跟踪评级公告

联合[2015] 2151 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持华邦生命健康股份有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15华邦颖泰CP001”A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年十月十四日

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

华邦生命健康股份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

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 华邦颖泰 CP001	10 亿元	2015/08/10-2016/08/09	A-1	A-1

跟踪评级时间：2015 年 10 月 14 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
现金类资产(亿元)	5.34	12.74	11.29	19.53
资产总额(亿元)	59.22	76.48	135.68	165.05
所有者权益(亿元)	29.57	40.12	57.32	76.36
短期债务(亿元)	17.90	24.18	36.91	43.46
全部债务(亿元)	18.12	25.42	67.17	74.52
营业收入(亿元)	38.77	44.64	48.67	33.23
利润总额 (亿元)	4.46	3.91	4.97	4.84
EBITDA(亿元)	6.47	6.17	9.31	--
经营性净现金流(亿元)	2.58	3.50	4.56	-3.99
营业利润率(%)	25.05	25.81	30.05	30.85
净资产收益率(%)	12.54	7.90	7.78	--
资产负债率(%)	50.07	47.54	57.75	53.74
全部债务资本化比率(%)	37.99	38.79	53.96	49.39
流动比率(%)	99.61	104.96	118.57	129.85
全部债务/EBITDA(倍)	2.80	4.12	7.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.02	5.96	3.99	--
经营现金流动负债比(%)	9.39	10.57	9.92	--

注：1. 2015 年上半年财务数据未经审计；
2. 其他流动负债中计息部分计入短期债务；
3. 现金类资产计算中已剔除受限货币资金。

分析师

杨 涵　张小平

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）

Http：//www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对华邦生命健康股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为一家以医药制剂、农药和原料药制造为主业的综合性企业，在皮肤科和结核科等细分领域的临床用药市场有较强的品牌优势和较高的市场占有率，研发实力较强。跟踪期内，公司资产规模和收入水平持续增长，盈利能力有所提升。同时，联合资信也关注到农药行业竞争激烈、公司商誉资产占比高、期间费用占比高、债务规模增长快等因素对公司信用基本面带来的负面影响。

未来，公司在医药业务方面将大力开拓皮肤科药品OTC市场，并积极布局心脑血管科药品等新的业务领域；在农化业务方面积极向下游延伸，建设农药制剂生产项目，新业务有望增大公司收入规模，同时农化业务产业链的延伸有利于增强其抗风险能力。

综合以上，联合资信维持公司的主体长期信用等级 AA，评级展望为稳定，并维持“15 华邦颖泰 CP001”A-1 的信用等级。

优势

1. 公司在皮肤科和结核科等细分领域的临床用药市场有较强的品牌优势和较高的市场占有率。
2. 跟踪期内，公司资产规模进一步扩大，盈利能力增强，公司现金类资产和经营活动现金流入量对“15华邦颖泰CP001”保障程度较强。
3. 跟踪期内，公司控股子公司北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司股票获准同意在全国中小企业股份转让系统挂牌。

关注

1. 国内农药行业企业数量多，市场竞争激烈；公司农药业务以出口为主，面临一定汇率波动风险。
2. 公司近年来股权收购活动较多，形成较多的商誉资产，且给管理带来一定挑战，收购资产内部整合效果有待观察。
3. 跟踪期内，公司债务规模增长较快。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与华邦生命健康股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与华邦生命健康股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因华邦生命健康股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由华邦生命健康股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“15 华邦颖泰 CP001”到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于华邦生命健康股份有限公司主体长期信用及存续期内债券“15 华邦颖泰 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

华邦生命健康股份有限公司（以下简称“公司”）前身为 1992 年 3 月成立的重庆华邦生化技术有限公司。2001 年 9 月，经重庆市经济委员会渝经企指【2001】13 号文批准，由张松山、重庆渝高科技产业（集团）股份有限公司和潘明鑫等 37 名发起人，将其整体变更为重庆华邦制药股份有限公司。2004 年 6 月，经中国证券监督管理委员会批准，公司首次公开发行 2200 万股股票，并在深圳中小企业板上市交易，股票代码为“002004”。2011 年 9 月，中国证监会核准公司换股吸收合并北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司（以下简称“颖泰嘉和”）。2013 年 2 月，公司在深圳证券交易所非公开发行了 6557.38 万股人民币普通股，注册资本增加至 56805.28 万元，同时，公司名称变更为“华邦颖泰股份有限公司”，证券简称变更为“华邦颖泰”，证券代码不变。2013 年 7 月，公司完成限制性股票激励计划，102 位激励对象有效认购公司发行的 1268 万股限制性股票；2014 年 5 月，公司收到新增注册资本 9509.71 万元，增发后公司股份数量为 67582.99 万股；2014 年 6 月，公司将限制性股票 17.00 万股进行了回购注销，公司注册资本变更为 67565.99 万元；2015 年 1 月，公司增加注册资本 7773.32 万元，由特定对象按照中国证券监督管理委员会核准的方式认购缴足，变更后注册资本为人民币 75339.32 万元；2015 年 5 月，公司实施 2014 年度权益分派，以总股本 753393154 股为基数，用资本公积转增股本，每 10 股转增 15 股，转增后总股本为 1883482885 股，注册资本为人民币 1883482885.00 元。2015 年 9 月，公司名称由“华邦颖泰股份有限公司”变更为“华邦生命健康股份有限公司”。

公司经营范围：从事投资业务，精细化工、生物化学、试剂产品开发及自销（国家法律法规规定需前置许可或审批的项目除外），药品研究，新型农药产品研发及相关技术开发、转让及咨询服务，销售化工产品及原料（不含危险化学品）、香精、分析仪器、电子计算机及配件、日用百货、普通机械、建筑材料及装饰材料（不含危险化学品）、五金、交电，货物及技术进出口。（以上经营范围法律、法规禁止的项目除外，法律、法规限制的项目取得许可或审批后方可从事经营。

截至 2015 年 6 月底，公司按事业部制设立农化事业部、医药事业部、原料药事业部以及旅游和其他业务事业部。

截至 2014 年底，公司资产总额 135.68 亿元，所有者权益 57.32 亿元（含少数股东权益 3.64 亿元）；2014 年，公司实现营业收入 48.67 亿元，利润总额 4.97 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司资产总额 165.05 亿元，所有者权益 76.36 亿元（含少数股东权益 3.64 亿元）；2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 33.23 亿元，利润总额 4.84 亿元。

公司注册地址：重庆市渝北区人和星光大道 69 号；法定代表人：张松山。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率 的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服

务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 医药行业

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。

自 1998 年以来，医药工业增速大约为 GDP 增速的 1～1.5 倍。1998～2004 年中国医药工业总产值年复合增长率达到 17.5%，高于同期 GDP 复合增长率 4.85 个百分点。2005～2006 年，医药工业加大改革力度，加快了结构调整步伐。2007～2008 年医药行业景气度高企，进入高速发展阶段。2009 年，全球金融危机影响

进一步深化，化学原料药出口受到较大影响，医药工业总产值增速有所下滑。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，2010 年实现医药工业总产值 11933.82 亿元，同比增长 27.1%。2011 年中国医药产业呈现平稳快速增长的态势，实现产值 15707 亿元，同比增长 28.5%。截至 2012 年底，医药产业共有 6625 家企业，总资产 16408 亿元，同比增长 18.4%。2012 年完成产值 18255 亿元，同比增长 21.7%。其中，化学药品原药 3305 亿元，同比增长 16.6%；化学药品制剂 5089 亿元，同比增长 24.7%；中药饮片 1020 亿元，同比增长 26.4%；中成药 4136 亿元，同比增长 21.3%；生物生化药品 1853 亿元，同比增长 20.5%；医疗器械 1573 亿元，同比增长 20.6%。2012 年医药产业工业增加值增长 14.5%，高出工业增速 4.5 个百分点。2013 年，中国医药制造业实现主营业务收入 20592.93 亿元，利润总额 2071.67 亿元.

2014 年，中国医药制造业实现主营业务收入 23325.61 亿元，同比增长 12.94%，利润总额 2322.20 亿元，同比增长 12.09%，增长速度虽较前两年有所回落，但仍保持较高水平。

细分行业方面，从近三年增长速度看，生物生化品制造、卫生材料及医药用品制造、中成药制造以及中药饮片加工四个行业保持快速增长，收入规模年均增速保持在 20%以上；从盈利能力看，生物生化制品制造、化学药品制剂制造和中成药制造保持较高的销售利润率，化学药品原药制造和中药饮片加工盈利能力明显偏低。近年来医药行业效益有所分化，中成药制造总体保持快速增长，盈利能力较强。

总体看，中国医药行业规模增长迅速，随着医疗改革的体系的逐渐成熟，中国医疗产业的经济效益呈现较好的发展态势。

2. 农药行业

农药按照能否直接使用可以分为原药和制剂，原药是以石化产品为主要原料，通过化学合成技术得到，一般不可直接施用；在原药基础上，加上分散剂和助溶剂等原辅料，可产出制剂产品。除草剂、杀虫剂、杀菌剂为农药市场最主要的三大品种。

全球农药公司可分为研发型农药公司和非专利农药公司。前者主要从事新农药的创制并拥有专利，虽然这类生产企业可以获得丰厚的利润，但是需要大量的研发费用，面临很大的研发风险，而由于仿制农药在知识产权、安全性、作用对象等方面不存在疑义，且省去开发费用，其销量往往比在专利保护期内有很大提高。非专利农药公司又称仿制类企业，主要生产专利期已满或不受专利约束的仿制农药，这类公司数量最多，最大的两家非专利农药公司是以色列的马克西姆-阿甘和澳大利亚的纽发姆。

随着生产能力的国际转移，中国已是世界上最大的农药原药生产国。目前中国农药原药产能供过于求，过剩产品主要出口。从产品结构来看，中国农药主要以杀虫剂和除草剂为主，杀菌剂产量较少。农药具有很高的投入产出比，在维持或提高单位面积产量方面具有显著效果，需求刚性突出。随着近年中国对农业的政策倾斜，农业种植积极性大幅提高，并带动了农药产品的需求量增长。江苏、山东、浙江、湖南、安徽等省份是最主要的生产地区，上述省份农药产量合计占中国农药总产量的 70%以上。2014 年中国化学农药原药(折有效成分 100%)产量为 374.40 万吨，同比增长 1.42%。

中国现有农药企业 2600 余家，其中原药生产企业 600 余家，制剂生产企业近 2000 家，但制剂生产企业规模较小。目前，中国大部分的农药原药产品仍为仿制品，主要依靠生产国外专利保护过期产品，自创品种数量不足 10%，原药生产企业尽管规模相对较大，但原创性方面缺乏竞争力，且由于近年国内产能过剩压力，利润空间受到挤压。

目前农药行业利润正呈现从原药向制剂和

销售渠道转移的态势。以草甘膦除草剂为例，中国企业以原药形式出口，价格低廉，而一些世界级农药企业通过销售不同浓度的制剂、稀释助剂和施药器材往往能够获得几倍甚至几十倍的收入或毛利，中国农药企业的盈利能力仍处于低水平。

在经过 2013 年一轮快速增长之后，2014 年，中国农药制造业利润水平有所回落，全年实现收入 3008.41 亿元，同比增长 6.96%，实现利润总额 225.92 亿元，同比降低-1.46%。2015 年 1~6 月，农药制造企业收入、利润规模同比保持较快增长（实现收入 1547.83 亿元，同比增长 5.99%；实现利润总额 107.87 亿元，同比增长 4.91%），收入及利润增速有所回升。

总体看，2014 年以来，农药制造企业收入保持增长，利润规模同比有所回落，行业盈利能力有所回落。农药企业目前正面临单体生产规模偏小、科研实力薄弱、行业集中度低等不利因素的影响；得益于国家粮食安全战略的实施、农业投入的增长以及农药市场巨大的容量和稳定的刚性需求，中国农药产业有望保持增长趋势。

3. 区域经济环境

重庆市作为西部唯一的直辖市，是长江上游最大的经济中心和交通枢纽、六大老工业基地和十大装备制造业基地之一，也是政府极力发展的西部汽车制造中心及机械制造基地。政府在西部地区实施了一系列优惠政策，包括税务优惠、政府津贴、优先贷款及基建投资等；装备制造业作为重庆市支柱产业之一，在政策上获得了较多扶持。

2014 年重庆市地区生产总值达到 14265.40 亿元，同比增长 10.9%，高出全国平均 3.2 个百分点。工业方面，2014 年重庆市规模以上工业增加值同比增长 14.6%，高出全国平均水平 6.5 个百分点；分行业看，汽车制造业稳步回升，产值增长 19.9%，占全市工业总产值的 20.5%。

投资方面，2014 年重庆市固定资产投资规模总额 13223.75 亿元，投资规模创历史新高，同比增长 18.0%，较 2013 年增速下滑 5.5 个百分点，延续 2011 年以来的增速放缓趋势。其中，第二产业投资 4167.87 亿元，增长 17.9%，占全市固定资产投资总额的 31.5%。外贸方面，2014 年重庆市全年进出口总额达 954.5 亿美元，增长 37.6%，高出全国平均水平 34.2 个百分点，排名西部第 1。其中：出口总额 634.09 亿美元，增长 35.5%；进口总额 320.41 亿美元，增长 46.3%，增速分别高出全国平均水平 29.2 和 45.9 个百分点。引资方面，2014 年重庆市利用外资 106.29 亿美元，与上年持平，其中，外商直接投资 42.33 亿美元，增长 2.2%；实际利用内资金额 7246.89 亿元，增长 20.6%。

总体看，2014 年重庆市经济再创新高，作为西部地区的重点城市，重庆市实现了经济社会的持续健康发展，经济增长的质量和效益显著提高。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2015 年 7 月底，前 10 名普通股股东持股情况为：重庆汇邦旅业有限公司（以下简称“汇邦旅业”）持有公司 13.28%的股份，自然人张松山、李生学、董晓明、肖建东和于俊田，分别持有公司 8.29%、4.66%、4.16%、4.16%、和 3.09%的股份，其余 4 名股东合计持有公司 5.74%的股份，其中重庆汇邦旅业实际控制人为自然人张松山。

2. 企业规模

公司主要业务包括医药制剂、农药和原料药制造。2014 年，公司医药、农药和原料药板块分别实现营业收入 7.41 亿元、37.37 亿元和 2.48 亿元，实现利润总额分别为 1.67 亿元、3.48 亿元和 0.53 亿元。公司医药板块主要生产皮肤科用药和抗结核药，医药产品覆盖医院超过 3500 家，药店近 40000 家，皮肤科用药占领中

国皮肤科医院市场近 10%的市场份额，排名业内第一位，抗结核药品市场份额占有率排名业内第二位；公司农化事业部农化事业部获得授权专利 64 项，其中国外专利 1 项，获得国家北京市高新技术企业称号，北京市、山东省企业技术中心称号、十百千工程重点培育企业称号和中国农药企业百强称号。

3. 人员素质

截至 2015 年 6 月底，公司有董事 12 名，其中独立董事 4 名；高级管理人员 12 名。

公司董事长兼总经理张松山先生，中国籍，1961 年生，博士学位，高级工程师。1985 年 10 月至 1987 年 10 月于防化指挥工程学院工作；1987 年至 1992 年就读于北京大学化学系；1992 年 3 月至 1994 年 9 月任重庆华邦生化技术有限公司总经理，1994 年至 2001 年 9 月历任重庆华邦制药有限公司董事、总经理，兼任新药开发部研究员；2001 年 9 月至今担任公司董事长，2012 年 11 月开始兼任公司总经理、2013 年 4 月至 2014 年 1 月 10 日兼任本公司财务总监。张松山先生同时兼任重庆汇邦旅业有限公司董事长、北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司董事、重庆华邦制药有限公司董事、陕西汉江药业集团股份有限公司董事。

截至 2015 年 6 月底，公司共有在职员工 6817 人。从学历分布来看，本科及以上学历占 21.90%，专科学历占 20.32%，高中及以下占 57.78%；从职称分布来看，高级职称占 3.58%，中级职称占 12.10%，初级职称占 19.46%；从年龄分布来看，51 岁以上人员占 4.62%，31～50 岁占 55.01%，30 岁以下占 40.37%。

总体看，高级管理人员有丰富的管理经验和行业经验，员工文化素质水平较高。

4. 技术水平

公司研发实力较强，在医药、农化、医药原料药方面均具有较强的研发实力，并重视研发投入。

医药事业部方面，公司研发实力较强，目前公司医药事业部研发团队有博士 8 人，硕士及以上学历研究人员占比 49.52%。具备顺利完成一类新药的选题立项、研究开发、注册申报等所有关键环节的能力。截至目前，公司已取得原料药注册批件 26 个，制剂 65 个。在研在审化药项目 70 个，其中原料药项目 30 个、制剂项目 40 个。公司积极鼓励创新，部分创新成果已申请专利保护。截止 2014 年底，公司共提交发明专利申请 128 项，其中 50 项获得授权。维甲酸类药物合成工艺关键技术专利 2013 年已进入美国、欧洲和澳大利亚，并在美国和澳大利亚已获得授权。。

原料药方面，公司原料药事业部在全国化学制药企业 3500 家综合指标排名 100 位以内，是最早在国外进行产品注册登记的公司之一，其中 4 个产品在美国 FDA 注册，8 个产品在欧盟 EDQM 注册并取得 CEP 证书，部分产品在全世界 30 多个国家注册成功。截至 2014 年底，已经拥有 4 个独立知识产权的专利技术，7 个技术专利正在审查之中。目前汉江药业拥有的农业部和国家食品药品监督管理局批准的产品批准文号共计 16 个。

农化事业部拥有国内一流的研发设施和研发队伍。近年来，农化事业部已申报的国家发明专利 138 项，获得授权专利 64 项，其中国外专利 1 项；参与制定如 3-氯-2-甲基苯胺（HGT 3958-2007）产品等 12 项行业标准，参与制定联合国粮食及农业组织（FAO）国际标准 2 项，农化事业部在氟化物和氯化物合成路径工艺、结晶分离技术、精馏提纯技术等方面取得了多项成果，掌握了 3-氯-2-甲基苯胺、2,6-二氯甲苯、氟苯、邻氟甲苯等中间体的关键技术，形成了拥有完整自主知识产权的技术体系。

六、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。

七、重大事项

根据公司2015年10月8日发布的《华邦生命健康股份有限公司关于控股子公司北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司股票在全国中小企业股份转让系统挂牌获得同意的公告》，颖泰嘉和已收到全国股转公司综合事务部印发的《关于同意北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司股票在全国中小企业股份转让系统挂牌的函》（股转系统函[2015]6386号）。经全国中小企业股份转让系统有限责任公司审查，同意颖泰嘉和股票在全国中小企业股份转让系统挂牌，转让方式为协议转让。因颖泰嘉和申请挂牌时股东人数未超过200人，按规定中国证监会豁免核准其股票公开转让，并在挂牌后纳入非上市公众公司监管，颖泰嘉和将按照相关规定办理挂牌手续。

颖泰嘉和在全国中小企业股份转让系统挂牌后，将有利于其优化资产结构，提升核心竞争力及管理效率；颖泰嘉和成功挂牌新三板后，将为公司股权运营创造更为有利的条件。

八、经营分析

1．经营现状

公司主要业务包括医药制剂、农药和原料药制造。2012~2014 年公司营业收入增长较快，年均复合增长率 11.37%，医药、原料药、农药板块收入均有所增长。公司主要收入来源为农药板块，受益于专属生产和自主生产业务规模的扩大，板块收入逐年有所增长，但其收入占比波动下降，2012~2014 年分别为 77.97%、78.67%和 76.79%；由于公司主要产品销量增长，医药板块收入逐年增长，占营业收入比重波动上升。原料药板块收入逐年小幅增长，但其占营业收入比重逐年下降。公司其他业务主要包括旅游服务、技术服务和茶叶销售等，收入规模小。

毛利率方面，公司医药产品皮肤科用药以新药为主，拥有自主定价权，且原料药为自主生产，故医药事业部毛利水平高，历年均在 80%以上，2014 年为 85.83%；农化事业部毛利率受到原材料价格下降影响，逐年有所提高，2014 年达到 20.62%，受此影响公司整体毛利率上升，2014 年为 30.48%。公司原料药事业部收入规模较小，对公司收入影响较小。

2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 33.23 亿元，综合毛利率为 31.35%，较 2014 年略有上升，主要由于毛利率较低的农化事业部销售占比下降，而毛利率较高的医药事业部收入占比大幅提高所致。同期，医药事业部毛利率大幅降低，主要系公司在 2015 年上半年收购西藏林芝百盛药业有限公司（以下简称“百盛药业”）的毛利率（2015 年上半年综合毛利为 45.30%）相对较低所致。百盛药业为医药制造业企业，收购前为公司参股公司，注册资本 6000 万元，截至 2014 年底，百盛药业资产总额为 5.81 亿元，净资产为 4.85 亿元，全年实现营业收入 6.90 亿元，净利润 1.89 亿元。

总体看，跟踪期内，公司营业收入保持稳步增长，医药事业部收入占比提高，农化事业部收入占比下降，公司整体毛利率水平呈现逐年上升趋势。

表 1　2012 年~2015 年上半年营业收入构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~6 月		
	收入	占比	毛利	收入	占比	毛利	收入	占比	毛利	收入	占比	毛利

			率			率			率			率
医药事业部	5.35	13.80	83.37	6.14	13.75	86.48	7.41	15.23	85.83	7.90	23.78	66.64
原料药事业部	2.24	5.77	13.65	2.39	5.35	17.57	2.48	5.11	19.34	1.24	3.74	18.29
农化事业部	30.23	77.97	15.47	35.12	78.67	16.37	37.37	76.79	20.62	23.55	70.88	20.48
其他	0.95	2.46	41.88	0.99	2.23	24.24	1.40	2.87	11.78	0.54	1.60	13.59
合计	**38.77**	**100.00**	**25.39**	**44.64**	**100.00**	**26.14**	**48.09**	**100.00**	**30.48**	**33.23**	**100.00**	**31.35**

资料来源：公司提供

1. 农化事业部

公司农化事业部以控股子公司北京颖泰嘉和生物科技有限公司（以下简称“颖泰嘉和”）为经营主体，截至2014年底，颖泰嘉和资产总额69.78亿元，所有者权益16.93亿元，2014年实现营业收入32.26亿元，利润总额2.07亿元；截至2015年6月底，颖泰嘉和资产总额72.92亿元，所有者权益19.42亿元，2015年1~6月颖泰嘉和实现营业收入19.67亿元，实现利润总额1.83亿元。

公司于2011年换股吸收合并颖泰嘉和，目前以原料药出口为主，产品主要为除草剂和杀菌剂，业务模式有自主生产、专属生产、贸易和技术服务四种，其中主要为自主生产和专属生产。

表 2　2012 年~2015 年上半年农药板块营业收入构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~6 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
自主生产	11.83	39.12	20.31	17.20	48.97	21.31	19.31	51.67	46.91	13.02	55.29	46.21
专属生产	14.66	48.50	11.97	16.34	46.53	10.72	17.10	45.78	50.07	10.17	43.18	52.26
贸易	3.30	10.92	6.32	1.26	3.59	5.54	0.76	2.03	0.93	0.24	1.01	0.98
技术服务	0.44	1.46	70.79	0.32	0.91	83.44	0.20	0.52	2.09	0.12	0.52	0.55
合计	**30.23**	**100.00**	**15.47**	**35.12**	**100.00**	**16.37**	**37.37**	**100.00**	**20.62**	**23.55**	**100.00**	**20.48**

资料来源：公司提供

自主生产是将自主研发的工艺技术通过控股子公司上虞颖泰精细化工有限公司（以下简称“上虞颖泰”）和河北万全力华化工有限责任公司（以下简称“万全力华”）等生产并对外销售。专属生产为按照订单生产，通过生产工艺研究、工程研究得到工艺包，然后将整体技术和后续服务提供给合作客户进行生产，合作客户负责原材料采购，产品全部或部分由颖泰嘉和包销。公司与专属生产厂商合作关系保持相对稳定，主要合作方包括江苏辉丰农化股份有限公司、江西禾益化工有限公司和衡水景美化学工业有限公司等。贸易业务分国际贸易和国内贸易，以国际贸易为主。技术服务是将自主研发产品或技术提供给第三方用于降低其生产成本或提高产品质量，公司拥有国际认可检测结果的GLP实验室，能对自身出口产品和业内其他企业出口产品提供质量检测服务，公司同时提供国内、国外登记注册服务。

2012~2014年，公司农药业务规模扩张较快，主要原材料采购数量逐年增加。自主生产业务采购的主要原材料价格保持相对稳定，其中，丙二醇甲醚价格逐年小幅下降，氯乙酰氯价格逐年上涨，2,6-甲乙基苯胺、3,4-二氯三氟甲苯和间羟基苯甲酸价格波动下降，但上述原材料总体价格变化不大。公司原材料主要由农药生产业务的子公司通过招标或协商定价的方式进行采购，由供应商负责运输到生产工厂。结算方式主要为银行承兑汇票。

表 3　2012 年~2015 年上半年公司农化事业部主要原料采购情况（单位：吨、万元/吨）

项目	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1～6 月	
	数量	均价	数量	均价	数量	均价	数量	均价
丙二醇甲醚	1831	1.05	2380	1.03	2450	1.02	1260	1.02
氯乙酰氯	2328	0.60	3000	0.61	3100	0.62	1490	0.63
2,6-甲乙基苯胺	2505	1.56	3258	1.54	3580	1.55	1790	1.54
3,4-二氯三氟甲苯	2426	2.63	3240	2.55	3300	2.58	1696	2.57
间羟基苯甲酸	305	2.78	400	2.76	450	2.77	200	2.76

资料来源：公司提供

生产方面，公司重视新产品、新技术的研发，拥有较强的研发能力。公司下设与农药业务相关的研发部门包括工艺研发部、工程设计与研究部、制剂研究部、分析研究中心和安全环保研究室等。公司拥有国内第一家获得OECD 认证的 GLP 实验室，满足了国外农药登记对微量杂质数据的需要，可为公司和客户产品通过国外市场的注册审核提供技术服务。2012 年公司 GLP 实验室获得中国合格评定国家认可委员会（CNAS）下发实验室认可证书（NAS17025 证书），这进一步提升了公司整体技术地位和国际认可度。农化事业部目前拥有上虞颖泰精细化工有限公司（以下简称“上虞颖泰”）、河北万全力华化工有限责任公司（以下简称“万全力华”）、河北万全宏宇化工有限责任公司（以下简称“万全宏宇”）、盐城南方化工有限公司（以下简称“盐城南方”）和杭州庆丰农化有限公司（以下简称“杭州庆丰”）五家生产基地，已进入国际知名化学公司的供应商体系。

2012～2014年，公司自主生产和专属生产业务模式贡献收入逐年提高，2013年以来两者合计收入占农药业务板块比例在95%以上。

表 4　2012 年~2015 年上半年公司主要农药原药产品销售情况（单位：万元、%）

项目		2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~6 月	
		销售额	毛利率	销售额	毛利率	销售额	毛利率	销售额	毛利率
除草剂	（乙氧氟草醚）	15780	12.07	11752	12.09	12820	12.08	8084	12.09
	NC036（苯嗪草酮）	31280	34.56	28901	32.85	23573	8.93	14856	8.94
	NC016（氨氯吡啶酸）	10560	22.06	9466	21.55	10327	3.25	6508	3.23
	其他	86213	11.18	97128	11.09	103339	11.15	65129	11.17
杀菌剂	NC080（戊唑醇）	8679	25.67	10154	27.43	11077	27.42	6981	27.4
	NC106（咪唑烟酸）	6477	13.51	8642	13.68	11389	13.59	7178	13.65
	咪鲜胺	4207	9.28	3028	9.15	3853	9.21	2428	9.2
	其他	61315	15.26	78313	15.28	83321	15.25	52513	15.26
其他	NC008（吡虫啉）	6638	9.13	6750	9.23	8453	9.66	5327	9.65
	NC114（联苯菊酯）	10188	15.07	7222	13.43	9179	12.89	5785	12.94
	NC108（丁噻隆）	3674	17.14	5044	18.76	6107	17.92	3848	17.93

	其他	57299	8.20	84846	8.19	90272	8.20	56895	8.32
合计		**302310**	**15.47**	**351246**	**16.84**	**373710**	**16.85**	**235532**	**16.86**

资料来源：公司提供

产销率方面，公司农药产品种类多，产能较大的有异丙甲草胺产能4500吨、苯嗪产能3000吨、三氟羧草醚钠盐产能1000吨、三氯氟吡氧乙酸800吨。从产量上看，大部分产品均可以达到满负荷生产，产销率水平良好。

公司农药产品销售以出口为主，历年出口占收入的比重在90%以上。下游前五大客户为马克西姆-阿甘、QUENA Plant Protection ABBranch of Fahrenheit、ALBAUGH INC、TECNOMYL和巴斯夫，前五大客户销售额占比为43.59%，其中马克西姆-阿甘销售额占比为24.42%，对重点客户的依赖程度较高。公司农药产品销售以出口为主，汇率波动对公司业绩有一定影响，为规避汇率风险，公司通过远期汇率锁定一部分风险。2014年，公司财务费用中汇兑损失12059.02万元，汇兑收益14012.09万元，与2013年相比（汇兑损失40621.13万元，汇兑收益2086.36万元），公司汇率风险管控能力有所增强。

总体看，公司农药生产具有一定的技术优势，产品销售以出口为主，与重点客户建立了稳定的合作关系，但同时也面临对重点客户依赖程度较高的问题。跟踪期内，公司收购AlBAUGH公司20%股权后进一步拓宽了产品销售渠道。

2. 医药事业部

公司医药事业部主要从事医药制剂药生产和销售，经营主体为重庆华邦制药有限公司（以下简称“华邦制药”），截至2014年底，华邦制药资产总额为9.88亿元，所有者权益5.87亿元，2014年华邦制药实现营业收入7.61亿元，净利润1.44亿元；截至2015年6月底，华邦制药资产总额10.78亿元，所有者权益6.03亿元，2015年1~6月华邦制药实现营业收入4.39亿元，利润总额1.01亿元。

公司在皮肤科、结核科和肿瘤科（乳腺癌）等细分领域的临床用药市场有较强的品牌优势和较高的市场占有率，长期保持细分领域的行业龙头地位。其中，部分皮肤科药物为国内首仿或独家药物，同时能享受一定的专利技术保护，在皮肤病药物市场特别是临床市场具有很强的竞争力。除皮肤科药物外，公司结核科和肿瘤科药物在国内市场也有较领先的细分市场竞争地位。公司部分结核科药物是世界卫生组织倡导的结核科治疗方案用药，在国内结核科药物领域有引导性的学术地位，在国内抗耐药性结核病用药中占主导地位，销售额在细分市场占有率为60%左右。根据SFDA南方所的统计，公司结核科药物市场份额为国内第二。公司治疗晚期乳腺癌产品瑞婷-阿那曲唑片在国内倡导内分泌治疗乳腺癌方案中也处于学术引导地位，细分市场份额国内第三。

公司重视新产品研发工作，医药事业部研发团队目前有博士8人，硕士及以上学历研究人员占比49.52%。公司已成功开发的产品中33个为新药，获发明专利授权50项。目前，公司已取得原料药注册批件26个，制剂65个。在研在审化药项目70个，其中原料药项目30个、制剂项目40个。除了补充皮肤、结核病领域产品线，其它领域如抗肿瘤、呼吸系统、循环系统也有品种储备。

表5 公司部分首仿和独家皮肤科药物

种类	产品	适应症	技术地位
皮质激素	地奈德乳膏	皮质类固醇治疗有效的皮肤病	国内首仿且独家
	二丙酸倍他米松乳膏	激素敏感性皮肤炎症和瘙痒症	国内独家
	卤米松乳膏	皮质类固醇治疗有效的皮肤病	国内首仿

银屑病	阿维 A	斑块型银屑病	附合成专利技术
	他扎罗汀乳膏/凝胶	斑块型银屑病和痤疮	国内首仿且独家
	他扎罗汀倍他米松乳膏	慢性斑块型银屑病	独家一类新药
抗过敏	盐酸左西替利嗪片	过敏相关症状	国内首仿
抗真菌	萘替芬酮康唑乳膏	真菌性皮肤病等	独家一类新药

资料来源：公司提供

公司医药制剂产品的产能近三年保持稳定，而医药制剂各主要产品的产量随市场需求逐年增长。公司2008年上市新产品地奈德乳膏对多类皮肤病有见效快和副作用小的特点，2012年以来销售额快速增长，单品销售额已经超过1.5亿元，此外，公司萘替芬酮康唑乳膏等新药市场反应也较良好。

目前公司医药制剂的生产线具有同质性的特征，即同一条生产线可以生产多个产品，因此虽然单个产品具备了较高的生产能力，但一条生产线不可能同时生产多个品种，导致公司医药制剂的产能利用率处于较低水平。

表 6　公司医药事业部主要制剂药产品产销情况

项目	2012 年				2013 年			
	产能	产量	销量	产销率（%）	产能	产量	销量	产销率（%）
地奈德乳膏 15g（万支）	1000.00	671.10	533.76	79.54	1200.00	877.59	874.63	99.66
盐酸左西替利嗪片 15 片（万盒）	1000.00	468.52	388.52	82.93	1000.00	517.26	515.97	99.75
对氨基水杨酸异烟肼片（万瓶 ）	1000.00	126.84	93.80	73.95	1000.00	109.82	116.68	106.25
注射用利福平冻干粉针（万盒）	500.00	139.40	120.40	86.37	500.00	174.75	165.51	94.71
萘替芬酮康唑乳膏 10g（万支）	1000.00	174.44	144.91	83.07	1000.00	171.28	192.68	112.49
项目	2014 年				2015 年 1-6 月			
	产能	产量	销量	产销率（%）	产能	产量	销量	产销率（%）
地奈德乳膏 15g（万支）	1200.00	1034.00	1031.20	99.74	1200.00	627.51	650.49	103.66
盐酸左西替利嗪片 15 片（万盒）	1000.00	564.00	542.53	96.19	1000.00	260.92	300.84	115.30
对氨基水杨酸异烟肼片（万瓶 ）	1000.00	120.00	122.01	101.68	1000.00	57.72	57.67	99.91
注射用利福平冻干粉针（万盒）	500.00	168.00	184.33	109.72	500.00	117.43	110.09	93.75
萘替芬酮康唑乳膏 10g（万支）	1000.00	226.00	212.76	94.14	1000.00	81.53	96.46	118.31

资料来源：公司提供

公司医药业务所需原材料主要为各种用于原料药的化工原料、中间体以及用于生产制剂的原料药、包装材料、辅料等。公司所需原料药由位于重庆市合川区的子公司重庆华邦胜凯制药有限公司生产，主要包括工利福平、异烟肼、氨肽素、乙酸乙酯、维A结晶、黄体酮、孕烯醇酮、苯硫硝、四咪唑、苯硫硝化物等，包装材料主要包括铝管、胶囊、说明书等。近年来公司主要原材料价格有所波动，氨肽素、维胺酯和阿维A价格大幅下降；2015年以来，异烟肼价格大幅上涨；喷昔洛韦价格2014年以来有一定程度的下降。但由于材料成本在医药制剂产品中占比较低，对成本影响不大。

表 7　公司医药事业部主要原材料采购情况（单位：元/千克、千克）

原料	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~6 月	
	单价	数量	单价	数量	单价	数量	单价	数量

喷昔洛韦	17094.02	99.92	17094.02	80.97	15257.96	160.70	18232.16	56.69
异烟肼	107.69	15000.00	105.98	4100.00	105.98	6500.00	222.22	4000
氨肽素	516.14	27000.00	106.84	21000.00	106.84	30000.00	68.38	12000
阿维 A	55983.77	414.47	35123.84	449.43	37607.42	512.34	20177.13	233.53
维胺脂	8947.14	1661.22	8119.66	900.76	8119.66	2092.28	5128.21	700.31

资料来源：公司提供

公司建立了一套完整的GMP管理系统，生产车间均通过GMP认证，在生产过程控制工作方面下设质量保证（QA）部和质量控制（QC）部。公司生产实行“以销定产”，公司根据年度销售计划编制生产计划，做好人员、设备、物料等方面准备。生产部按照年度销售计划及实际订单情况、库存情况，及时调整制定季度、月度和周生产作业计划。

公司主导产品属于处方药和OTC双跨产品，公司根据自身的特点，皮肤类、结核类产品采取学术推广模式，公司的肿瘤类药物采取总代理的营销模式，OTC采取直销模式。公司以学术推广模式为基础，带动OTC、社区医疗、街道门诊和农村市场销售；通过各种形式的品牌宣传推广，扩大产品销售、增加消费者的认知，推动公司业务的快速发展。公司OTC销售占营业收入的25%左右，学术推广占营业收入的70%左右，代理模式占营业收入的5%左右。公司的产品销售回款主要是以开票后90天为期限，采用电汇方式进行收款。

公司已建立四个终端销售部门：其中两个销售部门负责皮肤类药物、一个销售部门负责结核类药物、一个销售部门负责非处方药（OTC）；皮肤类药物（皮炎湿疹、抗过敏、抗病毒）销售网络已覆盖到全国4000多家医院，皮肤类药物（维甲酸、角化类）销售网络覆盖全国650多家大中型医院，结核类药物销售网络覆盖全国500多家医院。截至2015年6月底，公司全国营销团队有成员700余人，处方一部已在全国建立了13个销售大区，下属14多个地方办事处；处方二部建立了9个销售大区；处方3部建立了6个销售大区；OTC在全国有8个销售区域。公司在加强原有的OTC在大中型医药药店连锁销售外，公司也不断开发以乡镇卫生院、社区卫生服务中心、诊所为代表的第三终端。

公司医药制剂销售定价以药品成本、相关费用、一定的利润率为依据，结合国家发改委关于药品的招标价格来确定化学制剂药品的销售价格。

总体看，公司在皮肤科、结核科等细分领域的临床用药市场有较强的品牌优势和较高的市场占有率。跟踪期内，公司主要产品销售额近年来持续增长，在研产品储备丰富。公司产品销售以处方市场为主，OTC市场占比较小，对公司销售额增长形成一定制约。

3. 原料药事业部

原料药业务包括医药原料药和兽药原料药，业务主要由控股子公司陕西汉江药业集团投资有限公司（以下简称“汉江药业”）承担，截至2014年底，汉江药业资产总额6.18亿元，所有者权益4.24亿元，2014年，汉江药业实现营业收入2.67亿元，利润总额0.53亿元；截至2015年6月底，汉江药业资产总额为5.81亿元，所有者权益4.29亿元，2015年1~6月，汉江药业实现营业收入1.38亿元，利润总额0.20亿元。

2012~2014年，公司医药原料药销售收入稳步增长，但占营业收入比重逐年下降，原料药事业部整体收入规模小，对公司业绩贡献不大。

公司医药原料药主要产品的销量多数保持稳中有升的态势，而氟苯咪唑和左旋咪唑2014年月因市场需求减弱，销量大幅下降，氟苯咪唑仅为7吨，左旋咪唑仅为6吨。公司原料药前五名客户较为稳定，2014年为ABBOTT（雅培）、比利时杨森、英国ELANCO、欧洲费拉文和桂林南药股份有限公司，2012~2014年，原料药前

五名客户合计销售金额分别为20135.00万元、21985.78万元、20613万元，分别占当期销售金额的90.03%、90.69%、82.95%。

表 8　2012 年~2015 年上半年公司主要医药原料药产品销售情况（单位：吨、%）

产品名称	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~6 月	
	销量	产销率	销量	产销率	销量	产销率	销量	产销率
甲苯咪唑	82.3	99.32	43.37	77.21	51.01	78.14	38.14	251.87
T926	3.4	85	18.41	--	16	135.11	--	--
T750	25.83	107.76	--	--	0.5	50	--	--
丙酰奋	18.17	97.32	19.15	98.86	19.5	107.70	11.72	105.74
伊迈唑碱	75	100	60	88.76	62	89.67	45	142.41
左旋咪唑	10.33	--	14.64	--	6	--	6.24	152.16
苯硫咪唑	12.78	78.99	4.71	13.68	4.8	--	6.83	--
氟苯咪唑	23.39	84.65	49.69	80.44	7	31.25	4.02	29.55
伊迈唑盐	79.2	90.27	100.8	100.22	107.98	112.27	57.6	76.25
奥吩哒唑	12.9	--	16.35	156.16	15.7	250.14	7.65	49.68

资料来源：公司提供

公司原料药产品的销售渠道分自营出口、国内销售、国内外贸公司收购三种方式，其中通过自营出口的销售比重占其销售近95%。医药原料药主要用于出口，因此，国际上该类型的原料药的价格作为公司原料药定价的主要参考标准。医药原料药为订单生产，以外汇结算。汉江药业外销产品主要是采用欧元和美元结算，赊销信用期方面，ELANCO为108天，杨森为90天，雅培为60天。国内销售采用预收款方式，款到发货。

4. 经营效率

2012~2014年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均呈下降趋势，三年平均值分别为4.31次、5.21次和0.63次，2014年分别为4.13次、4.18次和0.46次。公司经营效率一般。

5. 未来发展

在农化事业部的发展战略方面，公司将结合现有产品、技术积淀、精细化工中间体优势，统筹国内、国外两大市场，重点推进氯化、氟化物生产基地和技术研发中心等项目建设，努力将农化事业部打造为国内外一流的精细化工中间体专业品牌制造商，并以氯化亚砜为起点，逐步延伸至芳香族酰氯产品、高分子新材料聚芳醚酮和芳纶1313、芳纶1414的绿色循环产业链，同时在既定的全球化发展战略基础上，整合境内外经营资源，强化全球市场布局，积极引入专利产品资源。

医药事业部方面，百盛药业与华邦制药将在生产、研发、销售渠道进行合作共建，优势互补。未来，公司将继续扩大经营效益，提高医药事业部的整体实力：加强自产产品和代理产品的营销工作，确保销售利润同比例增长；争取获得包括一类新药（复方他扎罗汀乳膏）

在内的既定药品生产批件；启动华邦制药（水土）工业园区的项目建设工作；稳步推进OTC营销系统建设；完善招商分销体系建设工作，节约流通环节成本。

对外收购层面，公司将通过农化事业部的研发、生产和供应链及贸易资源与Albaugh公司全球产品开发、登记注册和销售渠道资源实现互补、并在相互促进发展中逐步实现全球产业链纵向整合，未来公司可以根据其实际经营业绩和发展情况及对方意愿择机分步收购剩余股权或一直保持20%的参股地位不变。

截至2014年底，Albaugh资产总额56.05亿元，所有者权益14.58亿元，2014年营业收入73.43亿元，净利润0.16亿元，公司于权益法下确认收益-8437.14元。截至2015年6月底，Albaugh资产总额56.83亿元，所有者权益16.12亿元，2015年上半年实现营业收入39.91亿元，净利润0.16亿元，公司于权益法下确认收益0.24亿元。根据公司预测，Albaugh2015年和2016年实现营业收入13.00亿美元和14.50亿美元，预计公司可实现投资收益1000万美元和1500万美元。

2014年以来，公司收购活动频繁，收购福尔股份、凯盛新材料和百盛药业主要通过增发股份，资金压力不大，收购Albaugh为自筹资金，且溢价率较高，回收期较长，且Albaugh未来的经营状况存在一定不确定性。另外频繁的股权收购活动给公司管理带来一定挑战，收购资产内部整合效果有待观察。

在建项目方面，截至2015年6月底，公司主要在建项目包括：（1）年产600吨嘧菌酯、900吨磺草酮/硝磺草酮和3500吨农药制剂建设项目，（2）新研发基地建设项目，（3）华邦C区工程，（4）山东福尔氯化、氟化物生产基地项目和（5）山东凯盛12000吨/年芳纶聚合单体（间/对苯二甲酰氯）项目等，总投资额度15.45亿元，截至2015年6月底，已完成投资9.45亿元，未来还需投资7.92亿元，后续资金主要通过自筹方式解决。

总体看，公司在建项目所需资金不大，未来筹资压力不大，但公司近年收购活动较多，如未来仍进行大规模收购活动，将面临一定筹资压力。

表 9　截至 2015 年 6 月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	项目建设期	截至 2015 年 6 月底已投资金额	2015 年 7~12 月	2016 年
年产 600 吨嘧菌酯、900 吨磺草酮/硝磺草酮和 3500 吨农药制剂建设项目	28000.00	3 年	19246.97	8753.03	--
新研发基地建设项目	36000.00	3 年	11634.59	3400.00	8965.41
华邦 C 区工程	50000.00	3 年	34102.32	15897.68	--
山东福尔氯化、氟化物生产基地项目	33125.00	4 年	22164.79	5000.00	1000.00
凯盛新材 12000 吨/年芳纶聚合单体（间/对苯二甲酰氯）项目	7351.33	2 年	7351.33	--	--
合计	**154476.33**	--	**94500.00**	**33050.71**	**9965.41**

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供的2012~2014年财务报告经四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告；2015年上半年财务数据未经审计。

从合并报表范围变化情况来看，2014年，公司合并范围新增山东福尔有限公司、山东凯盛新材料有限公司、重庆天极旅业有限公司。合并范围变化对公司财务数据可比性有一定影响。

自2015年1月4日起，公司通过发行股份方式购买西藏林芝百盛药业有限公司71.50%股权（收购后持股比例100.00%），对原实施重大影响按权益法核算的百盛药业实施控制，并将其纳入合并范围。

截至2014年底，公司合并资产总额为135.68亿元，所有者权益合计为57.32亿元（其中少数股东权益1.56亿元）。2014年，公司实现营业收入48.67亿元，利润总额4.97亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额为165.05亿元，所有者权益合计为76.36亿元（其中少数股东权益3.64亿元）。2015年1～6月，公司实现营业收入33.23亿元，利润总额4.84亿元。

1. 盈利能力

2014年，公司新合并企业河北万全凯迪进出口有限公司（以下简称“万全凯迪”）、山东凯盛新材料有限公司（以下简称“凯盛新材”）、山东福尔有限公司（以下简称“山东福尔”）收入并入公司营业收入总额，原有产品销量有所增长，公司营业收入总额增长较快。2014年公司实现营业收入48.67亿元，同比增长9.03%，公司营业成本同比增长2.62%，营业利润率增至30.05%，同比增长4.24个百分点。公司投资收益对公司利润的影响明显上升，2014年公司实现投资收益2.04亿元，主要为权益法核算的长期股权投资收益0.92亿元，处置陕西汉江药业持有的西部证券660万股获得收益0.93亿元和购买理财产品产生收益0.12亿元，受此影响，公司营业利润为4.81亿元，剔除投资收益后，公司营业利润为2.77亿元。

期间费用方面，2014年由于公司对外收购增多，收入增长较快，合并范围扩大较快，公司期间费用占比增至22.40%，同比增长4.41个百分点，公司成本费用控制能力仍有待加强。

2014年，公司营业外收入同比增长130.40%，达到0.49亿元，主要为政府补助（占77.96%）。全年公司实现利润总额4.97亿元，同比增长27.22%。由于公司权益和债务增长，2014年，公司净资产收益率和总资本收益率有所下降，分别为5.32%和7.78%。

2015年1～6月，公司实现营业收入33.23亿元，公司营业利润4.78亿元、利润总额4.84亿元，与2014年同期相比分别增长27.68%、67.27%和66.51%，营业利润率上升至30.85%，主要原因为：（1）公司收购百盛药业后，将其于购买日之后形成的3.51亿元销售收入和1.01亿元净利润纳入合并范围；（2）公司子公司颖泰嘉和加大了对Albaugh和马克西姆-阿甘等主要客户的信用销售；（3）公司于2014年收购的山东福尔、凯盛新材料、重庆天极旅业的2015年上半年经营业绩全部被纳入合并范围。

总体看，跟踪期内收入快速增长，费用控制能力一般，对公司利润形成一定侵蚀，投资收益对公司利润有所影响

2. 现金流及保障

2014年，随着公司经营规模的扩大，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入分别为45.65亿元和48.85亿元，同比增长9.81%和9.15%。相应公司经营活动现金净额为4.56亿元。从现金收入实现质量来看，2014年，公司现金收入比为93.81%，同比变化不大，收入质量一般。

投资活动方面，2014年公司投资活动现金流入量18.15亿元，同比大幅增长452.79%，主

要系公司当期收回短期投资产品现金流入增加所致；公司投资活动现金流出为 45.00 亿元，同比增长 231.44%，主要系本期工程项目投入增加，收购山东福尔、凯盛新材、天极旅业以及支付短期投资产品现金流出增加所致；受对外投资规模大幅攀升影响，公司投资活动产生的现金流量净额为-26.85 亿元，同比净流出规模扩大 160.81%。公司自身经营及投资活动的现金流量不能满足投资资金支出需求。

筹资活动方面，2014 年，公司筹资活动现金流入主要为借款与发行债券收到的现金，现金流出主要为偿还债务支付的现金。2014 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 23.14 亿元。

2015 年 1~6 月，公司经营活动现金流入 26.55 亿元，经营活动净现金流为-3.99 亿元，现金收入比为 75.35%，收入质量下滑较大，主要系公司农化事业部板块下属公司颖泰嘉和增加了对 Albaugh、马克西姆-阿甘等的销售，致使应收账款较年初增长 3.15 亿元所致；同期，投资活动净现金流为 1.92 亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为 8.18 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营性现金流入量随着公司业务规模上升而明显增长，收现质量一般，经营活动产生的现金流不能覆盖公司的投资需求。公司通过定向增发股份和借款融资为投资活动提供资金支持。

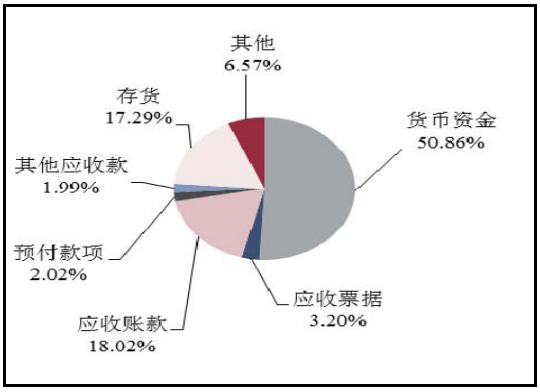
3. 资本及债务结构

资本结构

截至 2014 年底，公司资产总额为 135.68 亿元，较上年底增长 77.42%。截至 2014 年底，公司流动资产占 40.15%，非流动资产占 59.85%，非流动资产占比较大。

截至 2014 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 50.86%）、应收账款（占 18.02%）、存货（占 17.29%）和其他流动资产（占 6.47%）构成。

图1　2014年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司提供

截至2014年底，公司货币资金共计27.71亿元，主要由银行存款9.26亿元（占33.42%）构成和其他货币资金构成18.44亿元（占66.55%），其中受限制货币资金18.19亿元，主要系不能随时支取的保证金存款和质押存款。

截至2014年底，公司应收账款为9.82亿元，同比下降13.24%。公司按账龄法计提坏账准备的应收账款账面余额占比99.73%，计提坏账准备0.12亿元，按单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款账面余额为0.03亿元，已全部计提坏账准备。从账龄上看，在全部按账龄法计提坏账准备的应收账款账面余额中，账龄在1年以内的占97.35%，1~2年的占1.91%（坏账准备计提比例10.00%），2~3年的占0.26%（坏账准备计提比例30.00%），3年以上的占0.49%（坏账准备计提比例100.00%），公司应收账款综合账龄较短。从欠款方看，前五名客户应收账款合计占比37.50%，集中度一般。总体看，公司应收账款回收风险较小。

截至2014年底，公司预付款项为1.10亿元，同比下降19.25%；从账龄分布看，1年以内的占88.74%，1~2年的占7.02%，2~3年的占1.77%，3年以上占的2.47%。从预付对象看，前五名供应商合计占33.91%，集中程度一般。

截至2014年底，公司存货账面价值为9.42亿元，较上年底增长39.47%，主要系原材料、自制半成品及在产品、库存商品增长所致，公司存货中库存商品占55.57%，原材料占23.60%，自制半成品及在产品占14.03%。截至2014年底，

公司共计提存货跌价准备0.15亿元，计提比例为1.62%。

截至2014年底，公司其他流动资产为3.53亿元，同比增长277.56%，主要系持有至到期的银行理财产品从2013年末的0.93亿元大幅增至2014年末的2.55亿元所致。

截至2014年底，公司非流动资产为81.20亿元，同比增长94.33%，主要系公司于2014年4月，向31名自然人和机构定向增发9509.71万股，价格16.12元/股，分别收购山东福尔、凯盛新两家公司100%股权，于2014年7月使用自筹资金2.20亿美元（约合人民币13.74亿元）收购美国Albaugh公司2500股投票股份和22500股非投票股份（收购后持有Albaugh公司20%的投票股份和20%的非投票股份）所致，公司在收购过程中确认了大量商誉。

截至2014年底，公司非流动资产中可供出售金融资产2.19亿元，主要构成为公司持有巴西农化公司6.15%股权，账面价值0.93亿元，重庆两江新区科易小额贷款有限公司10.00%股份，账面价值1.10亿元。

截至2014年底，公司长期股权投资较同比增长150.74%，达到24.79亿元，主要系公司2014年收购美国Albaugh公司股权，使长期股权投资增加13.46亿元所致。

截至2014年底，公司固定资产净额为21.03亿元，同比增长82.55%，主要系公司合并山东福尔和凯盛新材及在建工程转固所致。截至2014年底，公司固定资产主要构成为房屋建筑（占比48.15%）和机器设备（占比48.28%），累计折旧为1.84亿元，计提减值准备0.05亿元。

截至2014年底，公司在建工程共计7.20亿元，同比增长58.96%，主要由C区工程（占36.94%）、氯化、氟化物生产基地项目（占14.72%）和上虞颖泰募投项目（占20.56%）等构成。

截至2014年底公司无形资产为5.62亿元，同比增长37.44%，主要由土地使用权、管理软件、非专利技术和商标使用权构成。

截至2014年底，公司商誉为16.78亿元，同比增长56.51%，系公司收购凯盛新材、山东福尔和博瑞特所致。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 165.05 亿元，较 2014 年底增长 21.64%，主要原因为：（1）2015 年公司以新增 77733235 股股份吸收合并百盛药业，发行股票价格为 18.64 元/股。吸收合并完成后，西藏林芝百盛药业有限公司全部资产、负债及附着其上的业务并入公司合并报表；（2）跟踪期内，公司有息债务快速增长，致使公司货币资金快速上升。截至 2015 年 6 月底，公司资产总额中流动资产占 43.26%，非流动资产占 56.74%，流动资产占比有所上升，主要系货币资金、应收账款的增长所致。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益为 57.32 亿元，同比增长 42.86%。2014 年 4 月，公司向 31 名自然人和机构定向增发 9509.71 万股，价格 16.12 元/股，分别收购山东福尔、凯盛新两家公司 100%股权，公司股本增加至 6.76 亿元，资本公积增加至 32.99 亿元。截至 2014 年底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占 97.76%，少数股东权益占 2.24%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 12.12%，资本公积占 59.17%，盈余公积占 2.35%，未分配利润占 26.13%。总体看，公司所有者权益较为稳定。

截至2015年6月底，公司所有者权益76.36亿元，较2014年底增长9.34%。2015年1月，公司股本增加0.78亿元，由特定对象按照中国证券监督管理委员会核准的方式认购缴足，变更后公司股本增加至7.53亿元。2015年5月，公司实施2014年度权益分派，用资本公积转增股本，转增后股本增加至18.83亿元。

总体看，跟踪期内，公司通过股票增发，使所有者权益快速增长，其中，股本和资本公积占比高，公司所有者权益稳定性较强。

负债

截至2014年底，公司负债总额为78.36亿

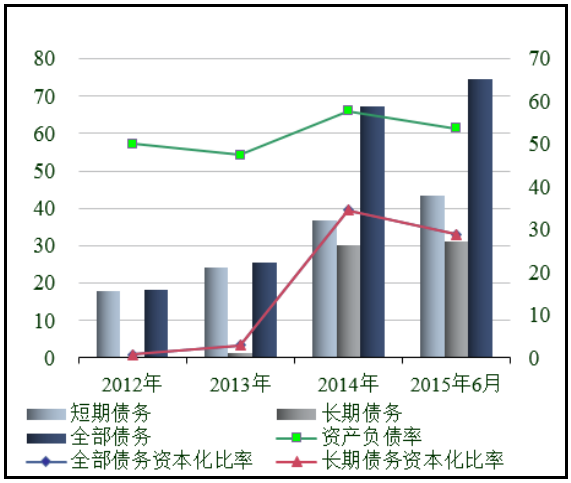
元，较上年底增长115.56%，其中流动负债占58.64%，非流动负债占41.36%。跟踪期内，负债中变化较大的科目为短期借款、预收账款、长期借款和应付债券。

截至2014年底，随着公司经营规模的扩大和对外收购活动增多，公司短期借款同比增长88.80%，达到27.68亿元，主要为信用借款21.19亿元（占76.56%）和保证借款5.06亿元（占18.26%）。

截至2014年底，公司长期借款为22.34亿元，同比增长1700.74%，主要系公司新产品研发、生产车间技术改造等资本性支出资金需求增加较大，为有效降低财务风险，公司2013年开始调整负债结构，适当增加中长期贷款规模所致。截至2014年底，公司新合并两家企业中，山东福尔长期借款为1.17亿元，占长期借款比重为5.26%，凯盛新材无长期借款。截至2014年底，公司长期借款构成中质押借款占61.63%，抵押借款占13.29%、保证借款占5.73%，信用借款占19.36%。

截至2014年底，公司应付债券为7.92亿元，为公司2014年发行的2014年公司债券。

图 2　公司债务结构和债务负担



资料来源：公司年报

2014年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均快速上升，分别为57.75%、53.96%和34.55%。

截至2015年6月底，公司负债合计88.69亿元，较2014年底增长13.18%，主要是短期借款和应付账款增长所致。

截至2015年6月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为53.74%、49.39%和28.92%，较2014年底有所降低。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模进一步上升，资产以非流动资产为主，货币资金占比较大，资产流动性较好，资产质量较好。公司权益稳定性较好，有息债务水平不断上升。

4. 偿债能力

从短期偿债能力来看，截至 2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 118.57%和 98.06%，均较上年底有所提升，截至 2015 年 6 月底，上述两项指标为 129.85%和 108.26%。2014 年，公司经营现金流动负债比为 9.92%。考虑公司现金类资产规模较大，短期偿债能力较好。考虑到受限资金规模较大，公司实际短期偿债能力弱于上述指标。

从长期偿债能力来看，2014 年，公司 EBITDA 为 9.31 亿元，EBITDA 利息倍数为 3.99 倍，较上年有所下降，全部债务/EBITDA 倍数为 7.22 倍，同比上升幅度较大。总体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2015 年 6 月底，公司无对外担保。

截至 2015 年 6 月底，公司获得各商业银行综合授信额度 56.16 亿元，尚未使用额度为 14.90 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司为国内 A 股上市公司（代码：002004.SZ），公司直接融资渠道畅通。

5. 存续期债券偿还能力分析

截至2015年6月底，公司存续期内债券为“15华邦颖泰CP001”，发行额度合计10亿元。截至2015年6月底，公司现金类资产（剔除受限部分）为19.53亿元，是存续期债券发行额度的1.95倍，公司现金类资产对存续期内债券保护程度较好。2014年，公司经营活动产生的现金

流入量为48.85亿元，为存续期内债券4.89倍；经营活动产生的现金流量净额为4.56亿元，为全部待偿还短期融资券本金的0.46倍。总体看，公司现金类资产、经营活动现金流入量对待偿还短期融资券的保障能力较强。

6. 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企业信用报告（报告编号：NO. B201508180093129469），截至 2015 年 8 月 18 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

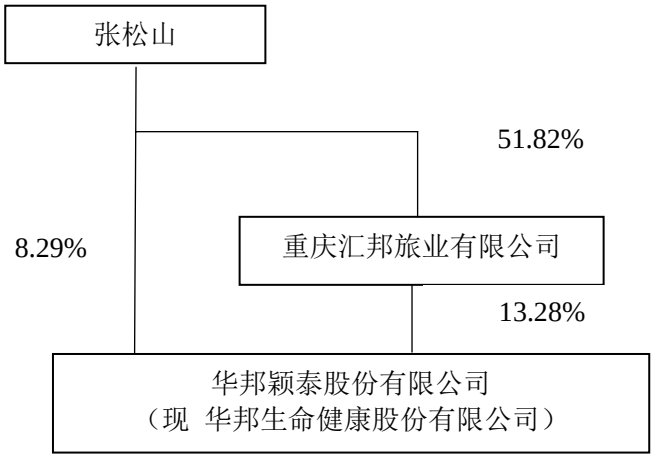
公司在皮肤科和抗结核药等临床用药市场有较强的品牌优势和较高的市场占有率，技术研发实力较强；农化板块产品种类丰富，研发实力较强，近年来公司业务领域拓展较快，有助于增强其抗风险能力。

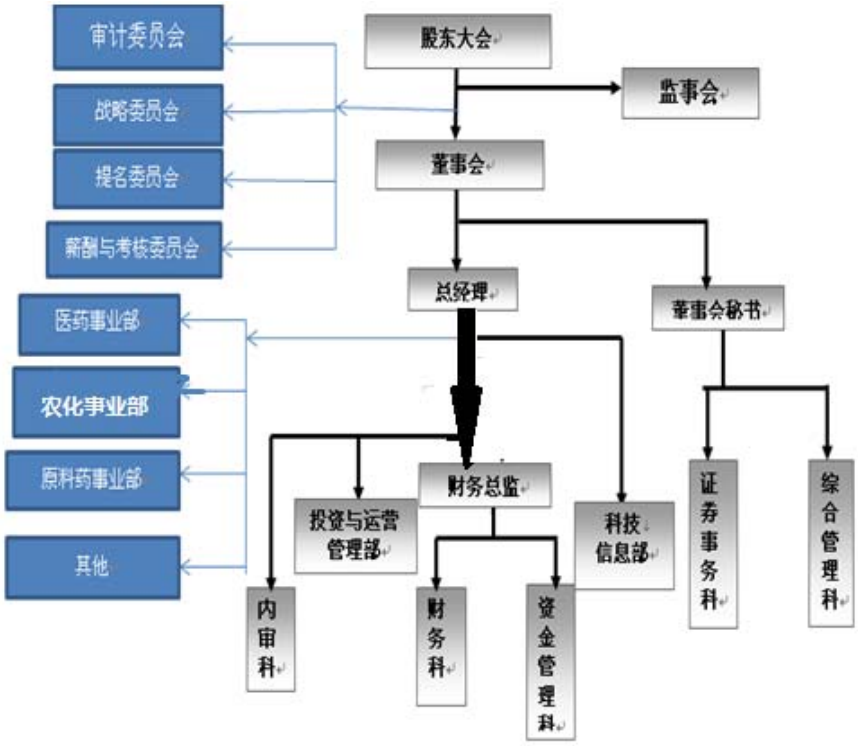
综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级AA，评级展望为稳定，并维持“15华邦颖泰CP001”A-1的信用等级。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图（截至 2015 年 6 月底）





注：截至 2015 年 9 月底，除公司名称由华邦颖泰股份有限公司变更为华邦生命健康股份有限公司外，公司股权结构图及组织结构图较 2015 年 6 月底无变化。

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.34	12.74	11.29	19.53
资产总额(亿元)	59.22	76.48	135.68	165.05
所有者权益(亿元)	29.57	40.12	57.32	76.36
短期债务(亿元)	17.90	24.18	36.91	43.46
长期债务(亿元)	0.22	1.24	30.26	31.06
全部债务(亿元)	18.12	25.42	67.17	74.52
营业收入(亿元)	38.77	44.64	48.67	33.23
利润总额(亿元)	4.46	3.91	4.97	4.84
EBITDA(亿元)	6.47	6.17	9.31	--
经营性净现金流(亿元)	2.58	3.50	4.56	-3.99
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.83	3.99	4.13	--
存货周转次数(次)	6.08	5.37	4.18	--
总资产周转次数(次)	0.77	0.66	0.46	--
现金收入比(%)	88.26	93.14	93.81	75.35
营业利润率(%)	25.05	25.81	30.05	30.85
总资本收益率(%)	9.61	6.20	5.32	--
净资产收益率(%)	12.54	7.90	7.78	--
长期债务资本化比率(%)	0.73	3.00	34.55	28.92
全部债务资本化比率(%)	37.99	38.79	53.96	49.39
资产负债率(%)	50.07	47.54	57.75	53.74
流动比率(%)	99.61	104.96	118.57	129.85
速动比率(%)	79.53	84.52	98.06	108.26
经营现金流动负债比(%)	9.39	10.57	9.92	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.02	5.96	3.99	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.80	4.12	7.22	--

注：1. 2015 年上半年财务数据未经审计；
2. 其他流动负债中计息部分计入短期债务；
3. 现金类资产已剔除受限货币资金。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级

附件 5　短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息