

医药制造企业信用评级方法

(2015 年修订版)



东方金诚国际信用评估有限公司
Golden Credit Rating International Co.,LTD.

目录

一、医药制造企业信用评级定义	1
二、医药制造企业信用等级符号划分及含义	1
三、医药制造企业的风险特征	2
四、医药制造企业评级思路	3
五、医药制造企业分析要素	4

一、医药制造企业信用评级定义

1. 医药制造业界定

根据《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2011) 目录中“C27 医药制造业”，本评级方法适用于从事以下业务的企业：

表 1 医药制造业子行业 (GB/T 4754-2011)

行业名称	行业代码	细分行业	行业代码
医药制造业	C27	化学药品原料制造	C271
		化学药品制剂制造	C272
		中药饮片加工	C273
		中成药制造	C274
		兽用药制造	C275
		生物、生化制品的制造	C276
		卫生材料及医药用品制造	C277

数据来源：国家统计局

2. 医药制造企业信用评级定义

医药制造企业信用评级是对医药制造企业主体及相关债项进行的评级，其中主体信用评级是对医药制造企业未来 3-5 年内一般无担保债务¹违约风险的分析判断；债项信用评级则是在主体信用分析基础上，结合债项偿付保障措施，分析判断特定债项的违约风险。

二、医药制造企业信用等级符号划分及含义

医药制造企业主体信用等级符号适用《东方金诚企业主体长期信用等级符号及定义》，信用等级符号划分成九级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示。主体信用等级符号释义如下表所示：

表 2：企业主体长期信用等级符号及定义

符号	定 义
AAA	债务还本付息的能力最强；
AA	债务还本付息的能力很强，基本无风险；
A	债务还本付息能力较强，尽管其偿债能力易受内外部环境和经济条件不良变化的影响，但风险较低；
BBB	债务还本付息能力一般，内外部环境和经济条件的不良变化易弱化其偿债能力，投资风险一般，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级；

¹ 一般无担保债务是指只以主体信用为偿付基础、相关债务契约中无优先或次级等特别偿付顺序条款的债务。

BB	债务还本付息能力较弱，受不利内外部环境和经济条件影响较大，存在较大的违约风险；
B	债务还本付息能力在较大程度上依赖于良好的经济环境，违约风险较高；
CCC	债务还本付息能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险很高；
CC	债务还本付息能力具有很大的不确定性，违约风险极高；
C	还本付息的能力极弱。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

医药制造企业债项信用等级符号适用东方金诚各类债项评级的信用等级符号及定义技术文件。

评级展望是对主体信用等级未来 6-12 个月可能变化趋势的判断。评级展望的结果可以是正面、稳定和负面。

东方金诚将跟踪评级结果分为：级别不变、升级、降级、评级观察和撤销评级。列入评级观察通常由难以预测的突发事件引起，列入评级观察名单并不一定意味着信用等级的变化，列入评级观察名单的评级观察期一般在 90 天以内。

三、医药制造企业的风险特征

一般而言，医药制造行业具有抗经济周期性、产业发展受政策法规严格监管、资金及技术投入大、行业集中度较低以及渠道和终端对企业盈利能力影响明显等特点。

抗经济周期性

医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业整体具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。医药行业的发展主要受行业政策、居民收入水平、疾病谱演变和人口城镇化、老龄化趋势的影响。

产业发展受政策法规严格监管

医药产品直接关系国民的生命健康，因此各国都对药品质量、价格利润水平及流通体制等实施了不同程度的控制。在新一轮的医改中，我国在降低药品价格、健全流通体制、加强质量监督、提高环保标准等多个方面推行了新政策，对医药制造行业的发展造成了显著而深远的影响。

资金、技术密集，投入大

医药制造行业产品研发周期长、费用高，属于资金及技术密集型行业，具有明显的规模经济效应。新药开发需要经过合成、提取、药物筛选、药理、毒理等临床前实验、制剂处方及稳定性实验、生物利用度测试、用于人体的临床实验以及注册上市和售后监督等一系列步骤，整个研发过程周期长、风险高、投入大。同时，生产条件严格（GMP），厂房和设备投资大，加之市场开发费用大，均使医药制造比其他工业更加依赖资本投入。

行业集中度较低，产品同质化程度较高

我国医药制造行业由于审批权分散于地方等历史性原因造成医药生产企业数量众多，行业集中度较低。从企业规模来看，国内医药制造行业内大中小型企业呈金字塔形分布，其中小型企业数量占有绝对比重。同时，我国拥有完全自主知识产权的创新药品很少，制药企业主要生产仿制药，国内市场以仿制药为主，出口的产品主要是原料药和低价低档仿制药，产品同质化程度较高。

受原材料价格等因素影响较大

近年来受行业政策、自然灾害以及供需双方信息不对称等因素影响，医药制造企业原材料价格波动较大，未来仍存大幅波动的可能。化学药制造企业采用的原材料主要为医药中间体、原料药等，拥有较为完整的化学药生产产业链的企业原材料稳定性和抵御市场风险能力较强；中成药生产企业所需要的原材料主要为中药材，其生长受自然因素影响较大，拥有中药材种植基地的企业抵御原材料价格波动的风险能力较强。

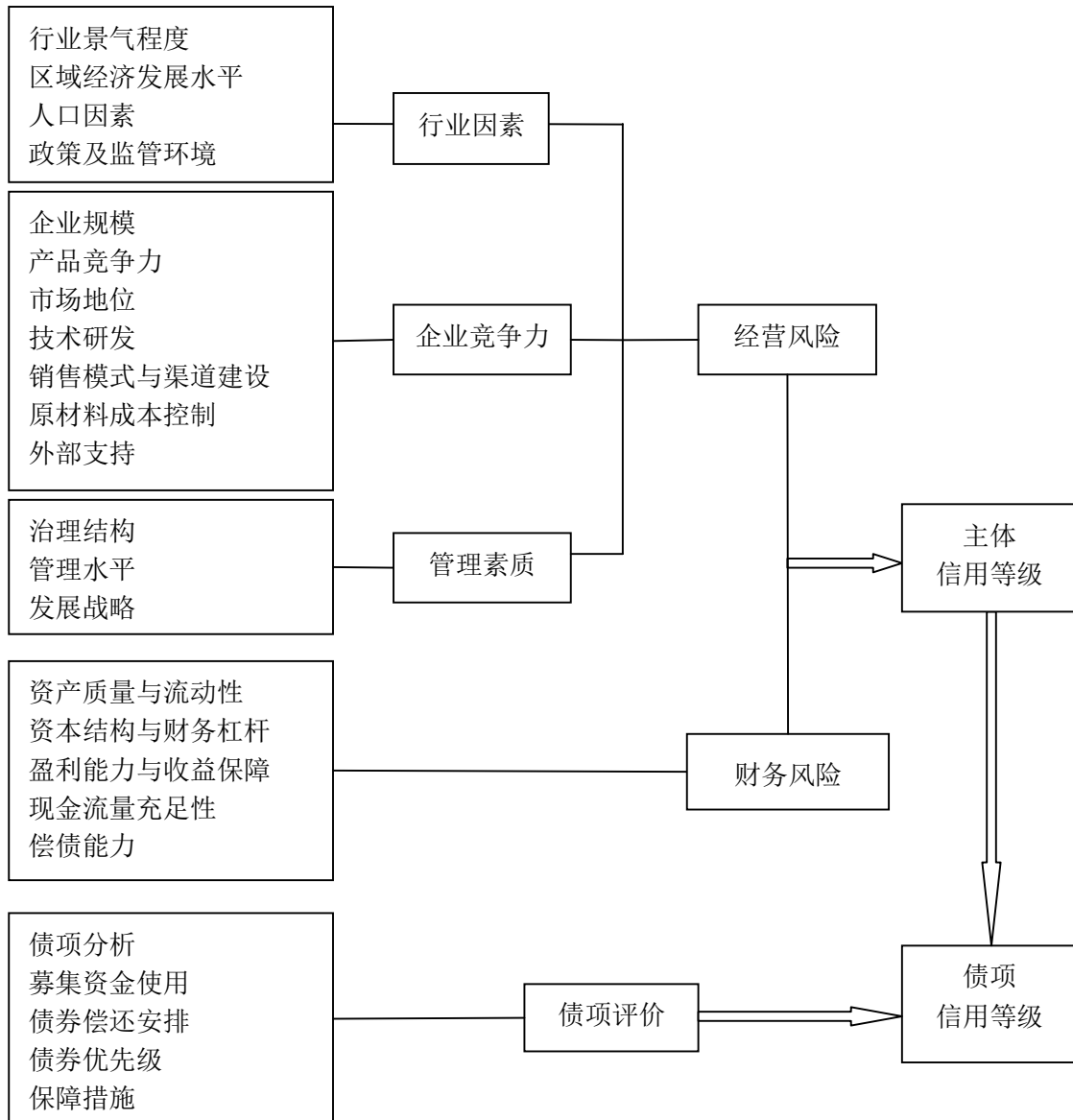
渠道建设和销售终端拓展对企业盈利能力影响明显

药品用途的特殊性及使用的专业性决定了药品销售的专业性很强，即消费者处于被动消费状态，处方医生或驻店药师掌握着药品的选择权；另一方面，由于中国地域广阔，且医药品种繁多，目前国内企业自身的经营实力不足造成产品推广能力有限。受上述因素影响，销售终端（医疗机构、药店等）和流通渠道对实现医药制造企业的产品销售具有不可替代的作用，并因此导致药品自出厂至终端消费者购买的过程中存在高昂的流通成本，这在较大程度上影响了医药制造业的盈利能力。

四、医药制造企业评级思路

东方金诚采用定性分析为主、量化分析为辅的评级方法，从经营风险、财务风险两个分析维度考察医药制造企业的主体信用风险。其中，主体经营风险由行业因素、企业竞争力和管理素质等共同决定；财务风险由企业资产质量、资本结构、盈利能力、现金流状况和偿债能力等共同决定。在主体评级的基础上，结合债权保护因素对违约概率或违约损失率的影响，确定医药制造企业发行的相关债项的信用等级。

医药制造企业评级框架如下图所示。



五、医药制造企业分析要素

（一）经营风险

东方金诚对医药制造企业经营风险的分析要素包括行业因素、企业竞争力和管理素质等三个方面。

1、行业因素

东方金诚对医药制造企业的信用分析首先从评估其所处的行业环境开始。行业风险是医药制造企业共同面临的风险，包括行业景气程度、区域经济环境、人口因素、政策监管环境等因素。此外，行业竞争程度加剧也是风险增加的重要因素。

2、企业竞争力

医药制造企业的竞争力主要取决于企业规模与市场地位、产品结构及多元化、技术研发

实力、销售模式与渠道建设、原材料成本控制和外部支持等要素。

（1）企业规模

规模大的企业拥有更强的资本实力，从而将在产品研发投入和渠道建设方面更具优势。同时，规模大、市场地位突出的企业将在药品定价以及其他资源获取方面获得政策的倾斜和支持，从而使企业具有更强的盈利能力和抗风险能力。因此，在企业经营风险评级要素分析方面应重点关注企业的规模和市场地位。

对规模和市场地位因素的分析应关注企业产能规模、收入规模、利润水平、行业地位、市场占有率等。同时，对于涉及多个细分市场的企业将考虑细分产品的规模及其在子行业中的地位。

（2）产品结构及产品多元化

不同医药产品的盈利能力及其稳定性有所差异，在分析时应关注企业的收入构成和产品结构。当药品经过专利保护期，随着同类产品生产企业的增多导致市场竞争的激烈以及药品降价等政策调控的影响，单一药品的盈利能力将逐步下滑，企业需要有充足的且梯次合理的后续产品支持，以保证在重点产品进入生命周期的衰退期时能够出现新的核心产品补充。

医药制造企业产品多元化发展有利于平抑单一产品受政策调控及市场变化影响为企业带来的经营风险，如果企业设计的细分子行业多、治疗领域丰富等将增强企业的抗风险能力；反之亦然。

对产品结构及产品多元化因素进行分析时应关注企业涉及的细分子行业情况及子行业数量、独家产品数量、进入国家医保目录的品种数量、销售过亿产品数量和规模、原研药及首仿药占比、OTC 与处方药的配比、产品梯次结构、主要治疗领域等。

（3）技术研发实力

医药制造业属于技术密集型行业，药品的技术附加值较高，研发能力的高低决定了医药制造企业的市场竞争力和行业地位。同时，我国产业政策鼓励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权，因此对企业竞争力的分析应关注其研发实力。

对技术研发实力因素进行分析时应关注研发机构实力、研发经费的投入、研发成果水平（公司获得专利情况、正在申请的专利情况、主要产品技术是否具有独创性）、公司主要产品是否得到国家支持、新药储备数量、新药研发进度与现有产品匹配周期等。

（4）销售模式与渠道建设

良好的销售状况可以保证生产经营的有序进行和企业现金流的畅通。国内医药制造业的利益链条相对复杂，同时产品同质化较高，因此医药制造企业的渠道建设成为其产品能否顺利销售的关键因素。

由于各子行业的下游需求不同，具体销售方式及销售渠道有所差异。化学原料药具有普

遍产品属性，销售模式与一般制造业较为相似，在分析时重点关注企业渠道建设、销售网络布局及销售收款政策等内容。制剂类产品（包括化学制剂药、中成药等）销售模式类似，可简单分为处方药和 OTC 销售模式，处方药多通过专业化学术推广，采取直销和由医药商业企业分销两种方式进行销售，这样不仅较好控制销售费用，又可通过学术推广掌握医院终端渠道，采取直销和分销形式整体获得较好的销售业绩；OTC 销售以医药零售终端销售为主，直接面对终端消费者，且产品同质化竞争程度较高，品牌知名度对企业产品销售非常重要，需加强对医药零售终端的产品推广能力。

对销售模式与渠道建设因素进行分析时应关注细分领域产品销售模式、营销政策、自建销售队伍素质、专业推广能力、销售渠道建设、销售网络的区域分布及客户稳定性、客户集中度、销售区域、货款回收周期以及应收账款管理情况等。

（5）原材料成本控制

由于药品安全的特殊性，企业对原料的质量要求较高。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，成本控制能力对其盈利状况有较大影响。不同细分子行业医药制造企业成本控制关注点有所差异，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。

在考察这一因素时应关注企业供应商资质、原材料供应稳定程度及质量、自身可控的原材料比例及质量、原材料价格波动情况以及未来一段时间的变化趋势等因素。

（6）外部支持

主要考察医药制造企业可获得的来自控股股东、实际控制人及政府的支持力度。考察重点在于控股股东、实际控制人资本实力和对企业的定位及重视程度。

3、管理素质

医药制造企业的管理素质主要取决于公司治理、管理水平和发展战略等要素。

完善治理结构的意义在于在企业的各利益相关人之间建立相互监督且激励相容的制度。这里将重点考察股东、董事会、管理层乃至员工之间的权责明晰状况和激励约束机制。具体考察股权结构、董事会的独立性和运作情况，监事会的监督和企业的的外部监督以及管理层及员工激励、约束机制的安排等方面。

企业的管理能力能否适应发展的需要将对企业的信用等级产生重要影响。对企业管理能力的评估主要包括管理制度的健全程度、内部控制制度的执行情况、决策机制的科学合理性、危机应对措施的全面有效性等方面，同时将企业管理目标与其实际业绩进行对比，考察企业管理者在行业不景气期间的管理绩效和危机处理能力。

管理层对企业的市场定位和经营风险是否有足够的认识,是否能根据企业的实际情况和经营环境的变化制定切实可行的发展战略是企业未来生存和发展的关键。

(二) 财务风险

东方金诚对医药制造企业财力风险的分析要素包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量充足性和偿债能力等 5 个方面。

1、资产质量

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,应收账款账龄长短不一,超过一定期限的应收账款要考虑是否存在坏账损失风险。同时,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。非流动资产方面,由于医药制造企业的固定资产往往是生产设备,变现价值难以有效衡量,因此需要关注其折旧政策;无形资产多为专有技术,入账价值需审慎判断,识别虚增资产。

在考察这一因素时需关注存货的确认方式、存货周转率、存货跌价准备的计提、应收账款比重及账龄、坏账准备计提政策、应收账款周转率、其它应收款的金额、固定资产折旧政策、固定资产成新率等。

2、资本结构

资本结构指标反映了企业的财务政策和抵御市场风险的能力。一般而言,权益占比越大,对债权人保障程度越高。

东方金诚对于医药制造企业的资本结构主要衡量指标包括资产负债率和全部债务资本化比率。由于医药产业链的终端医疗机构的强势地位,整个产业资金链呈现出往来款项规模大的特征,在此情况下,与资产负债率相比,全部债务资本化比率可以更好地反映企业权益资本对实际付息债务的保障程度,体现企业真实的债务负担。另外,对于医药制造企业的债务水平,还需要结合企业未来投资计划和筹资安排来考察。在企业存量资金规模有限的情况下,较大规模的投资将导致企业未来大量的外部融资,若企业采取举债筹资的方式,则其未来债务水平将出现明显提升,从而降低企业财务弹性、增加财务风险。

3、盈利能力

盈利是现金流的主要来源和企业偿债能力的重要保障。东方金诚对医药制造企业盈利能力的分析,侧重考察企业的收入利润规模、毛利率、期间费用占营业收入比率和总资产收益率指标。

医药制造行业整体毛利率水平较高,但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，因此需要重点关注企业期间费用的构成及费用控制能力。

4、现金流量充足性

充足的现金是企业自身偿还债务的真正来源。由于医药制造行业整体利润空间较大，经营活动现金流整体表现较为充沛。但行业内企业也存在被下游医药分销企业或终端医院挤占货款资金的问题，企业经营活动现金流入存在与收入确认时点不匹配的情况，这一滞后性对企业阶段性的现金流稳定性产生影响，因此需关注企业的经营获现能力强弱和稳定性。

东方金诚对医药制造企业现金充足性从以下三方面进行分析：（1）现金存量规模，包括现金余额、现金/到期负债；（2）现金流量的结构，主要考察现金流的来源以及经营性现金流、投资性现金流和筹资性现金流三者之间的平衡性；（3）经营性现金流获取能力，指标包括现金收入比、EBITDA/营业总收入、经营性净现金流/净利润等。

5、偿债能力

医药制造企业短期偿债能力的大小主要取决于流动资产的数量和质量，即资产的变现能力和变现速度；长期偿债能力的大小主要取决于资产结构的合理性、稳定性和长期盈利能力。

东方金诚用速动比率、筹资活动前现金流量净额债务保护倍数、经营现金流动负债比率来考察医药制造企业的短期债务偿还能力。由于净利润与经营活动产生的现金净流量有可能背离，经营现金流动负债比率可以从现金流量角度来反映企业当期偿付短期负债的实际能力。使用这一财务比率时，需要考虑未来一个会计年度影响经营活动的现金流量变动的因素。

医药制造企业的长期偿债能力用 EBITDA 利息倍数和债务保护倍数等指标来衡量。前者用于考察企业支付债务利息能力，后者则能够考察医药制造企业折旧摊销前利润对于全部债务的覆盖程度。