

云南白药集团股份有限公司

2014 年公司债券(第一期)、2016 年公司 债券(第一期)2018 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，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独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作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、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【490】号 01

债券简称：
2014 年第一期：14 白药
01；
2016 年第一期：16 云白
01

增信方式：保证担保
担保主体：云南白药控
股有限公司

债券剩余规模：
14 白药 01：9 亿元
16 云白 01：9 亿元

债券到期日期：
14 白药 01：
2021 年 10 月 16 日
16 云白 01：
2021 年 04 月 08 日

债券偿还方式：分期付
息，到期还本。

14 白药 01：附第 5 年末
公司上调票面利率选择
权及投资者回售选择
权；

16 云白 01：附第 3 年末
公司上调票面利率选择
权及投资者回售选择
权。

分析师

姓名：

何馨逸 张旻烁

电话：

021-51035670

邮箱：

hexy@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

云南白药集团股份有限公司 2014 年公司债券（第一期）、2016 年公司债券（第一期） 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	14 白药 01：AAA 16 云白 01：AAA	14 白药 01：AAA 16 云白 01：AAA
发行主体长期信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 06 月 07 日	2017 年 06 月 15 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对云南白药集团股份有限公司（以下简称“云南白药”或“公司”，证券代码：000538）及其 2014 年 10 月 16 日发行的 2014 年公司债券（第一期）（以下简称“14 白药 01”）与 2016 年 04 月 08 日发行的 2016 年公司债券（第一期）（以下简称“16 云白 01”）（14 白药 01 和 16 云白 01 合称为“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：14 白药 01 债券信用等级维持为 AAA，16 云白 01 债券信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AAA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司在中药领域具有很强的竞争优势，收入和利润保持增长，盈利能力很强，负债水平较低，整体偿债能力很强，资产流动性较好。同时我们也关注到了中药材价格波动上涨增加了中药生产企业的成本压力，公司存货可能存在一定减值风险以及存在一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司在中药领域具有很强的竞争优势。公司主打药品“云南白药”在伤科方面疗效显著，其配方是我国中医药保密配方之一，且“云南白药”是驰名商标，具有很强的品牌优势。公司多个研究机构从事研发，截至 2017 年末拥有百多项的发明专利，技术研发实力较强。公司上下游结算具有较强的优势，客户和供应商较为分散，依赖度较低。
- 公司收入和利润保持增长，盈利能力很强。2017 年公司营业收入和净利润分别为

243.15 亿元和 31.33 亿元，分别同比增长 8.50% 和 6.88%；综合毛利率为 31.39%，总资产回报率为 14.34%，整体盈利能力很强。

- **公司负债水平较低，整体偿债能力很强。**公司销售回款情况较好，2017 年公司收现比为 1.15；经营活动现金净流入为 11.56 亿元。2017 年公司资产负债率为 34.51%，EBITDA 利息保障倍数为 30.36，有息债务/EBITDA 为 0.72，整体偿债能力很强。
- **公司资产流动性较好。**2017 年末公司流动资产占总资产的 90.62%，且货币资金、货币基金、银行承兑汇票变现能力较强，合计占总资产的比重为 49.48%，整体资产流动性较好。

关注：

- **中药材价格波动上涨，增加了中药生产企业的成本压力。**国内中药材价格指数从 2017 年初的 155.14 增长到 2017 年末的 165.43，全年上涨 10.29 点，环比上涨 6.6%，预计未来中药材价格仍会因市场行情变化继续波动。
- **公司存货可能存在一定减值风险。**截至 2018 年 3 月末，公司存货为 89.76 亿元，占总资产的 31.38%，药材、药品价格存在一定波动，存货可能存在一定减值风险。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2017 年 12 月 31 日，公司及其子公司对外担保 15.00 亿元，占期末净资产的 8.27%，存在一定或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	2,860,624.86	2,770,253.05	2,458,664.60	1,929,094.04
归属于母公司所有者权益（万元）	1,884,376.55	1,803,752.03	1,572,566.80	1,343,301.01
有息债务（万元）	267,167.99	278,564.39	299,571.38	167,491.74
资产负债率	33.74%	34.51%	35.56%	29.87%
流动比率	3.41	3.34	3.28	3.61
速动比率	2.23	2.18	2.25	2.41
营业收入（万元）	633,744.42	2,431,461.40	2,241,065.44	2,073,812.62
营业利润（万元）	93,969.48	362,072.35	332,590.09	316,824.13
利润总额（万元）	94,021.46	362,184.75	339,750.54	321,533.52
综合毛利率	30.46%	31.19%	29.86%	30.53%
总资产回报率	-	14.34%	16.06%	18.49%
EBITDA（万元）	-	388,244.04	364,140.14	341,955.70
EBITDA 利息保障倍数	-	30.36	29.15	43.40
经营活动现金流净额（万元）	32,535.82	115,568.99	298,475.77	217,950.04

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年第一季度报告，鹏元整理

担保方云南白药控股有限公司主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	5,552,987.26	3,257,291.31	2,367,975.13
归属于母公司所有者权益（万元）	2,671,376.11	711,405.75	690,663.13
资产负债率	32.36%	49.53%	37.21%
营业收入（万元）	2,449,937.47	2,261,383.69	2,094,461.24
利润总额（万元）	336,169.32	254,266.90	312,913.89
经营活动现金流净额（万元）	-11,557.24	-16,183.73	222,372.18

资料来源：云南白药控股有限公司2015-2017年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

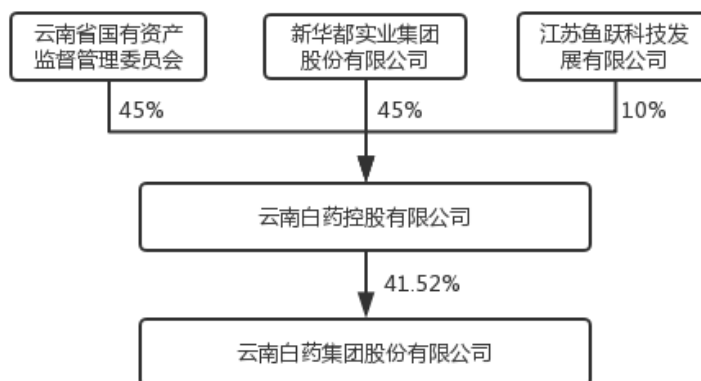
经中国证券监督管理委员会“证监许可【2014】433号”文批准，公司于2014年10月16日发行7年期9亿元公司债券；于2016年4月8日发行5年期9亿元公司债券。14白药01和16云白01募集资金扣除发行费用后，已全部用于补充营运资金。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、实收资本和控股股东均无变化。截至2018年3月底，云南白药控股有限公司（以下简称“白药控股”）仍持有公司41.52%股份，仍为公司控股股东。

2017年6月白药控股进行混合所有制改革，以增资扩股的方式引进民营企业新华都实业集团股份有限公司（以下简称“新华都”）和江苏鱼跃科技发展有限公司（以下简称“江苏鱼跃”）作为战略投资者，新华都、江苏鱼跃分别向白药控股增资1,978,950.50万元、439,766.78万元，白药控股股权结构由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”）持有100%股权变更为云南省国资委、新华都、江苏鱼跃分别持有45%、45%、10%的股权。本次交易完成后，白药控股和公司实际控制人由云南省国资委变更为无实际控制人，鹏元将持续关注控股股东的股权变更以及混合所有制改革可能对公司经营的影响。

图1 截至2018年3月31日公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供，鹏元整理

表1 截至2018年3月末公司前五大股东情况

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量（股）
云南白药控股有限公司	其他	41.52%	432,426,597

云南合和（集团）股份有限公司 ¹	国有法人	10.09%	105,109,600
中国平安人寿保险股份有限公司—自有资金	其他	9.36%	97,500,000
香港中央结算有限公司	境外法人	6.51%	67,791,599
新华都实业集团股份有限公司	境内非国有法人	3.39%	35,343,424
合计	-	70.87%	738,171,220

资料来源：公司 2018 年第一季度报告，鹏元整理

2017 年，公司新设 1 家子公司，清算注销 1 家子公司，详见下表。截至 2017 年末，公司报表合并范围的子公司共 18 家，各子公司简要情况见附录五。

表2 2017 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2017 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
云南白药集团太安生物科技产业有限公司	100%	800.00	种子、种苗培育、销售	新设

2、2017 年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
云南白药集团西双版纳经贸有限公司	100%	869.80	药业	清算注销

资料来源：公司 2017 年年报，鹏元整理

截至 2017 年 12 月末，公司总资产为 277.03 亿元，归属于母公司所有者权益为 180.38 亿元，资产负债率为 34.51%；2017 年度，公司实现营业收入 243.15 亿元，利润总额为 36.22 亿元，经营活动现金净流入 11.56 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司总资产为 286.06 亿元，归属于母公司所有者权益为 188.44 亿元，资产负债率为 33.74%；2018 年 1-3 月，公司实现营业收入 63.37 亿元，利润总额为 9.40 亿元，经营活动现金净流入 3.25 亿元。

三、运营环境

国家推出多项举措以保障和促进中医药产业发展，未来将其打造成为国民经济重要支柱之一

国内首部为传统中医药振兴而制定的国家法律——《中华人民共和国中医药法》（以下简称“《中医药法》”）于 2016 年 12 月 25 日颁布，为继承和弘扬中医药、保障和促进中医药事业发展提供有力的法律支持。2017 年 7 月 1 日，《中医药法》正式实施，从法律上明确了中医药事业是我国医药卫生事业的重要组成部分，国家大力发展中医药事业，实行

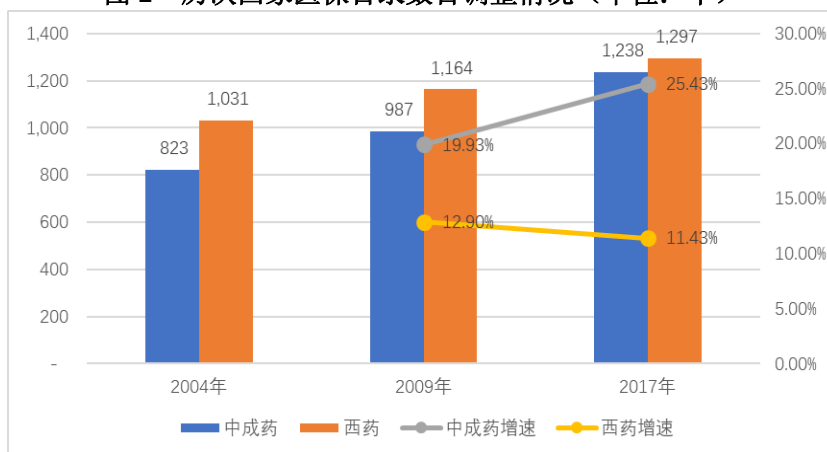
¹ 云南红塔集团有限公司（以下简称“红塔集团”）被唯一股东云南合和（集团）股份有限公司（以下简称“云南合和”）吸收合并，吸收合并完成后，红塔集团将注销，红塔集团的原债权、债务由云南合和承继。2017 年 4 月红塔集团所持有云南白药 11.03% 的股份全部变更至云南合和名下。

中西医并重的方针，建立符合中医药特点的管理制度，加大对中医药事业的扶持力度，加强对中医医疗服务和中药生产经营的监管，充分发挥中医药在我国医药卫生事业中的作用。同时在中医诊所、中医医师准入、中药管理等多个方面对现有的管理制度进行了改革创新。

2017 年 10 月 23 日，国家食品药品监督管理总局发布《〈中华人民共和国药品管理法〉修正案（草案征求意见稿）》，对现行《药品管理法》进行了修订，主要内容包括全面实施药品上市许可持有人制度；新药临床申请 60 天时限、临床试验机构实行备案管理，药品临床试验审批由明示许可改为默认许可；生物等效性试验实施备案管理；取消药品 GMP、GSP 认证等。可谓是一重磅改革举措。

人力资源社会保障部于 2017 年 2 月 21 日公布《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年版）》（以下简称“医保目录”），医保体系是我国医疗体系中的重要组成部分（我国终端消费的药品由医保支付的比例超过 70%），进入国家医保的药品等同于获得了全国性的通行证，能在全国范围内打开药品的销售空间，实现放量增长。新版医保目录中西药和中成药共收录药品 2,535 个药品，较 2009 年版增加 384 个；其中中成药目录共 1,238 个药品（含民族药 88 个），较 2009 年版数目增加 251 个品种，增幅超过西药部分。在 1,238 个中药中，甲类有 191 个，乙类 1,047 个，甲类相比 2009 年版增加了 38 个，乙类增加了 213 个，实现了稳步的扩增。列入新版医保目录的中成药药品数量的增长，将有利于中药的发展。

图 2 历次国家医保目录数目调整情况（单位：个）



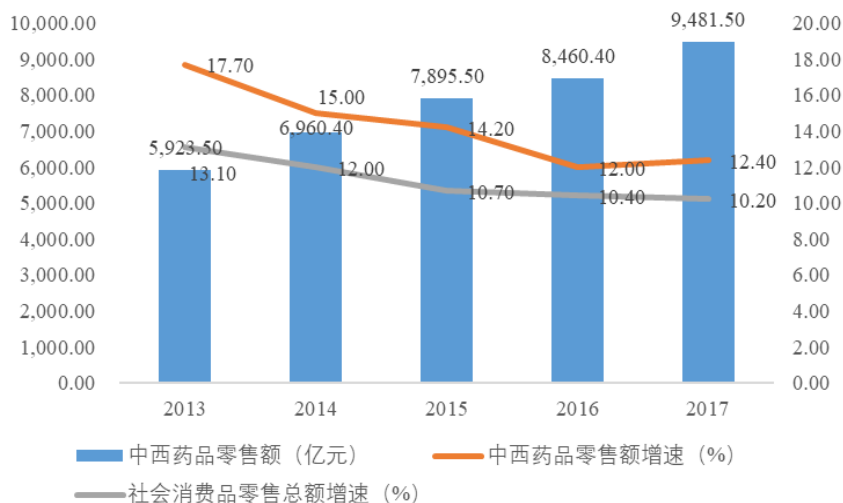
数据来源：人力资源社会保障部，鹏元整理

药品零售额保持较快增长，但增速持续放缓；2017 年中药材价格整体呈上涨趋势，进一步增加了中药生产企业的成本控制压力

近年来国内药品零售额保持较快增长，但增速持续放缓。2017 年国内中西药品零售

额为 9,481.50 亿元，较上年增长 12.40%。近年受国内消费品零售总额增速持续放缓的影响，国内中西药品零售总额的增速放缓，2017 年中西药品零售额增速较 2013 年放缓 5.30 个百分点；但国内药品零售总额增速近年来仍高于同期社会消费品零售总额的增速，其中 2017 年高 2.20 个百分点。随着生活水平的提高，人们对于健康的关注也在提升，2017 年全国居民人均医疗保健消费为 1,451 元，较上年增长 11.00%；全国城镇居民人均医疗保健消费支出 1,777 元，同比增长 9.0%。国内人口基数大且老龄化的速度有所加快，截至 2017 年末，我国人口总量已达到 13.90 亿人，其中 65 岁及以上人口占总人口的比重为 11.40%，同比增长 0.6 个百分点。老年人体质偏弱使得发病率较高且疾病医治疗程较长，将增加对药品的需求，未来国内药品市场仍有较大的增长空间。近期国家推出多项举措以促进中医药产业的发展，将促进中医药市场的健康成长。

图 3 近年来国内中西药品零售情况

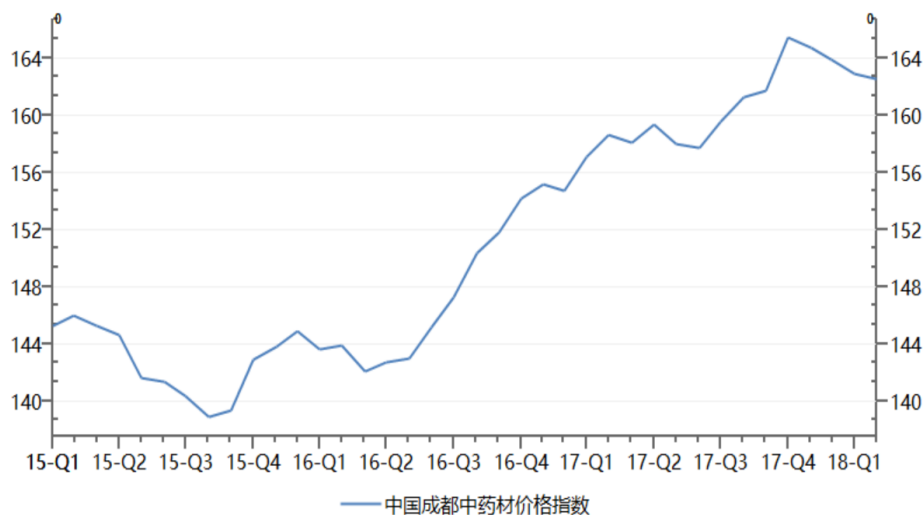


资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

中药行业是典型的药材资源依赖型行业，中药材价格上涨对中药企业带来一定的成本压力。根据中国成都中药材价格指数显示，国内中药材价格指数从 2017 年初的 155.14 增长到 2017 年末的 165.43，全年上涨 10.29 点，环比上涨 6.6%。2017 年中药材价格指数整体是逐渐上行的态势，行情平稳，波动幅度不大。上半年仅在 2 月和 5 月的两次短暂略微下调之后，指数上涨势头均迅速恢复，继续保持上涨状态。2017 年第一季度主要是受春节期间商家积极备货和库存不足的影响，行情略显平淡，出现下跌回调。第二季度主要是受 2016 年火热行情的影响，又经过第一季度的短暂调整，指数出现反弹，因此二季度价格指数总体持续上涨。下半年价格指数总体上仍然是上涨态势，且上涨势头较上半年强劲，仅经历了 8 月的略微回调。第三季度主要是因为天气炎热，市场处于销售淡季，行情较平淡，因此价格指数略有下跌。第四季度天气逐渐转凉，中药材市场进入传统销售旺季，货

源走动顺畅，市场需求较充分，因此四季度价格指数上涨。整体来看，2017 年行情受中药材市场供需基本面影响最大，资金影响也较为明显。预计未来中药材价格仍会因市场行情变化继续波动。

图 4 近年中国成都中药材价格指数变动情况



数据来源：Wind，鹏元整理

医保控费和两票制继续推进，医药商业环境面临改变

不合理用药、滥用药和检查等原因导致医保费用浪费，医保控费应运而生。目前针对医保控费主要政策有三，一是医院控制药占比²，二是医院医保费用限额拨付³，三是按病种付费⁴。在医保控费的压力下，多地着手建立重点监控药品制度，辅助用药、中药注射剂等成为监管部门重点监控的药品类型。

“两票制”是指药品从药厂卖到一级经销商开一次发票，经销商卖到医院再开一次发票，以“两票”替代目前常见的七票、八票，减少流通环节的层层盘剥，并且每个品种的一级经销商不得超过两个。2017 年 1 月，国务院医改办会同国家卫生计生委等 8 部门联合下发的一份通知明确，综合医改试点省(区、市)和公立医院改革试点城市的公立医疗机构要率先推行药品采购“两票制”，鼓励其他地区执行“两票制”，以期规范药品流通秩序、压缩流通环节、降低虚高药价，减轻群众用药负担。“两票制”环境下，医药商业集中度将进一步提高，加速业内兼并重组，中间多余的商业将被压缩，过票商业和二级及以下商业将会逐渐消失；有利于医药集中采购和统一配送，推动医药物流发展，规范行业秩序；有利于加快流通企业创新商业模式，向供应链服务提供商转型升级。

² 药占比=药品收入/(药品收入+医疗收入+其他收入)

³ 相关部门每年会分配给每家医院一定的医保限额，这些额度被医院层层分解到科室直至医生身上。

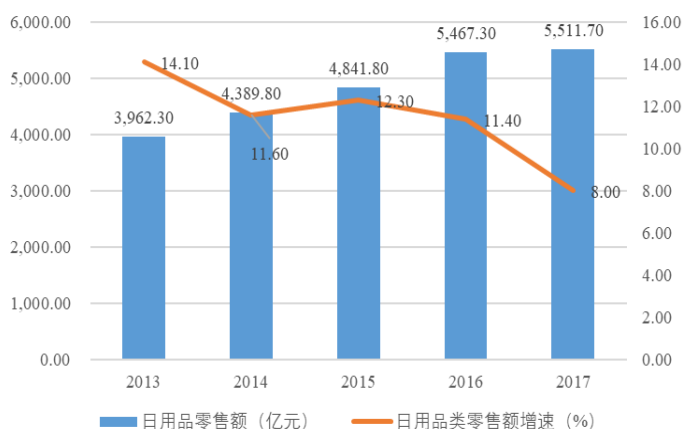
⁴ 按病种收费，就是从患者入院，按病种治疗管理流程接受规范化诊疗，达到临床疗效标准后出院，整个过程中发生的诊断、治疗、手术等各项费用，都一次性打包收费。

社会消费品零售总额增速持续下降，消费品行业竞争加剧

2017 年我国社会消费品零售总额完成 366,262 亿元，同比增长 10.2%，增速较 2013 年回落 2.90 个百分点。其中限额以上批发和零售业的日用品类零售额从 2013 年的 3,962.30 亿元增长到 2017 年的 5,511.70 亿元，但增速从 2013 年的 14.10% 下降到 2017 年 8.00%；日用品类的景气度高于社会消费品的平均水平，但近年来消费品零售总额增速的持续回落仍对消费品生产企业的经营造成较大压力，新产品和新市场的开拓都需前期投入较多的资源，未来投入回报存在较大的不确定性。

牙膏市场方面，目前国内牙膏市场上的进口品牌主要有高露洁、佳洁士、舒适达等，本土品牌主要有云南白药、冷酸灵、纳爱斯、舒克等，牙膏市场品牌众多，产品同质化加剧，公司牙膏业务目前国内市场份额居第二位，受市场份额和行业竞争等因素影响，近年来牙膏业务增速呈现下滑情况，随着国内消费增速的逐渐下滑，品牌间的竞争将持续加剧。

图 5 2013-2017 年我国日用品类零售总额及其增速情况



注：统计数据为限额以上批发和零售业。

数据来源：Wind 资讯，鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事工业产品的生产、销售业务，以及医药流通业务。其中，工业产品涵盖药品、日化品，药品以云南白药系列药品为主⁵，日化品以云南白药牙膏⁶为主。2017 年公司实现营业收入为 243.15 亿元，较上年增长 8.50%。其中，批发零售（药品）实现收入 142.84 亿元，同比增长 7.59%，主要系业务量增长所致；工业产品（自制）实现收入 99.62 亿元，同比增长 9.71%，主要系云南白药牙膏销量增长所致。毛利率方面，2017 年公司综

⁵ 云南白药系列药品收入 2017 年占药品收入的 70%左右。

⁶ 云南白药系列牙膏收入 2017 年占日化品收入的 95%以上。

合毛利率 31.19%，较 2016 年小幅提升 1.32 个百分点，主要是因为毛利率较高的日化品收入占营业收入的比重有所上升所致。

表3 2016-2017 年公司营业收入主要构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工业产品（自制）	996,202.47	65.61%	908,038.42	62.10%
批发零售（药品）	1,428,355.43	7.29%	1,327,589.04	7.84%
其它产品	340.88	28.00%	590.14	23.34%
其他业务收入	6,562.63	7.67%	4,847.83	23.71%
合计	2,431,461.40	31.19%	2,241,065.44	29.86%

资料来源：公司 2016-2017 年年报，鹏元整理

表4 2016-2017 年公司主要工业产品（自制）收入构成及毛利率（单位：万元）

产品	2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
药品	504,351	53.10%	491,769	53.26%
日化品	436,115	75.67%	375,677	75.83%
合计	940,466	65.61%	867,446	63.03%

资料来源：公司提供，鹏元整理

表5 公司主要工业产品情况

项目	产品	细分产品	销售终端	销售模式
药品	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、云南白药酊等	医院 ⁷ 、药店	经销为主
	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	口腔清洁用品	云南白药牙膏系列	大卖场、小超、便利店	经销

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司产品品种丰富，主打产品具有很强的竞争优势；2017 年公司主要药品提价、销量下滑，收入同比略有增长；日化品收入继续保持快速增长，但需关注行业竞争日趋激烈，公司需投入较多的资源来开拓市场

公司工业产品（自制）主要包括了药品和日化品；其中，药品板块涵盖 16 个剂型共计 370 余个品种，涉及云南白药系列药品（散剂、胶囊剂为处方药，气雾剂、酊剂等为 OTC 产品）以及补益气血、伤风感冒、心脑血管、妇科、儿童等领域的中成药，以云南白药系列药品为主；日化品涵盖牙膏、养元青、面膜等，以牙膏为主。公司主打药品“云南白药”在伤科方面疗效显著，其配方是我国中医药保密配方之一，且“云南白药”是驰名商标，具有很强的品牌优势。

⁷ 云南白药系列药品医院销售终端约占 46% 左右。

公司工业产品生产基地主要在昆明、文山、大理等地，其中药品生产、牙膏生产在昆明总部及七甸乡，文山、武定、丽江等地为中药材种植基地。公司工业产品生产均采取以销定产的模式，2017年生产基地无重大变动，产能亦无重大变动。随着公司近年来业务规模的较快发展，部分产能已趋于饱和，公司计划扩建产能并拓展产业链，为公司可持续发展拓展更大的空间。截至2018年4月末，公司主要在建项目为云南白药集团文山七花有限责任公司搬迁扩建项目一期工程（三七产业基地）和云南白药集团健康产业项目（一期），预计总投资14.11亿元，已投资1.28亿元，尚需投资12.83亿元，项目均由公司自筹资金建设，项目完工投产后将提升公司的产能，促进业务规模的提升，但未来新增产能能否及时被市场消化存在较大的不确定性。

表6 截至2018年4月末公司主要在建项目概况（单位：万元，平方米）

项目	预计总投资	已投资	项目内容	项目主要影响
云南白药集团文山七花有限责任公司搬迁扩建项目一期工程	48,896.03	5,156.00	云南白药文山三七药材初加工、仓储、物流、电子交易全产业链平台；三七中间体、原料药产业平台	扩大产能；三七产品的主要生产加工区；打造三七产业全产业链发展平台，对三七产业链延伸和整合
云南白药集团健康产业项目（一期）	92,170.59	7,691.00	行政区、生产区及智能化相关信息系统	解决白药牙膏等健康日化品的产能缺口；生产区达到国内领先的硬件水平；项目符合安全卫生、节能、环境保护等国家的规范、法规和标准。
合计	141,066.62	12,847.00	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司工业产品成本以原材料为主，药品原材料主要为中药材，牙膏原材料主要为“云南白药”提取物及生产牙膏所需的原辅料。中药材采购主要由子公司云南白药集团中药资源有限公司负责，主要通过中药材种植基地培育、农户合作、参股或控股中药材供应商等方式保障公司中药原材料的供应，目前公司中药材种植基地产量有限、生产所需中药材仍以外购为主。结算模式上，对于优惠采购价格以及部分稀缺的原料，公司采用预付款或是现款现货的方式；其余原材料，公司一般采用货到付款的结算模式。

公司工业产品销售以经销为主。结算方式上，公司主要采用的是“先款后货”的原则，下游经销商年初与公司签订年度协议方可享受优惠价格及返利；经销商每次拿货须与公司签购货合同；经销商按照购货合同付款（电汇、汇票）；公司销售后台确认订单信息及收款后协调发货；双方于每季度结束后对账，确认回款及按年度协议享受的季度返利。

受成本增长影响，2017年公司主要OTC药品提价、销量下滑。从药品剂型来看，2017年公司药品中酞剂、颗粒剂、散剂、片剂销售均价分别同比增长4.88%、77.20%、23.80%、

89.70%，销量分别同比变动 0.40%、-21.67%、-53.50%、-20.37%。由于公司以销定产，2017 年公司主要药品产销率保持在较高水平。2017 年公司药品板块实现收入 50.44 亿元，较上年小幅增长 2.56%。尽管主要产品销售均价增长，但由于原材料价格增长、营业成本增加，公司药品毛利率同比变动不大，为 53.10%。需关注中药材价格持续增长，未来可能会对药品业务盈利能力造成一定不利影响。

表7 公司主要药品品种产销情况表

产品	项目	2017 年		2016 年	
		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%
	产销率	92.04%	-	77.93%	-
	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%
	产销率	104.89%	-	97.92%	-
	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%
	产销率	94.83%	-	102.56%	-
	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%
	产销率	105.82%	-	99.98%	-
	产品平均单价（元/盒）	7.74	89.70%	4.08	-8.11%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司的日化品业务以口腔清洁用品为主，主要为云南白药牙膏系列。口腔清洁品凭着公司品牌以及显著功效获得市场的认可，产品品种日趋丰富，不断拓展产品销售空间，提升市场占有率。2017 年公司实现日化品收入 43.61 亿元，较上年增长 16.09%；其中口腔清洁用品保持较快增长，是日化品收入的主要来源，2017 年销售 29,748 万支，较上年增长 6.63%，产销率为 113.73%。2017 年日化品的毛利率为 75.67%，较上年基本保持稳定。

公司围绕“新白药，大健康”的总体战略不断开拓大健康产业板块，除口腔清洁用品外，不断尝试切入如洗发水、沐浴露、化妆品等产品市场。近年来，公司陆续推出了养元青洗发水、千草堂沐浴露、药妆等产品，生产量较少，总体销售情况一般。洗发水、化妆品等产品市场竞争激烈，其市场中均已有较为成熟的品牌，产品的销售渠道、消费者品牌认识均较为稳定，重塑消费者认识和拓展渠道均需投入大量资源，公司能否成功拓展相关

市场面临较大不确定性。

表8 公司主要日化品产销情况表

项目	2017 年		2016 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化
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%	-	93.10%	-

注：数据来源于销售口径。

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司为云南省医药商业流通领域的龙头企业，竞争力较强，批发零售业务收入稳步增长，物流中心二期工程将为业务可持续发展拓展空间

公司医药商业板块由云南省医药有限公司（以下简称“省医药公司”）负责运营。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。省医药公司先后通过了国家药监局 GSP 认证和 ISO9001 质量体系认证，拥有自主研发的、具有自主知识产权的 ERP 系统，覆盖采购进货、物流配送、质量管理、销售业务到财务管理、客户服务等诸多方面。公司投资 2.5 亿元建设的物流中心建筑面积为 3.6 万平方米，是国内目前规模较大、技术较先进的现代化医药物流中心，可存储药品 30 万箱，日均出库量峰值达到 4 万箱，为公司的快速发展提供了有力保障。2016 年末公司开始在原物流中心的基础上进行二期物流中心建设，预计二期完工后将提升库房功能和仓储能力，为批发零售业务可持续发展拓展空间。

批发零售业务的采购方面，公司挑选具备资质的企业成为供应商，公司质量管理部门对供应商资质进行审核监督，审核合格后的供货商方可签订供货合同。结算方式主要有“先货后款”和“预付款”两种，公司与供应商约定交货时间，供应商按时发货，公司验收入库，公司根据供货合同所签账期来支付货款。但对于一些特殊、或紧缺商品，公司根据供货合同采用预付款的方式支付。

批发零售业务的销售方面，公司以批发为主，兼有零售业务；其中，批发又可分为调拨业务、医院终端配送业务，医院终端配送占比较大⁸。结算方面，对于采购量较大、长期稳定的客户，公司采用“先货后款”的原则，客户通过政府采购平台网站提交订单，公司物流中心依据订单信息进行物流配送。公司以应收账款资信管理系统严格制定不同客户的资信政策，收款方式为依据资信政策计算的账期收款（电汇、汇票）。另外，公司的零售业务板块，采用“现款现货”的原则，概不赊销。

⁸ 调拨业务收入、医院终端配送收入约 1:2 左右。

2017 年公司药品批发零售业务实现收入 142.84 亿元，同比增长 7.59%，主要来自于业务量的上升；毛利率为 7.29%，较上年下降 0.55 个百分点。需关注医保控费等政策持续推进，未来可能会对该业务造成一定影响。此外，还需关注为应对不断加剧的竞争，公司逐渐向优质客户放宽了商业信用期限，同时，为应对业务规模增长，公司加大药品的储备，对营运资金的需求也不断上升。

公司产品销售范围较广，客户集中度较低，对单一客户依赖程度较低

2017 年，公司前五大供应商和前五大客户的占比分别为 8.38% 和 10.17%，客户集中度较低；2017 年最大的供应商和客户的占比均在 5% 以下，公司对大供应商和大客户的依赖较小。

表9 2016-2017 年公司前 5 大供应商和客户情况（单位：万元）

期间	供应商	采购金额	占采购比重	客户	销售收入	占销售比重
2017 年	第一名	41,009.28	2.20%	第一名	101,491.74	4.17%
	第二名	31,961.50	1.71%	第二名	48,564.61	2.00%
	第三名	30,786.05	1.65%	第三名	39,012.39	1.61%
	第四名	27,769.71	1.49%	第四名	37,013.81	1.52%
	第五名	24,969.15	1.33%	第五名	21,259.75	0.87%
	合计	156,495.69	8.38%	合计	247,342.30	10.17%
2016 年	第一名	33,252.22	2.02%	第一名	72,157.21	3.22%
	第二名	28,172.52	1.71%	第二名	47,910.08	2.14%
	第三名	26,813.33	1.63%	第三名	45,240.81	2.02%
	第四名	24,949.91	1.52%	第四名	40,797.91	1.82%
	第五名	21,578.62	1.31%	第五名	35,608.23	1.59%
	合计	134,766.59	8.19%	合计	241,714.24	10.79%

资料来源：公司提供，鹏元整理

省医药公司作为云南省内的主要医药商业流通企业，公司的批发零售业务基本都在云南省内。公司生产的药品和健康品则通过经销商销售到全国各地，其中西南、华东和华中地区是主要的销售区域，其次为华北和华南地区，市场培育较为成熟，2017 年西南、华东、东北地区增速较快；西北、东北地区的销售规模偏小，市场尚有待进一步的开拓。经济较发达的华东地区是公司积极开拓的市场，2017 年的销售增速的为 23.86%，是公司收入增长的主要动力；2017 年东北地区销售规模同比增长 15.69%，发展较好，但华南、西北地区销售规模分别下降 7.94% 和 16.51%。

表10 2016-2017 年公司自制药品和健康品的国内区域销售情况（单位：万元）

地区	2017 年			2016 年		
	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%
合计	999,972.55	100.00%	6.57%	938,350.53	100.00%	5.76%

注：日化品是健康品的主要构成，统计数据为销售口径。

资料来源：公司提供，鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年和 2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，公司财务报表均采用新会计准则编制。2017 年公司报表合并范围内减少子公司 1 家，增加子公司 1 家，变动详情见表 2。截至 2017 年 12 月末，公司报表合并范围内的子公司共 18 家，详情见附录五。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，资产流动性较好，但需关注存货规模较大、存在一定减值风险

随着业务规模的扩张，公司资产规模保持稳定增长。2017 年末公司的总资产规模为 277.03 亿元，较上年末增长 12.67%，主要体现为交易性金融资产以及存货的增长；截至 2018 年 3 月末，公司资产规模增至 286.06 亿元。公司资产以流动资产为主，2018 年 3 月末流动资产占总资产的比例为 90.85%。

表11 2016-2017 年及 2018 年 3 月末公司主要资产构成（单位：万元）

项目	2018 年 3 月		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	379,562.83	13.27%	266,632.64	9.62%	329,260.88	13.39%
交易性金融资产	592,120.83	20.70%	674,938.16	24.36%	200,230.00	8.14%
应收票据	387,708.82	13.55%	429,335.08	15.50%	394,336.18	16.04%
应收账款	154,925.36	5.42%	123,381.03	4.45%	101,203.64	4.12%
预付款项	50,152.72	1.75%	41,796.03	1.51%	46,614.12	1.90%

存货	897,572.36	31.38%	866,327.85	31.27%	691,803.04	28.14%
其他流动资产	97,925.53	3.42%	87,692.07	3.17%	434,365.72	17.67%
流动资产合计	2,598,849.98	90.85%	2,510,355.70	90.62%	2,206,768.72	89.75%
固定资产	171,868.29	6.01%	174,537.17	6.30%	178,231.94	7.25%
在建工程	19,106.74	0.67%	14,480.73	0.52%	13,738.08	0.56%
无形资产	31,681.87	1.11%	31,937.42	1.15%	23,095.82	0.94%
非流动资产合计	261,774.87	9.15%	259,897.35	9.38%	251,895.89	10.25%
资产总计	2,860,624.86	100.00%	2,770,253.05	100.00%	2,458,664.60	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收票据、存货和其他流动资产构成。2017 年末公司货币资金为 26.66 亿元，同比减少 19.02%，年末货币资金中存在使用权受限的资金规模为 9.09 亿元，系定期存款、外币保证金以及信用证保证金，受限比例为 34.09%。公司交易性金融资产全部为购买的货币基金，2017 年末为 67.49 亿元，同比大幅增长 237.08%，主要系公司根据市场情况加大低风险理财投资所致；2017 年公司购买货币基金获得收益 1.97 亿元，较上年增长 60.71%。公司应收票据均为银行承兑汇票，坏账风险较小，2017 年末公司应收票据为 42.93 亿元，同比增长 8.88%，主要系公司营业收入增长。

应收账款主要系省医药公司的应收货款。近年来为应对不断加剧的竞争，公司逐渐向优质客户放宽了商业信用期限，应收账款规模增长较快，2017 年末，公司应收账款账面价值同比增长 21.91%，2018 年 3 月末增至 15.49 亿元。2017 年末应收账款账龄在 1 年内的占比为 95.64%，前五大客户的占比为 21.70%，较为分散。公司的预付款项主要系原料采购款，2018 年 3 月末达到 5.02 亿元，较 2016 年末增长 7.59%，主要系为收购战略性中药材而支付的款项增加。公司存货以库存商品、原材料为主；其中，原材料主要为中药材、库存商品主要为药品。2017 年末公司的存货规模为 86.63 亿元（原材料 20.55 亿元、库存商品 64.91 亿元），同比增长 25.23%；其中，库存商品同比增加 16.40 亿元，主要是省医药公司为应对业务增长、两票制政策增加备货所致；原材料同比增加 1.38 亿元，主要系中药材价格上涨、公司主动收储战略性的药材原料所致。公司存货变现能力尚可，但需关注近年来药材和药品价格存在一定波动，公司存货面临一定减值风险。2017 年末公司其他流动资产为 8.77 亿元，较上年大幅减少 79.81%，主要系受市场收益影响，公司减少购买国债逆回购和银行理财产品所致，2017 年末国债逆回购和银行理财产品余额分别为 0.00 亿元和 2.07 亿元。

2017 年公司非流动资产的规模变化不大，非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。2017 年末固定资产账面价值 17.45 亿元，主要为公司房屋建筑物。2017

年末公司在建工程账面价值 1.45 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。2017 年公司无形资产主要系土地使用权，年末账面价值 3.19 亿元。

总体来说，2017 年公司资产规模快速增长，资产中货币资金、货币基金、银行承兑汇票占比合计 49.48%，整体资产流动性较好；但需关注存货规模较大，存在一定减值风险。

资产运营效率

2017 年公司存货规模增长使净营业周期有所延长；流动资产规模的增长降低了整体资产运营效率

2017 年公司应收账款周转天数与上年基本持平，为 16.63 天。由于公司业务增长以及受两票制影响带来的备货增加以及公司主动收储战略性的药材原料，期末存货规模增加，导致 2017 年存货周转天数较上年增加 23.99 天。2017 年公司采购原料增加和公司部分付款商信用期延长，使得应付账款周转天数增加 8.05 天。综合上述因素，2017 年公司净营业周期较上年延长 15.94 天。

受公司购买货币基金规模大幅增长和存货增长的影响，2017 年公司流动资产规模持续增长，使得流动资产周转天数较上年增加 36.19 天。2017 年固定资产周转效率变化不大。2017 年公司流动资产规模的增长降低了公司整体资产运营效率，总资产周转天数较上年增加 34.67 天。

总体来说，2017 年公司存货规模增长使净营业周期有所延长，流动资产规模的增长降低了整体资产运营效率。

表12 2016-2017 年公司营运效率指标（单位：天）

指标名称	2017 年	2016 年
应收账款周转天数	16.63	16.62
存货周转天数	167.63	143.64
应付账款周转天数	72.93	64.88
净营业周期	111.32	95.38
流动资产周转天数	349.21	313.01
固定资产周转天数	26.12	27.49
总资产周转天数	387.09	352.42

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2017 年公司营业收入和利润保持增长，毛利率较为稳定，盈利能力很强

2017 年公司营业收入为 243.15 亿元，较上年增长 8.50%，主要来自于工业自制品销售收入和药品批发零售收入的增长。2018 年 1-3 月公司营业收入为 63.37 亿元，较上年同期增长 7.26%。盈利方面，近年公司综合毛利率维持在 30%左右，较为稳定。

表13 2016-2017 年及 2018 年 1-3 月公司盈利能力主要指标

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年
营业收入（万元）	633,744.42	2,431,461.40	2,241,065.44
投资收益（万元）	7,888.39	27,691.16	19,385.91
营业利润（万元）	93,969.48	362,072.35	332,590.09
利润总额（万元）	94,021.46	362,184.75	339,750.54
净利润（万元）	80,588.86	313,253.42	293,088.96
综合毛利率	30.46%	31.19%	29.86%
期间费用率	16.79%	17.04%	15.23%
营业利润率	14.83%	14.89%	14.84%
总资产回报率	-	14.34%	16.06%
净资产收益率	-	18.43%	19.96%
营业收入增长率	-	8.50%	8.06%
净利润增长率	-	6.88%	6.36%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

2017 年公司期间费用率为 17.04%，较上年提升 1.81 个百分点，相比变化不大，三大费用主要系销售费用，比重为 88.91%；其次为管理费用，比重为 9.34%。2017 年公司销售费用较上年增长 29.68%，主要是市场维护费用的增加；财务费用减少 19.11%，主要系利息收入增加，但 2017 年公司财务费用为 7,254.35 万元，占公司当年收入的 1.75%，规模较小；管理费用较上年下降 20.01%，主要系原计入管理费用的各项税金改计入税金及附加科目且 2017 年公司管理效率提高所致。2017 年公司的投资收益为 2.77 亿元，较上年增长 42.84%，主要系来自于货币基金的收益 1.97 亿元，占投资收益的比重为 71.14%；其次为购买银行理财产品的收益 2,312.05 万元、国债逆回购实现的收益 3,546.56 万元和持有可供出售金融资产获得的现金分红 2,049.81 万元。

2017 年公司保持着较强的竞争优势，随着收入的增长，营业利润较上年增长 8.86%，达到 36.21 亿元；2017 年公司总资产回报率和净资产收益率分别为 14.34%和 18.43%，受整体资产效率下降的影响而分别较上年下降 1.71 个百分点和 1.52 个百分点，但公司的盈利能力仍然很强。

总体而言，2017 年公司营业收入和利润保持增长，毛利率较为稳定，盈利能力很强。

现金流

公司经营活动生成现金的能力强，资金状况良好

2017 年公司继续保持较好的销售回款，收现比为 1.15。受益于公司很强的盈利能力，2017 年经营活动生成的现金（FFO）为 30.44 亿元，较上年增长 6.26%，经营活动生成现金的能力强。2017 年公司营运资本占用方面，业务增长、主动备货的增加使得存货占用资金较上年增长 37.26%，药品批发零售业务的信用周期放宽使得经营性应收项目增长 33.63%；营运资本释放方面，公司采购并储备原料增加使得应付账款持续增长，使得整体营运资本在 2017 年增加 18.89 亿元。综上因素，公司 2017 年经营活动产生净现金流为 11.56 亿元，较上年减少 61.28%。

2017 年公司投资活动现金净流出规模 3.52 亿元，同比大幅缩小，主要系公司收回到期理财产品以及定期存款到期收回所致。公司筹资活动主要系盈利分红以及有息债务的增减，2017 年公司无大规模筹资活动，筹资活动净流出 9.12 亿元。

总体来看，公司经营活动生成现金的能力强，资金状况良好。

表14 2016-2017 年公司现金流量主要指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	1.15	1.22
经营所得现金（FFO）	304,440.25	286,498.07
净利润	313,253.42	293,088.96
营运资本变化	-188,946.75	14,788.37
其中：存货减少（减：增加）	-177,722.15	-129,480.36
经营性应收项目的减少（减：增加）	-103,056.51	-77,120.20
经营性应付项目增加（减：减少）	91,831.91	221,388.93
经营活动产生的现金流量净额	115,568.99	298,475.77
投资活动产生的现金流量净额	-35,180.07	-398,719.70
筹资活动产生的现金流量净额	-91,172.81	22,534.73
现金及现金等价物净增加额	-11,328.69	-77,196.02

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构和财务安全性

公司资产负债率仍维持在较低水平，整体偿债能力很强

受益于公司盈利的积累，2018 年 3 月末公司所有者权益增长到 189.54 亿元，较 2016 年末增长 19.63%，公司资本实力得到增强。2018 年 3 月末公司负债规模增长到 96.53 亿元，较 2016 年末增长 10.40%，主要系公司付款的商业信用期延长所致。综上因素，公司

产权比率从 2016 年末的 55.18% 下降到 2018 年 3 月末的 50.93%，所有者权益对负债的保障程度有所提升。

表15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
负债总额	965,254.24	955,961.31	874,311.94
所有者权益	1,895,370.61	1,814,291.75	1,584,352.66
产权比率	50.93%	52.69%	55.18%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

公司负债主要以流动负债为主，而流动负债主要以应付账款和其他应付款为主。公司应付票据和应付账款主要是采购原料和药品的货款，账龄主要在 1 年以内；应付票据以银行承兑汇票为主。2017 年公司付款的商业信用期延长，使得应付账款较上年增长 12.15%，年末余额为 35.84 亿元。公司预收款项主要为预收的货款，2017 年末账面价值 10.88 亿元，同比增长 1.72%，变化不大，2018 年 3 月末预收账款余额 3.83 亿元，主要系母公司预收货款大幅减少所致。其他应付款 2017 年末余额 14.15 亿元，同比大幅增长 81.27%，主要系子公司云南省医药有限公司因应收账款保理业务形成的应付保理商的款项增加，2018 年 3 月末其他应付款 19.43 亿元。

公司非流动负债主要系应付债券，2017 年末应付债券余额为 17.97 亿元，系公司 2014 年发行的 9 亿元公司债券，票面利率 5.08%，期限为 7 年；2016 年发行的 9 亿元公司债券，票面利率 2.95%，期限为 5 年。递延收益为公司收到的政府补助，2017 年末账面价值 2.18 亿元。

表16 2016-2017 年及 2018 年 3 月末公司负债主要构成（单位：万元）

项目	2018 年 3 月		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	87,152.47	9.03%	98,596.39	10.31%	118,433.46	13.55%
应付账款	396,351.93	41.06%	358,384.42	37.49%	319,564.17	36.55%
预收款项	38,291.73	3.97%	108,830.80	11.38%	106,991.28	12.24%
其他应付款	194,340.13	20.13%	141,496.12	14.80%	78,056.53	8.93%
流动负债合计	762,274.03	78.97%	752,436.94	78.71%	673,462.62	77.03%
长期借款	250.00	0.03%	250.00	0.03%	610.00	0.07%
应付债券	179,765.52	18.62%	179,718.00	18.80%	179,527.92	20.53%
递延收益	21,235.49	2.20%	21,827.16	2.28%	18,697.20	2.14%
非流动负债合计	202,980.22	21.03%	203,524.37	21.29%	200,849.32	22.97%
负债合计	965,254.24	100.00%	955,961.31	100.00%	874,311.94	100.00%
有息债务	267,167.99	27.68%	278,564.39	29.14%	299,571.38	34.26%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

公司有息债务由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券构成。截至 2018 年 3 月末，公司有息债务达到 26.72 亿元，占公司负债总额的 27.68%。公司 2018 年 3 月末的速动资产（流动资产减去存货后的部分）为 170.13 亿元，是当期末有息债务的 6.37 倍，且公司盈利能力很强，经营活动生成现金的能力强，使得公司偿债能力很强。从公司提供的有息债务本金偿还期限分布来看，主要是应付票据以及债券本金的偿还，整体偿债压力很小。

表17 2017 年末公司有息债务本金偿还期限分布（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年及以后
有息债务本金偿还计划	98,596.39	0.00	0.00	180,250.00

注：若公司债务的投资者均在回售期选择回售公司债券，则公司在 2019 年需偿付 180,000 万元的公司债券本金；否则公司将在债券到期日（即 2021 年）偿付未回售的公司债券本金。

资料来源：公司提供，鹏元整理

2018 年 3 月末公司资产负债率降至 33.74%，整体债务压力较小。2017 年末公司流动比率和速动比率分别为 3.34 和 2.18，其中 2017 年末公司流动资产中的货币资金、货币基金、银行承兑汇票合计占资产总额的比重为 49.48%，变现能力强，使得公司短期偿债能力较强。随着公司盈利的增长，2017 年公司 EBITDA 增长到 38.82 亿元，EBITDA 利息保障倍数提升到 30.36，公司 2017 年有息债务/EBITDA 仅为 0.72，公司长期偿债能力仍很强。

表18 2016-2017 年及 2018 年 3 月末公司偿债能力指标

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
资产负债率	33.74%	34.51%	35.56%
流动比率	3.41	3.34	3.28
速动比率	2.23	2.18	2.25
EBITDA（万元）	-	388,244.04	364,140.14
EBITDA 利息保障倍数	-	30.36	29.15
有息债务/EBITDA	-	0.72	0.82
债务总额/EBITDA	-	2.46	2.40
经营性净现金流/流动负债	0.04	0.15	0.44
经营性净现金流/负债总额	0.03	0.12	0.34

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

白药控股提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍能对本期债券的信用产生积极影响

白药控股向本期债券持有人出具了担保函，白药控股在该担保函中承诺，对本期债券

提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用，担保期间为本期债券存续期及本期债券到期之日起两年。

2017年6月6日，云南省国资委与新华都、江苏鱼跃签订《关于云南白药控股有限公司增资协议》，新华都向白药控股增资 1,978,950.50 万元，取得白药控股 45%股权；江苏鱼跃向白药控股增资 439,766.78 万元，取得白药控股 10%股权。2017年6月28日，白药控股完成工商变更登记，注册资本由 150,000.00 万元变更为 333,333.33 万元，股权结构变更为云南省国资委、新华都、江苏鱼跃分别持有 45%、45%、10%的股权，无任何一个股东能够实现对白药控股的实际控制，白药控股变更为无实际控制人企业。截至 2017 年末，公司为白药控股的核心资产和主要经营实体。

白药控股营业收入保持增长，2017 年实现营业收入为 224.99 亿元，较上年增长 8.34%，两大业务板块中商业销售收入实现 142.88 亿元，同比增长 7.62%，主要系业务量增长所致；工业销售收入实现 100.34 亿元，同比增长 9.70%，主要系云南白药牙膏销量增长所致。毛利率方面，2017 年综合毛利率较上年提升 1.20 个百分点，主要是因为毛利率较高的工业销售收入占营业收入的比重提升。

表19 2016-2017 年白药控股营业收入主要构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工业销售收入	1,003,369.17	65.50%	914,648.82	62.06%
商业销售收入	1,428,825.02	7.30%	1,327,596.00	7.85%
保理业务	9,061.10	96.41%	12,612.34	96.57%
其他业务收入	8,682.18	22.13%	6,526.53	24.93%
合计	2,249,937.47	31.52%	2,261,383.69	30.32%

注：其他业务收入包括技术服务、旅店饮食业、种植业销售和基金管理服务。

资料来源：白药控股 2017 年审计报告，鹏元整理

截至2017年12月31日，白药控股资产总额为555.29亿元，归属于母公司所有者权益合计为267.14亿元，资产负债率为32.36%；2017年度，白药控股实现营业收入244.99亿元，利润总额33.62亿元，经营活动现金净流出1.16亿元。白药控股近年主要财务指标见下表。

表20 白药控股主要财务指标

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	5,552,987.26	3,257,291.31	2,367,975.13
归属母公司权益合计（万元）	2,671,376.11	711,405.75	690,663.13
有息债务（万元）	508,505.18	886,029.77	461,002.41
资产负债率	32.36%	49.53%	37.21%

流动比率	4.01	2.64	3.04
速动比率	3.27	1.95	2.18
营业收入（万元）	2,449,937.47	2,261,383.69	2,094,461.24
营业利润（万元）	336,323.19	311,185.25	307,276.87
利润总额（万元）	336,169.32	254,266.90	312,913.89
综合毛利率	31.52%	30.32%	31.04%
总资产回报率	8.18%	10.10%	14.92%
EBITDA（万元）	374,978.89	297,332.52	351,287.61
EBITDA 利息保障倍数	15.52	9.97	14.39
经营活动现金流净额（万元）	-11,557.24	-16,183.73	222,372.18

资料来源：白药控股 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

总体而言，白药控股实力较为雄厚，经鹏元综合评定其主体长期信用级别为 AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，可进一步保障本期债券的安全性。

七、或有事项分析

昆明医科大学第一附属医药呈贡医院（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。根据公司于2017年11月24日披露的《关于全资子公司投资设立PPP项目公司并对其提供担保的公告》，公司全资子公司省医药公司拟以现金出资向昆明医科大学第一附属医院呈贡医院（一期工程）PPP项目公司投资入股10万元，股权比例10%，并与合作方民营资本-云南昊邦医药销售有限公司组成联合体共同对项目公司的履约行为承担连带保证责任，期限为12年，联合体最高担保总额为15.00亿元。截至2017年12月31日，公司及其子公司对外担保15.00亿元，占期末净资产的8.27%，存在一定或有负债风险。

表21 截至 2017 年 12 月 31 日公司及子公司对外担保情况（单位：万元）

担保对象	担保额度	担保类型	担保期
云南云呈医药管理有限公司	150,000.00	连带责任担保	12 年

资料来源：公司 2017 年年报，鹏元整理

八、评级结论

公司具有很强竞争优势，2017年主要产品具有很强的竞争优势，收入和利润保持增长，盈利能力很强，负债水平较低，整体偿债能力很强，资产流动性较好。

同时我们也关注到了中药材价格波动上涨，增加了中药生产企业的成本压力，公司存货可能存在一定减值风险及存在一定或有负债风险等风险因素。

基于以上情况，鹏元将公司主体长期信用等级维持为AAA，14白药01信用等级维持为AAA，16云白01信用等级维持为AAA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
货币资金	379,562.83	266,632.64	329,260.88	264,976.95
交易性金融资产	592,120.83	674,938.16	200,230.00	304,153.25
应收票据	387,708.82	429,335.08	394,336.18	360,607.07
应收账款	154,925.36	123,381.03	101,203.64	105,773.51
预付款项	50,152.72	41,796.03	46,614.12	33,329.62
应收利息	5,269.61	6,357.98	3,146.75	111.06
其他应收款	33,611.93	13,894.85	5,808.39	6,803.76
存货	897,572.36	866,327.85	691,803.04	562,500.50
其他流动资产	97,925.53	87,692.07	434,365.72	52,104.46
流动资产合计	2,598,849.98	2,510,355.70	2,206,768.72	1,690,360.17
可供出售金融资产	12,463.47	12,463.47	12,463.47	12,423.47
长期股权投资	142.44	76.8	0.00	523.54
投资性房地产	26.72	28.24	674.25	699.31
固定资产	171,868.29	174,537.17	178,231.94	164,021.32
在建工程	19,106.74	14,480.73	13,738.08	21,560.70
无形资产	31,681.87	31,937.42	23,095.82	23,883.59
商誉	1,356.54	1,356.54	1,356.54	1,284.37
长期待摊费用	1,618.95	728.86	950.63	589.78
递延所得税资产	22,515.44	22,735.66	19,761.82	12,747.78
其他非流动资产	994.42	1,552.46	1,623.34	1,000.00
非流动资产合计	261,774.87	259,897.35	251,895.89	238,733.86
资产总计	2,860,624.86	2,770,253.05	2,458,664.60	1,929,094.04
短期借款	0.00	0.00	0.00	2,000.00
应付票据	87,152.47	98,596.39	118,433.46	75,165.66
应付账款	396,351.93	358,384.42	319,564.17	246,999.25
预收款项	38,291.73	108,830.80	106,991.28	42,474.90
应付职工薪酬	5,727.40	14,747.35	13,871.50	9,746.72
应交税费	35,632.76	27,411.01	32,572.50	33,179.26
应付利息	4,693.20	2,886.45	2,888.78	984.54
应付股利	84.4	84.4	84.40	84.40
其他应付款	194,340.13	141,496.12	78,056.53	53,324.38
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	1,000.00	0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	3,651.53
流动负债合计	762,274.03	752,436.94	673,462.62	467,610.65
长期借款	250.00	250.00	610.00	610.00

应付债券	179,765.52	179,718.00	179,527.92	89,716.08
长期应付款	481.48	481.48	481.48	481.48
长期应付职工薪酬	1,190.66	1,190.66	1,475.66	1,788.17
递延所得税负债	57.06	57.06	57.06	0.00
递延收益-非流动负债	21,235.49	21,827.16	18,697.20	16,107.12
非流动负债合计	202,980.22	203,524.37	200,849.32	108,702.86
负债合计	965,254.24	955,961.31	874,311.94	576,313.50
实收资本(或股本)	104,139.97	104,139.97	104,139.97	104,139.97
资本公积金	124,721.58	124,721.58	124,721.58	124,985.67
其它综合收益	1.18	1.18	2.12	2.12
盈余公积金	94,036.85	94,036.85	84,943.56	77,045.52
未分配利润	1,561,476.98	1,480,852.45	1,258,759.57	1,037,127.73
归属于母公司所有者权益合计	1,884,376.55	1,803,752.03	1,572,566.80	1,343,301.01
少数股东权益	10,994.06	10,539.72	11,785.86	9,479.52
所有者权益合计	1,895,370.61	1,814,291.75	1,584,352.66	1,352,780.53
负债和所有者权益总计	2,860,624.86	2,770,253.05	2,458,664.60	1,929,094.04

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年	2015 年
营业总收入	633,744.42	2,431,461.40	2,241,065.44	2,073,812.62
营业收入	633,744.42	2,431,461.40	2,241,065.44	2,073,812.62
营业总成本	551,673.06	2,110,888.22	1,928,468.39	1,774,487.84
营业成本	440,729.65	1,673,157.52	1,571,796.12	1,440,590.48
营业税金及附加	4,529.23	16,965.29	15,383.12	10,447.42
销售费用	91,669.37	368,351.24	284,048.87	270,956.15
管理费用	10,972.65	38,676.32	48,354.36	49,320.86
财务费用	3,772.17	7,254.35	8,968.28	1,311.21
资产减值损失	0.00	6,483.50	-82.36	1,861.71
加：投资收益	7,888.39	27,691.16	19,385.91	17,499.35
资产处置收益	0.00	5,971.10	607.13	0.00
其他收益	4,009.73	7,836.90	0.00	0.00
营业利润	93,969.48	362,072.35	332,590.09	316,824.13
加：营业外收入	101.70	703.96	8,317.71	7,496.65
减：营业外支出	49.72	591.56	1,157.26	2,787.26
利润总额	94,021.46	362,184.75	339,750.54	321,533.52
减：所得税	13,432.60	48,931.34	46,661.58	45,975.41
净利润	80,588.86	313,253.42	293,088.96	275,558.11

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年	2015 年
销售商品、提供劳务收到的现金	757,468.79	2,806,290.41	2,727,458.25	2,245,280.59
收到的税费返还	106.88	1,352.61	857.62	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	41,775.39	78,332.96	12,504.29	15,881.70
经营活动现金流入小计	799,351.07	2,885,975.98	2,740,820.15	2,261,162.28
购买商品、接受劳务支付的现金	608,638.64	2,131,057.55	1,906,056.16	1,566,848.97
支付给职工以及为职工支付的现金	32,536.38	127,826.33	118,786.09	108,539.93
支付的各项税费	39,262.24	187,772.16	186,416.37	147,824.42
支付其他与经营活动有关的现金	86,377.98	323,750.95	231,085.75	219,998.92
经营活动现金流出小计	766,815.24	2,770,406.99	2,442,344.38	2,043,212.24
经营活动产生的现金流量净额	32,535.82	115,568.99	298,475.77	217,950.04
收回投资收到的现金	79,185.79	672,556.37	302,217.24	173,374.46
取得投资收益收到的现金	7,883.53	28,753.83	18,575.84	16,363.05
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.45	6,235.10	651.90	12.70
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	52,023.47	420.23	0.00
投资活动现金流入小计	87,069.76	759,568.77	321,865.22	189,750.22
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,666.39	19,320.68	14,063.20	13,580.47
投资支付的现金	4,000.00	775,428.15	556,405.60	272,375.21
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	8,612.03	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	141,504.08	0.00
投资活动现金流出小计	6,666.39	794,748.84	720,584.92	285,955.68
投资活动产生的现金流量净额	80,403.38	-35,180.07	-398,719.70	-96,205.46
吸收投资收到的现金	490.00	0.00	1,190.00	0.00
取得借款收到的现金	0.00	0.00	89,654.40	2,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	3,066.46	3,562.72	43,982.38
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	490.00	3,066.46	94,407.12	45,982.38
偿还债务支付的现金	0.00	1,110.00	2,000.00	2,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	498.43	93,079.27	69,168.78	58,794.75
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	50.00	703.61	45,501.28
筹资活动现金流出小计	498.43	94,239.27	71,872.39	106,296.03
筹资活动产生的现金流量净额	-8.43	-91,172.81	22,534.73	-60,313.65
汇率变动对现金的影响	0.00	-544.81	513.19	440.07
现金及现金等价物净增加额	112,930.77	-11,328.69	-77,196.02	61,871.00

期初现金及现金等价物余额	175,742.07	187,071.35	264,267.37	202,396.37
期末现金及现金等价物余额	288,672.85	175,742.66	187,071.35	264,267.37

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	313,253.42	293,088.96	275,558.11
加：资产减值准备	6,483.50	-82.36	1,861.71
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	11,711.88	10,704.64	11,208.38
无形资产摊销	1,253.09	951.05	975.78
长期待摊费用摊销	306.06	243.41	358.90
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-5,971.10	-467.61	-399.06
固定资产报废损失	105	68.81	0.00
财务费用	7,963.40	8,334.06	6,486.34
投资损失	-27,691.16	-19,385.91	-17,499.35
递延所得税资产减少	-2,973.84	-7,014.04	-760.67
递延所得税负债增加	0.00	57.06	0.00
存货的减少	-177,722.15	-129,480.36	-64,170.60
经营性应收项目的减少	-103,056.51	-77,120.20	-70,991.47
经营性应付项目的增加	91,831.91	221,388.93	78,132.77
其他	75.52	-2,810.68	-2,810.79
经营活动产生的现金流量净额	115,568.99	298,475.77	217,950.04
现金的期末余额	175,742.66	187,071.35	264,267.37
减：现金的期初余额	187,071.35	264,267.37	202,396.37
现金及现金等价物净增加额	-11,328.69	-77,196.02	61,871.00

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
资产负债率	33.74%	34.51%	35.56%	29.87%
流动比率	3.42	3.34	3.28	3.61
速动比率	2.23	2.18	2.25	2.41
综合毛利率	30.46%	31.19%	29.86%	30.53%
期间费用率	16.79%	17.04%	15.23%	15.51%
营业利润率	14.83%	14.89%	14.84%	15.28%
总资产回报率	-	14.34%	16.06%	18.49%
净资产收益率	-	18.43%	19.96%	22.20%
EBITDA（万元）	-	388,244.04	364,140.14	341,955.70
EBITDA 利息保障倍数	-	30.36	29.15	43.40
有息债务/EBITDA	-	0.72	0.82	0.49
债务总额/EBITDA	-	2.46	2.40	1.69
经营性净现金流/流动负债	0.04	0.15	0.44	0.47
经营性净现金流/负债总额	0.03	0.12	0.34	0.38
收现比	1.20	1.15	1.22	1.08
产权比率	50.93%	52.69%	55.18%	42.60%
应收账款周转天数	-	16.63	16.62	14.00
存货周转天数	-	167.63	143.64	132.55
应付账款周转天数	-	72.93	64.88	56.50
净营业周期（天）	-	111.32	95.38	90.05
流动资产周转天数	-	349.21	313.01	268.79
固定资产周转天数	-	26.12	27.49	28.58
总资产周转天数	-	387.09	352.42	309.28

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

附录五 2017年末公司合并范围内子公司情况（单位：万元）

子公司名称	业务性质	注册资本	持股比例	取得方式
云南白药集团大理药业有限责任公司	药业	1,551.50	100.00%	设立或投资
云南白药集团医药电子商务有限公司	日用品批发、零售	3,000.00	100.00%	设立或投资
云南省医药有限公司	医药批发、零售	70,000.00	100.00%	设立或投资
云南白药集团中药资源有限公司	药业	1,640.00	100.00%	设立或投资
云南白药集团无锡药业有限公司	药业	2,500.00	100.00%	设立或投资
云南白药集团健康产品有限公司	口腔清洁用品生产和销售	8,450.00	100.00%	同一控制下企业合并
云南省药物研究所	现代技术服务业	5,408.00	100.00%	同一控制下企业合并
云南白药清逸堂实业有限公司	一次性卫生用品、日用品的生产	2,857.14	40.00%	非同一控制下企业合并
云南白药集团文山七花有限责任公司	药业	1,730.00	100.00%	设立或投资
云南白药集团丽江药业有限公司	药业	2,438.05	100.00%	设立或投资
云南省医药玉溪销售有限公司	医药批发、零售	1,000.00	51.00%	设立或投资
云南白药集团中药材优质种源繁育有限责任公司	药业	2,100.00	100.00%	设立或投资
云南白药大药房有限公司	药业	4,000.00	100.00%	设立或投资
云南白药集团太安生物科技产业有限公司	种子、种苗培育、销售	800.00	100.00%	设立或投资
丽江云全生物开发有限公司	药业	1,960.00	70.00%	非同一控制下企业合并
云南白药集团楚雄健康产品有限公司	化妆品生产销售	400.00	100.00%	设立或投资
云南天正检测有限公司	实验检测、技术咨询	2,000.00	100.00%	设立或投资
昆明清逸堂现代商务有限公司	一次性卫生用品、日用品的销售	1,000.00	40.00%	非同一控制下企业合并

资料来源：公司2017年年报，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
固定资产周转天数	$360 / (营业收入 / [(本年固定资产总额 + 上年固定资产总额) / 2])$
应收账款周转天数	$360 / (营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2])$
存货周转天数	$360 / (营业成本 / [(期初存货 + 期末存货) / 2])$
应付账款周转天数	$360 / (营业成本 / [(期初应付账款余额 + 期末应付账款余额) / 2])$
净营业周期 (天)	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
总资产周转天数	$360 / (营业收入 / [(本年资产总额 + 上年资产总额) / 2])$
综合毛利率	$(营业收入 - 营业成本) / 营业收入 \times 100\%$
营业利润率	营业利润 / 营业收入 $\times 100\%$
净资产收益率	净利润 / $((本年所有者权益 + 上年所有者权益) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / ((本年资产总额 + 上年资产总额) / 2) \times 100\%$
期间费用率	$(销售费用 + 管理费用 + 财务费用) / 营业收入 \times 100\%$
EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销 + 预提费用增加 + 待摊费用减少
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 递延所得税资产的减少 + 递延所得税负债的增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
营运资本变化	存货的减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计$
长期有息债务	长期借款 + 应付债券
短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的长期有息债务
有息债务	长期有息债务 + 短期有息债务

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。