

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)2020年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



陈松

报告编号:

中鹏信评【2020】跟踪第【53】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: 0.01亿元

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:
张旻燊 秦风明
电话: 021-51035670
邮箱:
zhangmy@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资信评估股份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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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.cspengyuan.com

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) 2020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	2020年5月25日	2019年5月20日

评级观点:

中证鹏元资信评估股份有限公司(以下简称“中证鹏元”)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2020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2019年公司完成吸收合并实现整体上市, 资本实力进一步增强, 收入和利润持续增长, 盈利能力很强, 负债水平较低, 整体偿债能力极强, 资产流动性较好。同时我们也关注到了公司存货仍存在一定减值风险以及公司面临一定或有负债风险等风险因素。

正面:

- 2019年公司完成吸收合并实现整体上市, 资本实力进一步增强。2019年7月3日, 公司完成老股注销及新股发行上市, 基本完成吸收合并控股股东云南白药控股有限公司(以下简称“白药控股”)并实现整体上市, 合计新增股份668,430,196股, 总股本增加至1,277,403,317股, 2020年3月末公司净资产达393.40亿元, 较2018年末(未追溯调整数)大幅增长97.46%。
- 公司收入和利润持续增长, 盈利能力很强。2019年公司营业收入和利润总额分别

同比增长 9.80% 和 27.85%，综合毛利率为 28.56%，总资产回报率为 9.37%，整体盈利能力很强。

- **公司负债水平较低，整体偿债能力极强。** 2019 年度公司销售回款情况较好，经营活动现金净流入 21.05 亿元。截至 2019 年底，公司资产负债率为 23.28%，EBITDA 利息保障倍数为 40.05，有息债务/EBITDA 为 0.20，整体偿债能力极强。
- **公司资产流动性较好。** 2019 年末公司流动资产占总资产的比重为 90.02%，其中货币资金、交易性金融资产、银行承兑汇票占资产规模的比重达 51.10%，整体资产流动性较好。

关注：

- **公司存货仍存在一定减值风险。** 截至 2019 年末，公司存货为 117.47 亿元，占总资产的 23.66%，存货以库存商品和原材料为主，年末存货跌价准备合计 1.58 亿元，药材、药品价格存在一定波动，未来仍存在一定减值风险。
- **公司存在一定或有负债风险。** 截至 2019 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 3.94%，被担保对象为民营企业，存在一定或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	5,155,555.58	4,965,804.91	5,394,847.39	2,770,253.05
归属于母公司所有者权益	3,917,644.53	3,793,809.73	3,966,205.86	1,803,752.03
有息债务	211,797.11	99,652.90	410,258.87	278,564.39
资产负债率	23.69%	23.28%	25.84%	34.51%
流动比率	4.56	4.65	3.79	3.34
速动比率	3.41	3.43	2.94	2.18
营业收入	774,334.69	2,966,467.39	2,701,691.45	2,431,461.40
营业利润	151,332.99	474,297.82	370,309.59	362,072.35
利润总额	150,924.18	472,618.87	369,673.09	362,184.75
综合毛利率	28.64%	28.56%	31.25%	31.19%
总资产回报率	-	9.37%	7.29%	14.34%
EBITDA	-	502,924.61	414,014.54	388,244.04
EBITDA 利息保障倍数	-	40.05	14.04	30.36
经营活动现金流净额	49,323.08	210,474.48	154,903.44	115,568.99

注：2018 年数据采用 2019 年审计报告期初数，系合并调整数

资料来源：公司 2017 年和 2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年第一季度报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

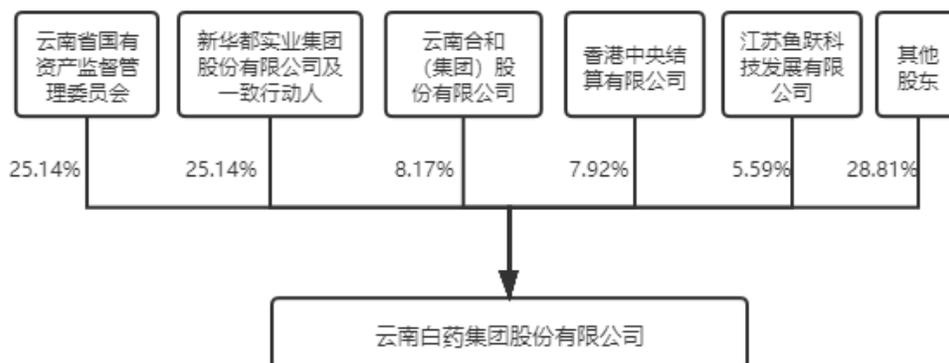
公司分别于2014年10月16日和2016年4月8日发行7年期9亿元公司债券和5年期9亿元公司债券。14白药01和16云白01募集资金扣除发行费用后，已全部用于补充公司自制工业品和药品批发零售两大业务板块的营运资金需求。截至2020年3月末，募集资金专项账户余额为0元。

二、发行主体概况

2019年7月3日，公司完成老股注销及新股发行上市，基本完成吸收合并控股股东白药控股实现整体上市，合计新增股份668,430,196股，其中向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”）发行321,160,222股股份、向新华都实业集团股份有限公司（以下简称“新华都”）发行275,901,036股股份、向江苏鱼跃科技发展有限公司（以下简称“鱼跃科技”）发行71,368,938股，总股本增加至1,277,403,317股。截至2020年3月末，公司注册资本和实收资本均为12.77亿元，由于云南省国资委与新华都及其一致行动人持有公司股份的比例均为25.14%，公司变更为无实际控制人及无控股股东企业。

截至2020年3月末，公司产权及控制关系图如下图所示：

图1 截至2020年3月末公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表1 截至2020年3月末公司前五大股东情况（单位：股）

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量	质押或冻结情况	
				股份状态	数量

云南省人民政府国有资产监督管理委员会	国有法人	25.14%	321,160,222	-	0
新华都实业集团股份有限公司	境内非国有法人	24.37%	311,244,460	质押	311,244,460
云南合和(集团)股份有限公司	国有法人	8.17%	104,418,465	-	0
香港中央结算有限公司	境外法人	7.92%	101,133,004	-	0
江苏鱼跃科技发展有限公司	境内非国有法人	5.59%	71,368,938	质押	69,227,486
合计	-	71.19%	909,325,089	-	380,471,946

资料来源：公司 2020 年一季报，中证鹏元整理

主营业务方面，公司业务仍主要集中在药品、健康产品、中药资源和医药商业四大业务板块；吸收合并完成后，公司布局茶品、康养板块，围绕“大健康”产业开展相关业务。

2019 年，公司新增 11 家子公司，减少 1 家子公司，详见下表。截至 2019 年末，公司报表合并范围的子公司共 44 家，各子公司简要情况见附录三。

表2 2019 年公司合并报表范围子公司变化情况（单位：万元）

新增子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
云南云丰中草药有限公司	82.35%	1,000.00	药业	投资设立
云南省医药西汇有限公司	51.00%	500.00	医药批发、零售	投资设立
云南省医药大理发展有限公司	51.00%	1,000.00	医药批发、零售	投资设立
云南云药有限公司	100.00%	66,000.00	医药产业投资	同一控制下企业合并
云南白药天颐茶品有限公司	100.00%	2,000.00	茶叶	同一控制下企业合并
云南省风庆茶厂有限公司	100.00%	1,000.00	茶叶	同一控制下企业合并
云南白药天颐茶源临沧庄园有限公司	100.00%	1,000.00	酒店餐饮业	同一控制下企业合并
云南白药控股投资有限公司	100.00%	10,000.00	投资	同一控制下企业合并
云南白药大理置业有限公司	100.00%	24,447.11	健康养生、房地产开发等	非同一控制下企业合并
云南叶榆园林绿化工程有限公司	100.00%	800.00	园林绿化	同一控制下企业合并
云白药征武科技(上海)有限公司	75.00%	1,000.00	科技推广和应用服务	同一控制下企业合并
减少子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	减少方式
云南白药集团中草药优质种源繁育有限责任公司	100.00%	-	药业	清算注销

资料来源：公司 2019 年年报，中证鹏元整理

三、运营环境

在人口老龄化趋势日益明显、居民生活水平不断提高、健康意识增强等背景下，医疗保健需求仍有较大增长空间，长期行业需求不变，中药作为我国医药市场的重要及特色组成部分仍将持续受益

医药行业与居民的生命健康和生活质量等密切相关，在人口老龄化趋势日益明显、居民生活水平不断提高、健康意识增强等背景下，国内医疗保健服务需求不断上升，中药作为我国医药市场的重要及特色组成部分仍将持续受益。

根据国家统计局数据，截至2019年底，我国总人口数14.00亿人，其中65岁及以上人数1.76亿人，占总人数的比例12.57%，65岁以上的老年人人数占比正逐年上升。2013-2019年我国城镇居民人均医疗保健消费支出由912.10元增长至1,902.00元，累计增长108.53%，其中医疗保健支出占消费支出的比重由6.90%升至8.80%，未来我国人均医疗保健消费支出仍将保持增长，医疗需求仍有较大空间，长期行业需求不变。

图2 2013-2019年医疗保健支出情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图3 2009-2019年我国人口老龄化情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

野生药材受资源稀缺、政策保护等因素影响，预计未来价格仍将保持高位；大宗药品价格受供需因素影响波动较大，具有中药材原料种植基地或独家品种的企业抗风险能力较强

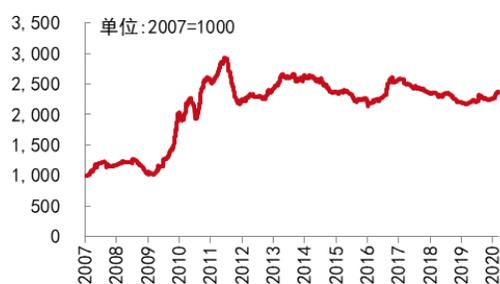
野生药材方面，长期以来动物类药材多为野生。由于野生资源稀缺，且逐年枯竭，国家实施严格的政策保护，再加上劳动力价格持续上涨，使得野生及动物类药材供给出现不足，随着需求的不断增长，价格呈现平稳上升态势，2019年中药材野生99价格指数¹维持在2,950点左右上下波动，2020年中药材野生99价格指数再次突破3,000点。中证鹏元预计2020年中药材野生99价格指数仍处于高位。

大宗中药材方面，从反映全国中药材整体价格情况的“中药材综合200价格指数”来看，大宗药品价格波动较大，经历前期上涨后，中证鹏元预计2020年中药材综合200价

¹ 中药材野生99价格指数系中药材天地网编制的，用于衡量野生药材的价格波动情况。

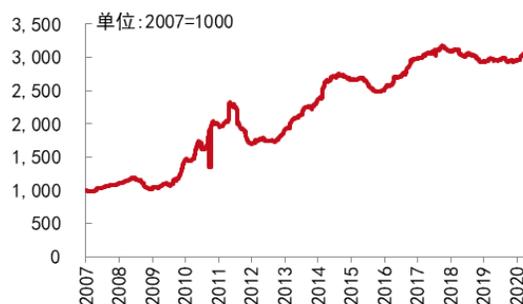
价格指数在家种药材供应量上升的背景下持续震荡调整，但不排除自然灾害对个别地区及品种的影响。

图 4 中药材价格指数综合 200



资料来源: Wind 资讯, 中证鹏元整理

图 5 中药材价格指数野生 99



资料来源: Wind 资讯, 中证鹏元整理

中药材价格变化对不同子行业影响不同。对中药产业链上游企业（如中药材流通、中药饮片），由于其产品随中药材价格随行就市，中药材涨价对其影响有限。对于中成药制造企业，由于进入基本药物目录的中药品种定价受政府调控，若中药原材料价格持续上涨，中成药原料和价格有倒挂的风险。此外，中药材涨价对具体企业也不尽相同，对拥有核心技术和独家品种的制药企业，其对原料成本的转嫁能力较强，中药材涨价对其影响有限。近年东阿阿胶、片仔癀、马应龙、广誉远分别对旗下东阿阿胶、复方阿胶浆、片仔癀麝香痔疮膏、安宫牛黄丸等主要产品进行了提价，有效化解成本上升压力。

在中药新药审批趋严、医保控费等政策背景下，产品价格面临下调风险，短期内中成药收入及利润增速下行压力仍较大；新冠疫情下诊疗方案相关药品需求有所提升

近年中药新药审批趋严，中药新药注册及获批数量均较少，2017-2019 年获批的中药新药产品分别为 1 个、2 个、2 个，分别为丹龙口服液、关黄母颗粒、金蓉颗粒、芍麻止痉颗粒、小儿荆杏止咳颗粒。中药产品以长期疗效为原则，短期内产品销售更多依靠企业对产品的推广能力；另一方面，中药审批周期较长，缺少中医证候的动物实验模型，且疗效短期内难以确定，导致中药制造企业研发回报率较低，企业研发动力不足。

随着主管部门不断改进完善药品价格体制、医疗保险制度和药品集中采购招标等制度，强化医保控费，中药产品的销售价格继续面临下调的风险。根据米内网数据，2017-2018 年我国公立医疗机构销售终端中成药的销售额分别同比增长 3.58%、1.17%，增速下滑且低于药品销售平均水平。考虑到医保控费长期压力依然存在，且辅助用药多为中药注射剂，在销售费用大幅提升下，短期内中成药制造行业销售及利润增速下行压力较大。

图 6 近年中药受理品种数量情况



资料来源：药监局药品审评中心，中证鹏元整理

图 7 公立医疗机构中成药的销售情况



资料来源：米内网，中证鹏元整理

在新冠疫情爆发的背景下，党中央、国务院多次强调坚持中西医结合治疗，国家卫健委发布多版新型冠状病毒肺炎诊疗方案，临床治疗方案中包括中医治疗，涉及药品包括清肺排毒汤等中药处方、藿香正气胶囊（丸、水、口服液）、金花清感颗粒、莲花清感胶囊（颗粒）、疏风解毒胶囊（颗粒）以及喜炎平等注射剂，在尚无特效药的情况下，诊疗方案相关产品短期内需求有所提升。

社会消费品零售总额增速持续下降，消费品行业竞争加剧

2019 年我国社会消费品零售总额完成 411,649 亿元，同比增长 8.0%，增速较上年回落 1.0 个百分点。其中 2019 年限额以上日用品类零售额增速 13.90%，同比提升 0.2 个百分点；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，云南白药牙膏目前为中国牙膏品类市场第一名，受市场份额和行业竞争等因素影响，近年来行业整体产量有所下滑，随着国内消费增速的逐渐下滑，品牌间的竞争将持续加剧。

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（自制）涵盖药品、日化品，药品以云南白药系列药品为主，日化品以云南白药牙膏为主。2019 年公司实现营业收入为 296.65 亿元，较上年增长 9.80%。其中，商业销售实现收入 185.51 亿元，同比增长 16.51%，主要系销售渠道拓宽使业务量增长所致；工业产品（自制）实现

收入 110.24 亿元，同比小幅增长 1.86%，基本保持稳定；种植业销售收入同比大幅下滑 73.16%，主要系市场需求下降使上游药材种植业务收窄；受吸收合并影响，2019 年公司新增旅店饮食业和技术服务类收入，但收入规模较小，对公司收入形成一定补充。此外，2019 年公司处置原白药控股子公司深圳聚容商业保理有限公司和上海信厚资产管理有限公司，因此不再产生保理业务、基金管理及融资租赁业务收入。

毛利率方面，2019 年公司综合毛利率 28.56%，较 2018 年下滑 2.68 个百分点，主要是受工业销售业务毛利下滑的影响，工业销售业务主要包括药品销售和日化品销售，2019 年按经内部抵消后的数据来看，其毛利率分别为 59.16% 和 72.78%，同比分别提升 0.37 个百分点和下滑 1.18 个百分点，基本保持稳定，日化品由于不断推出新品，在大规模生产之前，成本投入较多，毛利率有所下滑。

表3 2018-2019 年公司营业收入主要构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工业销售收入	1,102,394.76	60.98%	1,082,306.21	63.75%
商业销售收入	1,855,073.24	9.17%	1,592,258.24	8.19%
技术服务	518.30	6.95%	322.29	42.76%
旅店饮食业	209.81	45.84%	95.80	-75.08%
种植业销售收入	325.19	-30.00%	1,211.81	-26.96%
保理业务	-	-	12,441.48	98.94%
基金管理	-	-	239.99	100.00%
融资租赁收入	-	-	825.09	100.00%
其他业务	7,946.09	62.53%	11,990.55	89.96%
合计	2,966,467.39	28.56%	2,701,691.45	31.25%

注 1：其他业务主要为毛利较低的价调材料（低值易耗品）销售和毛利较高的租赁业务

注 2：2018 年收入系进行追溯调整后收入

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

表4 2018-2019 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	2019 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
药品	439,681	59.16%	453,086.00	58.79%
日化品	467,871	72.78%	446,671.00	73.96%

注：药品及日化品收入为进行内部抵消后的数据

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019 年受国家中药相关政策影响公司药品收入下滑；日化品收入继续保持稳定增长，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、酞剂等为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。

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、云南白药酞等	医院 ² 、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，中证鹏元整理

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，2019年生产基地无重大变动。

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2019年末，公司主要在建项目如表6所示，预计总投资20.57亿元，已投资9.22亿元，尚需投资11.35亿元，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一定的不确定性。

就具体项目进度来看，云南白药健康产业园智慧工厂项目（即云南白药集团健康产业项目（一期）项目）于2019年9月下旬完成设备调试，该园区用地面积113亩，总建筑面积89,395.04平米，共有牙膏生产线9条，年产能可达5亿支。文山七花公司整体搬迁项目除初加工车间以外，综合办公楼、综合制剂车间、原料车间、饮片车间、库房、动力中心、危险品库、埋地罐区及配套的污水处理站等公共辅助设施已建设完成；综合制剂车间、饮片车间已试生产完成，该项目建成后，园区中的数字化展厅将形成全过程信息展示、数据追踪分析集智能化、一体化的服务平台。

表6 截至 2019 年末公司主要在建项目概况（单位：万元）

项目	预计总投资	已投资	项目内容	项目主要影响
----	-------	-----	------	--------

² 云南白药系列药品医院销售终端约占 46%左右。

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	31,346.18	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） ³	115,817.44	60,230.54	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。
云南白药清逸堂实业有 限公司产业再造基地扩 能项目	41,000.00	593.02	云南白药清逸堂大理 市凤仪镇凤仪工业 园区产能升级改造	加强公司在大健康 产业领域的布局，提 升公司综合竞争实 力，
合计	205,713.47	92,169.74	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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，销售区域以西南、华东和华中地区为主，其次为华北和华南地区，市场培育较为成熟，2019年除华南地区销售下滑较多外，各地区销售相对平稳，整体来看，西南地区在2019年增速居于首位，达7.52%。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。

表7 2018-2019年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	2019年			2018年		
	销售额	占比	同比增速	销售额	占比	同比增速
西南地区	289,961.53	27.85%	7.52%	269,678.84	26.38%	9.28%
华中地区	192,535.21	18.50%	-3.02%	198,525.01	19.42%	10.37%

³ 根据公司于2018年10月27日发布的《关于对健康产业项目（一期）增加项目投资的公告》，云南白药集团健康产业项目（一期）总投资预计将增加到115,817.44万元。

华北地区	147,351.96	14.16%	3.68%	142,128.00	13.90%	-4.87%
华东地区	219,254.18	21.06%	3.42%	211,999.61	20.74%	-2.01%
华南地区	84,548.66	8.12%	-10.23%	94,180.83	9.21%	-14.65%
西北地区	66,565.87	6.39%	3.18%	64,514.87	6.31%	18.14%
东北地区	40,768.47	3.92%	-1.18%	41,256.21	4.04%	-3.14%
合计	1,040,985.89	100.00%	1.83%	1,022,283.37	100.00%	2.23%

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，中证鹏元整理

2019年剔除内部抵消的影响，公司整体药品收入同比下滑2.96%，主要系公司部分普药类产品列入辅助用药目录而使其在医院终端的销售受到一定限制，收入下滑。从具体剂型来看，主要是散剂收入下滑较多，公司散剂以云南白药系列散剂为主，2019年受社会库存过大影响公司该类产品市场需求下降使销量下滑，由于公司以销定产的模式，产量也相应下滑。2018-2019年公司主要药品剂型产销情况如下表所示。

表8 公司主要药品剂型产销情况表

产品	项目	2019年		2018年	
		数值	同比变化	数值	同比变化
酏剂	产量（万盒）	6,335	30.48%	4,855	7.65%
	销量（万盒）	5,767	9.87%	5,249	7.13%
	产销率	91.03%	-15.80%	108.12%	-
	产品平均单价（元/盒）	27.98	4.11%	26.88	4.98%
颗粒剂	产量（万盒）	5,345	12.05%	4,770	-30.71%
	销量（万盒）	5,317	5.34%	5,048	-23.08%
	产销率	99.48%	-6.00%	105.83%	-
	产品平均单价（元/盒）	9.92	4.09%	9.53	14.03%
散剂	产量（万瓶）	2,582	-23.06%	3,356	55.15%
	销量（万瓶）	1,826	-54.39%	4,004	75.55%
	产销率	70.73%	-40.72%	119.31%	-
	产品平均单价（元/瓶）	14.80	0.00%	14.80	0.57%
片剂	产量（万盒）	7,019	-3.21%	7,252	-25.28%
	销量（万盒）	7,682	-6.19%	8,189	10.70%
	产销率	109.45%	-3.08%	112.92%	-
	产品平均单价（元/盒）	9.23	7.88%	8.56	10.62%

注：酏剂统计口径包含气雾剂

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。口腔清洁用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。2019年公司实现日化品收入46.79亿元，较上年增长4.75%；其中口腔清洁用品是日化品收入的主要来源，占当年日化品收入的比重为96.60%，2019年公司销售

口腔清洁用品 31,769 万支，较上年增长 1.94%，但增速有所放缓，产销率为 75.45%，较上年小幅下滑，整体保持稳定。

表9 公司主要日化品产销情况表

项目	2019 年		2018 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化
产量（万支）	42,108	4.18%	39,266	15.94%
销量（万支）	31,769	1.94%	30,724	3.28%
产销率	75.45%	-	78.25%	-

注：数据来源于销售口径。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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、采之汲面膜等产品，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。

2019 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%，客户集中度进一步降低；2019 年最大的供应商和客户的占比分别为 2.89% 和 5.27%，公司对大供应商和大客户的依赖较小。

公司为云南省医药商业流通领域的龙头企业，竞争力较强，商业销售业务收入规模稳步增长；物流中心二期工程竣工投入使用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，业务主要集中在云南省内。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，二期物流中心已于 2018 年 11 月投入使用，目前已形成以“一期为主、二期为辅、主次分明”的商业物流运营格局，省医药二期物流中心的建成，在提升库房功能的同时，还将支撑省医药未来经营业务发展需求，保障公司持续稳健发展。

商业销售业务的采购方面，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。

商业销售业务的销售方面，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。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。

2019年公司实现商业销售业务收入185.51亿元，同比增长16.51%，毛利率为9.17%，同比提升0.98个百分点，主要系省医药作为区域商业流通龙头，基础较好，且省医药加快向智慧型医药供应链服务商转型发展，提升配送效率，同时，公司加大新零售市场的开发，为处方流转和分级诊疗做好准备，有效承接医院外流处方份额，取得了一定成效。此外，仍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。

2019年公司基本完成吸收合并白药控股事项，资本实力进一步增强

2019年7月3日，公司完成老股注销及新股发行上市，基本完成吸收合并控股股东白药控股实现整体上市，公司成为产业收购、资源整合的医药产业唯一平台，从根本上解决潜在的同业竞争风险，合计新增股份668,430,196股，其中向云南省国资委发行321,160,222股股份、向新华都发行275,901,036股股份、向鱼跃科技发行71,368,938股，总股本增加至1,277,403,317股，2020年3月末公司净资产达393.40亿元，较2018年末（未追溯调整数）大幅增长97.46%，资本实力进一步增强。同时吸收合并也有效简化了公司管理层级，有利于提高经营决策效率，公司体制机制的灵活性将得到进一步的释放，为未来公司打造医药健康产业上市平台提供有力基础。

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 2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，公司财务报表均采用新会计准则编制，由于 2019 年公司吸收合并白药控股并对 2018 年财务数据进行追溯调整，本报告 2018 年数据均采用 2019 年期初数，2018 年追溯调整前后主要财务数据情况详见附录二。2019 年公司报表合并范围内新增子公司 11 家，减少 1 家，变动详情见表 2。截至 2019 年 12 月末，公司报表合并范围内的子公司共 44 家，详情见附录三。

资产结构与质量

公司资产流动性较好，但需关注存货规模较大，仍存在一定减值风险

2019 年末公司总资产 496.58 亿元，同比下滑 7.95%，主要系受分红、减资⁴等因素影响所致。2020 年 3 月末，随着投资增加以及工程持续投入，公司总资产增至 515.56 亿元。近年公司资产始终以流动资产为主，2019 年及 2020 年 3 月末流动资产占总资产的比重分别为 90.02% 和 90.47%。

表10 2018-2019 年及 2020 年 3 月末公司主要资产构成（单位：万元）

项目	2020 年 3 月		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1,378,783.35	26.74%	1,299,420.72	26.17%	671,428.04	12.45%
交易性金融资产	948,158.42	18.39%	882,114.39	17.76%	2,227,831.43	41.30%
应收票据	249,662.01	4.84%	180,793.45	3.64%	317,374.43	5.88%
应收账款	267,980.26	5.20%	203,797.07	4.10%	185,389.95	3.44%
应收款项融资	44,608.98	0.87%	175,633.90	3.54%	0.00	0.00%
预付款项	74,744.13	1.45%	57,752.12	1.16%	60,615.56	1.12%
存货	1,180,355.78	22.89%	1,174,686.05	23.66%	1,103,074.01	20.45%
其他流动资产	480,613.10	9.32%	456,024.54	9.18%	306,361.75	5.68%
流动资产合计	4,664,206.36	90.47%	4,470,136.76	90.02%	4,904,901.68	90.92%
固定资产	197,784.91	3.84%	200,866.99	4.05%	179,619.86	3.33%
在建工程	100,117.33	1.94%	97,029.03	1.95%	61,432.23	1.14%
无形资产	51,908.10	1.01%	53,838.46	1.08%	36,869.93	0.68%
非流动资产合计	491,349.22	9.53%	495,668.15	9.98%	489,945.72	9.08%
资产总计	5,155,555.58	100.00%	4,965,804.91	100.00%	5,394,847.39	100.00%

资料来源：公司 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2019 年末，公司货币资金为 129.94 亿元，同比大幅增长 93.53%，主要系当年持有基金减少使银行存款增加所致，年末货币资金中存在使用权受限的资金规模为 6.50 亿元，系

⁴ 根据公司吸收合并的交易方案，在吸收合并前白药控股拟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，2019 年 3 月 7 日，白药控股已支付 34.55 亿元减资款。

定期存款，货币资金受限比例为 5.00%；2020 年 3 月末，货币资金余额增至 137.88 亿元。公司交易性金融资产主要为购买的债券基金和货币基金，2019 年末账面价值为 88.21 亿元，同比大幅减少 60.40%，主要系完成吸收合并后结构调整减少持有基金所致；2019 年公司交易性金融资产获得投资收益 4.25 亿元。公司应收票据主要为银行承兑汇票，坏账风险较小，2019 年末公司应收票据为 18.08 亿元，同比减少 43.04%，主要系用于贴现、背书转让的票据重分类至应收款项融资科目所致，2020 年 3 月末，应收票据增至 24.97 亿元。应收账款主要系省医药公司的应收货款。近年来随着药品零差率、医保支付标准改革的持续推进，以及两票制的全面落地，公司项目合作客户增加、商业客户资信期延长，应收账款规模持续增长，2019 年末，公司应收账款账面价值同比增长 9.93%，2020 年 3 月末增至 26.80 亿元。年末应收账款账龄在 1 年内的占比为 94.24%，前五大客户的占比为 17.62%，较为分散，公司应收对象中医院款项占比在七成左右，整体回收风险尚可。公司的预付款项主要系原料采购款，2020 年 3 月末达到 7.47 亿元，主要系对河南福美生物科技有限公司、云南森美达生物科技有限公司、云南黄氏同根中药有限公司等公司的预付原料采购款。公司存货以库存商品和原材料为主；其中，原材料主要为中药材、库存商品主要为省医药库存药品。2019 年末公司的存货账面价值为 117.47 亿元（原材料 13.42 亿元、库存商品 96.46 亿元），同比小幅增长 6.49%，年末存货跌价准备合计 1.58 亿元，公司存货整体变现能力尚可，但需关注近年来药材和药品价格存在一定波动，公司存货仍面临一定减值风险。2019 年末公司其他流动资产为 45.60 亿元，同比增长 48.85%，主要系新增信厚聚容 4 号基金 19.99 亿元以及理财产品余额增至 17.00 亿元所致。

2019 年公司非流动资产的规模变化不大，年末固定资产账面价值 20.09 亿元，同比增长 11.83%，主要系省医药二期物流中心建设项目等项目竣工转入固定资产所致。2019 年末公司在建工程账面价值 9.70 亿元，同比增长 57.94%，主要系云南白药集团健康产业项目（一期）、云南白药集团文山七花有限责任公司搬迁扩建项目等在建工程投入大幅增长所致。2019 年末公司无形资产主要系土地使用权和特许经营权等。

总体来说，2019 年受分红、重大资产重组减资等因素影响，整体资产规模有所减小，但货币资金、交易性金融资产、银行承兑汇票占资产规模的比重达 51.10%，整体资产流动性较好；但需关注存货规模较大，仍存在一定减值风险。

资产运营效率

2019 年公司净营业周期有所缩短，整体资产运营效率有所改善

近年应收账款规模波动下滑，使 2019 年公司应收账款周转天数缩短至 23.62 天。由

于公司业务持续增长以及战略性备货增加，期末存货规模增加，但受营业收入增长影响，2019 年公司存货周转天数缩短 4.87 天。受上述因素综合影响，2019 年公司净营业周期较上年缩短 7.30 天。

受 2019 年公司投资减少以及部分资金用于分红以及支付新华都减资款，当年流动资产大幅减少，使得流动资产周转天数较上年大幅减少 101.37 天，2019 年固定资产周转效率变化不大。总资产周转天数较上年缩短 101.05 天。

总体来说，2019 年公司资产重组后各项营运效率指标均有所减小，净营业周期有所缩短，整体资产运营效率有所改善。

表11 2018-2019 年公司营运效率指标（单位：天）

指标名称	2019 年	2018 年
应收账款周转天数	23.62	27.21
存货周转天数	193.47	198.34
应付账款周转天数	75.39	76.55
净营业周期	141.70	149.00
流动资产周转天数	568.86	670.23
固定资产周转天数	23.09	23.95
总资产周转天数	628.67	729.72

注：为使数据可比，2018 年数据系根据白药控股 2018 年审计报告计算

资料来源：公司 2019 年审计报告及白药控股 2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019 年公司营业收入和利润规模保持稳定增长，毛利率有所下滑，但整体盈利能力很强

2019 年公司营业收入为 296.65 亿元，同比增长 9.80%，主要来自于商业销售收入的增长。2020 年 1-3 月公司营业收入为 77.43 亿元，同比增长 10.53%。盈利方面，2019 年公司综合毛利率为 28.56%，较上年下滑 2.69 个百分点，主要系工业销售业务毛利率有所下滑所致。

表12 2018-2019 年及 2020 年 1-3 月公司盈利能力主要指标

项目	2020 年 1-3 月	2019 年	2018 年
营业收入（万元）	774,334.69	2,966,467.39	2,701,691.45
投资收益（万元）	2,299.42	147,047.45	83,461.66
营业利润（万元）	151,332.99	474,297.82	370,309.59
利润总额（万元）	150,924.18	472,618.87	369,673.09
净利润（万元）	128,336.72	417,305.20	348,041.23

综合毛利率	28.64%	28.56%	31.25%
期间费用率	11.99%	17.61%	16.85%
营业利润率	19.54%	15.99%	13.71%
总资产回报率	-	9.37%	7.29%
净资产收益率	-	10.69%	8.97%
营业收入增长率	10.53%	9.80%	10.28%
净利润增长率	-34.37%	19.90%	21.69%

资料来源：公司 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表、白药控股 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司期间费用以销售费用为主，2019 年公司期间费用率为 17.61%，较上年提升 0.76 个百分点，基本保持稳定，公司期间费用增长基本与营业收入增长相匹配，2020 年 1-3 月公司期间费用率降至 11.99%，主要系当期财务费用中利息收入增加所致。2019 年公司的投资收益为 14.70 亿元，较上年大幅增长 76.19%，主要系处置原白药控股子公司深圳聚容商业保理有限公司和上海信厚资产管理有限公司等产生的收益 9.97 亿元和交易性金融资产产生的收益 4.25 亿元。

2019 年公司利润总额 47.26 亿元，同比增长 27.85%，当年公司总资产回报率和净资产收益率分别为 9.37% 和 10.69%，较上年均有所提升，公司的盈利能力仍然很强。2020 年一季度，公司利润总额较上年同期下滑 30.20%，净利润较上年同期下滑 34.37%，主要系 2020 年一季度公司投资收益大幅下滑 98.09% 所致，2019 年一季度公司投资收益包含吸收合并白药控股的资产处置收益而本期不再产生相关收益。

总体而言，2019 年公司营业收入和利润规模保持增长，毛利率有所下滑，但整体盈利能力仍然很强。

现金流

公司经营活动生成现金的能力强，资金状况良好

2019 年公司收现比为 1.12，资金回笼情况较上年有所减弱，但仍然表现良好，2019 年经营活动生成的现金（FFO）为 30.05 亿元。受经营性应付项目大幅增长等因素影响，2019 年公司营运资本减少资金占用 10.45 亿元使当年公司经营活动现金净流入 21.05 亿元。

公司投资活动主要系买卖金融资产、银行理财产品，以及云南白药集团健康产业项目（一期）和云南白药集团文山七花有限责任公司搬迁扩建项目等在建工程建设投入等。2019 年由于公司减小投资规模，公司投资活动现金净流入 139.66 亿元。筹资活动方面，2019 年公司未对外借款，但偿还债务支付现金 31.99 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付现金 26.71 亿元（其中年度分红 20.83 亿元）以及白药控股减少注册资本 34.55 亿元，使

当年筹资活动现金净流出 93.41 亿元。

表13 2018-2019 年公司现金流量主要指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	1.12	1.20
净利润	417,305.20	348,041.23
营运资本变化	-104,462.31	-199,115.78
其中：存货减少（减：增加）	-113,018.23	-159,420.48
经营性应收项目的减少（减：增加）	-353,850.86	353,277.16
经营性应付项目增加（减：减少）	362,406.78	-392,972.46
经营活动产生的现金流量净额	210,474.48	154,903.44
投资活动产生的现金流量净额	1,396,626.16	-753,161.09
筹资活动产生的现金流量净额	-934,067.60	-106,806.91
现金及现金等价物净增加额	673,707.86	-704,902.60

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构和财务安全性

公司财务杠杆水平较低，整体偿债能力极强

2019 年末公司所有者权益降至 381.00 亿元，同比下滑 4.76%，主要系公司通过向白药控股的三家股东云南省国资委、新华都及江苏鱼跃发行股份的方式对白药控股实施吸收合并，为了实现本次交易完成后云南省国资委与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。2019 年 3 月 7 日，白药控股根据《减资协议》及其补充协议的约定，将 34.55 亿元减资款支付给新华都使公司当年净资产下滑。受益于公司盈余积累，2020 年 3 月末，公司所有者权益增至 393.40 亿元。2019 年公司受公司偿还债券规模较大影响有息债务同比大幅下降，年末负债总额 115.58 亿元，同比减少 17.10%，2020 年公司办理疫情防控企业优惠贷款，3 月末负债总额增至 122.16 亿元，受上述因素的综合影响，2019 年及 2020 年 3 月末公司产权比率分别为 30.34% 和 31.05%，较 2018 年有所下降，公司净资产对负债的保障程度整体有所提升，且近年维持在较好水平。

表14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
负债总额	1,221,601.30	1,155,814.13	1,394,274.83
所有者权益	3,933,954.28	3,809,990.78	4,000,572.57
产权比率	31.05%	30.34%	34.85%

资料来源：公司 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债以流动负债为主，2019 年公司无短期借款，2020 年 3 月末短期借款余额 11.10

亿元，主要系公司本期办理疫情防控企业优惠贷款所致。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。2019年末应付票据和应付账款余额分别为16.53亿元和45.91亿元。公司预收款项主要为预收的货款，2019年末账面价值11.66亿元，2020年3月末预收账款重分类至合同负债，余额为5.67亿元，主要系公司药品事业部及健康品事业部预收货款确认收入所致。其他应付款主要系市场维护费及折扣与折让、押金及保证金和其他往来款等，2020年3月末其他应付款余额17.39亿元。其他流动负债主要为保理借款，2019年末余额为0.80亿元。

公司长期借款主要为150.00万元保证借款和210.00万元信用借款。应付债券系应付本期债券。公司长期应付款主要系国企职工身份转换费用及离退休人员社保外统筹费，2019年末余额6.61亿元。公司递延收益主要为政府补助，2019年末余额为2.25亿元。

表15 2018-2019年及2020年3月末公司负债主要构成（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	110,997.27	9.09%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付票据	138,110.35	11.31%	165,340.59	14.31%	139,347.84	9.99%
应付账款	452,479.61	37.04%	459,052.74	39.72%	428,495.32	30.73%
预收款项	0.00	0.00%	116,633.67	10.09%	103,896.37	7.45%
合同负债	56,729.19	4.64%	-	-	-	-
其他应付款	173,888.57	14.23%	128,945.17	11.16%	131,378.40	9.42%
一年内到期的非流动负债	8,000.00	0.65%	0.00	0.00%	409,898.87	29.40%
其他流动负债	0.00	0.00%	8,000.00	0.69%	0.00	0.00%
流动负债合计	1,022,175.84	83.68%	961,457.91	83.18%	1,294,067.40	92.81%
长期借款	360.00	0.03%	360.00	0.03%	360.00	0.03%
应付债券	92,439.84	7.57%	91,292.90	7.90%	0.00	0.00%
长期应付款	65,738.60	5.38%	66,101.24	5.72%	68,563.75	4.92%
递延收益	23,040.41	1.89%	22,504.37	1.95%	24,687.07	1.77%
非流动负债合计	199,425.47	16.32%	194,356.22	16.82%	100,207.43	7.19%
负债合计	1,221,601.30	100.00%	1,155,814.13	100.00%	1,394,274.83	100.00%
有息债务	211,797.11	17.34%	99,652.90	8.62%	410,258.87	29.42%

资料来源：公司2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

2019年，“12白药债”到期偿还、“16白药01”全部回售并摘牌，“16云白01”回售9.24亿元（含利息），截至2019年末，公司有息债务为9.97亿元，同比大幅减少75.71%，年末有息债务占公司负债总额的8.62%；2020年3月末，公司有息债务增至21.18亿元，有息债务规模有所扩大。

2020年3月末公司资产负债率为23.69%，较2018年下降2.15个百分点，财务杠杆水平较低。2020年3月末公司流动比率和速动比率分别为4.56和3.41，公司短期偿债能力很强。随着公司盈利的增长，2019年公司EBITDA规模增至50.29亿元，EBITDA利息保障倍数为40.05，有息债务/EBITDA仅为0.20，公司盈利对有息债务的本息偿还保障程度提升，整体偿债能力极强。

表16 2018-2019年及2020年3月末公司偿债能力指标

项目	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	23.69%	23.28%	25.84%
流动比率	4.56	4.65	3.79
速动比率	3.41	3.43	2.94
EBITDA（万元）	-	502,924.61	414,014.54
EBITDA利息保障倍数	-	40.05	14.04
有息债务/EBITDA	-	0.20	0.99
债务总额/EBITDA	-	2.30	3.37
经营性净现金流/流动负债	0.05	0.22	0.12
经营性净现金流/负债总额	0.04	0.18	0.11

资料来源：公司2019年审计报告及未经审计的2020年1-3月财务报表，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

自吸收合并交割日起，保证人白药控股的一切权利与义务已概括转移至云南白药，白药控股不存在实质性经营主体，待白药控股进行工商注销后，本期债券担保人灭失

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。

2018年9月19日，公司公布《云南白药集团股份有限公司关于重大资产重组停牌公告》，称拟吸收合并控股股东及债券担保人白药控股；2018年11月23日，公司披露了《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预案（修订稿）》，2019年4月24日，公司获中国证券监督管理委员会核发的《关于核准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批复》（证监许可【2019】770号），核准云南白药集团股份有限公司向云南省国资委发行321,160,222股股份、向新华都发行275,901,036股股份、向鱼跃科技发行71,368,938股股份吸收合并云南白药控股有限公司。根据公司、白药控股与云南省国资委、新华都及鱼跃科技等3名交易对方签署的《吸收合

并协议》及其补充协议，自吸收合并交割日起，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。

公司与白药控股已签署《资产交割协议》及《资产交割确认书》，双方确认，分别以2019年3月7日和2019年6月1日为减资交割日和吸并交割日，自吸并交割日起，保证人白药控股的一切权利与义务已概括转移至云南白药，白药控股不存在实质性经营主体，没有财务数据。

截至目前，重组事项尚需办理工商变更登记手续，吸收合并完成后，担保人白药控股将进行工商注销，“14白药01”及“16云白01”担保人灭失，债券增信机制发生重大变化。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年4月26日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019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3.94%，被担保对象为民营企业，存在一定或有负债风险。

表17 截至2019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2019年年报，中证鹏元整理

八、评级结论

2019年公司完成吸收合并实现整体上市，资本实力进一步增强，收入和利润持续增长，盈利能力很强，负债水平较低，整体偿债能力极强，资产流动性较好。同时我们也关注到了公司存货仍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，中证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 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	1,378,783.35	1,299,420.72	671,428.04	266,632.64
交易性金融资产	948,158.42	882,114.39	2,227,831.43	674,938.16
应收票据	249,662.01	180,793.45	317,374.43	429,335.08
应收账款	267,980.26	203,797.07	185,389.95	123,381.03
应收款项融资	44,608.98	175,633.90	-	-
存货	1,180,355.78	1,174,686.05	1,103,074.01	866,327.85
其他流动资产	480,613.10	456,024.54	306,361.75	87,692.07
固定资产	197,784.91	200,866.99	179,619.86	174,537.17
在建工程	100,117.33	97,029.03	61,432.23	14,480.73
无形资产	51,908.10	53,838.46	36,869.93	31,937.42
资产总计	5,155,555.58	4,965,804.91	5,394,847.39	2,770,253.05
短期借款	110,997.27	0.00	0.00	0.00
应付票据	138,110.35	165,340.59	139,347.84	98,596.39
应付账款	452,479.61	459,052.74	428,495.32	358,384.42
一年内到期的非流动负债	8,000.00	0.00	409,898.87	0.00
长期借款	360.00	360.00	360.00	250.00
应付债券	92,439.84	91,292.90	0.00	179,718.00
负债合计	1,221,601.30	1,155,814.13	1,394,274.83	955,961.31
有息债务	211,797.11	99,652.90	410,258.87	278,564.39
所有者权益合计	3,933,954.28	3,809,990.78	4,000,572.57	1,814,291.75
营业收入	774,334.69	2,966,467.39	2,701,691.45	2,431,461.40
营业利润	151,332.99	474,297.82	370,309.59	362,072.35
净利润	128,336.72	417,305.20	348,041.23	313,253.42
经营活动产生的现金流量净额	49,323.08	210,474.48	154,903.44	115,568.99
投资活动产生的现金流量净额	-82,427.16	1,396,626.16	-753,161.09	-35,180.07
筹资活动产生的现金流量净额	114,466.72	-934,067.60	-106,806.91	-91,172.81
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	23.69%	23.28%	25.84%	34.51%
流动比率	4.56	4.65	3.79	3.34
速动比率	3.41	3.43	2.94	2.18
综合毛利率	28.64%	28.56%	31.25%	31.19%
期间费用率	11.99%	17.61%	16.85%	17.04%
营业利润率	19.54%	15.99%	13.71%	14.89%
总资产回报率	-	9.37%	7.29%	14.34%
净资产收益率	-	10.69%	8.97%	18.43%

营业收入增长率	10.53%	9.80%	10.28%	8.50%
净利润增长率	-34.37%	19.90%	21.69%	6.88%
EBITDA（万元）	-	502,924.61	414,014.54	388,244.04
EBITDA 利息保障倍数	-	40.05	14.04	30.36
有息债务/EBITDA	-	0.20	0.99	0.72
债务总额/EBITDA	-	2.30	3.37	2.46
经营性净现金流/流动负债	0.05	0.22	0.12	0.15
经营性净现金流/负债总额	0.04	0.18	0.11	0.12
收现比	1.07	1.12	1.20	1.15
产权比率	31.05%	30.34%	34.85%	52.69%
应收账款周转天数	-	23.62	27.21	16.63
存货周转天数	-	193.47	198.34	167.63
应付账款周转天数	-	75.39	76.55	72.93
净营业周期	-	141.70	149.00	111.32
流动资产周转天数	-	568.86	670.23	349.21
固定资产周转天数	-	23.09	23.95	26.12
总资产周转天数	-	628.67	729.72	387.09

资料来源：公司 2017 年和 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表、白药控股 2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司2018年追溯调整前后主要财务数据变化

财务数据（单位：万元）	2019年1月1日	2018年12月31日
货币资金	671,428.04	301,713.08
交易性金融资产	2,227,831.43	726,483.63
应收票据	317,374.43	317,374.43
应收账款	185,389.95	185,337.78
预付款项	60,615.56	60,214.78
存货	1,103,074.01	999,401.22
其他流动资产	306,361.75	105,475.09
固定资产	179,619.86	171,529.06
在建工程	61,432.23	61,051.31
无形资产	36,869.93	31,183.80
资产总计	5,394,847.39	3,037,759.01
应付票据	139,347.84	139,347.84
应付账款	428,495.32	422,205.22
预收款项	103,896.37	85,907.01
其他应付款	131,378.40	129,055.07
一年内到期的非流动负债	409,898.87	179,908.08
长期借款	360.00	250.00
长期应付款	68,563.75	459.98
递延收益	24,687.07	24,545.51
负债合计	1,394,274.83	1,045,510.06
营业收入	2,701,691.45	2,670,821.35
投资收益	83,461.66	28,212.51
营业利润	370,309.59	383,199.26
利润总额	369,673.09	382,616.18
净利润	348,041.23	328,974.60
经营活动产生的现金流量净额	154,903.44	262,980.72
投资活动产生的现金流量净额	-753,161.09	-85,880.64
筹资活动产生的现金流量净额	-106,806.91	-161,982.28

资料来源：公司2018年和2019年审计报告，中证鹏元整理

附录三 截至2019年末公司合并范围内子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
				直接	间接	
云南白药集团大理药业有限责任公司	大理市	大理市	药业	100	-	设立或投资
云南白药集团医药电子商务有限公司	昆明市	昆明市	日用品批发、零售	100	-	设立或投资
云南白药集团无锡药业有限公司	无锡市	无锡市	药业	100	-	设立或投资
云南白药集团健康产品有限公司	昆明市	昆明市	口腔清洁用品生产和销售	100	-	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	楚雄市	楚雄市	化妆品生产销售	-	100	设立或投资
云南省药物研究所	昆明市	昆明市	现代技术服务业	100	-	同一控制下企业合并
云南天正检测有限公司	昆明市	昆明市	实验检测、技术咨询	-	100	设立或投资
云南白药清逸堂实业有限公司	大理市	大理市	一次性卫生用品的生产	40	-	非同一控制下企业合并
昆明清逸堂现代商务有限公司	昆明市	昆明市	一次性卫生用品销售	-	40	非同一控制下企业合并
云南白药集团中药资源有限公司	昆明市	昆明市	药业	100	-	设立或投资
云南白药集团文山七花有限责任公司	文山市	文山市	药业	-	100	设立或投资
云南白药集团丽江药业有限公司	丽江市	丽江市	药业	-	100	设立或投资
云南白药集团太安生物科技产业有限公司	丽江市	丽江市	药业	-	100	设立或投资
丽江云全生物开发有限公司	丽江市	丽江市	药业	-	70	非同一控制下企业合并
云南白药集团武定药业有限公司	楚雄市	楚雄市	药业	-	100	设立或投资
云南白药集团云丰进出口贸易有限责任公司	昆明市	昆明市	药品等销售	-	100	设立或投资
云南白药集团千草堂中医药有限公司	昆明市	昆明市	药业	-	100	设立或投资
云南云丰中草药有限公司	昆明市	昆明市	药业	-	82.35	设立或投资
云南省医药有限公司	昆明市	昆明市	医药批发、零售	100	-	设立或投资
云南白药大药房有限公司	昆明市	昆明市	药业	-	100	设立或投资
云南省医药玉溪销售有限公司	玉溪市	玉溪市	医药批发、零售	-	51	设立或投资

云南省医药科技有限公司	昆明市	昆明市	医药批发、零售	-	51	设立或投资
云南省医药保山药品发展有限公司	保山市	保山市	医药批发、零售	-	51	设立或投资
云南省医药兴达有限公司	红河州	红河州	医药批发、零售	-	51	设立或投资
云南省医药天马有限公司	红河州	红河州	医药批发、零售	-	51	设立或投资
云南省医药三发有限公司	红河州	红河州	医药批发、零售	-	51	设立或投资
云南省医药瀚博有限公司	昆明市	昆明市	医药批发、零售	-	51	设立或投资
云南省医药万和有限公司	文山州	文山州	医药批发、零售	-	51	设立或投资
云南省医药德宏发展有限公司	德宏市	德宏市	医药批发、零售	-	51	设立或投资
云南省医药嘉源有限公司	楚雄市	楚雄市	医药批发、零售	-	51	设立或投资
云南省医药曲靖有限公司	曲靖市	曲靖市	医药批发、零售	-	51	设立或投资
云南省医药瑞阳中华科技有限公司	昆明市	昆明市	医药批发、零售	-	51	设立或投资
云南省医药雄亿有限公司	昭通市	昭通市	医药批发、零售	-	51	设立或投资
云南省医药天福大华有限公司	丽江市	丽江市	医药批发、零售	-	51	非同一控制下企业合并
云南省医药西汇有限公司	昆明市	昆明市	医药批发、零售	-	51	设立或投资
云南省医药大理发展有限公司	昆明市	昆明市	医药批发、零售	-	51	设立或投资
云南云药有限公司	昆明市	昆明市	医药产业投资	100	-	同一控制下企业合并
云南白药控股投资有限公司	昆明市	昆明市	投资	100	-	同一控制下企业合并
云南白药天颐茶品有限公司	昆明市	昆明市	茶叶	100	-	同一控制下企业合并
云南省凤庆茶厂有限公司	凤庆县	凤庆县	茶叶	-	100	同一控制下企业合并
云南白药天颐茶源临沧庄园有限公司	临沧市	临沧市	酒店餐饮业	-	100	同一控制下企业合并
云南白药大理置业有限公司	大理市	大理市	健康养生、房地产开发等	-	100	非同一控制下企业合并
云南叶榆园林绿化工程有限公司	大理市	大理市	园林绿化	-	100	同一控制下企业合并
云白药征武科技（上海）有限公司	上海市	上海市	科技推广和应用服务	-	75	同一控制下企业合并

资料来源：公司2019年年报，中证鹏元整理

附录四 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	$360 / (\text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2])$
应收账款周转天数	$360 / (\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2])$
存货周转天数	$360 / (\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2])$
应付账款周转天数	$360 / (\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2])$
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	$360 / (\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2])$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{研发费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
长期有息债务	长期借款 + 应付债券
短期有息债务	短期借款 + 1年内到期的长期有息债务 + 其他流动负债
有息债务	长期有息债务 + 短期有息债务

附录五 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。