

跟踪评级公告

联合[2017] 1830 号

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

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年七月二十七日



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 7 月 27 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	30.05	52.76	58.17	51.45
资产总额(亿元)	271.89	319.41	401.89	403.63
所有者权益(亿元)	83.12	123.08	147.96	150.82
短期债务(亿元)	80.32	117.07	112.65	123.62
长期债务(亿元)	89.94	50.02	92.65	88.92
全部债务(亿元)	170.27	167.09	205.30	212.54
营业收入(亿元)	119.05	146.57	162.09	38.81
利润总额(亿元)	8.65	11.18	11.52	3.64
EBITDA(亿元)	24.90	28.96	28.98	--
经营性净现金流(亿元)	6.44	15.79	12.58	2.97
营业利润率(%)	21.83	21.47	20.96	23.85
净资产收益率(%)	8.11	6.50	5.99	--
资产负债率(%)	69.43	61.47	63.18	62.63
全部债务资本化比率(%)	67.20	57.58	58.12	58.49
流动比率(%)	90.76	77.90	123.32	118.48
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 1~3 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, 电子材料盈利能力在同行业处于领先水平; 同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 公司新药研发投入规模大、产出具有一定不确定性、其他应收款规模大, 对公司资金形成一定占用等因素对公司信用状况可能带来的不利影响。

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, 地域行业周期性波动能力较强。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, 联合资信确定维持深圳市东阳光实业发展有限公司的主体长期信用等级为 AA, 评级展望为稳定, 维持“16 东阳光 MTN001”和“16 东阳光 MTN002”的信用等级为 AA。

优势

1. 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。
2. 跟踪期内, 公司抗病毒药物销量持续增长, 有助于进一步提高公司的盈利水平。
3. 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。
4. 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。
5. 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. 公司新药品种较多，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3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3月底，公司资产（合并）总计403.63亿元，所有者权益合计150.82亿元（其中包含少数股东权益64.83亿元）。2017年1~3月，公司实现营业收入38.81亿元，利润总额3.64亿元。

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3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 3 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未到付息日。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，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，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，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）保持温和上涨，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。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活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。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一

步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年

减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业经济环境

公司涉及的产业主要包括电子材料行业和药业等。

(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。目前公司是世界上最大的高压腐蚀箔、化成箔生产基地；是国内最大的空调散热用亲水箔生产基地；是国内高品质电子光箔、钎焊箔的主要生产商。

从全产业链来看，高纯铝经过轧制等多道工序，制成电子铝箔，电子铝箔再经过腐蚀、

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铝箔，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。

电子铝箔

电子铝箔是高纯铝箔，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。

电子铝箔行业集中度较高，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铝箔的国家，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，中高端电子铝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，正在进行电子铝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，设立乳源东阳光伏艾希杰精箔有限公司加大双方在电子铝箔产品生产和销售的合作。

随着下游各种消费电器的丰富，电子铝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铝箔，节能灯专用系列电子铝箔、变频器专用系列电子铝箔等。

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（含上游产品电子铝箔）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 年全球电极箔实际消费量约为 6.99 万吨，2013 年全球电极箔实际消费量约为 6.93 万吨，2014 年全球电极箔实际消费量约为 6.92 万吨。2015 年全球电极箔消费量约为 7.17 万吨，到 2019 年将达 8.26 万吨。总体来看，电极箔行业表现出了较强的周期性。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年行业下游产品家用洗衣机、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1-9月，家用空调同比增长40.6%，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，中游的电子铝箔、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。空调箱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

1. 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1-12月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、%)

	2013年			2014年			2015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	3819.9	284.7	7.29	4240.35	311.82	7.35	4614.21	351.03	7.61
化学药品制剂制造	5730.9	639.4	11.24	6303.71	733.92	11.64	6816.04	816.86	11.98
中药饮片加工	1259.4	94.2	7.52	1495.63	105.25	7.04	1699.94	123.9	7.29
中成药制造	5065	538.4	10.66	5806.46	597.93	10.3	6167.39	668.48	10.84
生物药品制造	2381.4	282.4	11.93	2749.77	321.84	11.7	3164.16	386.53	12.22

卫生材料及医药用品制造	1398.2	142.2	9.58	1662.32	152.39	9.17	1858.94	169.86	9.14
制药专用设备制造	138.2	16.5	12.13	158.86	18.26	11.49	182.02	19.00	10.44
医疗仪器设备及器械制造	1888.6	199.2	10.45	2136.07	219.29	10.27	2382.49	232.56	9.76
医药工业	21681.6	2197	10.09	24553.16	2460.69	10.02	26885.19	2768.23	10.3

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。

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。2015 年，中国化学药品原料药行业实现主营业务收入 4614.21 亿元，同比增长 8.22%，增速继续放缓；实现利润总额 351.03 亿元，同比增长 12.57%，销售利润率有所提高。

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。

2015 年，中国化学药品制剂行业实现主营业务收入 6816.04 亿元，同比增长 8.13%；实现利润总额 816.86 亿元，同比增长 11.30%。

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。

中国中药行业进入 21 世纪后增长迅速，行业规模、工业化水平显著提高。中成药制造和中药饮片加工子行业销售收入从 2013 年至 2015 年复合增长率分别达到 10.35% 与 16.18%，市场呈现稳定增长态势。2015 年，中成药制造行业实现营业收入 6167.39 亿元，同比增长 6.22%；实现利润总额 668.48 亿元，同比增长 11.80%。

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。

2. 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

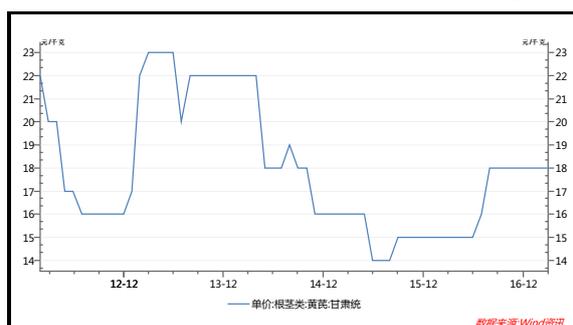
近年来，中药材价格出现较大幅度的波动，直接影响中成药生产企业原材料采购成本。

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。

3. 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

4. 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 3 月底，公司注册资本 10.96 亿元，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 2.96 亿元；增资完成后，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。

2. 企业规模

公司产业主要集中在医药、电子材料和健康养生三大领域。截至 2017 年 3 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 4050 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→电子铝箔→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。

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，主要受大环内脂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，主要是受扩产、培育等成本因素变动影响；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，主要是该板块业务（机械加工、建筑工程、包装印刷及文化旅游项目）易受市场行情影响，其销售及产品价格波动较大。整体看，公司毛利率呈波动增长趋势。

2017 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 37.94 亿元，为 2016 年全年收入的 25.19%；电子材料板块毛利率为 14.28%，较 2016 年下降 3.78 个百分点；医药制造板块毛利率 56.08%，

较 2016 年增长 18.36 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，受上述因素影响，公司 2017 年 1~3 月毛利率上升至 24.52%。

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。

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 1-3 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	15.14	39.91	14.28
医药制造	17.82	16.38	30.28	20.87	15.77	41.90	28.24	18.75	37.72	8.00	21.09	56.08
能源电力	9.27	8.52	17.69	9.17	6.93	20.01	13.08	8.69	15.77	2.51	6.61	11.80
货物贸易	25.09	23.07	0.19	43.36	32.76	0.45	38.70	25.69	0.46	8.35	22.01	0.49
冬虫夏草	3.52	3.23	72.91	6.65	5.02	68.65	9.86	6.55	71.21	2.84	7.49	75.69
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	1.10	2.89	15.22
合计	108.76	100.00	18.27	132.36	100.00	17.67	150.61	100.00	19.97	37.94	100.00	24.52

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等三大类业务，主要由上市公司东阳光科生产，产品包括高纯铝、亲水箱、钎焊箔、化成箔、铝电解电容器、铝深加工制品、新型制冷剂产品和磁性材料等电子材料和氟化工新材料产品等，已形成从高纯铝—电子铝箔—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
亲水箱 (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 1~3 月	100000.00	19199.00	1.79
化成箔 (万 m ² 、元/m ²)	2014	4000.00	2959.00	60.71
	2015	4050.00	2525.00	58.94
	2016	4050.00	2635.00	41.44
	2017 年 1~3 月	4050.00	687.00	42.01
铝电解电	2014	15000.00	10815.00	3.53

容器 (大、万只、元/只)	2015	15000.00	4446.00	3.17
	2016	15000.00	4733.00	4.18
	2017 年 1~3 月	15000.00	1137.00	4.97
磁性材料 (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 、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、万元/吨)	2014	50000.00	22521.00	3.76
	2015	50000.00	14460.00	3.39
	2016	50000.00	11972.00	1.76
板带材 (吨、万元/吨)	2014	50000.00	3108.00	1.84
	2015	50000.00	8621.00	1.75
	2016	50000.00	6275.00	1.73
钎焊箔 (吨、万元/吨)	2014	50000.00	6416.00	1.33
	2015	50000.00	1621.00	1.26
	2016	50000.00	18084.00	2.01
2017 年 1~3 月	2017 年 1~3 月	50000.00	23696.00	1.92
	2017 年 1~3 月	50000.00	28076.00	1.86
	2017 年 1~3 月	50000.00	7492.00	0.63

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。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，因电子产品受经济环境影响，销量下滑，导致合金板材订单减少，产量下降；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，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，主要产品产量较2015年上升，整体产能利用率出现明显回升。

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3月底，铝电解电容器（大）年产能1.5亿只；亲水箔年产能10万吨；化成箔年产能4050万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。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、元/度, 万元)

主要原材料	2013年	2015年	2016年	2017年3月	
工业盐	采购数量	323726	303097	314538	77689
	采购均价	332	293	243	315
	采购额	10757	8881	7650	2446
涂料	采购数量	3385	2996	3559	1048
	采购均价	18036	17030	14000	13937
	采购额	6106	5102	4983	1461
铝锭	采购数量	77041	74552	62331	12986
	采购均价	13737	12401	10826	11809
	采购额	105831	92451	67482	15335

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1~3月，电子材料前5名供应商采购合计占比43.27%，采购集中度较高。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3月底，内部关联公司用电量约占总售电的72%，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 1~3 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	107951.54	71.29
国外	174810.80	35.72	148120.64	33.21	151835.10	31.33	43464.75	28.71
合计	489371.36	100.00	446057.41	100.00	484678.55	100.00	151416.29	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 1~3 月公司国内销售、国外销售收入占比分别为 71.29%和 28.71%。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、仿制药生产基地及新药研发队伍。目前公司药业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）：阿奇霉素分散片、罗红霉素片、苯磺酸氨氯地平片、磷酸奥司他韦胶囊、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 3 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国内

第一位。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 (%)
硫氰酸红霉素	2014	4850	3991.00	82.29
	2015	4110	4454.50	108.38
	2016	4500	3620.89	80.46
	2017年1~3月	4500	1058.42	--
红碱	2014	600	328.00	54.67
	2015	180	81.53	45.29
	2016	300	330.33	110.11
	2017年1~3月	300	76.84	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1~3月	180	24.71	--
克拉霉素	2014	100	89.00	89.00
	2015	100	98.95	98.95
	2016	100	122.51	122.51
	2017年1~3月	100	32.15	--
罗红霉素	2014	60	14.00	23.33
	2015	60	3.25	5.42
	2016	60	2.99	4.98
	2017年1~3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，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
	2017年1~3月	885.60
制剂-抗感染药	2014	1705.00
	2015	1648.59
	2016	676.03
	2017年1~3月	135.71
制剂-心血管药	2014	2413.00
	2015	2281.47
	2016	1448.26
	2017年1~3月	315.57
制剂-其他类药	2014	630.00
	2015	655.02
	2016	688.35
	2017年1~3月	178.13

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。

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，三年来，公司制剂产品（抗病毒药）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1~3月
玉米淀粉	采购数量 (吨)	70625.84	79886.32	73036.40	24690.86
	采购均价 (元/公斤)	2.90	3.16	2.54	2.48
	采购额 (万元)	20457.00	25277.63	18546.62	6133.60
豆油	采购数量 (吨)	10461.70	10934.60	8859.22	2499.82

	采购均价(元/公斤)	8.50	9.42	9.28	9.52
	采购额(万元)	8892.80	10304.11	8219.64	2379.59
黄豆饼粉	采购数量(吨)	19355.68	20363.80	16556.40	4511.25
	采购均价(元/公斤)	5.59	6.58	6.41	6.51
	采购额(万元)	10824.69	13397.95	10606.88	2935.77

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; 制剂产品采用自营销售和代理分销两种模式进行销售。

表 12 公司医药板块销售情况

产品	年度	销量	平均价格 (元/吨、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1~3月	966.36	244431.36	23620.74
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1~3月	93.00	396637.33	3688.73
制剂-抗病毒药(盒)	2014	374.49	51.96	19457.96
	2015	950.92	48.48	46100.92
	2016	1594.85	46.39	73980.80
	2017年1~3月	704.89	51.10	36017.57
制剂-抗感染药(盒)	2014	1948.47	2.19	4275.95
	2015	1829.54	2.14	3919.81
	2016	713.97	2.03	1451.80
	2017年1~3月	96.60	1.81	174.39
制剂-心血管药(盒)	2014	2360.53	4.44	10414.64
	2015	2455.56	4.42	10860.66
	2016	1476.72	6.02	8889.18
	2017年1~3月	260.16	9.60	2497.97
制剂-其他类药(盒)	2014	691.50	10.30	7123.58
	2015	711.02	10.84	7710.52
	2016	642.64	13.24	8511.28
	2017年1~3月	119.40	15.09	1801.39

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)。

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。

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, 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1~3月分别为87.82%和12.18%。

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1~3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	68190.72	87.82
国外	17858.10	8.06	27894.94	10.72	33469.15	15.12	9458.16	12.18
合计	221559.69	100.00	260105.25	100.00	221371.60	100.00	77648.88	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3月底，公司的新药研发已申请1185项医药专利，其中授权236项，受理949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过程。

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，降低电子材料业务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日起至今，上网电价为0.3981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15 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1-3月
发电量	27.02	27.10	27.88	8.61
售电量	25.71	25.71	26.32	7.93
内销量	21.84	21.00	21.03	5.74
外销量	3.87	4.71	5.29	2.19

资料来源：公司提供

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1~3月公司冬虫夏草产品实现销售收入2.84亿元，毛利率为75.69%。公司目前冬虫夏草已经拥有15000公斤的年产能(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16 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1-3月
产能	3000	4800	10000	10000
产量	2583	6150	10500	2740
销量	2305	5256	9320	2590
销售金额	35171	66465	98647	28411
毛利率	72.91	69.18	71.21	75.69

资料来源：公司提供

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，成为公司新的利润增长点。

目前公司在建项目有：年产800吨林可霉素原料药、1万吨/年聚偏氟乙烯项目、电厂配套煤矿项目以及冬虫夏草项目。以上项目总投资17.69亿元，截至2017年3月底已完成投资

11.14 亿元，2017 年计划投资 3.99 亿元。未来一段时间内对于资金的需求不高。

总体上，公司近期项目建设较前期下降，

表 17 公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划建设周期	已完成建设进度	总计划投资额	截至 2017 年 3 月底已投资	2017 年计划投资	2018 年计划投资	2019 年计划投资
1 万吨/年聚偏氟乙烯项目	2015.6-2017.12	58.93%	22454	13233	7000	2221	--
松南煤矿	2012.8-2017.12	68.48%	52425	35900	16525	--	--
年产 800 吨林可霉素原料药	2015.10-2017.6	96.66%	30000	29000	1000	--	--
年产 6000 吨（半）纤维素酶技改项目	2015.9-2017.5	97.33%	15000	14600	400	--	--
西藏林芝冬虫夏草抚育基地（一期）	2014.10-2018.9	31.05%	57000	18700	15000	23300	--
合计	--	--	176879	111433	39925	25521	--

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，天健会计师事务所会计师事务所（特殊普通合伙）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 年一季度财务报表未经审计。

2015 年公司合并报表范围增加了新设立的宜昌盛草康商贸有限公司、西藏林芝高原雪都景区管理有限公司（本期公司尚未实际出资）及乳源瑶族自治县东阳光投资有限公司（本期公司尚未实际出资），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，截至 2016 年底，公司合并财务报

表合并范围的企业户数共 81 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 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 3 月底，公司资产（合并）总计 403.63 亿元，所有者权益合计 150.82 亿元（其中包含少数股东权益 64.83 亿元）。2017 年 1~3 月公司实现营业收入 38.81 亿元，利润总额 3.64 亿元。

2. 资产质量

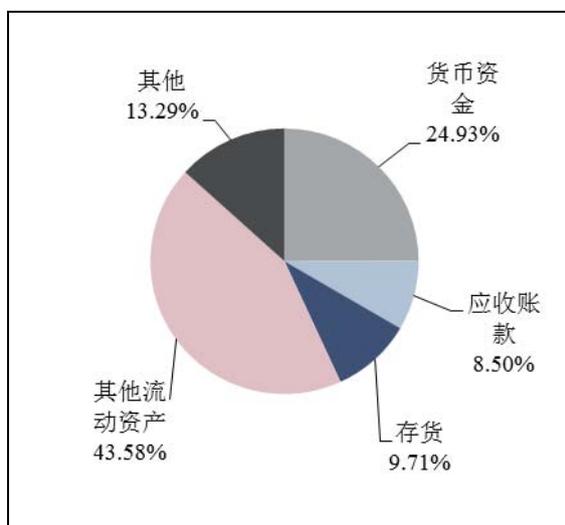
2014~2016 年，公司资产总额有所增长，年均复合增长 21.58%。截至 2016 年底，公司资产总额为 401.89 亿元，较 2015 年底增长 25.82%，主要系其他流动资产增长所致，其中，流动资产占 47.29%，非流动资产占 52.71%。非流动资产在资产总额中占比较大。

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 28 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

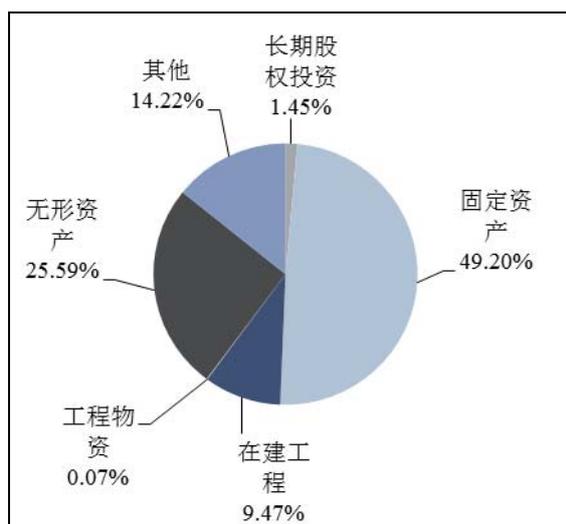
(占 6.18%) 和消耗性生物资产 (占 8.27%)。2016 年公司对原材料、库存商品和发出商品计提跌价准备, 共计计提跌价准备 0.22 亿元, 计提比例 0.12%, 计提比例一般。

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 3 月底, 公司合并资产总额为 403.63 亿元, 较 2016 年底增长 0.43%, 其中流动资产为 186.22 亿元, 占 46.14%; 非流动资产为 217.41 亿元, 占 53.86%。

总体看, 公司资产结构中, 固定资产占比较高。

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 3 月底，公司所有者权益为 150.82 亿元，较 2016 年底增长 1.93%，其中归属于母公司所有者权益占 57.01%，少数股东权益占 42.99%。归属于母公司的所有者权益中股本占 12.75%、资本公积占 56.73%、未分配利润占 26.59%，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，韶关新寓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3月底，公司负债总额合计252.81亿元，较2016年底下降0.44%，其中流动负债占62.17%，非流动负债占37.83%，较2016年底变化不大。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62.63%、58.49%和37.09%，均较2016年底变化不大。

总体看，近年来，公司债务规模呈波动增长趋势，但由于韶关新寓能的注资，公司债务负担有所下降。

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1~3月，公司实现营业收入38.81亿元，为2016年全年的23.95%；营业利润率为23.85%，公司营业外收入为0.34亿元，利润总额为3.64亿元，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，但盈利指标呈下降趋势。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 1~3 月，公司经营活动现金流入 31.99 亿元，经营活动现金流净额 2.97 亿元，公司经营活动现金流量净额保持较好水平；公司投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-9.64 亿元及 8.12 亿元，投资支出和借款金额仍然较大。现金收入比有所改善，提升至 81.01%。

总体看，公司经营活动获取现金的能力稳定，收入实现质量有所改善，资本支出规模较大，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 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 118.48%和 106.76%，较 2016 年底分别下降 4.84 个百分点和 4.58 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 3 月底，公司无对外担保。

截至 2017 年 3 月底，公司共取得银行授

信 226.60 亿元,已使用授信额度 118.35 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 7 月 1 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 19 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

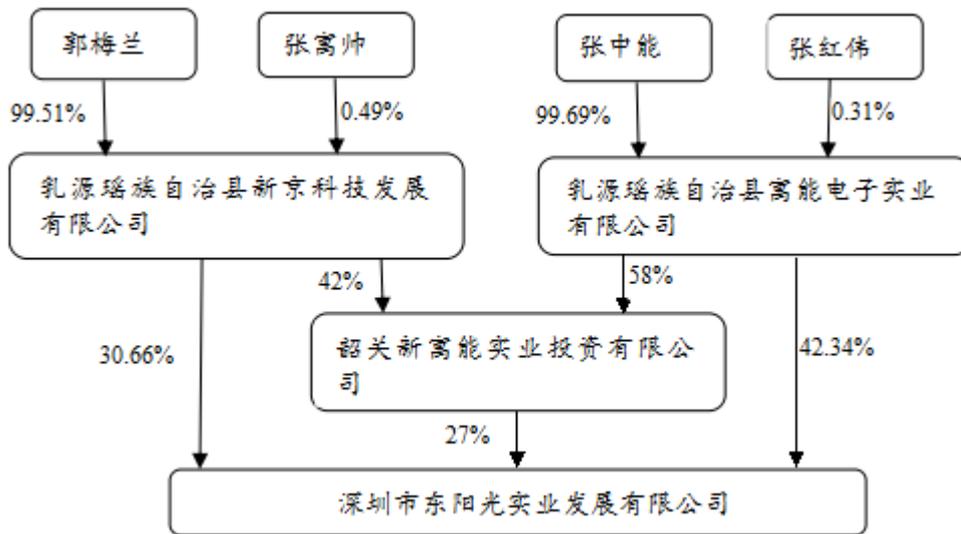
资料来源:联合资信整理

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。

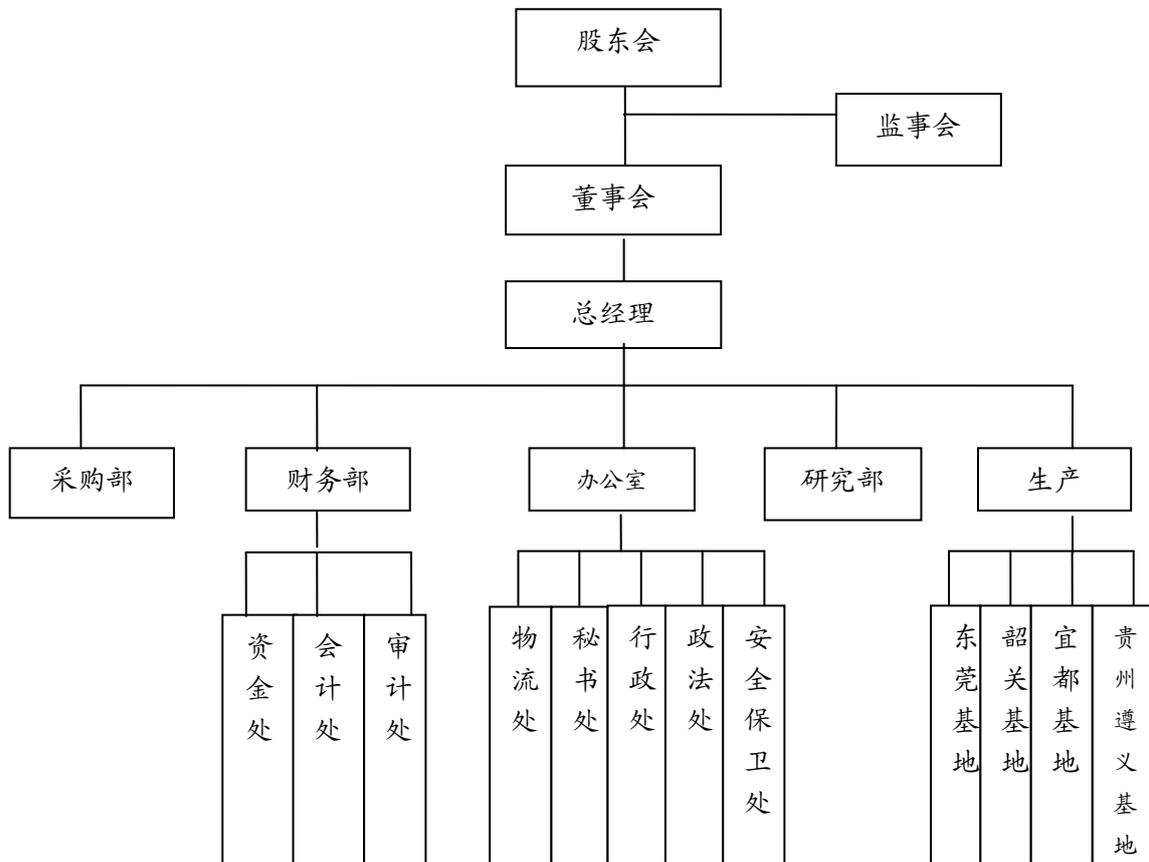
十一、 结论

综合评估,联合资信确定维持深圳市东阳光实业发展有限公司主体长期信用等级为 AA,评级展望为稳定,维持“16 东阳光 MTN001”和“16 东阳光 MTN002”的信用等级为 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 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	30.05	52.76	58.17	51.45
资产总额(亿元)	271.89	319.41	401.89	403.63
所有者权益(亿元)	83.12	123.08	147.96	150.82
短期债务(亿元)	80.32	117.07	112.65	123.62
长期债务(亿元)	89.94	50.02	92.65	88.92
全部债务(亿元)	170.27	167.09	205.30	212.54
营业收入(亿元)	119.05	146.57	162.09	38.81
利润总额(亿元)	8.65	11.18	11.52	3.64
EBITDA(亿元)	24.90	28.96	28.98	--
经营性净现金流(亿元)	6.44	15.79	12.58	2.97
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	81.01
营业利润率(%)	21.83	21.47	20.96	23.85
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	37.09
全部债务资本化比率(%)	67.20	57.58	58.12	58.49
资产负债率(%)	69.43	61.47	63.18	62.63
流动比率(%)	90.76	77.90	123.32	118.48
速动比率(%)	71.51	65.04	111.34	106.76
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 1~3 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+一年内到期的长期(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。