

医药制造业

2016 年市场表现及 2017 年信用展望

工商企业评级部 於佳沁 李一

医药制造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。

细分来讲，医药制造业子行业信用质量发展趋势略有不同。化学原料药行业品种分化，大宗原料药处于历史低谷，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；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。

从医药制造业内已发债企业来看，发行人主体评级相对集中于 AA 及 AA⁺ 区间。2016 年度，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，其中 AA、AA⁺、AAA 级别居多。级别调整方面，当期由于经营业绩变化及经营环境变化，共计发生主体信用等级调整 4 例，其中正面调级 3 例，负面调级 1 例，行业整体主体信用质量尚较稳定。

展望 2017 年，从人口的生命周期看，医药制造业仍将处于快速发展阶段。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。我国医药制造行业后续仍具备一定成长空间；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。

一、2016 年市场表现

(一) 行业信用等级分布及级别迁移分析¹

1. 主体信用等级分布

我国医药制造业企业数量众多、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。2016 年度，医药制造业公开发行债券主体共计 23 家，其中 AAA 级主体 6 家；AA⁺级主体 9 家；AA 级主体 6 家；AA⁻级 2 家。截至 2016 年末，医药制造业仍在公开发行债券市场有存续债券的发行主体共计 40²家，其中 AAA 级主体 6 家，AA⁺级主体 16 家，AA 级主体 15 家，AA⁻级主体 2 家，A 级主体 1 家，详见下表：

图表 1. 医药制造业主体信用等级分布情况

发行主体 信用等级	2016 年度		截至 2016 年末	
	发行主体数量(家)	占比 (%)	存续主体数量(家)	占比 (%)
AAA	6	26.09	6	15.00
AA ⁺	9	39.13	16	40.00
AA	6	26.09	15	37.50
AA ⁻	2	8.70	2	5.00
A	—	—	1	2.50
合计	23	100.00	40	100.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2. 主体信用等级迁移

从级别变动情况看，2016 年度，各评级机构共计对医药制造业企业进行级别调整 4 次，包括级别上调 3 次及级别下调 1 次。从调整理由来看，经营业绩变化及经营环境变化对评级结果影响较大。其中，上海莱士血液制品股份有限公司由于血液制品最高限价放开且公司血浆资源扩大、非公开发行股票优化了资本结构等一系列原因，主体级别由 AA

¹ 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。

² 有存续债券的发行主体实际为 39 个，包含双评级级别不一致时重复计算的 1 个。

上调至 AA⁺级；浙江康恩贝制药股份有限公司由于经营业绩稳步增长，同时通过多次非公开发行以及投资并购，资本实力迅速增强，主体级别由 AA 上调至 AA⁺级；浙江仙琚制药股份有限公司由于经营业绩好转且非公开发行股票使得资本实力有所提高，主体级别由 AA⁻上调至 AA 级。而云南沃森生物技术股份有限公司由于经营业绩下滑及受山东非法疫苗事件影响，联合资信将其主体级别由 A⁺下调至 A 级，评级展望调整为负面。除此以外，2016 年度行业内未发生其他主体信用级别调整情况，医药制造业企业主体信用质量整体较为稳定。

图表 2. 医药制造业主体信用等级迁移情况

2016 年末 2015 年末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A
AAA	6					
AA ⁺		14				
AA		2	14			
AA ⁻			1	2		
A ⁺					—	1
A						—

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

（二）行业主要债券品种利差分析³

医药制造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。2016 年度，医药制造业企业合计发行了 5 支短期融资券、6 支中期票据和 12 支公司债，具体发行利差情况详见附录三。

1. 短期融资券

2016 年度，医药制造业共计发行 5 支短期融资券，分别为：康美药业股份有限公司发行的短期融资券，主体级别为 AA⁺，发行利差为 108.66BP；深圳市百业源投资有限公司发行的短期融资券，主体级别为 AA⁺，发行利差为 79.18BP；天津红日药业股份有限公司发行的短期融资券，主体级别为 AA，发行利差为 105.83BP；浙江仙琚制药股份有限公司发行的短期融资券，主体级别为 AA，发行利差为 95.87BP；哈尔滨誉衡集团有限公司发行的短期融资券，主体级别为 AA⁻，发行利差为 308.17BP。

³ 本部分所统计债券种类均为公开发行的债券。

图表 3. 医药制造业短期融资券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时 主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
1 年	AA ⁺	2	79.18-108.66	93.92
1 年	AA	2	95.87-105.83	100.85
1 年	AA ⁻	1	308.17-308.17	308.17

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2. 中期票据⁴

2016 年度，医药制造业共计发行 6 支中期票据，其中 3 年期中期票据 4 支，分别为中国中药控股有限公司发行的中期票据，主体级别为 AAA，发行利差为 97.11BP；上海上实(集团)有限公司发行的中期票据，主体级别为 AAA，发行利差为 50.54BP；人福医药集团股份公司发行的中期票据，主体级别为 AA⁺，发行利差为 148.31BP；海南海药股份有限公司发行的中期票据，主体级别为 AA，发行利差为 188.01BP；5 年期中期票据 2 支，分别为中国生物技术股份有限公司发行的中期票据，主体级别为 AAA，发行利差为 125.10BP；天津市医药集团有限公司发行的中期票据，主体级别为 AA⁺，发行利差为 88.25BP。当期中期票据发行债券企业信用等级较高，发行利差较小。

图表 4. 医药制造业中期票据发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时 主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
3 年	AAA	2	50.54-97.11	73.83
3 年	AA ⁺	1	148.31-148.31	148.31
3 年	AA	1	188.01-188.01	188.01
5 年	AAA	1	125.10-125.10	125.10
5 年	AA ⁺	1	88.25-88.25	88.25

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

3. 公司债券

2016 年度，医药制造业企业共计发行 12 支公司债券，其中 5 年期公司债券 11 支，分别为云南白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 46.76BP；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 72.20BP；云南白药控股有限公司发行的公司债券，主体级别为 AAA 级，发行利

⁴ 本部分所统计中期票据不含中小企业集合票据。

差为 30.65BP；深圳市海普瑞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 70.56BP；浙江康恩贝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 60.16BP；北京同仁堂科技发展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 37.07BP；浙江海正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 64.01BP；湖南景峰医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 133.19BP；广东太安堂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 229.90BP；太安堂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 187.68BP；远大医药（中国）有限公司发行的公司债券，主体级别为 AA⁻级，发行利差为 274.98BP；2016 年医药制造业共发行 7 年期公司债券 1 支，为漳州市九龙江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 81.97BP。

图表 5. 医药制造业公司债券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时 主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
5 年	AAA	3	30.65-72.20	49.87
5 年	AA ⁺	4	37.07-70.56	57.95
5 年	AA	3	133.19-229.90	183.59
5 年	AA ⁻	1	274.98-274.98	274.98
7 年	AA ⁺	1	81.97-81.97	81.97

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

二、2017 年信用展望

由于医药制造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。2016 年既是“十三五规划”开局元年，又是医药改革年，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，促进医药制造业由“低端”向“高端”，由“制造”向“研发”转型。

医药制造业与宏观经济关联度较低，展望 2017 年，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。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刺激行业发展。

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。

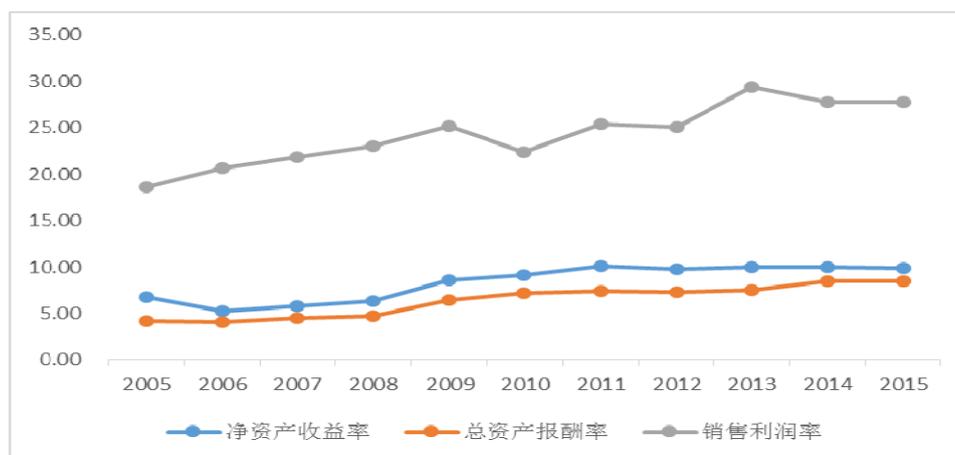
根据国务院办公厅 2013 年 9 月下发的《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》，2020 年我国 60 周岁以上老年人口预计将达到 2.43 亿，2025 年或将突破 3 亿。随着人口结构的老龄化，未来中国医药市场将持续扩容，刚性需求逐步上升。此外，随着居民收入水平的提高，居民的自我保健意识也在逐步提高，人们越来越注重疾病的预防和身体的保健，保健预防概念深入人心，居民的医疗需求从“治病”前移到“防病”，从“被动医疗”升级到“养生保健”。居民医疗保健支出随着人均收入的增长而增长，但总体水平仍然较低，尤其是农村居民。城镇化进

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，2013~2015 年行业整体资产负债率分别为 43.87%、43.03%和 41.24%，整体呈下降趋势。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。

图表 6. 2005~2015 年我国医药制造业盈利状况（单位：%）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

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，促进医药制造业由“低端”向“高端”，由“制造”向“研发”转型。

2016 年为医药行业改革年，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，一般药企营运效率难言好转；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 2015 年的 14.48%。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，不断加大了企业营运负担⁵；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。

图表 7. 2011~2015 年我国城镇基本医疗保险基金情况（单位：亿元）

时间	城镇基本医疗保险统筹基金总收入	城镇基本医疗保险统筹基金总支出	年末城镇基本医疗保险统筹基金结余	个人账户积累
2011 年	5,539	4,431	4,015	2,165
2012 年	6,939	5,544	4,947	2,697
2013 年	8,248	6,801	5,794	3,323
2014 年	9,687	8,134	6,732	3,913
2015 年	11,193	9,312	8,114	4,429

数据来源：人社部、新世纪评级整理

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 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。

5. 并购活动的增多有助于行业集中度的提升，但并购整合风险及估值风险仍需警惕。

我国医药制造业企业数量较多、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。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。

与此同时，我们也关注到并购整合过程中也潜存风险，尤其是估值风险。部分规模相对较小的药企希冀通过并购活动快速扩充经营规模，以提升市场地位，但面临着优质标的估值偏高等潜在问题，一旦整合不达预期，较易导致大规模计提商誉减值事件的发生。需关注那些商誉占净资产比重过高的企业的潜在资产损失及巨亏风险。

图表 8. 截至 2016 年 9 月末商誉占净资产比例较高的企业（单位：亿元）

企业名称	商誉	所有者权益	资产总计	占净资产的比例	占总资产的比例
哈尔滨誉衡药业股份有限公司	36.92	38.92	84.37	94.86%	43.76%
哈尔滨誉衡集团有限公司	36.92	40.83	130.98	90.43%	28.19%
上海莱士血液制品股份有限公司	54.20	118.55	130.45	45.72%	41.55%
人福医药集团股份公司	44.98	115.85	253.97	38.83%	17.71%
华润三九医药股份有限公司	31.53	83.96	144.28	37.56%	21.86%
湖南景峰医药股份有限公司	6.97	24.28	39.56	28.73%	17.63%
深圳市海普瑞药业集团股份有限公司	22.54	80.71	116.71	27.93%	19.31%
江苏必康制药股份有限公司	19.39	82.06	168.63	23.63%	11.50%
浙江康恩贝制药股份有限公司	10.81	47.53	102.41	22.75%	10.56%
天津红日药业股份有限公司	13.02	58.47	72.63	22.27%	17.93%

数据来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

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》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2535个，其中西药1297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1238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 医药制造业发债主体信用等级分布及主要经营财务数据⁶

发行人名称	最新主体 评级	评级机构	资产总额 (亿元)	所有者权 益(亿元)	资产负债 率(%)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	净利润 (亿元)	经营活动 净现金流 (亿元)
*中国中药控股有限公司	AAA/稳定	中诚信国际 /联合资信	191.46	125.09	34.66	31.99	57.34	5.45	7.23
中国生物技术股份有限公司	AAA/稳定	中诚信国际	197.94	112.72	43.05	38.14	52.51	2.11	-1.29
云南白药控股有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	299.27	167.26	44.11	164.12	31.31	23.24	11.68
云南白药集团股份有限公司	AAA/稳定	鹏元资信	228.39	152.65	33.16	162.88	31.01	23.57	27.92
上海上实(集团)有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	1,319.70	570.02	56.81	920.52	12.61	34.86	25.56
上海复星医药(集团)股份有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	422.44	226.12	46.47	106.38	53.80	25.33	15.23
中国牧工商(集团)总公司	AA+/稳定	大公国际	89.73	40.75	54.59	55.78	17.69	2.45	-4.93
浙江康恩贝制药股份有限公司	AA+/稳定	鹏元资信	102.41	47.53	53.59	45.37	47.48	4.38	6.90
浙江海正药业股份有限公司	AA+/稳定	新世纪评级	200.32	81.41	59.36	73.36	26.54	1.64	4.56
天士力制药集团股份有限公司	AA+/稳定	联合信用	158.76	82.27	48.18	96.10	34.04	10.35	7.22
天士力控股集团有限公司	AA+/稳定	联合信用	276.46	95.78	65.35	108.78	35.16	7.91	0.69
天津市医药集团有限公司	AA+/稳定	东方金诚	520.53	249.71	52.03	133.78	23.93	5.64	0.28
四川科伦药业股份有限公司	AA+/稳定	中诚信证评	237.98	115.21	51.59	62.53	41.53	5.75	14.88
深圳市海普瑞药业股份有限公司	AA+/稳定	联合信用	116.71	80.71	30.84	16.43	31.62	2.98	2.86
深圳市百业源投资有限公司	AA+/稳定	联合资信	246.58	121.94	50.55	74.81	61.74	4.74	9.19
上海莱士血液制品股份有限公司	AA+/稳定	鹏元资信	130.45	118.55	9.12	16.17	64.33	12.66	4.83
人福医药集团股份公司	AA+/稳定	联合资信	253.97	115.85	54.38	87.76	36.42	8.08	3.38

⁶ 表格中发行人的数据多为2016年前三季度或2016年三季度末,其中中国中药控股有限公司、北京同仁堂科技发展股份有限公司、以岭医药科技有限公司、太安堂集团有限公司、陕西必康制药集团控股有限公司、远大医药(中国)有限公司数据为2016年上半年度或2016年上半年末;华润三九医药股份有限公司数据为2016年度或2016年末。

发行人名称	最新主体评级	评级机构	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债 率 (%)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	净利润 (亿元)	经营活动 净现金流 (亿元)
康美药业股份有限公司	AA+/稳定	中诚信国际	530.07	285.70	46.10	164.56	29.02	25.87	6.62
健康元药业集团股份有限公司	AA+/稳定	中诚信证评	164.34	94.68	42.39	73.68	62.95	7.77	12.25
*华润三九医药股份有限公司	AA+/稳定	中诚信证评	135.52	87.21	35.64	89.82	62.57	12.08	13.92
*北京同仁堂科技发展股份有限公司	AA+/稳定	新世纪评级	70.54	55.18	21.78	27.08	52.59	5.71	3.19
漳州市九龙江集团有限公司 ⁷	AA+/稳定	东方金诚	579.85	190.50	67.15	49.17	43.58	11.95	15.57
浙江仙琚制药股份有限公司	AA/稳定	新世纪评级	35.19	21.90	37.77	18.22	51.21	0.99	0.52
漳州片仔癀药业股份有限公司	AA/稳定	中诚信证评	46.98	36.43	22.45	16.26	54.68	4.80	3.09
*以岭医药科技有限公司	AA/稳定	新世纪评级	77.33	52.36	32.29	20.63	68.32	2.60	2.83
天津红日药业股份有限公司	AA/稳定	中诚信国际	72.63	58.47	19.49	27.13	75.78	4.79	3.54
*太安堂集团有限公司	AA/稳定	联合信用	72.43	39.57	45.37	13.87	24.35	0.65	-2.76
*陕西必康制药集团控股有限公司	AA/稳定	联合信用	110.25	27.10	75.42	11.44	63.60	3.35	4.88
昆药集团股份有限公司	AA/稳定	东方金诚	51.13	35.06	31.43	35.70	38.42	3.32	1.56
华北制药股份有限公司	AA/稳定	新世纪评级	162.06	53.02	67.28	59.77	19.33	0.63	-3.96
湖南景峰医药股份有限公司	AA/稳定	中诚信证评	39.56	24.28	38.63	14.42	75.82	1.94	-0.32
海南海药股份有限公司	AA/稳定	新世纪评级	89.39	56.98	36.26	10.14	43.29	1.75	-4.88
哈尔滨誉衡药业股份有限公司	AA/稳定	联合信用	84.37	38.92	53.87	20.91	59.00	5.77	5.73
桂林三金集团股份有限公司	AA/稳定	新世纪评级	36.42	27.61	24.19	10.07	72.14	2.82	4.58
广东太安堂药业股份有限公司	AA/稳定	中诚信证评	65.58	46.63	28.90	21.64	26.22	1.71	-3.68
北京同仁堂健康药业股份有限公司	AA/稳定	大公国际	58.25	31.50	45.92	35.80	45.44	4.46	4.31

⁷ 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。

发行人名称	最新主体评级	评级机构	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债 率 (%)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	净利润 (亿元)	经营活动 净现金流 (亿元)
*远大医药(中国)有限公司	AA/稳定	中诚信证评	48.03	15.92	66.86	14.20	46.04	1.32	-0.21
哈尔滨誉衡集团有限公司	AA/稳定	新世纪评级	130.98	40.83	68.83	20.91	59.00	4.90	5.10
云南沃森生物技术股份有限公司	A/负面	联合资信	66.56	27.49	58.69	3.98	44.95	-2.75	-1.72

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

附录二 2016 年度医药制造业发债主体级别调整情况

发行人	评级机构	最新主体等级及展望	最新评级日期	2015 年末主体等级及展望
浙江康恩贝制药股份有限公司	鹏元资信	AA+/稳定	2016/4/26	AA/稳定
上海莱士血液制品股份有限公司	鹏元资信	AA+/稳定	2016/4/20	AA/正面
浙江仙琚制药股份有限公司	新世纪评级	AA/稳定	2016/6/6	AA-/稳定
云南沃森生物技术股份有限公司	联合信用	A/负面	2016/6/24	A+/稳定

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

附录三 2016 年度医药制造业债券发行利差情况

发行债券种类	发行期限（年）	发行时主体和债项信用等级	发行主体	发行利差（BP）
短期融资券	1	AA+/稳定/A-1	康美药业股份有限公司	108.66
	1	AA+/稳定/A-1	深圳市百业源投资有限公司	79.18
	1	AA/稳定/A-1	天津红日药业股份有限公司	105.83
	1	AA/稳定/A-1	浙江仙琚制药股份有限公司	95.87
	1	AA-/稳定/A-1	哈尔滨誉衡集团有限公司	308.17
中期票据	3	AAA/稳定/AAA	中国中药控股有限公司	97.11
	3	AAA/稳定/AAA	上海上实（集团）有限公司	50.54
	3	AA+/稳定/AA+	人福医药集团股份公司	148.31
	3	AA/稳定/AA	海南海药股份有限公司	188.01
	5	AAA/稳定/AAA	中国生物技术股份有限公司	125.10
	5	AA+/稳定/AA+	天津市医药集团有限公司	88.25
公司债券	5	AAA/稳定/AAA	云南白药集团股份有限公司	46.76
	5	AAA/稳定/AAA	上海复星医药（集团）股份有限公司	72.20
	5	AAA/稳定/AAA	云南白药控股有限公司	30.65
	5	AA+/稳定/AA+	深圳市海普瑞药业股份有限公司	70.56
	5	AA+/稳定/AA+	浙江康恩贝制药股份有限公司	60.16
	5	AA+/稳定/AA+	北京同仁堂科技发展股份有限公司	37.07
	5	AA+/稳定/AA+	浙江海正药业股份有限公司	64.01
	5	AA/稳定/AA	湖南景峰医药股份有限公司	133.19
	5	AA/稳定/AA	广东太安堂药业股份有限公司	229.90
	5	AA/稳定/AA	太安堂集团有限公司	187.68
	5	AA-/稳定/AA+ ⁸	远大医药（中国）有限公司	274.98
	7	AA+/稳定/AA+	漳州市九龙江集团有限公司	81.97

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

⁸ 远大医药（中国）有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）主体级别为 AA-，债项级别为 AA+，主要系中国远大集团有限责任公司为其债项提供了全额不可撤销连带责任保证担保。