

华东医药股份有限公司 2015 年公司债券 2016 年跟踪评级

发行主体	华东医药股份有限公司		
发行规模	人民币 10 亿元		
存续期限	5 年期：2015/05/19~2020/05/19		
上次评级时间	2014/09/02		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

概况数据

华东医药	2013	2014	2015
所有者权益 (亿元)	30.15	25.19	32.43
总资产 (亿元)	76.73	90.07	114.17
总债务 (亿元)	18.65	25.30	43.57
营业总收入 (亿元)	167.18	189.47	217.27
营业毛利率 (%)	20.20	21.98	23.98
EBITDA (亿元)	11.75	14.40	17.55
所有者权益收益率 (%)	24.80	37.43	35.52
资产负债率 (%)	60.71	72.04	71.59
总债务/EBITDA (X)	1.59	1.76	2.48
EBITDA 利息倍数 (X)	10.46	10.72	9.75

远大集团	2012	2013	2014	2015.Q3
所有者权益 (亿元)	68.45	75.99	80.27	93.81
总资产 (亿元)	228.90	256.69	301.89	377.26
总债务 (亿元)	85.09	97.64	126.23	156.41
营业总收入 (亿元)	651.88	762.94	786.01	649.89
营业毛利率 (%)	8.59	8.45	9.13	9.73
EBITDA (亿元)	20.43	25.44	35.42	-
所有者权益收益率 (%)	14.08	17.20	23.23	25.04*
资产负债率 (%)	70.10	70.40	73.41	75.13
总债务/EBITDA (X)	4.17	3.84	3.56	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.77	4.78	4.80	-

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；远大集团2015年上半年所有者权益收益率经过年化处理；远大集团2013~2014年数据为天健会计师事务所审计调整后数据。

分析师

涂楠坤 tktu@ccxr.com.cn

梁晓佩 xpli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年5月17日

基本观点

2015年，华东医药股份有限公司（以下简称“华东医药”或“公司”）整体发展态势良好。受益于公司制药板块的良好发展，公司整体规模进一步扩大，整体竞争力依然很强，但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司药品降价、短期债务规模较大等因素对公司业务发展及信用状况的影响。

综上，中诚信证评维持华东医药主体信用级别AA，评级展望稳定；维持“华东医药股份有限公司2015年公司债券”信用级别AA⁺。

正面

- 医药行业发展前景仍保持良好。近年我国医药行业增速放缓，短期内景气度下降，但长期来看，随着中国医疗体系改革的推进，加上人口老龄化、城镇化等内生因素的驱动，未来医药行业的刚性需求将持续上升，行业发展前景较好，为公司业务发展奠定良好的外部环境。
- 公司主要产品百令胶囊、卡博平等发展势头良好，市场占有率很高，业务规模进一步增长。受益于此，公司整体业务规模进一步扩大，综合实力得以增强。
- 偿债能力指标整体表现良好。截至2015年末，总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为2.48和9.75倍，经营性净现金/短期债务和经营性净现金/利息支出分别为0.22倍和3.20倍，公司整体偿债能力很强。

关注

- 药品价格管理趋严，目前已进入新一轮降价周期，政府分批分次对纳入新版医保目录的产品实施降价将不可避免；长期来看，为控制医疗卫生费用支出，药品价格将呈下降趋势，医药制造企业利润空间将受一定不利影响。

- 公司短期债务规模较大，占总债务的 70.14%，且公司资产负债率较高，为 71.59%，公司未来可能面临一定的短期偿债压力。

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、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，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遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及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、本评级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。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规及时对外公布。

行业状况

医药行业概况

随着经济的增长和人口老龄化的加快，我国医药制造业近年来迎来快速发展。根据国家统计局数据，截至 2014 年末，我国医药制造行业规模以上企业数量达到 6,797 家，较 2011 年末增加 1,123 家，年化复合增长率达 6.20%；总资产规模达 21,467.17 亿元，较 2011 年末增长 8,503.56 亿元，年化复合增长率达 18.31%。截至 2015 年 6 月末，我国医药制造行业规模以上企业数量达到 7,000 家，总资产规模达到 22,424.71 亿元，较 2014 年末均保持增长态势。

收入及盈利方面，近年来我国医药制造业收入及盈利规模保持快速增长。2014 年我国医药制造业实现销售收入 233,25.61 亿元，较 2011 年增长 8,803.56 亿元，年化复合增长率达 17.11%；利润总额 2,322.20 亿元，较 2011 年增长 827.9 亿元，年化复合增长率达 15.83%。毛利率方面，2011~2014 年我国医药制造业毛利率增长较平稳，起伏波动较小，2014 年医药制造业毛利率为 40.12%。2015 年，我国医药制造业实现销售收入 25,537.1 亿元，同比增长 9.1%，2011-2015 年，中国医药制造业主营业务收入总额一直呈上涨的态势，但主营业务收入的增长率却一直动荡下滑，由 2011 年的 29.4% 下滑至 2015 年的 9.1%。

图 1：2011~2015 年医药行业销售收入情况



资料来源：中商情报网，中诚信证评整理

细分行业方面，我国医药制造行业按照产品划

分为化学原料药制造、化学药品制剂制造、中药饮片加工、中成药生产、兽用药品制造、生物药品制造、卫生材料及医药用品制造等子行业。其中化学药品原料药、化学药品制剂和中成药销售收入相对较高，占据重要地位，2015 年上半年度上述三者在医药制造业销售收入中的占比分别为 18.54%、27.91%和 23.83%；从盈利能力看，生物生化制品制造、化学药品制剂制造和中成药制造保持较高的销售利润率，2015 年上半年度其销售利润率分别为 13.12%、11.99%和 10.81%，化学药品原料药制造和中药饮片加工盈利能力明显偏低，2015 年上半年度其销售利润率分别为 7.34%和 6.96%。

总体看，中国医药制造业近年来增速有所放缓但仍处于较高水平。目前我国的医药行业与欧盟和北美国家相比尚处于成长阶段，医药企业在规模、资金和技术等方面较国际知名医药企业仍存在较大差距，行业未来仍有较大的增长空间。

医药行业关注

药企产品质量管理要求提升，环保监管趋严，有利于提升药企的国际竞争力

药品的不良反应和安全事故一直以来都是医药企业需要面临的主要风险之一。为提升医疗卫生用品质量、减少药品不良反应和事故的发生、促进医药行业规范化发展，2009 年以来政府颁布多项政策，从修订认证制度、安全性再评价等方面加强监管，医药制造企业所面临的质量安全要求进一步提高。尤其是 2011 年 1 月 17 日，国家卫生部发布了《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》（以下简称“新版药品 GMP”），要求自 2011 年 3 月 1 日起施行，新建药厂必须按新标准执行，而现有药厂有 5 年过渡期。截至目前，药监部门 GMP 飞行检查呈常态化发展，已有众多药企 GMP 证书被收入。新版药品 GMP 吸收了欧美等发达国家的先进经验，将通过加强质量管理的要求倒逼医药行业结构调整，有利于改变我国现有制药行业多、散、小的行业格局，促使我国制药行业的质量标准完全与国际接轨，提升整个行业的国际竞争力。

规范药品定价相关政策的陆续出台对医药工业短期经营业绩增长构成一定压力，但有助于推动我国医药工业的长期发展。

多年来国家对于医药行业进行了持续的治理整顿，大规模降低药价数十次，但药价虚高问题仍然突出。2013 年国家发改委继续采取相关措施，对药品价格进行监控。2013 年 7 月，发改委对部分医药企业进行成本调查，此举将对之后的医药价格规格作前期数据铺垫。2014 年 11 月 25 日，国家发改委下发《推进药品价格改革方案(征求意见稿)》，对药品价格形成机制进行改革，取消药品政府定价，通过医保控费和招标采购，使得药品实际交易价格由市场竞争形成。同时对取消政府定价后的监管措施做了明确规定。整体来看，发改委将从四个方面推进药价改革，首先将探索以支付指导价格为核心的价格管理新形式，包括制定支付指导价格作为医保支付的计费依据；取消最高零售价格限制，发挥市场竞争作用；激发医疗机构降低药品采购价格的积极性；其次将改进药品定价办法，包括引入药物经济性评价和国际价格比较的定价方法，对部分品种也可以探索谈判定价的方法；第三将制定鼓励研发创新的价格政策，包括从知识产权的角度对专利药和保密处方等实施鼓励政策，从质量控制的角度对具有质量优势和通过一致性评价的药品实施有区别的价格政策；第四将改进廉价药品价格管理方式，利用价格杠杆鼓励廉价药品的生产供应。总体来看，规范药品定价相关政策的陆续出台将会对医药工业短期经营业绩增长构成一定压力，但有助于推动我国医药工业的长期发展。

业务运营

2015 年公司主营业务继续保持增长态势，全年实现主营业务收入 217.27 亿元，较 2014 年增长 14.67%，同比上涨 1.34 个百分点。其中 2015 年医药商业板块实现营业收入 169.91 亿元，较 2014 年上升 11.49%，毛利率为 7.09%；医药制造板块实现营业收入 47.36 亿元，较 2014 年上升 27.75%，毛利率为 84.56%，为公司主要毛利贡献点。

表 3：2015 年公司各业务板块营业收入及毛利率

单位：亿元、%

业务板块	营业收入	占比	毛利率
医药商业	169.91	78.20	7.09
医药制造业	47.36	21.80	84.56
合计	217.27	100.00	23.98

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

医药商业方面，公司的收入主要来源于中西药、药材饮片和医疗器械的销售。其中中西药营业收入 131.01 亿元，占医药商业总收入的 77.10%，是医药商业营业收入的主要来源。

表 4：2015 年公司医药商业板块主营业务收入情况

单位：亿元、%

产品	营业收入	占比
中西药	131.01	77.10
药材饮片	4.58	2.70
医疗器械	6.13	3.60
其他	28.20	16.60
合计	169.91	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

医药制造业是公司的核心产业和优势产业，目前公司产品主要有百令系列、免抑制剂系列、消化病系列和糖尿病系列四大专科领域处方药，其中百令、赛斯平、赛可平、他克莫司、泮立苏针、泮立苏胶囊和卡博平等 7 种产品 2015 年销售规模超过 1 亿元。2015 年，公司产品中的百令胶囊与卡博平是公司医药制造营业收入的主要来源，其中百令胶囊市场 2015 年市场占有率约 58%，排名第一；卡博平市场占有率约 35%，排名第二，具有很强的竞争优势。

公司医药制造业业务主要由公司控股子公司杭州中美华东制药有限公司负责（以下简称“中美华东”），目前公司生产基地主要为中美华东杭州祥符桥厂区的原料生产中心和制剂生产中心，该厂区具有 7 个原料药生产车间，以及胶囊剂、片剂、冻干粉针及口服液、颗粒剂等固体制剂生产线 20 条，其中所有制剂生产线均通过了新版 GMP 认证。近年来由于主导产品如百令胶囊、卡博平市场销售情况良好，拉动公司产量提升，由于公司已有生产能力较难满足市场需求，公司在现有生产线基础上增加产能及扩建生产基地。2015 年 9 月，中美华东新建

的制剂大楼 I 通过 GMP 认证, 目前主要生产公司的免疫制剂产品赛可平和他克莫司胶囊。

截至 2015 年末, 祥符桥厂区胶囊、片剂和冻干粉针产能分别达 30 亿粒、16 亿片和 3,000 万支。

采购方面, 2015 年公司工业生产对外采购的原材料, 以玉米粉、黄豆粉、葡萄糖、蛋白胨等发酵基础为主。公司对供应商的结算方式以电汇为主, 结算周期以 30 天为主。

总体来看, 公司形成了健全的原材料质量管理制, 并与原材料供应商建立了多年稳定合作关系, 原材料质量和供应较为稳定。同时, 公司通过调整采购计划等方式在一定程度上可降低原材料价格上涨对公司经营产生的影响。

在销售终端方面, 截至 2015 年末, 公司新增终端主要系医院类客户, 其中不乏三甲级医院; 新增分销商客户则主要分布于浙江省内; 新增零售药店及其他医疗机构客户也较多, 主要分布于浙江省内。

截至 2015 年末, 公司共有销售人员 2,659 人, 其中医药商业 360 人, 医药制造业 2,299 人, 销售人员已覆盖全国各大、中城市。

从销售情况来看, 2015 年公司主导产品的销量均保持良好的增长势头, 2015 年百令胶囊销售额 17.11 亿元, 较 2014 年增长 31.13%; 卡博平销售额 12.04 亿元, 较 2014 年增长 39.37%。

研发方面, 2015 年, 公司在继续巩固拓展免疫抑制剂、糖尿病及胃肠道用药领域产品研发和工艺, 还开拓了抗肿瘤药物领域, 加快了对超级抗生素及心血管药物的研发。研发支出主要用于对外支付华东医药集团新药研究院的技术服务, 专利服务、支付其他科研合作单位的项目费用、以及自身新药报批所需的原料药等采购、产品工艺改进和中试实验研究等。2015 年全年公司已完成 5 个生产项目及 6 个临床项目的注册申报。

从研发投入来看, 2015 年, 公司及控股子公司直接、间接用于研发方面的支出总额为 2.18 亿元, 同比增长 7.34%, 占 2015 年末公司净资产的 6.71%。

总体来看, 公司的研发方面投入比重较大, 为公司丰富产品线, 保持未来经营业绩的持续增长提供了有效的支持。

财务分析

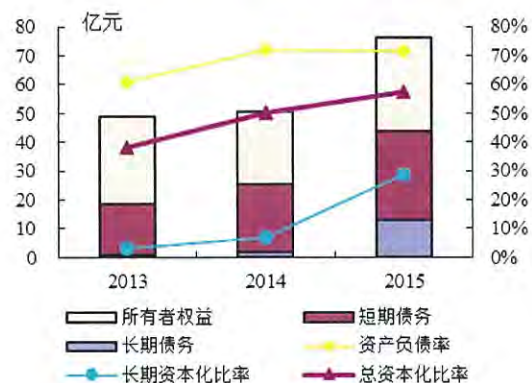
以下分析基于天健会计师事务所(特殊普通合伙)对公司出具的 2013~2015 年度标准无保留意见的财务报告, 所有数据均为合并口径。

资本结构

2015 年公司新增合并范围企业 4 家, 其中非同一控制下企业合并 2 家, 分别为于 2015 年 7 月 31 日收购 100% 股权的杭州英德化工有限公司, 股权取得成本为 110 万元; 2015 年 1 月 31 日收购 100% 股权的杭州培元堂诊所有限公司, 股权取得成本为 70 万元。另有新设子公司 2 家, 为 2015 年 1 月 30 日出资 285 万元设立的杭州悦可医疗美容诊所有限公司, 出资比例 95%; 2015 年 7 月 15 日出资 300 万元设立的杭州采薇坊香文化创意有限公司, 出资比例 100%。

从资产规模看, 2015 年公司资产规模有较大幅度增长, 截至 2015 年末, 公司资产规模为 114.17 亿元, 同比增长 26.76%。债务方面, 2015 年债务规模为 43.57 亿元, 上升 72.20%, 同期资产负债率和总资本化比率分别为 71.59% 和 57.33%, 分别较 2014 年下降 0.45% 和上升 7.21%。

图 3: 2012~2015 年公司资本结构



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

资产构成方面, 公司资产主要由货币资金、应收账款、存货和固定资产构成。其中, 2015 年末, 货币资金 14.87 亿元, 较上年增长了 47.86%, 主要系银行存款新增 4.67 亿元, 达到 14.38 亿元所致; 应收账款 36.37 亿元, 占资产总额比重 31.86%, 账龄 1 年以内的金额为 38.18 亿元; 存货 24.23 亿元, 较上年增长 33.52%, 主要系库存商品增加 5.43, 达

到 22.35 亿元所致；固定资产 12.65 亿元，占资产总额比重 11.08%，主要为房屋及建筑物和专用设备。

负债构成方面，公司主要负债为短期借款、应付账款和应付债券。其中，2015 年末，短期借款 24.14 亿元，主要为保证借款 14.58 亿元和信用借款 6.75 亿元；应付账款 27.99 亿元，主要为贷款 26.83 亿元；应付债券 9.87 亿元，为公司所发行的 15 华东债。债务期限结构方面，2015 年公司通过发行公司债券优化债务结构，截至 2015 年末，公司短期债务为 30.56 亿元，长期债务为 13.01 亿元，长短期债务比为 2.35，较 2014 年的 12.22 有较大幅度的下降，债务期限结构有所改善。

表 6：截至 2015 年末同行业部分上市公司资本结构比较

公司名称	资产总计（亿元）	资产负债率（%）
上海医药	743.44	54.53
九州通	308.74	68.64
中国医药	154.46	62.33
南京医药	132.13	80.23
瑞康医药	79.37	59.32
国药股份	65.56	46.4
柳州医药	41.58	68.59
华东医药	114.17	71.59

数据来源：巨潮资讯，中诚信证评整理

总体来看，与国内其他同类上市公司相比，公司资产规模中等，负债水平偏高，公司短期债务占比较大，其债务期限结构仍亟待调整。

盈利能力

2015 年公司收入规模呈现上升态势，全年营业总收入 217.27 亿元，同比增长 14.67%。产品毛利率方面，公司毛利润主要由药品制造板块提供，2015 年，公司医药制造板块毛利率 84.56%，较上面同期增加 0.85%，基本保持稳定；医药商业板块毛利率 7.09%，毛利水平有所下降。

公司期间费用规模增长较大，2015 年三费规模总计 36.97 亿元，同比增长 27.48%。三费总计占营业总收入的 17.02%，其中销售费用和财务费用增幅较为显著。2015 年公司销售费用 27.69 亿元，同比上升 30.15%；财务费用 2.06 亿元，同比上升 33.64%。

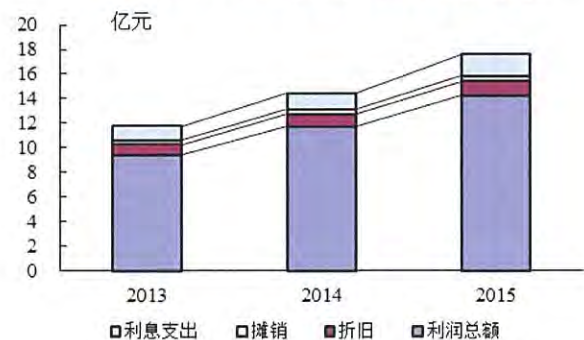
表 7：2013~2015 年公司期间费用情况

项目	单位：亿元、%		
	2013	2014	2015
销售费用	17.40	21.28	27.69
管理费用	5.04	6.18	7.22
财务费用	1.21	1.54	2.06
三费合计	23.66	29.00	36.97
营业总收入	167.18	189.47	217.27
三费收入占比	14.15	15.31	17.02

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润构成，随着收入规模的增长，2015 年公司实现利润总额 14.20 亿元，同比增长 21.07%，增幅较去年减少 3.40 个百分点。其中，2015 年公司实现经营性业务利润 14.08 亿元，同比增长 19.59%，对利润总额的贡献有所上升，经营性业务利润仍为公司利润总额的主要构成。

图 4：2013~2015 年公司 EBITDA 结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从 EBITDA 构成来看，公司 EBITDA 主要由利息支出和利润总额构成。2015 年公司 EBITDA 为 17.55 亿元，同比增长 21.88%。在未来几年，随着医药市场规模的扩大和市场营销力度的加大，公司盈利水平仍有提升空间，这将推动公司 EBITDA 及可支配现金继续增长。

总体来看，公司主导产品百令胶囊、阿卡波糖等销售情况保持上升态势，医药商业板块也稳步增长，因此公司收入规模和营业毛利率稳步上升。长期来看，受益于国内医药市场的增长和国家医疗政策的调整，其收入规模和盈利能力有望得到进一步增强。

偿债能力

2015 年，公司债务规模上升较快，但得益于较

好的盈利水平及获现能力，其各项偿债指标仍处于很好水平。2015 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 2.48 倍和 9.75 倍，EBITDA 对债务及利息的保障很强。现金流方面，2015 年经营性净现金/短期债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.22 倍和 3.20 倍，公司经营性净现金流对短期债务及利息支出的保障程度较好。

表 8: 2013~2015 年公司偿债能力指标

指标	2013	2014	2015
总债务 (亿元)	18.65	25.30	43.57
短期债务 (亿元)	17.65	23.39	30.56
EBITDA (亿元)	11.75	14.40	17.55
经营活动净现金流 (亿元)	4.77	7.41	6.59
经营活动净现金/利息支出 (X)	4.25	5.72	3.20
经营活动净现金/短期债务 (X)	0.27	0.32	0.22
资产负债率 (%)	60.71	72.04	71.59
EBITDA 利息倍数 (X)	10.46	10.72	9.75
总债务/EBITDA (X)	1.59	1.76	2.48

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2015 年末，公司对外担保审批额度合计 15.92 亿元，实际发生额 5.41 亿元，皆为对关联子公司的担保，或有负债风险可控。

融资渠道方面，截至 2015 年 12 月 31 日，公司获得授信总额 78.46 亿元，未使用授信余额 42.64 亿元，较高的未使用银行授信额度保证了公司较好的财务弹性。

综合来看，目前公司整体资产质量较好，盈利水平和获现能力保持在良好水平。就各项业务开展规模及负债规模而言，目前公司综合实力和抗风险能力很强。

担保实力

远大集团为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中国远大集团有限责任公司(以下简称“远大集团”)由北京炎黄置业有限公司和北京远大华创投资有限公司共同出资组建，于 1993 年 10 月在国家工商行政管理总局登记注册，现有注册资本 83,800 万元。

远大集团业务范围涵盖医药健康、贸易流通、置业投资和金融服务四大板块，其中贸易流通和医

药健康系远大集团最主要的收入来源。近年来远大集团营业收入持续增长，2014 年营业收入为 782.56 亿元；其中贸易流通业务收入 557.44 亿元，医药健康业务收入 218.47 亿元，上述两者营业收入合计占同期营业总收入的 99.15%。

医药板块是远大集团重要的业务构成，系其最主要的利润来源，2014 年医药板块实现毛利润 59.07 亿元，占营业毛利润的 82.68%。远大集团医药板块业务运营涉及医药制造、医药商业和连锁药店等领域，旗下最重要的运营主体为华东医药股份有限公司(以下简称“华东医药”)，此外该业务板块包括四川远大蜀阳药业股份有限公司(以下简称“蜀阳药业”)、雷允上药业有限公司(以下简称“雷允上药业”)和辽宁远大诺康生物制药有限公司(以下简称“诺康生物”)等运营企业。

贸易流通板块系远大集团重要的产业之一，是最主要的收入来源，2014 年实现营业收入 557.44 亿元，占同期营业收入的 71.23%。远大集团贸易流通板块主要涉及商品贸易和物流代理等领域。该板块运营主体为连云港如意集团股份有限公司(以下简称“如意集团”)控股的远大物产集团有限公司(以下简称“远大物产”)和天津远大联合汽车贸易集团有限公司(以下简称“天津远大”)。

远大置业集团是远大集团从事商业地产和住宅地产开发的运营主体。集团置业投资业务包括购物中心、酒店、写字楼及中高档住宅的投资与开发。投资区域覆盖北京、天津、江苏、浙江、广东、四川、贵州、海南、黑龙江、吉林等省市。

经过多年的发展，远大置业集团在商业及酒店业中也形成了自己的品牌和竞争优势。远大置业集团其下黑龙江远大购物中心是目前黑龙江省最大的多元组合的现代化购物中心，单位营业面积所创效益在全国百货行业排名中名列前茅；珠海海湾大酒店经过多年不断的积淀和创新，目前已成为珠海市入住率最高的五星级酒店之一。

从财务表现来看，随着远大集团不断发展，资产及负债规模亦不断增长，2014 年，远大集团总资产规模为 301.89 亿元；同期，远大集团负债总额为 221.62 亿元；所有者权益为 80.27 亿元。随着远大集团业务的持续开展，资产和负债规模较上年末进

一步提升，截至 2015 年 9 月末，远大集团资产总额 377.26 亿元，负债总额 283.45 亿元；所有者权益合计 93.81 亿元，净资产实力持续提升。

财务杠杆比率方面，远大集团负债水平较高，2014 年远大集团资产负债率为 73.41%，总资本化比率为 61.13%。2015 年以来，随着业务的不断开展，远大集团的债务规模持续上升，截至 2015 年 9 月末，远大集团资产负债率和总资本化比率分别上升至 75.13% 和 62.51%。

债务结构方面，远大集团以短期债务为主，2014 年，远大集团长短期债务比为 7.17 倍，2015 年 9 月末，长短期债务比为 4.35 倍，短期偿债压力有所缓解。

受益于医药行业的良好发展，远大集团营业收入规模稳步增长，2014 年，远大集团实现营业总收入 786.01 亿元，其中医药和贸易板块占比较高，医药板块实现营业收入 218.47 亿元，贸易流通板块实现营业收入 557.44 亿元。

从 EBITDA 构成来看，远大集团 EBITDA 主要由利润总额和利息支出构成。2014 年，远大集团 EBITDA 为 35.42 亿元。

从债务规模来看，近年来远大集团业务规模逐年增长，且为了扩充销售渠道，远大集团增加有息债务来满足营运需求，故债务规模亦不断增加。2015 年 9 月末，远大集团总债务为 156.41 亿元。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2014 年，远大集团总债务/EBITDA 为 3.56 倍；同期 EBITDA 利息保障系数为 4.80 倍，EBITDA 对利息的保障能力较强。

经营活动现金流方面，远大集团经营活动现金流始终保持净流入状态，2014 年经营活动净现金流实现 4.24 亿元；经营活动净现金/利息支出为 0.57 倍，经营活动净现金流对利息支出具有一定的保障。

表 11：2012~2015.Q3 公司偿债能力指标

项目	2012	2013	2014	2015.Q3
短期债务（亿元）	76.79	76.71	110.78	127.17
长期债务（亿元）	8.30	20.93	15.45	29.24
总债务（亿元）	85.09	97.64	126.23	156.41
经营活动净现金流（亿元）	11.00	4.32	4.24	-
EBITDA（亿元）	20.43	25.44	35.42	-
总债务/EBITDA (X)	4.17	3.84	3.56	-
经营净现金流/总债务 (X)	0.13	0.04	0.03	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.77	4.78	4.80	-
经营净现金流/利息支出 (X)	2.03	0.81	0.57	-

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

备用流动性方面，截至 2015 年 9 月末，远大集团在浦发银行、工商银行和中国银行等多家银行共取得授信额度 281.73 亿元，尚未使用的额度为 127.75 亿元，备用流动性充足。

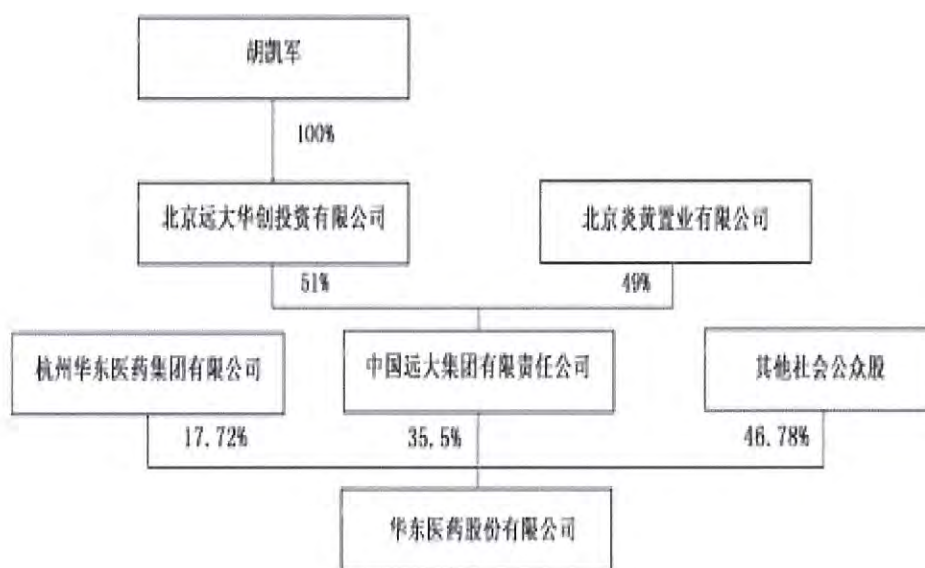
或有负债方面，截至 2015 年 9 月末，远大集团无对外担保（不含子公司），无或有负债风险。

总体来看，在医药板块较好的发展态势带动下，公司业务规模保持稳步增长，整体保持良好的盈利能力和偿债能力，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保能够对本次公司债券按期偿还提供保障。

结 论

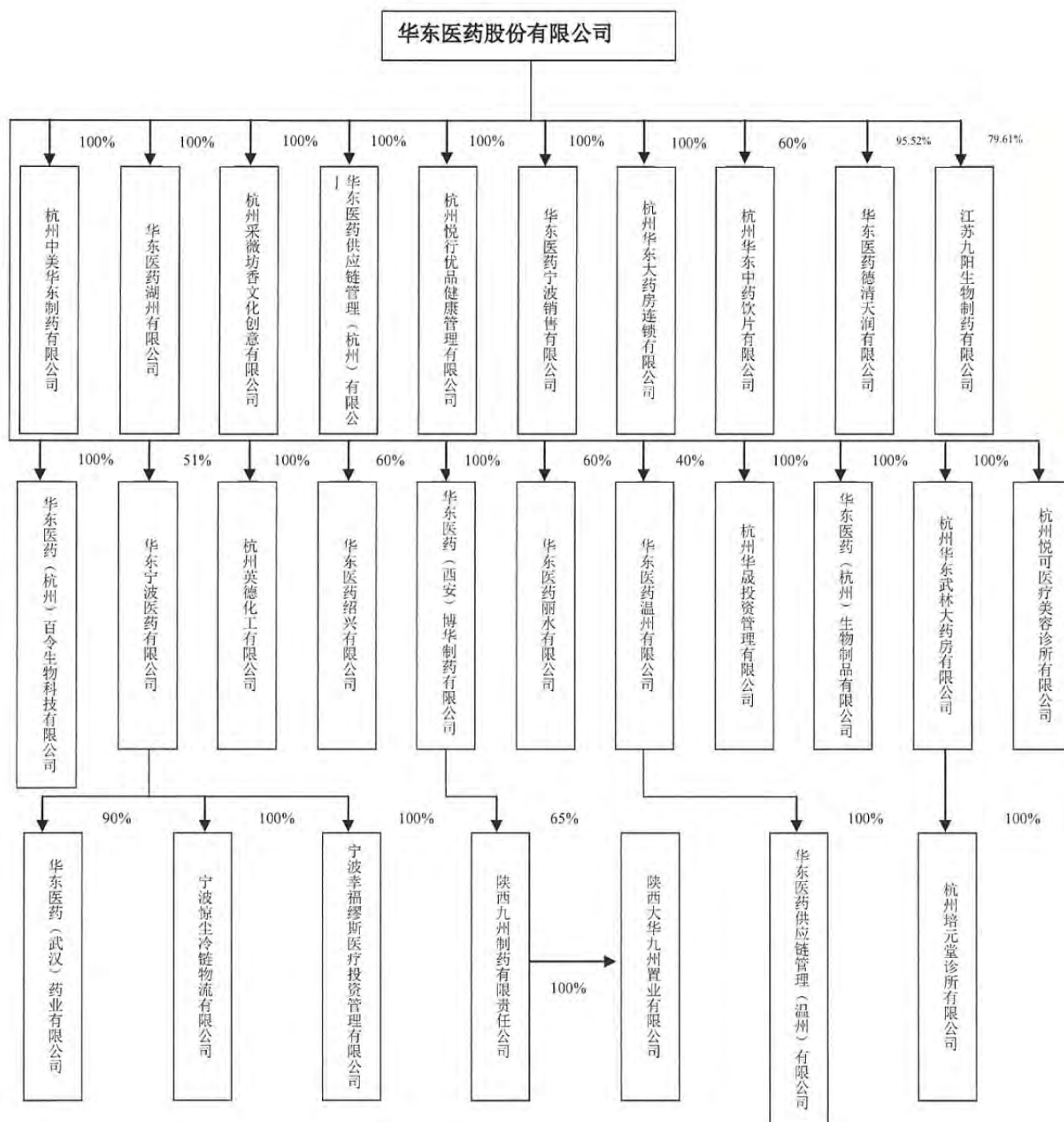
综上，中诚信证评维持华东医药主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“华东医药股份有限公司 2015 年公司债券”信用等级为 AA⁺。

附一：华东医药股份有限公司实际控制人股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：华东医药股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：华东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)	2013	2014	2015
货币资金	85,382.14	100,533.16	148,651.07
应收账款净额	266,548.27	310,361.37	363,732.38
存货净额	171,528.86	181,464.24	242,288.97
流动资产	602,718.85	696,761.82	895,736.19
长期投资	7,222.74	12,808.17	14,449.00
固定资产(合计)	116,374.32	143,844.98	176,597.12
总资产	767,341.36	900,719.76	1,141,717.78
短期债务	176,525.09	233,868.19	305,570.36
长期债务	10,000.00	19,137.80	130,113.60
总债务	186,525.09	253,005.99	435,683.96
总负债	465,826.94	648,855.05	817,382.94
所有者权益(含少数股东权益)	301,514.42	251,864.71	324,334.84
营业总收入	1,671,798.64	1,894,737.91	2,172,738.35
三费前利润	330,934.05	407,759.86	510,529.23
投资收益	727.66	709.66	844.80
净利润	74,766.01	94,275.65	115,216.65
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	117,532.36	144,023.96	175,533.23
经营活动产生现金净流量	47,697.73	74,085.47	65,853.63
投资活动产生现金净流量	-32,756.70	-81,457.40	-81,932.67
筹资活动产生现金净流量	-3,097.23	20,803.00	62,850.45
现金及现金等价物净增加额	11,843.81	13,431.07	46,771.40
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率(%)	20.20	21.98	23.98
所有者权益收益率(%)	24.80	37.43	35.52
EBITDA/营业总收入(%)	7.03	7.60	8.24
速动比率(X)	0.95	0.82	0.95
经营活动净现金/总债务(X)	0.26	0.29	0.15
经营活动净现金/短期债务(X)	0.27	0.32	0.22
经营活动净现金/利息支出(X)	4.25	5.72	3.20
总债务/EBITDA(X)	1.59	1.76	2.48
EBITDA 利息倍数(X)	10.46	10.72	9.75
资产负债率(%)	60.71	72.04	71.59
总资本化比率(%)	38.22	50.11	57.33
长期资本化比率(%)	3.21	7.06	28.63

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

附四：中国远大集团有限责任公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2012	2013	2014	2015.9
货币资金	413,014.52	420,939.03	585,637.80	912,645.48
应收账款净额	328,774.45	360,663.20	379,919.27	538,312.84
存货净额	685,507.09	641,145.00	697,112.22	956,699.79
流动资产	1,857,882.77	1,892,262.99	2,203,111.22	2,926,918.08
长期投资	69,201.61	158,765.07	192,410.38	204,976.20
固定资产合计	198,947.23	278,061.22	340,872.29	360,731.11
总资产	2,288,950.51	2,566,946.85	3,018,913.36	3,772,644.33
短期债务	767,878.87	767,091.02	1,107,797.97	1,271,713.20
长期债务	83,012.84	209,330.08	154,477.93	292,356.75
总债务（短期债务+长期债务）	850,891.71	976,421.10	1,262,275.90	1,564,069.96
总负债	1,604,461.44	1,807,068.88	2,216,171.66	2,834,518.96
所有者权益（含少数股东权益）	684,489.06	759,877.97	802,741.70	938,125.37
营业总收入	6,518,813.34	7,629,365.28	7,860,067.93	6,498,940.40
三费前利润	544,741.58	626,830.99	698,577.88	617,374.01
投资收益	19,503.88	62,508.49	197,854.18	167,134.04
净利润	96,406.32	130,669.02	186,485.89	176,207.06
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	204,250.62	254,421.04	354,246.54	-
经营活动产生现金净流量	110,022.06	43,195.24	42,418.27	-
投资活动产生现金净流量	-188,726.82	-62,575.94	-150,629.99	-
筹资活动产生现金净流量	61,331.25	75,992.75	99,188.79	-
现金及现金等价物净增加额	-17,445.84	57,699.12	-8,926.68	-
财务指标	2012	2013	2014	2015.9
营业毛利率（%）	8.59	8.45	9.13	9.73
所有者权益收益率（%）	14.08	17.20	23.23	25.04*
EBITDA/营业总收入（%）	3.13	3.33	4.51	-
速动比率（X）	0.79	0.80	0.75	0.80
经营活动净现金/总债务（X）	0.13	0.04	0.03	-
经营活动净现金/短期债务（X）	0.14	0.06	0.04	-
经营活动净现金/利息支出（X）	2.03	0.81	0.57	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.77	4.78	4.80	-
总债务/EBITDA（X）	4.17	3.84	3.56	-
资产负债率（%）	70.10	70.40	73.41	75.13
总资本化比率（%）	55.42	56.24	61.13	62.51
长期资本化比率（%）	10.82%	21.60%	16.14%	23.76%

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

2、2015年前三季度标“*”指标经年化处理。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

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

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

附六：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的保护较小，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。