



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪844号

华东医药股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“华东医药股份有限公司2015年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本次跟踪主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持本次债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年六月二十七日

华东医药股份有限公司 2015 年公司债券跟踪评级报告（2018）

发行主体	华东医药股份有限公司		
债券简称	15 华东债		
债券代码	112247.SZ		
发行规模	人民币 10 亿元		
存续期限	5 年期：2015/05/19—2020/05/19		
上次评级时间	2017/4/28		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定

概况数据

华东医药	2015	2016	2017	2018.03
所有者权益（亿元）	32.43	76.42	88.09	95.00
总资产（亿元）	114.17	144.56	159.87	173.48
总债务（亿元）	43.57	19.78	17.42	17.23
营业总收入（亿元）	217.27	253.80	278.32	78.37
营业毛利率（%）	23.98	24.27	26.12	31.65
EBITDA（亿元）	17.55	21.77	26.78	-
所有者权益收益率（%）	35.52	20.09	21.44	29.09
资产负债率（%）	71.59	47.14	44.90	45.24
总债务/EBITDA（X）	2.48	0.91	0.65	-
EBITDA 利息倍数（X）	9.75	26.10	35.89	-
远大集团	2015	2016	2017	
所有者权益（亿元）	108.11	129.82	190.91	
总资产（亿元）	395.58	479.44	516.24	
总债务（亿元）	171.92	202.40	175.20	
营业总收入（亿元）	922.48	1,172.32	1,473.05	
营业毛利率（%）	10.65	11.00	9.70	
EBITDA（亿元）	43.24	53.51	43.10	
所有者权益收益率（%）	20.95	22.39	9.54	
资产负债率（%）	72.67	72.92	63.02	
总债务/EBITDA（X）	3.98	3.78	4.06	
EBITDA 利息倍数（X）	5.09	5.82	4.94	

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、华东医药 2018 年一季度所有者权益收益率经年化处理；
3、远大集团 2016~2017 年其他流动负债中的融资款部分调整至当年的短期债务进行相关指标计算；2015~2017 年长期应付款中的融资租赁款调整至当年的长期债务。

基本观点

2017 年医药制造行业延续了企稳回暖的态势，同时在人口老龄化、居民医疗消费水平提高、医保覆盖率提高等因素的推动下，行业仍将保持较好的发展前景。跟踪期内，华东医药股份有限公司（以下简称“华东医药”或“公司”）核心产品保持较强竞争优势，医药商业在浙江省内的领先地位稳定，且其财务杠杆水平下降，债务期限结构持续优化。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到担保方中国远大集团有限责任公司（以下简称“远大集团”）债务期限结构有待改善、远大集团间接控股子公司因涉嫌操作期货市场正在配合有关部门调查等因素可能对公司经营及本次债券整体信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持公司主体信用等级 AA⁺，评级展望稳定，维持“华东医药股份有限公司 2015 年公司债券”信用等级 AA⁺。该债券级别考虑了远大集团提供的全额不可撤销连带责任保证担保对本次债券偿付的保障作用。

正 面

- 医药制造行业保持较好的发展态势。2017 年医药制造行业延续了企稳回暖的态势，行业的收入和利润均实现较快增长，且在人口老龄化、居民医疗消费水平提高、医保覆盖率提高等因素的推动下，将继续保持较好的发展前景。
- 公司核心产品保持较强竞争优势。2017 年公司核心品种百令胶囊和阿卡波糖销量持续较快增长，均成为 20 亿元级的重磅产品，2017 年市场占有率均位居行业前列，核心产品市场竞争优势依然较强。
- 公司医药商业在浙江省内的领先地位稳定。2017 年公司分别收购华东医药存德（舟山）有限公司 80%股权和华东医药岱山有限公司 67.40%股权，并已全面纳入公司商业网络系统，提升了公司在舟山地区的市场覆盖率和竞

分析师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

蒋 捷 tjiang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月27日

争力。同时，公司加快全省营销网络建设，销售渠道持续拓宽，医药商业板块仍位于浙江省内领先地位。2017 年医药商业板块实现营业收入 211.90 亿元，同比增长 7.36%。

- 公司财务杠杆水平下降，债务期限结构持续优化。截至 2017 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 44.90%和 16.51%，同比分别下降 2.24 个百分点和 4.05 个百分点。同期末，华东医药总债务降至 17.42 亿元，长短期债务比降至 0.73 倍，债务期限结构进一步优化。

关 注

- 担保方远大集团债务期限结构有待改善。近年远大集团有息债务主要以短期债务为主。截至 2017 年末，有息债务为 175.20 亿元，其中短期债务为 114.85 亿元，短期债务占比较高，债务期限结构有待改善。
- 远大集团间接控股子公司因涉嫌操作期货市场正在配合有关部门调查。天健会计师事务所（特殊普通合伙）对担保方远大集团发表带强调事项段的无保留意见的 2017 年审计报告，强调事项段为远大集团的间接控股子公司远大物产集团有限公司因涉嫌操作期货市场正在配合有关部门调查，截至审计报告日，该案件尚在审理中，中诚信证评将该事件进展保持关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金使用情况

华东医药股份有限公司 2015 年公司债券（以下简称“本次债券”）于 2015 年 5 月 19 日完成发行，发行规模为 10 亿元，期限为 5 年。本次债券募集资金已于 2015 年 5 月 19 日全部到位，截至 2017 年末，募集资金剩余 9.92 亿元。

行业状况

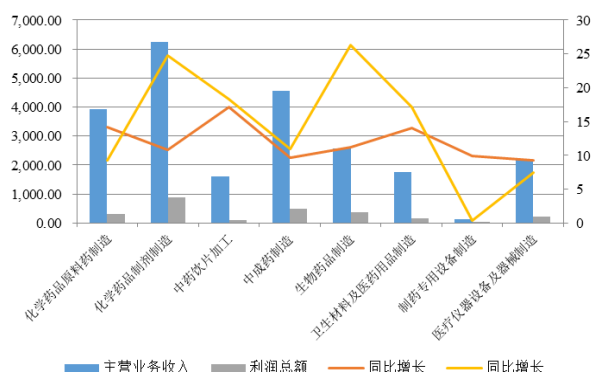
2017 年，医药制造行业延续企稳回暖的态势，行业的收入和利润均实现较快增长

2017 年，在创新政策扶持力度不断加大、市场需求依然强劲以及药品价格下降空间逐步收窄的影响下，医药制造行业延续企稳回暖的态势。根据国家统计局数据，2017 年医药制造业主营业务收入为 28,185.50 亿元，同比增长 12.5%；利润总额为 3,314.10 亿元，同比增长 17.8%，收入及利润总额增速分别较 2016 年同期上升 2.8 个百分点和 3.9 个百分点。从长期来看，在人口老龄化、居民医疗消费水平提高、医保覆盖率提高等因素的推动下，我国的医药行业仍具有较好的增长空间。

从医药制造子行业来看，根据工信部公布的 2017 年前三季度医药制造子行业的业绩显示，前三季度中药饮片行业收入保持了较高的增长速度，增速达 17.20%，其次是化学药品原料药、卫生材料及医药用品等；而化学药品制剂、中成药、制药专用设备、医疗仪器设备及器械制造均低于行业平均增速。从利润端情况看，生物药品行业受疫苗行业回暖的影响，刚需得以释放，同时流通渠道改革的完成带来利润的高速增长，全年增速为 26.26%，系利润总额增长最快的子行业。

图 1：2017 年前三季度医药制造子行业收入及利润增速

单位：亿元、%



资料来源：中华人民共和国工业和信息化部，中诚信证评整理

2017 年，我国继续推进仿制药的一致性评价；国家通过深化审评审批制度改革，鼓励药品创新，未来研发实力突出的制药企业有望保持其竞争优势

近年来为提升国产制药水平，提高国产药品的有效性和安全性，国家在存量药品方面推进仿制药一致性评价，鼓励企业研发创新。2016 年 3 月国务院印发《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，提出进行一致性评价来提高仿制药质量；2017 年 12 月 29 日，CFDA 公布了首批通过一致性评价品种名单，共 17 个品种获批，通过仿制药一致性评价的品种将在采购、医保及生产等方面享受支持。通过一致性评价，行业集中度将得以提升。

2017 年 10 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》，从改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力、加强组织实施六大方面提出 36 条具体意见。同月，CFDA 发布《中华人民共和国药品管理法修正案（草案征求意见稿）》，将 MAH 写入法律并要求全面落实，MAH 可在一定程度上缓解目前“捆绑”管理模式下出现的问题，从源头上抑制制药企业的低水平重复建设，提高新药研发的积极性。

医保控费及医保目录方面，2017 年 1 月，国家发改委、卫计委、人社部三部委联合下发《关于推进按病种收费工作的通知》；2017 年 6 月，国务院办公厅又下发了《关于进一步深化基本医疗保险支

付方式改革的指导意见》，要求从 2017 年起，全面推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式。2017 年底，安徽、山西等多个省份陆续出台政策，按病种付费试点范围扩展明显提速。医保目录方面，2017 年 2 月，人社部发布新版医保目录，随后确定 44 个纳入医保目录谈判范围的医药名单；4 月，人社部发布《关于公开征求建立完善基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录动态调整机制有关意见建议的通知》，医保药品目录将进入动态调整阶段，常态化、动态化的医保用药准入退出机制，是新版医保目录的一大亮点，这将推动制药企业更关注产品的疗效、安全性与经济性之间的考量。

随着“两票制”在全国各省的全面推行，医药流通行业集中度将得以提升

医药流通方面，2017 年，“两票制”在各省全面推进，截至 2017 年末，福建、安徽、青海、重庆、上海等 20 个省份已经开始执行，2018 年初，广西、贵州、湖北、江西、宁夏、西藏、新疆和北京 8 个省/直辖市开始执行。此外，广东、河南、云南、甘肃将于 2018 年年内全面推行“两票制”。“两票制”的执行可最大限度压缩药品流通环节的长度和宽度，通过减少层层加价来降低药品价格，并通过加强对药品的监督来保障用药安全；医药流通行业领先的企业可通过资金优势、规模效益以及更健全的销售网络取得更大的优势，行业集中度将得以提升。

中诚信证评认为，一致性评价的推进与创新药研发的鼓励政策，对国产制药水平的提升有着重要的意义，研发实力突出的企业将保持其竞争优势。医保控费目标的建立及医保目录的动态调整政策，将对制药企业产品的疗效及经济性提出更高的要求。此外，随着“两票制”在全国各省的陆续执行，医药流通行业的集中度将得以提升。

业务运营

公司系一家集医药研发、药品生产、批发零售、医药物流、健康产业于一体的大型综合性医药企业。2017 年公司实现营业收入 278.32 亿元，同比

增长 9.66%，增速较上年下降 7.15 个百分点，主要系浙江省两票制在 2017 年 11 月正式实行，医药商业板块中的调拨业务（医药流通企业将医药产品销售给另一个流通企业）在 2017 年 4 季度因该政策的影响集中流失所致，该方面影响在 2018 年初基本消除。分业务板块来看，医药商业板块实现营业收入 211.90 亿元，同比增长 7.36%，毛利率略增至 7.43%；医药制造板块实现营业收入 66.42 亿元，同比上升 17.70%，毛利率进一步上升至 85.76%，公司医药制造板块毛利率较高，是其主要的利润贡献点。

表 1：2016~2017 年公司各业务板块营业收入及毛利率

单位：亿元、%

项目	2016			2017		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
医药商业	197.37	77.77	7.29	211.90	76.14	7.43
医药制造	56.43	22.23	83.68	66.42	23.86	85.76
合计	253.80	100.00	24.27	278.32	100.00	26.12

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年公司核心品种百令胶囊和卡博平销量持续较快增长，均成为 20 亿元级的重磅产品，市场竞争优势依旧突出；公司研发投入不断加强、在研项目丰富，其未来经营业绩较有保障

医药制造业方面，公司医药工业以科研和市场为中心，继续专注专科、特殊用药领域，目前主要专注糖尿病、发酵虫草菌粉、器官移植免疫抑制和消化系统等四大产品领域，公司是器官移植免疫抑制药物和糖尿病药物在国内品种最全、产销量最大的制造企业，同时其在免疫移植、糖尿病、消化道和肾病治疗领域亦保持国内领先的市场份额。2017 年，公司除了继续保持原有四大产品领域的优势外，同时向抗肿瘤、心血管、抗重症感染、生物及单抗药物等四大新领域积极拓展。2017 年公司共取得了 2 个新药生产批件和 6 个新药临床批件，科研与营销建立起了产品二次开发的联动机制，8 个产品完成 BE 样品制备。

原料采购方面，2017 年公司工业生产对外采购的原材料以玉米粉、黄豆粉、葡萄糖、酵母浸出汁、蛋白胨等发酵基础为主，百令胶囊上游为虫草菌丝

体，公司受上游原料限制和成本上涨的影响较小。

生产方面，公司继续全面推进第三次产品结构大调整工作，正式启动了江东项目二期和中美华东综合质量检验楼的开工建设。江东项目二期规划建设成为现代化、国际化的生物医药生产基地，该项目系浙江省重点工业建设项目、浙江省重大产业示范项目、杭州市工业统筹重点创新项目，项目占地约 224 亩，总投资约 28 亿元，截至 2017 年末已投资 0.77 亿元。江东项目二期已于 2017 年 7 月开工建设，于 2017 年 12 月初完成土建桩基工程，截至 2017 年末已进入厂房主体施工阶段，2018 年将完成所有厂房结顶和主要设备招标，预计到 2019 年 6 月底前完成土建工程并开始设备安装，2020 年全面完成建设，2021 年正式投入使用。截至 2017 年末，公司在建项目主要有 11 个，总投资 41.13 亿元，其中已投资 11.66 亿元，尚需投资 29.47 亿元。

销售方面，2017 年公司核心子公司杭州中美华东制药有限公司（以下简称“中美华东”）实现营业收入 66.13 亿元，同比增加 21.72%；实现净利润 13.36 亿元，同比增加 21.57%。中美华东产品中的百令胶囊全年销售收入达 22.67 亿元，2017 年市场占有率为 54%，排名第 1；卡博平全年销售收入达到 20.00 亿元，市场占有率约 38%，排名第 2，均具有很强的竞争优势。同期，公司免疫抑制剂类产品新赛斯平、赛可平和赛福开以及消化类产品泮立苏针、泮立苏胶囊年营业收入均超过 3.5 亿元，亦是公司收入的重要来源，且市场占有率仍排名前列。人员配置方面，全年新增大区 19 个，新增推广部(组)154 个，中美华东药学服务人员净增 1,000 人以上，总数已超过 4,100 人。

表 2：2017 年公司主要产品销售情况

单位：亿元、%

类别	产品	营业收入	2017 年市场占有率	2017 年市场排名
中药	百令胶囊	22.67	54%	1
	新赛斯平	4.26	55%	1
免疫抑制剂	赛可平	4.67	39%	1
	赛福开	4.06	29%	2
消化	泮立苏针	3.84	34%	1
	泮立苏胶囊	4.22		
内分泌	卡博平	20.00	38%	2
合计		63.72	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

产品认证方面，公司生产系统与质量系统联合加快重点产品的国际化进程，注射用泮托拉唑钠和泮托原料药通过 FDA 现场核查，ANDA（简略新药申请）正等待最终的审核通过；阿卡波糖、辛伐他汀片、奥美拉唑肠溶胶囊通过欧盟现场核查；他克莫司胶囊完成了海外 BE 实验，并已向美国 FDA 提交了 ANDA 申请。达托霉素、阿卡波糖等产品的美国 ANDA 申请的准备工作正在按计划开展。

研发方面，2017 年公司继续加大研发投入，大力提高研发能力和效率，继续在慢性肾病、免疫抑制剂类、内分泌类及消化系统用药四大传统优势领域进行研发布局，同时向抗肿瘤、心血管、抗重症感染、生物及单抗药物等四大新领域积极拓展。跟踪期内，公司及控股子公司直接、间接用于研发方面的支出总额约 4.62 亿元，同比大幅增长 74.84%，占全年医药制造收入比例约为 6.95%。2017 年公司重点研发项目进展顺利，取得中药百令片的生产批文，卡格列净二甲双胍复方片和达巴万星及其冻干粉针 2 个新药临床批文、吡格列酮二甲双胍复方片新规格（15/850mg）临床批文，均即将开展临床试验。并且，公司与美国 vTv 公司签署许可协议，获得其研发的用于治疗 2 型糖尿病的全球首创的小分子 GLP-1 口服糖尿病药物 TTP-273 于中国、韩国、澳大利亚等 16 个国家和地区的知识产权和商业权利的独家许可，有利于公司加快国际化发展步伐，并对公司初步形成糖尿病临床主流用药的全覆盖起到了积极作用。另外公司创新药研发进度继续

推进，为其未来产品线的丰富以及经营业绩的持续增长奠定基础。

公司积极应对两票制的实施，加快全省营销网络建设，销售渠道持续拓宽，医药商业持续处于浙江省内领先地位

医药商业方面，公司医药商业板块连续十余年在浙江省拥有领先的行业地位。公司传统主营业务以医药产品的销售和物流配送为主，销售的产品有西药、中成药、中药饮片、医疗器械等，并拥有完善的浙江全省商业网络和深度渗透的基层终端。公司积极应对两票制的实施，加快全省营销网络建设，完善省内配送链布局。2017 年公司分别收购华东医药存德（舟山）有限公司 80% 股权和华东医药岱山有限公司 67.40% 股权，并已全部纳入公司商业网络系统，提升了公司在舟山地区的市场覆盖率和竞争力。

销售渠道方面，公司继续保持向省市大医院提供药事药品物流延伸服务合作。同时，公司扩大医院市场销售覆盖，大力开拓民营医院市场份额，继续推进与民营医院药品采购的托管合作模式拓展与药品销售（物流）延伸等服务，积极开展药品销售新模式，参与互联网医院药品经营和配送合作。公司还与市内大医院、大企业合作，将医院门诊前移到企业里去，通过创新建立企业特色门诊，提升大医院优质医疗资源在基层的延伸和覆盖，为企业员工提供足不出户就能看病就诊的便捷服务。

此外，公司子公司华东宁波医药有限公司继续在医美和大健康领域内专注创新与专业化推广，主要代理进口美容产品，2017 年销售突破 7 亿元。

财务分析

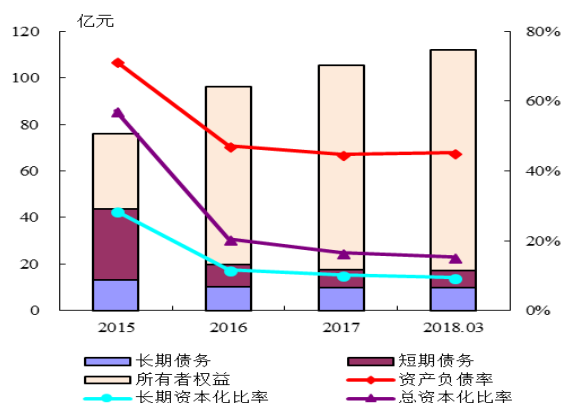
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告，以及未经审计的 2018 年一季度财务报表。

资本结构

跟踪期内，公司业务规模持续增长，其资产及负债规模均有所增长。截至 2017 年末，公司总资产为 159.87 亿元，同比增长 10.59%；同期，公司

负债总计为 71.78 亿元，同比增长 5.34%。所有者权益方面，截至 2017 年末，公司所有者权益为 88.09 亿元，较上年增长 15.27%，主要系公司留存收益增加。另截至 2018 年 3 月末，公司总资产为 173.48 亿元，负债总额为 78.48 亿元，所有者权益为 95.00 亿元。

图 2：2015~2018.03 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产结构方面，公司资产以流动资产为主，截至 2017 年末，公司流动资产为 127.93 亿元，占总资产的比率为 80.02%，占比较上年末小幅下降 0.79 个百分点；非流动资产为 31.94 亿元，占总资产的比率为 19.98%。流动资产方面，公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。截至 2017 年末，公司货币资金为 25.05 亿元，同比减少 5.87%，其中受限资金 1.32 亿元，全部为保证金；公司应收账款为 48.85 亿元，同比增加 9.38%，主要为一年以内到期的应收账款；公司存货为 34.06 亿元，同比增加 10.44%，主要为库存商品 25.80 亿元。非流动资产方面，公司非流动资产主要由固定资产和可无形资产构成。截至 2017 年末，公司固定资产和无形资产分别为 19.77 亿元和 6.10 亿元，公司固定资产主要为房屋建筑物及专用设备，无形资产主要为土地使用权和非专利技术。另截至 2018 年 3 月末，公司流动资产为 138.45 亿元，占总资产比例为 79.81%。

负债结构方面，公司负债主要由应付账款、其他应付款及有息债务构成。截至 2017 年末，公司应付账款为 34.52 亿元，同比增加 2.96%，主要为货款；公司其他应付款为 11.22 亿元，同比增加 21.30%，主要为应付暂收款。债务规模方面，截至

2017 年末，公司总债务为 17.42 亿元，较上年末减少 11.94%，长短期债务较上年相比均减少，长短期债务比由上年的 0.96 倍进一步下降至 0.75 倍。

从财务杠杆比率来看，受公司总债务规模减少影响，公司资产负债率呈下降趋势。截至 2017 年末，公司资产负债率为和总资本化比率分别为 44.90% 和 16.51%，分别同比下降 2.24 个百分点和 4.05 个百分点。另截至 2018 年 3 月末，公司资产负债率为和总资本化比率分别为 45.24% 和 15.35%

总体来看，随着业务规模扩大，公司资产规模稳步上升，同时受益于总债务规模持续减少，公司财务杠杆有所下降。

盈利能力

从收入规模看，2017 年公司实现营业收入 278.32 亿元，同比增长 9.66%。分业务类型来看，2017 年公司医药商业板块实现营业收入 211.90 亿元，同比增长 7.36%；医药制造板块实现营业收入 66.42 亿元，同比上升 17.70%。毛利率方面，近年来毛利率水平呈上升趋势，2017 年公司营业毛利率为 26.12%，同比上升 1.85 个百分点。此外，2018 年 1~3 月公司实现营业收入 78.37 亿元，毛利率为 31.65%。

期间费用方面，公司期间费用以销售费用为主，2017 年发生销售费用 37.29 亿元，同比增长 13.04%，主要系销售人员差旅费和薪酬、产品推广和市场维护费用。2017 年，公司合计发生期间费用 48.44 亿元，三费收入占比为 17.41%，较上年上升 1.05 个百分点，公司整体期间费用控制能力有所波动，但与同行业公司相比处于较好水平。

表 3：2015~2018.Q1 公司期间费用分析

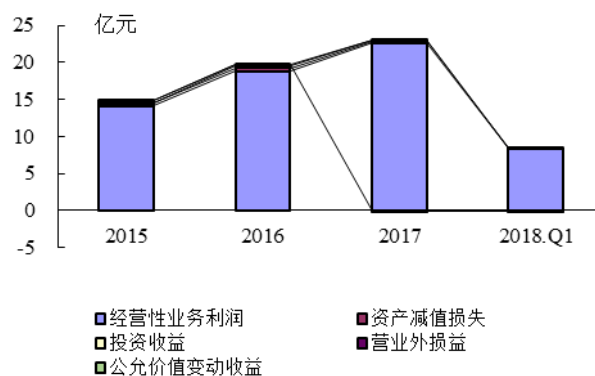
	单位：亿元、%			
	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	27.69	32.99	37.29	13.39
管理费用	7.22	7.59	10.68	2.46
财务费用	2.06	0.94	0.47	0.06
三费合计	36.97	41.52	48.44	15.91
营业总收入	217.27	253.80	278.32	78.37
三费收入占比	17.02	16.36	17.41	20.30

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2017 年，公司当年实现经营性业务利

润 22.63 亿元，同比增加 20.56%。全年公司实现利润总额为 23.24 亿元，同比增长 23.49%，主要系公司主要产品卡博平、新赛斯平、赛可平、赛富开以及泮立苏胶同比销量增加较大，利润总额同步有所增长。

图 3：2015~2018.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于公司业务的稳步发展，2017 年公司主营业务收入和毛利率呈上升趋势，公司整体盈利能力较好。

偿债能力

债务规模方面，截至 2018 年 3 月末，公司总债务为 17.23 亿元，其中短期债务 7.30 亿元，长期债务 9.93 亿元，长期债务全部为应付债券，于 2020 年到期，公司长短期债务比为 0.73 倍。

从现金流来看，公司经营活动净现金流状况较好，2017 年其经营活动产生现金净流入为 16.61 亿元，同比增长 23.32%；同期公司经营净现金流/总债务为 0.95 倍，经营活动净现金流利息保障倍数升至 22.26 倍，经营性净现金流可对债务利息形成有效保障。

获现能力方面，2017 年公司 EBITDA 增至 26.78 亿元，较上年增加 23.03%；总债务/EBITDA 为 0.65 倍，EBITDA 利息保障倍数升至 35.89 倍，EBITDA 对债务和利息支出的保障程度很强。

表 4：2015~2018.Q1 公司偿债能力分析

	2015	2016	2017	2018.Q1
总债务（亿元）	43.57	19.78	17.42	17.23
短期债务（亿元）	30.56	9.67	7.49	7.30
长期债务（亿元）	13.01	10.11	9.92	9.93
EBITDA（亿元）	17.55	21.77	26.78	-
经营活动净现金流（亿元）	6.59	13.47	16.61	-5.57
经营活动净现金流/总债务（X）	0.15	0.68	0.95	-1.29
经营活动净现金流/利息支出（X）	3.66	16.15	22.26	-
EBITDA 利息倍数（X）	9.75	26.10	35.89	-
总债务/EBITDA（X）	2.48	0.91	0.65	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

此外，公司与银行保持着良好的合作关系。截至 2017 年末，公司获得授信额度合计为人民币 74.49 亿元，其中 68.38 亿元授信额度未使用。

或有负债方面，截至 2017 年末，公司无对外担保，对子公司担保余额为 1.31 亿元，此外公司无重大对外诉讼等或有负债事项。

总体来看，2017 年公司自有资本实力不断增强，财务结构稳健，营业收入稳步增长，整体具备较强的盈利能力和获现能力，经营性净现金流较为充裕，EBITDA 对债务本息的覆盖程度较高，其偿债能力很强。

担保实力

中国远大集团有限责任公司（以下简称“远大集团”）为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

远大集团由北京炎黄置业有限公司和北京远大华创投资有限公司共同出资组建，于 1993 年 10 月在国家工商行政管理总局登记注册，2017 年母公司北京远大华创投资有限公司对公司增资 50 亿元，截至 2017 年末，公司注册资本为 583,800 万元。

远大集团业务范围涵盖医药健康、贸易流通、置业投资和综合服务四大板块，其中贸易流通和医药健康系远大集团最主要的收入来源。近年来远大集团营业收入持续增长，2017 年其营业收入为 1,473.05 亿元，较上年增长 25.65%，其中贸易流通业务收入 1,101.80 亿元，同比增长 30.78%；医药业务收入 361.57 亿元，同比增长 12.93%，上述两者

营业收入合计占同期营业总收入的 99.34%。

表 5：2016~2017 年公司主营业务板块营业收入及毛利率

单位：亿元、%

项目	2016			2017		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
医药	320.18	27.42	31.44	361.57	24.63	34.30
地产及物业管理	2.49	0.21	41.25	0.56	0.04	41.73
综合服务	2.70	0.23	38.92	4.13	0.28	44.01
贸易流通	842.51	72.14	2.75	1,101.80	75.05	1.20
合计	1,167.88	100.00	10.78	1,468.06	100.00	9.49

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

贸易流通板块系远大集团重要的产业之一，是其最主要的收入来源，2017 年该板块营业收入占远大集团主营业务收入的 75.05%，占总收入的 74.80%。远大集团贸易流通板块主要涉及商品贸易和物流代理等领域，该板块运营主体为远大产业控股股份有限公司（以下简称“远大产业”）控股的远大物产集团有限公司（以下简称“远大物产”）。远大物产主要从事大宗商品贸易、出口、仓储物流等业务，其中大宗商品贸易业务的主要品类为石油化工、能源化工、金属、农产品、橡胶等；出口业务的主要品类为日用品、小型机电产品等；仓储物流业务主要以大宗商品的仓储为主，同时提供报关报检、短途配送等服务业务。远大物产较广泛运用了商品期货与外汇远期等衍生工具作为重要交易方式和管理价格及汇率风险的重要工具。天衡会计师事务所（特殊普通合伙）已对远大物产 2017 年度财务报表进行审计，并出具天衡审字（2018）01196 号保留意见的审计报告，形成保留意见的基础为：远大物产涉嫌操纵期货市场案，远大物产控股 70% 的子公司远大石化有限公司已将 5.60 亿元扣押款划至有关部门指定账户。因案件尚在调查中，无法判断可能产生的影响，远大石化有限公司暂按扣押款金额计提预计损失。

医药业务方面，远大集团医药板块业务运营涉及医药制造、医药商业和连锁药店等领域，旗下重要的运营主体为华东医药，此外该业务板块包括远大医药（中国）有限公司、四川远大蜀阳药业股份有限公司（以下简称“蜀阳药业”）、雷允上药业集团有限公司（以下简称“雷允上药业”）和辽宁远大

诺康生物制药有限公司（以下简称“诺康生物”）等运营企业。2017 年华东医药核心品种百令胶囊和卡博平销量持续较快增长，均成为 20 亿元级的重磅产品，同时其医药商业业务稳步发展，使得远大集团医药板块业务盈利能力快速提升。

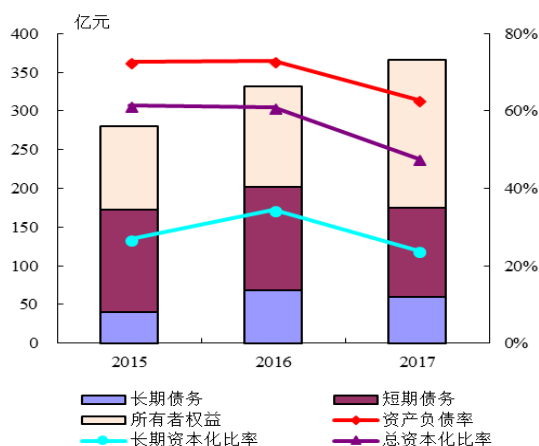
财务分析

以下分析基于经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2016 年审计报告和带强调事项段的无保留意见的 2017 年审计报告，强调事项段为远大集团的间接控股子公司远大物产因涉嫌操作期货市场正在配合有关部门调查，截至审计报告日，该案件尚在审理中。强调事项段内容不影响已发表的无保留审计意见。

资本结构

跟踪期内，公司业务规模持续增长，其资产及负债规模均有所增长。截至 2017 年末，公司总资产为 516.24 亿元，同比增长 7.68%；同期，公司负债总计为 325.33 亿元，同比减少 6.95%。所有者权益方面，截至 2017 年末，公司所有者权益为 190.91 亿元，较上年增长 47.05%，主要是北京远大华创投资有限公司对公司增资 50 亿元所致。

图 4：2015~2017 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产结构方面，公司资产以流动资产为主，截至 2017 年末，公司流动资产为 382.08 亿元，占总资产的比率为 74.01%；非流动资产为 134.16 亿元，占总资产的比率为 25.99%。流动资产方面，公司流动资产主要由货币资金、应收账款及存货构成。截至 2017 年末，公司货币资金为 74.26 亿元，同比减

少 20.87%，其中受限资金 11.00 亿元，主要为国内信用证存出保证金 5.90 亿元、期货保证金 2.88 亿元和银行承兑汇票保证金 2.02 亿元；公司应收账款为 69.15 亿元，同比增加 5.75%，主要为账龄在一年以内的应收账款，前五大客户应收账款占比为 4.15%，较为分散；公司存货为 77.48 亿元，同比减少 8.03%，主要为库存商品 62.13 亿元。非流动资产方面，公司非流动资产主要由固定资产和无形资产构成。截至 2017 年末，公司固定资产和无形资产分别为 55.19 亿元和 21.82 亿元，公司固定资产主要为房屋建筑物及专用设备，无形资产主要为土地使用权。

负债结构方面，公司负债主要由应付账款、其他应付款及债务构成。截至 2017 年末，公司应付账款为 75.55 亿元，同比减少 7.85%；公司其他应付款为 32.61 亿元，同比增加 35.67%，主要为应付暂收款。债务规模方面，截至 2017 年末，公司总债务为 175.20 亿元，较上年末减少 13.44%，主要系公司借款和应付票据减少所致，长短期债务比由上年的 1.96 倍降至 1.90 倍，债务结构仍以短期债务为主，期限结构安排有待优化。

从财务杠杆比率来看，得益于所有者权益的大幅提升，公司资产负债率呈下降趋势。截至 2017 年末，公司资产负债率为和总资本化比率分别为 63.02% 和 47.85%，分别同比下降 9.90 个百分点和 13.07 个百分点。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模稳步上升，债务规模同比有较大幅度减少，同时受益于较强的自有资本实力，公司财务杠杆有所下降，但公司债务仍以短期债务为主，债务期限结构有待改善。

盈利能力

从收入规模看，2017 年公司实现营业收入 1,473.05 亿元，同比增长 25.65%。分业务板块来看，贸易流通业务收入 1,101.80 亿元，同比增长 30.78%；医药业务收入 361.57 亿元，同比增长 12.93%；综合服务收入 4.13 亿元，同比增长 52.66%；地产板块收入 0.56 亿元，同比减少 77.49%。毛利率方面，2017 年公司营业毛利率为 9.70%，同比下降 1.3 个百分点。

期间费用方面，公司期间费用以销售费用为主，2017 年发生销售费用 77.07 亿元，同比增长 16.77%，主要由于公司加大市场推广力度，相关销售费用支出增加所致。2017 年，公司合计发生期间费用 114.33 亿元，三费收入占比为 7.76%，较上年下降 0.85 个百分点，公司期间费用控制能力较强。

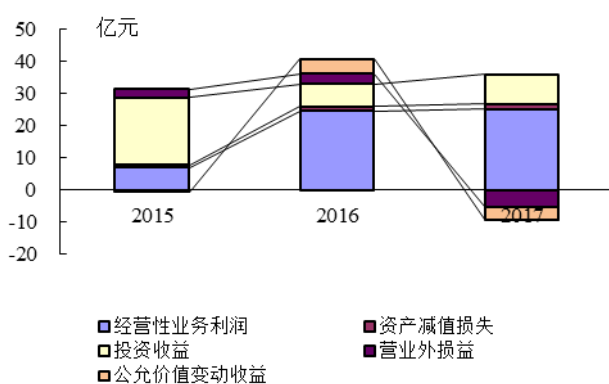
表 6：2015~2017 年公司期间费用分析

	单位：亿元、%		
	2015	2016	2017
销售费用	56.45	66.00	77.07
管理费用	22.04	22.56	28.27
财务费用	10.51	12.39	8.98
三费合计	88.99	100.95	114.33
营业总收入	922.48	1,172.32	1,473.05
三费收入占比	9.65	8.61	7.76

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2017 年，受益于收入规模的增长，公司当年实现经营性业务利润 25.19 亿元，同比增长 2.68%。公司利润总额为 26.38 亿元，同比减少 29.70%，主要系营业外支出大幅增加，由于远大物产涉嫌操纵期货市场案，远大物产控股 70% 的子公司远大石化有限公司已将 5.60 亿元扣押款划至有关部门指定账户。2017 年公司资产减值损失为 1.41 亿元，主要为商誉减值损失。综上，2017 年公司取得净利润 18.22 亿元，同比减少 37.32%，所有者权益收益率为 9.54%，较上年减少 12.85 个百分点。

图 5：2015~2017 年公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司毛利率有所下降，但 2017 年公司营收规模和经营性业务利润均呈上升趋势，公司整体盈利能力较好。

偿债能力

债务规模方面，截至 2017 年末公司总债务为 175.20 亿元，其中短期债务为 114.85 亿元，同比减少 14.24%，主要系短期借款大幅减少所致，长短期债务比为 1.90 倍。货币资金方面，公司货币资金降至 74.26 亿元，货币资金/短期债务下降至 0.65 倍。

从现金流来看，2017 年公司经营活动产生现金净流入为 33.35 亿元，同比增长 28.21%；同期公司经营净现金流/总债务升至 0.19 倍，公司经营净现金流/短期债务升至 0.29 倍，经营净现金流/利息支出升至 3.82 倍，经营性净现金对债务本金偿还保障能力有所增强，对债务利息偿还的保障能力较强。

获现能力方面，2017 年公司受利润总额减少影响，EBITDA 降至 43.10 亿元，较上年下降 19.45%；总债务/EBITDA 升至 4.06 倍，EBITDA 利息倍数降至 4.94 倍，EBITDA 对债务利息的保障能力较强。

表 7：2015~2017 年公司偿债能力分析

	2015	2016	2017
总债务（亿元）	171.92	202.40	175.20
长期债务（亿元）	39.89	68.49	60.34
短期债务（亿元）	132.03	133.91	114.85
EBITDA（亿元）	41.95	53.51	43.10
总债务/EBITDA（X）	4.10	3.78	4.06
经营活动净现金/总债务（X）	0.11	0.13	0.19
经营活动净现金/利息支出（X）	2.25	2.83	3.82
EBITDA 利息倍数（X）	5.09	5.82	4.94
资产负债率（%）	72.67	72.92	63.02
总资本化比率（%）	61.39	60.92	47.85

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

此外，公司与银行保持着良好的合作关系。截至 2017 年末，公司获得授信额度合计为人民币 359 亿元，其中 201 亿元授信额度未使用，公司备用流动性较充足。

或有负债方面，截至 2017 年末，公司无对外担保（不含子公司）。

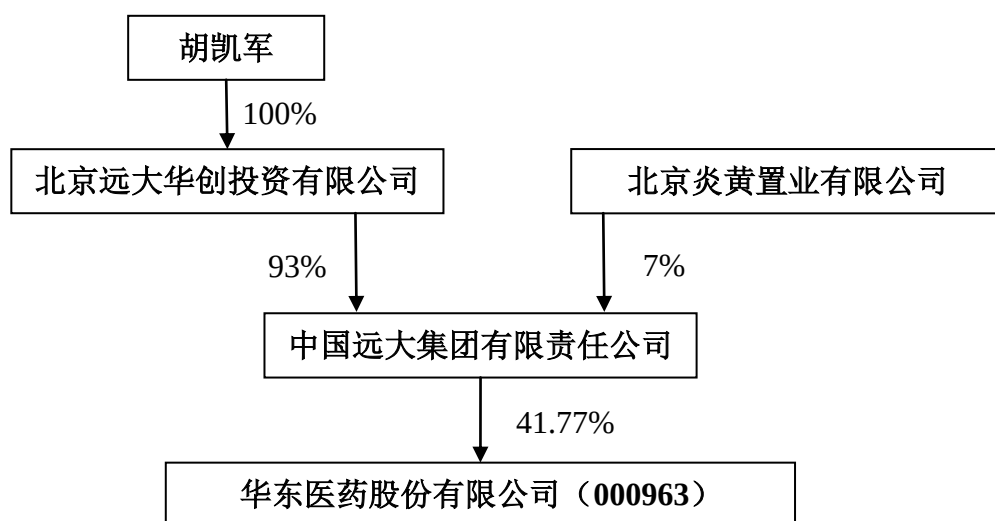
总体来看，2017 年远大集团债务结构仍有待调整，但得益于其医药和贸易流通业务较好的发展，远大集团收入规模保持稳步增长，且自有资本实力不断增强，盈利能力较强，偿债能力依然很强，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保能够

对本次公司债券按期偿还提供保障。

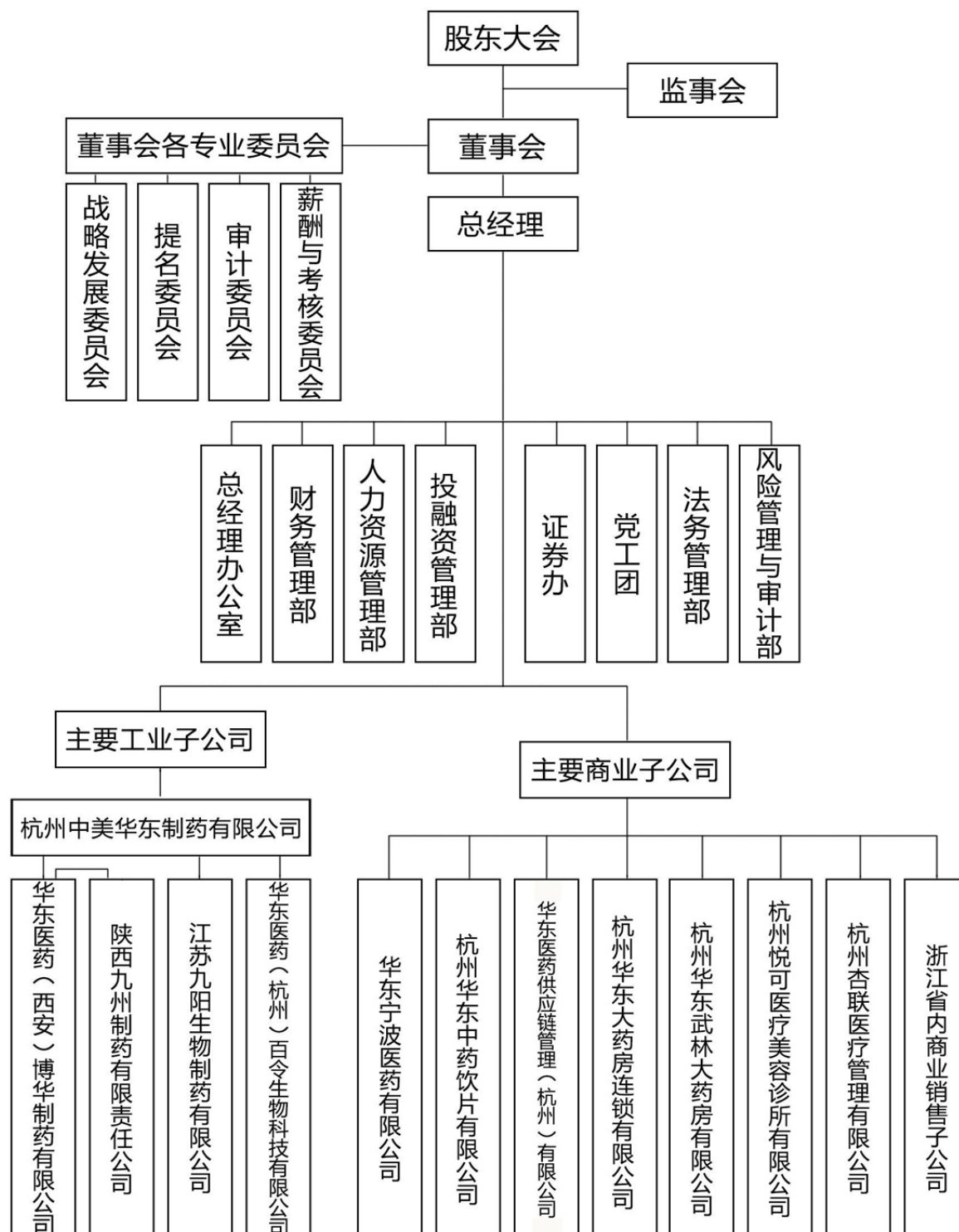
结 论

综上所述，中诚信证评维持华东医药股份有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望稳定；维持“华东医药股份有限公司 2015 年公司债券”信用等级为 **AA⁺**。

附一：华东医药股份有限公司股权结构图（截至2017年12月31日）



附二：华东医药股份有限公司组织结构图（截至2017年12月31日）



附三：华东医药股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	148,651.07	266,132.12	250,507.01	161,553.62
应收账款净额	363,732.38	446,614.58	488,492.79	639,522.44
存货净额	242,288.97	308,442.07	340,637.63	332,311.55
流动资产	895,736.19	1,170,896.85	1,279,272.15	1,384,458.81
长期投资	14,449.00	15,566.92	16,601.72	16,985.04
固定资产合计	176,597.12	194,437.62	220,396.26	219,200.34
总资产	1,141,717.78	1,445,642.87	1,598,710.65	1,734,793.39
短期债务	305,570.36	96,714.95	74,923.82	72,978.50
长期债务	130,113.60	101,077.51	99,244.09	99,318.07
总债务（短期债务+长期债务）	435,683.96	197,792.46	174,167.91	172,296.56
总负债	817,382.94	681,458.77	717,824.36	784,828.63
所有者权益（含少数股东权益）	324,334.84	764,184.10	880,886.29	949,964.77
营业总收入	2,172,738.35	2,537,966.75	2,783,182.31	783,674.48
三费前利润	510,529.23	602,881.60	710,704.85	243,019.64
投资收益	844.80	2,661.08	1,765.05	716.15
净利润	115,216.65	153,541.03	188,821.57	69,078.47
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	175,535.23	217,708.10	267,848.12	-
经营活动产生现金净流量	65,853.63	134,696.28	166,111.87	-55,742.03
投资活动产生现金净流量	-81,932.67	-61,363.45	-100,605.50	-26,678.00
筹资活动产生现金净流量	62,850.45	45,756.03	-91,210.02	1,752.54
现金及现金等价物净增加额	46,771.40	119,088.86	-25,703.65	-80,347.58
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	23.98	24.27	26.12	31.65
所有者权益收益率（%）	35.52	20.09	21.44	29.09
EBITDA/营业总收入（%）	8.08	8.58	9.62	-
速动比率（X）	0.95	1.49	1.54	1.55
经营活动净现金/总债务（X）	0.15	0.68	0.95	-1.29
经营活动净现金/短期债务（X）	0.22	1.39	2.22	-3.06
经营活动净现金/利息支出（X）	3.66	16.15	22.26	-
EBITDA 利息倍数（X）	9.75	26.10	35.89	-
总债务/EBITDA（X）	2.48	0.91	0.65	-
资产负债率（%）	71.59	47.14	44.90	45.24
总资本话比率（%）	57.33	20.56	16.51	15.35
长期资本化比率（%）	28.63	11.68	10.13	9.47

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、华东医药 2018 年一季度所有者权益收益率等财务指标经过年化处理。

附四：中国远大集团有限责任公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	844,224.12	938,496.05	742,631.07
应收账款净额	486,391.78	653,924.77	691,526.94
存货净额	749,483.07	842,417.91	774,806.15
流动资产	2,762,303.02	3,589,461.12	3,820,839.54
长期投资	158,993.82	118,834.34	118,043.35
固定资产合计	582,121.14	631,864.52	645,363.16
总资产	3,955,793.16	4,794,372.01	5,162,390.24
短期债务	1,320,338.92	1,339,140.08	1,148,512.07
长期债务	398,906.11	684,885.55	603,449.15
总债务（短期债务+长期债务）	1,719,245.04	2,024,025.63	1,751,961.22
总负债	2,874,695.21	3,496,160.48	3,253,321.89
所有者权益（含少数股东权益）	1,081,097.94	1,298,211.53	1,909,068.34
营业总收入	9,224,814.52	11,723,223.30	14,730,496.80
三费前利润	958,574.64	1,254,794.26	1,395,137.69
投资收益	210,314.44	68,846.66	92,742.23
净利润	226,520.06	290,617.64	182,173.31
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	432,396.85	535,103.26	431,029.67
经营活动产生现金净流量	191,020.80	260,150.07	333,530.67
投资活动产生现金净流量	-45,717.42	-224,857.35	-610,382.33
筹资活动产生现金净流量	33,038.71	188,763.95	200,539.50
现金及现金等价物净增加额	177,922.39	214,014.27	-82,864.93
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	10.65	11.00	9.70
所有者权益收益率（%）	20.95	22.39	9.54
EBITDA/营业总收入（%）	4.69	4.56	2.93
速动比率（X）	0.86	1.03	1.22
经营活动净现金/总债务（X）	0.11	0.13	0.19
经营活动净现金/短期债务（X）	0.14	0.19	0.29
经营活动净现金/利息支出（X）	2.25	2.83	3.82
EBITDA 利息倍数（X）	5.09	5.82	4.94
总债务/EBITDA（X）	3.98	3.78	4.06
资产负债率（%）	72.67	72.92	63.02
总资本化比率（%）	61.39	60.92	47.85
长期资本化比率（%）	26.95	34.54	24.02

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、远大集团 2016~2017 年其他流动负债中的融资款部分调整至当年的短期债务进行相关指标计算；2015~2017 年长期应付款中的融资租赁款调整至当年的长期债务。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。