

华立集团股份有限公司

及其发行的 17 华立 MTN001、18 华立 MTN001 与 19 华
立 MTN001

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)101106】

评级对象: 华立集团股份有限公司及其发行的 17 华立 MTN001、18 华立 MTN001 与 19 华立 MTN001

	17 华立 MTN001	18 华立 MTN001	19 华立 MTN001
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2019 年 7 月 30 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 7 月 30 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 7 月 30 日
前次跟踪:	AA+/稳定/AA+/2018 年 7 月 24 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 7 月 24 日	—
首次评级:	AA+/稳定/AA+/2017 年 7 月 11 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 4 月 2 日	AA+/稳定/AA+/2019 年 3 月 22 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	3.70	2.29	1.55	4.05
刚性债务	32.53	23.45	22.82	28.95
所有者权益	16.28	14.39	13.78	14.39
经营性现金净流入量	1.18	-0.71	-0.03	-2.58
合并口径数据及指标:				
总资产	176.80	178.70	187.48	197.20
总负债	114.15	117.98	123.16	130.89
刚性债务	59.34	65.38	70.61	78.11
所有者权益	62.65	60.72	64.32	66.32
营业收入	176.55	223.48	253.32	55.74
净利润	5.94	5.48	5.80	0.87
经营性现金净流入量	9.47	8.67	7.13	-0.08
EBITDA	12.85	11.65	14.20	—
资产负债率[%]	64.57	66.02	65.69	66.37
权益资本与刚性债务 比率[%]	105.57	92.88	91.09	84.91
流动比率[%]	112.53	108.50	105.15	105.73
现金比率[%]	34.27	26.72	31.79	35.03
利息保障倍数[倍]	3.41	2.92	3.18	—
净资产收益率[%]	9.72	8.89	9.28	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	10.84	9.03	7.34	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	7.59	-3.51	6.24	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.24	3.92	4.10	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.19	0.21	—

注:根据华立集团经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

贾飞宇 jfy@shxsj.com
李一 liyi@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对华立集团股份有限公司(简称华立集团、发行人、该公司或公司)及其发行的 17 华立 MTN001、18 华立 MTN001 与 19 华立 MTN001 的跟踪评级反映了 2018 年以来华立集团在外外部环境、多元化经营、产品竞争、融资渠道及财务状况等方面继续保持优势,同时也反映了公司在行业政策变化、成本控制、盈利波动、海外业务及子公司管控、销售费用增长及应收账款回收等方面继续面临压力。

主要优势:

- **良好的外部环境。**受经济持续快速发展和新医改等因素驱动,我国医疗保障水平稳步提高,医药制造行业的发展前景向好。
- **多元化经营优势。**华立集团目前形成了医药制造为核心,新材料和仪表为辅的多元化业务格局,一定程度上分散了经营风险。
- **细分市场竞争优势。**华立集团下属昆药集团及健民集团的多个产品的市场份额较高,未来公司将通过外延式并购巩固并加强相关产品的市场竞争力;公司仪表业务在电工仪器仪表行业位居前列,在该业务板块具备一定的竞争优势。
- **融资渠道畅通。**华立集团已拥有三个上市公司平台,除发行股份募集资金外,公司还可通过发行债券、银行借款等方式融资,整体融资渠道较畅通。
- **整体财务情况良好。**华立集团经营环节现金净回笼能力较强,货币资金存量较为充裕,可为债务偿付提供一定保障。

主要风险:

- **行业政策风险。**在国家推行的药品集中统一

招标的政策背景下，基本药物和医保药物存在的降价可能，使得华立集团医药产品面临失标风险和中标后的药品降价风险。

- **成本控制压力。**中药材产量和价格波动具有明显的周期性，受其影响华立集团面临一定的成本控制压力及存货跌价风险。
- **盈利波动风险。**近两年投资收益及营业外收入对华立集团整体盈利贡献度较高，而相关收益的实现缺乏稳定性，使得公司面临了一定的盈利波动风险。
- **海外业务及子公司管控压力。**由于下属子公司众多，且涉及领域及地域分布较广，华立集团持续面临一定的管理整合压力。此外，公司近年开展了较多海外业务，关注政治及汇率等风险。
- **销售费用增幅明显。**跟踪期内，昆药集团和健民集团提升了销售推广力度并拓展了终端渠道，致使主要产品销售收入有所增长，但同时销售费用增幅明显。
- **应收账款回收风险。**华立集团近年合并范围有所增大，对部分战略客户账期有所延长，应收账款规模呈增长趋势。同时公司部分应收账款账期较长，存在一定的坏账风险。

评级关注

- **华正新材非公开发行股票事项。**2019年4月，华正新材发布非公开发行股票事项公告，拟定向增发不超过0.26亿股份，募集不超过6.50亿元资金用于年产650万平米高频高速覆铜板青山湖制造基地二期项目及补充流动资金，目前尚待证监会审批，关注定增进展。

➤ 未来展望

通过对华立集团及其发行的上述中票主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司AA+主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述中票还本付息安全性很高，并给与上述中票AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



华立集团股份有限公司

及其发行的 17 华立 MTN001、18 华立 MTN001 与 19 华立 MTN001

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照华立集团股份有限公司 2017 年度第一期中期票据、2018 年度第一期中期票据和 2019 年第一期中期票据（分别简称“17 华立 MTN001”、“18 华立 MTN001”和“19 华立 MTN001”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据华立集团提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对华立集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至报告日，该公司及其下属子公司处于存续期内的债券包括“17 华立 MTN001”、“18 华立 MTN001”、“19 华立 MTN001”、“19 华立 SCP001”和“18 华药 01”等。公司历史债券本息兑付正常。

图表 1. 公司已发行债券情况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	到期日期	本息兑付情况
19 华立 SCP001	3.00	270 天	5.00	2019 年 3 月	2019 年 12 月	尚未到期、尚未付息
19 华立 MTN001	3.00	3 年	5.70	2019 年 4 月	2022 年 4 月	尚未到期、尚未付息
18 华立 MTN001	3.00	3 年	6.50	2018 年 4 月	2021 年 4 月	尚未到期、正常付息
17 华立 MTN001	5.00	3 年	5.97	2017 年 9 月	2020 年 9 月	尚未到期、正常付息
18 华药 01	0.80	5 年	6.80	2018 年 3 月	2023 年 3 月	尚未到期、正常付息
15 昆药债	3.00	5 年	4.28	2015 年 7 月	2018 年 7 月	已兑付
13 华立 CP001	6.00	365 天	5.50	2013 年 1 月	2014 年 1 月	已兑付
13 华立 CP002	5.00	365 天	7.68	2013 年 11 月	2014 年 11 月	已兑付
14 华立 MTN001	8.00	3 年	6.70	2014 年 9 月	2017 年 9 月	已兑付
15 华立 CP001	4.00	366 天	5.00	2015 年 4 月	2016 年 4 月	已兑付
15 华立 SCP001	3.00	270 天	5.50	2015 年 4 月	2016 年 1 月	已兑付
15 华立 SCP002	2.00	270 天	4.29	2015 年 7 月	2016 年 4 月	已兑付
16 华立 CP001	5.00	365 天	3.60	2016 年 3 月	2017 年 3 月	已兑付
16 华立 SCP001	2.00	180 天	3.56	2016 年 8 月	2016 年 7 月	已兑付
16 华立 SCP002	2.00	270 天	3.51	2016 年 8 月	2017 年 5 月	已兑付
16 华立 SCP003	2.00	270 天	3.58	2016 年 11 月	2017 年 7 月	已兑付
17 华立 SCP001	2.00	270 天	4.97	2017 年 8 月	2018 年 5 月	已兑付
17 华立 SCP002	4.00	210 天	5.03	2017 年 8 月	2018 年 3 月	已兑付

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	到期日期	本息兑付情况
17 华立 SCP003	2.00	270 天	5.25	2017 年 9 月	2018 年 6 月	已兑付
18 华立 SCP003	4.00	270 天	6.30	2018 年 8 月	2019 年 5 月	已兑付
18 华立 SCP002	4.00	150 天	5.96	2018 年 4 月	2018 年 9 月	已兑付
15 华方医科 CP001	2.00	366 天	4.95	2015 年 7 月	2016 年 7 月	已兑付
16 华方医药 CP001	2.00	365 天	4.30	2016 年 4 月	2017 年 4 月	已兑付
17 华立医药 SCP001	2.00	270 天	5.19	2017 年 7 月	2018 年 4 月	已兑付
13 昆药集团 CP001	1.50	365 天	5.60	2013 年 5 月	2014 年 5 月	已兑付

资料来源：华立集团

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年上半年，全球经济景气度持续下降，主要央行货币政策正在转向宽松；美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大，中东等热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。从短期看，我国宏观经济增长压力加大的同时，各类宏观政策正协同合力保持经济增长在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年上半年，全球经济景气度持续下降，主要央行货币政策正在转向宽松；美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大，中东等热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。在主要发达经济体中，美国经济增长动能下降，就业及物价增速均在放缓，美联储降息预期上升且将停止缩表，美国对外贸易政策加剧全球贸易局势紧张；欧盟经济增长前景下行，制造业疲软、消费者信心不佳，欧洲央行将在更长时间内维持低利率且将推出第三轮定向长期再融资操作，英国脱欧、意大利债务问题等联盟内部风险是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，物价水平增速持续位于低位，制造业增长乏力，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，物价上涨速度普遍加快，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，降息刺激经济的空间扩大；印度经济增长速度仍较快但有所放缓，印度央行多次降息，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升及俄罗斯央行降息有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西经济复苏放缓，前期铁矿石价格的快速上升或将提供一定支撑；南非经济在衰退边缘反复，大选落定有利于

前景改善，但面临的挑战依然很大。

我国就业情况良好、物价水平上涨有所加快，经济增长压力加大但依然位于目标区间内。我国消费新业态增长仍较快，在居民消费支出增长稳定情况下而实际消费增速持续探底，社会集团消费是后期消费能否企稳的关键；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而明显放缓，专项债新政后基建投资节奏有望加快并稳定整体投资；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双承压，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益近期有所改善但较上年相比仍放缓明显，存在经营风险上升的可能。房地产调控政策总基调不变，住房租赁市场发展机遇期较好，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。我国区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

国内经济增长压力加大的同时，我国各类宏观政策逆周期调节力度加大，协同合力确保经济的稳定运行。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度加大且在逐步落实，对稳增长及促进经济结构调整发挥积极作用；地方政府债券发行提速和使用效率提升，专项债券可作为重大项目资本金使用，隐性债务问责及防控机制更加完善，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化的同时债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，央行持续降准并“精准滴灌”支持实体融资改善，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资收缩节奏放缓但方向未变，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率虽有波动但幅度不大，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国拟进一步新设自由贸易试验区，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，我国对外开放力度加大且节奏加快。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长压力加大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经

济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

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。

(2) 行业因素

A. 医药制造行业

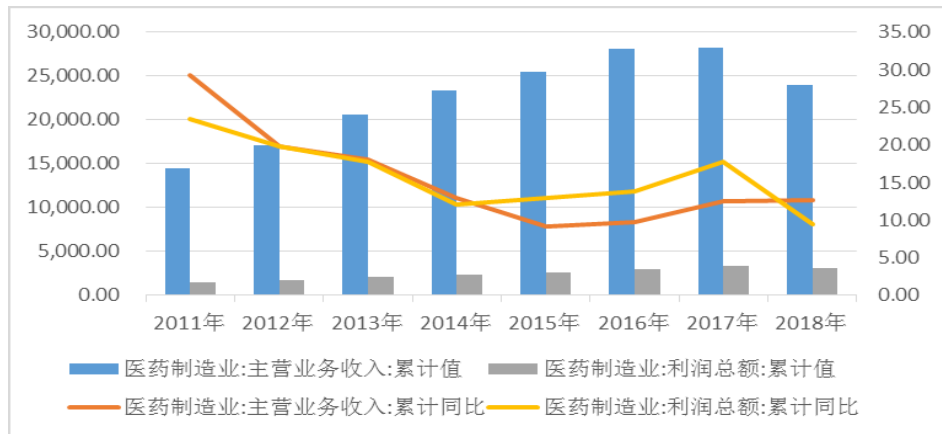
医药制造业属于典型的弱周期行业，近年来收入规模及利润总额持续增长。行业环境变化或使得医药制造企业面临短期阵痛，但研发实力强、产品结构合理、营销能力强的优质药企有望脱颖而出。优胜劣汰的行业竞争中，行业集中度有望持续提升，其中并购整合将成为主要手段之一。

医药制造业是关系国计民生的重要产业，是中国制造 2025 和战略性新兴产业的重点领域，是推进健康中国建设的重要保障。我国社会经济不断发展，人们的生活水平不断提高，城镇化速度也不断加快。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，由于医疗保健支出与年龄呈正相关性，在中国老龄化趋势明显的情况下，医药行业的需求始终具备刚性特征。而新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容亦刺激了抑制的医药需求，促进我国医药制造业不断发展。

近年来，我国医药制造业主营业务收入及利润总额持续增长，总体呈现平稳发展态势。根据国家统计局披露的相关数据整理，2011~2017 年，我国医药制造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，我国医药制造业¹实现主营业务收入 23,986.30 亿元，同比增长 12.60%，较上年同期增速上升了 0.1 个百分点；利润总额 3,094.20 亿元，同比增长 9.50%，较上年同期增速下降了 8.3 个百分点。受仿制药质量和疗效一致性评价全面推进、化学药品注册新分类改革方案初步实施、药物临床试验数据核查流程化等多方面因素影响，2018 年我国医药制造业主营业务收入增速依旧维持低位，利润增速大幅下滑。未来，随着带量采购等政策的落地及全国推广，预计行业内企业仍将承受较大的经营压力。

¹ 由于医药制造业企业范围每年发生变化，为保证数据可比性，计算各项指标同比增速所采用的同期数与本期的企业统计范围相一致，和上年数据存在口径差异。

图表 2. 2011 年以来我国医药制造业销售收入及盈利情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、国家统计局

2018 年以来，多项重磅举措相继出台和实施，同时国家机构改革也全面展开，国家医保局于 5 月正式挂牌。2018 年 9 月 19 日，国务院发布了《关于完善国家基本药物制度的意见》；10 月 25 日，国家卫健委发布《关于印发国家基本药物目录（2018 年版）的通知》，2018 版基药目录共调入药品 187 种，调出 22 种（其中有 17 个为化药），目录总品种数量由原来的 520 种增加到 685 种，其中西药 417 种、中成药 268 种。此次目录调整优化了结构，突出常见病、慢性病以及负担重、危害大疾病和公共卫生等方面的基本用药需求，注重儿童等特殊人群用药。新版目录发布实施后，将能够覆盖临床主要疾病病种，更好适应基本医疗卫生需求，为进一步完善基本药物制度提供基础支撑，高质量满足人民群众疾病防治基本用药需求。

2018 年 11 月 15 日，上海市阳光采购网公布《4+7 城市药品集中采购文件》，明确国家启动组织药品集中采购试点，试点地区范围为北京、天津、上海、重庆和沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安 11 个城市，针对 31 个药品进行带量采购。12 月 6 日发布中选结果，选取品种售价平均降价 52%，最高降价 96%。国家带量采购政策，通过促进竞争，推动药品降价和仿制药替代；通过设定质量标准和带量采购，推动医药企业结构和产品结构升级，允许通过一致性评价的仿制药与原研药公平竞争，促进一致性评价工作；通过挤掉药品销售费用、改变“带金销售”模式，净化医务人员行医环境，促进合理用药。医药制造企业在这一政策下，必须在确保药品质量的前提下降低制造成本和管理费用。

我国医药制造企业数量较多、行业整体集中度不高。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。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。

该公司下属昆药集团股份有限公司（600422.SH，以下简称“昆药集团”）拥有国内较为完备的三七产品线，血栓通（冻干）的市场竞争力较强；健民药业集团股份有限公司（600976.SH，以下简称“健民集团”），其核心产品龙牡壮骨颗粒品牌认知度较高。但中成药市场进入门槛较低，行业内企业众多，公司药品产销业务仍将面临一定的市场竞争。医药制造业务发展面临的风险主要表现在：政策变动风险；原材料价格波动风险；行业内竞争者众多，市场集中度不高，市场竞争风险等。

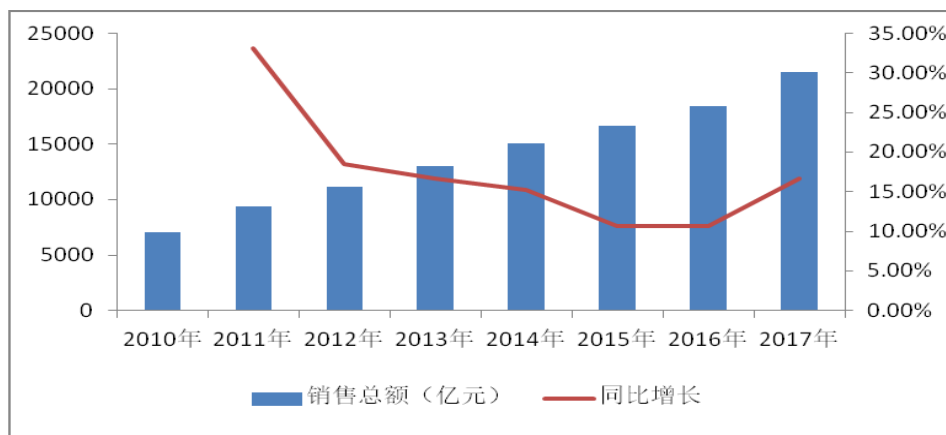
医药制造业务发展面临的风险主要表现在：政策变动风险；持续的研发投入；行业内竞争者众多，市场集中度不高，市场竞争风险等。

B. 医药流通行业

我国医药商业快速发展，近年来流通规模维持较快增长，但增速有所趋缓。此外，国家医药产业相关政策的实施、“医药分离”持续推进会对医药流通行业发展产生一定影响。整体而言，我国医药行业具有良好的发展基础，后续具备一定成长空间；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。

医药流通业是国家医疗卫生事业和健康产业的重要组成部分，药品流通行业包括药品批发业务和药品零售业务，根据商务部统计，两类业务占比约为 80%和 20%。近年来，我国药品流通市场需求活跃，行业购销稳步增长，但由于国家宏观经济增速放缓、医保控费日趋严格等因素影响，药品流通行业销售总额增速趋缓。据商务部统计系统数据显示，2018 年度全国七大类医药商品销售总额 21,688 亿元（含税），扣除不可比因素，同比增长 7.51%，增长速度较同期下降 1.03 个百分点。其中，药品零售市场 4,338 亿元，同比增长 8.88%，增长速度下降 0.07 个百分点。

图表 3. 2010 年以来我国药品流通行业销售收入及增速情况（单位：亿元）



资料来源：Wind

医药流通方面，2013 年 6 月新修订的《药品经营质量管理规范》开始实施，对药品流通监管政策的较大调整，规定全面提升了药品流通企业的软硬

件标准和要求，提高了准入门槛，将对行业发展带来深刻影响。药价方面，2015年5月，国家发改委、卫生计生委等部门联合发布《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，决定从2015年6月1日起除麻醉药品和第一类精神药品外，取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成。短期来看，放开的药品零售价将使部分品种价格反弹，但中长期看，受药品招标、医保控费等综合影响，预计上涨空间有限。此外，同年5月，国务院办公厅先后发布《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》及《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》，旨在推进公立医院医药分开的实现。2017年1月，国务院医改办会同国家卫生计生委、食品药品监管总局、国家发展改革委、工业和信息化部、商务部、国家税务总局和国家中医药管理局等部门印发了《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》，“两票制”是指药品从生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票，目的是减少药品流通环节，使中间加价透明化，进一步推动降低药品虚高价格，“两票制”的推行将有助于规范医药流通行业秩序，对提升行业集中度有积极作用，大型医药流通企业有望受益。

医药流通行业发展面临的风险主要表现为：政策变动风险；行业规模化经营特征日趋明显，拓展流通网点布局等需要较大的资本性支出；业务开展账款压力加大等。

C. 仪器仪表

受益于电力行业的快速发展，电工仪器仪表行业成长较快，但行业集中度低，市场竞争激烈。该公司具有一定技术研发能力，其仪表产品在行业内有一定的竞争力。

电工仪器仪表行业是仪器仪表行业中一个较大的子行业。受益于电力行业整体发展及全国城乡电网改造等因素，电工仪器仪表行业近年来成长较快。特别是为缓解电力紧张，国家出台了一系列政策，从而推动了行业产品的技术升级。随着峰谷分时计费政策的实施，扩大两部制电价实施范围，电力部门对功耗的要求、对产品稳定性的要求提高，行业产品逐渐由机械式电能表向电子式电能表转型。为贯彻落实《中国制造2025》和《国家集成电路产业发展推进纲要》，提升智能传感器产业核心竞争力，中华人民共和国工业和信息化部于2017年制定了《智能传感器产业三年行动指南(2017-2019年)》。按规划，到2019年，我国智能传感器产业取得明显突破，形成较大产业规模、较完善的产业生态、一批创新能力较强的国际先进企业。整体，电工仪器仪表行业政策环境较好。

从市场竞争格局看，我国电工仪器仪表行业集中度低，行业内企业间竞争激烈，产品的品质和综合竞争力与发达国家仍有较大差距，具体表现为可靠性指标低、智能化及网络化程度不高、缺少具有自主知识产权的核心技术等。但未来智能电网的建设将为电工仪器仪表行业提供更广阔的发展空间，研发投入

将成为我国企业的主要竞争手段，具备技术创新能力的企业将在行业发展中具备更强的竞争优势。该公司下属子公司华立仪表在国内仪表行业中具有一定的竞争优势，先后被评为“中国机械工业核心竞争力十强企业”、“中国最大 500 家企业集团仪表行业第一名”等称号，“华立”牌电能表荣膺中国驰名商标、国家火炬计划产品等荣誉，同时获得了电能表制造业“出口免检”证书。

该公司仪器仪表业务所面临的行业风险主要包括：市场竞争较激烈，存在一定市场竞争风险；创新能力偏弱，研发水平欠佳等。

D. 新材料

作为印制电路板及电子产品的基础材料，覆铜板拥有较大的市场需求量，未来发展空间较大。但是目前行业内企业面临产能过剩、竞争加剧及成本控制等压力。

随着科学技术的发展以及人们生活水平的提高，电子产品的需求量越来越大，覆铜板作为印制电路板及电子产品的基础材料，拥有很大的市场需求量。覆铜板可以分为刚性覆铜板和挠性覆铜板两大类，其中刚性覆铜板主要包括玻纤布基覆铜板、纸基覆铜板、CEM-3、CEM-1 等四大类刚性覆铜板及金属基板等，合计占覆铜板总产量的 85%以上。据 PrismaMark 统计，2017 年我国刚性覆铜板行业整体实现产量 4.46 亿平方米、产值 80.37 亿美元，市场份额位居全球首位。

我国覆铜板行业集中度较高，业内企业规模相对较大。但覆铜板生产行业也面临着中低档产品产能过剩的困境，相关企业利润空间受到挤压。与此同时，随着产品更新速度的加快、质量和环保标准的提高，企业在生产工艺设备、安全环保设备、研发设施以及人员储备等方面均需要较大投资，项目投资成本和运营成本的不断提高进一步加大了行业内企业的经营压力。此外，电解铜箔、玻璃纤维布、环氧树脂等上游原材料的价格的波动、电子元件及产品等下游行业的市场波动也在一定程度上加大了企业成本控制与产品销售的压力。

该公司新材料业务行业风险主要包括：中低档产品产能过剩，市场竞争较激烈；产品更新换代速度较快，且质量、环保标准较高，营运成本承压；主要原材料价格波动风险等。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司医药工业得益于营销力度的加大，主要产品销量有所增长，同时两票制导致的价格调整也使得主要产品销售价格有所增长；新材料、仪表业务发展平稳；贸易业务及海外公司业务规模增长进一步推动收入快速增长。公司利润主要来自于主业盈利，同时投资收益及营业外收入也能为利润提供一定补充。

该公司以传统业务仪器仪表起家，经过多年发展，已形成了以医药制造为

核心，新材料和仪表为辅的多元化业务格局。公司旗下拥有三家上市公司：昆药集团（拥有国内较为完备的三七产品线，血栓通（冻干）的市场竞争力较强）、健民集团（核心产品龙牡壮骨颗粒品牌认知度较高）、浙江华正新材股份有限公司（603186.SH，简称“华正新材”，主要产品覆铜板和新材料等，具有一定市场份额）。公司仪器仪表业务主要由华立科技股份有限公司（简称“华立科技”）运营，近三年智能电表业务中标份额居市场前五，具有一定竞争优势。近年来，公司营业收入呈增长趋势，2016~2018年及2019年第一季度公司营业收入分别为176.55亿元、223.48亿元、253.32亿元和55.74亿元。公司营业毛利主要来源于医药业务、仪表业务及新材料业务板块，2018年毛利贡献率分别为82.49%、8.29%和5.76%。

图表 4. 公司主业基本情况

主营业务	运营平台	备注	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
医药	华立医药	旗下主要有昆药集团和健民集团两个A股上市公司和浙江华方生命科技有限公司。	国内	技术、成本、规模
仪表	华立科技	华立科技智能电表业务近三年中标份额居市场前五，具有一定市场竞争优势。 ²	国内为主	技术、规模
新材料	华正新材	主要从事覆铜板、绝缘材料和热塑性蜂窝板等产品的生产制造。	国内为主	技术、成本

资料来源：华立集团

此外，该公司还布局有贸易、海外工业园区经营等业务板块，但目前相关业务利润规模较小，对公司影响较为有限。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 5. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

项目	2016年		2017年		2018年		2019年 第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	172.53	100.00	221.24	100.00	249.76	100.00	54.96	100.00
医药	80.35	46.57	91.22	41.23	100.59	40.27	24.88	45.28
其中：医药工业	34.19	19.82	42.94	19.41	52.58	21.05	13.27	24.14
医药商业	46.16	26.75	48.38	21.87	48.09	19.25	11.62	21.14
仪表	17.04	9.88	18.66	8.43	17.90	7.17	2.75	5.01
新材料	12.01	6.96	14.92	6.74	16.51	6.61	4.26	7.75
贸易	46.68	27.05	40.32	18.23	50.36	20.16	15.99	29.09
其中：国际贸易	10.65	6.17	9.37	4.24	13.71	5.49	5.95	10.82
国内贸易	36.03	20.88	30.95	13.99	36.65	14.67	10.04	18.27
海外业务板块	12.66	7.34	52.28	23.63	63.05	25.25	6.82	12.41
其他业务板块	3.79	2.20	3.84	1.74	1.34	0.54	0.26	0.46
综合毛利率		20.59		19.42		20.77		22.78
医药		31.41		36.67		42.54		43.20

² 2014年浙江华智控股股份有限公司（简称“华智控股”现已更名为浙江华媒控股股份有限公司）因资产重组不再纳入公司合并范围，原有电能仪表等主营业务全部转让给公司。

项目	2016年		2017年		2018年		2019年 第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其中：医药工业	68.13		70.99		74.39		73.69	
医药商业	4.20		6.14		7.82		8.39	
仪表	30.38		23.42		24.02		25.39	
新材料	21.92		19.88		18.09		16.78	
贸易	2.00		1.56		4.12		1.70	
其中：国际贸易	6.57		6.25		3.22		1.24	
国内贸易	0.65		0.14		0.90		0.46	
海外业务板块	0.79		0.76		1.16		3.10	
其他业务板块	19.88		14.42		22.49		8.84	

资料来源：华立集团

注：浙江华立国际发展有限公司注册地在国内，主要运营国际贸易业务，收入计入国际贸易板块。华立（亚洲）发展有限公司注册地在海外，主要运营国际贸易业务，收入计入海外业务板块。

该公司医药生产主要产品原材料价格上涨增加了公司营运成本，但得益于营销力度的加大，主要产品销量均有所增长。此外，公司通过调整产品结构及产品价格，整体利润维护较好，公司医药工业毛利率逐年上升。同时公司对云南省终端市场延伸布局逐步加大，医药商业销售规模提升带动了公司医药商业毛利的增长，但公司医药商业毛利率水平仍较低，对利润的贡献较小。2016~2018年及2019年第一季度公司医药板块毛利率分别为31.41%、36.67%、42.54%和43.20%，呈逐年增长趋势。同期公司仪表业务由于市场竞争销售价格下降、材料涨价等因素影响，毛利率水平有所下降；新材料板块毛利率水平由于下游需求变化、成本变动呈下降趋势。同期，公司综合毛利率分别为20.59%、19.42%、20.77%和22.78%。

A. 医药工业

华立医药集团有限公司³（简称“华立医药”）为该公司医药业务经营平台，主要的经营实体为控股的上市公司昆药集团和健民集团，以及控股子公司浙江华方生命科技有限公司（简称“生命科技”）。各个经营实体之间分工相对明确：昆药集团以生产天然植物药、以三七、天麻素和蒿甲醚系列产品为主；健民集团主要立足中药产业，产品以儿科用药为主，妇科及特色大品种为辅；生命科技以保健品的生产销售为主。2016~2018年及2019年第一季度，公司医药工业分别实现收入34.19亿元、42.94亿元、52.58亿元和13.27亿元。

2018年度，昆药集团实现医药工业收入41.71亿元，同比增长27.24%，跟踪期内，昆药集团重点提升管道和终端的控制能力，加大学术推广、整合营销体系，致使主要产品销售量有所增加；此外，两票制导致的价格调整也使得昆药集团化学合成药收入规模有所增大。跟踪期内，健民集团推出了多项销售策略，旨在提升学术能力、拓展了客户渠道。2018年度，健民集团实

³ 华立医药集团有限公司原名为华方医药科技有限公司，2017年4月更为现名，更名后，原华方医药科技有限公司名下的债权债务一并由华立医药集团有限公司承继。

现医药工业收入 9.72 亿元，与上年同期基本持平。生命科技的保健品以铁皮枫斗、生命维他为主。2018 年度，生命科技实现销售收入 0.54 亿元，整体经营规模较小，主要受产品市场需求低迷影响，产品销量规模不大。

规模因素

该公司产品生产以销定产。跟踪期内，昆药集团及健民集团不断提升精细化管理，提升主要产品的销量；但公司产量有所波动，主要系相关生产车间于年底或年初进行技改，年末备货增加所致。生命科技主要产品产量较小，主要系受外部环境影响，产品销量低迷所致。

图表 6. 公司主要产品产能与产量情况

子公司	主要产品	项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
昆药集团	注射用血塞通 (冻干)	产能 (万支)	7,000.00	7,000.00	7,000.00	1,750.00
		产量 (万支)	6,576.35	5,289.85	7,857.42	469.62
		产能利用率	93.95%	75.57%	112.25%	26.84%
	血塞通软胶囊	产能 (万支)	30,000.00	30,000.00	30,000.00	15,000.00
		产量 (万支)	20,028.19	28,583.72	21,175.42	9,747.82
		产能利用率	66.76%	95.28%	70.58%	64.99%
	天麻素针	产能 (万支)	25,000.00	25,000.00	25,000.00	5,750.00
		产量 (万支)	4,719.66	7,855.01	5,698.36	1,588.95
		产能利用率	18.88%	31.42%	22.79%	27.63%
健民集团	小金胶囊	产能 (万盒)	1,066.00	1,066.00	900.00	250.00
		产量 (万盒)	602.00	739.07	512.02	160.48
		产能利用率	56.47%	69.33%	56.89%	64.19%
	健胃消食片	产能 (万盒)	1,433.33	686.81	673.78	150.45
		产量 (万盒)	700.00	467.03	471.65	105.31
		产能利用率	48.84%	68.00%	70.00%	70.00%
	龙牡壮骨颗粒	产能 (万盒)	4,100.00	4,800.00	4,800.00	600.00
		产量 (万盒)	2,176.00	2,554.04	2,626.70	112.08
		产能利用率	53.07%	53.21%	54.72%	18.68%
生命科技	生命维他	产能 (万瓶)	400.00	400.00	400.00	100.00
		产量 (万瓶)	139.21	74.55	69.47	19.01
		产能利用率	34.80%	18.64%	17.37%	19.01%
	铁皮枫斗	产能 (万瓶)	6,000.00	6,000.00	4,500.00	1,125.00
		产量 (万瓶)	172.03	110.78	308.70	18.54
		产能利用率	2.87%	1.85%	6.86%	1.65%

注：根据华立集团提供的数据整理

采购因素

跟踪期内，该公司采购方式未发生变化，采购结算方式仍主要为电汇、票据和现金等。原材料采购价格为公司营业成本主要构成因素。受通货膨胀、

自然灾害、供求关系等因素影响，加之中药材自身的自然生长、季节采集、地域性等特征，中药材原材料产量和价格波动具有明显的周期性。跟踪期内，“血塞通软胶囊”、“注射用血塞通（冻干）”等产品的主要原材料价格有所下滑，其他原材料价格较稳定，有利于维护公司医药工业盈利空间。

图表 7. 公司近年主要原材料采购量及单价情况（单位：千克、元/千克）

子公司	主要产品	原料类别	2016 年度		2017 年度		2018 年度		2019 年第一季度	
			采购量	平均单价	采购量	平均单价	采购量	平均单价	采购量	平均单价
昆药集团	血塞通软胶囊	三七总皂苷	14,264.30	2,019.91	19,856.59	2,639.87	22,531.24	2,437.59	7,774.20	2,370.69
	注射用血塞通（冻干）	三七	597,889.50	279.55	286,297.26	307.95	466,442.00	171.29	560,633.40	154.35
	天麻素针	注射用天麻素	13,652.37	776.28	16,891.42	929.56	14,663.41	1,060.41	1,128.03	1,122.41
健民集团	小金胶囊	麝香	655.82	46,666.67	981.97	46,666.24	828.20	46,666.66	220.00	56,034.48
		木鳖子	5,540.00	10.45	7,396.00	12.69	6,807.00	31.94	1,080.00	30.00
	健胃消食片	太子参	51,700.00	61.12	27,000.00	73.92	36,600.00	71.68	8,750.00	58.68
		山药	110,315.00	9.86	117,615.00	10.96	143,749.00	11.83	27,100.00	12.87
	龙牡壮骨颗粒	党参	51,210.00	24.78	54,650.00	47.76	134,148.00	36.98	—	—
蔗糖		1,115,700.00	4.91	1,383,500.00	5.97	3,050,950.00	5.11	382,000.00	4.74	
生命科技	生命维他	维生素混料	2,000.00	170.94	1,560.00	151.87	2,000.00	189.66	—	—
		包衣粉	1,050.00	147.86	680.00	151.33	725.00	149.53	—	—
	铁皮枫斗	西洋参	3,080.00	92.78	1,050.00	87.88	2,754.00	95.80	120.00	90.00
		石斛	562.50	144.69	805.00	142.17	2,420.00	143.84	120.00	144.00

注：根据华立集团提供的数据整理

销售因素

该公司医药销售渠道主要包括经销商和医院，也有部分直接销售，其中昆药集团的产品主要通过经销商进入终端市场，健民集团采用医院和经销商结合的销售模式，生命科技主要是线下代理，通过电子商务、电视购物等方式进行营销。根据实际情况不同，各子公司的回款账期有所区别：昆药集团对于国有主渠道的大客户实行按不同授信额度的发货和回款政策，主要为现款现货，对于其它小客户实行先款后货的销售回款政策；健民集团一般在客户验收合格后即要求客户付款，对于业务较为频繁的客户则采用每月对账付款的模式，平均账期在 1~2 个月；生命科技主要是款到发货。跟踪期内，昆药集团和健民集团提升了销售推广力度并拓展了终端渠道，使得主要产品销售收入有所增长，同时销售费用亦有所上升。

跟踪期内，该公司重点提升管道和终端的控制能力，加大学术推广、整合营销体系，致使主要产品销售量有所增加。2018 年公司注射用血塞通（冻干）、血塞通软胶囊、天麻素注射液、草乌甲素胶囊等重点品种的销售数量分别同比增长 1.70%、7.63%、12.54%、57.12%。此外，受公司车间改造，流通

市场备货增加；“4+7”带量采购等医药环境政策综合因素影响，龙牡壮骨颗粒、小金胶囊和健胃消食片分别同比下降-1.66%、-10.33%和-8.88%。此外，两票制导致的价格调整也使得公司化学药品销售价格有所增加。但随着国家推行药品集中招标、“4+7”带量采购等政策的进一步实施，公司产品降价压力较大。

技术因素

研发方面，该公司自行研发的医药产品主要包含中药、化药、中成药、保健品等多个种类。为避免出现药品安全问题，公司严格按照国家要求和标准进行研发，在临床试验阶段加强安全性评估，采取多项举措严格把控药品安全风险。2016~2018年，公司用于医药产品研发的费用支出分别为1.23亿元、0.96亿元和1.07亿元。公司医药产品的研发主体主要为子公司健民集团和昆药集团。截至2019年3月末，公司在研医药产品78项，其中昆药集团59项、健民集团14项和生命科技5项。同期末，公司医药项目研发已获得专利350项，整体而言具有较强的研发能力。

为丰富产品结构，实现新药研发国际化战略，昆药集团近年分别出资250万美元和300万美元获得了美国Coordination Pharmaceuticals股份有限公司（以下简称“CPI公司”）⁴和美国RiMO股份有限公司⁵13.66%和9.91%的股权，以获得其相关产品在中国市场的优先谈判权。目前CPI公司CPI-200已获美国FDA药品临床试验批准；为扩充慢病领域产品线，昆药集团还出资7,000万元向中国中医科学院中药研究所购买了其所持有的诺贝尔奖获得者屠呦呦教授团队开发的双氢青蒿素片新适应症-红斑狼疮研发项目临床前研究所取得的相关专利及临床批件，目前该项目已处于临床II期患者入组阶段。目前昆药集团拥有7个蒿甲醚系列产品品种，参与起草制定的5个蒿甲醚系列药品质量标准（青蒿素、蒿甲醚、蒿甲醚片、蒿甲醚胶囊、蒿甲醚注射液）收载于国际药典标准。其中，生产的复方蒿甲醚系列药剂已成为全球最主要的抗疟药，其针剂主要出口南美、非洲、南太平洋地区，同时蒿甲醚等抗疟制剂已在全球35个国家登记注册；此外，昆药集团为完善产业链，以现金形式出资2,600万元，持有了南京弘景医药有限公司⁶51%股份，以开展新药整合、配送机医疗服务（包含康复医院、护理医院、院内病区等）等业务；作

⁴ CPI公司主要研发项目为新型抗癌纳米配位聚合物（以下简称“NCP”），NCP研发成功后有望代替现有铂类药物成为胃癌、直肠癌、卵巢癌等恶性肿瘤治疗制剂。

⁵ RiMO是一家主要从事新型“放疗-放射动态治疗”（RT-RDT）技术平台的全新抗肿瘤药物研究的研发公司，RiMO公司的RT-RDT技术将有望控制局部肿瘤。RiMO公司的RiMO-301（新型放射治疗增敏剂，在多种癌症模型中退化/消除肿瘤）已于2017年9月收到获美国FDA药品临床试验批准。

⁶ 增资扩股后，南京弘景医药有限公司注册资本为5000万元，其中昆药集团医药商业有限公司（以下简称“昆药商业”）出资2550万元持有其51%股份，韩洪韬及江苏弘景医药投资有限公司（以下简称“江苏弘景”）分别出资1225万元和1225万元，持有其剩余49.00%股份。如果南京弘景医药有限公司2017~2019年度的净利润分别可达到2640万元、3168万元和3801万元，则昆药商业将以南京弘景医药有限公司2017~2019年净利润的平均值为基准值，以10倍PE进行估值向韩洪韬和江苏弘景进行业绩奖励，韩洪韬和江苏弘景再按各自持有的股权比例进行分配。业绩奖励=业绩承诺期平均净利润*约定的估值倍数*51%。

为有限合伙人，出资 2,000 万元参与认购了华盖信诚医疗健康投资成都合伙企业（有限合伙）股份⁷；为完善医药商业领域，分别出资 2,500 万元、3,696 万元和 1,800 万元收购了西藏藏药（集团）利众院生物科技有限公司 60% 股权、云南省丽江医药有限公司 60% 股权和大理辉睿药业有限公司 60% 股权，目前以上项目资金均已投资到位。

B. 医药商业

2016~2018 年及 2019 年第一季度，该公司医药商业分别实现收入 46.16 亿元、48.38 亿元、48.09 亿元和 11.62 亿元。公司医药商业体系主要由昆药集团和健民集团构成。根据商务部发布的《2018 年药品流通行业运行统计分析报告》昆药集团商业在云南省医药流通企业中位列第三；健民集团医药商业板块主要为药品的批发和零售，药品批发业务区域主要集中在广东、湖北、江西、湖南、安徽等地，此外还开展零售业务。

跟踪期内，昆药集团通过设立及并购的方式加速对云南省终端市场的延伸布局，并购了红河州佳宇医药有限公司的股权，业务范围扩充至曲靖、楚雄、丽江、大理、版纳、玉溪、保山和红河等地市，云南省终端市场布局初步形成。2018 年度，昆药集团实现医药商业收入 27.65 亿元，同比增长 10.07%。

跟踪期内，健民集团医药商业规模有所下滑，主要系于 2018 年 1 月以 1,100 万元转让武汉华烨医药有限公司 52.38% 股权；于 2018 年 8 月以 1,100 万元转让武汉健民中维医药有限公司 52.38% 股权所致。由于健民集团医药商业毛利率不高，两家医药公司的股权转让对其净利润影响不大。2018 年度，健民集团实现医药商业收入 11.87 亿元，同比减少 5.47 亿元。

C. 仪表业务

仪器仪表是该公司传统主业，由华立科技负责运营。公司以电能表为依托，发展电力自动化、用电管理等电力系统服务一体化，同时涉及燃气表、水表等其他公共计量仪器生产。电网公司的招标模式对公司统招业务⁸的收入影响较大。由于市场竞争激烈，跟踪期内公司仪表业务收入及市场份额均有所下降。2016~2018 年及 2019 年第一季度，公司仪表业务分别实现主营业务收入 17.04 亿元、18.66 亿元、17.90 亿元和 2.75 亿元。

该公司仪表产品的销售以国内为主，海外市场为辅。2018 年，公司市场份额由上年的 3.58% 下降至 2.78%，近年来公司产品市场份额一直稳居前五位，具有一定市场竞争优势。

图表 8. 近三年国网智能电表中标前五名企业市场份额

企业名称	市场占有率		
	2016 年	2017 年	2018 年
威盛集团有限公司	3.45%	4.23%	4.30%

⁷ 华盖信诚医疗健康投资成都合伙企业（有限合伙）基金项目总规模为不超过 20 亿元人民币，投资方向包括生物制药、医疗器械、医疗服务等。

⁸ 公司统招业务指其参加国家电网和南方电网的仪表招投标业务。

企业名称	市场占有率		
	2016年	2017年	2018年
宁波三星电气股份有限公司	4.48%	5.12%	3.31%
江苏林洋电子股份有限公司	3.67%	2.95%	3.99%
华立科技股份有限公司	3.30%	3.58%	2.78%
杭州海兴电力科技有限公司	3.24%	3.12%	2.65%
合计	18.14%	19.12%	17.03%

数据来源：国网招标网

在海外布局方面，由于全球经济不景气，电表进出口行业形势不乐观，华立科技海外业务的推进遇到重大挑战，除在泰国、乌兹别克斯坦取得一定发展外，在印度、印尼的分公司目前仍处于转型中，对该公司利润贡献较小。

图表 9. 公司仪表板块 2016 年以来业务收入占比情况

市场分布		2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
国内	自购	36.76%	38.59%	44.36%	42.30%
	统招	49.20%	43.60%	40.50%	33.49%
海外		14.05%	17.81%	15.14%	24.21%

资料来源：华立集团

D. 新材料

华正新材为该公司新材料业务的经营主体，已于 2017 年 1 月于上海证券交易所上市。华正新材主要产品为覆铜板、绝缘材料、导热材料和热塑性蜂窝板等复合材料及制品，产品销售以国内市场为主。从收入构成看，每年华正新材覆铜板销售收入比均在 70%以上，绝缘材料、导热材料等其他新材料产品收入规模相对较小。华正新材通过与众多国内印刷电路板百强企业建立稳定的合作关系，营业收入整体呈增长趋势。2016~2018 年，华正新材分别实现主营业务收入 12.01 亿元、14.91 亿元和 16.58 亿元，同期毛利率分别为 21.98%、19.88% 和 18.08%。新材料板块由于青山湖智能工厂项目部分投产且产能未完全释放，分摊固定成本较高，同时部分产品市场竞争激烈、产品销售价格下降，整体毛利率有所下滑。同期，华正新材分别实现净利润 0.85 亿元、0.94 亿元和 0.75 亿元。2018 年净利润规模有所下滑，主要系毛利率下降及高速、高频产品研发投入增加所致。

图表 10. 华正新材主要产品收入占比情况（单位：亿元、%）

主营业务	2016年		2017年		2018年		2019年第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
覆铜板	7.91	65.85	10.27	68.88	11.07	66.96	3.00	70.50
其他新材料	4.05	33.71	4.64	31.12	5.45	33.00	1.26	29.49
进出口贸易	0.05	0.44	0.00	0.00	0.06	0.04	0.01	0.01
合计	12.01	100.00	14.91	100.00	16.58	100.00	4.26	100.00
毛利率	2016年		2017年		2018年		2019年第一季度	
覆铜板	23.10		17.79		15.07		14.18	

主营业务	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
其他新材料	39.28	24.52	24.19	23.01
进出口贸易	13.56	22.76	-0.84	-0.80
合计	21.98	19.88	18.08	16.78

资料来源：华立集团

2019年4月，华正新材发布拟非公开发行股票事项公告，拟向华立集团等定向增发不超过0.26亿股份（不超过本次发行前总股本的20%），发行不超过6.50亿募集资金，其中4.60亿元拟投入年产650万平米高频高速覆铜板青山湖制造基地二期项目⁹，1.90亿元拟用于补充流动资金。公司现有产能无法满足高端覆铜板产品市场需求，拟投建年产650万平米高频高速覆铜板青山湖制造基地二期项目提高中高端产品供应能力。该项目预计总投资金额为5.97亿元，属项目建设周期为2年，该项目达产后预计年均营业收入为13.68亿元，净利润为1.40亿元。

图表 11. 华正新材非公开发行事项募集资金用途（单位：亿元）

项目	项目总投资	募集资金投入金额
年产650万平米高频高速覆铜板青山湖制造基地二期项目	5.97	4.60
补充流动资金	1.90	1.90
合计	7.87	6.50

资料来源：华立集团

E. 贸易业务

该公司贸易板块主要包括国内贸易和国际贸易，经营主体分别为公司本级和浙江华立国际发展有限公司（简称“华立国际”）等。公司贸易板块业务收入主要来源于国内贸易，但营业毛利主要来自于国际贸易。2016~2018年及2019年第一季度，国内贸易分别实现主营业务收入36.03亿元、30.95亿元、36.65亿元和10.04亿元，实现毛利润0.70亿元、0.59亿元、0.44亿元和0.07亿元；国际贸易分别实现主营业务收入10.65亿元、9.37亿元、13.71亿元和5.95亿元，实现毛利润0.23亿元、0.04亿元、0.33亿元和0.05亿元。

该公司国内贸易主要包括电解铜、化工产品、钢材、电脑等，其中电解铜贸易流转量较大，对营业收入增加的贡献较大，但利润贡献较小；钢材贸易主要涉及铝板、铁管等；化工产品贸易主要涉及对位脂、H酸等（均为活性染料的主要原料）。公司国际贸易产品主要包括电表、零部件、电力产品、轻工产品、五金机械、木薯干等。公司贸易主要为自营模式，根据下游客户订单进行采购，采购主要通过经销商渠道，供应商大多保持长期的合作关系，付款方式一般为电汇，账期根据逐笔交易而确定。下游客户主要为贸易公司，一般采用电汇方式结算。贸易板块，2016~2018年，公司对前五大供应商采购占比分别

⁹ 年产650万平米高频高速覆铜板青山湖制造基地二期项目预计总投资金额为5.97亿元，属于中高端覆铜板产品，建设周期为2年，该项目达产后预计年均营业收入为13.68亿元，净利润为1.40亿元。

为 56.62%、47.61%和 39.56%，对前五大客户销售占比分别为 52.83%、53.43%和 37.99%。公司贸易业务对大供应商和大客户依赖程度较高，面临了一定的收入波动风险。

F. 海外业务及其他业务

该公司海外业务主要包括贸易业务和海外工业园区开发业务，其中贸易业务经营主体为海外子公司华立（亚洲）发展有限公司¹⁰（简称“华立亚洲”），贸易产品主要有木薯干、化工产品、通信材料、镍产品等；海外工业园区开发业务经营主体主要包括泰中罗勇工业园和华富山工业园。2016~2018 年及 2019 年第一季度，公司海外业务板块分别实现主营业务收入 12.66 亿元、52.28 亿元、63.05 亿元和 6.82 亿元，其中镍产品贸易收入分别为 12.34 亿元、53.62 亿元、61.25 亿元和 6.24 亿元。

图表 12. 华立集团海外业务情况（单位：亿元、%）

主要类别	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 第一季度	
	营收	毛利率	营收	毛利率	营收	毛利率	营收	毛利率
海外业务板块	12.66	1.82	52.28	0.76	63.05	1.18	6.81	3.08
其中：贸易业务（未经合并抵消）	12.34	0.10	53.62	0.11	61.25	0.15	6.24	0.48
海外工业园（未经合并抵消）	0.66	38.71	1.10	34.27	1.80	35.56	0.57	31.58

资料来源：华立集团

海外工业园区开发方面，该公司分别于 2005 年和 2016 年在泰国和墨西哥投资规划了泰中罗勇工业园和华富山工业园，总规划面积分别为 12 平方公里和 8.47 平方公里。未来，公司还将在北非建立海外第三个工业园，辐射北非、欧洲。泰中罗勇工业园已被我国政府认定为首批 8 家“中国境外经济贸易合作区”的国家级工业园之一，主要吸引汽配、机械、家电等中国企业入园设厂。运营方面，泰中罗勇工业园购买园区土地后，主要以土地转让的形式出售给入园企业由其自行建造厂房，少量采用标准厂房租赁的形式出租给入园企业（租赁期限一般为 1-3 年，到期续签，租赁价格系结合当地市场租赁价格及客户租赁面积需求而确定），并为入园企业提供全方位的配套服务（包括咨询、厂房设计、招投标等业务）。泰中罗勇工业园分三期建设，其中一期、二期总投资规模为 10.00 亿元，公司自 2005 年起开始投资泰中罗勇工业园，初始投入资金为 4.60 亿元（其中银行贷款约 1.50 亿元），公司通过滚动开发、销售获得资金循环对泰中罗勇工业园进行投资。泰中罗勇工业园自 2010 年起产生收益，并于 2017 年末收回了全部投资，该项目每年可产生约 0.2 亿元利润。此外泰中罗勇工业园每年还可获得一定财政支持，整体运营情况较好。截至 2019 年 3 月末，泰中罗勇一期 1.5 平方公里土地已经开发完成，计划入驻企业 30 家，已入驻企业 35 家；二期 2.5 平方公里园区已开发完成，计划入驻企业 30 家，已入驻企业 37 家。泰中罗勇工业园整体运营较好，公司计划建立总投资规模 20.00 亿元的三期工程，总建设面积 8 平方公里，园区将采用滚动开发模式，

¹⁰ 公司华立（亚洲）发展有限公司 2018 年营业收入 61.25 亿元，实现净利润 0.00 亿元。

计划完工后的入驻企业为 150 家。三期工程资金来源为前期滚动投资获得的收益及泰国当地银行借款，目前公司已取得折合人民币约 3.37 亿元银行授信。

华富山工业园位于墨西哥和美国交界处，旨在为中资企业打造“纯中文一站式”境外产业转移平台，未来定位的主要产业包括：汽车配件、电子电气、机械设备、金属加工等。目前，华富山工业园尚在建设中，建设完成后预计将吸收 60-80 家中资企业，入园企业投资额预计 10-15 亿美元。华富山工业园项目一期总投资预计 1.16 亿美元（约 7.42 亿人民币），其中墨方股东¹¹拟以现金形式出资 2,324 万美元，中方股东以现金出资 9,294 万美元（折合人民币约 5.82 亿元，其中自有资金出资 1.91 亿元、银行借款 3.91 亿元），中方股东持股比例为 80.00%。运营模式将借鉴泰中罗勇工业园的投资及开发方式，通过自有资金滚动销售开发销售，获得盈利。目前项目已获得中国进出口银行浙江省分行 0.63 亿美元专项授信，并已于 2016 年 12 月进入前期开发，项目预计将于 2020 年末前完工，回收期为 7 年。

图表 13. 工业园情况介绍（单位：亿元）

项目	预计总投资金额			截至 2019 年 3 月末已投资金额			政府补贴		
	一期	二期	三期	一期	二期	三期	2016 年	2017 年	2018 年
泰中罗勇工业园	3.75	6.25	20.00	4.50	4.50	4.70	0.03	0.02	0.01
华富山工业园	7.42	—	—	1.90	—	—	—	0.07	—

资料来源：华立集团

此外，该公司作为多元化产业投资发展型集团，除以自身发展、扩张为主的产业投资外，还致力于多元化直接性及间接性的财务投资，为未来产业战略进行尝试和项目储备。截至 2018 年末，公司参股杭州德同投资管理有限公司¹²、浙江银杏谷投资有限公司¹³等逾 10 家私募股权基金和项目，持股比例均低于 20%，投资金额合计为 4.67 亿元，投资领域包含信息科技、医疗大健康、节能环保、先进制造、消费金融等多个产业。目前，公司参股私募股权基金及项目基金由于存在一定投资回收期均未到分红期，投资收益体现不多。公司近年投资并购活动较多，需关注其资金支付压力，及相关公司业绩实现情况。

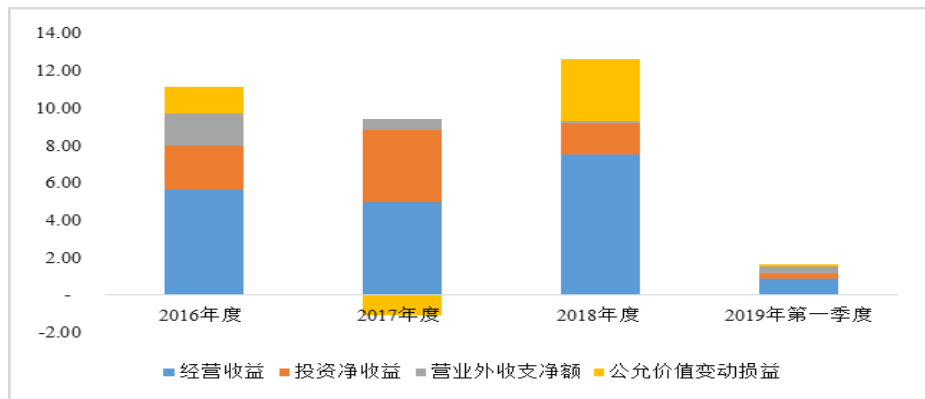
¹¹ 墨方股东为墨西哥当地地主家族，没有园区开发经验，因此需寻找项目合作方。

¹² 德同资本成立于 2006 年，是由邵俊、田立新领衔创立的专注于投资中国企业的私募股权投资集团，目前管理等值人民币逾 100 亿的多个基金（包括美元和人民币），其美元基金主要投资人包括沃尔玛创始人沃顿家族，以及高盛、加州公务员养老基金等机构。

¹³ 银杏谷资本是由士兰控股、华立集团、华日实业、精功集团、万丰奥特等五大产业集团发起设立的大型投资平台。它是国内最早系统地布局新经济的投资机构。

(2) 盈利能力

图表 14. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据华立集团所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司近年营业收入呈增长趋势，2016~2018 年及 2019 年第一季度，分别为 176.55 亿元、223.48 亿元、253.32 亿元和 55.74 亿元。2018 年营业收入增幅主要系医药工业主要产品销量增加，两票制背景下的价格调整产品销售价格增加；贸易业务及海外公司业务规模扩大综合因素影响所致。同期，公司毛利分别为 36.36 亿元、43.40 亿元、53.11 亿元和 12.79 亿元。

图表 15. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年第一季度
营业收入合计（亿元）	176.55	223.48	253.32	55.74
毛利率（%）	20.59	19.42	20.97	22.94
毛利（亿元）	36.36	43.40	53.11	12.79
期间费用率（%）	18.10	18.04	19.79	22.27
其中：财务费用率（%）	1.58	1.64	1.26	1.69
全年利息支出总额（亿元）	3.03	2.97	3.46	—
其中：资本化利息数额（亿元）	0.00	0.04	0.07	—

资料来源：根据华立集团所提供数据整理。

随着该公司销售规模增长、职工薪酬及研发投入的增加，公司管理费用和销售费用逐步增加。2016~2018 年及 2019 年第一季度，公司销售费用分别为 19.59 亿元、26.21 亿元、35.83 亿元和 8.81 亿元。2018 年销售费用增长较快，主要系两票制背景下，医药推广费用增加，以及公司不断提升管道和终端的控制能力，并通过设立和并购的方式拓展医药商业业务所致；同期，公司管理费用分别为 9.57 亿元、10.43 亿元、11.12 亿元和 2.65 亿元，主要包括人工费用及技术研发费用等。同期，期间费用分别为 31.96 亿元、40.31 亿元、50.14 亿元和 12.41 亿元，销售费用快速增长也使得期间费用率呈上升趋势，同期分别为 18.10%、18.04%、19.79%和 22.27%。同期，公司资产减值损失分别为 1.33 亿元、0.67 亿元、0.52 亿元和 0.02 亿元，主要系按账期确认的坏账损失、固

定资产减值损失等。

图表 16. 影响公司盈利的其他关键因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他关键因素	2016年 度	2017年 度	2018年 度	2019年 第一季度
投资净收益	2.39	3.90	1.69	0.31
其中：理财产品	0.55	0.50	0.74	—
处置长期股权投资产生的投资收益	0.15	0.87	0.15	—
丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计量产生的利得	—	1.76	0.00	—
持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益	0.21	0.21	0.33	0.02
处置可供出售金融资产取得的投资收益	1.51	0.34	0.08	—
营业外收入	1.89	0.97	0.41	0.36
其中：政府补助	1.41	0.22	—	—
其他收益	—	1.15	1.37	0.38
公允价值变动损益	1.45	-1.09	3.27	0.12
其中：以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	1.45	-1.09	-0.45	0.12
按公允价值计量的投资性房地产	—	—	3.72	—

资料来源：根据华立集团所提供数据整理。

2016~2018 年及 2019 年第一季度，该公司投资净收益分别为 2.39 亿元、3.90 亿元、1.69 亿元和 0.31 亿元，主要来自持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益、处置可供出售金融资产取得的投资收益和丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计量产生的利得。同期，公司公允价值收益分别为 1.45 亿元、-1.09 亿元、3.27 亿元和 0.12 亿元，其中公司 2016 年公允价值收益较多，主要系山东步长药业股份有限公司（股票代码“603858”，以下简称“步长制药”）等交易性金融资产产生的收益；2017 年公司公允价值收益为负值主要系步长制药股价变动所致；2018 年公司公允价值主要系华帆实业投资性房地产产生。同期，公司政府补助分别为 1.41 亿元、1.37 亿元、1.37 亿元和 0.38 亿元主要计入营业外收入和其他收益科目。

该公司利润主要来自于主业盈利，同时投资收益及营业外收入也能为利润提供一定补充。近年公司期间费用不断增长，压缩主业利润，加之投资收益等非经常性损益波动，公司盈利水平呈下降趋势。2016~2018 年及 2019 年第一季度，公司营业利润分别为 5.63 亿元、4.95 亿元、7.50 亿元和 0.87 亿元，净利润分别为 5.94 亿元、5.48 亿元、5.80 亿元和 0.87 亿元。

（3）运营规划/经营战略

根据发展战略，该公司未来将有序开展医药、仪表、新材料、贸易及海外业务等业务板块。资本性支出计划主要围绕在建项目展开，公司目前主要通过自有资金、银行借款、发行债券等方式筹集资金。其中，昆药集团在建项目主要以整体搬迁改造为契机，陆续对其产能进行升级建设，主要包括中药

现代化提产扩能建设项目¹⁴和天然植物原料药创新基地项目¹⁵。华正新材在建项目主要包括新增年产 1.2 万吨树脂基纤维增强型特种复合材料技改项目¹⁶和年产 450 万平方米高频、高速和高密度及多层印制电路用覆铜板项目¹⁷等，其中新增年产 1.2 万吨树脂基纤维增强型特种复合材料技改项目资金来源主要为 2017 年上市后募集资金¹⁸；海外业务板块在建项目主要围绕华富山北美工业园项目展开；华立科技在建项目主要系青山湖智能工厂项目¹⁹。

图表 17. 截至 2019 年 3 月末公司主要在建项目情况（万元）

建设主体	项目名称	计划总投资	预计完工时间	已投资	计划投资		
					2019 年 4-12 月	2020 年	2021 年
昆药集团	中药现代化扩产项目	82,001.00	2021 年	43,980.00	12,281.00	1,358.00	24,382.00
昆药集团	天然植物原料药创新基地项目	33,767.00	2019 年	19,653.56	14,113.44	—	—
华立科技	青山湖智能工厂项目	88,998.00	2019 年	23,100.00	8,200.00	5,800.00	2,200.00
华富山工业园	北美工业园项目	74,200.00	2020 年	25,384.00	22,816.00	15,173.00	10,827.00
华正新材	新增年产 1.2 万吨树脂基纤维增强型特种复合材料技改项目	13,587.00	2019 年	11,930.00	1,657.00	—	—
华正新材	年产 450 万平方米高频、高速和高密度及多层印制电路用覆铜板项目	23,000.00	2019 年	22,542.00	458.00	—	—
合计	—	315,553.00	—	146,589.56	59,525.44	22,331.00	37,409.00

资料来源：根据华立集团所提供数据整理

注：华立科技青山湖智能工厂项目总投资 8.90 亿元，项目共分两期建设。一期预计总投资金额为 3.15 亿元，预计于 2019 年完工。公司暂未做二期项目的投资计划。

此外，昆药集团小容量注射剂扩产项目计划总投资 2.30 亿元，由于建设土地尚未落实，该项目未能按原定进度实施；复方抗疟新药 ARCO 高技术产

¹⁴ 该项目主要为建设符合 GMP 标准现代化中药生产厂区，包括前处理、（固体、液体）制剂、外包装三条生产线以及购置相应的生产设备、检测仪器，以满足公司年生产颗粒剂 7 亿袋，片剂 20 亿片，散剂 2,000 万袋，胶囊剂 8,000 万粒，丸剂 21,620 万袋生产规模所需的生产、质检、研发、公用工程等需要。

¹⁵ 该项目主要为建设符合 GMP 标准要求的原料药生产车间，配套的仓储、供电、给排水、动力、污水处理等公用设施，并形成年产三七总皂苷 80t、灯银脑通胶囊原料提取物 13.2t 以及银苓胶囊原料提取物 13.2t 的生产规模。公司“天然植物药提取智能制造试点示范”项目被列为 2017 年智能制造试点示范项目。

¹⁶ 预计 1.2 万吨树脂基纤维增强型特种复合材料技改项目建成达产后将实现年产层压板 6,600 吨、模压板 3,600 吨、精加工件 1,800 吨的产能，实现营业收入 34,032 万元，净利润 3,289 万元。

¹⁷ 该项目建设周期为 2 年，总投资约 23,000 万元。该项目位于临安市青山湖科技城产业区，拟新征用地约 36,628 平方米。项目建成后，将形成年产 450 万平方米高频、高速、高密度及多层印制电路用覆铜板产品。

¹⁸ 华正新材上市共募集资金净额 1.33 亿元，资金用途为新增年产 1 万吨树脂基纤维增强型特种复合材料技改项目和新增年产 160 万平方米 LED 用高散热及背光材料技改项目，项目总投资金额分别为 1.02 亿元和 0.79 亿元，截至 2017 年 8 月，募集资金尚未投入以上项目。鉴于对未来的判断和树脂基复合材料未来的前景，公司已于 2017 年 8 月更改新增年产 160 万平方米 LED 用高散热及背光材料技改项目募集资金用途，并将募集资金用途更改为全部投入 1 万吨树脂基纤维增强型特种复合材料技改项目，并增加了其设计产能，使其达到 1.2 万吨。

¹⁹ 华立科技智慧制造基地项目计划建于临安市青山湖科技城产业区，总投资约 88,998 万元，征用地约 96,997 平方米，项目建设期预计为 3 年，项目建成后，将形成年产 1903.63 万台各类电能表、系统等产品的智慧制造基地。

业化与国际化项目和技术中心创新能力建设项目尚在项目建设前期工作中；昆药集团拟建设技术中心创新能力建设项目，以改善研发基础设施、提升研发实力，预计总投资 0.97 亿元，目前项目正在进行方案论证及相关批文申请报批工作，暂无资金投入，关注项目建设进度。健民集团为加强中药行业产业布局，拟投资建设叶开泰智能制造基地建设及扩产升级项目²⁰，分三期建设，其中一期项目预计总投资金额为 1.80 亿元，资金来源为自筹及募集资金²¹。

图表 18. 公司 2019 年~2020 年投融资规划

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度
资本性支出计划（亿元）	5.91	2.23
其中：在建项目（亿元）	5.91	2.23
营运资金需求（净额，亿元）	—	—
融资安排（净额，亿元）	1.00	1.30
其中：权益类融资（亿元）	—	—
债务类融资（亿元）	1.00	1.30

资料来源：根据华立集团所提供数据整理。

注：公司未提供 2021 年度投融资规划。

管理

该公司为民营企业，受汪力成先生实际控制。跟踪期内，公司关联交易金额不大，对公司业务影响较小。

该公司由浙江立成实业有限公司、汪力成先生及其他多位自然人股东共同持股，受汪力成先生实际控制。截至 2019 年 3 月末，汪力成先生直接和间接持股比例合计 54.46%²²。公司产权状况详见附录一。

截至 2019 年 3 月末，该公司通过全资控股华立医药，间接持有昆药集团 2.35 亿股份，占昆药集团总股份的 30.81%，其中质押股数 1.06 亿股，占其所持股份的 45.30%，质押用途为获得银行借款。通过华立医药持有健民集团 0.34 亿股份，占健民集团总股份的 22.07%，无股权质押事项。此外，公司还直接

²⁰ 叶开泰智能制造基地建设及扩产升级项目建成后将形成颗粒剂7300吨/年、胶囊剂12亿粒/年、片剂26亿片/年、软膏剂2000万支/年、搽剂1000万支/年、硬膏剂200万平方米/年、糖浆剂1000万瓶/年、煎膏剂550万瓶/年、口服液5400万瓶/年、外用散剂3800吨/年、中药饮片2000吨/年、中药前处理、提取10000吨/年的产能规模。预计达产后可实现年均24.33亿元的销售收入和2.30亿元的净利润。该项目共分三期建设，其中一期项目建设期为1年，预计2019年12月完成建设。一期项目达产后可实现药材年处理能力10000吨，生产车间自动化、智能化水平将大幅提升，自达产年起，每年可节约生产成本2945万元。

²¹ 公司首次公开发行股票所涉募集资金项目“武汉健民中药外用开发生产基地建设”、“武汉市中药现代化工程研究中心建设”，由于项目可行性丧失，公司拟取消上述项目，将拟投入该等项目的募集资金及募集资金利息全部投入到“健民集团叶开泰智能制造基地建设及扩产升级项目（一期）”，募集资金尚余资金约7604.15万元。

²² 汪力成持股中无被质押股权。

持有华正新材 43.01%的股权，当期末未发生股权质押情况。

该公司关联交易主要由购销药品、提供劳务等产生，2018 年关联采购商品、接受劳务金额为 0.69 亿元，关联出售商品、提供劳务金额为 0.57 亿元，关联交易发生额规模不大。公司年末关联应收款为 1.82 亿元，关联应付款为 0.89 亿元。公司与关联企业之间的关联交易均按市场价格计价，关联交易未对公司经营产生负面影响。

根据公开市场信息及该公司提供的资料显示，跟踪期内公司及其控股股东、核心子公司等近三年未发生欠贷欠息事件，存续债券付息正常；未发生重大工商、质量、安全事故。截至本评级报告出具日，公司不存在重大诉讼事件。

图表 19. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信中心	2019/07/05	不涉及	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2019/07/22	不涉及	正常	正常	不涉及
重大诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台/公司情况说明	2019/07/22	无	无	无	无
工商	国家企业信用信息公示系统	2019/07/22	无	无	无	无
质量	公司情况说明	--	无	无	无	无
安全	公司情况说明	--	无	无	无	无

资料来源：根据华立集团所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

跟踪期内，该公司债务规模有所扩张且债务期限结构偏短期，存在一定即期偿债压力。公司未来仍有较大的资本性支出计划，但公司货币资金较为充裕，经营性现金流入量较好，且拥有一定数量的可供出售金融资产和可变现长期股权投资，且融资渠道通畅，能够为债务偿付提供一定保障。此外，子公司华正新材正在筹划非公开发行股票事项，关注相关进展。

1. 数据与调整

北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006

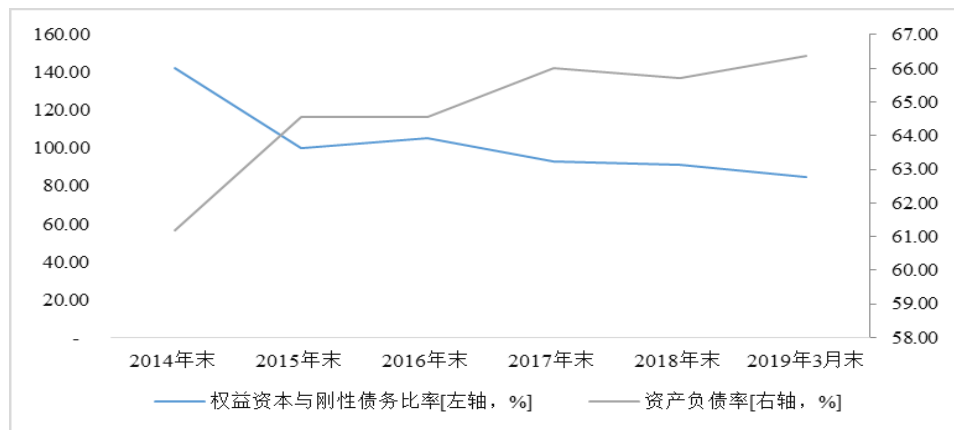
版)、企业会计制度及其补充规定。公司 2019 年第一季度财务报表未经审计。

2019 年 4 月，华正新材发布拟非公开发行股票事项公告，拟向华立集团等定向增发不超过 0.26 亿股份（不超过本次发行前总股本的 20%），发行不超过 6.50 亿募集资金，若发行成功可改善公司资产结构，提升盈利能力，目前仍需证监会审议通过，关注相关进展。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势



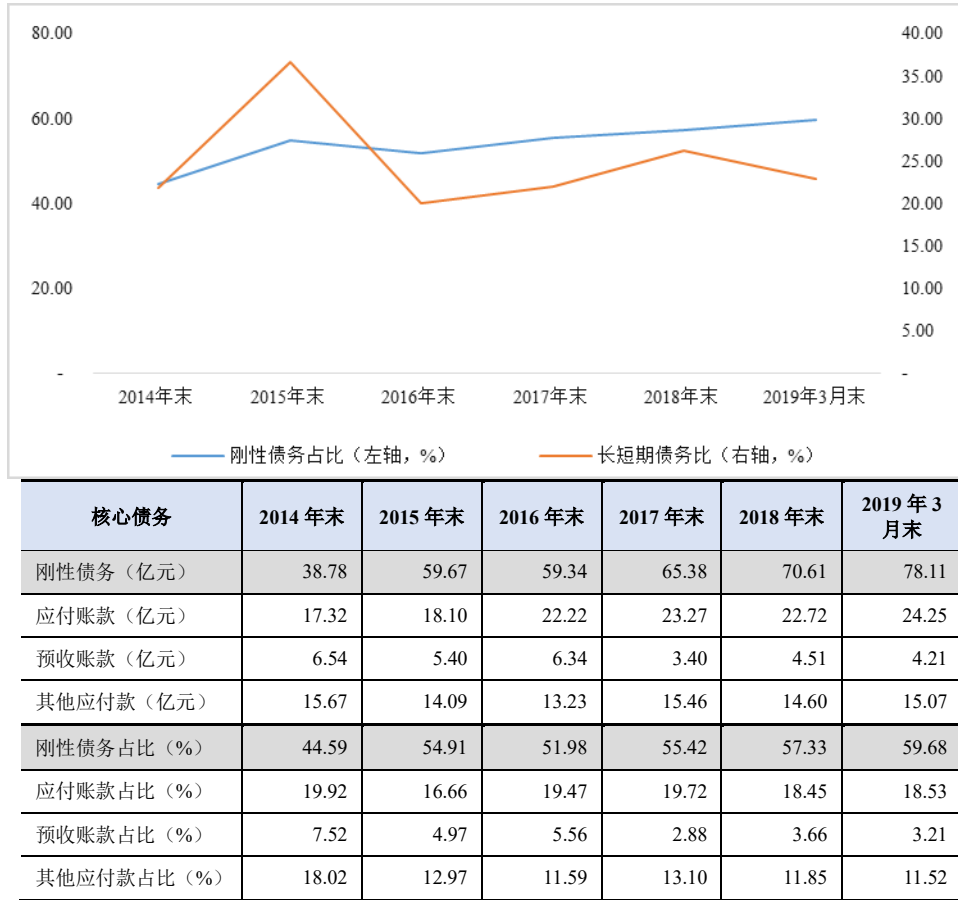
资料来源：根据华立集团所提供数据绘制

近年来，该公司债务规模有所扩张，2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司负债总额分别为 114.15 亿元、117.98 亿元、123.16 亿元和 130.89 亿元，同期末资产负债率分别为 64.57%、66.02%、65.69%和 66.37%，负债水平较稳定。

根据未来发展战略，该公司未来在建项目及拟建项目规模仍较大，关注资本支出压力。为满足资金需求，公司会通过银行借款、发行债券等方式筹集资金，未来公司财务杠杆面临进一步上升的可能。

(2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据华立集团所提供数据绘制

跟踪期内，该公司债务仍主要由刚性债务、应付账款和其他应付款构成。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司刚性债务余额分别为 59.34 亿元、65.38 亿元、70.61 亿元和 78.11 亿元，占债务总额的比例分别为 51.98%、55.42%、57.33%和 59.68%；同期末，公司应付账款分别为 22.22 亿元、23.27 亿元、22.72 亿元和 24.25 亿元，主要系公司日常经营活动产生的应付货款、材料采购费等；公司其他应付款分别为 13.23 亿元、15.46 亿元、14.60 亿元和 15.07 亿元，主要是单位及个人往来款、暂收的项目保证金和预提费用等。从债务期限结构来看，公司债务以短期债务为主，同期末，公司长短期债务比分别为 19.95%、22.01%、26.20%和 22.94%。

(3) 刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期刚性债务合计	27.32	35.89	44.89	46.91	48.63	57.66
其中：短期借款	19.34	14.54	12.66	24.66	28.73	32.61

刚性债务种类	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年3月末
一年内到期的长期借款	1.75	3.58	4.85	4.00	4.94	6.04
应付短期债券	-	13.03	13.05	10.05	4.00	7.00
应付票据	6.03	4.16	5.82	5.78	7.36	8.26
其他短期刚性债务	0.21	0.57	8.52	2.43	3.60	3.75
中长期刚性债务合计	11.45	23.78	14.45	18.47	21.98	20.45
其中：长期借款	2.69	12.40	11.00	10.19	12.88	11.36
应付债券	7.94	10.94	2.98	7.99	8.80	8.80
其他中长期刚性债务	0.83	0.44	0.47	0.29	0.30	0.30
综合融资成本（年化，%）	6.25	5.46	5.10	5.04	5.11	5.06

资料来源：根据华立集团所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

随着该公司经营规模继续扩大，对外融资需求有所增加，公司刚性债务总体呈现增长态势。公司刚性债务主要由银行借款、应付票据及应付债券构成，债务结构偏短期。2016~2018年末及2019年3月末，公司短期刚性债务分别为44.89亿元、46.91亿元、48.63亿元和57.66亿元，约占刚性债务总额比例的60%，存在一定即期偿付压力。公司医药商业占用资金较多，随着商业业务规模的扩大，公司银行借款规模有所增加。同期末，公司银行借款分别为28.50亿元、38.84亿元、46.56亿元和50.01亿元。截至2019年3月末，其信用借款、保证借款、抵押借款、质押借款及其他金额分别14.26亿元、28.39亿元、4.59亿元、0.69亿元和2.08亿元，利率区间约为1.47%-7.50%。2016~2018年末及2019年3月末，公司应付票据分别为5.82亿元、5.78亿元、7.36亿元和8.26亿元，全部为应付银行承兑汇票。公司应付债券由公司本部发行的5.00亿元“17华立MTN001”、3.00亿元“18华立MTN001”和0.80亿元“18华药01”构成。公司应付短期融资券分别为13.05亿元、10.05亿元、4.00亿元和7.00亿元，截至2019年3月末，公司应付短期债券主要为18华立SCP003、19华立SCP001合计金额为7.00亿元。公司其他短期刚性债务主要系理财直接融资工具和应付利息，2016~2018年末及2019年3月末，规模分别为8.52亿元、2.43亿元、3.60亿元和3.75亿元。

近三年，该公司综合融资成本约保持在5-6%左右，处于合理区间。截至2019年3月末，公司1年以内、1-2年（不含2年）、2-3年（不含3年）、3-5年（不含5年）和5年及以上刚性债务占比分别为61.87%、2.30%、7.64%、19.10%和9.09%，结构偏短期。

图表 23. 公司 2019 年 3 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1年以内	1~2年（不含2年）	2~3年（不含3年）	3~5年（不含5年）	5年及以上
3%以内	0.31	—	—	—	—
3%~4%（不含4%）	2.00	—	—	—	0.63

综合融资成本或利率区间/到期年份	1年以内	1~2年(不含2年)	2~3年(不含3年)	3~5年(不含5年)	5年及以上
4%~5% (不含5%)	26.70	1.72	0.66	2.15	0.86
5%~6% (不含6%)	14.53	0.05	4.23	9.57	3.82
6%~7% (不含7%)	4.15	—	1.00	3.00	0.80
7%及以上	—	—	—	—	0.90
合计	47.69	1.77	5.89	14.72	7.00

资料来源：华立集团

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
营业周期(天)	105.97	104.35	105.41	91.76	84.09	—
营业收入现金率(%)	109.10	104.73	103.13	103.75	104.25	99.54
业务现金收支净额(亿元)	33.50	35.54	42.79	52.20	35.24	7.54
其他因素现金收支净额(亿元)	-25.22	-33.37	-33.32	-43.53	-28.11	-7.62
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	8.03	2.17	9.47	8.67	7.13	-0.08
EBITDA(亿元)	21.81	11.80	12.85	11.65	14.20	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.58	0.24	0.22	0.19	0.21	—
EBITDA/全部利息支出(倍)	9.70	4.43	4.24	3.92	4.10	—

资料来源：根据华立集团所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

跟踪期内，该公司医药工业产品销量及价格有所提升，同时贸易业务规模增长较快致使收入增幅较大，营业周期有所缩短。2016~2018年，公司营业周期分别为105.41天、91.76天和84.09天。公司主营业务具有一定获现能力，2016~2018年及2019年第一季度，公司营业收入现金率分别为103.13%、103.75%、104.25%和99.54%。公司经营规模的扩张使得收入规模持续增长，并为公司带来了较为充裕的现金流入，但期间费用的快速增长使得经营性现金流量净流入规模有所下滑，同期净流入规模分别为9.47亿元、8.67亿元、7.13亿元和-0.08亿元。

2016~2018年，该公司EBITDA对利息支出的保障倍数分别为4.24倍、3.92倍和4.10倍；EBITDA对刚性债务的保障倍数分别为0.22倍、0.19倍和0.21倍。公司2018年EBITDA规模有所增长，对相关债务的保障程度均有所提升。

(2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-2.69	-18.69	2.43	-1.60	6.76	-8.03
其中: 理财产品投资回收与支付净额	2.08	-13.32	2.93	2.98	2.08	0.32
其中: 与主业有关的投资净额	-2.91	-4.67	-0.10	-2.44	4.68	-8.35
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-4.06	-4.30	-4.59	-9.70	-8.31	-2.13
其他因素对投资环节现金流量影响净额	3.02	3.99	1.15	-1.44	1.93	0.33
投资环节产生的现金流量净额	-3.74	-18.99	-1.02	-12.74	0.39	-9.84

资料来源: 根据华立集团所提供数据整理。

为调整产品结构以及提高生产能力, 近年来该公司加大了在医药、仪表及国际业务上项目建设投入力度, 公司投资性现金流持续呈净流出状态。2016~2018 年及 2019 年第一季度, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -1.02 亿元、-12.74 亿元、0.39 亿元和 -9.84 亿元。由于公司循环购买了银行理财产品, 因此在投资活动现金流入与现金流出方面的金额皆较大。其中 2017 年及 2019 年第一季度, 公司在建项目、投资支出及购买理财产品较多, 致使当期投资活动现金流净流出规模较大。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
权益类净融资额	0.90	1.22	2.03	0.25	0.42	0.08
债务类净融资额	-9.50	11.68	-11.42	-9.04	-6.79	2.92
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	0.27	-0.78	-0.25	-2.23	-3.83	-0.36
筹资环节产生的现金流量净额	-4.80	19.81	-3.81	-2.06	-2.85	4.90

资料来源: 根据华立集团所提供数据整理。

由于营运资金需求较大, 该公司筹资活动中每年取得银行借款和偿还银行借款数额均较大, 同时近年来公司在债券市场筹集资金规模增大, 随着已发债券的到期偿还和新发债券募集资金的陆续到账, 公司筹资活动产生的现金流波动较大。2016~2018 年及 2019 年第一季度, 公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 -3.81 亿元、-2.06 亿元、-2.85 亿元和 4.90 亿元。

4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	78.87	95.55	107.10	104.92	102.63	112.57
	55.50%	56.75%	60.58%	58.71%	54.74%	57.08%
其中：货币资金（亿元）	19.05	21.89	26.48	19.45	25.45	20.18
应收票据（亿元）	3.85	4.03	4.11	4.74	4.76	5.55
应收款项（亿元）	23.71	27.28	29.70	33.39	33.20	37.48
存货（亿元）	16.66	15.42	20.31	19.40	20.23	20.69
其他应收款（亿元）	6.40	10.59	7.86	6.30	4.62	4.92
其他流动资产（亿元）	4.75	11.25	11.35	15.09	9.28	2.85
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	63.23	72.81	69.70	73.78	84.85	84.63
	44.50%	43.25%	39.42%	41.29%	45.26%	42.92%
其中：固定资产（亿元）	16.88	16.05	15.48	15.43	20.35	22.45
在建工程（亿元）	1.74	2.74	3.66	9.43	10.12	9.35
可供出售金融资产（亿元）	21.31	28.32	22.76	15.18	13.21	9.31
无形资产（亿元）	6.96	6.38	7.95	7.82	7.17	7.33
长期股权投资（亿元）	6.02	6.29	6.07	9.49	9.38	9.71
商誉（亿元）	2.64	2.64	2.73	2.81	3.06	3.06
期末全部受限资产账面金额（亿元）	4.69	7.89	7.70	9.40	10.97	11.71
期末抵质押融资余额（亿元）	3.16	4.77	6.45	11.35	8.54	6.99
受限资产账面余额/总资产（%）	3.30	4.69	4.36	5.26	5.85	5.94

资料来源：根据华立集团所提供数据整理。

2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司资产总额分别为 176.80 亿元、178.70 亿元、187.48 亿元和 197.20 亿元，逐年稳步增长。公司资产以流动资产为主，同期末占比分别为 60.58%、58.71%、54.74%和 57.08%，资产流动性较好。

从构成情况看，该公司流动资产主要是货币资金、应收票据、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产。截至 2018 年末，公司货币资金为 25.45 亿元，较上年末增长 30.86%，其增长主要系理财到期收回所致。2018 年末受限资金 3.76 亿元，主要为银行承兑汇票、信用保证金和定期存单等；应收票据为 4.76 亿元，主要由银行承兑票据构成；应收账款为 33.20 亿元，主要系公司对部分战略合作客户账期有所延长，公司主营业务规模增长及合并范围的增加所致，对象主要包括国家补贴资金账户²³、广州医科大学附属第五医院、国网河南省电力公司等。2018 年公司应收账款前五名合计金额为 4.47 亿元，占应收账款总额的 12.31%。2018 年计提坏账损失 3.12 亿元，公司部分应收账款账期偏长，存在一定的坏账风险；其他应收款为 4.62 亿元，主要为应收合作公司的款项；存货为 20.23 亿元，主要是原材料、库存商品等，

²³ 主要系政府应付子公司浙江宝骐汽车有限公司新能源汽车补贴款。

当期计提跌价准备金额为 0.32 亿元；其他流动资产为 9.28 亿元，主要为健民集团和昆药集团所购买的银行理财产品等，收益率普遍在 1.65%-5.10%之间，产品以保本理财为主，关注理财收益情况。

该公司非流动资产以可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产为主。截至 2018 年末，公司可供出售金融资产为 13.21 亿元，主要为持有的 1.05 亿股华媒控股²⁴（000607.SZ）股份及参与的产业并购基金和项目等；长期股权投资为 9.38 亿元，主要为对浙江燃料乙醇有限公司、杭州合盛物业管理有限公司、武汉健民资本有限合伙企业（有限合伙）等公司的投资；固定资产为 20.35 亿元，主要为房屋建筑物、机械设备、办公设备和运输设备等；在建工程为 10.12 亿元，随着项目投入的增加而增大，主要包括中药现代化提产扩能建设项目、马金铺植物药项目、华立科技青山湖智能工厂项目、北美华富山工业园项目等；投资性房地产为 14.14 亿元，由于杭州华帆实业有限公司五常街道项目完工后由在建项目转入，且按公允价值计量较上年末增长 108.66%，主要系房屋、建筑物、土地使用权等；无形资产为 7.17 亿元，主要为土地使用权、生产经营权和药品专利等；商誉为 3.06 亿元，主要系收购昆药集团、健民集团、泰国泰中罗勇工业园等产生的溢价，公司每年对商誉进行减值测试，2018 年计提商誉减值 0.75 亿元，主要系对富宁金泰得剥隘七醋有限公司、华方科泰公司及乌中公司计提的商誉减值准备。

截至 2019 年 3 月末，该公司根据新金融工具准则调整将理财产品由其他流动资产科目和可供出售金融资产科目调整至交易性金融资产科目，公司交易性金融资产较上年末增长 16.30 亿元至 17.12 亿元；其他流动资产较上年末减少 69.25%至 2.85 亿元；可供出售金融资产较上年末减少 29.54%至 9.31 亿元。公司其他资产科目构成未发生较大变化。

5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率 (%)	110.45	120.09	112.53	108.50	105.15	105.73
速动比率 (%)	81.01	94.42	86.02	83.68	80.09	82.79
现金比率 (%)	32.05	32.42	34.27	26.72	31.79	40.09

资料来源：根据华立集团所提供数据整理

2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司流动比率分别为 112.53%、108.50%、105.15%和 105.73%，速动比率分别为 86.02%、83.68%、80.09%和 82.79%，公司流动性指标有所波动，但流动资产对流动负债的覆盖程度总体尚好，但考虑到公司医药流通业务及贸易业务资金占用较大等因素，仍应

²⁴ 浙江华媒控股股份有限公司，主营设计制作代理发布各类广告、新媒体技术开发、实业投资、会展服务和进出口业务等。2018 年华媒控股营业收入为 17.50 亿元，净利润为 1.57 亿元。2018 年末资产总额为 32.49 亿元，负债总额为 11.27 亿元。

关注应收账款回款情况。

6. 表外事项

截至 2019 年 3 月末，该公司未决诉讼主要系本部及子公司昆药集团、华正新材、因设备采购、安装等产生的民事纠纷，涉及资金不大，关注相关诉讼进展。

截至 2019 年 3 月末，该公司分别为杭州诺贝尔陶瓷有限公司、浙江国信汽车服务有限公司和浙江恒诚供应链发展有限公司提供担保 1.82 亿元、0.95 亿元和 0.30 亿元，其中华立集团和杭州诺贝尔陶瓷有限公司存在互保情况。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要从贸易业务及投资管理业务。2018 年，公司本部营业收入为 40.81 亿元，投资收益为 2.09 亿元，净利润为 0.10 亿元。2018 年经营活动现金流净额为-0.03 亿元，投资活动现金流净额为 1.36 亿元。2018 年末本部资产总额为 41.37 亿元，所有者权益为 13.78 亿元，负债总额为 27.58 亿元，其中刚性债务为 22.82 亿元，资产负债率为 66.68%，本部刚性债务占合并口径的 33.61%。从资产分布看，公司本部资产集中于非流动资产，2018 年末规模为 28.78 亿元，主要由长期股权投资构成。

外部支持因素

国有大型金融机构支持

截至 2019 年 3 月末，该公司获得的银行授信总额为 111.52 亿元，其中尚未使用的额度为 51.00 亿元，尚有一定的后续融资空间。

图表 29. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	111.52	111.52	60.52	1.47%-7.5%	关联公司互保、母公司担保、资产抵质押、企业信用
其中：国家政策性金融机构（亿元）	6.00	6.00	3.53	3.69%-5.30%	关联公司互保
工农中建交五大商业银行（亿元）	43.57	43.57	25.84	1.47%-5.94%	关联公司互保、母公司担保、资产抵质押、企业信用
其中：大型国有金融机构占比（%）	44.45%	44.45%	48.52%	—	—

资料来源：根据华立集团所提供数据整理（截至 2019 年 3 月 31 日）

注：此外，公司还于 2017 年 9 月收到一笔 3 年期重庆市酉阳县兴农融资担保有限公司提供的 40 万元政策性无息贷款，借款方式为信用。

跟踪评级结论

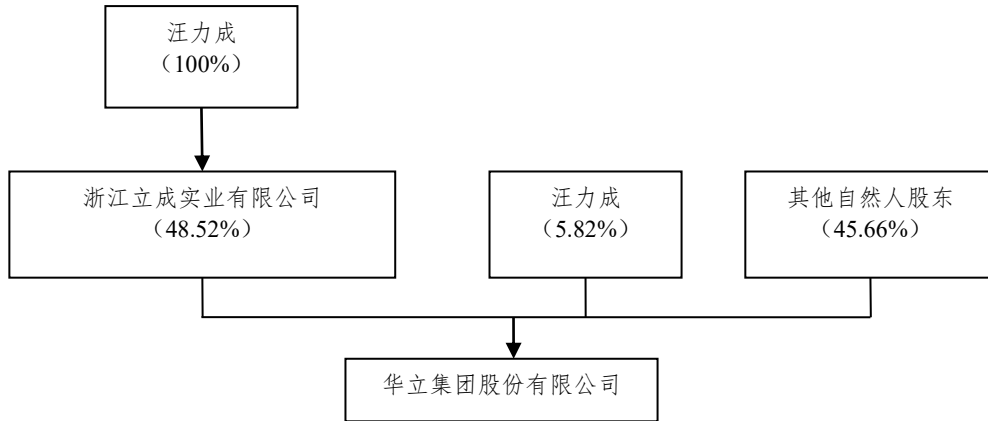
跟踪期内，该公司医药工业得益于营销力度的加大，主要产品销量所增长，同时两票制导致的价格调整也使得主要产品销售价格有所增长；新材料、仪表业务发展平稳；贸易业务及海外公司业务规模增长进一步推动收入快速增长。公司利润主要来自于主业盈利，同时投资收益及营业外收入也能为利润提供一定补充。

该公司为民营企业，受汪力成先生实际控制。跟踪期内，公司关联交易金额不大，对公司业务影响较小。

跟踪期内，该公司债务规模有所扩张且债务期限结构偏短期，存在一定即期偿债压力。公司未来仍有较大的资本性支出计划，但公司货币资金较为充裕，经营性现金流入量较好，且拥有一定数量的可供出售金融资产和可变现长期股权投资，且融资渠道通畅，能够为债务偿付提供一定保障。此外，子公司华正新材正在筹划非公开发行股票事项，关注相关进展。

附录一：

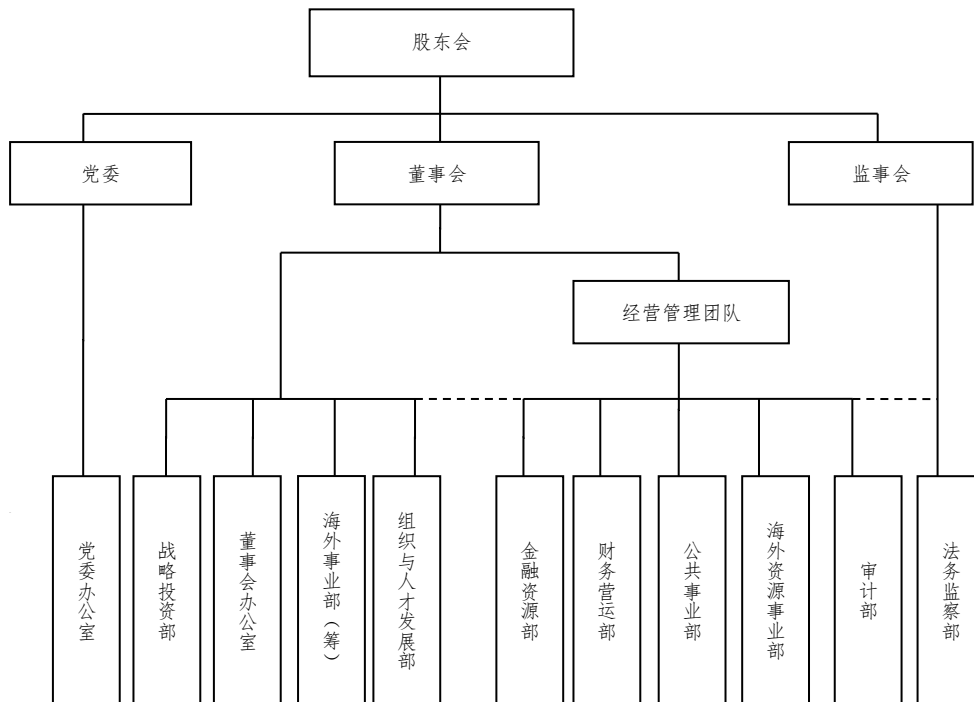
公司与实际控制人关系图



注：根据华立集团提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据华立集团提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	EBITDA	
华立集团股份有限公司	华立集团	本部	—	贸易业务	22.82	13.78	40.80	0.10	-0.03	1.43	
华立医药集团有限公司	华立医药	一级子公司	100.00	医药批发	16.18	5.22	9.49	-0.52	1.46	0.08	
昆药集团股份有限公司	昆药集团	二级子公司	29.79	医药生产	8.75	39.49	71.02	3.42	3.52	5.72	
健民药业集团股份有限公司	健民集团	二级子公司	22.07	医药生产	—	11.45	21.61	0.81	0.64	1.14	
浙江华正新材料股份有限公司	华正新材	一级子公司	42.58	新材料产品生产	10.07	6.81	16.78	0.75	0.92	1.06	
浙江华方生命科技有限公司	生命科技	二级子公司	86.95	医药生产	0.05	0.29	0.54	-0.06	-0.05	-0.02	
浙江华立国际发展有限公司	华立国际	一级子公司	74.08	贸易进出口	0.52	0.30	12.97	0.06	-0.35	0.21	
华立科技股份有限公司	华立科技	一级子公司	82.06	仪器仪表生产	6.59	8.57	19.01	0.12	-0.65	0.58	
泰中罗勇工业园	泰国泰中罗勇工业园	二级子公司	70.00	园区建设	3.66	14.14	8.75	1.65	4.89	2.14	

注：根据华立集团2018年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	176.80	178.70	187.48	197.20
货币资金 [亿元]	26.48	19.45	25.45	20.18
刚性债务[亿元]	59.34	65.38	70.61	78.11
所有者权益 [亿元]	62.65	60.72	64.32	66.32
营业收入[亿元]	176.55	223.48	253.32	55.74
净利润 [亿元]	5.94	5.48	5.80	0.87
EBITDA[亿元]	12.85	11.65	14.20	—
经营性现金净流入量[亿元]	9.47	8.67	7.13	-0.08
投资性现金净流入量[亿元]	-1.02	-12.74	0.39	-9.84
资产负债率[%]	64.57	66.02	65.69	66.37
权益资本与刚性债务比率[%]	105.57	92.88	91.09	84.91
流动比率[%]	112.53	108.50	105.15	105.73
现金比率[%]	34.27	26.72	31.79	35.03
利息保障倍数[倍]	3.41	2.92	3.18	—
担保比率[%]	2.25	0.16	1.42	3.34
营业周期[天]	105.41	91.76	84.09	—
毛利率[%]	20.59	19.42	20.97	22.94
营业利润率[%]	3.19	2.21	2.96	1.56
总资产报酬率[%]	5.99	4.88	6.03	—
净资产收益率[%]	9.72	8.89	9.28	—
净资产收益率*[%]	9.04	10.15	11.94	—
营业收入现金率[%]	103.13	103.75	104.25	99.54
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	10.84	9.03	7.34	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	8.50	7.47	5.91	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.24	3.92	4.10	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.19	0.21	—

注：表中数据依据华立集团经审计的2016~2018年度及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+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

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《医药制造行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。