

跟踪评级公告

联合[2013] 520 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，并维持“12东阳光CP001”与“13东阳光CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年五月二十九日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号人保财险大厦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

名称	额度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
12 东阳光 CP001	6 亿 元	2012/05/30~ 2013/05/30	A-1	A-1
13 东阳光 CP001	5 亿 元	2013/04/27~ 2014/04/27	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2013 年 5 月 29 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
现金类资产(亿元)	14.55	17.21	16.66	21.49
资产总额(亿元)	153.58	181.37	207.95	219.46
所有者权益(亿元)	50.88	54.07	64.97	65.96
短期债务(亿元)	65.13	58.90	75.31	67.71
全部债务(亿元)	93.32	117.02	132.00	142.86
营业收入(亿元)	66.42	80.36	83.46	20.83
利润总额(亿元)	7.04	6.18	6.43	1.55
EBITDA(亿元)	15.71	17.42	21.43	--
经营性净现金流(亿元)	3.37	5.58	5.75	1.86
营业利润率(%)	23.52	22.00	21.47	20.65
净资产收益率(%)	10.16	8.33	7.53	--
资产负债率(%)	66.87	70.19	68.76	69.94
全部债务资本化比率(%)	64.72	68.40	67.02	68.41
流动比率(%)	146.75	107.16	98.59	119.69
全部债务/EBITDA(倍)	5.94	6.72	6.16	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.49	2.83	2.44	--
经营现金流/负债比(%)	9.48	8.39	7.40	--

注: 2013 年 1 季度财务数据未经审计

分析师

于浩洋 丁伟
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

跟踪期内, 深圳市东阳光实业发展有限公司(以下简称“公司”或“东阳光实业”)铝加工行业与药业经营规模不断扩大, 产业布局不断完善、研发投入不断增加, 仍然维持了较为平稳的经营态势。同时联合资信也关注到公司债务负担仍较重, 未来资本性支出规模较大对公司信用状况可能带来的不利影响。

公司铝业板块产能产量的增长、技术工艺上的先进性, 有助于保持其在铝加工行业的竞争力; 同时得益于领先的研发实力、较大规模的研发投入、新药研发取得的阶段性成果, 药业板块将保持较快发展, 从而有助于提升公司的综合实力, 增强抗风险能力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA⁻的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“12 东阳光 CP001”与“13 东阳光 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 公司已形成从精铝冶炼—光箔—化成箔(亲水箔)—电容器为主导的完整铝加工产业链, 铝加工产品细分行业保持领先地位。
2. 公司在铝业与药业板块产品生产技术先进, 产品质量居于行业领先地位。
3. 国家及地方政府对公司支持力度大, 在税收, 项目补贴方面给予多项政策支持。
4. 跟踪期内, GLS4 新药研发取得的阶段性成果, 有望给公司带来较大规模的收入。
5. 公司现金类资产与经营活动现金流入量对“12 东阳光 CP001”与“13 东阳光 CP001”保障能力较好。

关注

1. 跟踪期内, 受铝箔下游产业需求下降影响,

公司该板块盈利有所下降；受大环内酯类抗生素原料药主动降价以及毛利率水平较高的达菲产品逐渐停产影响，公司药业板块毛利率有所下降。

2. 目前公司债务负担重；未来计划投资支出较多，对外融资需求上升。
3. 公司新药品种较多，投入金额大，面市与否以及面市时间较长，收益具有一定的不确定性。
4. 2012 年公司期间费用占比大幅提高，对公司营业利润侵蚀较大；同期公司利润总额对投资收益依赖较大。

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）与深圳市东阳光实业发展有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与深圳市东阳光实业发展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，未因深圳市东阳光实业发展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深圳市东阳光实业发展有限公司提供，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 12 个月之内有效；根据跟踪评级的结论，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深圳市东阳光实业发展有限公司主体长期信用及存续期内的“12 东阳光 CP001”与“13 东阳光 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

深圳市东阳光实业发展有限公司系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。截至2012年底,公司注册资本56000万人民币,寓能电子(张中能先生持有99.69%股权)持有公司58%的股权,新京科技(郭梅兰女士持有99.51%股权)持有42%的股权。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),股东持股比例为:寓能电子持股58%,新京科技持股42%。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铝业、药业、能源等领域。

截至 2012 年底,公司资产(合并)总计 207.95 亿元,所有者权益合计 64.97 亿元(其中包含少数股东权益 27.51 亿元)。2012 年公司营业收入 83.46 亿元,利润总额 6.43 亿元。

截至 2013 年 3 月底,公司资产(合并)总计 219.46 亿元,所有者权益合计 65.96 亿元(其中包含少数股东权益 27.51 亿元)。2013 年 1~3 月公司营业收入 20.83 亿元,利润总额 1.55 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、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012 年以来,国内宏观经济整体运行平稳,经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算,2012 年,中国实现国内生产总值 519322 亿元,同比增长 7.8%,GDP 前三季度同比增速持续回落,一季度同比增长 8.1%,二季度增长 7.6%,三季度增长 7.4%,但四季度以来,经济增长温和回升态势开始显现,四季度 GDP 增长为 7.9%。2012 年,中国规模以上工业增加值同比增长 10.0%,增速同比回落 3.9 个百分点。分季度看,一季度同比增长 11.6%,二季度增长 9.5%,三季度增长 9.1%,四季度增长 10.0%。2012 年,规模以上工业企业(年主营业务收入在 2000 万以上的企业,下同)实现主营业务收入 915915 亿元,同比增长 11%;规模以上工业企业实现利润 55578 亿元,同比增长 5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求基本保持平稳,对外贸易增速下滑明显。具体而言:①消费继续平稳增长。2012 年社会消费品零售总额为 210307 亿元,同比名义增长 14.3%,同比增速小幅回落 2.8 个百分点。②投资增速放缓,结构持续优化。2012 年固定资产投资(不含农户)364835 亿元,同比增长 20.6%,较 2011 年同期同比减少 3.9 个百分点。分地区来看,中西部投资增速快于东部;分产业来看,第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显,贸易顺差显著扩大。2012 年,全年进出口总额为 38667.60 亿美元,同比增长 6.2%,增速同比大幅下降 16.3 个百分点,其中出口金额同比增长 7.9%,增速同比下降 12.4 个百分点,进口金额同比增长 4.3%,增速同比下降 20.6 个

百分点，全年贸易顺差达 2311.09 亿美元，较上年的 1551.4 亿美元显著扩大。

2012 年 CPI 全年同比增长 2.6%，整体维持低位。2012 年 3 月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI 翘尾因素走弱，CPI 呈下降态势，10 月份为 1.7%，达年内低点。进入 11 月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12 月 CPI 回调至 2.5%。从 CPI 分类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面，2012 年全年 PPI 同比下降 1.7%。由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012 年前三季度 PPI 不断下降，9 月达年内低点-3.6%，10 月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI 降幅持续收窄，12 月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012 年全国教育支出 21165 亿元，同比增长 28.3%；医疗卫生支出 7199 亿元，同比增长 12.0%；社会保障和就业支出 12542 亿元，同比增长 12.9%；住房保障支出 4446 亿元，同比增长 16.4%。2012 年，全国财政累计收入为 117210 亿元，累计支出为 125712 亿元，分别同比增长 12.8% 和 15.1%。结构性减税方面，2012 年 8 月 1 日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳 10 个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至 2012 年年底，已纳入试点的企业户数约 71 万户，即将纳入试点的户数约 20 万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自 2013 年 1 月 1 日

起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对 780 多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，国务院总理温家宝 5 月 23 日主持召开国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至 12 月末，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012 年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共 1 个百分点，公开市场操作净投放 1.44 万亿元，成为 2012 年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各 0.5 个和 0.56 个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012 年全年人民币贷款增加 8.20 万亿元，同比多增 7320 亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至 2012 年末，人民币兑美元汇率中间价仅升值 0.25%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面中央政府多次指出稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继否认

政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看，2012年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、行业分析

公司涉及的产业主要包括铝加工和药业等。

1. 铝加工行业

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、钎焊箔主生产商。

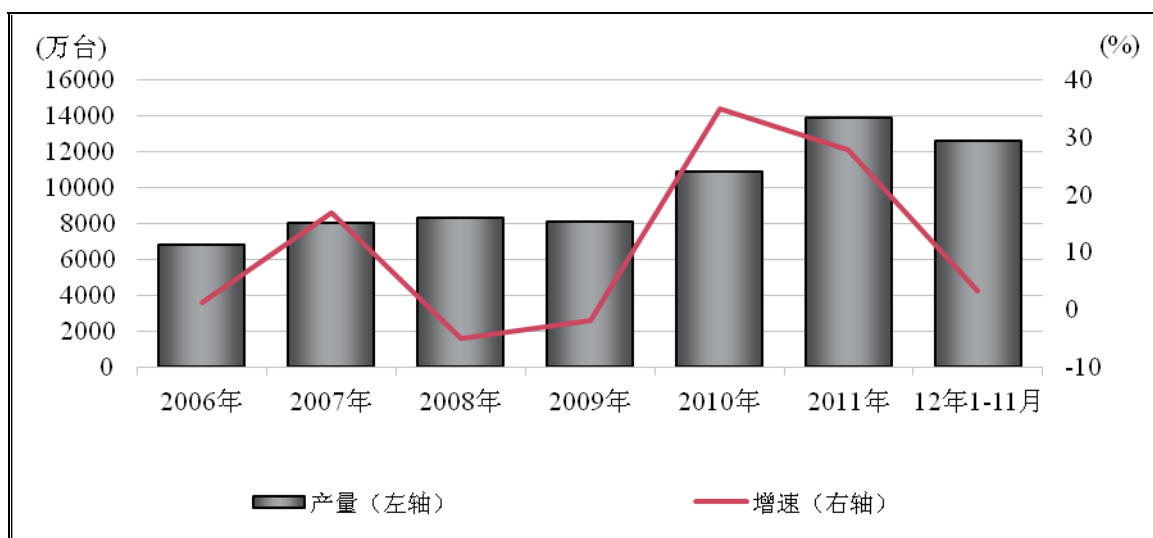
(1) 主要子行业概况

亲水箔

近年来，中国亲水箔行业产能持续扩充，行业集中度有所提升。目前，中国亲水箔行业形成了以少数几家厂商为主导的竞争格局，主要包括东阳光铝(600673)、常铝股份(002160)、镇江鼎胜铝业股份有限公司以及华北铝业有限公司等。其中，后三者的亲水箔年产能分别为7万吨、6万吨和5万吨。东阳光铝亲水箔产能为8万吨，居于全国第一。

随着中国经济的发展，人民生活水平不断提高，空调的普及率也逐年提高。中国空调产量由2005年的6755万台增长至2011年的13913万台。但受宏观经济、国家调控以及政府鼓励政策等因素影响，中国空调产量的波动性较大，其中，2009年受金融危机影响，中国空调产量较上年大幅下滑，但在政府以旧换新、家电下乡等鼓励政策的推动下，2010年中国空调产量实现了大幅增长。2012年，受宏观经济整体增速下滑影响，中国空调产量增速有所放缓。

图1 2006~2012年11月，中国空调产量情况



资料来源：国家统计局，联合资信整理

未来随着中国经济增速的放缓,以及空调生产朝着高效、节能和轻型化的方向发展,空调行业对亲水箔的需求将趋于平稳。

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铝(600673)、江海股份(002484)、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(600888)以及桂东电力(600310)等企业。除新疆众和主要以中低压电极箔生产为主外,上述其他企业均以中、高压电极箔为主,主要销往国内或以自用为主。

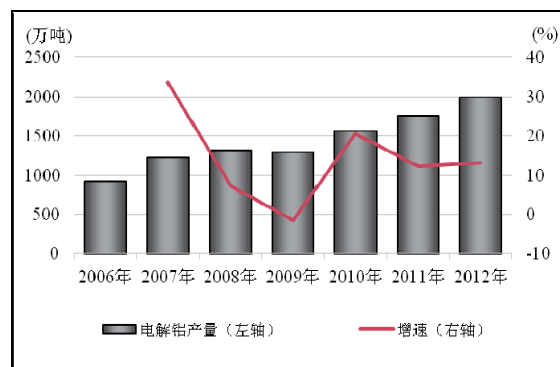
电极箔主要用于铝电解电容器的生产。由于日本主要铝电解电容器企业 Nichicon、Rubycon、Chemi-con 等大都集中于受“3.11”日本地震波及的福海及周边地区,多处铝电解电容器工厂的电力和原材料供应短缺。日本作为地震多发国家,更为资源成本、人力成员等各类市场因素使然,这反而给中国的电容行业带来了契机。日本产业纷纷向中国转移,给予中国电容器行业诸多机遇。同时,2010年以来,受益于国内家电下乡,以旧换新政策以及城镇化的持续推进,中国家电市场的扩大和升级换代带动了国内铝电解电容器市场的持续繁荣。2008年中国铝电解电容器的产量约达800亿只,2009年中国铝电解电容器的产量约达770亿只,产量下降主要是受全球经济危机的影响,出口量大幅下降,2010年中国铝电解电容器的产量达到810亿只,市场恢复增长,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。

未来,随着技术的不断发展,铝电解电容器的应用领域也在不断扩大,铁路、汽车、新

能源、航空航天、智能电网、新兴移动通信(3G、4G)等多个产业的迅速发展将对铝电解电容器产生大量的市场需求,以及日本电极箔产业向中国转移的步伐加快,中国电极箔行业发展前景较为广阔。

(2) 上游电解铝行业

图2 中国电解铝产量及增长率



资料来源: Wind资讯

目前,中国已是世界原铝生产和消费第一大国。2007~2009年,中国电解铝产量增速下滑,2009年同比增幅为-1.45%,主要是受金融危机影响。2010年,在全球经济危机缓解和国内宏观经济回暖的大背景下,国内电解铝产量快速上升,wind资讯统计数据显示,2010年中国电解铝产量达到1565万吨,同比增长20.52%。2011年四季度以来,受欧债危机以及国内经济增长放缓影响,铝电解行业增速放缓,2011年和2012年铝电解产量分别为1755.50万吨和1988.33万吨,增速分别为12.17%和13.26%。

从价格上看,2008年下半年以来,在全球经济危机和国内外铝供应过剩的影响下,国内电解铝价格大幅度下跌,2008年12月达到最低价格10130元/吨(上海金属网(铝:A00));2009年以来,国内经济有所回暖,电解铝价格出现波动回升,2011年8月达到18000元/吨左右,其后受经济景气度下滑影响,价格开始回落,至2012年12月,电解铝现货价回落至15000元/吨左右。电解铝价格的回落一定程度缓解了铝加工企业的成本控制压力,联合资信将继续关注电解铝价格的变动情况及其给铝

加工企业带来的影响。

(3) 行业政策及未来发展

根据国务院2010年2月6日下发的《国务院关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》(国发[2010]7号文),要求进一步加强淘汰落后产能工作。针对电解铝行业,要求2011年底前淘汰100千安及以下电解铝小预焙槽。

根据国务院2010年5月4日下发的《关于进一步加大工作力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知》(国发[2010]12号)和国家发展改革委、国家电监会、国家能源局2010年5月12日联合下发的《国家发展改革委、国家电监会、国家能源局关于清理对高耗能企业优惠电价等问题的通知》(发改价格[2010]978号),为了抑制高耗能企业盲目发展,促进经济发展方式转变和经济结构调整,决定取消对高耗能企业的优惠电价措施,坚决制止各地自行出台的优惠电价措施,继续对电解铝、铁合金、电石、烧碱、水泥、钢铁、黄磷、锌冶炼8个行业实行差别电价政策,并进一步提高差别电价加价标准,自2010年6月1日起,将限制类企业执行的电价加价标准由现行每千瓦时0.05元提高到0.10元,淘汰类企业执行的电价加价标准由现行每千瓦时0.20元提高到0.30元。

根据国务院发布的“十二五国家战略性新兴产业发展规划”,到2015年努力使战略性新兴产业(GDP)从2010年的不到4%比例增加到8%,到2020年这一比例将达到15%。同时“十二五”期间新一代信息技术行业的销售收入年均增长超过20%,这里的新一代信息包括超高速光纤和无线通信、物理网络、云计算、数字虚拟先进的半导体和新显示等。

2012年党的十八大召开,中央明确提出全面建设小康社会的社会目标,促进工业化、信息化、城镇化、农业现代化同步发展,建设美丽中国。这为中国电子行业发展创造了良好的社会条件,新型城镇化将带动消费电子产品需求,给电容器产品提供了较好的发展条件。

总体看,受益于家电下乡、日本产业转移

等,2010年以来铝加工行业发展较为迅速;2011年四季度以来,受欧债危机以及国内经济增速下滑影响,铝加工行业整体发展有所放缓;未来,在国家进一步加大工业化、城镇化发展带动下,电子元器件行业将迎来较好的发展。

2. 医药行业

(1) 医药工业现状

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。

2009年,全球金融危机影响深化,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27.07%。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%。

2012年,中国医药制造工业销售总产值为16628.31亿元,同比增长20.93%;其中化学原料药工业销售总值3136.42亿元,同比增长了16.48%;化学药品制剂实现工业销售总产值4845.99亿元,同比增长22.82%;中药饮片加工实现工业销售总产值999.39亿元,同比增长27.49%;中成药制造行业实现工业销售产值3914.76亿元,同比增长了20.76%;生物生化制药实现工业销售产值1778.78亿元,同比增

长了 19.42%。

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、利润总额均保持持续增长，其中化学制剂药、化学原料药和中成药对整个行业的收入和利润贡献最大。从盈利指标看，化学药制剂、中成药制剂和生物生化制药的表现最好。2011 年医药产业实现主营业务收入 15255 亿元，同比增长 28.8%；利润总额 1577 亿元，同比增长 23.2%；销售收入利润率 10.3%，同比降低 0.5 个百分点。其中受中药材价格大幅下跌影响，中药饮片和中成药销售收入利润率同比均提高 0.4 个百分点，利润分别同比增长 65.3%和 40.4%；受国家下调部分药品价格、原材料价格上涨等因素影响，化学药品制剂销售收入利润率同比降低 1.2 个百分点，利润同比增长 12.8%；生物生化药品制造业销售收入利润率同比降低 3.6 个百分点，利润同比仅增长 6.5%，远低于主营业务收入增幅。

总体看，中国医药行业规模增长迅速，在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）行业关注

行业集中度低

中国医药制造业存在一个显著特征是数量多、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，2010 年底已经有 7000 多家，初步统计百强比重已上升至约 40%。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。造成中国医药产业集中度低的主要原因是制药企业的规模经济水平低，绝大部分制药企业由于市场份额、生产条件等限制根本不存在规模经济，整个行业呈粗放型发展的态势。中国的制药企业进行规模化生产的非常少，虽有一些如哈药集团有限公司、扬子江药业集团有限公司、石药集团及华北制药集团有限责任公司等大型制药集

团，但与世界级制药企业相比还有很大差距。

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。

研发和创新能力不足

中国大部分医药产品技术含量低，新药研发能力较弱。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。中国制药行业以企业机制尚未形成，研发投入不足，这些严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

药品降价

目前，中国药品定价采取政府定价、政府指导价、市场调节价三种定价方式，其中：列入国家基本医疗保险目录的 1000 多种药品与医保药品目录以外具有垄断性生产、经营的药品实行政府定价和指导价；其他药品实行市场调节价。

医院和药商之间的非法回扣直接造成了医药价格虚高。自 1997 年以来，截至 2012 年 6 月底，中国连续 27 次下调部分药品的最高零售价格，但由于医药产品特殊的价值分配关系，国家对医药零售价格的下调不可避免地转嫁给医药生产企业。从长期看，国家发改委将着手从体制上解决药品虚高的问题，预计未来医药的出厂价和零售价均会呈下降趋势。

融资渠道单一，产业发展资金不足

制药业同其它行业相比具有高投入、高收益、高风险、高技术密集型等特点，特别是现在的一些基因工程等生物工程制药产业上述特点更为明显。目前，中国高科技制药产业的资金来源除股东投入以外，主要依靠银行贷款，融资渠道狭窄。由于银行十分注重资金的

安全性和流动性，高技术行业投资的风险使银行慎之又慎。因而制药企业融资能力明显不强，资金严重短缺。发展资金严重不足已经成为制药企业开发研制新药、更新设备、开拓市场的巨大障碍。

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）行业政策和未来发展

近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进，其中医疗改革仍是主线，推动了基本药物目录、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，基本药物目录品种放量增长、医药行业产业结构调整、医药行业“十二五”规划和公立医院改革将对医药行业产生结构性和全面的促进作用。

《医药工业“十二五”发展规划》的核心目标之一就是建立健全以企业为主体的技术创新体系。该《规划》号召大型制药企业将研发费用占营业收入比例增至 5% 以上，并计划在“十二”五期间引导企业自行研制 30 种专利药，改进 30 种仿制药并改良 200 种畅销化合物。能够通过研发创新获取政策和资金支持的医药企业，才能在竞争中占据优势。

《国家药品安全“十二五”规划》全面提高中国药品标准，强调企业在药品的研发、生

产、流通、使用等各个环节进行全程化管理。规划的落实有望大幅提高行业集中度，强化新版 GMP 的地位；资质差、生产水平低、生产技术落后的企业将面临淘汰或重组，资源进一步向具有实力的制药企业集中。

从中期看，新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。原料药方面，国家无论从税收、产业结构调整、外商企业投资政策等各方面，均支持民族工业、鼓励创新。随着《制药业环保新标准》和《国家环境保护标准》的先后出台，预计未来原料药厂的环保成本将不断加大。

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，行业进入门槛将提高，产业结构的调整优化将加快，对行业的未来发展将产生深远影响。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2012 年底，公司注册资本 56000 万元，其中寓能电子（张中能先生持有 99.69% 股权）持有公司 58% 的股权，新京科技（郭梅兰女士持有 99.51% 股权）持有 42% 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铝业、药业、能源等领域，在国内拥有四大生产基地：广东东莞、广东韶关、湖北宜都及贵州遵义。截至 2013 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 8 万吨，空调箔年产能 6 万吨，腐蚀箔年产能 2800 万 m²，化成箔年产能 4000 万 m²，精铝板锭年产能 5 万吨，红霉素年产能 4500 吨，国内仿制药胶囊 3 亿粒/年，

片剂 9 亿片/年，颗粒剂 1000 万袋/年。

目前，公司已形成从精铝冶炼—光箔—化成箔（亲水箔）—电容器为主导的较为完整的铝加工产业链，是国内化成箔、电子光箔加工、 $\Phi 16$ 以上大电容、亲水箔生产龙头企业，国内大环内酯类生化原料药最大生产基地。

3. 技术水平

铝加工板块

高纯铝方面，公司成功研发偏析法生产高纯铝技术，通过对熔铝在结晶速度的控制和精炼成品时的控制，其纯度为 99.999%，可以满足

电子铝箔的要求。在能耗上，偏析法工艺远胜于三层电解法。

电子铝箔、钎焊箔方面，公司经过自主开发，在腐蚀比容等关键性能指标上获得重大突破，高压箔阳极箔化成电压 530V 其电极箔的静电容量达 $0.70 \mu F/cm^2$ 以上，腐蚀后外观质量良好，达到日本箔的外观水平。低压阳极箔化成电压 21V 其电极箔的静电容量也可达到 $72-85 \mu F/cm^2$ 以上，表面和板形良好，132V 电极箔的静电容量也可达到 $5.5-6.0 \mu F/cm^2$ 以上，达到国内同类最好水平。

表 1 近年部分获奖情况

荣誉称号	颁奖单位	获奖单位或项目名称	获奖时间
广东重大科技专项实施单位		乳源东阳光精箔有限公司	2011 年
广东省著名商标（HEC, 铝箔）	广东省工商行政管理局	化成箔	2012 年
广东省著名商标（HFF, 铝箔、金属片和金属板）	广东省工商行政管理局	精箔厂	2012 年
广东省著名商标（YZG, 铝箔（亲水铝箔））	广东省工商行政管理局	亲水箔	2012 年
韶关市科技进步一等奖	韶关市科技局	磁性厂（宽温低损耗锰锌铁氧体及产业研究）	2012 年
国家高新技术企业	广东省科学技术厅、广东省财政厅、广东省国家税务局、广东省地方税务局	精箔厂	2012 年
广东省优秀自主品牌（HFF）	广东省企业联合会、广东省企业协会	精箔厂	2012 年
广东省优秀自主品牌（HEC）	广东省企业联合会、广东省企业协会	化成箔	2012 年

资料来源：公司提供

电极箔、铝电解电容器方面，核心技术“中高压铝电解电容器用电极箔腐蚀扩面新技术”和“中高压铝电解电容器用阳极箔化成技术”处于国内领先和国际先进水平。且随着公司硫酸体系腐蚀箔比容的不断提升和化成箔氧化膜质量的不断完善，公司生产的工业变频大容量超高压铝电解电容器用腐蚀箔产品目前已规模生产，产品性能 600Vfe 能稳定在 $0.61 \mu F/cm^2$ 左右，能够满足工业领域用高压大容量铝电解电容器用阳极箔高容量、损耗正切角小、漏电流低的要求。

药业板块

公司拥有规模和研究实力处于国内前列的药物研究院，研发人员 1425 人，其中海归、博士 91 人、国外专家 38 人、硕士研究生 757 人、本科生 539 人，硕士研究生及以上人员占比 62.18%。

目前公司可生产 14 种原料药，31 种制剂产品，拥有 48 个药品生产批准文号，其中 27 个品种被列入国家医保目录（其中甲类品种 10 个，乙类品种 17 个）。公司的新药研发已申请 197 项专利，其中授权 39 项，受理 158 项。

跟踪期内，GLS4 项目公司获得 SFDA 1.1 类新药批件，已经完成临床一期实验，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 HBcAg 结合，抑制颗粒形成；作用于 HBcAg 二聚体上，

和组氨酸发生作用，加速 HBcAg 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。

表 2 公司获得国家支持项目（单位：万元）

项目名称	组织单位	批准金额
电机配电系统优化节能技术改造项目	国家发改委	200
国家火炬计划（宽温低损耗高叠加锰锌铁氧体及清洁生产关键技术）	国家科技部	已批准
国家重点新产品（高性能低压阳极箔）	国家科技部	已批准
中央投资达菲新生产线改造扩大内需专项	国家发改委	8506
十二五“重大新药创制”专项（达菲非叠氮工艺产业化）	国家科技部	400
十二五“重大新药创制”药物大品种改造专项（红霉素）	国家科技部	400
企业专利申请补助项目	国家中小企业局	100
形成年产 1800 万平方米电解电容器用中高压阳极箔的生产能力	国家发改委	1000
电极箔生产工艺节水综合改造示范项目	国家工信部	400
高精铝加工行业信息化技术示范应用项目	省经信委	200
新型电子元器件设备生产线升级改造	省经信委	251
高性能镍锌系列磁性材料生产线技术改造	国家发改委	350
抗乙肝病毒一类新药甲磺酸莫非赛定的临床研究（国家十二五滚动支持）	国家科技部	1200
重组人胰岛素工业化生产技术研究（仿制药项目）	东莞市科技局	30
抗肾纤维化一类新药氟非尼酮的研发及产业化（新药项目）	东莞市科技局	300
东莞市专利培育企业	东莞市科技局	5
抗乙肝病毒一类新药 GLS4 的研发及产业化（新药项目）	东莞市科技局	380
阿托伐他汀钙原料与制剂的研发及产业化（仿制药项目）	东莞市科技局	570
抗糖尿病肾病一类新药氟非尼酮临床前研究（国家十一五新药创制专项）（新药项目）	国家科技部	469.89
抗乙肝病毒一类新药 GLS4 的临床前研究（国家十一五新药创制专项）（新药项目）	国家科技部	240
缓控释制剂关键技术平台（十一五新药创制专项）	国家科技部	150
东阳光创新药物科研团队（习宁团队）	广东省科技厅	4000
靶向抗肿瘤一类新药 NX125 的临床前研究（国家十二五新药创制专项，含市配套）（新药项目）	国家科技部	735
针对欧洲市场的阿奇霉素制剂的研发与产业化（国家十二五新药创制专项，含市配套）（仿制药）	国家科技部	810
针对欧洲市场的克拉霉素制剂的研发与产业化（仿制药）	广东省经信委	600
创新药物研发与产业化团队（邓炳初团队）	广东省科技厅	6000
市级企业技术中心	东莞市经信局	200
抗乙肝病毒一类新药甲磺酸莫非赛定的临床研究（新药项目）	广东省科技厅	440
阿奇霉素制剂国际化关键技术及产业化（仿制药项目）	广东省科技厅	320
靶向非选择性抗肿瘤一类新药 CT053 的临床前研究（新药项目）	广东省科技厅	1000
抗体药物研发与产业化团队（倪健团队新药项目）	广东省科技厅	6000
广东东阳光药业有限公司获得省联合培养研究生示范基地	广东省科技厅	----
广东省“抗病毒药物研发企业重点实验室	广东省科技厅	500
靶向抗肿瘤一类新药 Z582 的临床前研究	广东省科技厅	300

新型药物多晶型及晶型质量控制核心技术及产业化

广东省科技厅

1000

资料来源：公司提供

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高层等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

目前公司主营业务分为铝业、药业及能源板块。

跟踪期内公司主营业务收入规模较为平稳，2012年实现主营业务收入76.14亿元，其中铝加工占55.83%，药业占23.63%，公司药业板块收入占比有所提高。从毛利率上看，铝业板块毛利率波动幅度较小，主要是受原材料价格以及下游需求波动影响，2012年铝业板块毛利率为19.40%，较上年小幅下降0.78个百分点；药业板块毛利率跟踪期内有所下降，2012年为25.50%，主要原因是：①近年来大环内酯类抗生素原料药市场竞争加剧，公司相关产品售价有所下降。②毛利率水平较高的达菲产品逐渐停产；其他业务方面，跟踪期内公司其他业务构成变化较大，毛利率可比性较差。2012年受药业板块与其他板块毛利率下降影响，2012年公司综合毛利率呈下降趋势，为17.41%。

2013年1~3月，公司实现营业收入20.83亿元，较上年同期下降8.45%，实现营业利润率20.65%，较2012年全年略有下降。

表3 2011~2012年公司主营业务构成情况
(单位：亿元，%)

主营业务 收入	2011年			2012年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
铝业	46.01	60.54	20.18	42.51	55.83	19.40
药业	14.62	19.24	34.56	17.99	23.63	25.50
其他	15.37	20.22	11.38	15.63	20.53	2.68
合计	76.00	100.00	21.20	76.14	100.00	17.41

资料来源：公司提供

铝深加工业务

铝的深加工是公司涉足最早、技术最成熟、知名度最广的产业，主要依托上市公司东阳光铝，产品包括高纯铝、亲铝箔、空调箔、化成箔、铝电解电容器、铝的深加工制品等，主要分布于东莞、乳源、宜都生产基地。已形成从精铝冶炼—光箔—化成箔（亲铝箔）—电容器为主导的完整铝加工产业链。2012年，公司铝业实现收入42.51亿元，较上年下降7.60%；同期由于公司主要产品亲铝箔价格的走低，公司铝业毛利率水平略有下降，为19.40%。

跟踪期内，东阳光铝在高压化成箔、电子光箔等领域保持国内市场领先地位，具备完善的铝加工产业链。且依托强大的研发优势以及和三井、古河斯凯等国际性大公司的强强联合在铝加工诸多细分市场展开技术攻坚，未来发展前景良好。目前公司主要产品近年产能呈增长趋势。截至2013年3月底，公司铝电解电容器（大）年产能1.5亿只，亲铝箔年产能8万吨，空调箔年产能6万吨，化成箔年产能4000万m²，精铝板锭年产能5万吨。但由于2011年公司铝加工业整体产能扩张较快，下游市场需求增长匹配程度相对较低，导致目前公司铝加工板块整体产能利用率较低。

原材料采购方面，公司铝业主要原材料主要包括铝锭、工业盐以及涂料等等。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90%以上。近年来，随着公司主要产品产量增加，各项采购量也大幅提升。在采购价格方面，公司主要原材料采购

价格呈上涨趋势，铝价的上涨成为影响公司原材料成本的最重要因素。

在原材料供应方面，公司主要原材料均从国内采购。2012 前 5 名供应商采购合计占比 50.06%，采购集中度较高。铝锭公司主要供应商为中铝国际贸易有限公司、广州凯超投行经贸有限公司等；工业盐与涂料供应商十分稳定，近年主要供应商变化不大。

销售方面，公司铝加工板块产品销售主要采取直销与代理相结合的方式。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。同时对销售能力较好，客户保持率较高的业务员进行奖励，建立激励机制，以保证公司产品的快速销售和资金回笼。跟踪期内公司销售客户构成也较为稳定。

表 4 2011 年和 2012 年公司铝业产品销售前五大客户

产品	2011 年销售客户	2012 年销售客户
铝电解电容器（大）	深圳市航嘉驰源电气股份有限公司	深圳市航嘉驰源电气股份有限公司
	广东东松三雄（三雄极光）有限公司	广东&重庆 东松三雄（三雄极光）有限公司
	海信	海信（山东&浙江）
	TCL	TCL
亲水箱	中国长城计算机深圳股份有限公司	宝罗电子科技（东莞）有限公司
	珠海格力电器股份有限公司	珠海格力电器股份有限公司
	广州松下空调器有限公司	青岛海达瑞采购服务有限公司
	广东美的制冷设备有限公司	广州松下空调器有限公司
	美的集团武汉制冷设备有限公司	广东美的制冷设备有限公司
化成箔	广东美的集团芜湖制冷设备有限公司	格力电器（合肥）有限公司
	罗比康	罗比康公司
	尼吉康	尼吉康
	厦门 EPCOS 有限公司	乳源瑶族自治县兴源进出口贸易有限公司
	CML 公司	厦门 EPCOS 有限公司
	韩国三莹	广州金日电子有限公司

资料来源：公司提供

药业板块

目前公司药业板块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。目前下属主要经营公司主要包括深圳市东阳光药业投资有限公司、宜昌东阳光药业股份有限公司（主要从事原料药生产）、宜昌长江药业有限公司（主要从事仿制药生产）、广东东阳光药业有限公司（主要从事仿制药生产）、乳源东阳光药业投资有限公司。跟踪期内，公司药业板块收入呈上升趋势。2012 年，公司药业板块实现收入 17.99 亿元，较上年增长 23.05%，但受公司主要原料药产品市场价格下降影响，公司毛利率水平降低至 25.50%。其中原料药收入随着公司红霉素产能不断扩大收入持续增长；仿制药方面公司由于业务转型收入呈下降趋势。

公司的医药产品种类较多，主要分为①原

料药：红霉素、红碱、罗红霉素、阿奇霉素、克拉霉素、甲硝唑等；②制剂：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：抗乙肝新药“GLS4”、抗病毒药物“102”、抗心血管新药“氟非尼酮”、抗肿瘤新药“KT08”等，目前仍处于研发阶段。目前公司可生产 14 种原料药，31 种制剂产品，拥有 48 个药品生产批准文号，其中 27 个品种被列入国家医保目录（其中甲类品种 10 个，乙类品种 17 个）。

新药研发

截至 2013 年 3 月底，公司的新药研发已申请 197 项专利，其中授权 39 项，受理 158

项。公司以新药的发展作为企业长期发展的目标，投入了大量的人力和物力用于新药的研发，并组建了药业研究院。依靠公司拥有的优秀专家团队及先进的国际化机制，公司已建立完整的新药开发系统，贯穿了新药从筛选到研发的整个过程。

跟踪期内，GLS4 项目公司获得了 SFDA 1.1 类新药批件一期临床试验已经结束，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 HBcAg 结合，抑制颗粒形成；作用于 HBcAg 二聚体上，和组氨酸发生作用，加速 HBcAg 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。2012 年公司已经完成 GLS4 的 1 期临床实验，临床数据良好；现正在整理撰写后续 2、3 期临床的申报资料，2013 年年内启动 2 期临床。目前，公司正与罗氏控股有限公司商谈 GLS4 的合作事宜。

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。

原料药和仿制药

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。公司的红霉素原料药市场份额处于国内第一位。

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。主要产品是大环内

酯类抗生素，包括红霉素、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，目前已建成红霉素生产线产能达到 4500 吨/年，产销规模居世界前列。产品主要原材料为玉米粉、黄豆、豆油等等，原材料成本占总成本的 43%左右，供应商主要是西安国维淀粉公司及湖北粮油等两家公司，公司与供应商的结算方式主要采取月结付承兑的方式进行；产品销售方面，公司主要采取直销的方式，对内销售公司采用承兑汇票（180 天之内）与现金结算相结合的方式，对外销售公司采用 60-90 天信用证结算。

宜昌长江药业有限公司是公司合成原料药以及国内制剂产品生产基地。主要产品包括原料药（甲硝唑、苯溴马隆、替米沙坦、硫普罗宁）、片剂、胶囊剂、颗粒剂、干混悬剂、冻干粉剂等等，销售主要采取直销的方式。该公司具备甲硝唑年生产能力 500 吨，并已获得欧洲药政部门 EDQM 颁发的 COS/CEP 证书，获得了欧洲市场准入资格。公司甲硝唑产品市场覆盖全国，以及欧、美、东南亚等 10 多个国家和地区，并形成了稳固销售网络。公司原材料采购 2009 年之后主要采购均与达菲生产相关，由于达菲是国家采购产品，对战略储备等进行严格管理，公司上下游客户也与达菲生产相关，因此支付及销售回款均较迟，且主要为现金结算为主。

广东东阳光药业有限公司是中外合资建立，是严格按照欧美 GMP 标准建立一家制剂生产企业，主要采用缓释、控释、靶向、透皮吸收等技术生产和销售各类新剂型、新产品（小容量注射剂、片剂、胶囊剂、颗粒剂），其制剂工厂从规划设计到施工监理均由欧美专业顾问指导完成，主要生产设备和分析仪器都是从欧美进口的世界一线品牌，目前仅有少量的集团内代工业务。

2. 在建项目与未来发展

在铝加工方面，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；与日本三井公司、古河斯凯等实力强大的国际大公司合作，从精箔开始，逐渐扩大到整个铝产业链，共同致力于铝加工产品的研发、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，公司将加快铝土矿、锰矿等资源的开发和利用，尽快发挥自有能源的优势作用，进一步提高铝加工产业、药业的成本竞争优势。

目前公司铝业板块在建项目有：宜都东阳光化成箔有限公司扩建 72 条化成箔生产线、乳源化成箔年产 3500 万平方米工业大容量中高压铝电解电容器用高比容腐蚀箔扩产建设项目；药业板块在建项目有：宜都年产 1500 吨红霉素五期、乳源制药厂项目；其他业务在建项目有：乳源氟公司年产 8 万吨新型环保制冷剂建设项目。以上项目总投资 21.37 亿元，截至 2012 年底已完成投资 11.70 亿元，2013 年还将投资 5.97 亿元。

在未来投资计划方面，公司在药业与能源产业方面计划投资规模较大。在药业方面，公司拟投资 18.5 亿元用于仿制药扩建项目、胰岛素原料药与红霉素原料药项目。目前所有项目均已通过当地发改委批准，公司拟通过自筹与银行贷款方式筹集资金进行项目建设。

表 5 公司在建项目情况 （单位：万元）

项目	建设期	项目进度	总投资	已到位资金	截至 2012 年底已投资	2013 年投资
乳源化成箔年产 3500 万 m ² 工业大容量中高压铝电解电容器用高比容腐蚀箔扩产建设项目	2011.1-2016.12	完成总投资约 45%	35000	15000	15000	20000
乳源氟公司 8 万吨/年新型环保制冷剂建设项目	2011.5-2015.12	完成总投资约 50%	40000	20000	20000	10000
宜都年产 1500 吨红霉素五期	2 年	完成总投资约 60%	55000	36000	25000	3000
乳源制药厂项目	4 年	完成总投资约 70%	35000	25000	25000	10000
宜都化成箔的扩建 72 条化成箔生产线项目	2 年	完成总投资约 65%	48693	32000	32000	16693
合计			213693	128000	117000	59693

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011~2012 年财务报表经天健会计师事务所审计，并均出具了标准无保留意见，公司 2013 年一季度报表未经审计。2012 年公司财务报表合并范围有所变化，新纳入合并范围 5 家子公司，不再纳入合并范围 10 家子公司。合并范围的变化对公司财务可比性影响较小。

截至 2012 年底，公司资产（合并）总计 207.95 亿元，所有者权益合计 64.97 亿元（其中包含少数股东权益 27.51 亿元）。2012 年公司营业收入 83.46 亿元，利润总额 6.43 亿元。

截至 2013 年 3 月底，公司资产（合并）总计 219.46 亿元，所有者权益合计 65.96 亿元（其中包含少数股东权益 27.51 亿元）。2013 年 1~3 月公司营业收入 20.83 亿元，利润总额 1.55 亿元。

2. 盈利能力

2012 年，公司实现营业收入 83.46 亿元，同比增长 3.86%。同时，公司 2012 年营业成本 65.10 亿元，较上年增长 4.33%，营业收入增长低于营业成本的增长，营业利润率降至 21.47%。

2012 年，公司期间费用同比小幅增长，占营业收入的 19.49%。其中，财务费用逐年提升，2012 年财务费用 8.20 亿元，同比增长 30.67%。总体看，公司期间费用控制能力有待提升。

2012 年，公司实现利润总额 6.43 亿元，净利润 4.89 亿元。2012 年，公司投资收益 3.16 亿元，主要是公司处置遵义市东阳光实业发展有限公司、宜都山城水都建筑工程有限公司、重庆东阳光煤炭销售有限公司等长期股权投资获得的投资收益。

从盈利指标看，2012 年公司净资产收益率同比有所下降，由 2011 年 8.33% 下降至 7.53%；总资本收益有所提升，由 2011 年 6.23% 增至 6.95%。

2013 年 1~3 月，公司共实现营业收入 20.83 亿元、营业成本 16.48 亿元，利润总额 1.55 亿元。

总体看，近年公司收入规模逐年上升，但营业利润率有所下降，整体看公司盈利能力较好，但期间费用对公司利润总额的侵蚀力度有所增加，同时 2012 年公司利润总额在一定程度上依赖于投资收益。

3. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流入有所降低，2012 年为 57.31 亿元，同比大幅下降 20.92%，主要由于收到其他与经营活动有关的现金减少 14.22 亿元。同期，经营活动现金流出 51.57 亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金 7.79 亿元，主要为与关联企业经营往来款。2012 年，经营活动产生的现金流量净额为 5.75 亿元，较 2011 年小幅增长 2.99%。从现金收入质量来看，2012 年为 60.84%，公司票据

结算比例较高，收入实现质量一般。

投资活动方面，2012 年，公司投资活动现金流入量 0.87 亿元，同比减少 37.41%，主要是处置固定资产和其他长期资产收回现金减少所致；同期，公司投资活动现金流出 17.81 亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 14.51 亿元，占比 81.47%。公司支付其他与投资活动有关的现金 2.00 亿元，主要为支付费用化开发支出。2012 年公司投资活动产生的现金流净额为 -16.94 亿元。

2012 年公司筹资活动前产生现金流量净额表现为 -11.19 亿元，经营活动产生的现金流不能满足投资活动的需要。

2012 年，公司筹资活动现金流入 101.37 亿元，同比大幅增长 73.37%，主要由于吸收投资、借款和收到其他与筹资活动有关现金（主要为收到关联方贴现款）增加所致。同期，筹资现金流出 94.07 亿元，主要为偿还债务支付的现金。2012 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 7.30 亿元。

2013 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金 17.60 亿元，经营活动现金流入 19.24 亿元，经营活动现金流出 17.39 亿元，现金流净额 1.86 亿元。公司投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为 -5.96 亿元及 10.39 亿元，投资支出和借款金额仍然较大。现金收入比有所改善，增长至 84.49%。

总体看，公司经营活动净现金流跟踪期内较为稳定，公司经营活动获取净现金的能力有所波动；资本支出规模大，具有一定筹资压力。

4. 资本及债务结构

截至 2012 年底，公司资产总额为 207.95 亿元，同比增长 14.66%，其中，流动资产占 36.81%，非流动资产占 63.19%。非流动资产在资产总额中占比较大，跟踪期内，资产结构变化不大。

公司资产总额增长主要来自于其他应收款、固定资产、在建工程 and 无形资产的增长。

截至2012年底，其他应收款24.07亿元，同比增加32.71%，主要由关联子公司和关联方占款构成。截至2012年底，公司固定资产账面原值105.78亿元，同比增长8.25%，在建工程转入5.66亿元，因公司托管经营韶关安能旅游发展有限公司固定资产增加3.68亿元，累计折旧23.74亿元，账面价值82.04亿元，同比增长3.44%；2012年，公司在建工程12.47亿元，同比大幅增加70.83%，主要由于公司子公司乳源避暑林庄温泉饭店、南岭风景区和乳源健身俱乐部等工程开工所致。2012年，公司收购关联方所持部分贵州煤矿，无形资产增长54.87%至30.84亿元。

截至2013年3月底，公司资产总额为219.46亿元，较2012年底增长5.53%，主要为借款、固定资产和在建工程增加所致；其中流动资产占38.01%，非流动资产占61.99%。资产构成变化不大。

权益方面，2012年公司注资3000万，实收资本增加至5.60亿元；煤矿收购带来的资本溢价导致公司资本公积增长45.14%至11.87亿元。截至2012年底，公司所有者权益规模64.97亿元，较上年增长20.16%。截至2013年3月底，公司所有者权益构成及规模较2012年底变化不大。

随着经营规模扩大及项目建设资金需求增长，公司有息债务规模不断增长。截至2012年底，公司全部债务总额达到132.00亿元，同比增长12.80%，其中长期债务56.69亿元，占比42.95%，短期债务75.31亿元，占比57.05%；截至2013年3月底，公司有息债47.39%，长期债务占52.61%。

从债务指标看，2012年底公司整体资产负债率、长期债务资本化比率与全部债务资本化比率均有所降低，分别为68.76%、46.60%和67.02%。截至2013年3月底，以上指标分别为69.94%、53.26%和68.41%，债务负担水平仍较重。

总体看，跟踪期内，公司资产构成稳定，

固定资产占比高，资产规模持续增长，资产流动性一般；有息债务增长较快，债务负担水平较重。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012年公司流动比率和速动比率分别为98.59%和78.08%，与上年相比，两项指标均有所下降；截至2013年3月底，以上两项指标分别为119.69%和96.87%。2012年，经营现金流动负债比为7.40%，经营活动获取的现金对流动负债的保障能力同比下降。总体看，公司具有一定短期支付能力，短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2012年EBITDA为21.43亿元；受利息支出增长影响，公司EBITDA利息倍数有所下降，2012年为2.44倍；全部债务/EBITDA有所下降，2012年为6.16倍，公司EBITDA对全部债务的保障能力有所下降。总体看，公司长期偿债能力正常。

截至2013年3月底，公司无对外担保。

截至2012年9月底，公司共取得银行授信145.10亿元，未使用额度35.59亿元（其中未使用流贷额度14.84亿元）。公司间接融资渠道较畅通。

公司目前拥有广东东阳光铝业股份有限公司（SH.600673）一家上市公司，直接融资渠道畅通。

6. 存续期内债券偿还能力

截至2013年3月底，公司存续期内债券为“12东阳光CP001”和“13东阳光CP001”合计11.00亿元。截至2012年，现金类资产16.66亿元，扣除受限资金4.33亿元后现金类资产是存续期债券发行额度的1.12倍。公司现金类资产对存续期内债券保护程度较好。2012年，公司经营活动产生的现金流入量为57.31亿元，为存续期内债券5.21倍。公司经营活动现金流入对两期短期融资券覆盖程度较好。

总体看，公司现金类资产与经营活动现金

流入量对存续期内债券保障能力较好。

7. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询的中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201302406393），截至2013年2月7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。

8. 抗风险能力

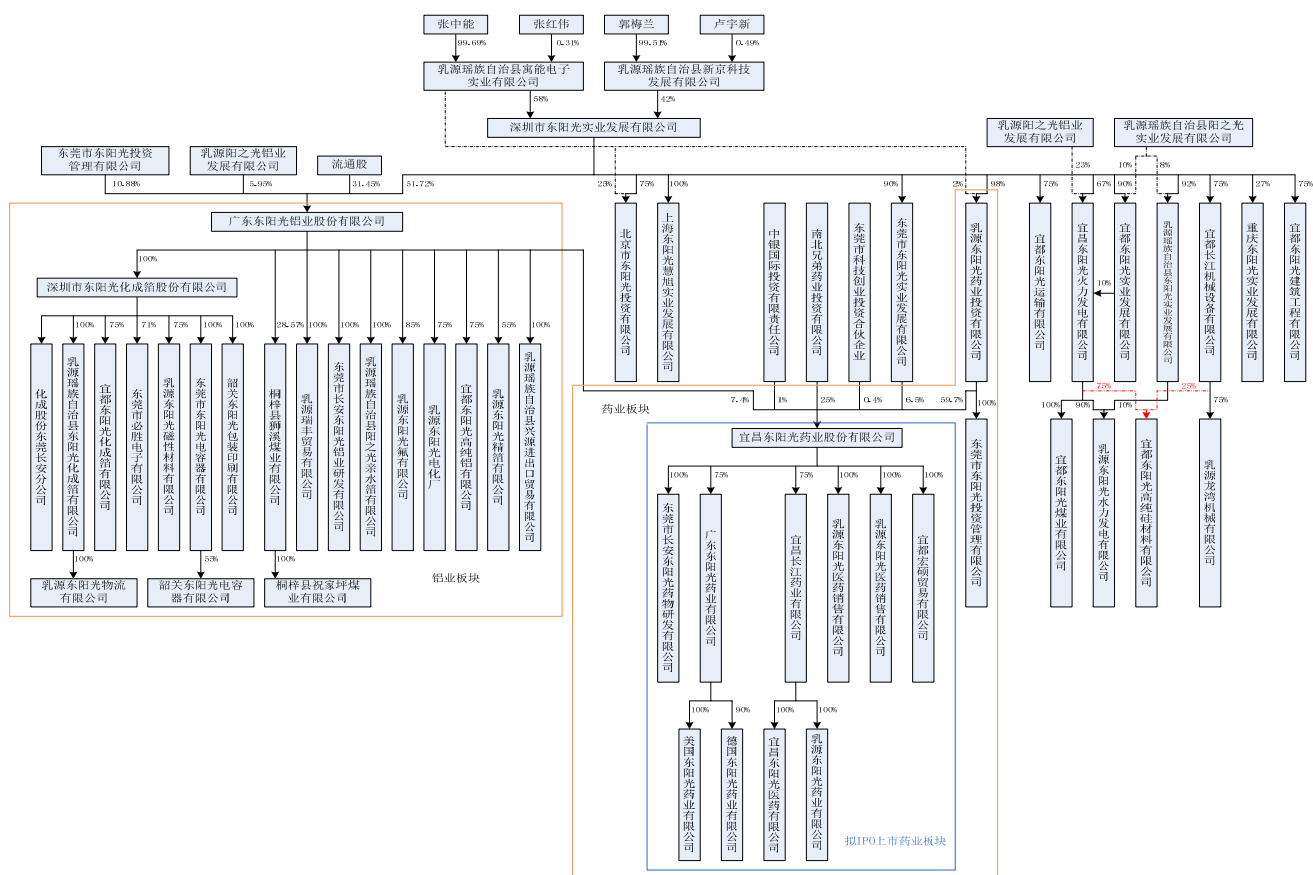
公司作为国内化成箔、电子光箔加工、Φ16以上大电容、亲水箔生产龙头企业，经营规模较大，技术实力雄厚，竞争能力突出。同时公司拥有国内大环内酯类生化原料药最大生产基地，能源产业链的打造有助于降低公司铝业与药业的生产经营成本，未来将支撑公司收入规模与盈利规模的提升。

近年来，公司产销规模持续扩大，生产经营状况良好，收入保持增长，毛利率有所下降，但仍处于适宜水平。与此同时，公司负债水平较高，未来投资支出较多，存在融资压力。但公司经营活动获现能力很强，利润总额与经营性净现金流表现良好，公司整体偿债压力不大。考虑到公司铝业与药业主要产品均处于行业龙头地位；新药研发若能上市成功将为公司带来较为可观的收入与利润，公司抗风险能力较强。

九、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“12 东阳光 CP001”与“13 东阳光 CP001” A-1 的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织机构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动资产：					
货币资金	116360.01	115646.38	120007.77	1.56	182914.83
交易性金融资产					
应收票据	29100.84	56426.95	46631.28	26.59	31947.37
应收账款	85003.75	101576.62	99344.15	8.11	95772.20
预付款项	54558.61	89199.22	98521.14	34.38	104742.65
应收利息					
应收股利					
其他应收款	88782.48	181390.98	240729.21	64.66	258429.71
存货	147106.13	168311.61	159244.02	4.04	159051.23
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	578.09	730.21	1074.55	36.34	1252.45
流动资产合计	521489.92	713281.98	765552.12	21.16	834110.44
非流动资产：					
可供出售金融资产			12000.00		12000.00
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	11273.38	11119.72	6700.40	-22.91	6660.29
投资性房地产					
固定资产	686437.89	793132.20	820396.54	9.32	831124.80
在建工程	79932.50	72968.59	124654.99	24.88	152857.18
工程物资	941.76	701.72	1144.31	10.23	1040.71
固定资产清理					
生产性生物资产			25.66		80.18
油气资产					
无形资产	187309.43	199154.77	308435.80	28.32	309207.00
开发支出	44502.17	13630.27	31867.05	-15.38	38795.13
商誉					
合并价差					
长期待摊费用	31.85	1334.78	1499.70	586.20	1468.40
递延所得税资产	1598.11	6099.93	5007.30	77.01	4997.30
其他非流动资产	2252.33	2229.69	2229.69	-0.50	2229.69
非流动资产合计	1014279.41	1100371.67	1313961.44	13.82	1360460.69
资产总计	1535769.33	1813653.64	2079513.57	16.36	2194571.14

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动负债：					
短期借款	245950.00	366025.00	560130.00	50.91	504830.00
交易性金融负债					
应付票据	8024.51	33728.75	66521.00	187.92	50224.02
应付账款	63054.45	75736.67	78057.44	11.26	68434.04
预收款项	9098.81	6918.59	3536.36	-37.66	8924.49
应付职工薪酬	2959.83	5776.54	5623.50	37.84	3846.30
应交税费	-11654.01	-24471.23	-25779.93	48.73	-24400.90
应付利息		2698.77	4505.51		7656.35
应付股利	297.31	296.43	3638.70	249.84	2900.30
其他应付款	9634.95	17477.61	13760.03	19.50	12457.64
预计负债					
一年内到期的非流动负债	28000.00	181417.57	66480.00	54.09	62003.00
其他流动负债					
流动负债合计	355365.84	665604.71	776472.61	47.82	696875.23
非流动负债：					
长期借款	651270.64	500332.69	477983.00	-14.33	563988.00
应付债券		88660.79	148932.95		247530.55
长期应付款					
专项应付款	14115.18	1446.16	1358.89	-68.97	1358.89
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债	3465.04	3352.98	3248.99	-3.17	3223.99
其他非流动负债	2754.95	13538.62	21787.52		22012.59
非流动负债合计	671605.81	607331.25	653311.34	-1.37	838114.03
负债合计	1026971.65	1272935.96	1429783.95	17.99	1534989.25
所有者权益：					
实收资本(或股本)	53000.00	53000.00	56000.00	2.79	56000.00
资本公积	81621.47	81798.60	118725.71	20.61	118968.59
减：库存股					
盈余公积	21735.14	21810.77	22471.14	1.68	22471.14
未分配利润	130112.78	148332.08	177391.45	16.76	186992.71
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	286469.39	304941.45	374588.31	14.35	384432.45
少数股东权益	222328.28	235776.23	275141.31	11.25	275149.44
所有者权益合计	508797.67	540717.68	649729.62	13.00	659581.88
负债和所有者权益总计	1535769.33	1813653.64	2079513.57	16.36	2194571.14

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、营业收入	664188.03	803625.07	834613.78	12.10	208329.17
减: 营业成本	506780.82	623928.09	650969.84	13.34	164753.17
营业税金及附加	1220.24	2920.06	4422.93	90.38	561.82
销售费用	14227.25	15219.05	14128.43	-0.35	3504.37
管理费用	35984.23	52415.42	66522.67	35.97	14307.03
财务费用	42667.32	63863.43	81992.85	38.62	16111.48
资产减值损失	711.30	818.78	1114.42	25.17	-222.05
加: 公允价值变动收益					
投资收益	-207.40	2081.44	31569.31		-45.03
其中: 对合营企业投资收益	-145.54	-153.66	-93.44	-19.87	
汇兑收益					
二、营业利润	62389.46	46541.69	47031.94	-13.18	9268.33
加: 营业外收入	10359.70	17869.40	18346.15	33.08	6288.08
减: 营业外支出	2398.13	2610.06	1069.82	-33.21	85.00
其中: 非流动资产处置损失	1670.66	1221.61	821.91		34.01
三、利润总额	70351.03	61801.03	64308.27	-4.39	15471.40
减: 所得税费用	18679.40	16735.47	15364.94	-9.30	3648.53
四、净利润	51671.63	45065.56	48943.33	-2.68	11822.88

附件 4-1 合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	432843.81	509378.19	507809.48	8.31	176016.83
收到的税费返还	11674.70	16038.62	12242.51	2.40	3597.33
收到其他与经营活动有关的现金	118904.91	199275.97	53090.60	-33.18	12808.15
经营活动现金流入小计	563423.42	724692.78	573142.59	0.86	192422.31
购买商品、接受劳务支付的现金	323764.70	457204.23	339876.15	2.46	129316.83
支付给职工以及为职工支付的现金	32494.19	42186.40	51182.26	25.50	16646.59
支付的各项税费	40249.37	44842.23	46724.51	7.74	9333.51
支付其他与经营活动有关的现金	133219.19	124645.83	77877.02	-23.54	18573.09
经营活动现金流出小计	529727.46	668878.68	515659.93	-1.34	173870.02
经营活动产生的现金流量净额	33695.96	55814.10	57482.66	30.61	18552.29
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	51317.51	3000.00	565.00	-89.51	
取得投资收益收到的现金	5.27	16.83	1.56	-45.55	
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	129.70	10912.13	45.66	-40.67	
处置子公司及其他单位收到的现金净额					4.06
收到其他与投资活动有关的现金	8506.00		8110.68	-2.35	17.00
投资活动现金流入小计	59958.48	13928.96	8722.90	-61.86	21.06
购建固定资产、无形资产等支付的现金	185856.32	207344.05	145080.60	-11.65	57799.74
投资支付的现金	3422.35	3361.02	13021.77	95.06	1808.90
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金		5720.54	19987.82		
投资活动现金流出小计	189278.67	216425.61	178090.20	-3.00	59608.64
投资活动产生的现金流量净额	-129320.19	-202496.65	-169367.30	14.44	-59587.58
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	9867.39	3125.00	51700.23	128.90	
取得借款收到的现金	335642.03	493006.78	815824.05	55.91	175802.00
发行债券收到的现金		88560.00	59760.00		98500.00
收到其他与筹资活动有关的现金			86416.48		
筹资活动现金流入小计	345509.42	584691.78	1013700.76	71.29	274302.00
偿还债务支付的现金	262704.85	370452.16	760293.54	70.12	149574.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	56765.07	68227.70	81257.32	19.64	20785.65
支付其他与筹资活动有关的现金	68.76	43.00	99156.87	3697.46	
筹资活动现金流出小计	319538.67	438722.86	940707.73	71.58	170359.65
筹资活动产生的现金流量净额	25970.75	145968.93	72993.03	67.65	103942.35
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	-69653.48	-713.63	-38891.61	-25.28	62907.06

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	51671.63	45065.56	48943.33	-2.68
加: 资产减值准备	711.30	818.78	1114.42	25.17
固定资产折旧及其他	39511.47	47155.67	55855.74	18.90
无形资产摊销	6246.82	6308.84	11169.51	33.72
长期待摊费用摊销	55.67	210.12	470.42	190.69
处置固定资产、无形资产等损失	1281.87	1129.17	-44705.93	
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	40978.43	58691.61	80635.84	40.28
投资损失	207.40	-2081.44	-31569.31	
递延所得税资产减少	809.17	-3801.68	469.09	-23.86
递延所得税负债增加	-1541.87	-112.06	-103.99	-74.03
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-25333.34	-27163.05	8373.66	
经营性应收项目的减少	-63165.35	-114306.06	-136996.06	47.27
经营性应付项目的增加	-17737.24	43898.63	55150.25	
其他			8675.67	
经营活动产生的现金流量净额	33695.96	55814.10	57482.66	30.61

附件 5 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	6.58	5.91	5.49	--
存货周转次数(次)	3.82	3.96	3.97	--
总资产周转次数(次)	0.45	0.48	0.33	--
现金收入比(%)	65.17	63.39	60.84	84.49
盈利能力				
营业利润率(%)	23.52	22.00	21.47	20.65
总资本收益率(%)	6.71	6.23	6.95	--
净资产收益率(%)	10.16	8.33	7.53	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	56.14	52.14	46.60	53.26
全部债务资本化比率(%)	64.72	68.40	67.02	68.41
资产负债率(%)	66.87	70.19	68.76	69.94
偿债能力				
流动比率(%)	146.75	107.16	98.59	119.69
速动比率(%)	105.35	81.88	78.08	96.87
经营现金流动负债比(%)	9.48	8.39	7.40	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.49	2.83	2.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.94	6.72	6.16	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.10	-0.13	-0.08	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.33	-2.50	-1.27	--
现金偿债倍数(倍)	0.97	1.15	1.11	1.43
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	3.76	4.83	3.82	--
经营活动现金流量净额偿债倍数	0.22	0.37	0.38	--

附件 6 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
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 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出

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

筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额

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 7 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

附件 8 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