



信用等级通知书

信评委函字[2013] 003号

华润三九医药股份有限公司：

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拟发行的“2013年华润三九医药股份有限公司公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；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

二零一三年一月十七日

2013 年华润三九医药股份有限公司公司债券（第一期）信用评级报告¹

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	华润三九医药股份有限公司
发行规模	本次债券发行总规模为不超过人民币 10 亿元，采取分期方式发行，本期债券为首期发行，发行规模为人民币 5 亿元。
债券期限	本期债券为 5 年期固定利率品种，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。
债券利率	本期债券的票面利率在存续期的前 3 年内固定不变。如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分债券在其存续期满后 2 年票面利率为存续期限前 3 年票面利率加上调整基点，在其存续期满后 2 年固定不变；如发行人未行使调整票面利率选择权，则未被回售部分债券在其存续期满后 2 年票面利率仍维持原有票面利率不变。
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

概况数据

华润三九	2010	2011	2012
所有者权益（亿元）	44.64	48.51	55.76
总资产（亿元）	60.91	75.99	86.12
总债务（亿元）	1.51	2.41	2.36
营业总收入（亿元）	43.65	55.25	68.91
营业毛利率（%）	61.37	58.96	61.14
EBITDA（亿元）	11.59	10.98	15.26
所有者权益收益率（%）	19.25	16.80	19.39
资产负债率（%）	26.72	36.17	35.26
总债务/EBITDA (X)	0.13	0.22	0.15
EBITDA 利息倍数 (X)	468.41	100.69	173.43

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

分析师

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn
肖鹏 pxiao@ccxr.com.cn
吴楚斯 cswu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2013 年 3 月 29 日

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“2013 年华润三九医药股份有限公司（以下简称“华润三九”或“公司”）公司债券（第一期）”信用级别为 AA⁺，该级别反映了本期债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评授予发行主体华润三九主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，该级别反映了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。中诚信证评肯定了公司所处医药行业长期向好的发展前景、品牌优势、营销渠道优势、稳健的财务结构等对公司业务发展具有良好的支撑作用。同时，中诚信证评也关注到公司所属行业集中度低、竞争日益激烈、中药材价格向上波动风险，这些都将在一定程度上影响到公司的信用水平。

正面

- 医药行业发展前景向好。随着中国医疗体系改革的进一步完善，加上驱动医药经济长期增长的内生性因素——居民可支配收入增长、城镇化、老龄化趋势等依然明显，未来中国医药行业仍将保持较快的发展速度，将为公司业务发展奠定良好的外部环境。
- 品牌优势。公司“999”品牌是中国驰名商标，品牌知名度高，目标客户接受度高，是感冒药和皮肤药市场的领导品牌。2011 年，公司 999 皮炎平、999 小儿感冒药分别在细分市场排名第一。
- 营销渠道优势。公司制定了相应具有针对性营销策略，商业网络覆盖全国，现有的合作伙伴基本涵盖了国内最优质的医药商业资源，突出的营销渠道优势为公司经营业绩的稳定增长提供了有力支撑。
- 稳健的财务结构。截至 2012 年末，公司总债务规模为 2.36 亿元，资产负债率和总资本化率分别为 35.26%和 4.06%，杠杆比率位居同行业

上市公司中较低水平，资本结构稳健，偿债能力很强。

- 股东背景。华润医药集团有限公司是我国医药领域的巨头之一，在国内具有龙头的地位，集团涵盖医药制造、医药商业各个板块。公司作为华润医药集团的中药平台，具有重要的战略地位，未来将获得集团更多政策支持。

关 注

- 行业竞争日益激烈。中国医药制造业特别是 OTC 细分市场呈现出企业数量多、规模小，集中度低等特征，加之全球医药著名 OTC 企业进入国内市场，行业竞争日益激烈。
- 中药材价格波动风险。近几年中药材价格呈现普涨格局，原辅料价格波动加剧，虽然近期部分中药材价格回落，但仍有部分药材价格继续保持高位，这使得制药企业经营风险增加。

¹ 2013 年 1 月 17 日，中诚信证评出具了信评委函字【2013】003 号文的"2013 年华润三九医药股份有限公司公司债券（第一期）信用等级通知书"。2013 年 3 月 26 日，公司公布了 2012 年年报，中诚信证评对评级报告进行了相应更新。同时，中诚信证评对该期间公司的信用状况进行了持续跟踪，未发现影响信用级别的重大因素，因而维持原有级别及评级展望，并将报告日期更新至 2013 年 3 月 29 日。

概 况

发债主体概况

华润三九医药股份有限公司（以下简称“华润三九”或“公司”）前身为三九医药股份有限公司，系经原国家经济贸易管理委员会国经贸企改[1999]134号文件批准，由深圳三九药业有限公司（以下简称“三九药业”）、三九企业集团（深圳南方制药厂）（以下简称“三九集团”）、深圳九先生物工程技术有限公司（以下简称“九先生物”）、深圳市先达明物业管理有限公司（以下简称“先达明物业”）和惠州市壬星工贸有限公司于1999年4月21日共同发起设立的股份有限公司。公司初始注册资本为人民币55,300万元，股本总数55,300万股。1999年11月，经中国证券监督管理委员会以证监发行字[1999]142号文批准，公司面向社会公众发行人民币普通股20,000万股，并于2000年3月9日在深圳证券交易所正式上市交易，注册资本增加为人民币75,300万元，股本总数75,300万股，其中中国有发起人持有55,200万股，境内法人持有100万股，社会公众持有20,000万股。2010年2月，公司名称由“三九医药股份有限公司”变更为“华润三九医药股份有限公司”。经过资本公积转增、股权变更及股权分置改革等，截至2012年12月31日，公司累计发行股本总数97,890万股，其中华润医药控股有限公司持股63.59%，为公司第一大股东。

公司主要从事医药产品的研发、生产、销售及相关健康服务，主要产品包括999感冒灵、999皮炎平、参附注射液、注射用五水头孢唑林钠、免煎中药、三九胃泰、正天丸等。

截至2012年12月31日，公司总资产为86.12亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为55.76亿元，资产负债率及总资本化比率分别35.26%和4.06%；2012年，公司实现营业收入68.91亿元，净利润10.81亿元，经营活动净现金流12.12亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	2013年华润三九医药股份有限公司公司债券（第一期）
发行总额	本次债券发行总规模为不超过人民币10亿元，采取分期方式发行，本期债券为首期发行，发行规模为人民币5亿元
债券期限	本期债券为5年期固定利率品种，附第3年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权
债券利率	本期债券的票面利率在存续期的前3年内固定不变。如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分债券在其存续期限后2年票面利率为存续期限前3年票面利率加上调整基点，在其存续期限后2年固定不变；如发行人未行使调整票面利率选择权，则未被回售部分债券在其存续期限后2年票面利率仍维持原有票面利率不变
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	拟将本期债券募集资金用于偿还银行借款及补充流动资金

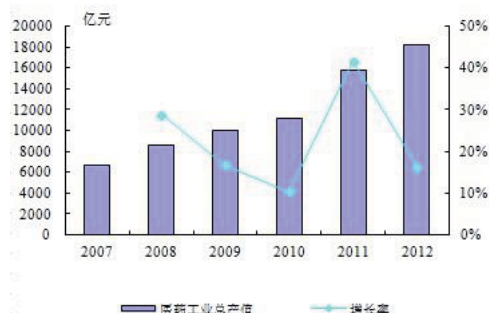
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

行业概况

医药行业是集高附加值与高社会效益于一体的高新技术产业。医药行业发展与国民经济发展水平密切相关，我国国民经济的持续快速增长为人们生活水平的提高奠定了稳定的基础，人们更加关注生活质量和身体健康；同时，中国也是全球人口最多的国家之一，由于人口众多、老龄化趋势明显等因素带动中国医药行业一直保持较快的增长速度。据国家发改委数据显示，我国医药工业总产值由2000年的1,594亿元增长到2012年的18,255亿元，年均复合增长率达22.53%，明显高于同期GDP增长率。

图 1：2007~2012年我国医药工业发展状况



资料来源：发改委，中诚信证评整理

从盈利情况来看，随着生产规模不断扩大，医药制造各子行业产品销售收入、利润总额均保持持续增长，其中化学制剂药、化学原料药和中成药对整个行业的收入和利润贡献最大。从盈利指标看，化学药制剂、中成药制剂和生物生化制药的表现最好。据发改委数据显示，2012年医药产业实现主营业务收入17,950亿元，同比增长20.1%；利润总额1,833亿元，同比增长20.4%，继续维持较高水平。其中，中药饮片、化学药品制剂增速较快，分别为27.5%和25.3%；化学药品原料药、中成药、生物生化药品增速稍低，分别为15.9%、16.9%和14.3%。2012年医药产业销售利润率约10.2%，与上年同期基本持平，除化学药品原药、中药饮片等初级产品销售利润率较低外，其余子行业销售收入利润率均高于产业平均水平。

2013年1-2月医药工业累计完成产值2914亿元，同比增长22%。同期医药工业产销率97.1%，较上年同期提高0.7个百分点，高于上年年底1.5个百分点。由于受到中国宏观经济增长减缓，国际市场需求随着国外经济衰退减少，招标、药价等等不利因素的影响，医药工业生产增速明显逐步减缓。此外，由于医药外贸环境的疲软、人民币升值、成本压力提高，使得在这一两年内出口都不一定能够有所回升。出口对医药的拉动作用将逐步减弱，医药行业需要加快自主创新、结构调整，更加重视内需市场。

但长期来看，随着医保制度的完善，居民可支配收入增长，且城镇化、老龄化趋势逐渐明显，中国医药行业仍会保持较快的发展速度。

OTC 细分行业

OTC市场的特征是药企面向最终消费者，其对价格拥有自主权，受招标、物价和各类目录等医药产业法规和政策影响相对较小。

OTC市场除了与一般的经济增长、人口老龄化进程有关外，自我治疗意识、处方药向非处方药的转换及医保相关政策等因素对OTC市场的增长尤为重要。中国OTC市场是全球发展最快的OTC市场之一，中国非处方药物协会组织发布的《中国非处方药行业发展蓝皮书》指出，从2000年药品分

类制度正式实施以来，OTC行业市场规模增长了6倍，终端规模在1500亿左右，约占中国整体医药市场的24%和全球OTC市场的7%。中国OTC行业的销售额年均增长10%-12%，略低于整体医药市场的增速，但远高于世界OTC行业发展增速（3%左右）。而基于中国庞大的消费人群，随着居民健康需求的进一步释放，自我药疗水平的提升，网络购药的普及，预计我国OTC药品需求将持续增长，到2020年可能成为全球最大的OTC药品销售市场之一。

分种类来看，CMH数据显示，2011年，中国OTC市场前5大品类分别为感冒用药、胃肠道用药、止咳化痰用药、皮肤病用药和咽喉口腔用药，分别占OTC市场20.2%、10.9%、9.4%、8.1%和7.1%，合计达55.7%，前10大品类占OTC市场80%的份额。从竞争格局来看，由于OTC市场壁垒没有处方药高，所以OTC市场的竞争相当激烈，同一品种生产企业很多，感冒灵颗粒就有30家以上的企业生产，板蓝根更是有上千家企业生产，而且连锁企业都偏爱毛利更高的非品牌产品，所以OTC市场每个细分品类的集中度均不高。未来居民对药品的安全性将愈发关注，而且毒胶囊事件和地沟油事件也会加速国家对市场的整治以及药品零加成制度的放开，OTC市场将会向优质品牌企业集中。

中药行业

中国的中药文化历史长达数千年，拥有深厚文化积淀，丰富的中医药理论基础和临床经验。中国中药以其源于天然、毒副作用小、疗效显著、价格相对经济等优势，在诸多方面优于同类西药产品。中药按其加工程度不同依次可分为中药材、中药饮片和中成药三个环节，中成药是中药饮片经进一步加工制成不同剂型并且可以直接服用的中药制品。

近几年受益于医改覆盖面持续扩大、居民保健意识不断增强等因素，中国中药行业发展较快。据国家统计局的数据显示，2004年~2012年，我国中药行业的总产值占全国医药工业总产值的比重保持在25%左右，到2015年将达7,000亿左右。近几年国家出台了《中药现代化发展纲要(2002-2010)》、《中医药创新发展规划纲要(2006-2020)》、《中

药、天然药物注射剂基本技术要求》、《中药注册管理补充规定》等一系列政策，为我国中药行业的发展提供了政策上的鼓励和支持。从地域上看，中药制造业主要分布在区域经济较发达的东部珠三角、长三角、环渤海地区，以及中药材资源丰富的中国西南部地区如云南、贵州、四川等地。从企业形态来看，中小企业构成行业竞争主体，行业内营业收入过亿的企业约在 50 家左右，行业集中度较低，竞争较为激烈。

中药是中国的传统优势行业，但是在国际市场上的市场份额远落后于日本和韩国，其中日本的中药产品在国际中药制剂市场占据了 80% 的份额，中国的市场份额约为 5%。与国际同行相比，中国中药制药企业在生产水平和创新意识方面表现出了明显的不足。生产水平方面，中国药企制剂设备普遍低于国际先进水平，系列化、标准化、配套能力差，造成产品质量和有效成分低于国际标准。创新能力方面，中国中药制造行业普遍存在研发意识不足，企业研发投入较少的问题，造成行业内新药偏少、各企业生产的仿制药质量参差不齐，低水平的产品之间无序竞争充斥市场。除此以外，中国中药制药企业近年来还面临着人工、中药材成本上升带来的经营压力。从 2009 年开始，中药材价格呈现普涨格局，中药材价格指数翻了一番，由于部分企业的产品属于医保目录和基本药物范畴，产品价格调整受限，因此未来随着原材料成本继续攀升，加之国家新版的 GMP 标准出台，部分中小企业将面临淘汰的风险。

总体来看，近年来在居民消费升级、行业政策推动下，中成药制造行业持续快速发展，未来原料价格的攀升、新版 GMP 的实施将有助于企业的优胜劣汰，行业长期集中度偏低的情况将有望得到改善。

行业政策

从 2007 年开始，国家关于医疗卫生服务方面的改革措施陆续出台，到 2009 年 3 月末，国务院公布了《医药卫生体制改革近期重点实施方案 2009-2011 年》（国发【2009】12 号），标志着新一轮医改开始。文件中指出到 2011 年，基本医疗

保障制度全面覆盖城乡居民，基本药物制度初步建立，城乡基层医疗卫生服务体系进一步健全，基本公共卫生服务得到普及，公立医院改革试点取得突破，明显提高基本医疗卫生服务可及性，有效减轻居民就医费用负担，切实缓解“看病难、看病贵”问题。因此医疗卫生体制改革等相关政策逐步落实必将推动中国医药市场总量的持续扩容，为制药企业提供了广阔的市场空间和发展机遇。

表 2：近年来中国医疗卫生体制改革政策出台情况

日期	政策主要内容
2007	《中国共产党第十七次全国代表大会上的报告》中提出了医改指导精神的“四分开原则”，即实行政事分开、管办分开、医药分开、盈利性和非盈利性分开
2007	《卫生事业发展“十一五”规划纲要》明确到 2010 年初步建立覆盖城乡居民的基本卫生保健制度框架，建立三级医疗卫生服务体系，初步建立社区卫生服务体系，初步建立国家基本药物制度，基本建立比较规范的公立医院管理制度等
2008	《关于深化医药卫生体制改革的意见（征求意见稿）》提出到 2020 年基本建立覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度
2008.11	国家出台了扩大内需的 4 万亿元投资计划，主要集中在基础设施建设和民生项目，其中加大基层医疗卫生服务投入被列为重要内容之一
2009	《关于深化医药卫生体制改革的意见》明确提出深化医药卫生体制改革的总体目标，建立健全覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度
2009.3	《医药卫生体制改革近期重点实施方案 2009-2011 年》中提出重点抓好五项改革：建设基本医疗保障制度、初步建立国家基本药物制度、健全基层医疗卫生服务体系、基本公共卫生服务逐步均等化、公立医院改革试点
2009.4	《中共中央、国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》提出完善医药卫生四大体系，建立覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度，完善体制机制，保障医药卫生体系有效规范运转等要求
2009.7	国务院办公厅发布了《医药卫生体制五项重点改革 2009 年工作安排》，提出了 2009 年推进改革的 10 项任务，并明确了牵头部门
2010.12	国务院印发《建立和规范政府办基层医疗卫生机构基本药物采购机制的指导意见》针对基本药物招标采购不够规范等现象，要求各地规范相关基本药物的采购机制，有利于规范基本药物生产流通秩序，促进药品生产流通行业健康发展
2011.05	商务部发布的《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015 年）》强调了规模化、集中化的导向，提出到 2015 年前全国要形成 1~3 家年销售额过千亿元的全国性大型医药商业集团；药品批发百强企业年销售额占药品批发总额 85% 以上等要求

2011.11	科技部等十部委联合发布了《医学科技发展“十二五”规划》提出了“十二五”期间医学科技发展的战略目标和重点任务,进一步明确了加快医学科技发展在实施医疗卫生体制改革和发展生物医药战略性新兴产业中的重要地位
2012.3	国务院印发《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》,明确了2012年~2015年医药卫生体制改革的阶段目标、改革重点和主要任务。
2012.4	国务院办公厅发布《深化医药卫生体制改革2012年主要工作安排》,在加快健全全民医保体系、巩固完善基本药物制度和基层医疗卫生机构运行新机制等方面进行了详细部署。
2012.8	卫生部、财政部等公布《关于开展城乡居民大病保险工作的指导意见》,为进一步完善城乡居民医疗保障制度,健全多层次医疗保障体系,有效提高重大特大疾病保障水平提出了指导意见。

资料来源:中诚信证评整理

中诚信证评认为,未来医药工业乃至整个医药行业持续增长的动力主要来自于以下几个方面:人口结构老龄化、农村城镇化、居民保健意识不断增强将推动药品需求持续增长;而随着医改政策逐步落实,行业配套政策的逐渐完善,将推动医药市场大幅扩容,因此也将促成行业的快速发展。

行业关注

医药行业特别是 OTC 领域集中度低,市场竞争日益激烈,优势企业竞争实力凸显

中国医药制造业的显著特征是企业数量多、规模小,集中度低。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右,与全球医药巨头 400~500 亿美元的业绩相比差距甚远。中国的制药企业进行规模化生产的非常少,虽有一些如哈药集团有限公司等大型制药集团,但与世界级制药企业相比还有很大差距。总体看,我国制药企业的规模经济水平低,绝大部分制药企业由于市场份额、生产条件等限制不存在规模经济,整个行业呈粗放型发展的态势,导致集中度低。

从 OTC 市场来看,我国 4,000 家药品制剂生产企业中,大部分企业都可以生产非处方药,具有普及性;全球医药著名 OTC 企业也纷纷加入中国 OTC 市场的竞争之列,竞争日益激烈,其中品牌企业竞争优势将日益凸显。

近年来中药材价格呈现普涨格局,原辅料价格波动加剧,制药企业经营风险增加,行业整合加速

2009 年开始甲流疫情爆发促成金银花、板蓝根

等清热解毒类药材量价齐升,2010 年以来自然灾害造成部分药材减产,加之游资炒作等因素,导致近三年来中药材价格呈现普涨格局,并且短期内价格波动幅度加大。根据中药材天地网公布的中药材综合 200 价格指数¹显示,2011 年 7 月末指数达到了历史最高点,超过了 2,900 点,较 2009 年初上涨了近 1,900 点,2011 年下半年该指数下探至 2,100 点后于 2012 年初开始反弹,截至 2013 年 2 月末,中药材综合 200 价格指数已超过 2,500 点。除此以外,近年来人工、能源、包装材料成本的上涨,也对中药制药企业的经营造成了一定的压力。短期来看,企业通过制定存货应急方案,加强对药材栽种面积、气候等市场信息的密切跟踪,及时根据变化作出储备方面的调整,控制采购进度,有利于降低原材料成本上涨带来的影响。长期来看,拥有自建原料基地将是药企对抗上游价格冲击的有效手段。

近期内由于产品价格调整空间有限,同时成本传导能力不足,在原辅料价格轮番上涨的过程中,部分中小企业可能出现减产甚至面临淘汰,行业整合将进入加速期。

竞争优势

品牌优势

公司“999”品牌是中国驰名商标,品牌知名度高,目标客户接受度高,是感冒药和皮肤药市场的领导品牌。2011 年,公司 999 皮炎平、999 小儿感冒药在细分市场排名第一;999 感冒灵在成人感冒药市场也排名第一。此外,公司“999”品牌再度入选由世界第二大传播服务集团 WPP 发布的《2012 中国最具价值品牌 TOP50 强榜单》,并与云南白药、同仁堂入选其中 3 大医药品牌。

¹ 中药材综合 200 指数捕捉中药材整体市场趋势,其分类指数捕捉指向不同的中药材类别的市场趋势,分类指数包括滋补 40 指数、感冒 40 指数、香料 20 指数、心脑血管 20 指数、野生 99 指数、家种 100 指数六个方面。

表3：2011年公司主要产品在细分市场排名

产品名称	所在细分市场	排名
999 感冒灵	成人感冒药	1
999 小儿感冒药	儿童感冒药	1
999 皮炎平	皮炎湿疹用药	1
999 小儿止咳糖浆	儿童咳嗽药	3
正天丸	全身镇痛类（成人）	3
三九胃泰	消化及胃部治疗、抑酸和减轻烧心药物	4

资料来源：中诚信证评整理

此外，公司具有较强的细分市场产品品牌运作经验，除维生素以外，公司在 7 大 OTC 领域均有涉及，且在各自的领域内具有强势品牌地位和相当高的占有率和知名度，13 个单品种年销售过亿元，其中，2011 年 999 感冒灵系列在成人感冒药市场销售排名第一。

营销渠道优势

公司具有很强的营销渠道、规模和质量优势，商业网络覆盖全国。公司拥有一支成熟的销售队伍，OTC 销售网络覆盖了全国最优质的经销商和近 7 万家销售终端；处方药销售网络覆盖全国 3,000 多家医院。目前公司利用经销商网络，将营销渠道向下延伸至县级医院和基层医疗机构，积极拓展基层医疗市场。

在营销管理方面，公司建立了统一的标准化质量控制体系，对于营销的管理涉及对营销人员的管理、终端维护、销售反馈等内容，始终把握对渠道的控制，营销人员直接保持对终端的跟踪和维护，对流通环节各个环节的价格实行严格控制，保证经销商合理的利润率。突出的营销渠道优势为公司经营业绩的稳定增长提供了有力支撑。

股东实力雄厚

公司 2007 年正式并入华润集团后，定位于华润集团的医药制造板块。公司 2008 年始，先后剥离了房地产、食品、医药分销、零售等非主营业务，将资源集中在医药板块，大力发展 OTC、中药处方药业务，致力于打造成为 OTC 行业的领导者和中药处方药行业的创新者。

华润医药集团有限公司是我国医药领域的巨头之一，在国内具有龙头的地位，集团涵盖医药制造、医药商业各个板块，医药制造板块包括中药、

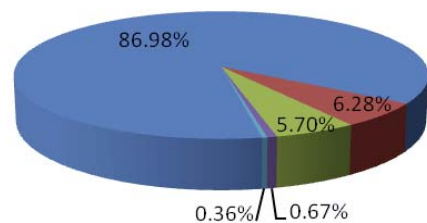
化学药、医疗器械、药品保健品几乎所有医药细分领域。华润三九作为华润医药集团的中药平台，具有重要的战略地位。未来，公司将获得更多政策上的支持，不仅包括产品运作支持，在收购兼并方面也具有了更多的战略扶持，资金方面也有一定的保障。

业务运营

公司是华润医药集团的中药平台，主要从事医药产品的研发、生产、销售及相关健康服务，主要产品包括 999 感冒灵、999 皮炎平、参附注射液、注射用头孢、免煎中药、三九胃泰颗粒、正天丸等 OTC 药品及中药处方药。

2012 年，公司实现营业收入 68.91 亿元，其中，医药行业是收入的主要构成部分，全年实现营业收入 59.94 亿元，占营业收入的 86.98%，占比一直较为稳定。此外，公司还提供包装印刷、医疗服务及海外贸易等业务，2012 年公司包装印刷、医疗服务、海外贸易分别实现营业收入 4.33 亿元、3.93 亿元和 0.46 亿元，分别占营业收入的 6.28%、5.70% 和 0.67%，业务结构基本稳定。

图2：2012年公司营业收入构成



■ 医药行业 ■ 印刷包装 ■ 医疗服务 ■ 海外贸易 ■ 其他

注：2012年公司其他业务收入已并入其他；

资料来源：公司年报、中诚信证评整理

分种类来看，2010~2012 年，公司 OTC 业务分别实现营业收入 25.44 亿元、31.77 亿元和 36.99 亿元，营业收入占比分别达到 58.27%、57.50% 和 53.67%；同期，处方药业务分别实现营业收入 11.69 亿元、15.25 亿元和 22.95 亿元，营业收入占比分别达到 26.78%、27.60% 和 33.31%。总体来看，受战略定位于 OTC 和中药处方药的影响，公司 OTC 和处方药业务均表现出良好的成长性，并形成了较为稳定的营收结构。

表4：2010~2012年公司OTC及处方药经营状况

单位：亿元

OTC	2010	2011	2012
营业收入	25.44	31.77	36.99
营收占比	58.27%	57.50%	53.67%
处方药	2010	2011	2012
营业收入	11.69	15.25	22.95
营收占比	26.78%	27.60%	33.31%
医药行业合计	2010	2011	2012
营业收入	37.13	47.02	59.94
营收占比	85.05%	85.09%	86.98%

资料来源：公司年报、中诚信证评整理

生产

公司主营 OTC、中药处方药，涵盖片剂、胶囊剂、颗粒剂、中药注射剂、头孢粉针剂、乳膏剂及凝胶剂等八大剂型。目前含观澜基地在内，公司共建立了 13 家生产基地，其中 4 家负责处方药的生产，其余 9 家负责 OTC 产品的生产，区域遍布湖南、山东、安徽、北京、广东、辽宁和江西等地区。截至 2012 年 9 月末，公司共获得 901 个药品注册批件，共有药品生产线 74 条，生产线均已获得 GMP 认证。

具体来看，公司生产的药品均要求在有效期内符合国家质量标准要求，出厂产品的合格率为 100%。公司在每一个生产环节都制定了严格的工艺监控点和标准操作规程，全过程进行详细的记录备案，以方便及时发现生产过程中存在的问题，纠正、落实到责任人。

目前，公司 OTC 业务产品线较全，覆盖了感冒、胃肠道、止咳化痰、皮肤、镇痛以及骨科等领域，主导产品包括 999 感冒灵、999 皮炎平、三九胃泰等。其中，感冒用药一直是公司的优势领域，2010~2012 年核心品种 999 感冒灵营业收入不断增长，营业毛利率较高，且较稳定。公司近两年已初步完成感冒用品类的规划，形成成人、小儿和家庭感冒用药系列，并有望在感冒灵的品牌效应下实现较快增长。同时，999 皮炎平是公司皮肤用药的核心品种，是治疗皮炎湿疹的品牌药，2011 年在皮炎湿疹细分市场的销售排名第一。近三年公司皮炎平品类营业收入较稳定，营业毛利率高。此外，公司三九胃泰也是胃肠道用药的核心品种，

2010~2012 年收入规模呈现快速增长趋势，盈利空间尚可。除了感冒用药、胃肠道用药和皮肤用药三个领域外，公司其他 OTC 产品线尚且需要补充产品，打造领导品种。

除 OTC 外，公司中药处方药的核心品种主要是心脑血管和肿瘤用药中的注射剂，一方面可以分享心脑血管和肿瘤用药市场持续扩容带来的需求增量，另一方面还可以享受剂型创新带来的价格溢价。近年来公司通过收购不断扩充心脑血管和肿瘤用药领域中的优质注射剂品种，特别是在心脑血管领域，公司现在已拥有多个优质品种，其中参附为 2010 年心血管用药前十位品种，且已进入国家基药目录。2009 年以来，公司参附和参麦均保持了快速增长趋势。

未来，公司产品将主要定位在中药产品，通过打造现代中药与其他药企进行差异化定位，在生产线和自动化选型上增加密封性程度和自动化程度，未来在剂型上生产更多独家、专利的中药产品。

药品销售

从销售区域来看，国内 OTC 市场和中药处方药市场是公司重要的销售市场，也是公司优先发展市场。2012 年，公司国内市场销售规模占比达到 98% 以上，其中，南方地区和华东地区为公司药品的主要销售区域，全年分别实现营业收入 23.30 亿元和 21.40 亿元。

表5：2012 年公司各区域营业收入

单位：亿元

地区	营业收入
南方地区	23.30
北方地区	10.88
华东地区	21.40
西部地区	12.11
海外地区	0.99

资料来源：公司年报、中诚信证评整理

公司针对感冒灵、皮炎平、三九胃泰、正天丸、999 强力枇杷露等 OTC 药品制定了相应具有针对性营销策略。现公司 OTC 药品在全国所有省份均有覆盖，绝大部分城市均有销售。公司在开发、维护各级经销商的同时，通过长期、定期以及不定期

开展经销商项目活动以及终端药店个性化活动，对终端药店进行日常性的经营和维护。同时，公司通过持续的媒介广告投放，大幅提升产品知名度，把三九的品牌理念传递给消费者。

整体来看，公司以国内市场为主，并执行针对性营销策略，商业网络覆盖全国，渠道优势明显。

原材料采购

公司制药原材料主要包括中药材野菊花、岗梅等、辅料蔗糖以及部分包装材料。公司对原材料进行采购市场价格预测与分析，分类采取不同的采购策略。公司对年度采购金额较大的品种实行重点品种采购策略，主要与国内行业排名前三位的供应商进行合作，同时通过招标或价格谈判，确定年度采购价格、份额分配比例，从而形成供应商之间的竞争格局。

目前，公司主要供应商有天津天药药业股份有限公司、广州市中荣糖业有限公司、上海紫江彩印包装有限公司、黄山永新股份有限公司等优质供应商。公司与战略供应商都签订了长期合作协议。2010~2012年，公司前5名供应商采购金额合计占总采购金额的比重分别为10.91%、17.69%和11.50%，集中度较低。公司采购结算包括预付定金，货到验收后7日内付款等多种方式，以确保原材料的稳定充足供应。

从采购价格来看，近几年随着蔗糖及中药材价格的整体上涨，公司原材料采购成本也相应上升。2012年以来，虽然岗梅、黄芩等价格仍然坚挺，但野菊花、白芍等中药材及蔗糖价格回落，为公司降低采购成本、提升盈利空间提供了一定支撑。针对部分价格坚挺的原材料，公司一方面加强市场价格监控及分析，通过内部资源整合，搭建大宗原材料采购平台实现部分原辅材料及包装材料集中采购，以降低采购成本；另一方面，公司积极推行成本管理，优化业务流程，降低生产制造成本。此外，为确保公司部分原材料质优价廉供应，公司积极尝试建立中药材生产基地。目前，公司已建成雅安GAP基地，年供应麦冬200吨，附片200吨和红花100吨，这有利于原材料自给率的不断提升。

总体来看，公司与上游供应商建立长期的合作

关系，原材料质量和供应较为稳定。同时，公司通过重点品种采购策略、灵活的结算方式、部分中药材自给等措施在一定程度上可以降低部分原材料价格上涨对公司经营产生的影响。

研发

公司是国家高新技术企业，获得各级技术中心、工程中心、高新技术企业等技术平台和资质12个，GAP种植基地4个。公司以中药研发领域资深高级工程师为技术带头人，配备中药提取、质量研究、临床研究、工艺转化（中试放大）等专业技术人员，形成公司研发人才队伍。目前公司研发中心拥有医药专业相关的现有研发技术人员145人，其中具有高级职称28人，博士6人，硕士46人。研发团队主要成员均为本科以上学历，分别毕业于中国协和医科大学、北京大学医学部、中国药科大学、北京中医药大学、沈阳药科大学、华西医科大学等知名院校，具有丰富的理论知识和实际工作经验。

同时，公司也注重加大研发方面投入，2010~2012年，公司研发支出分别为0.81亿元、1.13亿元和1.65亿元，增长明显。依托强大的研发队伍和大量的研发投入，公司研发成果较丰富。2012年，公司获得正天丸中药品种保护续保批件1项，生产批件2项，国家发明专利授权21项。

目前，公司在研新产品项目共计29项，其中，1类化药2项，5类中药5项；处于申请生产批件阶段的品种5项；处于申请临床研究批件阶段的品种1项；正在进行临床前研究的16项；正在进行临床研究的7项。此外，公司也积极开展一些产品力提升研究项目，包括核心品种正天系列研究、壮骨系列研究、三九胃泰、感冒灵等系列的再研究。这些新产品的研发将有利于公司不断丰富和改善产品结构，提升竞争实力。

公司治理

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所股票上市规则》等法律法规的要求，结合公司实际情况，不断完善法人治理结构，规范公司运作。公司“三会”运作规范，股东大会、董事会及监事会的召开及重要事项的审

议流程，均按照《公司法》、《上市公司治理准则》、《公司章程》等相关法律或规章制度执行。股东大会、董事会、监事会、董事会各专业委员会、管理层之间权责明确、运作规范高效，为公司未来发展战略的推进奠定了良好的基础。

公司以本部为运营管理中心，统一销售及品牌管理、统一研发、统一生产调配和物流采购，实行资金集中管理。此外，公司建立了较为全面的内部控制管理体系，内部控制活动涵盖了所有运营环节，包括：采购与收款管理、生产与存货管理、资金管理、投资管理、固定资产管理、研发管理、法律事务管理、信息披露管理、财务报告编制、建设工程项目、费用管理、人力资源管理、信息系统管理等。风险管理方面，公司通过年度的战略回顾与讨论、年度的预算编制审核会议、6S 管理报表体系、每月月初召开的生产经营会、月度资金会、招标会、绩效考核会议等措施来及时发现和防范风险。

在公司内部控制检查监督机制运行方面，公司定期及不定期对各内部机构、控股子公司的业绩进行评价，并由审计监察部对物资采购、工程招标等工作进行监督，推行投资和建设项目跟踪设计工作，落实内部控制制度的执行。对于重大投资决策，公司成立由投资、销售、研发、生产、财务、法律相关人员组成的项目小组对拟订投资进行全面分析并形成《可行性分析报告》，提交管理层讨论通过后报送董事会及股东大会审议批准。

总体看，公司的治理结构健全，运作上不存在重大违法违规情形。公司内控制度基本控制了业务运营中的关键风险点，较好的保障了各项业务的顺利运行，整体管理效率较高。

战略规划

公司制定了明确的战略规划和目标，战略期内成为中国 OTC 市场的引领者，中药处方药市场的创新者。公司将通过内涵和外延两种方式在规模上实现快速增长。在 OTC 领域，公司将以消费者为导向，构建全系列自我诊疗产品线，持续提升产品力，以品牌运作和渠道建设驱动业务持续、快速的增长。在中药处方药领域，公司将借助行业整合，获取中药注射剂为主的独特产品，不断发掘产品价

值，提升业务规模，培育长期竞争力。

公司近年来外延式发展即围绕上述明确定位，未来有望受益于内生增长和外延并购，公司业务规模实现较快增长。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所有限公司、普华永道中天会计师事务所有限公司和立信会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2010~2012 年财务报告。其中，2010、2011 和 2012 年数据均为当年年报的期末数。

资本结构

近年来公司集中资源发展医药制造板块，在华润医药集团的支持下，公司通过内部业务资源整合和外部并购，资产规模及所有者权益稳步增长。2010~2012 年公司资产总额分别为 60.91 亿元、75.99 亿元和 86.12 亿元，年均复合增长率为 18.91%；所有者权益（含少数股东权益）分别为 44.64 亿元、48.51 亿元和 55.76 亿元，年均复合增长率为 11.77%，自有资本实力不断增强。

图 3：2010~2012 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

负债方面，随着公司业务规模的逐步扩大及项目投入的增加，公司负债规模逐年增长，负债水平整体呈现一定上升态势；但受益于其雄厚的自有资本实力和稳健的财务政策，公司整体负债水平偏低。2010~2012 年公司资产负债率分别为 26.72%、36.17%和 35.26%，总资本化比率分别为 3.28%、4.74%和 4.06%，在同行业上市公司中处于较低水平。考虑到公司未来仍有较多的并购及项目建设计划，资金需求将有所上升，公司负债水平存在一定上行压力，但仍将保持在合理水平。

表 6: 截至 2012 年 9 月末医药板块上市公司资本结构比较

公司	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比 率 (%)
康美药业	169.80	40.24	33.89
哈药股份	153.96	45.53	17.21
科伦药业	136.27	35.94	25.44
华北制药	122.79	90.03	87.21
云南白药	107.90	39.13	6.53
健康元	100.04	43.55	28.76
海正药业	96.83	50.97	44.51
同仁堂	82.49	36.58	4.23
海普瑞	80.15	0.99	0.00
华润三九	77.78	30.76	4.57
行业 ² 平均水平	30.99	38.72	44.68

资料来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

从债务期限结构来看, 近年来公司债务规模总体呈上升趋势, 且以短期债务为主, 但债务总体规模仍较小。2010~2012 年公司总债务分别为 1.51 亿元、2.41 亿元和 2.36 亿元, 短期债务总额分别为 1.48 亿元、2.37 亿元和 2.10 亿元, 长短期债务比(短期债务/长期债务)分别为 50.35、55.70 和 7.98。2012 年随着公司长期借款规模大幅增加, 公司长短期债务比有所下降, 债务结构有所优化。此外, 随着本期公司债券的发行, 公司长期债务占比或将进一步上升。考虑到公司未来仍有较大的资本支出规模, 适当增加长期债务占比将有利于其资金的稳定性, 进一步改善公司的债务结构。

图 4: 2010~2012 年公司债务结构分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

综合来看, 公司财务结构较为稳健, 且随着业务不断发展, 自有资本实力不断增强。随着公司进一步对外扩张, 公司未来的资本支出将可能加大, 但鉴于公司负债水平较低, 且债务结构有所优化,

² 申万医药生物化学制药和中药行业。

公司未来资本结构仍将保持合理水平。

盈利能力

近年来受益于医药行业良好的发展态势, 凭借“999”品牌较高的知名度和消费者认可度, 以及通过兼并收购不断提高产品竞争力, 公司业务规模总体呈现上升态势。2010~2012 年公司分别实现营业收入 43.65 亿元、55.25 亿元和 68.91 亿元, 其中主营业务收入分别为 43.43 亿元、55.06 亿元和 68.69 亿元。分业务板块来看, 医药行业是公司最主要的收入来源, 近三年对公司营业收入的贡献率均在 80%以上, 利润贡献均在 90%以上。其中, OTC 业务作为公司的支柱, 近年来通过并购整合, 产品种类不断丰富, 业务发展较快, 2010~2012 年收入占营业收入的比重分别为 58.27%、57.50%和 53.67%; 处方药业务作为公司另一重点业务板块, 2010~2012 年收入占营业收入的比重分别为 26.78%、27.60%和 33.31%。此外, 公司业务板块还包括包装印刷、医疗服务、海外贸易等, 但受公司集中资源发展医药行业, 逐步剥离非医药板块业务的经营战略影响, 该部分业务近三年占比均维持在 15%左右的水平。

表 7: 公司 2010~2012 年主营业务收入构成及其毛利率情况

单位: 亿元, %

板块	2010		2011		2012	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
OTC	25.44	67.68	31.77	63.08	36.99	65.96
处方药	11.69	65.10	15.25	66.54	22.95	66.43
包装印刷	3.43	31.24	4.11	28.71	4.33	29.88
医疗服务	2.03	25.52	2.94	24.83	3.93	24.19
其他	0.84	29.44	0.99	37.39	0.49	26.53
合计	43.43	61.41	55.06	58.97	68.69	61.16

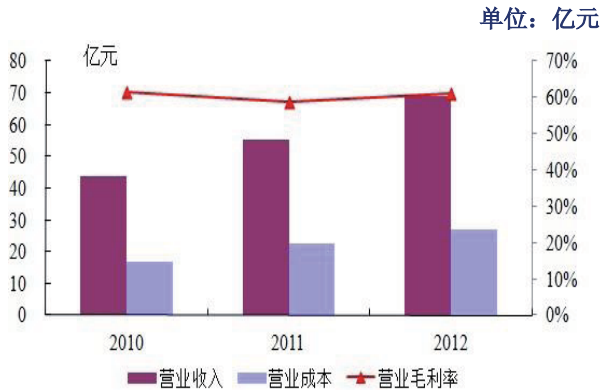
注: 其他板块中均含海外贸易收入

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从营业毛利率水平来看, 得益于公司产品突出的品牌优势和较好的成本控制, 公司近年来营业毛利率始终保持在较高水平, 2010~2012 年公司营业毛利率分别为 61.37%、58.96%和 61.14%。分业务来看, 公司 OTC 产品受原材料价格上涨, 加之部分药品被纳入医疗保险目录范畴, 产品终端价格调整受到一定限制影响, 2010~2012 年毛利率分别为 67.68%、63.08%和 65.96%, 毛利水平整体有所下

降。处方药业务方面，由于公司部分中药制剂为独家产品，加之公司为国家中药配方颗粒六大定点生产企业之一，具有较强的竞争优势，毛利率较为稳定，且处于较高水平，近三年该板块毛利率分别为 65.10%、66.54%和 66.43%。

图 5：2010~2012 年公司盈利能力分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2010~2012 年公司期间费用分别为 17.27 亿元、22.51 亿元和 28.54 亿元，三费占营业收入的比重分别为 39.56%、40.73%和 41.41%。其中，销售费用在公司期间费用中占比最大，2010 年~2012 年公司销售费用分别为 13.56 亿元、17.59 亿元和 21.99 亿元，年均复合增长率达到 27.37%，销售费用的不断提高是公司三费占比不断攀升的主要原因。公司销售费用的提高主要是由于两方面因素：一是由于医药行业处于快速发展期，近年来国家出台了较多政策调整医药行业的发展，公司为此花费了较多资金改善营销资源配置以适应国家相关政策的要求；另一方面是由于公司近年来通过内部研发和外部并购，推出较多新产品，每年均投入较大金额的广告费用对新产品进行宣传，因此造成销售费用大幅增长。根据公司的战略规划，未来还将不断增加新产品，同时将通过投放广告等手段进一步加强公司品牌在消费者心中的形象，未来市场推广费仍将保持较高水平，可能会对公司利润造成一定影响。

表 8：2010~2012 年公司期间费用分析

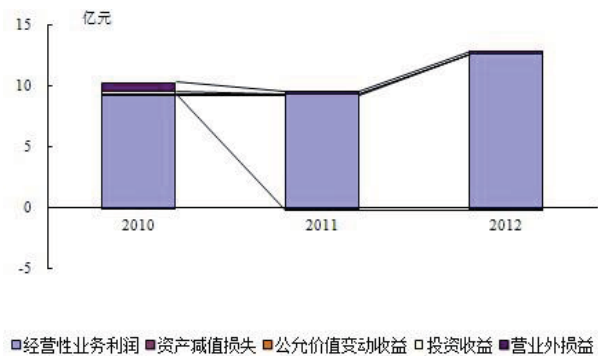
单位：亿元	2010	2011	2012
销售费用	13.56	17.59	21.99
管理费用	3.86	5.07	6.67
财务费用	-0.15	-0.16	-0.13
三费合计	17.27	22.51	28.54
营业总收入	43.65	55.25	68.91
三费收入占比	39.56%	40.73%	41.41%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额构成来看，2010~2012 年公司利润总额分别为 10.34 亿元、9.48 亿元 12.83 亿元，其中经营性业务利润系构成公司利润总额的主要来源。2010~2012 年公司经营性业务利润分别为 9.32 亿元、9.36 亿元和 12.69 亿元。净利润方面，2010~2012 年，公司分别实现净利润 8.59 亿元、8.15 亿元和 10.81 亿元。

图 6：2010~2012 年公司利润总额分析

单位：亿元



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受益于医药行业良好的发展态势及公司集中资源发展医药板块的战略调整，公司医药板块业务发展较快，业务规模不断增长，盈利情况良好。需要关注的是未来公司市场推广投入将继续增加，持续增长的费用支出可能会对公司利润水平造成的影响。

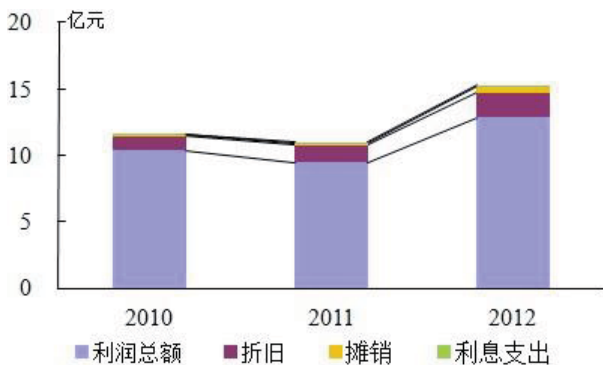
偿债能力

近年来随着公司业务规模扩大和项目投入的增加，公司债务规模呈现逐年上升趋势，但整体仍处于较小规模。截至 2012 年 12 月 31 日，公司总债务为 2.36 亿元，其中短期债务 2.10 亿元，长期债务 0.26 元，长短期债务比为 7.98。

从 EBITDA 构成来看，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，固定资产折旧基本保持稳定，其中

2012年随着江西三九软膏生产车间、本溪三药生产线改等项目完工，当期固定资产折旧增加较多。未来随着公司安徽金蟾产区改造、双鹤高科 GMP 改造等项目逐渐投产，公司固定资产折旧部分将会不断增加。2010~2012年，公司 EBITDA 分别为 11.59 亿元、10.98 亿元和 15.26 亿元。2010~2012 年公司 EBITDA/营业总收入分别为 26.55%、19.87%和 22.15%。

图 7：2010~2012 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从现金流角度来看，由于公司在经营过程中对现金收付的控制力度较好，并且主要客户的信用度较高，贷款的回收情况较好，公司业务的获现能力较强，经营性现金流始终表现为净流入。2010~2012 年公司经营性净现金流分别为 8.48 亿元、9.55 亿元和 12.12 亿元，公司现金流状况保持稳定，资金较为充裕。

从偿债指标看，2010~2012 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 468.41 倍、100.69 倍和 173.43 倍；总债务/EBITDA 指标分别为 0.13、0.22 和 0.15，公司盈利对债务本息的覆盖能力很强。近年来公司业务发展稳定，加之上下游货款收付进度控制较好，现金流状况始终保持稳定，对债务本息的保障能力很强，2010~2012 年经营活动净现金流利息保障倍数分别为 342.88 倍、87.59 倍和 137.69 倍，经营净现金流/总债务指标分别为 5.61 倍、3.95 倍和 5.14 倍。

表 9：公司 2010~2012 年偿债能力分析

财务指标	2010	2011	2012
总债务（亿元）	1.51	2.41	2.36
EBITDA（亿元）	11.59	10.98	15.26
资产负债率（%）	26.72	36.17	35.26
长期资本化比率（%）	0.07	0.09	0.47
总资本化比率（%）	3.28	4.74	4.06
EBITDA 利息倍数（X）	468.41	100.69	173.43
总债务/EBITDA（X）	0.13	0.22	0.15
经营净现金流/总债务（X）	5.61	3.95	5.14
经营净现金流利息倍数（X）	342.88	87.59	137.69

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2012 年末，公司与成都库克医药有限公司及中建-大成建筑有限责任公司存在未决诉讼形成的或有负债共计 0.22 亿元，但考虑到上述或有负债金额很小，公司承担的或有风险可控。

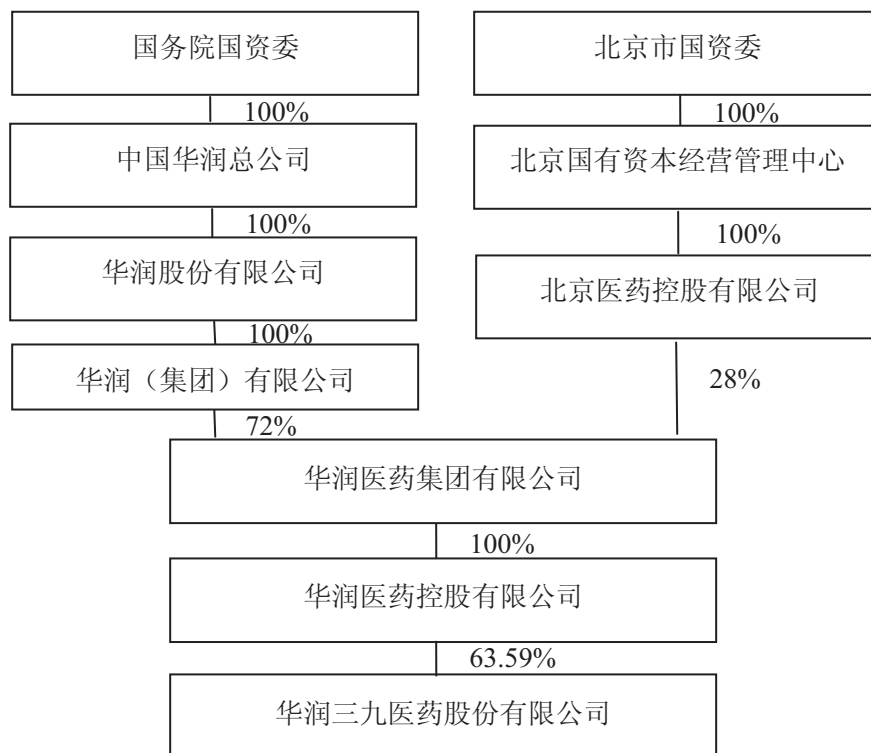
公司与银行等金融机构保持着良好的合作关系，融资渠道较为畅通，截至 2012 年底，公司共获得银行授信总额 27.4 亿元，未使用授信余额 25.6 亿元，备用流动性较为充足。

总体看，公司财务结构较为稳健，负债水平较低，现金流获取能力很强并保持稳定，偿债能力很强。未来随着公司医药板块业务进一步提升，公司获利能力和获现能力将继续增强，为公司的偿债能力提供进一步保障。

结 论

综上，中诚信证评认为本期华润三九公司债券信用质量很高，信用风险很低，中诚信证评认为华润三九在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

附一：华润三九医药股份有限公司股权结构图（截至 2012 年 12 月 31 日）



一级子公司名称	持股比例%	主营业务
深圳华润九新药业有限公司	100.00	原料药及制剂生产销
广东三九脑科医院	100.00	医疗服务
华润三九药业（香港）有限公司	100.00	医药品销售及投资
华润三九（南昌）药业有限公司	100.00	药品生产销售
华润三九（北京）药业有限公司	90.00	制药
深圳华润三九医药贸易有限公司	100.00	医药品销售
深圳市三九医院有限公司	82.89	医疗服务
深圳华润三九现代中药有限公司	100.00	中药材，生物制品销售
深圳华润三九中医药发展有限公司	100.00	中医药实业投资
深圳九星印刷包装集团有限公司	100.00	包装印刷
深圳富文投资有限公司	90.00	生物工程
深圳九辉实业有限公司	75.00	印刷包装
华润三九（黄石）药业有限公司	100.00	制药
安徽金蟾生化股份有限公司	99.46	制药
北京华润北贸天然药物经营有限责任公司	100.00	医药品销售
北京华润高科天然药物有限公司	100.00	制药
合肥华润神鹿药业有限公司	100.00	制药
辽宁华润本溪三药有限公司	100.00	制药
广东华润顺峰药业有限公司	100.00	制药

附二：华润三九医药股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据(单位：万元)	2010	2011	2012
货币资金	173,121.09	202,256.59	134,594.09
应收账款净额	30,790.73	44,306.47	47,673.41
存货净额	49,044.43	68,353.40	82,368.30
流动资产	350,503.89	414,631.38	413,787.04
长期投资	1,810.85	1,887.62	1,979.81
固定资产合计	135,017.95	199,137.19	244,956.55
总资产	609,116.04	759,903.63	861,241.32
短期债务	14,830.57	23,718.73	20,958.12
长期债务	294.55	425.82	2,626.09
总债务(短期债务+长期债务)	15,125.12	24,144.55	23,584.21
总负债	162,739.40	274,847.62	303,632.90
所有者权益(含少数股东权益)	446,376.64	485,056.01	557,608.42
营业总收入	436,515.33	552,522.29	689,110.26
三费前利润	265,833.15	318,705.76	412,283.28
投资收益	2,722.60	223.89	92.93
净利润	85,910.30	81,512.57	108,108.99
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	115,884.06	109,772.99	152,638.54
经营活动产生现金净流量	84,827.71	95,490.19	121,183.26
投资活动产生现金净流量	-6,781.67	-38,499.67	-154,190.86
筹资活动产生现金净流量	-25,675.35	-34,538.31	-32,194.83
现金及现金等价物净增加额	52,142.27	22,351.53	-65,210.40
财务指标	2010	2011	2012
营业毛利率(%)	61.37	58.96	61.14
所有者权益收益率(%)	19.25	16.80	19.39
EBITDA/营业总收入(%)	26.55	19.87	22.15
速动比率(X)	1.92	1.31	1.23
经营活动净现金/总债务(X)	5.61	3.95	5.14
经营活动净现金/短期债务(X)	5.72	4.03	5.78
经营活动净现金/利息支出(X)	342.88	87.59	137.69
EBITDA 利息倍数(X)	468.41	100.69	173.43
总债务/EBITDA(X)	0.13	0.22	0.15
资产负债率(%)	26.72	36.17	35.26
总债务/总资本(%)	3.28	4.74	4.06
长期资本化比率(%)	0.07	0.09	0.47

注：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

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

附三：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

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

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 期末所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

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

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 (扣除非付息部分)

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 (付息部分)

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

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

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

附四：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。

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、除因本期评级事项中诚信证评与发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，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依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体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。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，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。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、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。

关于2013年华润三九医药股份有限公司 公司债券（第一期）跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。


如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）予以公告。

(本页无正文，为《2013年华润三九医药股份有限公司公司债券（第一期）信用评级报告》之签署页)

分析师：


邵津宏


肖鹏


吴楚斯

中诚信证券评估有限公司

2013年3月29日



企业法人营业执照

(副本) 证照编号 29000000201204180267
企业标识 2900000011997082000013


注册号 310229000312932

名称 中诚信证券评估有限公司
住所 青浦区新业路599号1幢968室
法定代表人姓名 关敬如
注册资本 人民币伍仟万元
实收资本 人民币伍仟万元
公司类型 一人有限责任公司(法人独资)
经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 实业投资, 资产管理, 金融咨询, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一分支。(涉及行政许可的, 凭许可证经营)。

须知

1. 《企业法人营业执照》是企业法人资格和合法经营的凭证。
2. 《企业法人营业执照》分为正本和副本, 正本和副本具有同等法律效力。
3. 《企业法人营业执照》正本应当置于住所的醒目位置。
4. 《企业法人营业执照》不得伪造、涂改、出租、出借、转让。
5. 登记事项发生变化, 应当向公司登记机关申请变更登记, 换领《企业法人营业执照》。
6. 每年三月一日至六月三十日, 应当参加年度检验。
7. 《企业法人营业执照》被吊销后, 不得开展与清算无关的经营活动。
8. 办理注销登记, 应当交回《企业法人营业执照》正本和副本。
9. 《企业法人营业执照》遗失或者毁坏的, 应当在公司登记机关指定的报刊上声明作废, 申请补领。

年度检验情况

			
--	--	--	--

成立日期 一九九七年八月二十日
营业期限 一九九七年八月二十日 至 二〇一七年八月十九日
执照有效期: 2012年4月18日 至 2017年8月19日



二〇一二年 四 月 十八 日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中诚信证券评估有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：关敬如
注册地址：上海市青浦区新业路559号1幢968室
编号：ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2012年1月20日

