

跟踪评级公告

联合[2017] 3104 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将深圳市东阳光实业发展有限公司的主体长期信用等级调整为 AA⁺，评级展望为稳定，将“16 东阳光 MTN001”和“16 东阳光 MTN002”的信用等级调整为 AA⁺。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年十二月二十六日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

深圳市东阳光实业发展有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁺ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 东阳光 MTN001	8 亿元	2019/07/27	AA ⁺	AA
16 东阳光 MTN002	8 亿元	2019/08/31	AA ⁺	AA

评级时间：2017 年 12 月 26 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
现金类资产(亿元)	30.05	52.76	58.17	74.13
资产总额(亿元)	271.89	319.41	401.89	414.84
所有者权益(亿元)	83.12	123.08	147.96	167.17
短期债务(亿元)	80.32	117.07	112.65	111.14
长期债务(亿元)	89.94	50.02	92.65	99.53
全部债务(亿元)	170.27	167.09	205.30	210.66
营业收入(亿元)	119.05	146.57	162.09	136.15
利润总额(亿元)	8.65	11.18	11.52	9.64
EBITDA(亿元)	24.90	28.96	28.98	--
经营性净现金流(亿元)	6.44	15.79	12.58	11.37
营业利润率(%)	21.83	21.47	20.96	21.88
净资产收益率(%)	8.11	6.50	5.99	--
资产负债率(%)	69.43	61.47	63.18	59.70
全部债务资本化比率(%)	67.20	57.58	58.12	55.76
流动比率(%)	90.76	77.90	123.32	96.21
经营现金流流动负债比(%)	6.81	11.15	8.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.84	5.77	7.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.69	3.07	3.35	--

注：1. 2017 年 1-9 月财务数据未经审计；2. 公司应付债券中所包含的短期融资券计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款计入长期债务。

分析师

郭昊 付晓林

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，深圳市东阳光实业发展有限公司（以下简称“公司”）电子材料与药业经营规模不断扩大，营业收入呈快速增长态势，其中，电子材料受环保政策趋严导致其他厂商关停或停产影响，公司2017年盈利能力同比大幅增长，有望继续保持其在该行业领先的地位；药业方面，公司该板块毛利率2017年前三季度大幅增长，抗病毒药物市场的快速增长为公司盈利提供良好市场环境；冬虫夏草产销量均大幅增长为公司盈利能力提供有力支撑。同时联合资信也关注到新药研发投入规模大，产出具有一定不确定性、所有者权益中少数股东权益占比较大及未来在建工程资本支出较大等因素对公司信用状况可能带来的不利影响。

公司冬虫夏草项目进展良好，产能持续增加，目前培育能力已经达到15000公斤，随着其产能产量的持续提升，未来公司盈利能力仍有改善空间；同时公司电子材料板块技术工艺先进，保证了其在电子材料行业的竞争力，受国家去产能政策及环保压力的影响，公司市场竞争力更加突出，主要产品产量均上升。公司EBITDA对存续期债券保障程度较高，经营活动现金流入量对存续期债券保障程度高。

综合评估，联合资信确定将深圳市东阳光实业发展有限公司的主体长期信用等级调整为AA⁺，评级展望为稳定，将“16东阳光MTN001”和“16东阳光MTN002”的信用等级调整为AA⁺。

优势

1. 公司已形成完整的电子材料产业链，有望继续保持其在该行业领先的地位。
2. 跟踪期内，公司电子材料毛利率水平保持

稳定并处于行业领先地位。

3. 跟踪期内，公司抗病毒药物销量持续增长，进一步提高公司的盈利水平。
4. 跟踪期内，公司自主研发的人工抚育冬虫夏草产能快速扩张，且产量进一步释放，提升了公司的盈利能力。
5. 跟踪期内，韶关新寓能实业投资有限公司向公司增资进一步增强公司资本实力。
6. 公司EBITDA对存续期债券保障程度较高，经营活动现金流入量对存续期债券保障程度高。

关注

1. 公司新品种较多，投入金额大，面市与否以及面市之前经历的时间较长，未来收益具有一定的不确定性。
2. 公司在建项目资本支出较大，未来资金需求较高。
3. 公司所有者权益中少数股东权益占比较大。

声 明

一、本报告引用的资料主要由深圳市东阳光实业发展有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

深圳市东阳光实业发展有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于深圳市东阳光实业发展有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司由横店机电集团公司和浙江东阳光化成箔厂于1997年共同出资组建。2001年，横店机电集团公司和浙江东阳光化成箔厂与乳源瑶族自治县寓能电子实业有限公司（以下简称“寓能电子”）和乳源瑶族自治县新京科技发展有限公司（以下简称“新京科技”）四方签订《股权转让协议》，横店机电集团公司和浙江东阳光化成箔厂将所持有公司的股份分别转让给寓能电子和新京科技。2012年12月，公司新增注册资本3000万元（其中货币出资1000万元，债权出资2000万元）。2015年公司利用股东资本公积转增实收资本。根据公司2016年12月19日股东会决议章程修正案，全体股东一致同意韶关新寓能实业投资有限公司（以下简称“韶关新寓能”）向公司增资30亿元，其中计入实收资本2.96亿元，计入资本公积27.04亿元。截至2017年9月底，公司注册资本10.96亿元人民币，寓能电子（张中能先生持有99.69%股权）持有公司42.34%的股权，新京科技（郭梅兰女士持有99.51%股权）持有30.66%的股权，韶关新寓能（寓能电子和新京科技分别持有58.00%和42.00%）持有27.00%的股权。公司实际控制人为张中能、郭梅兰夫妇。

公司经营范围包括：投资兴办实业，电子产品及元件的购销，进出口业务。目前公司产品主要集中在药业、电子材料及大健康等领域。

公司拥有12家全资或控股一级子公司，其中广东东阳光科技控股股份有限公司（原名广

东东阳光铝业股份有限公司，以下简称“东阳光科”）为A股上市公司，股票代码600673.SH。2014年3月，东阳光科非公开发行人民币普通股122100100股，发行价格8.19元/股，扣除发行费用后共募集资金972899819元人民币；宜昌东阳光长江药业股份有限公司（以下简称“东阳光药”）为香港H股上市公司，股票代码1558.HK。2015年12月，东阳光药公开发行90132000股，发行价格15.00港元/股，共募集资金金额13.52亿元。

截至2016年底，公司资产（合并）总计401.89亿元，所有者权益合计147.96亿元（其中包含少数股东权益63.26亿元）。2016年公司实现营业收入162.09亿元，利润总额11.52亿元。

截至2017年9月底，公司资产（合并）总计414.84亿元，所有者权益合计167.17亿元（其中包含少数股东权益82.22亿元）。2017年1~9月，公司实现营业收入136.15亿元，利润总额9.64亿元。

公司住所：深圳市南山区华侨城东方花园E区E25栋；法定代表人：张中能。

三、存续期债券概况及募集资金使用情况

截至2017年9月底，公司共计发行两期中期票据，分别为“16东阳光MTN001”和“16东阳光MTN002”，发行日期分别为2016年7月27日和2016年8月31日，发行额度均为8亿元，到期兑付日分别为2019年7月27日和2019年8月31日。

表1 公司存续债券情况

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
16东阳光MTN001	8亿元	8亿元	2016/07/27	2019/07/27
16东阳光MTN002	8亿元	8亿元	2016/08/31	2019/08/31

资料来源：联合资信整理

截至 2017 年 9 月底，募集资金均已按规定用途使用完毕，公司已发行存续期债券均已付息。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，中国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0% 的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年 1~9 月，中国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017 年前三季度，中国国内生产总值（GDP）增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；

CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017 年 1~9 月，中国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017 年 1~9 月，中国固定资产投资（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%（实际增速 2.2%），增速较 1~6 月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础设施建设投资增速（15.9%）较 1~6 月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较 1~6 月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017 年 1~9 月，中国社会消费品零售总额 26.3 万亿元，同比增长 10.4%，增速与 1~6 月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9 月，全国居民人均可支配收入 19342 元，同比增长 9.1%（实际增速 7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017年1~9月，中国货物贸易进出口总值20.3万亿元，同比增加16.6%，但增速较1~6月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在10%以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为中国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对中国经济产生影响。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内中国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，中国经济增速短期内或将继续放缓，预计2017年全年经济增速将在6.8%左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

五、行业经济环境

公司涉及的产业主要包括电子材料和药业

等。

（1）电子材料行业

铝电子材料大致为“高纯铝-铝光箔-电极箔-铝电解电容器-电子整机”的产业链形式。目前公司是国内高品质电子光箔、电极箔（包括腐蚀箔和化成箔）的主要生产商。

从全产业链来看，高纯铝经过轧制等多道工序，制成电子光箔，电子光箔再经过腐蚀、化成等工艺制成电极箔（腐蚀箔、化成箔）。电极箔是铝电解电容器的主要原材料，电极箔成本平均占铝电解电容器总成本的70%左右。铝电解电容器主要应用于电视、手机、电脑、音响、汽车等电子数码产品中。全球铝电解电容器需求量近年来以平均10%以上的速度稳步上升。

高纯铝

高纯铝主要用途为电子光箔，占总用量的70%左右。另外近年来发现高纯铝在汽车、航空航天、化工、军工等领域也有应用，主要用于制造铝反射镜、磁悬浮体材料、高性能导线、集成电路用键合线等。

目前制造高纯铝主要有两种方法，三层液电解法和偏析法。三层液电解法生产精铝的技术在中国占主流地位，经过近10年的技术发展，三层液法的能耗已经大幅度降低，且对原铝的要求不是很高，槽型也在向大型化发展，技术日趋成熟。精铝品位可达4-5mol/L。但较高的能耗仍是三层液法生产精铝技术发展的主要障碍。偏析法的特点是能耗低，成本低。通过偏析过程和分步提纯可得到不同纯度的精铝，且剩余的铝液均可达到普通品级原铝的要求。

目前中国具有高纯铝生产能力的企业有十家左右，总体市场集中度较高。代表性企业有新疆众和、包头铝业、霍煤鸿骏、山西关铝、宜都东阳高纯铝和神火铝业等。其中，包头铝业和新疆众和都具有偏析法生产能力，其余几家均采用三层液电解法。根据有关资料统计，国内每年高纯铝的缺口在十几万吨左右。相对于传统的初级加工铝锭而言，高纯铝的生产有

着较高的产品附加值及利润空间，很多铝厂已把高纯铝项目提上日程。预计未来市场竞争将会加剧。

电子光箔

电子光箔是高纯铝箔，是由精铝（高纯铝）铝锭经热轧成为铝片，再进一步冷轧、退火而成。

电子光箔行业集中度较高，技术和资金壁垒长期存在，导致相当一段时间内供应增长有限，中高端电子铝箔的市场需求量越来越大。国内从事铝箔业务的有新疆众和，东阳光科，常铝股份，鲁丰股份等。

日本、韩国是世界上主要生产电子光箔的国家，随着中国电子元器件产业的高速发展，近年，日、韩等外商积极在中国投资建厂，并不断扩大产能，但多采取在其本国研发、在中国生产的模式，中高端电子光箔如中高压电极箔及高比容和特殊规格的高档腐蚀箔和化成箔，在国内仍处于研发或小批量生产阶段，大部分依靠进口满足国内需求。

目前，正在进行电子光箔新建与改扩建的企业有：新疆众和股份有限公司、青海西宁瑞合铝箔有限公司、内蒙古霍煤伟豪电子铝箔股份有限公司、河南永城科源电子铝箔有限公司、广西贺州市桂东电子科技有限责任公司、内蒙古新长江高新铝业公司等，东阳光科已与日本最大铝箔制造企业 UACJ 株式会社合作，设立乳源东阳光优艾希杰精箔有限公司加大双方在电子光箔产品生产和销售的合作。

随着下游各种消费电器的丰富，电子光箔也发展出丰富的产品门类，主要产品有普通品中高压电子光箔，节能灯专用系列电子光箔、变频器专用系列电子光箔等。

电极箔

电极箔生产对腐蚀和化成技术要求较高，目前中国大部分电极箔生产企业规模小，且产品档次不高，主要以国内市场为主，部分厂家以自用为主。同国际先进水平相比，中国高比容电极箔在综合质量上尚存在一定的差距。中

国电极箔（含上游产品电子光箔）生产企业主要有东阳光科、江海股份、南通海星电子有限公司、南通南辉电子材料有限公司、新疆众和以及桂东电力等企业。上述其他企业主要生产中、高压电极箔，主要销往国内或以自用为主。

2011 年之前，由于铝电解电容器用铝箔材料市场需求旺盛，盈利水平较高，业内许多企业纷纷扩产，部分业外企业也进入该行业，导致行业竞争加剧，中国电极箔企业 2012 年平均开机率在 50% 左右。2012 年中国大陆境内电极箔实际消费量达到 3.68 万吨，约占全球电极箔消费量的 53% 左右；2013 年中国大陆境内电极箔实际消费量约为 3.90 万吨；2014 年中国大陆境内电极箔实际消费量约为 4.30 万吨，约占全球电极箔消费量的 62%，2015 年中国大陆境内电极箔消费量约为 4.49 万吨，2016 年约 4.55 万吨。总体来看，电极箔行业表现出了较强的周期性，需求下滑时会出现产能过剩，而需求景气时又会出现供不应求。随着竞争的加剧，行业增长或面临难以消化集中释放的新增产能这一问题，资源将进一步向优势企业（技术、成本、规模）集中。从中长期来看，随着消费类电子在广大家庭的普及，消费类铝电解电容器将保持稳定增长；随着节能环保理念的深入，以及工业变频、高效节能灯、电动汽车、新能源等节能环保新产品的开发，铝电解电容器应用领域将进一步拓宽；与发达国家相比，国内铝电解电容器及其铝箔材料企业技术不断进步，同时具有成本比较优势，铝电解电容器及其铝箔材料产业向中国转移的趋势没有发生改变；因此中国铝电解电容器用铝箔材料行业长期发展的趋势没有改变。

铝电解电容器

电极箔主要用于铝电解电容器的生产。铝质电容器是电子整机的关键电子元件，具有体积小，电容量大及成本低特性。铝电解电容器产量占全部电容器产量的 45%，主要用于电脑、彩电、空调、照相机、节能灯等家用电器。由于日本主要铝电解电容器企业 Nichicon、

Rubycon、Chemi-con 等大都集中于受“3.11”日本地震波及的福海及周边地区，多处铝电解电容器工厂的电力和原材料供应短缺。近年来，日本产业纷纷向中国转移，给中国电容器行业带来了更多机遇。同时，2010 年以来，受益于国内家电下乡，以旧换新政策以及城镇化的持续推进，中国家电市场的扩大和升级换代带动了国内铝电解电容器市场的持续繁荣。2010 年中国铝电解电容器的产量达到 810 亿只，2011 年达 910 亿只。但 2012 年以来，受欧债危机及全球新兴市场需求不景气，美国经济的不确定性，国内经济增长放缓等影响，铝电解电容器产业的发展受到一定的制约。与此同时，受家电下乡、节能补贴政策的结束、房地产市场增速放缓等影响，2012 年行业上游产品家用洗衣机、家用电冰箱、家用空调产量同比增速分别仅为 1.4%、-3.1%、4.9%；而其 2011 年的同比增速分别为 11.5%、20.3%、24.6%。2013 年 1-12 月，上述三项产品分别增长 8.2%、10.6% 和 11.6%。市场需求有所恢复，但也不能排除 2012 年的低基数效应。2014 年，上述三项产品产量同比增速为-3.30%、-1.00% 和 11.50%，2015 年，家用洗衣机和家用电冰箱产量同比增速为-9.4% 和 1.9%，2016 年，家用空调和家用电冰箱分别同比增长 4.9% 和 4.6%，总体上市场需求不旺。

另一方面，国内新能源、新兴产业的崛起，为未来中国高技术、新品种的铝电解电容器提供了巨大的发展空间和良好的市场前景。随着国内铝电解电容器厂商技术的不断进步，其产品与国外产品的性能差距也正在逐步缩小，近年来铝电解电容器产业逐渐向中国内地集中，国内市场有向中高端市场发展的态势，可能会使得中国对高端产品的进口力度有所减弱，贸易逆差会逐渐缩小。

行业关注

目前，产业链上游的高纯铝，中游的电子光箔、电极箔产能持续扩大，下游的消费电子

行业受宏观经济影响，恢复缓慢，波动较大。未来，随着产能的不断提高，下游的消化能力仍存在着不确定性。一旦企业开机率出现下滑，产品将难以享受规模效应，高额的人工和电力成本将降低企业的毛利率。

从产品竞争力角度来看，目前国内企业同质化较为严重。空调箔等中低端产品的竞争将日趋白热化。同时，产能的扩张一部分是由于外资将生产线转移至中国企业，在此过程中，国内企业能否掌握核心技术，仍存在不确定性。

从配套资源来看，铝电子行业需要大量的电力、铝材以及电子元件、化学药品等原料。目前，一些企业以上原料大量依赖外购，对产品成本、生产效率提出了挑战。

(2) 医药行业

医药工业

(1) 运行概况

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20 世纪 70 年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。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，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长。国家统计局公布的数据显示，2016 年中国医药工业实现主营业务收入 28062.9 亿元，同比增长 9.7%，全年利润总额 3002.9 亿元，同比增长 13.9%。

总体看，中国医药行业发展迅速，随着医疗改革体系逐渐成熟，中国医药制造业的经济效益呈现较好的发展态势。

表 2 近年来中国医药工业规模以上企业主要经济指标 (单位: 亿元、%)

	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率
化学药品原料药制造	4240.35	311.82	7.35	4614.21	351.03	7.61	5034.90	445.25	8.84
化学药品制剂制造	6303.71	733.92	11.64	6816.04	816.86	11.98	7534.70	950.49	12.61
中药饮片加工	1495.63	105.25	7.04	1699.94	123.9	7.29	1956.36	138.27	7.07
中成药制造	5806.46	597.93	10.3	6167.39	668.48	10.84	6697.05	736.28	10.99
生物药品制造	2749.77	321.84	11.7	3164.16	386.53	12.22	3350.17	420.10	12.54
卫生材料及医药用品制造	1662.32	152.39	9.17	1858.94	169.86	9.14	2124.61	191.75	9.03
制药专用设备制造	158.86	18.26	11.49	182.02	19.00	10.44	172.60	15.80	9.15
医疗仪器设备及器械制造	2136.07	219.29	10.27	2382.49	232.56	9.76	2765.47	318.49	11.52
医药工业	24553.16	2460.69	10.02	26885.19	2768.23	10.3	29635.86	3216.43	10.85

资料来源: 工信部

(2) 主要子行业概况

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、利润总额保持持续增长, 其中化学制剂药、中成药制造、化学原料药和生物药品制造对整个行业的收入和利润贡献最大。

A. 化学原料药行业

随着国际上大量专利药的专利权到期, 以及发达国家出于环保要求限制其化学原料药的生产, 中国已成为原料药转移生产的主要受惠国。从细分产品看, 中国原料药出口分化明显, 大宗原料药自2012年第四季度以来季度出口额持续负增长, 呈现明显的出口颓势, 而特色原料药出口保持快速增长, 排名前十名的特色原料药中半数实现出口额强势增长, 且以心脑血管用药为主。目前, 中国出口的原料药中抗感染类、维生素类、解热镇痛类、激素等大宗原料药和他汀类、普利类、沙坦类等特色原料药在国际医药市场上占有相当的份额和地位。

中国化学原料药在产能规模和生产工艺上优势明显。经过多年的低价竞争, 众多中小型企业被淘汰出局, 目前原料药行业集中度较高, 但产品生产耗能大, 污染严重, 产品结构仍以低端为主, 且大部分原料药产能过剩严重, 行业收益受国际市场波动及周期性波动影响明显, 竞争激烈。

2011年下半年以来, 随着国内新建产能逐步释放, 原料药行业产能过剩问题日益凸显, 维生素 C、青霉素类等大宗原料药产品低价竞

争现象明显, 严重影响行业内企业的盈利情况。2016年, 医药工业规模以上企业化学药品原料药主营业务收入 5034.90 亿元, 同比增长 8.40%, 增速继续放缓; 实现利润总额 445.25 亿元, 同比增长 25.85%。

B. 化学药制剂行业

随着国内医药经济的快速增长, 目前中国有能力生产的化学药品制剂共有60个剂型、4500余个品种, 产能居世界首位。近年来, 化学药品制剂出口发展迅速, 在国内医药市场复杂多变的形势下, 对消化过剩产能、推动国内产业发展起到了积极作用。

据国家药监局统计, 中国基本药物费用比重明显高于非基本药物。而随着基本药物目录为代表的国家药物政策的逐渐成型, 中国通用名药品的发展将进入一个新阶段, 未来化学药品制剂的需求量还将保持较快增长, 疗效确切、价格低廉的国产普药及新药继续占有较大的市场份额, 药品分类管理制度的实施将推动OTC药品进入快速发展阶段。但行业持续不断的调整势必难免, 整个化学药品制剂行业在面临压力的同时也将会得到很大的发展机遇。

2016年, 医药工业规模以上企业化学药品制剂制造主营业务收入 7534.70 亿元, 同比增长 8.40%; 实现利润总额 950.49 亿元, 同比增长 16.81%。

C. 中药子行业

中药即按中医理论的用药, 为中国传统中医特有药物。中药包括中药材、中药饮片、中

成药，为中药行业的三大支柱。其中中药材是中药饮片和中成药的原料。

随着中国居民人均收入不断提高，中药产品实际消费增速加快，一方面源于医疗消费的整体推高，另一方面，人均收入提高带来的消费升级使人们更重视药物不良反应及副作用、疾病预防与保健、日常养生及滋补需求。

目前国内有中药企业 2000 多家，规模普遍较小，高技术含量与高附加值产品缺乏，低水平重复生产现象严重。

行业关注

(1) 行业集中度低

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在 20 世纪 80 年代初期只有 800 余家，2015 年底已经超过 6000 家。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。总体看，中国医药生产企业数量众多，产能过剩，大部分企业名牌产品少，品种雷同现象普遍。

(2) 研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿药，新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。中国制药行业企业机制尚未形成，研发投入不足，严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

(3) 药品降价

2014 年起，随着各省份基药招标开始，全国基药招标围绕着“降价”这一主旋律在进行推进。广东、福建、重庆等省份都采用“最低价”的中标规则，吉林、湖南等地降价也是主

要趋势，新版基药目录实施以来，新进目录基药价格均有一定降幅，个别省份创出历史新低。

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）》，欲取消药品最高零售限价，通过医保控费和招标采购，由市场竞争形成药品价格。2015 年 5 月，发改委联合卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局等部门共同推出《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，从 2015 年 6 月 1 日起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，其中对专利药、独家生产药品建立多方参与的谈判机制形成价格；对医保目录外的血液制品、国家统一采购的预防免疫药品、国家免费艾滋病抗病毒治疗药品和避孕药具，通过招标采购或谈判形成价格；麻醉药品和第一类精神药品，仍暂时实行最高出厂价格和最高零售价格管理。2015 年 10 月，国家卫生计生委（以下简称“卫计委”）等 16 个部门建立了协调机制，组织开展首批国家药品价格谈判试点工作，谈判主要针对的是国内专利药品和独家生产药品。2016 年 5 月 20 日，国家卫计委公布了首批国家药品价格谈判结果，其中有慢性乙肝一线治疗药物替诺福韦酯，非小细胞肺癌靶向治疗药物埃克替尼和吉非替尼，与此前公立医院的采购价格相比，这 3 种药的谈判价格降幅均在 50% 以上。

从长期看，中国将着手从体制上解决药品价格虚高的问题，并进行了积极探索，预计未来药品价格将呈现下行趋势，对一些价格高昂的专利药和独家品种，预计价格将有较大降幅。

(4) 中药材价格波动

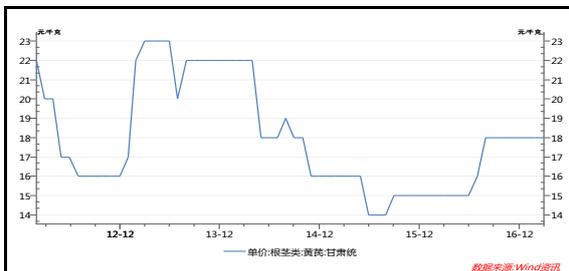
近年来，中药材价格出现较大幅度的波动，直接影响中成药生产企业原材料采购成本。

药材价格上涨影响因素复杂且具有不可预测性，主要包括：绿色回归理念加上中药本身具有的预防、保健功效使得中药需求大增；乱采滥挖对野生中药材资源的破坏、国家对珍稀野生药材实行禁采和限采；中药材实际种植面

积下降、资金炒作等。

中药材价格每3~4年呈现一个周期，波动明显，在2009~2012年价格持续上涨，激发了药农的种植积极性，使得中药材市场迎来了扩种潮。以甘肃省黄芪为例。2009年以前，黄芪行情长期徘徊于7~8元/千克上下，药农收益甚微，种植积极性低下。2009~2010年黄芪行情随药市利好环境带动开始上升，但受限于黄芪种苗不丰的情况，黄芪的种植规模无法跟上行情的发展趋势，并且往年累积库存不丰，2011年黄芪行情攀升至30元/千克的高点。随后，药材市场整体松动加之黄芪产量逐渐得到恢复，黄芪的价格出现回落，长期波动于17~21元之间。2014年起，中药材价格有所回落，甘肃地产黄芪价格从22元/千克下跌至16元/千克，并于2015年7月跌至近年来最低价14元/千克。截至2017年3月，黄芪价格平稳在18元/千克。

图1 根茎类黄芪价格走势（单位：元/千克）



资料来源：Wind 资讯

(5) 环境治理成本增加

医药行业是环保治理的12个重点行业之一，三废处理、环境保护的压力不断加大。中国大部分化学原料药生产能耗较大、环境污染严重、附加值较低。中药资源保护相关法规建设滞后，中药材的种植及生产方式较落后，缺乏必要的组织，没有形成一定的规模，生产种植过程中缺乏必要的市场信息引导，致使中药材的开发利用处于无序状态。一方面野生药材资源的过度开采，导致部分品种达到濒危的程度，甚至将要灭绝；另一方面因为盲目种植，导致大量积压，造成巨大的资源浪费。因此国家对于环境治理与调控会对医药制造行业造成较大的影响。

行业政策

近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。医疗改革涉及公立医院改革、鼓励社会办医等多项内容；药品改革涉及药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容。

总体看，医疗改革仍是主线，其推动的基本药物目录、全国医保目录，公立医院改革等政策，将促进医药需求量增长和支付制度的改进；药品改革将以强化经营监管、降低药品价格、提高药品质量为重点目标。

表3 近年来相关医药政策汇总

发布时间	部门	相关政策	政策描述	对行业的影响
2015年4月	食品药品监督管理总局	《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	对信息服务备案、互联网食品药品经营者、第三方交易平台经营者等给出经营要求和监督管理规范。	鼓励医药流通电商化，提升了企业开展互联网药品经营的积极性，推动医药电商企业快速扩容。
2015年5月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	充分发挥公立医院公益性质和主体作用，切实落实政府办医责任，着力推进管理体制、补偿机制、价格机制、人事编制、收入分配、医疗监管等体制机制改革；统筹优化医疗资源布局、构建合理就医秩序、推动社会办医。	药占比进一步下降利好零售和批发终端；用药结构会面临调整，医疗服务价格有望提升；医疗信息化程度加深。
2015年5月	发改委、卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药	《关于印发推进药品价格改革意见的通知》	2015年6月1日起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。	原享有单独定价的高价基药企业会受到影响，竞争可能会使其降低价格以便通过招标。

	品监管总局			
2015年10月	国务院办公厅	《关于第一批取消62项中央指定地方实施行政审批事项的决定》	涉及医疗领域的项目包括取消基本医疗保险定点零售药店资格审查。	有利于品牌连锁药店跨省拓展及业绩增长，业内整合重组将更加频繁。
2016年2月	国务院办公厅	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》	到2020年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到2030年，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献。	首次在国家层面编制中医药发展规划，标志着中医药发展已列入国家发展战略。
2016年3月	国务院办公厅	《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价；国家基本药物目录（2012年版）中2007年10月1日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在2018年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在2021年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册。	有利于对提升中国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力。
2016年4月	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》	综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格。	有利于控制药品价格虚高，促进药品流通市场健康发展。
2017年2月	国务院办公厅	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明。食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享。	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展；国内药企将承压。
2017年2月	人社部	《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）的通知》	西药和中成药部分共收载药品2535个，较2009年版目录增幅约15.4%，其中西药部分1297个，中成药部分1238个(含民族药88个)；经过专家评审同步确定了45个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品。	对辅助用药限制明显，对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展。

资料来源：联合资信整理

未来发展

从短期看，各级政府将逐渐加大对医改的资金支持，政府投入的加大将有效拉动未来医药医疗需求；药品价格将呈现下降趋势，高价药将面临价格大幅下滑的风险。从中期看，医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

总体看，各项行业政策的出台和实施，使医药企业在研发、生产等各环节上的运作方式都面临重大调整，行业资源将进一步向优势企业集中；支付体系改革将有利于医药市场进一步扩容；药品价格改革将使药价面临下降风险。医药改革将对行业未来发展产生深远影响。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2017 年 9 月底，公司注册资本 10.96 亿元，其中，寓能电子（张中能先生持有 99.69% 股权）持有公司 42.34% 的股权，新京科技（郭梅兰女士持有 99.51% 股权）持有 30.66% 的股权，韶关新寓能（寓能电子和新京科技分别持有 58.00% 和 42.00%）持有公司 27.00% 的股权，公司实际控制人为张中能、郭梅兰夫妇。

2. 企业规模

公司产业主要集中在电子材料、医药制造、能源电力及健康养生等领域。截至 2017 年 9 月底，公司铝电解电容器（大）年产能 1.5 亿只，亲水箔年产能 10 万吨，腐蚀箔年产能 2850 万 m²，中高压化成箔年产能 4100 万 m²；原料药方面，公司硫氰酸红霉素年产能 4500 吨，仿制药方面，2016 年公司制剂产量约 4633.79 万盒。

目前，公司已形成从高纯铝→电子光箔→腐蚀箔→化成箔→电容器为主导的完整电子材料产业链，逐渐成为国内电子材料产业龙头企业之一，国内大环内酯类抗生素原料药最大生产基地。

2017 年 11 月，东阳光科公告拟通过发行股份购买资产的方式，以总价 32.21 亿元向宜昌东阳光药业股份有限公司（以下简称“宜昌东阳光”）购买其持有的东阳光药 2.262 亿股内资股（占其股本的 50.04%）股份。交易完成后，东阳光药将成为东阳光科控股子公司，东阳光科产业将延伸至医药工业领域。东阳光科与东阳光药为同一实控人资产，本次收购不会导致东阳光科及东阳光药实控人变更。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司目前公司主营业务分为电子材料、医药制造、能源电力、货物贸易、冬虫夏草和养生健康及其他类业务（主要包括建筑安装、机械加工制造、包装印刷等）。

2014~2016 年，公司主营业务收入快速增长，2016 年实现 150.61 亿元，其中电子新材料占 32.59%、医药制造占 18.75%、能源电力占 8.69%、货物贸易占 25.69%、冬虫夏草占 6.55%。分板块来看，近三年，公司电子材料板块发展较平稳，收入呈波动增长趋势，2016 年实现 49.09 亿元；医药制造板块呈持续增长趋势，2016 年实现 28.24 亿元，同比增长 35.31%，主要系由于原料药销售的增长所致；能源电力板块收入呈波动增长趋势，2016 年实现 13.08 亿元，同比增长 42.64%，主要系受发电量及上网电量增加的影响；货物贸易板块收入呈波动增长趋势，2016 年实现 38.70 亿元，贸易产品主要为农产品、有色金属等；冬虫夏草板块由于虫草量产，收入呈快速增长趋势，2016 年实现 9.86 亿元；养生健康主要包括文化旅游等，收入占比较小。

从毛利率上看，2014~2016 年，公司电子材料板块毛利率分别为 19.13%、16.27% 和 18.06%，呈波动下降趋势，主要受原材料价格以及下游需求变化的影响；医药板块毛利率分别为 30.28%、41.90% 和 37.72%，呈波动上升趋势，主要受大环内酯产品销售价格持续回升以及毛利率水平相对较高的抗病毒制剂产品销量增长较快所致；能源电力板块毛利率呈波动下降趋势，2016 年为 15.77%，较 2015 年下降 4.24 个百分点，主要系电价下降所致；货物贸易板块毛利率呈小幅增长趋势，2016 年为 0.46%；冬虫夏草板块毛利率分别为 72.91%、68.65% 和 71.21%，呈波动态势，但基本保持稳定，主要受冬虫夏草销售价格波动影响；养生健康及其他板块毛利率分别为 20.99%、

10.24%和 11.15%，呈波动下降趋势，主要是受机械制造、建筑安装等业务增长影响而波动变化。整体看，公司毛利率呈波动增长趋势。

2017 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 133.52 亿元，为 2016 年全年收入的 88.65%，同比增长 20.30%；电子材料板块实现收入 56.04 亿元，超过 2016 年全年收入的 14.16%，主要系多个产品市场订单大幅增加，销售量及销售价格上升所致；毛利率为 17.94%，较 2016 年下降 0.12 个百分点，保持相对稳定。医药制造板块实现收入 22.15 亿元，为 2016 年全年的 78.43%；毛利率 51.19%，较 2016 年增长 13.47 个百分点，主要系高毛利率的磷酸奥司他韦的销售增长所致，制剂产品在医药制造板块的占比也相应增加，同时，原料药也随着市场稳步回升，销售价格出现小幅上涨；能源电力板块实现收入 6.80 亿元，为 2016 年全年的 51.99%，主要系 2016 年电厂销售库存煤导致 2016 年收

入较大所致；货物贸易实现收入 31.51 亿元，为 2016 年全年的 81.42%，毛利率为 0.42%，较 2016 年下降 0.04 个百分点，毛利率低；冬虫夏草板块实现收入 9.28 亿元，为 2016 年全年的 94.12%，主要系产销量同比大幅增长所致，毛利率较 2016 年增长 2.44 个百分点。受上述因素影响，公司 2017 年 1~9 月毛利率上升至 22.63%。

公司主营业务外的其他业务包括原材料销售、废料销售、出售无形资产以及减持股票收入等。公司分别于 2014 年 2 月 19 日、2014 年 12 月 10 日、2015 年 6 月 4 日、2015 年 6 月 10 日和 2015 年 6 月 11 日通过上海证券交易所大宗交易系统累计减持东阳光科股票，减持后公司仍直接及间接持有东阳光科 30.59% 的股权，仍为东阳光科的实际控制人。2016 年及 2017 年 1~9 月，公司未减持东阳光科股份。

表 4 公司主营业务构成情况（单位：亿元、%）

主营业务收入	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电子材料	48.94	45.01	19.13	44.61	33.70	16.27	49.09	32.59	18.06	56.04	41.97	17.94
医药制造	17.82	16.38	30.28	20.87	15.77	41.90	28.24	18.75	37.72	22.15	16.59	51.19
能源电力	9.27	8.52	17.69	9.17	6.93	20.01	13.08	8.69	15.77	6.80	5.09	15.06
货物贸易	25.09	23.07	0.19	43.36	32.76	0.45	38.70	25.69	0.46	31.51	23.61	0.42
冬虫夏草	3.52	3.23	72.91	6.65	5.02	68.65	9.86	6.55	71.21	9.28	6.95	73.56
养生健康及其他	4.12	3.79	20.99	7.70	5.82	10.24	11.64	7.73	11.15	7.72	5.79	10.88
合计	108.76	100.00	18.27	132.36	100.00	17.67	150.61	100.00	19.97	133.52	100.00	22.63

资料来源：公司提供

注：其他业务主要包括了机械加工制造、建筑安装、包装印刷等。

电子材料业务

（1）生产

电子材料是公司涉足最早、技术最成熟、知名度最广的产业，分为电子新材料、合金材料和化工产品三大类业务，主要由上市公司东阳光科生产，产品包括高纯铝、亲水箔、钎焊箔、化成箔、铝电解电容器、软磁材料、新型制冷剂以及电化工产品等，同时东阳光科已形成从高纯铝—电子光箔—电极箔（腐蚀箔和化

成箔）—电容器为主导的完整的电子材料产业链。

表 5 公司主要产品产能、产量情况

产品	年度	产能	产量	平均售价
亲水箔（吨/年、吨、万元/吨）	2014	80000.00	65387.00	1.99
	2015	80000.00	54799.00	1.94
	2016	80000.00	72827.00	1.84
	2017 年 1~9 月	100000.00	68741.00	1.97
化成箔（万）	2014	4000.00	2959.00	60.71

m ² /年、万m ² 、元/m ²)	2015	4050.00	2525.00	58.94
	2016	4050.00	2635.00	41.44
	2017年1~9月	4100.00	2427.00	61.85
铝电解电容器(万只/年、万只/元/只)	2014	15000.00	10815.00	3.53
	2015	15000.00	4446.00	3.17
	2016	15000.00	4733.00	4.18
磁性材料(吨/年、吨、万元/吨)	2014	10000.00	4296.00	4.22
	2015	8000.00	5479.00	4.46
	2016	8000.00	4607.00	4.92
腐蚀箔(万m ² /年、万m ² 、元/m ²)	2014	2800.00	2344.00	32.50
	2015	2850.00	1538.00	38.01
	2016	2850.00	1773.00	32.65
电子光箔(吨/年、吨、万元/吨)	2014	50000.00	22521.00	3.76
	2015		14460.00	3.39
	2016		11972.00	1.76
2017年1~9月	3108.00		3.22	
板带材(吨/年、吨、万元/吨)	2014		8621.00	1.75
	2015		6275.00	1.73
	2016		6416.00	1.33
钎焊箔(吨/年、吨、万元/吨)	2014		1621.00	1.75
	2015		18084.00	2.01
	2016		23696.00	1.92
2017年1~9月	28076.00	1.86		
	7492.00	2.00		

资料来源：公司提供

注：电子光箔、板带材、钎焊箔、板带材是共用通用的生产线，2014年板带材主要为PS板，由于毛利率偏低，2015年起基本停产；电子光箔为腐蚀箔的主要材料，产品部分供应集团内部需求，部分直接对外销售；板带材为手机、电脑等电子产品供应商。

公司在化成箔、电子光箔等领域发展前景良好。2014~2015年，由于日元贬值及欧债危机影响，国内外经济景气指数下滑，消费疲软，空调用亲水箔、空调箔、化成箔、电容器产能利用率有所下降；精铝板锭为电子光箔的上游产品，产品主要为集团内部供应，因此产量也受化成箔产量影响；电子光箔、板带材、钎焊箔、PS板是共用通用的生产线，PS板业务由于毛利率偏低，2015年起基本停产。板带材为公司最早涉及产品，属于手机、电脑等电子产品的原材料，因受到行业情况影响，其订单减少，产量下降。电子光箔为腐蚀箔的主要材料，产品部分供应集团内部需求，部分直接对外销售；磁性材料为手机产品等电子产品供应商，因电子产品受经济环境影响，出口销量下滑，

导致磁性材料订单减少、产量减少，从而导致产能利用率偏低。2016年及2017年1~9月份，受国家去产能政策及环保压力的影响，公司市场竞争力更加突出，主要产品产量均上升，整体产能利用率出现明显回升，其中亲水箔由于产能扩张导致产能利用率有所下降。

近年来，公司主要电子材料产品产能基本保持稳定。截至2017年9月底，铝电解电容器（大）年产能1.5亿只；由于生产线改造，亲水箔年产能10万吨，较2016年增长2万吨；化成箔年产能4100万m²；电子光箔、板带材、钎焊箔、PS板是共用通用的生产线综合年产能5万吨，PS板业务由于毛利率偏低，2015年起基本停产。

(2) 原材料采购

原材料采购方面，公司电子材料板块主要原材料主要包括铝锭、工业盐以及涂料等。公司采取以销定产方式确定原材料的采购计划，原材料采购以按月直接采购为主，结算方式主要为现金及银行承兑汇票。在采购流程方面公司实行集中式采购，采购原材料的寻价、报价、验货、交付、维护等环节的责任落实到个人；在采购量与采购额方面，铝锭采购额在整体原材料采购中占据较大比例，近三年均保持在80%以上。其采购价格是影响公司原材料成本的最重要因素。近年来公司对产品结构进行调整，压缩了部分低附加值产品产量，同时增补设备，调整产品结构。

表6 公司电子材料板块原材料采购情况
(单位：吨、元/吨、万元)

主要原材料	2013年	2015年	2016年	2017年9月	
工业盐	采购数量	323726	303097	314538	250839
	采购均价	332	293	243	318
	采购额	10757	8881	7650	7967
涂料	采购数量	3385	2996	3559	3743
	采购均价	18036	17030	14000	13401
	采购额	6106	5102	4983	5017
铝锭	采购数量	77041	74552	62331	43920
	采购均价	13737	12401	10826	12182

	采购额	105831	92451	67482	53503
--	-----	--------	-------	-------	-------

资料来源：公司提供

注：铝锭采购量仅指普通铝锭，不包括精铝锭的采购。

在原材料供应方面，公司主要原材料均从国内采购。2017年1~9月，电子材料前5名供应商采购合计占比40.62%，采购集中度一般。铝锭主要供应商为中铝国际贸易有限公司、新疆生产建设兵团农八师天山铝业有限公司等；化工材料与涂料供应商主要是深圳新宙邦科技股份有限公司和广州慧谷化学有限公司，近年主要供应商变化不大。此外，公司电子材料行业电力成本占总成本20%以上，主要是由广东电网韶关乳源供电局和宜昌东阳光火力发电有限公司提供，2013年，由于内部采购价格

较低（供电价格以每年度1月1日上网标杆电价的80%确定），子公司宜昌东阳光火力发电有限公司在公司电力供应中的份额逐渐增大，截至2017年9月底，内部关联公司用电量约占总售电的87.52%，具体根据生产耗电实际需求情况，适时调整发电量。

（3）销售

在销售管理方面，公司实行个人收入与业绩全面挂钩的业务员等级管理制度；在客户风险评估上，公司设立专门部门对销售合同进行评审，公司对于国内国外客户给予的账期不超过3个月。近年来公司的不良贷款率始终在千分之二以下。

表7 公司电子材料销售收入区域分布情况

区域	2014年		2015年		2016年		2017年1-9月	
	销售收入 (万元)	比例 (%)	销售收入 (万元)	比例 (%)	销售收入 (万元)	比例 (%)	销售收入 (万元)	比例 (%)
国内	314560.56	64.28	297936.77	66.79	332843.45	68.67	392646.65	75.19
国外	174810.80	35.72	148120.64	33.21	151835.10	31.33	129578.00	24.81
合计	489371.36	100.00	446057.41	100.00	484678.55	100.00	522224.65	100.00

资料来源：公司提供

注：由于统计口径的原因，可能导致销售额与主营业务构成中的不一致。

从销售区域上看，公司电子材料板块约30%的产品销往国外，主要出口国为日本、韩国等，近年来国外销售占比呈波动下降趋势。2016年公司国内销售、国外销售收入占比分别为68.67%和31.33%，2017年1~9月公司国内销售、国外销售收入占比分别为75.19%和24.81%。公司国内销售占比呈逐年增长趋势。公司国内销售主要采取直接销售的方式，结算方式以银行承兑汇票（按月）为主；国外销售则采用代理商及出口直销两种方式，结算方式以2个月的信用证为主。

公司销售客户构成基本稳定，2016年，电子材料板块前五大客户销售收入合计占比达到24.41%。

表8 2016年公司电子材料产品销售前五大客户

客户名称	销售金额 (万元)	占总销售收入 比例(%)
RUBYCON CORPORATION	43695.17	8.56
OKAYA & CO.,LTD	27681.71	5.43
CHEMI-CON MATERIAL LOGISTICS LIMITED	21413.45	4.20
广东美的制冷设备有限公司	18887.24	3.16
珠海格力电器股份有限公司	18267.24	3.06
合计	129944.81	24.41

资料来源：公司提供

药业板块

公司2001年初涉制药领域，经过多年的持续投入，药业板块已经形成了原料药、仿制药生产基地及药业研发队伍。目前公司药业主要的生产基地位于湖北省宜昌市，管理总部在广东省东莞市，研发、控股公司注册地在深圳。下属经营公司主要包括林芝东阳光药业投资有限公司、宜昌东阳光药业股份有限公司、宜

昌东阳光长江药业股份有限公司、广东东阳光药业有限公司、乳源东阳光药业有限公司等。

公司医药产品的种类较多，主要分为①原料药：硫氰酸红霉素、红碱、罗红霉素、阿奇霉素、克拉霉素等；②制剂（仿制药）：磷酸奥司他韦胶囊和颗粒剂、阿奇霉素分散片、罗红霉素片、苯磺酸氨氯地平片、辛伐他汀片、替米沙坦片、盐酸西替利嗪分散片、格列吡嗪胶囊、克拉霉素片等，产品应用范围涵盖了抗感染药、抗高血压药、抗病毒药、镇咳药、抗溃疡药、降血脂药和降血糖药等领域；③新药：抗乙肝药物甲磺酸莫非赛定、抗丙肝药物磷酸依米他韦、抗肿瘤新药宁格替尼、莱洛替尼等，目前新药仍处于研发阶段。

（1）生产

①原料药

宜昌东阳光药业股份有限公司是公司旗下的生物发酵原料药基地。目前是全球产销规模最大的大环内酯类抗生素原料药生产企业之一，具有 16 种原料药、36 种规格制剂的生产能力，产品质量指标达到国际先进水平。主要产品是大环内酯类抗生素，包括硫氰酸红霉素及其衍生物阿奇霉素、克拉霉素和罗红霉素等，截至 2017 年 9 月底，已建成并投产的红霉素生产线产能达到 4500 吨/年（2014 年新增 1500 吨的产能，但原有的部分产线暂时停产，因此实际产能为 4850 吨，该生产线可生产红霉素和红碱，生产线产能指年产红霉素的产能，不含红碱，若当年生产红碱，红霉素产能将小于 4850 吨/年）。

公司的红霉素原料药市场份额处于行业领先地位。同时，公司红霉素原料药拥有美国 FDA 的 DMF 文件并通过了相应的 CGMP 认证，还获得了欧盟 EDQM 的 CEP 证书，具备了出口美国、欧盟市场的资质许可，是国内少数拥有美国 DMF 文件的企业。

表 9 公司医药板块原料药生产情况

产品	年度	产能 (吨/年)	产量 (吨)	产能利用率 (%)
硫氰酸	2014	4850	3991.00	82.29

红霉素	2015	4110	4454.50	108.38
	2016	4500	3620.89	80.46
	2017 年 1~9 月	4500	3320.70	--
红碱	2014	600	328.00	54.67
	2015	180	81.53	45.29
	2016	300	330.33	110.11
	2017 年 1~9 月	300	299.54	25.61
阿奇霉素	2014	180	71.00	39.44
	2015	100	98.95	98.95
	2016	180	95.35	52.97
	2017 年 1~9 月	180	67.80	--
克拉霉素	2014	100	89.00	89.00
	2015	100	98.95	98.95
	2016	100	122.51	122.51
	2017 年 1~9 月	100	98.15	--
罗红霉素	2014	60	14.00	23.33
	2015	60	3.25	5.42
	2016	60	2.99	4.98
	2017 年 1~9 月	60	0.50	--

资料来源：公司提供

注：国内、国外经济发展放缓，市场需求下降等因素导致企业订单减少，原料药产能利用率较低。

公司原料药主要是红霉素，现行采用的发酵法生产的红霉素具有良好的技术基础，近三年其产量受市场需求和价格影响波动。

公司的红霉素项目被列入国家科技部“863”十一五规划大宗发酵产品绿色制造的牵头单位，由公司牵头和华东理工大学、中科院上海有机所、四川抗生素研究所等单位结成了产学研共同体，为该项目后续的技术进步和创新提供了有力支持。

②制剂

公司制剂的主要生产企业为宜昌东阳光长江药业股份有限公司。东阳光药拥有固体制剂、水针、冻干粉针等一系列制剂产品生产线，目前在售产品为国内仿制药，按用途可细分为抗病毒类、抗感染类、心血管系统用药及其他类。

表 10 公司医药板块制剂生产情况

产品	年度	产量 (万盒)
制剂-抗病毒药	2014	540.00
	2015	1072.43
	2016	1821.15
制剂-抗感染药	2014	1705.00
	2015	1648.59
	2016	676.03
	2017 年 1~9 月	216.31

制剂-心血管药	2014	2413.00
	2015	2281.47
	2016	1448.26
	2017年1~9月	745.34
制剂-其他类药	2014	630.00
	2015	655.02
	2016	688.35
	2017年1~9月	392.63

资料来源：公司提供

注：由于实际生产是各剂型轮流生产的，所以未统计产能利用率；制剂-抗病毒数据由于涉及上市公司，故未披露。

公司制剂产能为片剂 20 亿片或胶囊 10 亿粒或颗粒 1 亿袋，实际生产中各剂型轮流生产。公司在产制剂产品种类较多，公司每年根据市场需求的变化而制定相应的生产计划，从整体上看，三年来，公司制剂产品的产量不断增加。

(2) 原材料采购

公司原料药所需的原辅料主要包括玉米淀粉、豆油、黄豆饼粉、麦芽糊精等，均为国内采购，主要从西安国维淀粉有限责任公司及河南巨龙淀粉实业有限责任公司等企业采购；生产制剂所需的原料主要为相关原料药和医药中间体，主要制剂产品所用的原料药罗红霉素、阿奇霉素、克拉霉素及磷酸奥司他韦等均通过自产满足，供应来源稳定。公司与上游供应商的结算方式主要以按月结算的银行承兑汇票为主（约占总额的 70%），另约有 30% 的货款以现金方式结算。

表 11 公司医药板块主要原料采购情况

主要原材料	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1~9 月	
玉米淀粉	采购数量(吨)	70625.84	79886.32	73036.40	81836.64
	采购均价(元/公斤)	2.90	3.16	2.54	2.49
	采购额(万元)	20457.00	25277.63	18546.62	20403.84
豆油	采购数量(吨)	10461.70	10934.60	8859.22	8197.88
	采购均价(元/公斤)	8.50	9.42	9.28	9.51
	采购额(万元)	8892.80	10304.11	8219.64	7799.45
黄豆饼粉	采购数量(吨)	19355.68	20363.80	16556.40	16146.95
	采购均价(元/公斤)	5.59	6.58	6.41	6.47
	采购额(万元)	10824.69	13397.95	10606.88	10551.39

资料来源：公司提供

(3) 销售

销售方面，公司的原料药主要采取直销模

式，由公司直接供应给药品制剂生产厂家；制剂产品采用经销模式，即将生产的药品向拥有 GSP 认证的经销商作出直接销售，经销商将会把产品直接销售给医院等医疗机构。

表 12 公司医药板块销售情况

产品	年度	销量	平均价格(元/吨或元/盒)	销售额(万元)
原料药-硫氰酸红霉素(吨)	2014	3720.00	359628.57	119354.61
	2015	4092.76	256447.56	104957.83
	2016	3458.89	244808.79	84676.42
	2017年1~9月	2983.15	251102.97	74907.76
原料药-红碱(吨)	2014	344.22	299812.62	10320.15
	2015	272.66	388252.80	10586.10
	2016	368.72	375748.39	13854.22
	2017年1~9月	294.38	410530.62	12085.30
制剂-抗病毒药(万盒)	2014	374.49	51.96	19457.96
	2015	950.92	48.48	46100.92
	2016	1594.85	46.39	73980.80
制剂-抗感染药(万盒)	2014	1948.47	2.19	4275.95
	2015	1829.54	2.14	3919.81
	2016	713.97	2.03	1,451.80
	2017年1~9月	176.77	2.03	359.12
制剂-心血管药(万盒)	2014	2360.53	4.44	10414.64
	2015	2455.56	4.42	10860.66
	2016	1476.72	6.02	8889.18
	2017年1~9月	761.83	9.89	7536.97
制剂-其他类药(万盒)	2014	691.50	10.30	7123.58
	2015	711.02	10.84	7710.52
	2016	642.64	13.24	8511.28
	2017年1~9月	441.45	15.14	6683.06

资料来源：公司提供

注：制剂类由于产品构成比重不同，其均价差别较大（抗病毒药品中含可威胶囊、颗粒等制剂产品，其销售价格远高于其他药品，由于其销售数量不均衡，导致此类产品的均价也变化较大）；制剂-抗病毒数据由于涉及上市公司，故未披露。

从销售额上看，公司医药制造业务主要收入来源于原料药的销售（主要是红霉素），其销售额持续下降，2015 年随着其需求有所下降，但价格有所上升，销售额较 2014 年变化不大；受市场行情影响，2016 年量价齐跌。2017 年 1~9 月，由于环保趋严导致其他厂商关停或停产导致售价及销量上升明显。

2013 年至今，广东省卫生厅加大了感染 H7N9 禽流感医疗救治工作力度，先后出台了《广东省医疗机构神经氨酸酶抑制剂临床应用药指引》（粤卫明电〔2013〕11 号）、《广东省人感染 H7N9 禽流感临床工作指引》（粤卫函〔2014〕28 号）与《关于进一步加强人感染 H7N9 禽流感医疗救治工作的通知》粤卫函〔2014〕234 号等多个文件，要求广东省内各地卫生局及医院对于 H7N9 禽流感要坚持“早发现、早报告、早诊断、早治疗”的原则，对相关流感样患者和肺炎等患者及早使用磷酸奥司他韦（可威），无需等待检验结果，及时予以抗病毒治疗。根据广东省人感染 H7N9 禽流感诊疗指导意见，由于条件的限制，不可能对所有的感冒病人都做人感染 H7N9 禽流感的相关病毒筛查，但目前流感的类型以甲型流感为主，而对流感病毒最有效的药物仍是神经氨酸酶抑制剂（磷酸奥司他韦），故对具有典型流感样症状的感冒病人，应该尽早给予磷酸奥司他韦治疗，不应该等到 H7N9 禽流感病毒检测阳性才用药，以免延误最佳治疗时机；即使临床判断发病时间已经超过 48 小时甚至更长时间，也应该及时给予抗病毒治疗。

相关政策的要求广东省内各医院对于有典型流感症状的病人在诊断之前先使用可威，极大的刺激了省内对于可威药物的需求，由于公司为中国两家具有生产磷酸奥司他韦（可威）资质企业之一，同时也为广东省内唯一一家生产磷酸奥司他韦企业，可威重新成为公司利润增长点。2014 年公司可威产品实现收入 1.91 亿元，毛利润 1.59 亿元；2015 年公司可威产品实现收入 4.57 亿元，毛利润 3.47 亿元；2016 年公司可威产品实现收入 7.36 亿元，毛利润 5.67 亿元，2017 年 1~6 月，公司可威产

品实现收入 5.57 亿元，毛利润 4.53 亿元（该数据是按照半年度披露，故未统计 1~9 月份数据）。公司可威产品毛利率水平很高，盈利能力较强。受可威产品收入的增长的影响，公司抗病毒药的收入大幅增长，2016 年抗病毒药的收入进一步快速增长。

定价方面，原料药的销售定价以采购量结合市场价的模式定价，制剂类产品基本为政府指导价。

结算方式方面，公司与境内下游客户主要以 60% 的银行承兑汇票（180 天内）与 40% 的现金形式结算，与境外下游客户则以 2~3 个月的信用证方式结算。

近年来，公司原料药主要客户构成变化不大，制剂客户销售主要客户构成有所变化，2016 年，公司药业板块前五名客户销售额占总销售额的 31.01%。

表 13 公司医药业务前五大客户（单位：万元、%）

客户名称	主要销售货物	年度累计销售货值	占板块销售总额比重
浙江国邦药业有限公司	硫红	36482.50	14.02
深圳市远邦进出口有限公司	硫红、罗红霉素	15681.97	6.03
石药集团中诚医药物流有限公司	硫红	10211.31	3.92
HEALTH CREATION INDUSTRIAL LIMITED	红碱、硫红	9373.13	3.60
国药控股广州有限公司	制剂产品	8962.05	3.44
合计		80710.96	31.01

资料来源：公司提供

从销售区域上看，公司产品除在国内销售外，部分大环内酯类原料药出口欧美、印度及马来西亚等国。为了提高公司的国际竞争力，公司成功取得欧洲药政部门的 COS 认证、美国 FDA 的 DMF 文件及印度的原料药注册等证书。2016 年，公司国内销售收入和国外销售收入占比分别为 84.88% 和 15.12%，2017 年 1~9 月分别为 88.69% 和 11.31%。

表 14 公司制药产品销售收入区域分布情况

区域	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-9 月	
	销售收入（万元）	比例（%）	销售收入（万元）	比例（%）	销售收入（万元）	比例（%）	销售收入（万元）	比例（%）
国内	203701.59	91.94	232210.31	89.28	187902.45	84.88	220960.79	88.69
国外	17858.10	8.06	27894.94	10.72	33469.15	15.12	28176.85	11.31

合计	221559.69	100.00	260105.25	100.00	221371.60	100.00	249137.64	100.00
----	-----------	--------	-----------	--------	-----------	--------	-----------	--------

资料来源：公司提供

注：由于统计口径的原因，可能导致销售额与主营业务构成中的不一致。

(4) 新药研发

截至 2017 年 9 月底，公司的新药研发已申请 1247 项医药专利，其中授权 301 项，受理 946 项，公司以新药的发展作为企业长期发展的目标并已建立起较完整的新药开发系统。公司已组建了药业研究院，并建立了完整的新药开发系统，保证了公司新药研发的持续性。

GLS4 项目是公司获得 CFDA 1.1 类新药批件的第一个新药，GLS4 与现有市面上抗乙肝病毒的药物不同，它采用的是一种全新的作用机制：直接与乙肝病毒核衣壳结合，抑制颗粒形成；作用于核衣壳二聚体上，和组氨酸发生作用，加速核衣壳的降解。GLS4 能使潜伏在肝细胞核中的病毒体发生脱落和凋亡，能根除乙肝病毒在体内的存在，解决核苷类药物不能控制病毒复发的缺陷，这意味着乙肝病毒的治疗将取得重大突破。据世界卫生组织统计，全球乙肝病毒(HBV)携带者约 3.5~4 亿人，占全球人口的 5%以上，每年新增 3000 万乙肝患者，人均年平均治疗费用为 4753.28 元，按 10%的市场份额，新药上市后全球年销售额可达 142.6 亿元。

公司进行新药研发前期投入规模大，研发周期长，药品是否能成功上市具有很大不确定性，但上市成功可带来高额回报。公司在新药研发取得阶段性成果时，引入国际大型医药企业合作，有利于公司分散研发投入风险并借助其资源渠道优势加快审批及上市流通进程。

物流贸易业务

公司贸易板块主要子公司为：乳源瑞丰贸易有限公司，宜都宏硕贸易有限公司。分别为电子材料板块和医药制造板块的贸易公司，采用集中采购的方式可获得价格上的优势降低集团采购成本，同时也可对集团外销售获得利差。宜都宏硕贸易有限公司经营范围：农产品、化

工原材料（不含危险化学品）、有色金属、机械设备购销。2016 年销售收入为 425009.04 万元，净利润为 252.28 万元，2017 年 1~9 月销售收入为 181150.95 万元，净利润为-229.62 万元。乳源瑞丰贸易有限公司经营范围：批发、销售铝制品、矿产品（不含稀有、贵重矿产品）、五金、化工（不含危险、剧毒品）、建材、机器设备、天然气购销。2016 年销售收入为 180458.65 万元，净利润为 305.69 万元。2017 年 1~9 月销售收入 181064.88 万元，净利润为 384.84 万元。

公司贸易公司实行“购销对应”的采购模式。公司根据购销协议预算出全年原材料使用量，然后贸易公司与供应商签署年度采购框架协议，协议仅约定采购总量，不约定采购时间和价格。公司每月与下游采购商共同确定销售数量和价格，在与上游供应商在采购框架协议项下约定采购时间和价格。执行过程中，公司会根据订单随时修正购销情况。

表 15 物流贸易板块收入情况（单位：万元）

项目	2016 年	2017 年 1~9 月
	销售额	销售额
农产品	20317.88	22836.71
化工原料	595.55	1283.46
有色金属	387016.70	315259.50
合计	407930.13	339379.67

资料来源：公司提供

注：由于统计口径的原因，可能导致销售额与主营业务构成中的不一致。

公司货物贸易的主要产品是电解铜、电解镍、铝锭。其中电解铜销售收入占比达到 90%以上。货物贸易板块的产品主要采取直销方式，销售区域主要集中在国内。国内主要销售区域为华东地区，延伸至华东、华南地区。

能源电力业务

公司能源板块经营主体主要是宜昌东阳光火力发电有限公司，属于公司自备电厂，拥有

2*30 万千瓦火力发电机组，以“自发自用、多余上网”的方式运营，服从湖北省电力公司的统一调度。公司通过能源产业链的优势，降低电子材料产业和药业的生产经营成本，提高了市场竞争力。

2013 年 9 月 25 日至 2014 年 8 月 30 日，公司上网电价为 0.458 元/千瓦时；2014 年 9 月 1 日至 2015 年 4 月 20 日，公司上网电价为 0.457 元/千瓦时；2015 年 4 月 21 日至 2015 年 12 月 31 日，公司上网电价为 0.440 元/千瓦时；2016 年 1 月 1 日至 2017 年 6 月 30 日，公司上网电价为 0.3981 元/千瓦时；2017 年 7 月 1 日至今，公司上网电价为 0.4161 元/千瓦时。公司上网发电的结算方式为当月的发电量于次月的 18 号和 28 号分两次付清；内部结算参照上网的结算方式执行。

表 16 宜昌东阳光火力发电有限公司发电情况
(单位:亿千瓦时)

	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1-9 月
发电量	27.02	27.10	27.88	22.71
售电量	25.71	25.71	26.32	21.80
内销量	21.84	21.00	21.03	18.81
外销量	3.87	4.71	5.29	2.99

资料来源：公司提供

截至目前，公司拥有 2 个主要矿井，主要煤种为动力煤，原煤核定产能 75 万吨/年。公司松南煤矿仍处于建设期，预计于 2018 年底建成达产，兴隆煤矿已于 2016 年完工，兴隆煤矿和松南煤矿产能分别为 30 万吨/年和 45 万吨/年。公司新建煤矿均为机械化矿井，不受国家去产能政策影响。

公司在建工程中松南煤矿建成后主要供应给公司内相关企业发电使用，项目位于贵州省遵义市桐梓县，设计年产量为 45 万吨，取得贵州国土资源厅颁发采矿权证：C5200002012021110126198；项目于 2012 年 8 月动工，目前已基本完成征地拆迁、地面工程炸药库房建设、引水工程，预计于 2018 年下半年建成投产。按照公司煤电一体化的布局，项

目建成后主要给宜昌东阳光火力发电厂供煤，预计正常年销售收入约为 2 亿元。

其他业务

公司其他业务板块内容涵盖机械制造、建筑工程、岭南养生产业（冬虫夏草、酒店、景区、面膜）、智能家用坐便器、家具等。2015 年，公司冬虫夏草产品实现量产，全年公司冬虫夏草产品实现销售收入 6.65 亿元，毛利率 68.65%；2016 年，公司冬虫夏草产品产能进一步释放，实现销售收入 9.86 亿元，毛利率上升至 71.21%；2017 年 1~9 月公司冬虫夏草产品实现销售收入 9.28 亿元，毛利率为 73.56%。公司目前冬虫夏草已经拥有 15000 公斤的年产能（该产能为干湿草合计产能，新增的产能目前只具有培育能力，尚未形成收入能力），未来几年产能仍将保持高速扩张态势，直至达到 30000 公斤的年产能目标，由于目前冬虫夏草产品供不应求，产能扩张将直接导致公司相关产品收入规模持续增长，且其毛利率水平高，公司整体盈利水平将不断提升。

表 17 公司冬虫夏草销售情况
(单位：公斤/年、公斤、万元、%)

	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1-9 月
产能	3000	4800	10000	12000
产量	2583	6150	10500	10010
销量	2305	5256	9320	10300
销售金额	35171	66465	98647	92830
毛利率	72.91	68.65	71.21	73.56

资料来源：公司提供

注：表中产能为干草产能。

2. 经营效率

2014~2016 年，公司销售债权周转次数波动下降，存货周转次数持续增长，总资产周转次数波动下降，三年平均值分别为 7.57 次、6.44 次和 0.47 次，2016 年分别为 6.86 次、6.93 次和 0.45 次。总体看，公司经营效率一般。

3. 在建项目与未来发展

在电子材料方面，公司计划进一步提高和

完善自身的产业技术，应用最新技术升级和改造生产线，保持产品的行业领先地位；同时加大投入致力于电子材料产品的研发、生产和销售，提高自身竞争力，打入更为广阔的国际市场。

药业方面，公司将继续大力加强研发，保持原料药发酵技术的国际领先地位，扩大产能，发挥规模优势，减低成本，提高市场竞争力和占有率；加快国内国外仿制药的研发和上市，提高仿制药的市场竞争力和市场占有率，加快新药的研发和上市，抢占市场先机。

在其他产业方面，公司将加快矿产资源的开发和利用，尽快发挥自有能源的优势作用，同时加快南岭养生业务及相关养生产品的发

展，有望成为公司新的利润增长点。

目前公司在建项目大部分集中在医药板块及提高冬虫夏草产能方面，主要在建工程有：1万吨/年聚偏氟乙烯项目、1万吨/年新能源用锂离子电池正极材料建设项目、松南煤矿、西藏林芝冬虫夏草抚育基地（一期）、年产25000KG生态抚育冬虫夏草项目、仿制类药物产业化及大品种制剂项目及甘精、门冬胰岛素原料药项目。以上项目总投资46.49亿元，截至2017年9月底已完成投资11.16亿元，2017年10~12月计划投资7.25亿元，2018年及2019年计划投资分别为21.51亿和10.91亿元。

总体上，公司未来一段时间内对于资金的需求较高。

表 18 公司主要在建项目情况（单位：万元、%）

项目名称	计划建设周期	项目合规性	已完成建设进度	总计划投资额	截至2017年9月底已投资	2017年10~12月计划投资	2018年计划投资	2019年计划投资
1万吨/年聚偏氟乙烯项目	30个月	立项备案文号：20154402322603003965号；土地证号：乳府国用（2015）第440232100216GB00230号；环评批复号：韶环评（2016）196号。	58.93	22454	13233	1000	2221	6000
1万吨/年新能源用锂离子电池正极材料建设项目	36个月	立项备案文号：2016-440232-39-03-007078号；土地证号：粤（2016）乳源县不动产权第0000026号、粤（2017）乳源县不动产权第0000001号；环评证号：韶环审【2017】133号。	80.17	30425	24392	3533	2500	--
松南煤矿	60个月	贵州国土资源厅颁发采矿权证：C5200002012021110126198；立项：黔发改能源【2012】151号；环评：黔环审【2010】195号；用地批复：桐国土资临准字【2012】30号	81.22	52425	42580	3615	6230	--
西藏林芝冬虫夏草抚育基地（一期）	47个月	林县发改委【2014】175号；因土地为租用，无土地证号；该项目无需做环评	36.72	57000	20930	11000	25070	--
年产25000kg生态抚育冬虫夏草项目	22个月	湖北省企业投资项目备案证，编码：B201642058101701001。土地：鄂（2016）宜都市不动产权第0009916号。	1.35	221641.53	3000	16500	135000	103141.53
仿制类药物产业化及大品种制剂项目	21个月	湖北省企业投资项目备案证，编码：2015058127600038。土地：鄂（2016）宜都市不动产权第0000029号。	1.29	48370	623.07	19278.7	29091.3	--
甘精、门冬胰岛素原料药项目	19个月	湖北省企业投资项目备案证，编码：2015058127600047。土地：鄂（2016）宜都市不动产权第0000029号。	20.84	32632.24	6800.09	17564.28	15067.96	--
合计	--	--		464947.77	111558.16	72490.98	215180.26	109141.53

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2014~2016 年合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）四川分所对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2017 年前三季度财务报表未经审计。

2015 年公司合并报表范围增加了宜昌盛草康商贸有限公司、乳源南岭好山好水冬虫夏草有限公司，公司以清算注销的方式处置了青海天峻神山圣水冬虫夏草有限公司；2016 年公司合并报表范围增加了新设立的深圳市东阳光药业有限公司（出资额 0.10 亿元，持股比例 100%）、林芝东阳光药零售连锁有限公司（出资额 0.10 亿元，持股比例 100%）、乳源瑶族自治县东阳光投资有限公司（出资额 0.30 亿元，持股比例 100%）、宜都市兴能贸易有限公司、林芝东阳光药业研发有限公司、林芝东阳光大健康实业有限公司和林芝东阳光化妆品有限公司，公司以清算注销的方式处置了乳源东硕软磁新材料有限公司；2017 年 1~9 月份，公司通过股权收购及新设立的方式新增 6 家公司。截至 2017 年 9 月底，公司合并财务报表合并范围的企业户数共 86 户。近年来，虽然公司财务报表合并范围不断变化，但合并范围的变化对公司财务可比性影响较小。

截至 2017 年 9 月底，公司资产（合并）总计 414.84 亿元，所有者权益合计 167.17 亿元（其中包含少数股东权益 82.22 亿元）。2017 年 1~9 月公司实现营业收入 136.15 亿元，利润总额 9.64 亿元。

截至 2016 年底，母公司资产总计 193.46 亿元，所有者权益合计 59.54 亿元。2016 年母公司实现营业收入 146.45 万元，利润总额 10.03 亿元。截至 2017 年 9 月底，母公司资产总计 194.50 亿元，所有者权益合计 55.07 亿元。2017 年 1~9 月，母公司实现营业收入

116.63 万元，利润总额-4.46 亿元，同期，母公司营业利润率为-91.08%。总体看，母公司主要为管理职能，自身盈利能力偏弱。

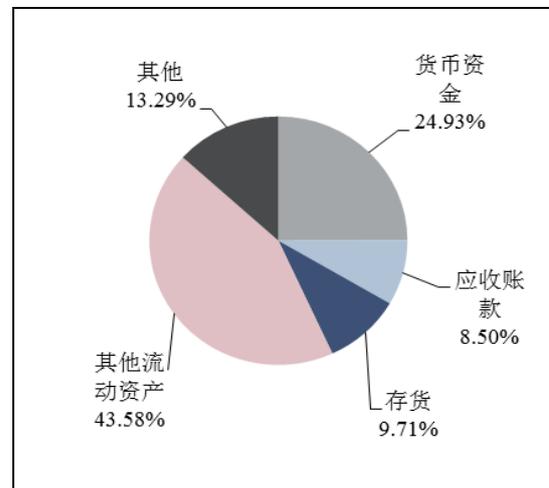
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额有所增长，年均复合增长 21.58%。截至 2016 年底，公司资产总额为 401.89 亿元，较 2015 年底增长 25.82%，主要系其他流动资产增长所致，其中，流动资产占 47.29%，非流动资产占 52.71%。非流动资产在资产总额中占比较大。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产分别为 85.74 亿元、110.34 亿元和 190.05 亿元，年复合均增长 48.88%。截至 2016 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 24.93%）、应收票据（占 5.68%）、应收账款（占 8.50%）、其他应收款（占 6.35%）、存货（占 9.71%）和其他流动资产（占 43.58%）构成。

图 2 截至 2016 年底公司流动资产结构



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 35.96%。截至 2015 年底，公司货币资金为 45.92 亿元，同比增长 79.17%，主要因为 2015 年 12 月 31 日，公司控股子公司宜昌东阳光长江药业股份有限公司引入战略投资资金折合人民币共 5.17 亿元；截至 2016 年底，公司货币资金为 47.37 亿元，同

比增长 3.16%。2016 年货币资金中受限货币资金为 11.54 亿元，占比 24.36%，性质主要为银行承兑汇票保证金、银行借款保证金及被托管存出投资款。

2014~2016 年，公司应收票据快速增长，年均复合增长 56.27%。截至 2016 年底，公司应收票据为 10.79 亿元，同比增长 57.71%，主要系公司电子材料板块下游客户增加使用汇票结算。公司应收票据大部分为银行承兑汇票。

2014~2016 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 30.41%。截至 2016 年底公司应收账款为 16.15 亿元，同比增长 19.94%，主要系公司生产、销售规模不断扩大所致。公采用账龄分析法，1 年以内的占 96.68%，1~2 年的占 1.83%，2~3 年的占 0.44%，3 年以上的占 1.05%。公司应收账款共计提坏账准备 0.56 亿元，计提比例 3.36%，计提水平一般。公司应收账款前五名占应收账款余额的 12.84%，集中度较低。

表 19 2016 年底公司前五名应收账款客户情况

单位名称	金额 (万元)	占比 (%)
北京同仁堂健康药业股份有限公司	6613.24	3.88
上海合元健康科技有限公司	5850.00	3.43
广州金日科技有限公司	3304.77	1.94
湖南艾华集团股份有限公司	3122.40	1.83
珠海格力电器股份有限公司	2996.53	1.76
合计	21886.94	12.84

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司预付款项快速下降，年均复合下降 51.28%。截至 2016 年底公司预付款项为 2.30 亿元，同比下降 68.59%，主要系预付材料款减少所致。从账龄上看，截至 2016 年底，1 年以内的预付款项占 86.39%，1~2 年的占 3.57%，2~3 年的占 2.15%，3 年以上的占 7.89%。预付款项金额前 5 名合计金额 0.90 亿元，占 39.27%。

2014~2016 年，公司其他应收款波动下

降，年均复合下降 18.32%，截至 2016 年底为 12.07 亿元（公司其他应收款计提坏账准备 0.42 亿元，占比 3.37%），同比下降 34.65%。公司前五名其他应收款为 10.12 亿元，占其他应收款比例为 79.72%。从账龄上看，1 年以内的其他应付款占 41.51%，1~2 年的占 33.43%，2~3 年的占 13.35%，3 年以上的占 11.71%。

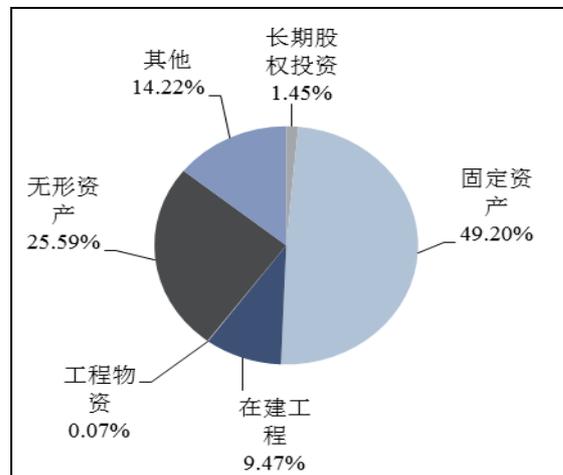
2014~2016 年，公司存货保持相对稳定，年均复合增长 0.76%。截至 2016 年底，公司存货为 18.46 亿元，同比增长 1.38%。公司存货主要包括原材料（占 31.00%）、库存商品（占 34.68%）、在产品（占 18.60%）、自制半成品（占 6.18%）和消耗性生物资产（占 8.27%）。2016 年公司对原材料、库存商品和发出商品计提跌价准备，共计提跌价准备 0.22 亿元，计提比例 0.12%，计提比例一般。

截至 2016 年底，公司其他流动资产 82.82 亿元，同比大幅增长，主要系公司增加理财产品投资 80 亿元所致。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产有所增长，分别为 186.14 亿元、209.07 亿元和 211.84 亿元，年均复合增长 6.68%。截至 2016 年底，公司非流动资产主要由固定资产（占 49.20%）、在建工程（占 9.47%）和无形资产（占 25.59%）构成。

图 3 截至 2016 年底公司非流动资产结构



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 6.86 亿元，其中主要是持有乳源之光铝业发展有限公司成本 6 亿元的股权。

2014~2016 年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长 24.43%，三年分别为 1.98 亿元、0.79 亿元和 3.07 亿元。截至 2016 年底，公司长期股权投资同比大幅增长，主要因为公司追加对德合聚康（深圳）投资基金合伙企业（有限合伙）的投资。

2014~2016 年，公司固定资产波动中有所增长，年均复合增长 4.71%，主要是在建工程转入所致。截至 2016 年底，公司固定资产账面原值 150.15 亿元，由房屋及建筑物（占 34.82%）、机器设备（占 55.26%）和电子设备（占 4.50%）构成，累计折旧 45.93 亿元，账面价值为 104.22 亿元。

2014~2016 年，公司在建工程波动中有所下降，分别为 21.29 亿元、26.57 亿元和 20.06 亿元，年均复合下降 2.92%，主要为矿井建设工程、重庆码头建设、氟树脂项目、南岭风景区工程及乳源制药工程等项目。

2014~2016 年，公司无形资产分别为 51.57 亿元、51.79 亿元和 54.21 亿元，年均复合增长 2.53%，保持相对稳定，主要由煤矿采矿权、勘探权以及土地使用权构成。

2014~2016 年，公司开发支出快速增长，年均复合增长 40.79%。截至 2016 年底，公司开发支出 17.09 亿元，同比增长 33.70%，主要因为公司临床试验及新药开发等投入增加。

2014~2016 年，公司其他非流动资产波动幅度较大，截至 2016 年底，公司其他非流动资产为 5.18 亿元，同比下降 66.12%，主要系公司减少委托理财资产（15.06 亿元），增加预付土地款项（2.33 亿元）和预付设备款（1.78 亿元）等所致。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额为 414.84 亿元，同比增长 22.00%，较 2016 年底增长 3.22%，其中流动资产为 134.77 亿

元，占 32.49%，非流动资产为 280.07 亿元，占 67.51%，非流动资产占比较 2016 年大幅增长。其中，主要系浙商银行 80 亿元银行理财产品的减少导致其他流动资产大幅下降至 3.41 亿元；新增对浙江浙商产融股权投资基金合伙企业（有限合伙）和光大金控熙晨私募股权投资基金的投资导致可供出售金融资产大幅增长至 32.09 亿元；预付设备工程款和产业基金投资的增加导致其他非流动资产大幅增长至 32.87 亿元。

总体看，公司资产结构中，固定资产占比较高，流动资产中其他应收款中关联方占款比例高，资产质量和流动性一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 33.42%，截至 2016 年底，公司所有者权益为 147.96 亿元，其中归属于母公司所有者权益占 57.25%，少数股东权益占 42.75%。归属于母公司的所有者权益中股本占 12.94%、资本公积占 57.66%、未分配利润占 25.05%，其余为盈余公积及其他综合收益。截至 2015 年底，公司资本公积为 26.73 亿元，较上年增加 110.80%，主要系公司持有控股子公司股权比例变动及控股子公司资本公积变动所致，其中公司控股子公司宜昌东阳光长江药业股份有限公司资本公积净增加 13.96 亿元，宜昌山城水都冬虫夏草有限公司资本公积净增加 12.02 亿元。2015 年，由于公司利用股东资本公积转增实收资本，因此实收资本增长至 80000 万元；截至 2016 年底，公司股本和资本公积分别为 10.96 亿元和 48.84 亿元，分别同比增长 37.00%和 82.70%，主要原因为根据公司 2016 年 12 月 19 日股东大会决议章程修正案，全体股东一致同意韶关新寓能实业投资有限公司向公司增资 30 亿元，其中计入实收资本 2.96 亿元，计入资本公积 27.04 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益为 167.17 亿元，同比增长 34.90%，较 2016 年底增长 12.99%，主要系少数股东权益增长所致。其中归属于母公司所有者权益占 50.81%，少数股东权益占 49.19%。归属于母公司的所有者权益中股本占 12.90%、资本公积占 53.97%、未分配利润占 29.05%，其余为盈余公积及其他综合收益。

整体看，公司所有者权益快速增长，韶关新甬能向公司增资进一步增强公司资本实力，但其公司所有者权益中未分配利润及少数股东权益占比较大，所有者权益的稳定性较弱。

负债

2014~2016 年，公司负债规模快速增长，年均复合增长 15.98%，截至 2016 年底，公司负债总额为 253.93 亿元，其中流动负债占 60.69%，非流动负债占 39.31%，非流动负债占比较 2015 年底下降 11.46 个百分点。

流动负债方面，2014~2016 年，受应付股利增长的影响，公司流动负债年均复合增长 27.72%。截至 2016 年底，公司流动负债达到 154.11 亿元，主要由短期借款（占 59.71%）、应付账款（占 7.57%）、应付股利（占 6.69%）、其他应付款（占 9.03%）和一年内到期的非流动负债（占 6.59%）构成。

2014~2016 年，公司短期借款持续增长，年均复合增长 14.06%。截至 2016 年底，公司短期借款为 89.24 亿元，同比增长 22.83%，主要为抵押、保证及贴现借款。

2014~2016 年，公司应付账款波动中有所增长，年均复合增长 8.33%。截至 2016 年底公司应付账款为 11.66 亿元，同比增长 19.85%，主要为材料款和设备款，无账龄超过一年的大额应付款。

截至 2016 年底，公司应付股利为 10.31 亿元，同比大幅增长，主要系公司 2016 年进行股东分红所致。

2014~2016 年，公司其他应付款快速增

长，年均复合增长率为 89.62%。截至 2016 年底为 13.92 亿元，同比增长 22.55%，主要系应付暂收款减少及关联方资金拆借款增加所致。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债波动幅度较大，年复合下降 0.66%，截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债为 10.16 亿元，同比下降 70.65%，主要系公司偿还一年内到期的应付债券所致。

截至 2016 年底，公司其他流动负债为 10.00 亿元，同比增长 25.00%，主要系公司发行 10 亿元“16 东阳光 SCP001”所致。

非流动负债方面，2014~2016 年，公司非流动负债波动幅度较大，年均复合增长 2.89%。截至 2016 年底，公司非流动负债达到 99.83 亿元，主要由长期借款（占 43.27%）和应付债券（占 46.01%）构成。

2014~2016 年，公司长期借款波动中有所下降，年均复合下降 11.45%。截至 2016 年底，公司长期借款为 43.19 亿元，同比增长 10.06%，主要系新增质押借款 4.00 亿元（公司将东阳光科 0.66 亿股质押）。

2014~2016 年，公司应付债券波动中有所增长，年复合增长 14.80%，截至 2016 年底为 45.93 亿元，同比大幅增长，主要系公司新发行 10 亿元“16 东阳光 PPN001”、8 亿元“16 东阳光 MTN001”、8 亿元“16 东阳光 MTN002”、5 亿元“16 东阳光 PPN002”和 5 亿元“16 东阳光 PPN003”所致。

有息债务方面，2014~2016 年，公司全部债务波动增长，年复合增长 9.81%，分别为 170.27 亿元、167.09 亿元和 205.30 亿元。截至 2016 年底，公司短期债务 112.65 亿元（占 54.87%），长期债务 92.65 亿元（占 45.13%）。

债务指标方面，2014~2016 年，公司的资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率整体呈波动下降趋势，截至 2016 年底，上述三项指标分别为 63.18%、38.51%及 58.12%，公司债务负担有所下降。

截至 2017 年 9 月底，公司负债总额合计 247.67 亿元，同比增长 14.60%，较 2016 年底下降 2.46%，其中流动负债占 56.56%，非流动负债占 43.44%，较 2016 年底变化不大。同期，公司有息债务共计 210.66 亿元，较 2016 年底增长 2.61%，其中，短期债务占 52.76%，长期债务占 47.24%，较 2016 年底债务规模及结构保持相对稳定。由于债务结构调整导致公司短期借款较 2016 年底大幅下降 21.85% 至 69.75 亿元；公司及东阳光科分别新增 10 亿元和 5 亿元超短期融资券导致其他流动负债较 2016 年底大幅增长 150.00% 至 25.00 亿元；公司新增 5 亿元私募债及 3.5 亿元北金所债券融资计划导致应付债券较 2016 年底大幅增长 16.60% 至 53.56 亿元。同期，公司资产负债率、全部债务资本化和长期债务资本化比率分别为 59.70%、55.76% 和 37.32%，均较 2016 年有所下降，分别下降 3.48 个百分点、2.36 个百分点和 1.19 个百分点。

总体看，近年来，公司债务规模呈波动增长趋势，虽然所有者权益大幅增长，但公司债务负担仍偏重。

4. 盈利能力

2014~2016 年，随着公司经营规模扩大，公司营业收入快速增长，年均复合增长 16.68%，2016 年为 162.09 亿元。同期，公司营业成本年均复合增长 17.29%，增长幅度大于营业收入的增长幅度，2016 年营业成本为 127.15 亿元。三年来，公司的营业利润率呈下降趋势，分别为 21.83%、21.47% 和 20.96%。

从期间费用上看，受主营业务销售规模的扩大及研发支出的不断增加，公司销售费用及管理费用均有所增加，期间费用占营业收入的比例虽然整体呈波动下降趋势但仍然维持较高水平，三年来分别为 16.22%、13.72% 和 13.89%，公司费用控制能力有待提升。

2014~2016 年，公司营业利润快速增长，分别为 6.47 亿元、10.42 亿元和 11.29 亿元。

公司主业的盈利能力有所增强。

2014~2016 年，公司营业外收入分别为 2.32 亿元、0.98 亿元和 1.33 亿元，主要是政府给予的技术改造经费、财政贴息、研发投入经费与扩大科技投入、节能减排投入奖励款等。

2014~2016 年，公司利润总额快速增长，年均复合增长 15.39%。2016 年公司实现利润总额 11.52 亿元，实现净利润 8.86 亿元，由于公司医药制造业务毛利率提升及冬虫夏草业务规模的不断扩大，公司利润出现了较大幅度的提升。

从盈利指标上看，三年来，公司的总资产收益率和净资产收益率均呈下降趋势，2016 年分别为 4.86% 和 5.99%。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 136.15 亿元，同比增长 22.67%，为 2016 年全年的 83.99%；营业利润率为 21.88%，公司营业外收入为 0.58 亿元，利润总额为 9.64 亿元，公司盈利能力保持稳定。

总体看，近年公司营业规模快速上升，主营业务收入不断增长，盈利指标保持相对稳定。整体看公司盈利能力较强。

5. 现金流分析

经营活动方面，2014~2016 年，公司经营现金流入快速增长，分别为 85.56 亿元、115.23 亿元和 134.59 亿元，年均复合增长 25.43%。其中，销售商品提供劳务收到的现金同比增长 21.50%，达到 123.70 亿元。

2014~2016 年，公司经营活动现金流出分别为 79.12 亿元、99.44 亿元和 122.01 亿元，年均复合增长 24.18%，其中支付其他与经营活动有关的现金主要是支付关联公司经营性往来款及支付经营性费用。同期，公司经营活动产生的现金流量净额波动增长，年均复合增长 39.80%，2016 年为 12.58 亿元。从收入质量上看，2014~2016 年，公司现金收入比分别为 60.03%、69.46% 和 76.31%，公司应收

账款比例较高及部分采用票据结算，收入实现质量一般。

从投资活动看，2014~2016年，公司投资活动现金流入主要为收到其他与投资活动有关的现金，其中收到与资产相关的政府补助占比为40.65%。近三年，公司投资活动现金流入量波动下降，年均复合下降35.42%，分别为3.53亿元、0.91亿元和1.47亿元。2014~2016年，公司投资活动现金流出快速增长，分别为22.37亿元、25.02亿元和93.87亿元，公司投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金及投资支付的现金，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金三年来波动下降，年均复合下降10.56%，投资支付的现金三年来快速增长，年均复合增长220.34%，截至2016年底，上述两项科目分别为10.96亿元和82.71亿元，其中投资支付的现金较2015年大幅增长，主要系公司购买理财产品所致。

从筹资活动上看，公司筹资活动现金流入主要是银行借款和发行债券，筹资活动现金流出主要表现为偿还借款及利息支付，2014~2016年，公司筹资活动现金流入分别为152.17亿元、185.42亿元和292.40亿元，年均复合增长38.62%。2016年公司收到其他与筹资活动有关的现金为92.13亿元，主要为收到内部融资性票据贴现款、出售控股子公司股权及新寓能实业借款。公司筹资活动现金流出三年来分别为134.43亿元、155.25亿元和218.20亿元，年均复合增长27.40%。2014~2016年，公司偿还债务支付的现金快速增长，年均复合增长18.51%，三年分别为99.79亿元、114.83亿元和140.16亿元。2016年公司支付其他与筹资活动有关的现金46.60亿元，其中为解付融资性质的到期票据支付22.95亿元。总体上看，公司近三年筹资规模逐渐增大，偿债压力有所增加。

2017年1~9月，公司经营活动现金流入117.78亿元，经营活动现金流净额11.37亿元，

公司经营活动现金流量净额保持较好水平；公司投资活动现金流入81.58亿元，主要为收到其他与投资活动有关的现金（公司赎回理财产品所致），公司投资活动现金流出主要由构建固定资产、无形资产及投资支付的现金构成，公司投资活动现金流量净额为4.90亿元，较2016年有所改善；筹资活动产生的现金流量净额为-0.48亿元，借款金额仍然较大。现金收入比有所改善，提升至84.84%。

总体看，公司经营活动获取现金的能力保持较好水平，收入实现质量有所改善，但投资支出较大，一定程度上依赖外部筹资。

6. 偿债能力

从短期偿债能力上看，公司流动比率、速动比率和经营性现金流负债比均呈波动增长趋势，2014~2016年底，公司流动比率分别为90.76%、77.90%和123.32%，三年平均值为103.18%；公司速动比率分别为71.51%、65.04%和111.34%，三年平均值为89.49%；公司经营性现金流流动负债比分别为6.81%、11.15%和8.16%，三年平均值为8.79%，公司经营活动获取的净现金对流动负债的保障能力波动上升。截至2017年9月底，公司流动比率和速动比率分别为96.21%和82.32%，较2016年底分别下降27.11个百分点和29.02个百分点。总体看，公司短期偿债能力指标较好。

从长期偿债能力上看，2014~2016年，公司EBITDA有所增长，分别为24.90亿元、28.96亿元和28.98亿元，年均复合增长7.88%，公司EBITDA利息倍数不断上升，分别为2.69倍、3.07倍和3.35倍；全部债务/EBITDA倍数呈波动增长趋势，分别为6.84倍、5.77倍和7.08倍。总体看，EBITDA对全部债务及利息的保护能力较好。公司整体偿债能力较好。

截至2017年9月底，公司无对外担保。

截至2017年9月底，公司共取得银行授

信 225.13 亿元,已使用授信额度 119.71 亿元。公司间接融资渠道较畅通。公司目前拥有东阳光科 (SH.600673) 和东阳光药 (1558.HK) 两家上市公司,直接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行征信中心开具的企业信用报告 (机构信用代码为: G10440305001355107),截至 2017 年 12 月 12 日,公司无未结清的不良信贷信息记录,在已结清的贷款中有一笔关注类贷款,为银行系统问题导致错误分类,中国农业银行深圳南山支行已就此作出说明。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点、电子材料行业和药业发展状况,以及未来公司战略的综合判断,公司整体抗风险能力强。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至目前,公司存续债券合计 16.00 亿元,包含“16 东阳光 MTN001”和“16 东阳光 MTN002” (以下简称“存续债券”),分别于 2016 年 7 月 27 日和 2016 年 8 月 31 日发行,发行期限均为 3 年。

2014~2016 年,公司 EBITDA 分别为 24.90 亿元、28.96 亿元和 28.98 亿元,分别为存续债券的 1.56 倍、1.81 倍和 1.81 倍,EBITDA 对存续期债券保障程度较高。2014~2016 年,公司经营活动现金流入量分别为 85.56 亿元、115.23 亿元和 134.59 亿元,分别为存续债券的 5.35 倍、7.20 倍和 8.41 倍;2014~2016 年,公司经营活动现金流量净额分别为 6.44 亿元、15.79 亿元和 12.58 亿元,分别为存续债券的 0.40 倍、0.99 倍和 0.79 倍,公司经营活动现金流入量对存续期债券保障程度高。

表 20 公司存续债券保障情况 (单位: 倍)

项目	2015 年	2016 年
一年内到期债券余额	--	--

现金类资产/一年内到期债券余额	--	--
经营活动现金流入量/应付债券余额	7.20	8.41
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.99	0.79
EBITDA/应付债券余额	1.81	1.81

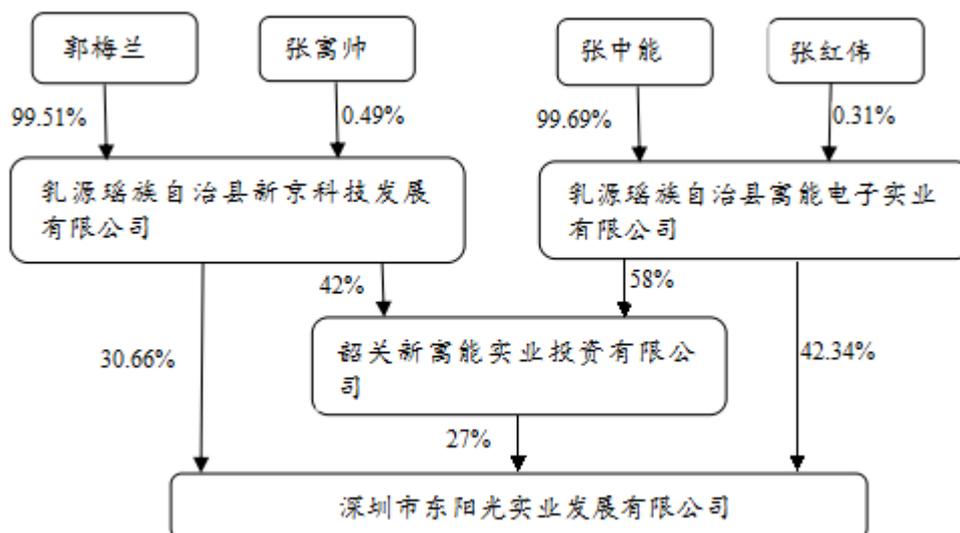
资料来源:联合资信整理

总体看,公司 EBITDA 对存续期债券保障程度较高,经营活动现金流入量对存续期债券保障程度高。

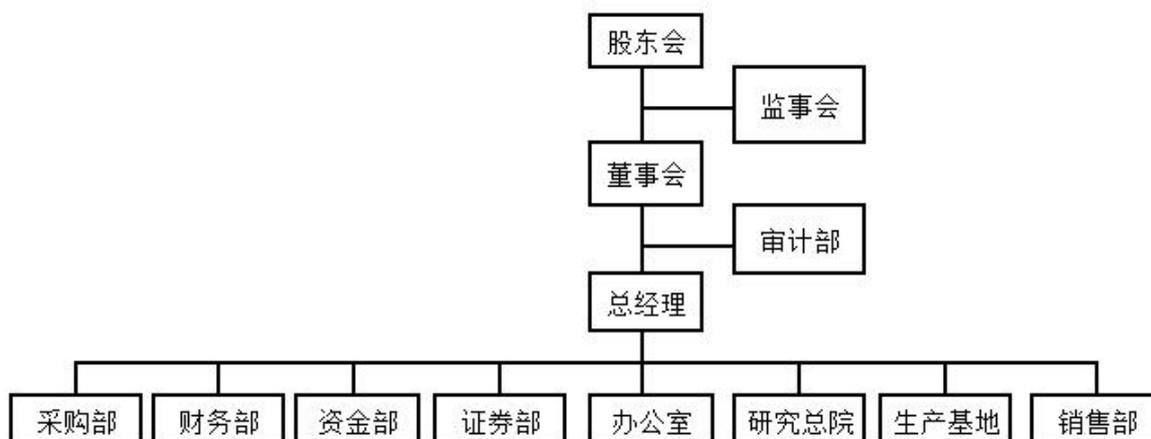
十一、 结论

综合评估,联合资信确定将深圳市东阳光实业发展有限公司主体长期信用等级调整为 AA⁺,评级展望为稳定,将“16 东阳光 MTN001”和“16 东阳光 MTN002”的信用等级调整为 AA⁺。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	30.05	52.76	58.17	74.13
资产总额(亿元)	271.89	319.41	401.89	414.84
所有者权益(亿元)	83.12	123.08	147.96	167.17
短期债务(亿元)	80.32	117.07	112.65	111.14
长期债务(亿元)	89.94	50.02	92.65	99.53
全部债务(亿元)	170.27	167.09	205.30	210.66
营业收入(亿元)	119.05	146.57	162.09	136.15
利润总额(亿元)	8.65	11.18	11.52	9.64
EBITDA(亿元)	24.90	28.96	28.98	--
经营性净现金流(亿元)	6.44	15.79	12.58	11.37
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.84	8.57	6.86	--
存货周转次数(次)	5.45	6.27	6.93	--
总资产周转次数(次)	0.47	0.50	0.45	--
现金收入比(%)	60.03	69.46	76.31	84.84
营业利润率(%)	21.83	21.47	20.96	21.88
总资本收益率(%)	6.12	5.89	4.86	--
净资产收益率(%)	8.11	6.50	5.99	--
长期债务资本化比率(%)	51.97	28.90	38.51	37.32
全部债务资本化比率(%)	67.20	57.58	58.12	55.76
资产负债率(%)	69.43	61.47	63.18	59.70
流动比率(%)	90.76	77.90	123.32	96.21
速动比率(%)	71.51	65.04	111.34	82.32
经营现金流动负债比(%)	6.81	11.15	8.16	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.69	3.07	3.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.84	5.77	7.08	--

注：1. 2017 年 1~9 月财务数据未经审计；

2. 公司应付债券中所包含的短期融资券计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款计入长期债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	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	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	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	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
BB	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。