成传统白药类产品、透皮类产品、日化品等多系列多品种的产品梯队。

从收入和利润构成来看，医药商业和医药工业分别是该公司第一和第二大收入来源，近年来占营业收入的比重合计约为 99%；其中毛利率较高的医药工业是公司毛利的主要来源，占营业毛利的 85% 以上。近年来，公司业务板块整合效果逐步显现，实现了业绩的平稳增长。根据云南白药审阅报表，2017 年度，公司实现营业收入 244.99 亿元，其中工业销售<sup>2</sup>收入 100.34 亿元，同比增长 9.70%；商业销售收入 142.88 亿元，同比增长 7.62%。

#### A. 医药工业

该公司医药工业板块主要分为药品板块、中药资源板块和健康产品板块。其中，药品板块由药品事业部负责具体运营，目前公司拥有药品 16 个剂型 370 余个产品品种，以云南白药系列（如云南白药气雾剂、云南白药膏、云

<sup>2</sup> 该公司工业销售收入主要来自药品板块、健康板块和中药资源板块；商业销售收入主要来自商业物流板块。

南白药创可贴等)专注于止血镇痛、消肿化瘀的产品为主,并涉及补益气血、伤风感冒、心脑血管、妇科、儿童等领域的天然特色药物。其中,公司白药膏和白药气雾剂年度的销售收入均超过 10 亿元;此外有包括云南白药胶囊、云南白药散剂和宫血宁胶囊等 10 多个产品销售规模上亿,40 多个产品销售规模过千万。近年来,药品板块中的核心成品维持稳健发展,普药特色药品依托公司品牌影响力及产能释放等因素影响,进入良性轨道。2017 年度,公司药品板块实现销售收入(未经合并抵消)50.44 亿元,同比增长 2.56%。未来,随着公司血塞通胶囊、气血康口服液为代表的一系列新品推出或将推动药品板块实现较快增长。

近年来,该公司继续加大了对中药资源板块的整合力度,规划建立从研发、种植、加工、贸易到保健食品、保健饮料的中药资源全产业链,以保证公司生产原材料的供给,并培育新的增长点。产品方面,除原有保健品及饮片等产品外,推出豹七三七、螺旋藻、高原维能等多个新产品,后续计划推出一系列新产品,目标依托公司的资源、规模、品牌等相关优势,培育新的增长点。2017 年度,公司中药资源板块实现销售收入(未经合并抵消)11.63 亿元,同比增长 23.19%。

该公司健康板块产品主要是牙膏、洗护产品和卫生巾等,并已储备了包括漱口水在内的多个新产品。其中,云南白药牙膏的收入规模和市场份额较高,排名升至第二位。公司通过委托加工等多种方式部署,困扰牙膏发展的产能问题暂时得到缓解。未来,公司计划通过进一步丰富产品品规,扩大消费者覆盖范围。除牙膏外,公司健康板块主要产品还有养元清洗发水、千草堂沐浴露、千草堂润肤露、瑶浴泡腾片、药妆棉、日子牌卫生巾等多种日化产品,品种储备较为丰富。公司健康板块依托品牌自身认知度和营销渠道的建立健全,实现了较快速的生长。2017 年度,公司健康版块实现销售收入(未经合并抵消)43.61 亿元,同比增长 16.09%。

### 规模因素

该公司借助产能搬迁的契机,从国外引进多条生产线,产能瓶颈得以消除,为后续业绩增长奠定了基础。公司采用订单式生产,在生产环节注重精细化管理,公司采用了 5S 生产现场管理及 TPS 日本丰田精益生产体系等手段以提高生产效率、保证生产质量安全。截至 2017 年末,公司雨花分厂已有片剂、硬胶囊剂、颗粒剂、散剂、丸剂、气雾剂、酏剂、软膏剂、栓剂、口服液、合剂、糖浆剂、小容量注射剂、贴膏剂、搽剂、凝胶剂共 16 个剂型、18 个模块通过新版 GMP 认证;七甸分厂已有原料药、中药前处理及提取一、二、三通过新版 GMP 认证。片剂、硬胶囊剂、颗粒剂、散剂、丸剂、口服液、合剂、糖浆剂 8 个剂型 11 个模块通过了 GMP 再认证。但随着产能大幅扩张,公司在加强生产管理以及完善销售渠道建设等方面将面临一定压力。

2017 年度,该公司主要产品生产成本有所上升,公司通过提高销售单价,维持利润水平。受销售单价上涨影响,公司主要药品销售量出现不同程度下

滑。由于公司以销定产，致使主要产品产量亦有所下降。此外，公司近年不断围绕“新白药、大健康”战略拓展健康产业板块，并已推出牙膏、洗护产品和卫生巾等日化产品，依托品牌自身认知度和营销渠道的建立健全，产品销量有所提升。

**图表 7. 公司主要药品品种产销情况表**

产品	项目	2017 年度		2016 年度	
		数值	同比变化	数值	同比变化
酞剂	产量（万盒）	4,510	-27.98%	6,262	-3.79%
	销量（万盒）	4,900	0.40%	4,880	-12.06%
	产品平均单价（元/盒）	25.61	4.88%	24.42	-8.20%
颗粒剂	产量（万盒）	6,884	-19.55%	8,557	36.08%
	销量（万盒）	6,563	-21.67%	8,379	27.77%
	产品平均单价（元/盒）	8.36	77.20%	4.72	-7.45%
散剂	产量（万瓶）	2,163	-54.78%	4,783	5.96%
	销量（万瓶）	2,281	-53.50%	4,905	16.73%
	产品平均单价（元/瓶）	14.72	23.80%	11.89	8.78%
片剂	产量（万盒）	9,705	-15.75%	11,519	-9.01%
	销量（万盒）	9,171	-20.37%	11,517	-6.66%
	产品平均单价（元/盒）	7.74	89.70%	4.08	-8.11%

资料来源：根据云南白药提供的资料整理

**图表 8. 公司主要日化品产销情况表**

产品	项目	2017 年度		2016 年度	
		数值	同比变化	数值	同比变化
口腔清洁用品	产量（万支）	33,832	12.90%	29,967	24.37%
	销量（万支）	29,748	6.63%	27,899	13.17%
	产销率	113.73%	-	107.41%	-
化妆品	产量（万支）	70	-85.42%	480	-64.29%
	销量（万支）	40	-94.42%	717	171.59%
	产销率	175.00%	-	66.95%	-

资料来源：根据云南白药提供的资料整理

### 市场因素

该公司工业产品销售以经销为主。结算方式上，主要采用的是“先款后货”的原则，通过与下游经销商签订年度供货协议进行销售，付款方式以电汇、汇票为主。先款后货的销售方式有利于提升公司资金使用效率。

**图表 9. 公司主要产品销售模式**

类别		细分产品		销售终端	销售模式
药品	药品板块	云南白药系列药品	云南白药胶囊、云南白药散剂、云南白药气雾剂、云南白药酞等	医院、药店	经销为主
	中药资源板块	普通系列药品	以蒲地蓝消炎片、伤风停、板蓝根、小柴胡颗粒等OTC 产品为主	药店为主	经销
日化品	健康板块	日化品	云南白药牙膏系列	大卖场、小超、便利店	经销

资料来源：根据云南白药提供的资料整理

该公司医药工业产品已通过经销商销售到全国各地，其中西南、华东和

和华中地区是主要的销售区域。2017 年度，公司医药工业产品在西南、华东、东北地区增速较快；在西北、东北地区的销售规模偏小。

**图表 10. 公司自制药剂和健康品的国内区域销售情况（单位：万元）**

地区	2017 年度			2016 年度		
	销售额	占比	同比增速	销售额	占比	同比增速
西南地区	246,787.52	24.68%	20.55%	204,718.52	21.82%	6.21%
华中地区	179,871.98	17.99%	-0.36%	180,525.16	19.24%	0.06%
华北地区	149,411.56	14.94%	-4.44%	156,357.18	16.66%	-1.86%
华东地区	216,349.26	21.64%	23.86%	174,665.63	18.61%	12.98%
华南地区	110,348.44	11.04%	-7.94%	119,859.48	12.77%	23.15%
西北地区	54,608.58	5.46%	-16.51%	65,407.06	6.97%	1.94%
东北地区	42,595.21	4.26%	15.69%	36,817.50	3.92%	-4.66%
<b>合计</b>	<b>999,972.55</b>	<b>100.00%</b>	<b>6.57%</b>	<b>938,350.53</b>	<b>100.00%</b>	<b>5.76%</b>

资料来源：根据云南白药提供的资料整理

注：日化品是健康品的主要构成，统计数据为销售口径

### 成本因素

该公司原材料主要为三七、重楼等天然药材及化学辅料，其中天然药材主要向云南省内的药材种植户集中采购，此外公司也建立了三七、重楼等繁育基地，以为其野生药材资源提供补充保障。公司对三七等重要原材料提前进行储备，以保障药材供应的稳定性。2017 年度，公司主要原材料价格有所增长，公司主要通过提高产品销售单价，维持盈利水平。当期公司医药工业毛利率为 65.50%，较上年增长了 3.44 个百分点。

### B. 医药商业

该公司医药商业业务主要由子公司云南省医药有限公司（以下简称“省医药公司”）负责经营。省医药公司是云南省医药商业流通领域的龙头企业，拥有省内范围最广、渗透力最强的商业分销网络，包含了商业物流和云南白药大药房，作为区域性的商业公司，占云南省医药批发零售业务约 40% 的市场份额。目前，公司医院销售网络已覆盖昆明及全省各级医院，其中昆明市区医院客户数为 160 家左右，地州医院客户数达 300 家，县级以上医院市场占有率达 48% 以上，终端市场客户数量 4,000 余家；同时积极布局线下零售药店、药房托管、网上售药等线上线下渠道，协同发展业务。公司医药商业渠道和品牌优势较为明显，能对药品销售形成一定支撑。2017 年度，公司商业物流板块实现销售收入 142.88 亿元，同比增长 7.62%，占当期公司营业收入的 58.32%。“两票制”的推行将有助于规范医药流通行业秩序，对提升行业集中度有积极作用，省医药公司作为云南省内龙头医药商业企业有望受益。

### C. 非医药业务

交易完成后，该公司非医药业务主要是白药控股布局的茶叶、健康养生、商业保理和股权投资等产业，围绕“大健康”产业开展相关业务。天颐茶品主要从事品牌茶叶的生产及销售、与茶产业相关的餐饮及庄园体验服务。未



来，公司期望通过整合天颐茶品的茶及茶衍生产品和服务业务，发挥双方在品牌、渠道和区域等方面的优势协同，有利于丰富公司的产品和业务布局。大理置业主要从事大理健康养生创意园项目的开发、建设及销售业务。项目规划建设的康旅度假养生产业集群，将作为公司未来布局大健康服务的尝试，有利于打破单一的产品销售界面。深圳聚容和上海信厚致力于围绕医药大健康全产业链提供商业保理和私募基金管理服务，意图优化公司的供应链和销售系统能力，发挥产融协同效应。2017年度，公司非医药业务合计实现销售收入 1.77 亿元，占当期公司营业收入的 0.72%。

## (2) 盈利能力

交易完成后，偿债主体云南白药的盈利能力未发生重大变化。该公司利润主要来源于医药业务的盈利，近年来利润总额呈现小幅增长趋势。公司主导产品在细分领域竞争优势较为明显，医药商业具备一定的垄断优势，使得医药工业和商业业务的毛利水平尚属稳定。根据云南白药审阅报表，2017年度和 2018 年 1~7 月，公司毛利率分别为 31.52% 和 29.77%。

由于该公司所处医药制造行业及日化品等领域竞争较为激烈，公司在市场推广、维护及广告宣传费用方面的投入较大，销售费用规模较大且近年来逐年增长。2017 年度和 2018 年 1~7 月，公司销售费用分别为 37.06 亿元和 21.46 亿元。公司通过对其销售渠道持续整合，提高管理效率，期间费用率控制较好。同期，公司期间费用率分别为 16.64% 和 14.96%。2017 年度，公司资产减值损失为 7.31 亿元，其中计提其他应收账款坏账准备 6.92 亿元，主要是按账龄计提的往来款等。

除主业盈利继续增长外，投资收益等也是公司利润的重要补充，2017 年度公司实现投资净收益 4.56 亿元，主要是购买基金、理财产品、国债回购、委托贷款及基金投资所得。其中，公司购买货币基金产生的投资收益为 2.12 亿元，购买理财产品、国债回购、委托贷款及基金产生的投资收益为 2.37 亿元。当期公司形成其他收益为 1.16 亿元，主要是政府补助。2017 年度，公司实现净利润 28.60 亿元，同比增长 39.56%，能为其偿债提供较好支撑。

## (3) 运营规划/经营战略

根据云南白药披露的吸并交易草案，本次交易完成后，该公司将更专注于贯彻“新白药，大健康”战略。一方面，云南白药将持续聚焦主业发展，巩固核心优势，进一步强化品牌建设及渠道布局，充分挖掘现有产品增长潜力，丰富产品线，保持公司主营业务的内生增长；另一方面，云南白药也将充分利用混合所有制改革带来的体制、资金及人才优势，通过外延式并购等手段整合外部优质资源，拓展和延伸产品和业务布局，打造具备较强核心竞争力的医药健康产业上市平台。

## 管理

白药控股自 2016 年启动混合所有制改革以来，已形成云南省国资委、新华都及江苏鱼跃 45%：45%：10% 的股权结构，实现了体制机制的市场化转变。本次交易为白药控股整体改革部署的进一步深化，旨在通过云南白药吸收合并白药控股，整合优势资源、缩减管理层级、避免潜在同业竞争，提升公司核心竞争力。

本次交易前，该公司已按照《公司法》、《证券法》等法律、法规及规章和《公司章程》等的规定建立了规范的法人治理机构和独立运营的公司管理体制，做到了业务独立、资产独立、财务独立、机构独立、人员独立。同时，公司根据相关法律、法规的要求结合实际工作需要，制定了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》和《监事会议事规则》等规章制度，建立了相关的内部控制制度。

本次交易完成后，云南省国资委和新华都及其一致行动人并列成为该公司第一大股东，无实际控制人。同时，云南省国资委、新华都和江苏鱼跃将延续白药控股混合所有制改革时关于股权锁定期的承诺，维持公司股权结构的长期稳定。公司将根据未来战略发展规划优化公司的治理结构、内部控制和风险管理，完善公司制度建设和管控体系优化，健全激励与约束机制，推动业务发展与转型升级。但如果交易的效果不能达到预期，可能会影响公司业务正常发展。

根据公开市场信息及该公司提供的资料显示，公司及其核心子公司等主要关联方未发生欠贷欠息事件，存续债券付息正常；未发生重大工商、质量、安全事故。截至目前，公司不存在重大诉讼事件。

## 财务

近年来，得益于主营业务良好的盈利能力，该公司业绩平稳增长。白药控股除持有云南白药股权之外，主要资产为货币资金、交易性金融资产以及其他经营性资产。本次吸并事项有利于整合优势资源，交易完成后，公司资本实力将得到显著增强。整体而言，公司资产流动性及债务偿付能力将有所提升。

### 1. 数据与调整

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审阅了云南白药的备考财务报表，包括 2018 年 7 月 31 日、2017 年 12 月 31 日的备考合并资产负债表，2018 年 1~7 月、2017 年度的备考合并利润表以及备考财务报表附注，并出具了审阅报告（众环阅字（2018）160002 号）。同时，根据云南白药 2017 年度经审计的财务报告、2018 年 1~7 月合并财务报表（未经审计），本次交易对云南白药主要财务指标的影响详见下表：

图表 11. 公司主要财务指标的变化情况（亿元）

项目	2017年12月31日/2017年				2018年7月31日/2018年1~7月			
	交易前	备考数	变动金额	变动比例	交易前	备考数	变动金额	变动比例
资产总额	277.03	554.81	277.79	100.27%	279.13	543.30	264.17	94.64%
负债总额	95.60	179.67	84.07	87.95%	93.45	152.56	59.11	63.25%
所有者权益	181.43	375.14	193.71	106.77%	185.68	390.75	205.06	110.44%
归属于母公司所有者权益	180.38	340.30	159.92	88.66%	184.42	354.85	170.43	92.42%
营业收入	243.15	244.99	1.85	0.76%	159.05	161.04	1.99	1.25%
利润总额	36.22	33.62	-2.60	-7.18%	22.61	26.13	3.53	15.60%
净利润	31.33	28.60	-2.73	-8.70%	19.57	24.96	5.39	27.53%
归属于母公司所有者净利润	31.45	28.69	-2.76	-8.79%	19.66	24.21	4.55	23.13%

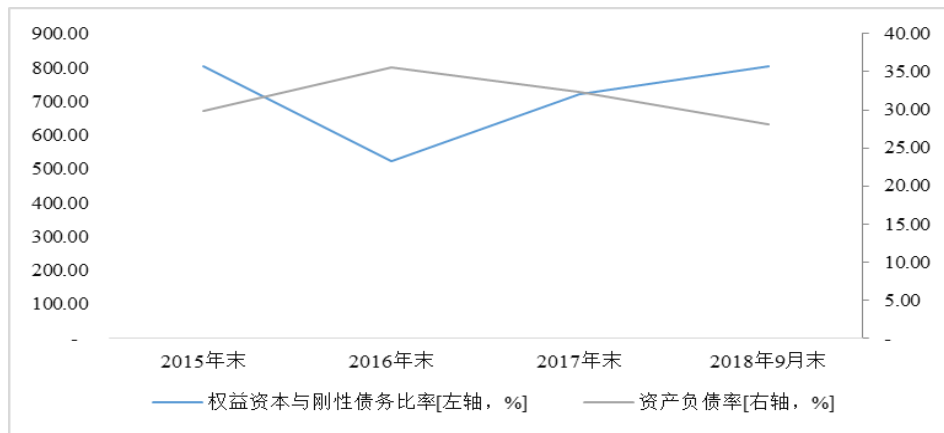
资料来源：根据云南白药提供的资料整理

若本次交易完成，截至 2018 年 7 月末，云南白药的资产总额将增长 94.64%至 543.30 亿元，所有者权益增长 110.44%至 390.75 亿元；2018 年 1~7 月，云南白药的营业收入将增长 1.25%至 161.04 亿元，净利润增长 27.53%至 24.96 亿元。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 12. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据云南白药所提供数据绘制

本次交易完成后，该公司的流动比率上升、资产负债率较交易前有所下降，公司的偿债能力有所增强。截至 2018 年 7 月末，公司的现金储备（货币资金和交易性金融资产）账面价值将从 99.84 亿元增至 299.27 亿元，现金资产占总资产的比例从 35.77%提升至 55.08%，公司财务安全性大幅提高。

本次交易完成后，截至 2018 年 7 月末，该公司资产总额 543.30 亿元，所有者权益 390.75 亿元，资产负债率降至 28.08%。整体而言，公司在建项目规模较大，未来在产品引入、原研药研发以及自建医院等方面仍有一定资金

需求，公司拟通过使用自有资金及银行借款、发行债券等方式筹集资金，未来财务杠杆存在较大上升的可能。

## (2) 债务结构

图表 13. 公司债务结构及核心债务

核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 7 月末
<b>刚性债务 (亿元)</b>	<b>16.85</b>	<b>30.25</b>	<b>51.96</b>	<b>48.51</b>
应付账款 (亿元)	24.70	31.96	36.14	41.77
预收账款 (亿元)	4.25	10.70	11.11	4.64
其他应付款 (亿元)	5.33	7.81	65.82	43.85
长期应付款 (亿元)	0.05	0.05	6.79	6.89
<b>刚性债务占比 (%)</b>	<b>29.23</b>	<b>34.59</b>	<b>28.92</b>	<b>31.80</b>
应付账款占比 (%)	42.86	36.55	20.12	27.38
预收账款占比 (%)	7.37	12.24	6.18	3.04
其他应付款占比 (%)	9.25	8.93	36.63	28.75
长期应付占比 (%)	0.08	0.06	3.78	4.52

资料来源：根据云南白药所提供数据绘制，2017 年及 2018 年 7 月末数据为备考数

交易完成后，从负债结构看，该公司债务仍以刚性负债、应付账款、预收款项和其他应付款为主。随着公司业务规模扩大，应付账款及预收货款均有所增长。截至 2018 年 7 月末，该公司刚性债务总额 48.51 亿元，较上年末减少 6.62%；应付账款 41.77 亿元，较上年末增长 15.57%，账龄以一年内为主；预收款项 4.64 亿元，较上年末减少 58.19%，主要是公司一般年底订单较多，预收货款余额较大，而平常月份订单量相对较为平均，预收货款余额相对较小所致；其他应付款 43.85 亿元，较上年末减少 33.37%，主要是子公司省医药公司为提高资金使用效率，向深圳聚容、银行等金融机构进行应收账款保理，以及历史遗留问题的应付款所致。此外，公司长期应付款增至 6.89 亿元，主要是处理白药控股及其下属全资和控股子公司国企职工身份转换费用及离退休人员社保统筹外费用事项约 6.69 亿元。

## (3) 刚性债务

图表 14. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 7 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>7.82</b>	<b>12.23</b>	<b>10.96</b>	<b>39.49</b>
其中：短期借款	0.20	—	—	—
一年内到期的非流动负债	—	0.10	—	31.98
应付短期债券	0.10	0.29	1.10	—
应付票据	7.52	11.84	9.86	7.50
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>9.03</b>	<b>18.01</b>	<b>40.99</b>	<b>9.03</b>
其中：长期借款	0.06	0.06	0.04	0.04
应付债券	8.97	17.95	40.95	8.99

资料来源：根据云南白药所提供数据整理，2017 年及 2018 年 7 月末数据为备考数

交易完成后，截至 2017 年末，该公司刚性债务为 51.96 亿元，其中短期刚性债务为 10.96 亿元，中长期刚性债务为 40.99 亿元。公司刚性债务主要由银行借款、应付债券及应付票据构成。同期末，公司应付票据为 9.86 亿元，主要系银行承兑汇票增加及商业承兑汇票减少所致；长期借款为 0.04 亿元，规模较小，以保证借款和信用借款为主，借款利率区间为 3.60%-7.92%；应付债券 40.92 亿元，主要由白药控股发行的 16 白药 01、12 白药债及云南白药发行的 16 云白 01、14 白药 01 构成，资金用途主要为补充流动资金、偿还公司债务等。公司融资成本约在 4%~5% 之间，且债务结构偏长期，即期偿债压力相对较小。

截至 2018 年 7 月末，该公司应付债券降至 8.99 亿元，而一年内到期的非流动负债增至 31.98 亿元，主要是公司发行和承继的三期公司债券或将于 2019 年上半年度兑付，因此列示为一年内到期的非流动负债，并导致应付债券余额减少。

### 3. 现金流量<sup>3</sup>

#### (1) 经营环节

图表 15. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业周期（天）	148.58	162.49	202.04
营业收入现金率（%）	108.27	121.70	113.82
业务现金收支净额（亿元）	57.55	67.84	31.91
其他因素现金收支净额（亿元）	41.68	46.05	-33.07
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	15.87	21.80	-1.16
EBITDA（亿元）	34.20	36.41	36.22
EBITDA/刚性债务（倍）	2.07	1.55	0.88
EBITDA/全部利息支出（倍）	43.40	29.15	28.33

资料来源：根据云南白药所提供数据整理，2017 年为白药控股数据

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2017 年度，该公司营业周期约为 202 天，营业周期较上年增加 39 天，主要是公司医药工业及医药商业规模增长，原材料、库存商品等存货规模增加所致。同期，白药控股经营性现金流量净额为-1.16 亿元，呈净流出状态，主要系公司结算环节大量采用票据（银行承兑汇票）进行结算，受经营环节现金流受票据贴现、背书等情况影响经营活动现金流流入规模较小；同时，随着业务规模的扩大，公司销售商品、提供劳务和购买商品、接受劳务支付的现金均有所增加，保理放款和政府性往来款的支付较多所致。

<sup>3</sup> 由于云南白药审阅报告仅审阅了备考合并资产负债表、备考合并利润表以及备考财务报表附注；而白药控股原为云南白药的控股股东，吸并后主体的经营范围与白药控股趋同，因此 2017 年度现金流量情况分析使用白药控股的相关数据。

## (2) 投资环节

图表 16. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年度	2016 年度	2017 年度
回收投资与投资支付净流入额	-9.90	-25.42	-95.72
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-1.36	-1.34	-1.83
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.54	1.64	5.20
投资环节产生的现金流量净额	-22.15	-9.62	-92.34

资料来源：根据云南白药所提供数据整理，2017 年为白药控股数据

2017 年度，白药控股的投资活动现金净流出 92.34 亿元，主要是当期购买理财产品和货币资金规模增加所致。

## (3) 筹资环节

图表 17. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年度	2016 年度	2017 年度
权益类净融资额	—	0.12	238.68
其中：永续债及优先股	—	—	—
债务类净融资额	0.02	8.97	-35.81
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-6.05	-6.84	0.22
筹资环节产生的现金流量净额	-6.03	2.25	195.79

资料来源：根据云南白药所提供数据整理，2017 年为白药控股数据

2017 年度，白药控股的筹资活动净现金流入为 195.79 亿元，净流入规模较大，主要是当期新华都和江苏鱼跃对其进行了增资所致。

## 4. 资产质量

图表 18. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 7 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	169.04	220.68	515.49	502.32
	87.62%	89.75%	92.91%	92.46%
其中：货币资金（亿元）	26.50	32.93	135.66	67.77
交易性金融资产（亿元）	30.42	20.02	77.89	231.50
应收票据（亿元）	36.06	39.43	42.93	24.67
应收款项（亿元）	10.58	10.12	22.30	23.13
存货（亿元）	56.25	69.18	94.37	93.39
其他应收款（亿元）	0.68	0.58	50.05	23.71
其他流动资产（亿元）	5.21	43.44	88.09	31.46
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	23.87	25.19	39.32	40.99
	12.38%	10.25%	7.09%	7.54%
其中：固定资产（亿元）	16.40	17.82	17.99	17.90
在建工程（亿元）	2.16	1.37	1.72	3.85
可供出售金融资产（亿元）	1.24	1.25	6.59	5.84
无形资产（亿元）	2.39	2.31	4.69	3.71

资料来源：根据云南白药所提供数据整理

本次交易完成后，该公司的资产总额显著增长。截至 2017 年末，公司资产总额为 554.81 亿元，较上年末增长 125.66%。公司资产以流动资产为主，非流动资产占比较小。当期末，公司流动资产合计 515.49 亿元，占资产总额比例的 92.91%。公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收票据、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产构成。当期末，受混改增资款到位影响，公司资金较为充裕，并购买了较多货币基金，货币资金增至 135.66 亿元，交易性金融资产增至 77.89 亿元；由于业务范围的扩大，公司应收票据有所增长，当期末应收票据增至 42.93 亿元；其他应收账款为 50.05 亿，主要为历史遗留问题产生的政府往来款，公司计划逐步追回该款项，截至 2018 年 7 月末已降至 23.71 亿元。由于部分账款账期较长，公司当期共计提坏账准备 7.14 亿元；同期末，公司存货为 94.37 亿元，主要是受两票制影响全面实施的影响，公司备货及主动收储的战略性药材原料规模增大所致；其他流动资产由于开展国债逆回购、购买银行理财产品增加而增至 88.09 亿元。

非流动资产在该公司资产总额占比相对较低，主要是可供出售金融资产、固定资产、在建工程和无形资产等。截至 2017 年末，公司可供出售金融资产 6.59 亿元，主要由公司于 2014 年 3 月通过参与定向增发的方式取得上市公司九州通医药集团股份有限公司 1.69% 的股权<sup>4</sup>构成；固定资产 17.99 亿元，主要由房屋、建筑物和机械设备等构成；无形资产为 4.69 亿元，主要由土地使用权等构成；在建工程 1.72 亿元，主要系省医药二期物流中心建设项目、云南白药集团原料药中心项目、药用植物园项目等在建工程。未来，公司在建项目有较大资金需求，关注资金支付压力。

截至 2018 年 7 月末，该公司资产总额为 543.30 亿元，较上年末减少 2.07%。其中，当期末将所购买的货币基金计入交易性金融资产列示，使得该科目期末余额增至 231.50 亿元，公司其他资产构成未发生较大变化。

截至 2018 年 7 月末，该公司所有权或使用权受到限制的资产总额为 17.87 亿元，主要由不能随时支付的银行定期存款及保证金等货币资金、专项用于解决国有企业职工身份转换费用的其他货币资金和交易性金融资产构成。

**图表 19. 截至 2018 年 7 月末公司受限资产情况（单位：亿元）**

项目	期末账面价值	受限原因
银行存款	110,699.11	不能随时用于支付的定期存款
其他货币资金	38.81	保证金
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	67,966.64	专项用于解决国有企业职工身份转换费用
<b>合计</b>	<b>178,704.56</b>	—

资料来源：根据云南白药所提供数据整理

<sup>4</sup> 该公司以现金方式认购 2,724.80 万股，认购价格 11.01 元/股，投资成本 3.00 亿元，当期公允价值变动 2.16 亿元。

## 5. 流动性/短期因素

图表 20. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 7 月末
流动比率 (%)	361.49	327.68	400.77	375.78
速动比率 (%)	234.07	218.03	324.14	300.91
现金比率 (%)	198.83	137.18	199.41	223.88

资料来源：根据云南白药所提供数据整理，2017 年及 2018 年 7 月末数据为备考数

该公司资产流动性总体良好，截至 2017 年末，公司流动比率、速动比率和现金比率分别为 400.77%、324.14% 和 199.41%，较上年末均有所提升。流动资产对流动负债的覆盖程度总体良好，但考虑到公司医药流通业务资金占用较大等因素，仍应关注应收账款质量及回款情况。

## 6. 表外事项

根据该公司审阅报告所示，子公司省医药公司拟投资设立 PPP 项目公司并对其提供担保。昆明医科大学第一附属医院呈贡医院（一期工程）PPP 项目由云南省人民政府授权云南省卫生和计划生育委员会作为项目实施机构，授权昆明医科大学第一附属医院为政府方出资代表，代表政府出资并持有股份，与社会资本共同成立项目公司。子公司省医药公司与民营资本-云南昊邦医药销售有限公司组成联合体进行投标，并最终被确认中标。根据采购文件要求，省医药公司拟以现金出资向项目公司投资入股 10 万元，股权比例为 10%，联合体方就项目公司的 PPP 项目债务承担连带保证责任，期限为 12 年，联合体最高担保总额为 15 亿元。该事项使得公司存在一定或有负债风险。

## 外部支持因素

该公司与多家银行保持了良好合作关系，通过间接融资获得资金周转与补充的渠道畅通，具有较强的融资能力。交易完成前，截至 2017 年末，白药控股共获得的银行综合授信 1,337.00 亿元，均尚未使用。交易完成后，云南白药的授信总额预计仍较大，可为其后续运营提供一定融资空间。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### 发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权

“12 白药债”于 2012 年 3 月发行，发行规模为 11 亿元，期限为 7 年，票面利率为 5.60%，并附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。2017 年 3 月，公司未对本期债券票面利率进行调整，投资者也未对当期债券申请回售。本期债券将于 2019 年 3 月 30 日到期。



“16 白药 01”于 2016 年 1 月发行，发行规模为 12 亿元，期限为 5 年，票面利率为 2.95%，并附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。截至目前，付息正常且尚未到期。

## 跟踪评级结论

云南白药在我国中医药行业地位突出，在细分领域的竞争优势显著。医药工业依托传统白药优势稳步增长，通过整合形成四大板块，积极发展健康产品及中药资源业务；医药商业在区域市场占有较高份额，能对公司药品销售形成支撑。近年来，公司依托产品竞争优势及商业渠道优势，收入规模进一步增长，经营效益向好。

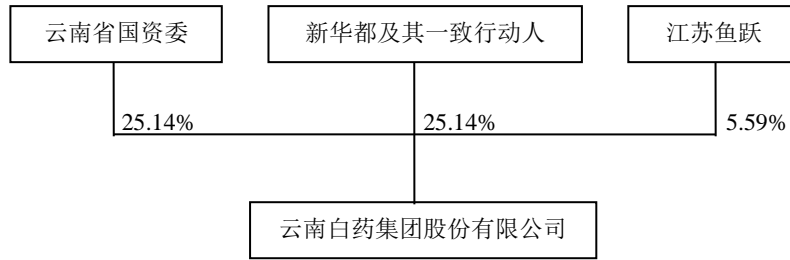
本次交易前，白药控股为云南白药的控股股东，主要通过云南白药开展医药业务，其他业务经营规模相对较小，对其盈利水平影响有限。本次交易完成后，云南白药将作为产业并购、整合的唯一平台，从根本上解决白药控股与云南白药之间未来可能出现的同业竞争风险，有利于缩减管理层级、提高运营效率。整体而言，本次交易不会对偿债主体的主营业务带来重大影响。

近年来，得益于主营业务良好的盈利能力，该公司业绩平稳增长。白药控股除持有云南白药股权之外，主要资产为货币资金、交易性金融资产以及其他经营性资产。本次吸并事项有利于整合优势资源，交易完成后，公司资本实力将得到显著增强。整体而言，公司资产流动性及债务偿付能力将有所提升。

通过对云南白药及其承继的上述两期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为 12 白药债与 16 白药 01 偿债主体变更后，还本付息安全性仍极高，并维持上述两期债券 AAA 信用等级。

附录一：

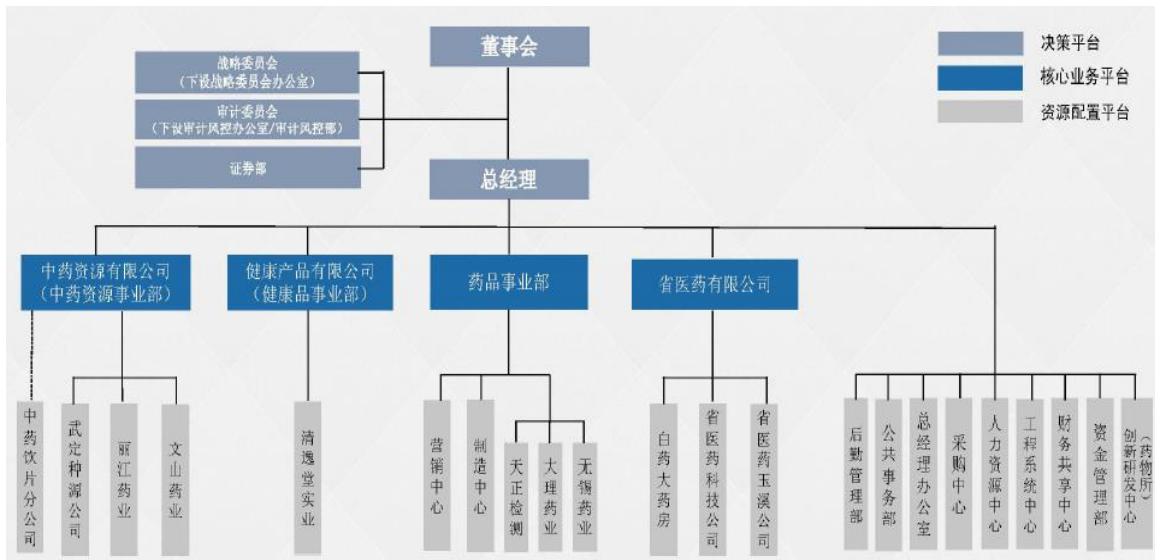
公司与实际控制人关系图



注：根据云南提供的资料绘制（交易完成后）

附录二：

公司组织结构图



注：根据云南白药提供的资料绘制（截至 2018 年末）

## 附录三：

## 相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量	EBITDA	
云南白药集团股份有限公司	云南白药	本级	—	医药制造、流通等	554.81	375.14	244.99	28.60	—	—	
云南白药集团医药电子商务有限公司	云药电商	一级子公司	100%	日用品批发、零售	61.21	28.47	27.68	5.31	—	—	
云南省医药有限公司	省医药公司	一级子公司	100%	医药批发、零售	86.10	28.50	144.94	4.03	—	—	
云南白药集团健康产品有限公司	云药健康	一级子公司	100%	口腔清洁用品生产和销售	45.67	39.07	29.06	9.95	—	—	
云南白药集团中药资源有限公司	云药中药	一级子公司	100%	药业	42.44	22.30	21.59	2.85	—	—	

注：根据云南白药审阅报告及所提供的其他资料整理

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 1-7 月
资产总额[亿元]	192.91	245.87	554.81	543.30
货币资金[亿元]	26.50	32.93	135.66	67.77
刚性债务[亿元]	16.85	30.25	51.96	48.51
所有者权益[亿元]	135.28	158.44	375.14	390.75
营业收入[亿元]	207.38	224.11	244.99	161.04
净利润[亿元]	27.56	29.31	28.60	24.96
EBITDA[亿元]	34.20	36.41	36.22	—
经营性现金净流入量[亿元]	21.80	29.85	—	—
投资性现金净流入量[亿元]	-9.62	-39.87	—	—
资产负债率[%]	29.87	35.56	32.38	28.08
权益资本与刚性债务比率[%]	802.95	523.82	722.05	805.43
流动比率[%]	361.49	327.68	400.77	375.78
现金比率[%]	198.83	137.18	199.41	223.88
利息保障倍数[倍]	41.81	28.20	27.29	—
担保比率[%]	—	—	4.00	3.84
营业周期[天]	148.58	162.49	202.04	—
毛利率[%]	30.53	29.86	31.52	29.77
营业利润率[%]	15.28	14.84	13.73	16.23
总资产报酬率[%]	18.49	16.06	8.72	—
净资产收益率[%]	22.20	19.96	10.72	—
净资产收益率*[%]	22.51	20.03	11.53	—
营业收入现金率[%]	108.27	121.70	—	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	50.59	52.31	—	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	22.53	-13.82	—	—
EBITDA/利息支出[倍]	43.40	29.15	28.33	—
EBITDA/刚性债务[倍]	2.07	1.55	0.88	—

注：表中数据依据云南白药经审计的 2015~2016 年度审计报告，云南白药审阅报告 2017 年度及 2018 年 1-7 月合并资产负债表及合并利润表整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2}+365/{报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出(倍)=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务(倍)=EBITDA/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

## 附录五：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人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级	发行人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级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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级	发行人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级	发行人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级	发行人不能偿还债务

注：除AAA、CCC及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除AAA级，CCC级以下等级外，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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《医药制造行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。