评级方法

(2018 年版)

医药制造业

信用评级方法

业务风险:

- 宏观经济与环境
- 行业风险
- 竞争地位
- 盈利能力/同业比较
- 公司治理与运营管理

财务风险:

- 风险容忍度/财务政策
- 会计政策
- 现金流状况
- 资本结构和资产质量
- 流动性/短期因素

调整因素

外部支持

其他/补充说明

新世纪评级按照国家统计局国民经济行业分类标准 (GB/T 4754-2017), 结合国际行业分类标准 (GICS, Global Industry Classification Standard) 和基本信用特征, 确定行业信用评级分类。

新世纪评级的医药制造业包括化学药品原料制造、化学药品制剂制造、中药饮片加工、中成药制造、兽用药品制造、生物、生化制品制造以及卫生材料及医药用品制造等几类子行业。

新世纪评级的医药制造业信用评级方法从业务风险和财务风险两个维度, 依行业内企业信用所涉及的历史和当期的数据与信息, 对行业内企业的信用质量和信用稳定性进行定量和定性的综合分析、预测和评价, 并充分考虑行业内企业所能够获得的股东、所属集团和政府的信用支持。

本评级方法是对发布于 2014 年 6 月的《医药制造业信用评级方法》的更新, 自发布之日起实施。

业务风险

在医药制造企业主体信用评级中，新世纪评级将与企业自身经营活动相关并影响其对债务保障能力的内外部不确定因素归纳为业务风险。新世纪评级衡量其业务风险状况及趋势时较全面地考虑了宏观经济与环境、行业风险、竞争地位、盈利能力/同业比较、公司治理与运营管理等要素。

■ 宏观经济与环境

医药制造业具有弱周期性，宏观经济的变化对行业整体景气程度影响不大。

任何企业的经营都活动都是在一定的宏观经济环境中进行的，当外部的经济周期、货币和财政政策等因素发生变化时，企业的信用状况可能会发生一定变化。

我国医药制造业与人民群众健康生活密切相关，而且受人口老龄化、经济发展、城镇化进程、人均可支配收入以及自我保健意识等刚性需求推动不断发展，行业景气波动受宏观经济周期影响小，是典型的弱周期行业。但是医药制造业子行业化学原料药主要以出口为主，较易受到国际贸易摩擦等因素影响，其发展情况与全球经济周期趋势变动较为一致。

■ 行业风险

受益于经济发展、人口老龄化以及医保扩容等因素，医药制造业保持快速增长。行业仍具备一定成长空间；加之良好的政策环境和较强的主业现金回笼能力，行业风险相对较低。

在经济的不断发展、人民生活水平的不断提高、人口老龄化趋势以及自我保健意识的不断增强等刚性需求因素推动下，我国医药制造业不断发展。同时我国新医疗制度的改革，医保扩容等因素也使得其迎来较好的发展机遇。

医药制造业从行业需求而言，人口数量、老龄化以及国民收入水平是影响医药制造业的刚性因素，需要对这些因素予以关注。虽然医药制造业是弱周期行业，与宏观经济形势关系不大，但是子行业化学原料药由于国际出口较多，因此除了有国内需求的因素影响之外，国际经济形势、汇率、贸易壁垒及摩擦同样对其影响较大。从行业供给而言，医药产品本身具有特殊性，专业性较高，不同治疗领域的药品供应企业之间并不存在明显竞争关系，细分市场产品的占有率则具体体现出医药制造企业的竞争地位。

由于关系到国计民生，医药制造业是我国受政策监管力度最大的行业之一。近年来，我国不断颁布行业标准加强质量管理，包括《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）》等以提高行业准入门槛，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。

由于关系到国民身体健康和生命安全，因此医药制造业的研发、生产、流通以及终端消费都受到严格监管。一旦发生药品质量安全问题，轻则产品召回，重则企业关停，相关同类产品也将牵连而受到质疑，亦面临一定的法律风险。

受益于经济发展、人口老龄化以及医保扩容等因素，我国医药制造业营业收入基本呈逐年递增趋势，这不仅得益于行业的高景气，还

得益于我国政府出台的相关优惠和扶持政策，其中发展中药产业是我国的国家战略，生物产业则被定位为战略性新兴产业。近年来，我国医药制造业利润总额保持不断增长趋势，但其增速趋于放缓。受到上游原材料价格上涨以及下游药品降价的双重挤压，其盈利能力受到较大程度的影响，医药制造企业开始通过降本增效，挖潜内部效益，降低费用支出，来稳定盈利能力。

总体来看，虽然我国医药制造业整体主营业务收入和利润总额不断增加，在刚性需求因素和医保护容刺激下，未来仍具有一定的发展空间，但受原料成本上升以及药品降价管理的双重挤压，存在盈利的中短期波动风险。

研发能力、销售网络、原料药供给等构成了医药制造企业的核心经营要素和成本。

鉴于医药制造业是技术密集型行业，新世纪评级认为研发技术水平和研发投入是需要考虑的重要因素。由于涉及到安全问题，药品技术附加值非常高，研发能力的高低从根本上决定了医药制造企业的市场竞争力和行业地位。因此，我国政策鼓励医药制造企业加大医药研发投入，并赋予拥有自主知识产权的产品单独定价的特权，具有较强研发能力的企业将获得更多的政策支持。

从销售层面而言，良好的销售可以保证医药制造企业生产经营稳定进行以及企业现金流的畅通。由于我国医药产业链条比较复杂，而且医药产品同质化程度较高，因此销售网络的构建对企业来说往往是至关重要的。

由于药品安全的特殊性，因此对原材料的质量要求较高。同时，由于药品价格管制等原因，大部分医药制造企业对原材料价格波动风险并不能完全转嫁，医药制造企业的成本控制能力对其盈利能力有较大的影响。不同细分子行业医药制造企业成本控制关注点各有差异，化学原料药上游原材料价格透明且波动性较大，集中采购以及与主要供应商的合作可以稳定原料供应；化学制剂药和中成药生产企业则需进行产业链延伸，原料药制剂药一体化有利于成本控制，原料药生产能力以及具有中药材种植和生产基地的企业更有利于缓解原料价格波动对盈利能力的影响。

行业资本密集程度相对较高，融资易受政策环境影响。

医药制造业资本密集程度相对较高，易受信贷政策和企业融资渠道影响。整体来讲，我国医药制造业资本集约程度高，导致整体债务杠杆偏高，存在一定的利率敏感性。虽然行业整体的融资环境受到相关行业政策的扶持，使行业内中小企业的融资环境有望改善，但整个行业仍会受到信贷政策的影响，若信贷政策持续偏紧，则行业内企业的日常经营和战略扩张会受到信贷政策的不利影响。

■ 竞争地位

经营规模是行业内企业获得优势竞争地位的关键因素。

经营规模是衡量医药制造企业在行业中成功与否的一个重要标准。经营规模大的企业通常拥有较强的资本实力，从而在产品研发以及渠道建设方面更具优势。行业中企业的经营规模优势正在日益明显，其行业集中度在不断提高，经营规模大的企业往往具有更强的盈利能力和抗风险能力。

对于企业市场地位的衡量，新世纪评级更加着眼于其在子行业及细分

由于药品的特殊性，不同治疗领域药品几乎不存在竞争关系。医药制造业细分子行业较多，主要包括化学原料药、化学制剂药、中成

领域的市场地位。

药和生物制药等，不同子行业的行业景气程度不同。就目前而言，发展中成药是我国国家战略，生物制药是战略新兴产业，相对而言有更高的行业信用稳定性。

另外，新世纪评级认为企业的产品特色也有利于展现其市场地位。比如，公司核心产品涉及的细分行业市场前景、独家产品数量，进入医保目录的品种数量，年销售金额过亿元产品的品种数量、原研药及首仿药占比情况等。

研发实力决定了企业后续发展的竞争力，但新药研发存在较大不确定性。

医药制造业属于知识和资本密集型的高技术产业，技术与研发能力是企业核心竞争要素之一。自主知识产权多，研发实力强的企业更易获得政策倾斜和支持，在竞争中获得更大优势。

医药制造业产品在进入成熟期后，其销售增速将趋于放缓甚至负增长。企业在技术创新和技术改造上的能力越强，新产品对销售收入的贡献就越大。但新药研发存在高投入、高回报、高风险和长周期等特征，企业新药研发存在较大不确定性。

拥有多元化及多梯次产品组合的医药制造企业，其经营稳定性相对较高。

医药制造业不同细分行业 and 不同地域在需求波动和竞争形式等方面具有一定的差异性，企业所涉产品组合丰富有助于提升其对单一产品、单一地域、单一客户的抗风险能力。此外，可以帮助企业迅速调整产品结构，有效规避单一产品需求下降的风险。此外，对医药制造企业的信用分析还应关注其产品的梯次结构情况，充足且梯次合理的后续产品可以缓解重点产品进入生命周期衰退的不利影响。

需要注意的是，行业内企业投资或经营房地产、物流等其他行业并使得主营业务结构发生较大变化的多元化经营行为一般并不会降低企业的业务风险；反而因为企业的主营业务发生相对变化，更应关注其核心竞争力是否因此而降低。

■ 盈利能力/同业比较

盈利能力是企业偿债能力的基本保障。关注企业盈利在类似业务结构的同业比较。

盈利能力是企业现金流的最主要来源，是企业偿债能力的基本保障。新世纪评级在考察行业内企业的盈利状况时，为了剔除政府补助等因素的影响，新世纪评级采用毛利率这一指标对行业内企业的主营业务盈利情况进行考察。毛利率是衡量企业盈利能力的基础指标，为主营业务毛利与主营业务收入之比，毛利率越高则说明企业的盈利能力越高，控制成本的能力越强。

盈利能力是企业业务能力的一个重要表现，需关注企业盈利及其业务水平的匹配程度。由于医药制造业不同细分子行业的盈利能力存在差异，一般而言，子行业化学原料药的盈利水平低于化学制剂药、中成药以及生物制药，因此行业内企业毛利率水平比较时，要注意业务结构差异对毛利率的影响。

考虑到医药产品销售推广以及研发费用较高，企业期间费用收入占比较高，呈现“高毛利、高费用”的特点，因此单纯的毛利率不足以真实反映企业盈利水平，而净利润率和利息保障倍数可以较好地衡量扣除期间费用后企业的盈利能力。

此部分主要考察的子要素包括：（1）毛利率；（2）净利润率；（3）

净资产收益率。考虑到医药制造行业需要一定的资本投入，为了反映企业全部资产获取收益的水平和企业获利与投入产出情况，还采用净资产报酬率指标作为上述指标的补充。净资产报酬率指标考察的是医药制造企业的综合收益水平的横向比较及纵向变化趋势。

■ 公司治理与运营管理

由于行业整体经营环境受政策影响较大，公司治理的及时性、合理性和有效性关系到企业的长期生存和发展。

公司治理的合理性和有效性关系到企业的长期生存和发展。由于医药制造业的经营环境受行业政策的影响较大，企业的经营战略和公司治理需要根据经营环境的变化而不断调整，企业完善的治理结构、各部门分工管理的清晰和有效性会帮助企业在不断变化的商业竞争中保持决策的合理性和执行的效率。

对于医药制造企业来说，药品的不良反应和安全事故是医药制造企业需要面临的最大风险之一，完善的企业管理制度对药品质量管理体系及环保安全生产的执行效果较好。

法人治理结构决定企业发展的方向，管理团队则是业务战略执行的保障。医药制造业是技术密集型行业，加之企业均是规模化经营，因此对技术、管理人才需求较大。同时，良好的管理团队是医药制造企业能够最大化利用现存公司资源、把握市场机遇的基础。

就企业内部控制而言，企业各部门分工管理的清晰和有效性会帮助企业不断变化的商业竞争中保持决策的合理性和执行的效率，对劳动者权利的保护对企业日常经营的顺利进行也有重要作用。另外，行业内企业履行社会责任会提升企业的品牌形象，提高合作伙伴和客户对其的信任，增强长期经营的稳定性。

财务风险

财务风险是指企业在各项财务活动中由于各种难以预料和无法控制的因素，使企业在一定时期、一定范围内所获取的最终财务成果与预期的经营目标发生偏差，从而形成的使企业蒙受经济损失或更大损益的可能性。企业的财务活动贯穿于生产经营的整个过程中，筹措资金、长短期投资、分配利润等都可能产生风险，因此财务风险是客观存在的，企业通过自身经营不可能完全规避风险。

■ 风险容忍度/财务政策

主要通过信用管理、融资管理、运营资金管理、投资管理、股利管理等方面考察企业财务政策方面的风险。

新世纪评级把企业的风险容忍度/财务政策归为定性指标，考察的范围包括投融资增速是否适度、结构是否合理、投资预期效益是否正常等。当企业未分配利润较大时，新世纪评级也会关注企业股息红利的分配制度和具体安排。

医药制造企业一般具有较快的业务增长速度，导致管理层在决策时容易采取激进的投融资策略，盲目地通过加杠杆进行快速扩张，并且一定规模的企业会进行资本运作（投资、并购等），并导致企业内部管理及员工环境发生改变，经营稳定性下降。另外，企业对利润的分配可以看做企业的资金流出。若企业未分配额较大，其分配行为可能会对企业形成一定的财务压力。

■ 会计政策

会计政策的一致性和可比性、会计数据的异常变动和会计信息的质量会关系到财务数据分析的真实性和有效性，是进行财务风险分析的基础。

企业的财务报告是评级机构进行财务分析的基础。在信用评级的分析中，各财务比率的比较是分析企业财务风险和相应经营状况的重要方式，会计政策的可比性和财务数据的质量是财务比率分析的基础。在某些情况（如企业的会计政策具有较大的特殊性）下，新世纪评级会对企业财务报告上的数据进行调整，以建立行业内企业之间的可比较平台。

目前，我国医药制造企业基本执行相同的会计准则，并由专业的审计机构进行审计，其对财务报告的审计意见是分析财务信息质量的重要考虑因素。

会计信息质量是企业会计政策执行的重要体现。新世纪评级将根据审计报告意见、会计数据的变动或异动情况，对企业的信用质量和稳定性进行评价。对于非标准的审计意见、会计数据的变动或异动对企业信用产生负面影响的，将对企业信用质量和稳定性给予合理的信用负面评价并形成相应的信用减分。

■ 现金流状况

现金流为企业偿还债务的直接来源，主要关注企业的现金流对其债务的覆盖程度。

现金流为企业偿还债务的直接来源，对现金流的分析更能揭示企业债务偿还能力的强弱，需关注企业的现金流状况对自身债务水平的覆盖程度。从企业自身偿债资金来源的角度来看，经营性现金净流量和投资活动的现金流入量是企业偿还债务的主要长期来源，由于行业内企业负债结构的短期化，主要关注其对流动负债的覆盖程度。

经营活动产生的现金流是医药制造企业最主要的现金获取来源，由于行业整体利润空间较大，因此经营活动产生的现金流较为充沛。但是，医药制造企业存在被下游医药分销企业或终端医疗机构挤占货款资金的问题，因此需要关注企业经营创现能力的强弱及稳定性。同时，医药制造业投资风险较高，需要关注其未来资本支出安排并结合现实可获得的资金来源判断企业未来资金缺口，进而判断企业的未来筹资压力。

此部分主要考察的子要素包括：（1）营业收入现金率；（2）经营性现金净流量与流动负债比率；（3）非筹资性现金净流量与流动负债比率。

■ 资本结构和资产质量

资产质量不但会体现企业经营的效率，而且其可变现能力会影响企业的偿债能力。而负债结构关系到企业短期和长期的偿债压力。

在分析资本结构时，需衡量企业负债结构及负债程度（财务杠杆）。我国医药制造企业的债务结构一般会呈现短期化特征，融资主要通过流动负债来解决。过高的流动负债对企业生产经营的连续性和企业财务的流动性产生很高的要求。因此，需通过长短期债务比来分析企业的债务特点。合理的长短期债务比不但会改善企业的融资结构，减缓企业短期的资金压力，同时也会在短期债务的低利息支出和长期债务的高利息支出之间寻求平衡。在债务程度方面，主要关注企业举债经营比率，另外也会关注表外数据（包括租赁、担保以及其他或有负债等）对企业的信用水平产生的影响。

资产质量是企业经营能力的保障。在判断资产质量时，新世纪评级

会考虑资产的实际价值和变现能力。医药制造企业典型的运营特征中，流动资产在总资产中占比较大，因此应该特别关注流动资产的构成和实际的周转效率。由于医药制造企业对下游相对的弱势地位，医院终端销售、商业分销等货款都存在一定回款周期，应收款项较大，由于销售渠道的不同，存在一定资金回收风险；医药制造企业在药品分销途中可能存在较多库存商品，存货金额较高，其中原材料的价格波动较大，需要关注其真实价值。

此部分主要考察的子要素包括：（1）长短期债务比；（2）资产负债率；（3）应收账款周转率；（4）存货周转率。

■ 流动性/短期因素

流动性主要考虑流动资产变现能力和对流动负债的覆盖程度。

医药制造企业的资产和负债一般集中于短期科目，因此新世纪评级认为流动性也是考量企业信用情况的重要指标之一。流动性主要考虑企业流动资产变现和偿还短期债务的能力。行业内企业集团化的经营模式往往导致其控股子公司或参股公司较多，更加大了集团本部对其资金链的控制难度，资金调度不畅将会导致其整个资金链的紧张，流动性风险继而上升。

通常情况下，民营医药制造企业外部的流动性支持一般，在企业因经营资金周转或行业景气程度下降而出现短期资金需求时，其资金来源首要为自有资金，而通过银行短期融资进行资金的周转具有一定的难度。因此，新世纪评级在衡量企业的流动性时主要考虑企业现金及现金等价物和流动资产对短期债务的覆盖水平。

此部分主要考察的子要素包括：（1）现金比率；（2）流动比率；（3）速动比率。

调整因素

针对医药制造企业的上述评级标准及要素，是按照行业层面统一标准，包括考察要素、指标及参照值设定的，并通过同一标准对全部医药制造企业的个体信用质量进行评估，充分体现了评级方法及其运用的一致性，即：行业内不同企业适用同一标准，同一企业在较长时期内适用同一标准。在此基础上，新世纪评级仍将进一步考察企业个体信用特征，并根据规则进行必要的级别调整，以在较大程度上体现评级的客观性。

外部支持

我国医药制造行业市场化程度高，参与主体多元，且行业自身运营稳健度较高，对政府支持的依赖度很低。

医药制造企业所获外部支持主要来自控股股东的融资担保支持，以及大型金融机构提供的信贷支持。

其他/补充说明

考虑外部因素对企业整

除上述之外，新世纪评级还充分考虑行业内企业所能获得的股东、所属集团和政府的信用支持以及企业其他有利的自身及外部因素

体信用质量的影响。

对其整体信用质量提升的影响。同时，也会关注企业的重大特殊事件（历史债务违约、重大兼并收购、股权转让、管理层重大人事变动、公关危机、重大事故等）对其信用质量的影响。