

## 医药制造行业 2019 年度信用展望

工商企业评级部 於佳沁 李一

医药制造行业是弱周期特性明显的成长性行业。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，医药制造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。

细分来看，医药制造行业内子行业的信用质量发展趋势略有不同。化学原料药行业品种分化，大宗原料药处于低谷，特色原料药受益于全球医药产业转移前景较好；化学制剂药行业仍以普药生产为主，竞争较为激烈，药品降价对其影响较大，但是产品为高端专科用药及技术优势雄厚的企业经营稳定性较强；中药行业和生物医药行业受益于政府对其产业的扶持，行业信用质量呈现一定上行态势。

从医药制造行业内已发债企业来看，发行人主体评级相对集中于 AA 级至 AA+ 级区间。2018 年前三季度，行业内所发行债券仍以短期融资券、中期票据和公司债等传统债券为主。医药制药企业主体信用质量整体较为稳定，期间内涉及评级调整的债券发行人 2 家，均为债券发行人主体信用等级（或展望）上调，主要得益于其良好的成长性，并具有畅通的融资渠道或充足的可变现资产。截至 2018 年 9 月末，医药制造行业仍在公开发债市场有存续债券的发行主体共计 39 家。

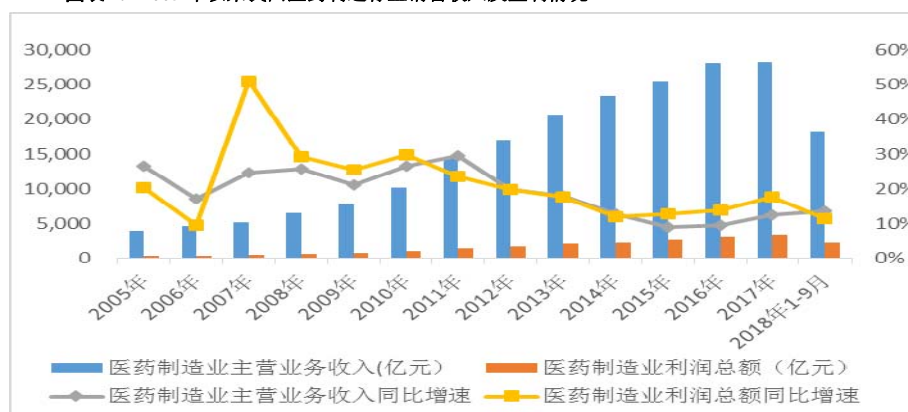
展望 2019 年度，从人口的生命周期看，医药制造行业仍将处于较快速发展阶段。医药政策环境变化较大将给医药制造企业带来短期阵痛，但研发实力强、产品结构合理、营销能力强的优质药企有望脱颖而出。而行业集中度将在优胜劣汰的行业竞争中持续提升，其中并购整合将成为主要手段之一，中短期内则需关注不利经营环境下大额商誉资产减值风险。我国医药制造行业后续仍具有一定成长空间；加之良好的政策环境和较强的主业现金回笼能力，行业整体信用质量将维持稳定。但不排除少数商誉资产过大的企业在药品价格形成机制调整过程中发生风险暴露。

## 行业基本面

医药制造行业属于典型的弱周期行业，近年来收入及利润仍呈现持续增长趋势。受医保控费、药品招标降价及药审制度趋严等因素影响，增速有所放缓，但支撑行业较高景气程度的基本因素并未发生改变。

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 年前三季度，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 亿元，同比增长 11.50%。

图表 1. 2005 年以来我国医药制造行业销售收入及盈利情况



资料来源：Wind

从医药行业未来发展趋势来看，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行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《国务院关于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。随着人口结构的老龄化，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 2. 2011 年以来影响医药行业重要影响因素变化情况

	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) <sup>1</sup>	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

<sup>1</sup> 其中 2016 年医疗机构诊疗人次及入院人数 64.20 亿人次为 2016 年 1~10 月数据。

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>2</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备设施,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。

人力资源与社会保障部于 2017 年 2 月发布了新医保目录,距上一版医保目录已过去八年,此次《2017 年国家医保目录》共计收录有药品 2,535 个,其中西药 1,297 个(包括化学药和生物制品),较 2009 年版医保目录增幅 11.4%,中成药 1,238 个(包括中成药和民族药),较 2009 年版医保目录增幅 20%。此次入选中成药及生物制药等创新用药数量较多,未来有望随医药招标实现快速放量。

图表 3. 2015 年以来我国医药制造行业主要政策情况

领域	时间	政策	内容	作用及影响
研发端	2015.7	临床数据自查	药品注册申请人需对申报药品自查确保临床试验数据真实、可靠,相关证据保存完整;并对自查完成后发现的临床试验数据真实性存在问题的相关申请人、组织机构处以一定惩罚。	解决审批药品大量积压阻碍药品审批进度问题,促进真正有临床效果的药品进入市场。
	2015.12	优先审评审批	对创新药和临床急需药品进行优先审评。	减少了创新药、临床急需药排队时间、提高研发效率、加快新药上市。
	2016.6	药品上市许可持有人制	生产权和上市权分离(批件持有人和生产企业分离)。	加快药物技术到产品的转化率以及药企 GMP 生产线的利用率,轻资产研发型企业有望脱颖而出。
	2017.10	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等六个方面鼓励药品、医疗器械创新;加强创新权益保护;明确上市许可持有人的责任。	激发医药研发的活力,促进药品医疗器械产业结构调整和技术创新,让更多的新药好药和先进医疗器械上市,满足公众医疗需要。
生产端	2016.3	仿制药一致性评价	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;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。	通过一致性评价的品种,将会受到医保支付、医疗机构采购等方面政策支持。
流通端	2016.5	营改增	医药流通过行业属于交通运输业范畴,试用税率从以前的 5% 调整至 11%。	医药流通企业税负加大,医药流通难以进行低价开票、过票等操作。

<sup>2</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。

领域	时间	政策	内容	作用及影响	
	2016.5	两票制	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。	减少中间环节加价，有利于降低药价；颠覆药企结算模式，以底价销售给代理商的药企开票或将转为高开模式，税负进一步提高。	
终端	采购	2015.2	集中采购	—	控制药品价格，缓解药品价格虚高问题。
	支付	2016.11	医保控费	限定药品和服务的支付目录；限制药品和服务的价格；提高个人缴费水平。	药品价格普遍呈下降趋势。
	服务	2015.9	分级诊疗、多点医疗	不同级别的医疗机构承担不同疾病的治疗，实现基层首诊和双向转诊；医师多点执业是指符合条件的执业医师经卫生行政部门注册后，受聘在两个以上医疗机构执业的行为。	合理医疗资源配置，缓解大中型医院诊疗压力，提升整体医疗服务效率。
	应用	2017.2	新医保目录	新增加药品 339 个，增幅约 15%；重点突出儿童药、创新药、重大疾病常用药等领域；并提到 45 种拟谈判药品可通过谈判降价后纳入目录。	入选品种有望迎来销量增长。

数据来源：新世纪评级整理

**化学原料药行业品种分化，大宗原料药处于历史低谷。非专利药市场发展迅速，带动了上游特色原料药的需求，并使中国逐渐成为特色原料药的主要外包转移地区。**

化学原料药行业在医药制造行业子行业中技术壁垒相对较低，其行业集中度较低，截至 2015 年 10 月末，我国共有 1,249 家原料药制造企业<sup>3</sup>，但随着环保压力加大，高昂的环保成本使得中小产能企业逐步停产，后续复产可能性亦较低。化学原料药市场较易因过度扩张而出现产能过剩现象，也致使原料药行业的毛利率处于较低水平。另外，我国由于低廉的生产成本和环保成本已成为全球中低端大宗原料药供应市场，作为世界最大原料药出口国，原料药销售较易受海外需求影响。

我国原料药市场大体可划分为大宗原料药、特色原料药。其中，大宗原料药主要包括抗感染类和维生素类药品。抗生素原料药受限抗政策影响，处在历史低谷缓慢回升阶段；维生素 C 原料药受产能过剩及价格竞争的影响，价格竞争较为激烈，维生素 C 原料药生产企业仍将面临较大压力。由于我国大宗原料药以低附加值加工制造为主，产品同质化程度高，行业竞争异常激烈，毛利率水平相对较低。受海外需求疲弱，环保压力加大、生产成本上升不断压榨利润空间等因素影响，大宗原料药价格均处于历史较低水平，生产企业开始纷纷转型，使得大宗原料药市场产能过剩现象有所缓解。近年来，随着环保标准提升，环保检查力度趋严，各地工业园区也出台一系列措施整治污水排放、气味等环境污染，加之很多药企进行新 GMP 改造。综合影响之下，2015 年底以来，部分主要生产商纷纷停产改造、部分厂家减产等使得开工率明显下降，造成较多主要品种的市场供应出现紧张，原料药产品呈现较明显的上升趋势；另外，由于众多原料品种普遍具有周期性，下游厂商补货旺季的到来，也增加了市场的需求，加剧了供求关系的紧张。

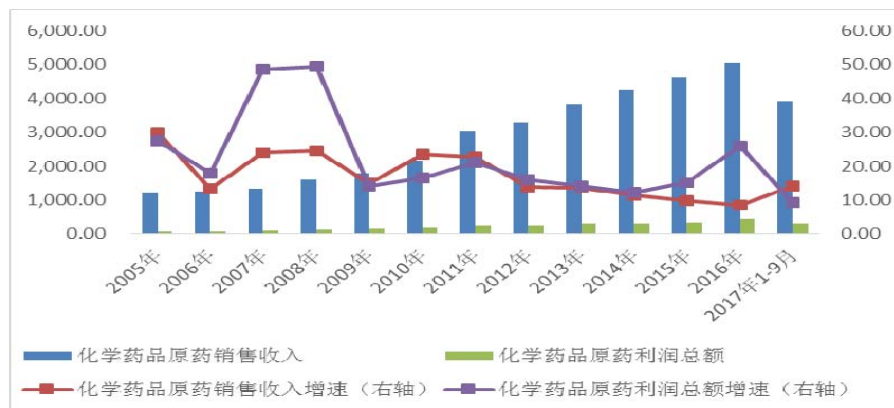
特色原料药主要是提供给仿制药厂商仿制生产专利过期或即将过期药品的原料药。特色原料药市场容量相对大宗原料药而言较小，产品技术含量较高，毛利率较高。此外，随着仿制药市场竞争的激烈、市场扩张的加快，特色原料药需求不断增大。我国的特色原料药企业由于规模和成本优势，承接了较多全球产业转移的订单并和跨国知名医药企业进行合同订制生产，行业前景较好。

2016 年度，我国化学原料药行业实现销售收入 5,034.90 亿元，同比增长 8.40%；利润总额 445.25 亿元，同比增长 25.85%。2017 年 1~9 月，我国化学原料药行业实现销售收入 3,927.88 亿元，同比增长 14.13%；利润总额 307.24 亿元，同比增长 9.25%。总体来看，化学原料药市场规模的增长速度开始提升，但各地环保重视程度加大，环保高压呈现常态化

<sup>3</sup> 数据来源 Wind，截至本报告日该数据仅更新至 2015 年 10 月末；各细分行业经营数据 2015 年以后国家统计局均不再披露，工信部已公布数据截至 2017 年 9 月末。

及市场竞争压力背景下，2017 年前三季度我国化学原料药企业利润增速出现一定程度下滑。

图表 4. 2005 年以来化学原料药行业销售收入及利润情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、工信部

化学制剂药行业主要以普药生产为主，竞争较为激烈，药品降价对其影响较大，但是高端专科用药及技术优势雄厚的企业给予自身更好的信用保护。

我国化学制剂药行业以生产仿制药为主，整体竞争较为激烈，截至 2015 年 10 月末，我国共有 1,098 家化学药制剂企业，市场集中度不高。受到药品招投标等政策影响，我国化学药制剂价格整体水平有所下降，化学药品制剂行业利润率相应出现一定波动，但基本保持稳定。近年来，药品降价政策继续推进，化学普药将继续受到成本上涨和价格下降的双重挤压。高端专科用药方面，竞争相对来说并不激烈，招标限价压力也相对较小。而且，在医保控费的背景下，品牌仿制药企业迎来较好发展机遇，价格优势有助于其进一步扩大市场份额。2016 年度，我国化学制剂药行业实现销售收入 7,534.70 亿元，同比增长 10.84%；利润总额 950.49 亿元，同比增长 16.81%。2017 年 1-9 月，我国化学制剂药行业实现销售收入 6,249.90 亿元，同比增长 10.85%；利润总额 878.79 亿元，同比增长 24.79%。

图表 5. 2005 年以来化学制剂药行业销售收入及利润情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、工信部

我国政府长期支持中医药行业的发展，相关政策的出台和实施将进一步加快中医药行业的发展，近年来均保持了较高的景气度。

中医药作为我国特色文化的代表，历来受到国家高度重视。近年我国出台了多项中医药政策扶持中医药行业的发展，2016 年 12 月国务院办公厅发布的《中国的中医药》白皮书，将中医药发展上升为国家战略高度；第十二届全国人民代表大会常务委员会通过的《中华人民共和国中医药法》，更是从法律层面明确了中医药的重要地位、发展方针和扶持措施，一系列国家政策的扶持有利于中医药行业的快速发展。

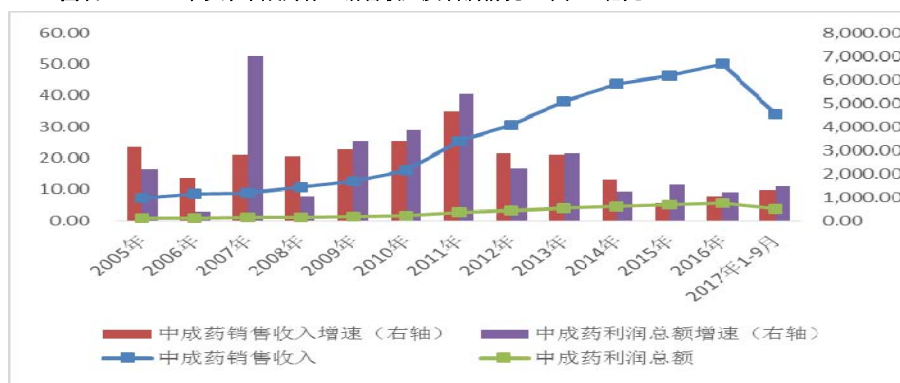
图表 6. 2015 年以来我国中医药行业相关政策

时间	文件	内容
2015 年	《中医药健康服务发展规划（2015—2020 年）》	提出大力发展中医养生保健服务和中医医疗服务，促进相关产业发展等重点任务，在市场准入、用地保障、投融资、财税补助等方面给予政策支持。
2016 年	《中医药发展战略规划纲要（2016—2030 年）》	把中医药发展上升为国家战略，对新时期推进中医药事业发展作出系统部署。全面振兴中医药，中医药事业进入新的历史发展时期。
2016 年	《中医药发展“十三五”规划》	贯彻落实党中央、国务院发展中医药的方针政策，推进中医药振兴发展，更好地为建设健康中国服务。
2016 年	《“健康中国2030”规划纲要》	提出了一系列振兴中医药发展，服务健康中国建设的任务和举措。
2016 年	中医药白皮书《中国的中医药》	首部中医药方面白皮书，介绍了中医药的发展脉络及其特点，充分介绍了中国发展中医药的国家政策和主要措施，展示了中医药的科学价值和文化特点。
2016 年	《中华人民共和国中医药法》	坚持对中医药领域的扶持与规范政策，并规定了符合中医药特点和发展需要的中医师和诊所准入、中药管理与保护、人才培养等制度。

数据来源：新世纪评级整理

2005~2011 年间，受益于良好的政策环境，中成药行业规模持续扩大，产品销售收入、资产、企业数和从业人数均出现不同程度的增长；2011 年至今，受医保制度红利的消失及控费趋严影响，中成药行业增速有所下滑。2016 年度，我国中成药实现销售收入 6,697.05 亿元，同比增长 7.88%；利润总额 736.28 亿元，同比增长 9.02%。2017 年 1~9 月，我国中成药实现销售收入 4,548.13 亿元，同比增长 9.69%；利润总额 499.50 亿元，同比增长 10.89%。近年来，中成药行业增速虽有所放缓，但在多项国家医药扶持政策、中医服务扩容、中成药创新以及海外发展等多项利好影响下，未来有望迎来高速发展阶段。按照十三五规划目标，到 2020 年，中药工业规模以上企业主营业务收入有望达到 12,523 亿元，年复合增速为 15%。

图表 7. 2005 年以来中成药行业销售收入及利润情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、工信部

中药饮片行业除受益于中药扶持政策外，还享有不纳入公立医院集中采购、不取消加成以及不计入药占比等医药保护政策，在医药控费趋严、药品降价背景下有望实现较快发展。同时，2015 年《国家基本药物目录管理办法》还将中药饮片纳入基本药物目录，也有利于中药饮片市场容量的增长。

图表 8. 2015 年以来我国中药饮片主要相关政策

时间	文件	内容	影响
2015 年	《国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	破除以药补医机制。试点城市所有公立医院推进医药分开，积极探索多种有效方式改革以药补医机制，取消药品加成（中药饮片除外）。	仍保有药品加成，有利于医院销售的增长。
2015 年	《关于控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见》	公立医院药品收入占医疗收入比重逐年下降，力争到2017年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体下降到30%左右。	不纳入公立医院占比有利于销售收入的增加。

数据来源：新世纪评级整理

中药饮片自 2004 年起才正式纳入 GMP 认证的监管体系中，2010 年修订的新版 GMP

认证标准的推出使得众多中药饮片生产企业的经营门槛大幅提高，行业收入增速从 2011 年的 56.11% 降至 2016 年的 12.66%。2016 年度，中药饮片实现销售收入 1,956.36 亿元，同比增长 12.66%；利润总额 138.27 亿元，同比增长 8.64%。2017 年 1~9 月，中药饮片实现销售收入 1,592.60 亿元，同比增长 17.20%；利润总额 110.89 亿元，同比增长 18.32%。

图表 9. 2005 年以来中药饮片行业销售收入及利润情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、工信部

近年来，受宏观经济、游资炒作等因素影响，中药原材料整体价格水平持续上涨。虽然政府干预做出了部分调整，但价格上移趋势仍旧不容忽视。同时气候变化及自然环境等因素对原料野生资源也产生了极大的影响，部分原料野生资源逐年减少，对医药企业的资源规划和采购成本管理提出了更高的要求。

长期以来，我国的中药行业处于小而散的市场竞争状况。根据 Wind 数据显示，截至 2015 年末我国中药制造企业数合计达 2,600 余家，行业集中度较低，竞争较为激烈。但在国家医改政策的推进和良好的外部发展环境下，我国中药现代化进程逐渐加快，中药材产业化水平不断提高，中药行业呈快速发展态势。

#### 生物制药领域是创新型最强领域，是我国战略新兴产业，能够得到较大政府支持。

生物制药是目前世界医药领域创新性最强、市场份额增长最快的药品。据相关数据显示，全球生物制药的销售额从 2007 年的 750 亿美元提升至 2010 年的 1,400 亿美元，占全球药品市场份额的 16%，预计 2020 年，其占全球药品市场份额的比重将超过 1/3。近年来，国家产业政策不断向生物制药等战略新兴产业倾斜。2016 年 11 月，国务院印发的《十三五国家战略性新兴产业发展规划》中对生物医药技术、研发以及国际化战略进行了详细的部署和规划，“十三五”期间将鼓励生物医药产业将重点发展重大疾病化学药物、生物技术药物、新疫苗、新型细胞治疗制剂等多个创新药物品种；同时，将加快专利到期药物仿制上市，到 2020 年国际专利到期的重要药物 90% 以上实现仿制生产；国际化方面，规划到 2020 年要推动一大批生物医药企业实现药品质量标准与体系与国际接轨，其中至少 100 家药品制剂企业取得美、欧、日等发达国家和 WHO 认证，并实现药品出口。整体而言，生物医药领域为国家重点发展产业，可获得国家较多政府支持。

我国生物制剂行业由于在 2009 年和 2010 年确认了甲流疫苗收入，使得基数较高，后受新版《药典》及部分采浆站关停影响，近年来行业收入增速出现下滑。2016 年度，我国生物医药行业实现销售收入 3,350.17 亿元，同比增长 9.47%；利润总额 420.10 亿元，同比增长 11.36%。2017 年 1~9 月，我国生物医药行业实现销售收入 2,562.61 亿元，同比增长 11.17%；利润总额 361.91 亿元，同比增长 26.26%。生物医药行业具有投产周期长、投入资金大、研发技术要求高等特点，决定其具有较高行业壁垒。目前我国生物医药行业实现营业收入仅占医药制造行业营业收入的 12% 左右，市场潜力较大。另外，较强的国内市

场医药需求及国家政策的鼓励将推动生物医药行业较好发展。

图表 10. 2005 年以来生物制剂行业销售收入及利润情况（单位：亿元、%）



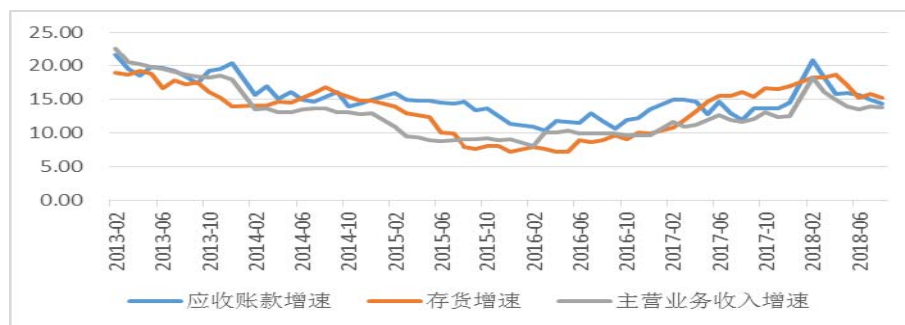
资料来源：Wind、工信部

医药制造行业处于产业链中端，上游原材料价格存在一定波动，尤其是中药子行业；此外由于被下游占用大量流动资金，成本控制压力持续较大。

我国医药制造行业产业链较长，最上游包括化工原料、中药材及其他生物材料等，其中化工原料通过进一步的加工可形成各类原材料以及中间体，成为医药制造行业的直接上游供应方。目前我国化学原料以及化工行业竞争较为充分，因此化学制剂行业可以与上游行业充分议价，受上游产能制约影响较小；中药材由于受宏观经济、游资炒作、气候变化及自然环境因素限制等，价格波动较为剧烈；生物药上游为动植物产品，其获取存一定限制。医药制造行业的下游是医院、药店等渠道以及最终使用者即患者。由于医院等医疗机构客户信誉良好，同时较为强势，议价能力强。整体而言，医药制造医药制造行业处于产业链中端，上游原材料价格波动较大，且往往被下游占用大量流动资金，成本控制压力持续较大。

营运资金周转方面，较大规模的应收账款占用了医药制造企业的资金，通过赊销进行销售的企业在很大程度上会面对客户支付延迟甚至出现违约风险，进而对其偿债能力产生影响。此外在产品销售过程中，代理商实际承担了“垫付”的角色，由其先行向医药制造企业垫付货款。在两票制推广下，高开价销售模式占比提升，其中采用高开自营的企业需自建销售团队，相关应收账款需自己讨要，回款周期将有所拉长；采用高开代理模式的企业，销售渠道从原有的多层级商业渠道变为单一层级的渠道，一级代理商数量呈现增长趋势，应收账款管理难度亦有所加大。近年来，医药制造行业应收账款规模持续保持较快增长，2018 年 8 月末行业应收账款净额达 3,995.10 亿元，而应收账款增速均为稳定。除应收账款外，大规模的存货实质上也是对企业资金的占用，进而增加了运营成本和风险，2018 年 8 月末行业存货余额达 3,863.80 亿元。

图表 11. 2013 年以来我国医药制造企业应收账款增速情况（单位：%）



资料来源：Wind



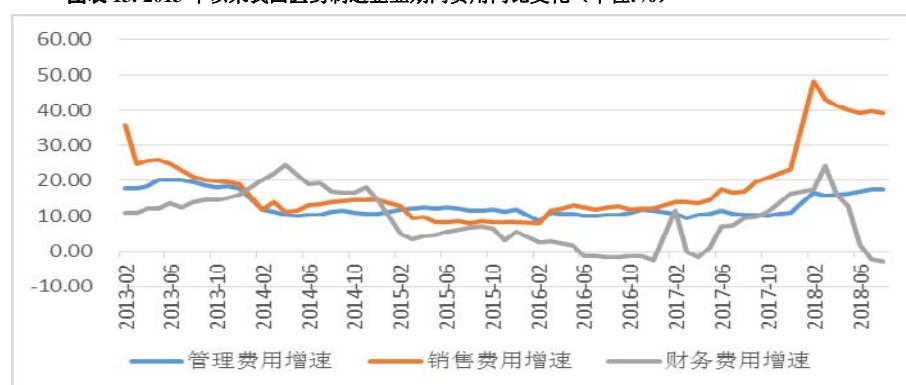
我国药品生产企业销售模式主要包括高开自营、高开代理、底价代理三种方式，或同时采用一种以上的混合销售模式。而我国大部分医药制造企业都采取底价代理的销售模式，除了生产及物流之外，销售推广的功能需要借助代理商才能完成。在两票制医药政策背景下，部分制药企业开始采用高开发票的形式进行产品销售，企业负担加重，税务处理、销售成本均有所加大。近年来，医药制造企业销售费用增速明显加快，期间费用增长不断挤压医药制造企业的盈利水平。

图表 12. 我国医药制造企业药品销售模式

企业特征	高开自营	高开代理	底价代理
典型产业链条	生产企业-配送商-终端	生产企业-配送商-终端	生产企业-代理商-配送商-终端
销售执行方式	自营销售队伍进行推广	委托外包销售队伍进行推广	招商代理，将渠道、推广智能让渡与代理商
药品出厂价格	高开（接近中标价）	高开（接近中标价）	底价（可能为中标价的 1/4 左右，饮品中而异）
毛利率	高	高	相对低
销售费用率	高	高	低
销售费用可能处理方式	市场部、销售部员工提供产生的费用发票，公司进行报销，计入销售费用	1.外部人员向公司报销； 2.外部公司向公司提供咨询服务，收取公司佣金，向公司开具服务类发票	生产企业销售费用较少，有代理商实际承担推广、销售的职责和费用
真实销售职能员工数量	多	少	少
典型企业	多数外资药企及部分品牌国内药企	两票制后普药厂家的发展方向	大量普药生产厂家

资料来源：根据公开数据整理、绘制

图表 13. 2013 年以来我国医药制造企业期间费用同比变化（单位：%）



资料来源：Wind

影响医药制造行业企业信用质量的核心要素主要包括：产品结构、技术因素、政策因素等。

图表 14. 影响医药制造行业企业信用质量的核心要素及其变化趋势

核心要素	具体特点
产品结构	多元化发展有利于缓解药政及需求变化对公司盈利的不良影响。拥有较多独家品种、进入医保目录品种、销售过亿品种、原研品种、高毛利品种的公司盈利能力偏好。
技术因素	医药制造行业属于技术密集型行业，研发技术强的企业将快速实现产品转化。
政策因素	主要政策及影响程度，企业核心业务受政策影响程度政策准入、支持等，扶持政策退出可能带来的负面影响。

资料来源：新世纪评级整理

## 行业样本数据分析

根据新世纪评级全球行业分类标准（试行）暨与 GICS 对照表所示，本报告将医药制

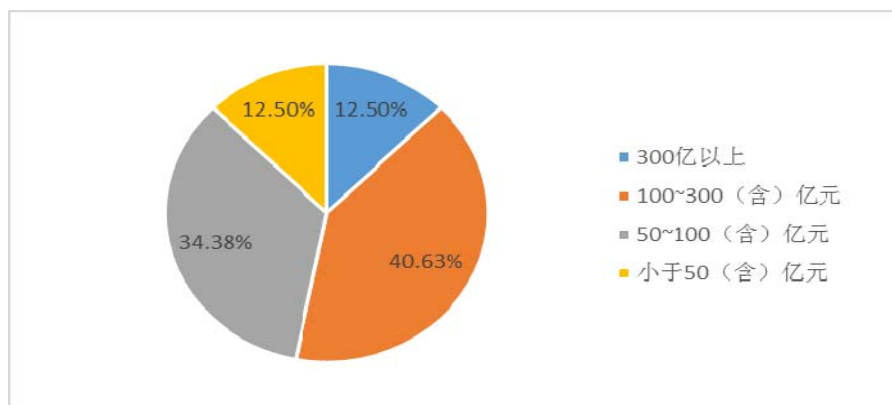
造行业进一步细分为化学制剂及西药、非化学药材及药品、生物医药与医药研发外包及医疗器械四个子行业。

本次报告中行业样本主要归集了医药制造行业的发债企业，并剔除了个别数据不完整的样本，另外因部分企业非医药业务在营业收入和利润总额中的占比较大，亦予以剔除；同时母子公司中仅保留子公司作为样本，主要是考虑到母公司的主营业务中大多涉及到了包括医药流通业务在内的其他业务等。最终纳入行业样本的企业共计 32 家，其中化学制剂及西药企业 12 家，非化学药材及药品企业 11 家，生物医药与医药研发外包企业 5 家以及医疗器械企业 4 家，以下分析比较基于上述样本企业展开。

### 资产质量和债务结构

截至 2018 年 9 月末，医药制造行业的样本企业资产总额合计 5,874.48 亿元，较 2017 年末增长 8.04%。其中，资产总额达 300 亿元及以上的样本企业共 4 家，资产总额在 100~300（含）亿元之间的样本企业共 13 家，资产总额在 50~100（含）亿元之间的样本企业共 11 家，资产总额小于 50（含）亿元的样本企业共 4 家。由于本次行业样本采用了已发债企业，整体企业资质良好，经营规模在行业内领先，因此样本企业的资产规模以中大型为主，其中资产总额大于 100 亿元的样本企业数量占比为 53.13%。主要受益于医药制造行业的高景气度，行业内企业发展较为快速，近年来资产规模不断增加。

图表 15. 医药制造行业样本企业资产规模分布情况



资料来源：新世纪评级整理

截至 2018 年 9 月末，医药制造行业内样本企业资产规模前十名的分别为康美药业股份有限公司、上海复星医药（集团）股份有限公司、天津市医药集团有限公司、人福医药集团股份有限公司、云南白药集团股份有限公司、四川科伦药业股份有限公司、吉林敖东药业集团股份有限公司、中国生物技术股份有限公司、浙江海正药业股份有限公司和健康元药业集团股份有限公司，合计资产总额 3,944.55 亿元，占样本企业资产总额的 67.15%，较 2017 年末增长 8.87%，略高于样本企业平均增速。其中，资产规模前十大企业主要以化学药和中药为主营业务，生物制药和医疗器械企业的资产总额相对较小。

图表 16. 2018 年 9 月末医药制造行业样本企业资产规模前十名

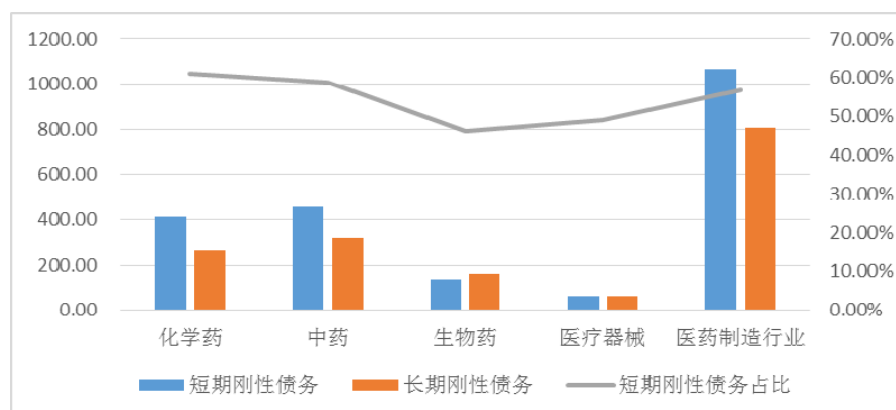
排名	企业名称	2018 年 9 月末资产规模 (亿元)	较 2017 年末变化情 况 (%)
1	康美药业股份有限公司	818.13	19.05%
2	上海复星医药(集团)股份有限公司	685.13	10.56%
3	天津市医药集团有限公司	559.20	8.07%
4	人福医药集团股份有限公司	368.74	4.15%
5	云南白药集团股份有限公司	292.07	5.43%
6	四川科伦药业股份有限公司	290.65	3.85%

排名	企业名称	2018 年 9 月末资产规模 (亿元)	较 2017 年末变化情 况 (%)
7	吉林敖东药业集团股份有限公司	249.20	14.02%
8	中国生物技术股份有限公司	244.70	6.01%
9	浙江海正药业股份有限公司	221.62	2.43%
10	健康元药业集团股份有限公司	215.12	-3.15%

资料来源：新世纪评级整理

从财务杠杆来看，截至 2018 年 9 月末，医药制造行业样本企业的资产负债率为 49.29%，较 2017 年末小幅上升了 1.32 个百分点。其中，资产负债率高于 50% 的样本企业 16 家，资产负债率为 30~50% 之间的样本企业 14 家，资产负债率低于 30% 的样本企业为 2 家。整体来看，医药制造行业内企业的资产负债率处于相对适中的水平。由于经营规模的不断扩大，生产线技术改造以及兼并投资的资金需求，医药制造行业内企业的负债规模也快速增长，因而整体负债水平小幅上升。由于医药制造行业企业流动资金的需求较大，公司债务结构偏向短期。截至 2018 年 9 月末，医药制造行业样本企业的刚性负债总额为 1,873.89 亿元，其中短期刚性债务 1,066.17 亿元，占刚性债务总额的 56.98%，各子行业的债务期限结构相对一致。

图表 17. 医药制造行业样本企业刚性债务结构（单位：亿元）



资料来源：新世纪评级整理

2018 年 11 月 16 日，证监会发布了《会计监管风险提示第 8 号——商誉减值》，引发市场对于 A 股商誉减值问题的再次关注。根据相关数据统计，截至 2018 年三季报，A 股 3573 家上市公司商誉高达 1.44 多万亿元，其中有 21 家公司商誉占资产比重高达 50% 以上。近年来，医药制造行业集中度将在优胜劣汰的行业竞争中持续提升，并购整合是主要手段之一，而不利经营环境下大额商誉资产减值风险尤其值得关注。2016~2017 年是商誉形成的高发期，而 2018 年以来增速有所下降。截至 2018 年 9 月末，医药制造行业样本企业的商誉总额合计 409.09 亿元，较上年同期末增长 17.34%，占当期末净资产总额的 13.73%，与上年末基本持平。其中，9 家企业期末商誉占净资产的比例高于 30%，而哈尔滨誉衡药业股份有限公司、特一药业集团股份有限公司和迪安诊断技术集团股份有限公司的这一比例均已超过 50%。

一般而言，医药制造企业通过并购期望进一步完善产业链、控制生产成本、产生协同效益，但在并购整合过程中，部分标的或由于行业政策、市场波动、自身经营等多种原因而业绩不达标，甚至影响到原有业务。根据中国证券报披露的相关信息，2010 年 A 股医药生物行业的商誉总额为 33.75 亿元，2013 年后医药板块多家上市公司进行并购，一方面驱动了上市公司的业绩的增长，另一方面由于溢价收购，也推高了公司的商誉。截至 2018 年 9 月末，商誉总额为 1515.79 亿元，在 8 年时间内医药生物行业商誉涨幅高达 44.91 倍。

展望 2019 年度，不排除少数商誉资产过大的医药制造企业在药品价格形成机制调整过程中发生风险暴露。

图表 18. 2018 年 9 月末医药制造行业样本商誉占净资产比例前十名

企业名称	2018 年 9 月末商誉规模 (亿元)	占 2018 年 9 月末净资产比例 (%)	2018 年前三季度净利润 (亿元)	2018 年前三季度毛利率 (%)
哈尔滨誉衡药业股份有限公司	36.26	79.98%	3.15	73.88%
特一药业集团股份有限公司	5.88	55.21%	1.21	56.46%
迪安诊断技术集团股份有限公司	19.43	53.54%	4.36	33.58%
贵州益佰制药股份有限公司	22.99	47.20%	2.11	73.82%
通化金马药业集团股份有限公司	20.62	44.86%	1.79	84.80%
深圳市海普瑞药业集团股份有限公司	23.22	39.23%	4.29	39.38%
人福医药集团股份公司	66.55	38.71%	9.34	39.88%
贵州信邦制药股份有限公司	23.19	34.48%	2.66	21.59%
乐普(北京)医疗器械股份有限公司	22.14	31.12%	11.76	73.34%
湖南景峰医药股份有限公司	7.82	27.91%	1.02	73.53%

资料来源：新世纪评级整理

## 营收状况及盈利能力

2018 年前三季度，医药制造行业样本企业合计实现营业收入 1,986.93 亿元，同比增长 25.56%。从子行业运行情况来看，各板块增速呈现一定差异，板块间分化加剧。其中，化学制剂及西药、非化学药材及药品子行业营收规模较大，分别实现营业收入 673.68 亿元和 882.47 亿元，同比增长 30.55% 和 18.75%；分别占医药制造行业样本企业营收总额的 33.91% 和 44.41%。医药制造业各子行业的利润增幅普遍高于收入增幅，主要是由于样本企业多为行业内细分领域的龙头企业，自身研发实力强、产品结构合理、营销能力较强，在日益激烈的市场竞争环境下能够保持较高的盈利能力。

从营业毛利的增速来看，2018 年前三季度化学制剂及西药行业样本企业实现营业毛利 57.39 亿元，同比增长 46.66%，增长幅度排名各子行业首位。近年来，药品降价政策继续推进，化学普药将继续受到成本上涨和价格下降的双重挤压。但高端专科用药方面，竞争相对来说并不激烈，招标限价压力也相对较小。而且，在医保控费的背景下，品牌仿制药企业迎来较好发展机遇，价格优势有助于进一步扩大市场份额。主要是化学制剂及西药样本企业中高端专科用药和品牌仿制药企业占比较高。同时，化学原料药整体行业内原料药供给面出现收缩，使得部分原料药产品价格出现大幅上升，市场开始底部回暖，行业利润增速持续上升。

从盈利能力来看，生物医药与医药研发外包行业盈利能力排在各子行业首位。2018 年前三季度，生物医药与医药研发外包样本企业实现营业收入 324.41 亿元，同比增长 33.53%；实现营业毛利 51.13 亿元，同比增长 36.31%；毛利率为 62.17%，主要是生物医药行业具有投产周期长、投入资金大、研发技术要求高等特点，决定其具有较高行业壁垒，因而毛利率水平较高。非化学药材及药品行业的毛利增幅相对较小，主要是由于近年受宏观经济、游资炒作等因素影响，中药原材料整体价格水平持续上涨。虽然政府干预做出了部分调整，但价格上移趋势仍旧不容忽视。同时气候变化及自然环境等因素对原料野生资源也产生了极大的影响，部分原料野生资源逐年减少，对医药企业的资源规划和采购成本管理提出了更高的要求。

图表 19. 2018 年前三季度医药制造行业各子行业样本企业的运行情况

子行业	营业收入 (亿元)	营业毛利 (亿元)	营业收入同比变化	营业毛利同比变化	毛利率
化学制剂及西药	673.68	57.39	30.55%	46.66%	48.79%
非化学药材及药品	882.47	111.08	18.75%	26.56%	40.06%

生物医药与医药研发外包	324.41	51.13	33.53%	36.31%	62.17%
医疗器械	106.37	17.18	32.38%	41.73%	52.62%
<b>合计</b>	<b>1,986.93</b>	<b>236.79</b>	<b>25.56%</b>	<b>36.04%</b>	<b>47.30%</b>

资料来源：新世纪评级整理

2018 年前三季度，医药制造行业样本企业营业收入前十名的分别为康美药业股份有限公司、云南白药集团股份有限公司、上海复星医药（集团）股份有限公司、天津市医药集团有限公司、人福医药集团股份有限公司、四川科伦药业股份有限公司、健康元药业集团股份有限公司、中国生物技术股份有限公司、浙江海正药业股份有限公司和华北制药股份有限公司，合计实现营业收入 1,371.42 亿元，占样本企业资产总额的 69.02%，较上年同期增长 22.44%。如概述部分的判断分析，在优胜劣汰的行业竞争中，行业集中度有望持续提升，其中并购整合将成为主要手段之一。

图表 20. 2018 年前三季度医药制造行业样本企业营收规模前十名

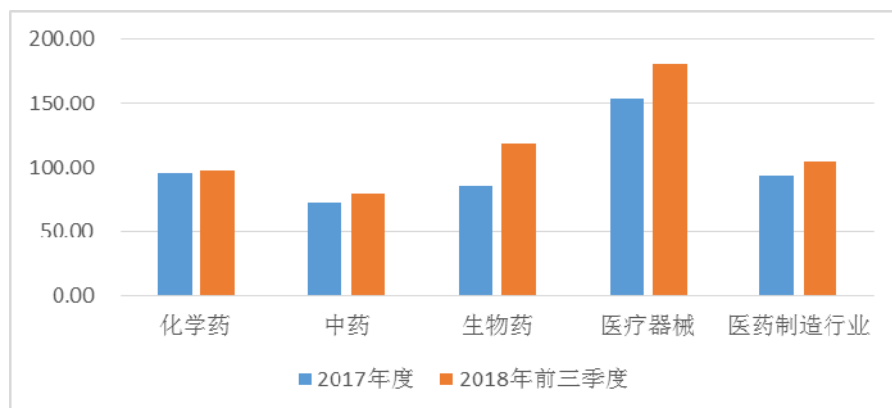
排名	企业名称	营业收入（亿元）	同比变化（%）
1	康美药业股份有限公司	254.28	30.31%
2	云南白药集团股份有限公司	197.24	9.53%
3	上海复星医药(集团)股份有限公司	181.42	39.99%
4	天津市医药集团有限公司	162.81	10.04%
5	人福医药集团股份有限公司	135.38	26.71%
6	四川科伦药业股份有限公司	122.32	54.63%
7	健康元药业集团股份有限公司	86.36	5.22%
8	中国生物技术股份有限公司	82.76	36.64%
9	浙江海正药业股份有限公司	78.05	-4.55%
10	华北制药股份有限公司	70.80	24.25%

资料来源：新世纪评级整理

## 运营效率

2018 年前三季度，医药制造行业样本企业应收账款平均周转天数约为 105 天，较 2017 年增加了 12 天。其中，化学制剂及西药应收账款平均周转天数约为 97 天；非化学药材及药品生物应收账款平均周转天数约为 80 天；医药与医药研发外包应收账款平均周转天数约为 118 天；医疗器械应收账款平均周转天数约为 182 天，居各子行业之首。在营运资金周转方面，较大规模的应收账款占用了医药制造企业的资金，通过赊销进行销售的企业在很大程度上会面对客户支付延迟甚至出现违约风险，进而对其偿债能力产生影响。此外在产品销售过程中，代理商实际承担了“垫付”的角色，由其先行向医药制造企业垫付货款。在两票制全面实施的背景下，高开价销售模式占比提升，其中采用高开自营的企业需自建销售团队，相关应收账款需自己讨要，回款周期将有所拉长；采用高开代理模式的企业，销售渠道从原有的多层级商业渠道变为单一层级的渠道，一级代理商数量呈现增长趋势，应收账款管理难度亦有所加大。

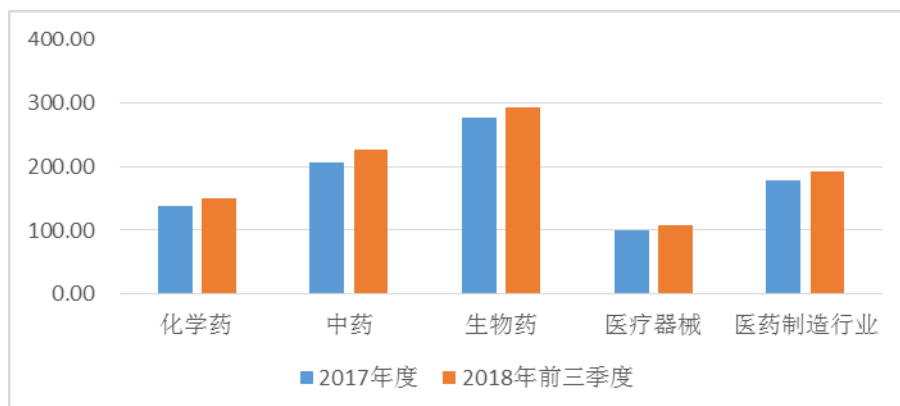
图表 21. 医药制造行业样本企业应收账款周转天数及其变化情况



资料来源：新世纪评级整理

除应收账款外，大规模的存货实质上也是对企业的资金占用，进而增加了运营成本和风险。2018 年前三季度，医药制造行业样本企业存货平均周转天数约为 193 天，较 2017 年增加了 14 天，周转效率持续下降。其中，化学制剂及西药存货平均周转天数约为 148 天；非化学药材及药品生物存货平均周转天数约为 226 天；医药与医药研发外包存货平均周转天数约为 293 天；医疗器械存货平均周转天数约为 108 天。其中，医疗器械行业的存货周转效率在同行业内的水平相对较好，主要是因为部分开展试剂等业务的医疗器械企业产品周转效率较高，拉高了样本企业的平均数。

图表 22. 医药制造行业样本企业存货周转天数及其变化情况

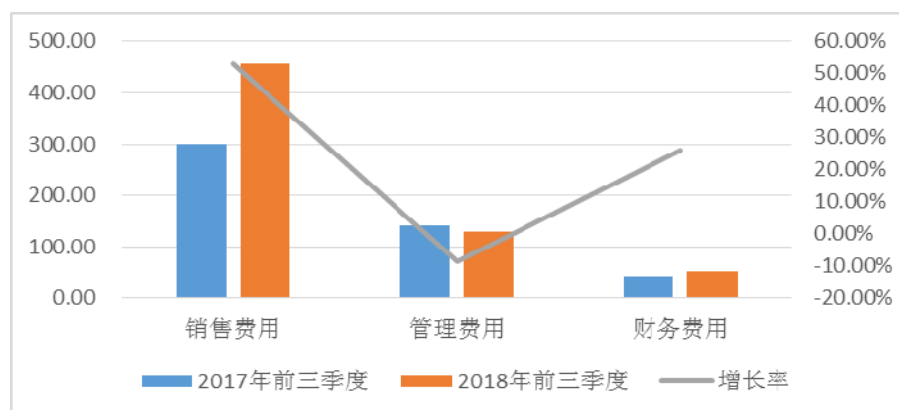


资料来源：新世纪评级整理

### 非经常性损益对经营业绩的影响

2018 年前三季度，医药制造行业样本企业销售费用共计 457.62 亿元，同比增长 52.92%；管理费用共计 128.12 亿元，同比减少 8.68%；财务费用共计 52.87 亿元，同比增长 26.18%。2018 年以来，国内整体融资环境趋紧，医药制造行业企业的负债水平小幅上升，融资规模和成本的上升导致财务费用有所增长。在两票制医药政策背景下，部分制药企业开始采用高开发票的形式进行产品销售，企业负担加重，税务处理、销售成本均有所加大。此外，由于人口红利的逐渐消退，人工成本不断攀升，尤其是核心技术开发人员的薪资上涨幅度更为明显。近年来，医药制造企业销售费用增速明显加快，期间费用增长不断挤压医药制造企业的盈利水平。

图表 23. 2018 年前三季度医药制造业样本企业期间费用变化情况



资料来源：新世纪评级整理

在医药制造业样本企业中，期间费用率排名前十名的企业分别为山东未名生物医药股份有限公司、通化金马药业集团股份有限公司、贵州益佰制药股份有限公司、哈尔滨誉衡药业股份有限公司、吉林敖东药业集团股份有限公司、深圳康泰生物制品股份有限公司、浙江康恩贝制药股份有限公司、湖南景峰医药股份有限公司、湖北济川药业股份有限公司和深圳翰宇药业股份有限公司，其期间费用率均超过了 45%。其中，多家来自生物医药与医药研发外包行业。从销售费用来看，主要是该行业企业产品同质化程度较高（如疫苗及部分血制品）所致，市场竞争激烈推动销售费用持续增长。此外，生物医药与医药研发外包行业研发投入相对其他子行业更大，占营业收入的比重更高。新药研发和现有药品的深度开发须经历临床前研究、临床试验、申报注册、获准生产等过程，投入大、环节多、开发周期长、风险高，易受到不可预测因素的影响。随着研发和临床试验的进行，管理费用支出仍将持续。医药制造业持续高企的期间费用在一定程度上侵蚀了企业的利润空间。

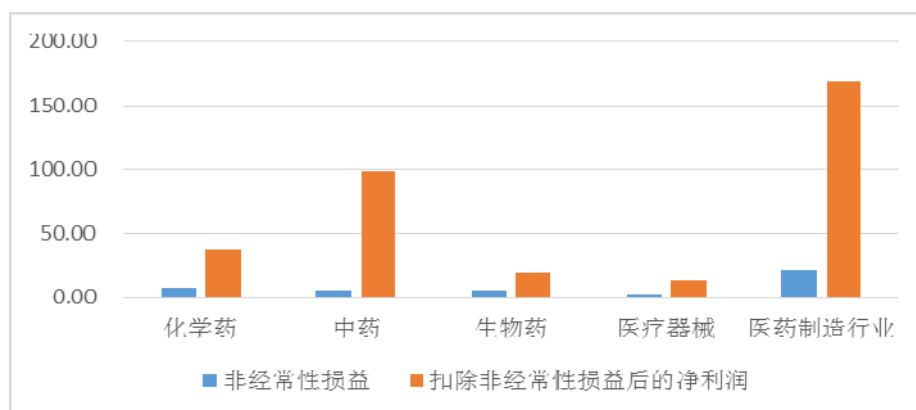
图表 24. 2018 年前三季度医药制造业样本企业期间费用率前十名

排名	企业名称	期间费用（亿元）	期间费用率（%）
1	山东未名生物医药股份有限公司	3.63	73.70%
2	通化金马药业集团股份有限公司	9.23	67.23%
3	贵州益佰制药股份有限公司	17.98	61.75%
4	哈尔滨誉衡药业股份有限公司	24.24	61.17%
5	吉林敖东药业集团股份有限公司	13.53	56.44%
6	深圳康泰生物制品股份有限公司	8.46	56.37%
7	浙江康恩贝制药股份有限公司	30.27	56.11%
8	湖南景峰医药股份有限公司	8.11	54.39%
9	湖北济川药业股份有限公司	29.90	53.94%
10	深圳翰宇药业股份有限公司	4.17	46.05%

资料来源：新世纪评级整理

整体来看，医药制造业样本企业的非经常性损益对公司净利润产生一定影响。各子行业分化较为明显，2018 年前三季度，化学制剂及西药当期实现非经常性损益 7.97 亿元，在净利润总额中的比重为 17.61%，主要是来自政府补助、资产处置和投资收益。其中投资收益为样本企业非经营性损益的主要来源，但是投资收益受宏观经济的影响较大，对利润的影响有较强的波动性和不确定性。同期，医药制造业样本企业非经营性损益在净利润总额中的比重为 11.22%，较去年同期有较显著下降，医药制造业样本企业整体收益的质量有所上升。

图表 25. 2018 年前三季度医药制造行业样本企业净利润结构

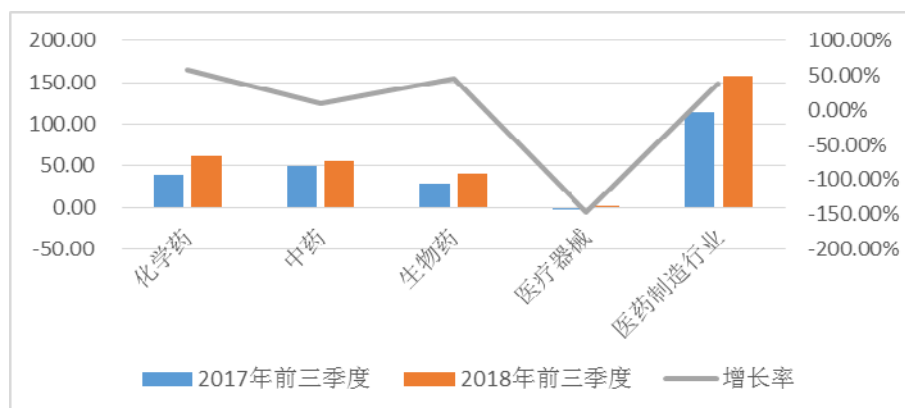


资料来源：新世纪评级整理

### 经营活动现金流量

2018 年前三季度，医药制造行业样本企业经营活动产生的现金流量净额为 158.27 亿元，同比增长 38.53%。其中，化学制剂及西药企业经营活动产生的现金流量净额为 61.00 亿元，同比增长 58.61%；非化学药材及药品企业经营活动产生的现金流量净额为 55.27 亿元，同比增长 10.17%；生物医药与医药研发外包企业经营活动产生的现金流量净额为 40.80 亿元，同比增长 44.94%；医疗器械企业经营活动产生的现金流量净额为 1.20 亿元，同比增加了 3.73 亿元。样本企业经营活动现金流入呈现明显的分化，其中经营活动现金流量净额同比增长的企业共计 20 家，而其他 12 家样本企业较同期均有不同程度的下降。

图表 26. 2018 年前三季度医药制造行业子行业样本企业经营活动现金流量情况



资料来源：新世纪评级整理

在医药制造行业样本企业中，2018 年前三季度，经营活动产生的现金流量净额排名前十名的企业分别为上海复星医药（集团）股份有限公司、云南白药集团股份有限公司、四川科伦药业股份有限公司、湖北济川药业股份有限公司、中国生物技术股份有限公司、康美药业股份有限公司、健康元药业集团股份有限公司、浙江海正药业股份有限公司、乐普（北京）医疗器械股份有限公司和华北制药股份有限公司。同期，样本企业中有 7 家企业经营活动产生的现金流量呈现净流出。整体行业收现情况较为稳定，但由于医院在产业链中较强势的地位，预计未来经营活动产生的现金流量难以出现较显著增长。

图表 27. 2018 年前三季度样本企业经营活动现金流量净额规模前十名

排名	企业名称	经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	净利润 (亿元)
1	上海复星医药(集团)股份有限公司	20.88	23.39



排名	企业名称	经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	净利润 (亿元)
2	云南白药集团股份有限公司	20.70	27.22
3	四川科伦药业股份有限公司	18.99	10.73
4	湖北济川药业股份有限公司	15.57	13.09
5	中国生物技术股份有限公司	15.44	18.61
6	康美药业股份有限公司	12.93	38.31
7	健康元药业集团股份有限公司	9.93	12.96
8	浙江海正药业股份有限公司	9.62	2.67
9	乐普(北京)医疗器械股份有限公司	9.47	11.76
10	华北制药股份有限公司	6.35	0.73

资料来源：新世纪评级整理

## 发债企业信用等级分布及级别迁移分析<sup>4</sup>

### 主体信用等级分布

我国医药制造行业企业数量众多、市场集中度相对较低。从行业内已发债企业来看，资产规模以中小型医药制造企业为主。同时医药制造行业属于技术密集型行业，进入门槛较高，发行人多为上市公司，整体信用质量较高。2018 年前三季度，医药制造行业公开发行债券的主体共计 13 家，其中 AAA 级主体 2 家，AA+级主体 8 家，AA 级主体 3 家。

截至 2018 年 9 月末，医药制造行业仍在公开发行债券市场有存续债券的发行主体共计 39<sup>5</sup>家，其中 AAA 级主体 8 家，AA+级主体 14 家，AA 级主体 16 家，AA-级主体 1 家，详见下表：

图表 28. 医药制造行业主体信用等级分布情况

发行主体信用等级	2018 年前三季度		截至 2018 年 9 月末	
	发行主体数量 (家)	占比 (%)	存续主体数量 (家)	占比 (%)
AAA	2	15.38	8	20.51
AA+	8	61.54	14	35.90
AA	3	23.08	16	41.03
AA-	—	—	1	2.56
合计	13	100.00	39	100.00

数据来源：Wind、新世纪评级整理

### 主体信用等级迁移

从级别变动情况看，2018 年前三季度，医药制造行业涉及评级调整的债券发行人 2 家，均为债券发行人主体信用等级（或展望）上调。医药制药业企业主体信用质量整体较为稳定。评级上调的 2 家企业均体现了良好的成长性，并具有畅通的融资渠道或充足的可变现资产。

图表 29. 2018 年前三季度医药制造行业主体信用等级调整情况

发行人名称	变动方向	前次级别	调整后级别	评级机构	调整原因
康美药业股份有限公司	上调	AA+/稳定	AAA/稳定	中诚信国际	1.收入、盈利增长 2.医疗服务大健康业务不断深化有利于促进未来

<sup>4</sup> 本部分主体信用等级均仅考虑发行人付费模式的评级机构的评级结果，即不考虑中债资信的评级结果。此外，统计主体等级分布时剔除了重复主体，即单一主体发行多期债券时只按该主体最新信用等级计一次。

<sup>5</sup> 有存续债券的发行主体实际为 38 个，包含双评级级别不一致时重复计算的 1 个。漳州市九龙江集团有限公司东方金诚对其主体评级为 AA+级，联合信用对其主体评级为 AA 级。

					业务发展 3.融资渠道畅通、货币资金充裕
四川科伦药业股份有限公司	上调	AA+/稳定	AA+/正面	中诚信国际	1.盈利能力提升 2.研发实力不断增强

数据来源：Wind、新世纪评级整理

图表 30. 医药制造行业主体信用等级迁移情况

2017 年末 \ 2018 年 9 月末	2018 年 9 月末			
	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	7	—	—	—
AA+	1	14	—	—
AA	—	—	16	—
AA-	—	—	—	1

数据来源：Wind、新世纪评级整理

## 发债企业主要债券品种利差分析<sup>6</sup>

医药制造行业内企业发行债券多为短期融资券、中期票据和公司债券等传统的债券品种。2018 年前三季度，医药制造企业合计发行了 8 支短期融资券、13 支中期票据和 9 支公司债。

### 1. 短期融资券

2018 年前三季度，医药制造行业内企业共计发行 8 支短期融资券，其中主体信用等级为 AAA 的短期融资券共 3 支，均为康美药业股份有限公司发行的短期融资券，整体利差均值为 281.51BP，处于偏高水平；主体级别为 AA+ 的债券共 5 支，其中深圳市百业源投资有限公司共发行了 3 支短期融资券；四川科伦药业股份有限公司、人福医药集团股份有限公司各发行了 1 支短期融资券。

图表 31. 医药制造行业短期融资券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时	样本数	发行利差	
	主体信用等级		区间	均值
1 年	AAA	3	201.00-416.13	281.51
1 年	AA+	4	197.02-306.03	245.78
270 天	AA+	1	304.81-304.81	304.81

数据来源：Wind、新世纪评级整理

### 2. 中期票据<sup>7</sup>

2018 年前三季度，医药制造行业内企业共计发行 13 支中期票据，全部为 3 年期中期票据，其中主体信用等级为 AAA 的债券共 5 支，全部为康美药业股份有限公司发行的 3 年期中期票据；主体信用等级为 AA+ 的债券共 8 支，其中天士力医药集团股份有限公司发行了 3 支中期票据，四川科伦药业股份有限公司、武汉当代科技产业集团股份有限公司、深圳市东阳光实业发展有限公司、深圳市百业源投资有限公司、天士力医药集团股份有限公司各发行了 1 支中期票据。

<sup>6</sup> 本部分所统计债券种类均为公开发行的债券。

<sup>7</sup> 本部分所统计中期票据不含中小企业集合票据。

2018 年前三季度，医药制造行业内新发行中期票据中主体信用等级为 AAA 的债券的发行利差均值高于主体信用等级为 AA+ 的债券的发行利差，主要系当期主体级别为 AAA 的债券全部为康美药业股份有限公司发行，且康美药业股份有限公司新发行债券利差偏高所致。

图表 32. 医药制造行业中期票据发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时	样本数	发行利差	
	主体信用等级		区间	均值
3 年	AAA	5	230.72-361.34	292.98
3 年	AA+	8	198.76-414.90	277.98

数据来源：Wind、新世纪评级整理

### 3. 公司债券

2018 年前三季度，医药制造行业内企业共计发行 9 支公司债券。其中 5 年期公司债券 3 支，分别为上海复星医药（集团）股份有限公司发行的公司债券，主体级别为 AAA 级，发行利差为 176.17BP；武汉当代科技产业集团股份有限公司发行的公司债券，主体级别为 AA+ 级，发行利差为 409.29BP；华立医药集团有限公司发行的公司债券，主体级别为 AA 级，发行利差为 313.74BP。3 年期公司债券共 5 支，分别为康美药业股份有限公司发行的公司债券，主体级别为 AAA 级，发行利差为 355.70BP；武汉当代科技产业集团股份有限公司发行的公司债券，主体级别为 AA+ 级，发行利差为 345.40BP；广州市香雪制药股份有限公司发行的公司债券，主体级别为 AA 级，发行利差为 312.71BP；同济堂医药有限公司发行的 2 支公司债券，主体级别为 AA 级，发行利差均为 462.20BP。2 年期公司债券 1 支，系四川科伦药业股份有限公司发行的公司债券，主体级别为 AA+ 级，发行利差为 245.50BP。

图表 33. 医药制造行业公司债券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时	样本数	发行利差	
	主体信用等级		区间	均值
5 年	AAA	1	176.17-176.17	176.17
5 年	AA+	1	409.29-409.29	409.29
5 年	AA	1	313.74-313.74	313.74
3 年	AAA	1	355.70-355.70	355.70
3 年	AA+	1	345.40-345.40	345.40
3 年	AA	3	312.71-462.20	412.37
2 年	AA+	1	245.50-245.50	245.50

数据来源：Wind、新世纪评级整理

## 2019 年度医药制造行业信用展望

由于医药制造行业与国计民生息息相关，政府部门监管成为影响行业发展的重要因素之一。近年国家围绕“医疗、医保、医药”出台了多项政策，其中优先审评审批制度、药品上市许可人制度、新医保目录、仿制药一致性评价、营改增、两票制等政策的出台不断推进行业内结构调整及产业升级。目前医药发展基调已基本形成：国家政策不断鼓励提高医疗受益面，降低终端售价；加快行业产业升级，促进医药制造行业由“低端”向“高端”，由“制造”向“研发”转型。

医药制造行业与宏观经济关联度较低，展望 2019 年度，从人口的生命周期看行业仍处于发展阶段。医药环境变化或使得医药制造企业面临短期阵痛，但研发实力强、产品结构合理、推广能力强的优质药企有望脱颖而出。优胜劣汰的行业竞争中，行业集中度有望持续提升，其中并购整合将成为主要手段之一，关注估值及商誉减值风险。我国医药制造行业收入仍将稳步增长，且后续具备一定成长空间；加之良好的政策环境和较强主业现金回笼能力，行业整体信用质量将维持稳定。

### **1. 医药制造行业具有良好的发展基础，虽近年医保控费制约了行业增速，但老龄化、城镇化进程和消费升级将不断推动行业发展。**

人口老龄化、人均收入持续增长以及城镇化等保证了我国医药行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，医药行业发展基础较好。中国医药需求的较快增长为国内医药制造行业保持较高的景气度形成了较好支撑。2011 年以来，国家开始实行医保控费政策，医药制造行业销售收入增速开始放缓，但仍保持中高速增长趋势。

根据国务院办公厅 2013 年 9 月下发的《国务院关于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。随着人口结构的老龄化，未来中国医药市场将持续扩容，刚性需求逐步上升。此外，随着居民收入水平的提高，居民的自我保健意识也在逐步提高，人们越来越注重疾病的预防和身体的保健，保健预防概念深入人心，居民的医疗需求从“治病”前移到“防病”，从“被动医疗”升级到“养生保健”。居民医疗保健支出随着人均收入的增长而增长，但总体水平仍然较低，尤其是农村居民。城镇化进程是农民转为市民的过程，这伴随着消费结构的升级和巨大消费潜力的释放。我国农村居民和城镇居民对医疗健康的需求和消费支出有较大差别，城镇化的过程也就是消费升级的过程，可以在一定程度上促进医药行业发展。未来随着城镇化进程的不断推进，城镇化率的不断提高，农村居民逐渐向城镇居民看齐。新增城镇人口的消费结构和消费观念和城镇居民趋同，有利于医疗保健行业的发展。

### **2. 依托良好发展基础，医药制造行业整体财务风险可控。**

得益于良好的发展基础，医药制造行业收入及利润水平均保持有较快增长趋势，行业整体保持较好盈利能力。从盈利情况看，近年我国医药制造行业净资产收益率、总资产报酬率、销售利润率等均保持有稳定增长趋势；从偿债能力看，医药制造行业属于轻资产运营行业，整体行业债务负担较轻，2015~2017 年末行业整体资产负债率分别为 41.24%、40.17%和 40.42%，2018 年 8 月末为 41.28%，整体较为稳定。不断增长的盈利可对负债形成较好覆盖，医药制造行业整体财务质量将较为稳定。

### **3. 伴随着医药行业政策的密集出台，医药发展基调已基本形成：国家政策不断鼓励提高医疗受益面，降低终端售价；加快行业产业升级，促进医药制造行业由“低端”向“高端”，由“制造”向“研发”转型。**

近年来，国家围绕“医疗、医保、医药”密集出台了多项政策，伴随着医药工业“十三五”规划以及 2017 新医保医药目录的出台，我国医药行业未来 3~5 年发展基调已基本形成。国家于医药研发端、生产端、流通端及终端发布了多条政策：国家为鼓励医药研发端提高研发效率，先后发布了临床数据自查制、创新药、临床急需药优先审评审批制、药品上市许可持有人制等制度；为提高医药生产端淘汰落后产能、提高产品质量先后发布了新版 GMP、仿制药一致性评价等制度；为降低药品终端价格、提高药品流通环节透明度，先后发布了营改增及两票制减少中间流通环节、整顿市场；为应对不断增长的医保支付压力、解决基层人群就医问题、提高就医收益面，国家还陆续出台了医药集中采购、分级诊疗、多点医疗、限抗令等多项政策。一系列政策导向，不断引流医药制造行业由“低端”向“高端”，由“制造”向“研发”转型。

**4. 医药环境变化致使医药制造企业将面临短期阵痛。短期而言，一般药企运营效率难言好转；长久来看，研发实力强、产品结构合理、推广能力强的优质药企有望脱颖而出。**

近年来，国内医保支出增速呈下降趋势，其中城镇基本医疗保险统筹基金总支出增速已由 2011 年的 26.50% 下降至 2016 年的 15.60%。医药行业控费压力较大，药品招标降价短期趋势不变，终端销售价格下降不断挤压着医药制造企业利润空间；加之，仿制药一致性评价、新版 GMP 认证等政策的出台，不断加大了企业运营负担<sup>8</sup>；另外，两票制的推行，减少了医药流通企业的利润空间，加大了医药制造企业的药品推广难度。短期而言，一般药企运营效率难言好转。长期来看，行业内制药企业将重新洗牌，拥有大病种领域重磅产品、产品结构好企业拥有较好价格维护能力；拥有较强研发实力的医药制造企业有望在后续经营中获得较多业绩补充；拥有较强推广实力的医药制造企业有望获得更高的终端覆盖度，以上资质优秀药企有望在长期发展中脱颖而出。

**5. 行业集中度呈不断提升趋势，并购整合将成为主要手段之一，关注估值及商誉减值风险。**

我国医药制造行业企业数量较多、行业整体集中度不高。截至 2016 年末，我国制药企业数量达到 7,449 家，市场较为分散。随着我国政府对环境保护和食品安全重视程度日益提升，以及相关监管政策的出台，行业内资源将不断向拥有完整产业链、较高品牌资源优势、较强规模效应及稳定的供销渠道的大型药企转移，行业内落后产能淘汰力度有所加大，行业集中度将进一步提升。同时，为快速提高研发实力、完善产品阶梯结构、实现规模化生产，并购整合手段也将成为医药制造企业提高市场集中度的主要手段之一，关注估值及商誉减值风险。因此，未来具备资金和技术优势的行业龙头企业通过兼并收购提高其市场占有率是趋势所向，强者恒强。

**6. 从细分行业来看，行业内中医药、生物制药领域受政策扶持力度较大，未来有望实现快速发展。**

近年来，我国不断鼓励中医药及生物制药领域的发展，陆续出台了《中医药健康服务发展规划（2015—2020 年）》、《中医药发展战略规划纲要（2016—2030 年）》、《中医药发展“十三五”规划》、《中国的中医药》、《十三五国家战略性新兴产业发展规划》和《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》等政策，鼓励和振兴中医药及生物制药领域的发展。

此外，人社部还于 2017 年 2 月发布了新医保目录，更是显示出了国家对中成药及生物制药等创新用药的侧重，《2017 年国家医保目录》共计收录有药品 2,535 个，其中西药 1,297 个（包括化学药和生物制品），较 2009 年版医保目录增幅 11.4%，中成药 1,238 个（包括中成药和民族药），较 2009 年版医保目录增幅 20%。此次入选中成药及生物制药等创新用药数量较多，未来有望随医药招标实现快速放量。相对而言，中医药、生物制药企业受政策扶持力度较大，未来有望实现较快发展。

**7. 化学原料药行业盈利水平持续向好，优胜劣汰将更为明显。**

化学原料药行业相对于其他医药子行业来说，是一个周期性行业，主要是由于化学原料药的上游行业是化工行业和能源行业，化工产品受原油价格的波动影响较大，因此化学原料药的行业波动性较大，而且我国化学原料药以出口为主，需承受更多的国际风险暴露。

我国化学原料药市场行业集中度不高，低端产品竞争激烈、产品同质性较强、利润水平相对较低。在国内环保要求趋严背景下，各厂家为达到环保要求纷纷增加环保投入，运

<sup>8</sup> 一致性评价政策出台后，单一药品仿制药评价成本由原来的 50 万元左右提高至了 500 万元以上。

营成本不断增长。化学原料药市场中小企业利润空间不断被挤压，陆续停产退出市场；大型企业开始进行产业结构升级，努力向高毛利特色原料药及制剂领域转型。整体行业内原料药供给面出现收缩，使得部分原料药产品价格出现大幅上升，市场开始底部回暖，行业利润增速持续上升。长期看，化学原料药企业必会遭遇优胜劣汰，行业集中度将会提高。加之，欧美等发达国家对进口化学原料药的监管越来越严格，将不断提高化学原料药品的准入门槛，从而倒逼我国原料药企业的进一步整合和行业洗牌。

## 附录一

## 医药制造行业样本企业信用等级分布及主要财务数据与指标

(2017/Q4~2018/Q3, 合并口径, 亿元, %)

发行人名称	最新主体评级	评级机构	期末总资产	期末所有者权益	期末资产负债率	期末现金类资产	期末刚性债务	期末流动比率	年度营业收入	年度净利润	年度 EBITDA	年度经营性现金流量净额
康美药业股份有限公司	AAA	中诚信国际	818.13	347.17	57.56	380.68	369.76	2.23	323.91	47.82	73.20	16.10
云南白药集团股份有限公司	AAA	鹏元资信	292.07	193.39	33.79	122.63	18.01	3.37	260.30	32.58	40.01	20.00
中国生物技术股份有限公司	AAA	中诚信国际	244.70	152.62	37.63	35.37	28.32	1.68	107.31	23.29	41.25	30.57
上海复星医药(集团)股份有限公司	AAA	上海新世纪	685.13	330.24	51.80	87.31	232.84	0.94	237.16	31.67	52.49	29.45
四川科伦药业股份有限公司	AA+	中诚信国际	290.65	128.26	55.87	30.72	112.55	1.14	157.57	14.42	30.96	21.58
人福医药集团股份有限公司	AA+	联合资信	368.74	171.93	53.38	34.66	131.89	1.06	182.99	11.19	25.53	(3.12)
浙江海正药业股份有限公司	AA+	上海新世纪	221.62	78.78	64.45	24.09	107.59	0.74	102.00	3.20	13.77	15.60
健康元药业集团股份有限公司	AA+	中诚信国际	215.12	144.35	32.90	78.25	21.98	2.45	112.08	15.20	25.13	15.93
深圳市海普瑞药业集团股份有限公司	AA+	联合信用	135.41	59.20	56.28	23.72	51.35	1.21	42.14	5.03	8.00	4.75
延安必康制药股份有限公司	AA+	联合信用	193.88	96.88	50.03	12.54	57.39	0.73	77.80	8.95	13.56	(3.82)
浙江康恩贝制药股份有限公司	AA+	上海新世纪	109.48	59.72	45.46	21.92	30.15	1.40	69.05	8.90	13.53	5.32
天津市医药集团有限公司	AA+	大公国际	559.20	241.07	56.89	124.28	203.36	1.24	218.20	8.28	25.12	5.84
吉林敖东药业集团股份有限公司	AA+	鹏元资信	249.20	214.30	14.00	25.53	19.98	4.73	33.86	13.75	16.43	4.28
华北制药股份有限公司	AA	中诚信国际	179.24	54.26	69.73	15.52	87.68	0.72	90.91	0.68	9.50	8.41
海南海药股份有限公司	AA	上海新世纪	101.83	49.71	51.18	31.69	35.95	1.92	26.16	1.29	4.93	4.49
哈尔滨誉衡药业股份有限公司	AA	联合资信	93.61	45.34	51.57	9.11	31.92	0.77	50.15	3.37	7.76	8.20
湖南景峰医药股份有限公司	AA	中诚信证券	50.35	28.02	44.34	6.90	16.85	2.38	26.82	1.52	3.99	3.48
深圳翰宇药业股份有限公司	AA	联合信用	58.52	40.17	31.36	14.78	13.50	3.14	14.37	3.89	5.35	3.53

## 医药制造行业样本企业信用等级分布及主要财务数据与指标

(2017/Q4~2018/Q3, 合并口径, 亿元, %)

发行人名称	最新主体评级	评级机构	期末总资产	期末所有者权益	期末资产负债率	期末现金类资产	期末刚性债务	期末流动比率	年度营业收入	年度净利润	年度 EBITDA	年度经营性现金流量净额
湖北济川药业股份有限公司	AA	中诚信证券	75.60	50.79	32.83	15.31	5.46	2.33	69.72	16.25	20.71	17.53
广东太安堂药业股份有限公司	AA	中诚信证券	85.05	51.91	38.96	3.09	25.12	2.23	33.50	2.45	4.84	0.22
广州市香雪制药股份有限公司	AA	联合信用	88.36	40.46	54.21	8.66	37.67	1.63	24.00	1.16	3.82	(1.28)
贵州信邦制药股份有限公司	AA	上海新世纪	124.10	67.26	45.80	16.02	40.76	1.26	66.51	3.54	7.33	(2.98)
通化金马药业集团股份有限公司	AA	联合信用	60.62	45.97	24.16	3.80	6.58	2.28	19.82	2.62	3.96	3.01
贵州益佰制药股份有限公司	AA	中诚信证券	74.65	48.70	34.77	13.70	17.76	1.53	38.45	2.83	5.97	1.06
北京同仁堂健康药业股份有限公司	AA	大公国际	81.83	38.53	52.92	5.79	20.05	1.92	52.60	5.59	8.72	4.66
山东未名生物医药股份有限公司	AA	联合信用	42.71	29.32	31.36	21.58	12.42	5.40	8.94	1.29	2.50	1.09
乐普(北京)医疗器械股份有限公司	AA	大公国际	153.93	71.13	53.79	25.99	66.77	1.22	58.32	13.60	19.36	12.41
迪安诊断技术集团股份有限公司	AA	上海新世纪	91.92	36.29	60.52	3.84	35.55	1.42	62.14	5.60	10.00	1.40
特一药业集团股份有限公司	AA-	鹏元资信	20.03	10.65	46.85	2.98	7.46	1.59	8.28	1.46	2.23	1.66
深圳康泰生物制品股份有限公司	AA-	鹏元资信	32.09	16.43	48.78	3.83	5.19	1.75	18.67	4.35	5.60	2.81
广州阳普医疗科技股份有限公司	AA-	鹏元资信	16.87	9.70	42.54	1.90	5.40	2.22	5.66	0.08	0.81	1.74
珠海和佳医疗设备股份有限公司	AA-	鹏元资信	59.84	26.34	55.99	2.80	16.63	2.62	11.92	1.13	2.55	(6.78)

注：①期末主要财务数据为 2018 年 9 月末数据；

②年度主要财务数据为 2017 年第四季度及 2018 年前三季度之和；

③刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+长期借款+应付债券+其他具期债务；

④EBITDA=利润总额+利息支出[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。



## 附录二

### 医药制造企业样本企业（含上市公司）的信用质量及趋势 （略）