2020 年我国医药制造行业信用风险展望

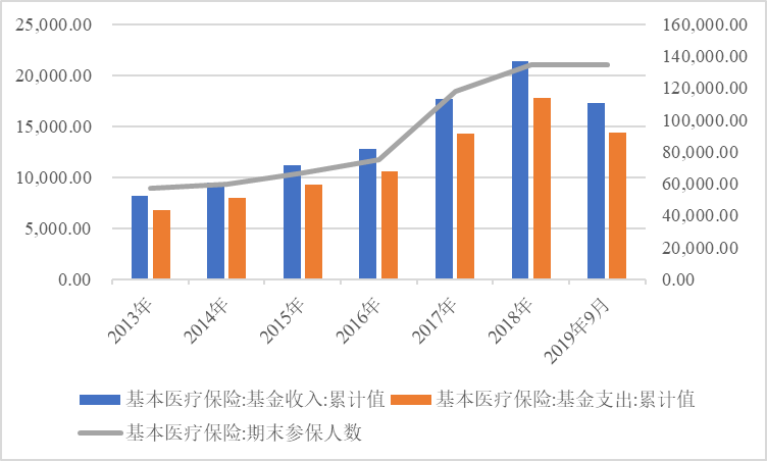
联合评级　医药制造行业组

一、行业现状

2018 年以来，整体医药需求保持刚性增长，宏观经济下行压力加大、医保目录调整和带量采购等政策对医药制造业阶段性收入和利润造成了较大冲击，行业内企业盈利空间大幅压缩、分化加剧。同时，医药制造企业已经开始在费用端进行主动控制，同时持续加强创新研发投入，行业内企业获现能力持续提升，杠杆水平处于合理水平。

近年来，全国居民人均可支配收入已由 2016 年的 23,821 元增长至 2018 年的 28,228 元，消费升级加速；与此同时，医疗机构诊疗人次及入院人次由 2016 年的 79.93 亿次上升至 2018 年的 83.08 亿次。截至 2018 年底，60 周岁以上人口已达 2.5 亿，占总人口的 17.9%，较 2017 年增加了 859 万，人口老龄化趋势明显。近年来，医保局通过调整医保目录、完善医保支付方式以及带量采购等多种手段来降低不合理支出，实现支出结构的总体优化，医保控费成效显现，虽然基本医疗保险基金收入增长速度于 2017 年达到峰值后有所下降，但基金收入及收支结余逐步增加，基本医疗保险参保人数亦逐年增加。随着我国人均消费能力的提升和人口老龄化的到来，中国药品销售市场规模呈现逐年增长趋势，从 2016 年的 14,975 亿元增长至 2018 年的 17,131 亿元，整体医药需求保持刚性增长。

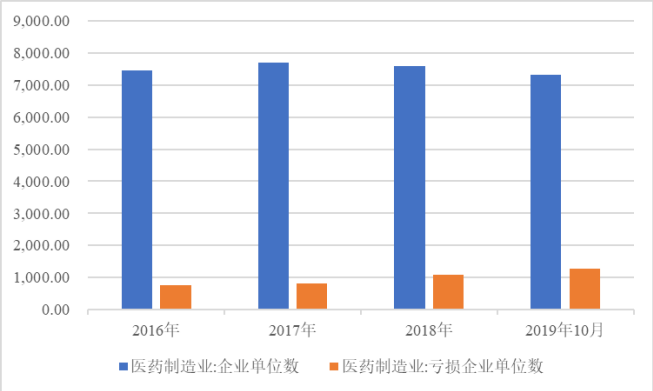
图 1　近年来基本医疗保险基金收入支出及参保人数情况（单位：亿元、万人）



资料来源：Wind、联合评级整理

从行业主体数量来看，截至 2018 年底，医药制造业企业单位为 7,581 家，较上年底减少 116 家；亏损企业 1,095 家，较上年底增加 286 家。截至 2019 年 10 月底，医药制造业企业单位为 7,323 家，较上年底减少 258 家；亏损企业 1,284 家，较上年底增加 189 家。整体看，在近年来宏观经济下行、挤压辅助用药和仿制药水分等高压政策影响下，行业内分化加剧，创新药和优质仿制药企业的市场份额将得到进一步提升。

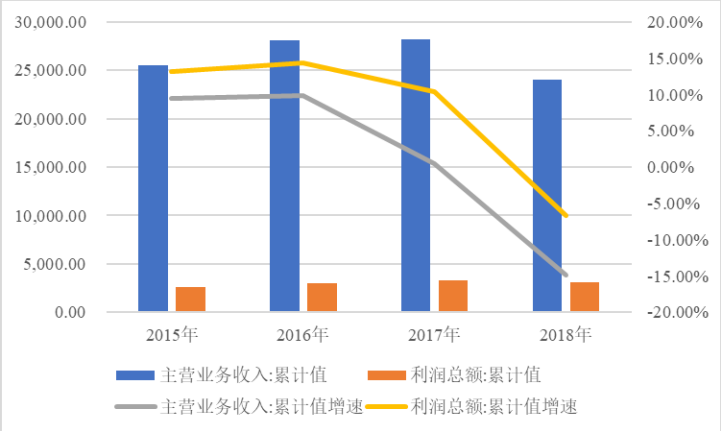
图 2　近年来医药制造业企业单位数及亏损企业单位数情况（单位：家）



资料来源：Wind、联合评级整理

受医保控费、控药占比、带量采购降价等多重因素影响，政策层面对医药制造业阶段性收入和利润造成了一定冲击。2018 年，医药制造业主营业务收入为 23,986.3 亿元，同比下降 14.90%，利润总额 3,094.2 亿元，同比下降 6.64%。2019 年 1－10 月，医药制造业营业收入 18,184.20 亿元，同比下降 1.14%；利润总额 2,390.3 亿元，同比增长 3.66%，营业收入下降趋势趋缓，利润总额先于营业收入转增，表现出医药制造行业政策性预期相对出清，行业内出现结构性向好的调整。

图 3　近年来医药制造业主营业务收入及利润总额情况（单位：亿元、%）

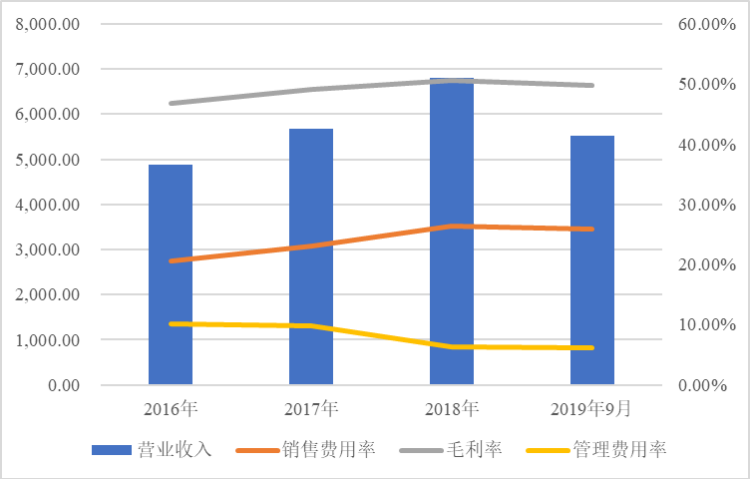


资料来源：Wind、联合评级整理

从医药制造业样本数据分析[1]来看，在盈利能力方面，2016－2018 年，医药制造样本企业毛利率分别为 46.86%、49.08%和 50.56%，增速趋缓。2019 年 1－9 月，医药制造样本企业毛利率为 49.81%，较上年同期下降 0.19 个百分点。2016－2018 年，医药制造样本企业销售费用率分别为 20.60%、23.14%和 26.35%，呈逐年上升趋势。2019 年 1－9 月，医药制造样本企业销售费用率为 25.93%，较上年同期的 25.10%略有下降。2016－2018 年，医药制造样本企业管理费用率分别为 10.08%、9.82%和 6.38%，呈现逐年下降趋势。2019 年 1－9 月，医药制造样本企业管理费用率为 6.21%。整体看，医药制造企业已经开始在费用端对销售费用和管理费用进行主动控制。

[1] 取自 wind 三级子行业制药共 181 家上市公司相关财务数据，上市公司样本质量较好，2016－2018 年，样本企业营业收入呈现逐年上升趋势。

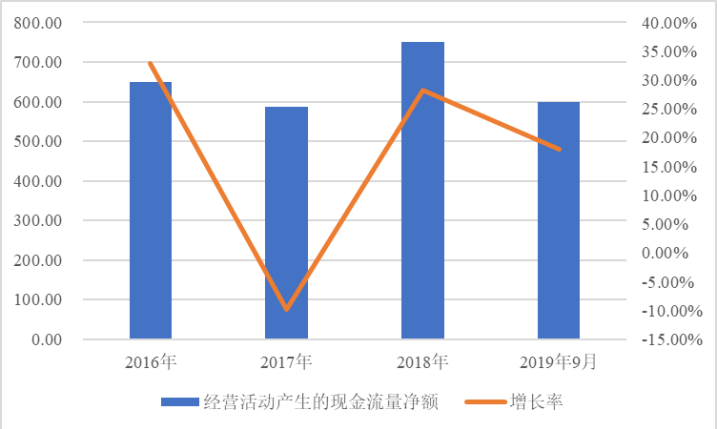
图 4　医药制造样本企业盈利状况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、联合评级整理

获现能力方面，2019 年 1—9 月，医药制造样本企业经营活动产生的现金流量净额为 599.22 亿元，较上年同期增长 18.07%，延续了 2018 年以来现金流持续优化的行业发展趋势。

图 5　医药制造样本企业经营活动现金流净额状况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、联合评级整理

杠杆水平方面，2016—2018 年，样本企业资产负债率为 36.02%、37.23%和 39.77%，呈逐年小幅上升趋势。截至 2019 年 9 月底，样本企业资产负债率为 38.80%，较年初下降 0.97 个百分点。整体看，医药制造行业资产负债率仍较低，财务结构较为稳健。

营运能力方面，2016—2018 年，应收账款周转天数分别为 56.82 天、62.73 天和 61.32 天，呈现小幅波动上升趋势。

商誉减值方面，2016—2018 年，样本企业商誉占净资产的比重分别为 10.12%、10.29%和 9.60%。2019 年 9 月底，商誉占净资产的比重下降至 8.87%，2018 年，部分医药制造企业计提大额商誉减值准备使其净利润产生巨大波动。

研发投入方面，2016—2018 年，样本企业研发支出占营业收入的比重分别为 3.77%、4.09%和 4.60%，呈现逐年上升趋势，体现出中国医药制造企业对创新研发的逐步重视。

二、重点政策及事件盘点

自 2009 年 3 月《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》颁布以来，我国医药健康领域的政策沿着深化医改这一主线不断推进。2019 以来，各部委陆续出台政策，**医药制造行业政策主线仍为保证药品供应、加强综合监管、统筹医保等。**

（一）政策重点：严查应收账款

2018 年 3 月 13 日，国务院机构改革方案提出："改革国税地税征管体制。将省级和省级以下国税地税机构合并，具体承担所辖区域内各项税收、非税收入征管等职责。"2019 年 6 月 4 日，财政部联合国家医疗保障局按照"双随机、一公开"的要求对 77 家药企进行会计信息质量检查。

2018 年，上市制药企业经营活动净现金流较 2017 年表现大幅增长，中位数增长 28.27%，总额增长 28.38%，均高出同期营业收入增长率 8 个百分点左右；部分原因在于窗口指导要求下游不得拖欠货款。2019 年前三季度，上市制药企业经营净现金流的表现延续了该趋势，预计 2019 年度，制药企业整体经营净现金流将继续增长。

预计未来，如该临时指导未来转变为常态，药企的资金周转率有望提升。此外，随着集中采购等制度陆续推进，中标集采的企业对应中标药品的应收账款规模有望缩减，付款周期有望缩短，坏账风险将有所下降。

（二）政策重点： 4+7 扩围采购

继第一轮 4+7 带量采购后，2019 年 9 月 24 日，国家组织药品集中采购和使用试点全国扩围产生拟中选结果，25 个"4+7"试点药品扩围采购全部成功，产生拟中选企业 45 家，拟中选产品 60 个。本次带量采购全国推广，与 2018 年"4+7"试点中选价格水平相比，平均降幅 25%。11 月 20 日，国务院召开常务会议，国家医保局等九部委联合下发《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》，决定扩大集中采购和使用药品的品种范围。

本次扩围采购与去年"4+7"中标价格相比，降价幅度相对较小（25%），侧面反映监管考虑到价格与药品质量的均衡性；此外，本次扩围采购允许每个品规最多三家中标，仅有两种或两种以下通过一致性评价竞品的药品，进一步降价压力很小。预计未来，具有独家产品的企业在未来常态化进行的集采中可能更平稳度过行业的整合期，而竞品超过 3 个的企业大概率以价换量，且价格可能需多次降低直至达到普药盈利水平。

从长期看，集中采购政策促进了行业格局从大而杂乱、多而不精向小而美甚或多且精的方向转变，药企普遍高毛利的局面将不可持续。未来，药企面临的主要挑战有：1）需根据行业格局、自身产品格局及集采政策不断评估和优化产品布局；2）以销售代表和商业团队推动销售的模式难以维持；3）研发新药及改进原有品种所需投入将会大幅增长，对资本市场的融资需求可能增加。

（三）政策重点：新版国家医保目录公布、医保支付标准改革

2019 年 8 月 20 曰，2019 版《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》在国家医保局官网正式发布，并将于 2020 年 1 月 1 曰起正式实施，常规准入 2,643 个药品(1,322 西药和 1,321 个中成药)，拟谈判 128 个药品(109 个西药和 19 个中成药)。

2019 年 9 月 25 日，国家医保局、国家药监局等 9 部门联合发布的《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》指出：探索集中采购药品医保支付标准与采

购价协同。医保定点零售药店参与此次采购的，可允许其在中选价格基础上适当加价，超出支付标准的部分由患者自付，支付标准以下部分由医保按规定报销。

近年来医保目录调整的速度不断加快，基本达到了一年一更新，促使企业更多关注产品质量而非中选。此外，国家医保局指出：2019 年新增的 70 个谈判药品均纳入新版目录乙类药品部分，各省（区、市）不得将谈判药品调出目录或调整限定支付范围，统一执行谈判确定的支付标准，减轻了药企的谈判压力。

（四）政策重点：取消 GMP、GSP 认证

2019 年 12 月 1 日，最新修订的《中华人民共和国药品管理法》开始施行，在“国家药监局关于学习贯彻《中华人民共和国药品管理法》的通知”中，药监局要求“强化动态监管，取消药品生产质量管理规范（GMP）认证和药品经营质量管理规范（GSP）认证，药品监督管理部门随时对 GMP、GSP 等执行情况进行检查”。

预计未来， GMP、GSP 标准会被附加到药品生产许可和经营许可的检查过程中，不达标的企业将直接失去药品生产许可或经营许可，近年来推行的飞行检查制度的力度和频率可能进一步提高。

三、信用等级调整情况

从医药制造业发债企业级别分布来看，AAA 和 AA+级别在发债企业数量中的占比过半；2019 年以来，医药制造业企业主体级别无上调情况；环保政策、“两票制”、辅助用药限制和医保控费等政策对行业内企业经营影响较大；控股股东侵占、财务造假、违规担保以及公司治理等问题系主体级别（展望）下调的重要原因。

综合证监会、wind 及申银万国行业划分，截至 2019 年 11 月底，医药制造业发债企业共 47[2]家，其中级别为 AAA 的有 6 家，AA+的 18 家，合计占到 47 家企业的 51.06%；级别为 AA 的 18 家；级别为 AA-的 5 家。

2019 年 1 月以来，医药制造业共有 5 家企业级别存在调整；其中，哈尔滨誉衡药业股份有限公司评级展望被调整；其余 4 家企业调整方向均为降级。大部分降级调整的根源在于公司并购频繁、业务激进，并伴随着控股股东侵占（辅仁药业集团有限公司）、财务造假（康美药业股份有限公司）、违规担保（浙江亚太药业股份有限公司）以及公司治理等方面问题，违约预兆为股东质押比例过高和投资净现金流持续大额流出，最终在“紧信用”环境下导致资金链吃紧、断裂。从政策角度看，哈尔滨誉衡药业股份有限公司部分产品受“两票制”、辅助用药限制和医保控费等政策影响销量有所下滑。

表 1　2019 年 1 月—2019 年 11 月医药制造行业发债企业级别调整情况

发行人名称	调整前 级别/展望	调整后 级别/展望	评级行动	评级机构
辅仁药业集团有限公司	AA+/稳定	BB/--	2019 年 6 月 19 日，下调至 AA/--； 2019 年 7 月 29 日，下调至 A-/--； 2019 年 8 月 21 日，下调至 BB/--	中诚信国际
哈尔滨誉衡药业股份有限公司	AA/列入观察	AA/发展中	2019 年 1 月 28 日，继续列入观察； 2019 年 7 月 23 日，继续列入观察； 2019 年 11 月 26 日，移出观察，变为发展中	联合资信

[2] 已剔除：私募债非上市公司主体 8 家（无法判断主营业务），仅有债项级别无主体级别 1 家，主体已 ST1 家，主体下属主要子公司已 ST2 家。

吉林神华集团有限公司	AA/稳定	BBB/列入可能降级的信用评级观察名单	2019 年 6 月 28 日，下调至 AA-/稳定； 2019 年 11 月 15 日，下调至 BBB/可能降级的信用评级观察名单	中诚信证评
康美药业股份有限公司	AAA/稳定	BBB/列入可能降级的信用评级观察名单	2019 年 1 月 7 日，列入观察； 2019 年 2 月 3 日，下调至 AA+/列入观察；2019 年 5 月 21 日，下调至 A/列入可能降级的信用评级观察名单； 2019 年 8 月 23 日，下调至 BBB/列入可能降级的信用评级观察名单	中诚信国际 中诚信证评
浙江亚太药业股份有限公司	AA/稳定	AA/负面	2019 年 11 月 7 日，下调至 AA/负面	上海新世纪

注：辅仁药业集团有限公司调整后展望为“--”系公司以私募方式发行未披露展望所致
资料来源：Wind、联合评级整理

四、行业展望

（一）长期看，医药行业定位为弱周期、低风险行业

第一，医药行业属于弱周期行业。不同于其他行业，医药制造行业与生命健康息息相关，其下游需求主要与人口数量、老龄化程度及疾病演变等因素相关，医药消费具有很强的刚性，基本不受宏观经济的影响，因而医药行业整体属于弱周期性行业，行业发展受宏观经济环境影响不大。

第二，医药行业具有很高的进入门槛。行业门槛方面，制剂企业方面，国内制剂企业分为原研药企业和仿制药企业。1）原研企业一般通过专利保护树立起自身的行业壁垒，专利保护一般是 20 年，但是企业一般会利用前 5 年研发测试药物，所以专利实际有效期为 15 年左右。在此期间，拥有相关专利权的企业拥有绝对的竞争优势。2）仿制药企业的行业进入门槛相对品牌药企业较低，但如果仿制药企业具备规模优势，药品种类多元化等优势，其一样也具有较高的进入门槛。中药企业方面，因为中国有悠久的中药应用历史，民众对中药老字号品牌认可度高，知名的中药企业一般都有独家配方、独家品种、保密品种，新进企业想超越，十分困难。

第三，医药行业利润水平整体保持较高水平及良好的发展趋势。制剂行业方面，1）品牌药企业的利润率很高且相当稳定，即使在面对多年的仿制药竞争的情况下，其依然受益于患者用药习惯而享有价格弹性。2）仿制药企业的利润率总体上较品牌药企业要大幅降低，因为很大程度上来说，仿制药的竞争重点就在于价格，竞争者越多，利润率就越低。但相较于品牌药企业，相对低廉的研发、市场营销费用，使得仿制药公司享有一定的利润空间。中药行业方面，一般来说，受独家、保密配方影响，新进者很少，中药行业利润率一般保持较高水平且相对稳定。

第四，医药产品、服务和科技的被替代性很低。一般来说，经过数年时间，新药、或深开发药品会取代旧药，但基本不可能被其他行业产品所替代。

第五，医药行业下游需求刚性强。受益于人民生活方式转变及老龄化趋势的发展，近年来，医药工业保持 10~15%增速。目前，中国正逐渐步入老龄化社会，预计到 2050 年，中国老龄人口比例将超过 30%，未来随着国内老龄化、消费升级等带动医药行业的需求市场不断旺盛，且对高端产品和服务的需求持续增加对医药需求仍很大，预计医药行业会保持较高增速。

（二）短期看，医药行业处于政策波动期，行业内企业盈利空间大幅压缩、分化明显

2020 年，供给侧政策方面，主线仍为保基本、促创新、严监管，具体体现为：保障仿

制药供应、临床急需境外新药加快审评、中药国际化、经典名方二次开发、飞检日常化等。**消费侧政策方面，行业主线仍为建标准、保质量、降药价**，具体体现为：继续推进药品质量一致性评价、医保目录动态调整、完善基本药物制度、药品带量采购、医耗联动综合改革等。

从具体信用风险看，1）随着集中采购等制度陆续推进及药企应收账款回收率的提升，部分中标集采的企业对应中标药品的应收账款规模有望缩减，付款周期有望缩短，坏账风险将有所下降；2）药企普遍高毛利的格局恐难以持续，盈利空间被大幅压缩，具有独家品种的企业有望稳步度过行业变革期，而无核心竞品的药企将面临产品格局及商业模式的双重挑战；3）中药制剂和中药注射液的发展压力较大，尤其是中药注射液，中长期趋势依然压力巨大；而中药消费品板块包括高端滋补品、品牌 OTC、中药饮片等，受益终端消费稳定有望保持稳健增长；4）受新药研发需求增加、产业链延伸、产品结构调整等影响，药企未来融资需求可能会有所提升。