

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1432 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“14东阳光CP001”与“14东阳光CP002” A-1的信用等级。

特此公告。



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
14 东阳光 CP001	6 亿元	2014/01/17~2015/01/17	A-1	A-1
14 东阳光 CP002	5 亿元	2014/06/17~2015/06/17	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 28 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
现金类资产(亿元)	17.21	16.66	20.69	36.70
资产总额(亿元)	181.37	207.95	235.41	258.96
所有者权益(亿元)	54.07	64.97	70.71	82.76
短期债务(亿元)	58.12	69.31	82.21	79.34
全部债务(亿元)	117.02	132.00	151.49	163.09
营业收入(亿元)	80.36	83.46	90.81	22.75
利润总额(亿元)	6.18	6.43	6.46	1.66
EBITDA(亿元)	17.70	20.84	22.33	--
经营性净现金流(亿元)	5.58	5.75	6.39	1.62
营业利润率(%)	22.00	21.47	24.34	24.49
净资产收益率(%)	8.33	7.53	7.15	--
资产负债率(%)	70.19	68.76	69.96	68.04
全部债务资本化比率(%)	68.40	67.02	68.18	66.34
流动比率(%)	107.16	98.59	90.79	115.78
全部债务/EBITDA(倍)	6.61	6.33	6.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.75	2.52	2.30	--
经营现金流动负债比(%)	8.39	7.40	7.39	--

注: 2014 年 1 季度财务数据未经审计

分析师

于浩洋 赵楠
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”)在整体宏观经济疲软的背景下, 仍保持了平稳的运营态势, 铝加工行业与药业经营规模不断扩大, 产业布局不断完善、铝行业盈利能力在同行业处于领先水平; 电力能源板块毛利率的提升与冬虫夏草产品的量产促进了公司盈利能力的提升; 同期下属上市公司东阳光铝非公开发行完成, 在一定程度上增加了公司的资本实力。同时联合资信也关注到新药研发投入规模大, 产出具有一定不确定性以及债务负担较重, 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。

2014 年广东省卫生厅发文, 要求省内医院对于发热病人先行使用达菲, 极大的刺激了广东省对达菲的需求, 达菲的生产将重新成为公司新的利润增长点; 公司年产 4800 公斤的冬虫夏草项目进展良好, 产能持续增加, 有助于提升公司的盈利能力; 同时公司铝业板块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, 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⁻主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“14 东阳光 CP001”与“14 东阳光 CP002” 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, 毛利率水平有所提升并处于行业领先地位。
2. 跟踪期内, 子公司东阳光铝完成非公开发

行 10 亿元,在一定程度上增强了公司的资本实力。

3. 跟踪期内,地方卫生政策刺激了广东省内达菲需求,公司达菲产品恢复量产,有助于进一步提高公司的盈利水平。
4. 跟踪期内,公司自主研发的人工冬虫夏草实现量产,对盈利能力的提升起到一定的贡献作用。
5. 公司现金类资产与经营活动现金流入量对“14 东阳光 CP001”与“14 东阳光 CP002”保障能力较好。

关注

1. 目前公司债务负担重,并存在一定短期支付压力。
2. 跟踪期内,公司先后减持了东阳光铝股权,减持收益在“其他业务收入”中予以反映,对公司利润总额具有一定影响。
3. 公司新药品种较多,投入金额大,面市周期较长,收益具有一定的不确定性。
4. 公司其他应收款规模大,对公司资金形成一定占用。

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“14 东阳光 CP001”与“14 东阳光 CP002”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、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2014年3月底，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。公司实际控制人为张中能、郭梅兰夫妇。

公司拥有12家全资或控股一级子公司，其中广东东阳光铝业股份有限公司（以下简称“东阳光铝”）为A股上市公司，股票代码600673。跟踪期内，东阳光铝非公开发行人民币普通股122,100,100股，发行价格8.19元/股，扣除发行费用后共募集资金972,899,819元人民币，东阳光铝于2014年3月26日收到该笔款项，并由天健会计师事务所审验并出具了验资报告。

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。目前公司产业主要集中在铝业、药业、能源等领域。

截至2013年底，公司资产（合并）总计235.41亿元，所有者权益合计70.71亿元（其

中包含少数股东权益31.60亿元）。2013年公司营业收入90.81亿元，利润总额6.46亿元。

截至2014年3月底，公司资产（合并）总计258.96亿元，所有者权益合计82.76亿元（其中包含少数股东权益39.01亿元）。2014年1~3月公司营业收入22.75亿元，利润总额1.66亿元。

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

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，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）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年前三季度，中国财政累计收入为 98389 亿元，累计支出为 91532 亿元，同比增长分别为 8.6% 和 8.8%，增幅比上年同期下降 2.6 和 12.3 个百分点；财政收入增幅放缓的情况下，各项民生政策仍得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年 9 月底，M2 存量达 107.7 万亿，同比增长 14.2%，增速比二季度末高 0.2 个百分点。从社会融资规模来看，2013 年前三季度社会融资规模为 13.96 万亿，比上年同期多 2.24 万亿；其中人民币贷款 7.28 万亿，同比增长 8.3 个百分点；非信贷融资中委托贷

款和信托贷款增长较快，同比增速分别达到 111.6% 和 125.8%。人民币汇率方面，截至 2013 年 9 月底，人民币兑美元汇率中间价为 6.1480 元，比 6 末升值 0.50%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。2013 年 10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看, 2013 年以来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以实现预期政策效果。产业政策方面, 房地产政策调控仍面临较大挑战, 城镇化建设将继续保持快速发展, 化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标, 将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济分析

公司涉及的产业主要包括铝加工和药业等。

铝加工行业

铝电子行业大致为“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、钎焊箔主生产商。

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来以近年平均 10% 以上的速度稳步上升。

1. 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、磁浮悬体材料, 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、宜都东阳光铝和神火铝业等。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。

表1 中国主要高纯铝生产企业年生产能力列表

主要企业	生产能力(吨)
新疆众和	50000
东阳光	10000
内蒙古新长江矿业	42000
包头铝业	20000
桂海铝业	18000 (远期)

资料来源: 联合资信整理

2. 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, 东阳光铝, 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、乳源瑶族自治县东阳光化成箔有限公司、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。

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等。预测至 2015 年，世界电子铝箔的年需求量将超过 25 万吨，产业发展前景良好。

3. 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、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。2013 年，市场竞争激烈，行业继续保持低迷态势。主要厂商

采取了降价去库存政策。同时，由于 2013 年主要原材料铝价格下跌，也降低了产品价格，导致企业盈利空间收窄。总体来看，电极箔行业表现出了较强的周期性，需求下滑时会出现产能过剩，而需求景气时又会出现供不应求。随着竞争的加剧，行业增长或面临难以消化集中释放的新增产能这一问题，资源将进一步向优势企业（技术、成本、规模）集中。从中长期来看，随着消费类电子在广大家庭的普及，消费类铝电解电容器将保持稳定增长；随着节能环保理念的深入，以及工业变频、高效节能灯、电动汽车、新能源等节能环保新产品的开发，铝电解电容器应用领域将进一步拓宽；与发达国家相比，国内铝电解电容器及其铝箔材料企业技术不断进步，同时具有成本比较优势，铝电解电容器及其铝箔材料产业向中国转移的趋势没有发生改变；因此中国铝电解电容器用铝箔材料行业长期发展的趋势没有改变。

4. 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。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。与此同时,受家电下乡、节能补贴政策的结束、房地产市场增速放缓等影响,2012 年行业上游产品家用洗衣机、家用电冰箱、家用空调产量同比增速分别仅为 1.4%、-3.1%、4.9%;而其 2011 年的同比增速分别为 11.5%、20.3%、24.6%。2013 年 1-12 月,上述三项产品分别增长 8.2%、10.6% 和 11.6%。市场需求有所恢复,但也不能排除 2012 年的低基数效应。

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。

5. 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(且产能主要集中于适用于消费电子的中低端产品),下游的消费电子行业受宏观经济影响,恢复缓慢,波动较大。未来,随着产能的不断提高,下游的消化能力仍存在着不确定性。一旦企业开机率出现下滑,产品将难以享受规模效应,高额的人工和电力成本将降低企业的毛利率。

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

从配套资源来看,铝电子行业需要大量

的电力、铝材以及电子元件、化学药品等原料。目前,一些企业以上原料大量依赖外购,对产品成本、生产效率提出了挑战。

医药行业

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。

2013 年,中国医药制造业实现主营业务收入 20592.93 亿元,同比增长 18.00%,利润总额 2071.67 亿元,同比增长 17.76%,增长速度虽较前两年有所回落。从盈利情况看,2013 年医药制造业整体销售利润率为 10.06%,较上年略有下降,其中中药饮片加工销售利润率同比提高 0.31 个百分点,化学药品制剂制造、化学药品原药制造销售利润率均较上年略有提高;中成药制造、生物生化制品制造、卫生材料及医药用品制造销售利润率则出现不同程度下滑。2013 年医药制造业增长有所回落,但仍保持较高水平。2014 年一季度,中国医药制造业实现主营业务收入 5069.32 亿元,同比增长 13.71%,利润总额 498.69 亿元,同比增长 13.99%,总体保持了稳定增长的发展趋势。

细分行业方面,从近年增长速度看,生物生化制品制造、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。

表 2 医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元、%）

	2011 年			2012 年			2013 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
医药制造业合计	14522.05	1494.30	10.29	17083.26	1731.68	10.14	20592.93	2071.67	10.06
化学药品原药制造	3050.18	247.86	8.13	3289.72	243.02	7.39	3819.88	284.74	7.45
化学药品制剂制造	4104.98	442.35	10.78	5023.69	556.03	11.07	5730.93	639.40	11.16
中药饮片加工	853.72	64.42	7.55	990.29	71.04	7.17	1259.35	94.18	7.48
中成药制造	3378.67	372.44	11.02	4079.16	436.48	10.70	5064.98	538.43	10.63
兽用药品制造	698.15	71.09	10.18	802.52	80.21	10.00	938.21	90.33	9.63
生物、生化制品制造	1515.47	206.69	13.64	1775.43	230.13	12.96	2381.36	282.41	11.86
卫生材料及医药用品制造	920.88	89.45	9.71	1122.44	114.77	10.22	1398.22	142.18	10.17

资料来源：国家统计局

2. 行业关注

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。针对医药价格虚高，国家发改委已对政府定价范围内药品的最高零售价格进行了多次调整。化学药方面，从 2010 年开

始，发改委针对化学药品进行了多轮降价，平均降幅在 17%~41%，涉及抗生素、循环、神经、激素、消化、抗肿瘤、免疫和血液等各个品类。2013 年 1 月，发改委发出通知，决定从 2013 年 2 月 1 日起调整呼吸、解热镇痛和专科特殊用药等药品最高零售限价，共涉及 20 类药品，400 多个品种、700 多个代表剂型规格，平均降价幅度为 15%，其中高价药品平均降幅达到 20%，这是国家发改委近 15 年来启动的第 31 轮药品降价，医保目录中的化学药品全品类调价已经完成。中成药方面，近 7 年来尚未进行降价调整，但发改委从 2013 年 11 月 14 日开始密集举行了 7 场有关中成药的价格评审会，评审范围包括了 2010 版医保目录里中成药部分的所有种类。2014 年 2 月 13 日，发改委药品价格评审中心在北京召开了妇科、眼科、耳鼻喉科、骨伤科和皮肤科中成药的价格预评审会议，预计将在年内实现中成药近年来首次降价。

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。

2013 年 1 月，卫生部公布了新修订的《药品经营质量管理规范》（2013 版），对药品购销渠道、仓储温湿度控制、票据管理、冷链管理和药品运输等方面提出了更高要求。新版 GSP 将对医药商业行业产生重要影响，首先医药商业企业成本加大，短期资金压力加大；其次，行业集中度将提高，目前中国国内药品批发企业 1.3 万家、药品零售企业 42 万余家，其中药品批发企业中约 20% 基本符合新版 GSP 条件，约 30% 可通过自身努力通过认证；药品零售企业中约 15% 基本符合新版 GSP 条件，约 20% 可通过自身努力通过认证，大量中小医药商业企业将面临被淘汰的风险，大型医药公司将获得更多市场份额，行业集中度将进一步提高。

2013 年 3 月，经第十二届全国人民代表大会审议通过的《国务院机构改革和职能转变方案》提出，将食品安全办的职责、食品药品监管局的职责、质检总局的生产环节食品安全监督管理职责、工商总局的流通环节食品安全监督管理职责整合，组建国家食品药品监督管理总局。主要职责是，对生产、流通、消费环节的食品安全和药品的安全性、有效性实施统一监督管理等。将工商行政管理、质量技术监督部门相应的食品安全监督管理队伍和检验检测机构划转食品药品监督管理部门。保留国务院食品安全委员会，具体工作由食品药品监管总局承担。食品药品监管总局加挂国务院食品安全委员会办公室牌子。不再保留食品药品监管局和单设的食品安全办。医药监管体制改革后，将实现行业全链条监管，让生产经营者真正成为药品安全第一责任人，有利于行业长远

发展。

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。

区域经济环境

公司注册地位于广东省深圳市,主要生产基地位于广东韶关、广东东莞等,地理位置优越,区位优势明显。根据《2013年广东国民经济和社会发展统计公报》显示,2013年广东完成生产总值62163.97亿元,比上年增长8.5%。2013年,广东省全年地方财政一般预算收入7075.54亿元,增长13.6%;其中税收收入5762.75亿元,增长13.6%。从国内贸易来看,2013年广东省社会消费品零售总额达25453.93亿元,比上年增长12.2%;其中批发和零售业零售额22819.70亿元,增长12.8%;住宿和餐饮业零售额2634.23亿元,增长7.7%。2013年广东省全年进出口总额10915.70亿美元,比上年增长10.9%。其中,出口6364.04亿美元,增长10.9%;进口4551.66亿美元,增长11.0%。进出口差额(出口减进口)1812.38亿美元,比上年增加170.67亿美元。

广东经济的外贸依赖度逐年下降,2013年为108.7%,高于全国46%的水平。此外,加工贸易在贸易总量中的比重,广东达到61%,处于主导地位。受人民币升值、加工贸

易政策调整,以及世界经济低迷等因素影响,近年广东外贸进出口增长步伐有所放缓。2013年广东外贸进出口突破万亿美元大关,累计完成进出口10915.70亿美元,同比增长10.9%,其中出口6364.04亿美元、增长10.9%,进口4551.66亿美元、增长11.0%。外贸进出口增速回落的同时贸易结构持续优化,一般贸易进出口继续保持稳中有升,全年累计增长12.0%,而加工贸易进出口增速走低,下降0.6%。

据海关统计,2014年1~3月,广东省进出口贸易总值为2227.9亿美元,同比下降23.1%,同期全国下降1%;其中出口1299.7亿美元,下降20.2%,进口928.2亿美元,下降26.7%。2013年一季度广东加工贸易进出口6425.9亿元,大幅下降22.6%,占同期广东省进出口总值的47.2%,该比重比去年同期提升1.5个百分点。与此同时,广东省一般贸易进出口态势良好,进出口5495.1亿元,增长13.9%,占40.4%,提升13.9个百分点。受2012年套利贸易引发的高基数影响以及全球经济结构深度调整,2013年一季度广东省外贸大幅下降,但广东一般贸易持续保持两位数增长的良好态势,表明广东外贸方式的结构在不断优化,外贸自主发展能力在增强。

2013年,广东省外贸规模继续稳居全国之首,但进出口增速有所回落。随着国家稳增长政策的出台以及各级地方政府和部门配套措施的逐步落实,积极因素增多,将有利广东外贸继续保持稳步增长的态势。总体看,广东地区经济发展环境较好。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年3月底,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 2014 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 3 万吨，红霉素年产能 4500 吨。

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、Φ16 以上大电容、亲水箔生产龙头企业化成箔的产能与产量均居全球前列，其中中高压化成箔领域占有国内市场 50% 的份额，同时是中国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 其电极箔的静容量达 0.70 μF/cm² 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 其电极箔的静容量也可达到 72-85 μF/cm² 以上，表面和板形良好，132V 电极箔的静容量也可达到 5.5-6.0 μF/cm² 以上，达到国内同类最好水平。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 μF/cm² 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

截至 2013 年底，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 1304 人，博士 40 人，专家 21 人，硕士研究生 644 人，本科生 440，硕士研究生及以上人员占比例 54.6%。目前宜昌东阳光药可生产 15 种原料药，32 种制剂产品，拥有 50 个药品生产批准文号，其中 28 个品种被列入国家医保目录（其中甲类品种 10 个，乙类品种 18 个）公司的新药研发已申请 385 项专利，其中授权 52 项，受理 333 项。

公司在医药制造板块已聘请 50 多名有着国际知名制药公司工作背景的技术专家，并与德国的柏林大学、拜耳公司、中国军事医学科学院、中国药科大学、上海生化中心等科研机构 and 院校开展长期技术交流与合作，为公司的制药业务提供强有力的技术支撑，其药业研究院现已具备自主研发和海外注册能力，成为国内规模最大、最有影响力的药物研发机构之一。

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

跟踪期内公司主营业务收入规模较为平稳，2013 年实现主营业务收入 85.17 亿元，其中铝加工占 56.52%，药业占 20.59%，能源电力占比 13.28%，此外公司其他业务收入主要包括建筑安装、冬虫夏草、旅游住宿等养生产业，

其中公司人工培育冬虫夏草实现量产，导致其他业务收入规模大幅增长。从毛利率上看，公司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，2013 年铝业板块毛利率为 19.07%，较上年小幅下降 0.34 个百分点；药业板块毛利率跟踪期内有所回升，2013 年为 28.51%，主要由于采购原材料价格有所下降以及毛利率水平相对较高的制剂产品销量增长较快所致；能源电力板块，煤炭价格跟踪期内低位徘徊，公司该板块毛利率上升至 15.69%；其他板块中，毛利率水平较高的冬虫夏草产品收入大幅增长，导致其他业务板块毛利率水平提高较快。整体看公司 2013 年毛利率水平为 21.74%，较上年增长 4.34 个百分点。

2014 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 20.03 亿元，实现毛利率 18.49%，较 2013 年全年略有下降。

跟踪期内，公司于 2013 年 11 月 14 日至 2013 年 12 月 13 日通过上海证券大宗交易系统累计减持了子公司东阳光铝 41373400 股，占东阳光铝总股比的 5%；此外于 2014 年 2 月 19 日通过上海证券交易所大宗交易系统减持了子公司东阳光铝 34000000 股，占东阳光铝总股本 4.109%，减持后公司仍直接及间接持有东阳光铝 48.492% 的股权，为东阳光铝的实际控制人。公司将减持收益计入其他业务收入，13 年计入其他业务收入 4.3 亿元，14 年一季度计入其他业务收入 1.65 亿元，对公司整体利润总额有一定影响。根据 2009 年财政部《关于不丧失控制权情况下处置部分对子公司投资会计处理的复函》，母公司在不丧失控制权的情况下部分处置对子公司的长期股权投资，在合并财务报表中处置价款与处置长期股权投资相对应享有子公司净资产的差额应当计入所有者权益。

表 3 2012~2014 年 3 月底公司主营业务构成情况

(单位: 亿元, %)

主营业务收入	2012 年			2013 年			2014 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
铝加工	42.51	55.83	19.41	48.14	56.52	19.07	10.93	54.57	17.02
医药制造	17.99	23.63	25.46	17.54	20.59	28.51	4.93	24.61	33.09
能源电力	10.57	13.88	1.23	11.31	13.28	15.69	3.32	16.58	11.49
其他	5.07	6.66	5.72	8.18	9.61	29.23	0.85	4.24	33.88
合计	76.14	100.00	17.40	85.17	100.00	21.74	20.03	100.00	18.49

资料来源: 公司提供

铝深加工业务

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，主要产品近年产量呈增长趋势，受此影响 2013 年公司铝加工板块实现收入 48.14 亿元，较上年增长 11.41%。但由于之前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尚处于较低水平。

表 4 公司主要产品产能、产量情况

产品	年度	产能	产量	平均售价
----	----	----	----	------

亲水箔 (吨, 元/吨)	2011	80000.00	54383.00	24786.00
	2012	80000.00	51607.00	19984.00
	2013	80000.00	54920.00	18173.00
	2014 年 1~3 月	80000.00	14235.00	17443.00
空调箔 (吨, 元/吨)	2011	60000.00	45581.67	18065.10
	2012	60000.00	41964.00	16783.99
	2013	60000.00	38311.00	18065.41
	2014 年 1~3 月	60000.00	10306.50	17214.62
化成箔 (宜都, 万 m ² , 元/m ²)	2011	2350.00	1149.88	61.95
	2012	4000.00	2061.00	64.20
	2013	4000.00	2959.00	65.36
	2014 年 1~3 月	4000.00	634.00	64.71
铝电解电容器 (大, 万只, 元/只)	2011	15000.00	9474.65	2.32
	2012	15000.00	8591.22	2.10
	2013	15000.00	10815.00	3.53

	2014 年 1~3 月	15000.00	2038.00	3.62
精铝板锭（吨， 元/吨）	2011	20000.00	20110.09	24951.13
	2012	30000.00	21927.59	24161.50
	2013	30000.00	28868.00	22712.40
	2014 年 1~3 月	30000.00	5768.92	21835.86
中高压腐蚀箔 （万 m ² ，元/m ² ）	2011	2300.00	1708.20	32.73
	2012	2800.00	1728.00	32.34
	2013	2800.00	2344.00	32.50
	2014 年 1~3 月	2800.00	579.11	32.26

资料来源：公司提供

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 80%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。2013 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。

表 5 公司铝业原材料采购情况

（单位：吨、元/吨，万元）

主要原材料	年度	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
工业盐	采购数量	297903	332057	61022
	采购均价	425	370	363
	采购额	12661	12283	2212
涂料	采购数量	2879	2824	747
	采购均价	20200	20147	18643
	采购额	5815	5690	1393
铝锭	采购数量	76958	74394	18216
	采购均价	13749	14747	13819
	采购额	123800	109706	25173

资料来源：公司提供

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。在销售区域来看，2013 年公司境外销售、广东省内与国内其他省份销售占比分别为 31.97%，30.54%和 37.49%，跟踪期内公司销售客户构成也较为稳定，前五大客户销售合计占比达到 24.28 %。

表 6 2012 年和 2013 年公司铝业产品销售前五大客户

产品	2012 年销售客户	2013 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&重庆 东松三雄（三雄极光）有限公司	海信（山东）空调有限公司
	海信（山东&浙江）	浙江琦星电子有限公司
	TCL	海信（浙江）空调有限公司
	宝罗电子科技（东莞）有限公司	惠州三华工业有限公司
亲水箱	珠海格力电器股份有限公司	珠海格力电器股份有限公司
	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	青岛海达源采购服务有限公司
	广东美的制冷设备有限公司	格力电器（合肥）有限公司
	格力电器（合肥）有限公司	广州松下空调器有限公司
化成箔	罗比康公司	尼吉康株式会社
	尼吉康	Rubycon 株式会社
	CML 公司	CML 公司
	厦门 EPCOS 有限公司	厦门 EPCOS 有限公司
	广州金日电子有限公司	广州金日科技有限公司

资料来源：公司提供

药业板块

跟踪期内，公司药业板块收入规模基本保

持稳定，但结构有所变化。2013 年，公司药业板块实现收入 17.54 亿元，较上年下降 2.5%，但由于主要采购原材料价格有所下降，以及毛

利率水平相对较高的制剂产品销量增长较快，该板块毛利率水平提高至 28.51%。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 7 2012 年-2014 年 1~3 月公司医药板块主要原料采购情况

主要原材料		2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
玉米淀粉	采购数量（吨）	73634.19	62412.30	14462.60
	采购均价（元/公斤）	2.85	2.73	2.66
	采购额（万元）	21013.43	17028.23	3854.08
豆油	采购数量（吨）	12860.77	10341.30	2181.96
	采购均价（元/公斤）	10.69	9.65	8.75
	采购额（万元）	13751.44	9978.75	1910.11
黄豆饼粉	采购数量（吨）	21290.15	17940.53	3870.13
	采购均价（元/公斤）	5.05	5.54	5.58
	采购额（万元）	10753.73	9935.96	2160.48

资料来源：公司提供

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与制剂等等，销售主要采取直销的方式。跟踪期内，公司原料药销售额有所下降，制剂产品销售额总体有所上升；客户构成来看，跟踪期内，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。销售结算方式变化也不大，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。

表 8 2011 年-2014 年 1~3 月公司医药板块主要产品销售情况

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）	2011	1928.93	422701	81536.06
	2012	3661.87	298822	109424.73
	2013	3177.00	271978	86407.41
	2014 年 1~3 月	708.76	216897	15372.79
原料药-红碱（吨）	2011	681.80	517964	35314.79
	2012	662.98	450776	29885.55
	2013	681.80	403885	27536.88
	2014 年 1~3 月	141.91	382369	5426.20
制剂-抗病毒药（盒）	2011	149726.00	13.66	204.53
	2012	403691.00	29.41	1187.26
	2013	1440488.00	50.92	7334.96
	2014 年 1~3 月	1264493.00	64.48	8153.45
制剂-抗感染药（盒）	2011	19360944.00	2.38	4607.90
	2012	26458517.00	2.32	6138.38
	2013	22601462.00	2.26	5107.93
	2014 年 1~3 月	6061987.00	2.14	1297.27
制剂-心血管药（盒）	2011	11912362.00	7.5	8934.27
	2012	17696302.00	5.47	9679.88
	2013	21327582.00	4.60	9810.69
	2014 年 1~3 月	4707402.00	4.87	2292.50
制剂-其他类药（盒）	2011	5323356.00	8.31	4423.71
	2012	7065913.00	8.18	5779.92
	2013	6598290.00	9.54	6294.77
	2014 年 1~3 月	1284011.00	10.18	1307.12

资料来源：公司提供

表 9 2013 年-2014 年 1~3 月公司医药板块销售客户构成

产品	2013 年	2014 年 1~3 月
原料药	浙江国邦药业有限公司	浙江国邦药业有限公司
	九州通医药集团股份有限公司	ABBOTT PHARMACEUTICALS PR,LTD
	河北东风药业有限公司	深圳市远邦进出口有限公司
	ABBOTT PHARMACEUTICALS PR,LTD	石药集团欧意药业有限公司
	深圳市远邦进出口有限公司	西安利君制药有限责任公司
制剂客户	广东广弘医药有限公司	广东美康大光万特医药有限公司
	上海虹桥药业有限公司	广东省东莞国药集团有限公司
	南京医药合肥天星有限公司	佛山市南海医药有限公司
	广东省东莞国药集团有限公司	福建同春药业股份有限公司
	河南海恩药业有限公司	南京医药合肥天星有限公司

资料来源：公司提供

跟踪期内，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（达菲），无需等待检验结果，及时予以抗病毒治疗。根据广东省人感染 H7N9 禽流感诊疗指导意见，由于条件的限制，不可能对所有的感冒病人都做人感染 H7N9 禽流感的相关病毒筛查，但目前流感的类型以甲型流感为主，而对流感病毒最有效的药物仍是神经氨酸酶抑制剂（磷酸奥司他韦），故对具有典型流感样症状的感冒病人，应该尽早给予磷酸奥司他韦治疗，不应该等到 H7N9 禽流感病毒检测阳性才用药，以免延误最佳治疗时机；即使临床判断发病时间已经超过 48 小时甚至更长时间，也应该及时给予抗病毒治疗。

相关政策的要求广东省内各医院对于有典型流感症状的病人在诊断之前先使用达菲，极大的刺激了省内对于达菲药物的需求，由于公司为中国两家具有生产达菲资质企业之一，同时也为广东省内唯一一家生产达菲企业，达菲重新成为公司利润增长点。2013 年公司达菲产品恢复生产，实现收入 0.39 亿元，毛利 0.21 亿元；2014 年上半年公司达菲产品实现收入 1.26 亿元，毛利 0.84 亿元，公司达菲产品毛利率水平很高，盈利能力较强。

能源板块

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。跟踪期内，公司电厂发电量 30.37 亿千瓦时，同比增长 7.05%，实现收入 11.31 亿元，同比增长 7.00%；公司煤炭采购价格大幅降低，导致板块毛利率水平快速提升。2012 年公司平均标煤不含税价 809 元/吨，2013 年平均标煤不含税价 705 元/吨，公司主要通过贸易商中间采购；结算电价方面，目前公司内部结算电价为 0.383 元/千瓦时，上网电价为 0.4582 元/千瓦时。目前公司上网发电结算方式为每月分两次结算上月电价，内部售电参照上网结算方式执行。

表 10 宜昌东阳光火力发电有限公司发电情况（亿 kwh）

	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1~3 月
发电量	30.70	28.37	30.37	7.10
售电量	28.44	26.57	28.30	6.78
内销量	17.02	15.28	19.65	1.72
外销量	11.42	11.29	8.65	5.06

资料来源：公司提供

其他板块

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、家具等等。跟踪期内，公司冬虫夏草产品实现量产，带动了公司其他板块收入规模的快速增长，全年公司冬虫夏草产品实现销售收入 2 亿元，毛利率 63.54%；2014 年上半年公司冬虫夏草产品实现销售收入 0.98 亿元，毛利率水平 68.37%。同时，公司年产 4800 公斤冬虫夏草项目投资已过大半，目前已形成 4000 公斤产能，预计相关产品收入规模会持续增长并凭借其高毛利水平增强公司整体盈利水平。

表 11 公司冬虫夏草 2011-2014 年 6 月底销售情况
（单位：KG、万元/KG、万元、%）

	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1~6 月
产能	--	1000	2000	4000
产量	--	230	1540	909
销量	--	96	1428	756
销售金额	--	1433	20001	9869
毛利率	--	56.24	63.54	67.80

资料来源：公司提供

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；同时加大投入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：乳源氟公司年产 4 万吨新型环保制冷剂建设项目、乳源扩建 3500 万平方米高比容腐蚀箔生产线项目、电厂配套煤矿项目以及冬虫夏草年产 4800 公斤产业化项目。以上项目总投资 22.41 亿元，截至 2014 年 3 月末已完成投资 14.35 亿元，2014 年还将投资 3.06 亿元。

表 12 公司在建项目情况 （单位：万元）

项目名称	计划建设周期	已完成建设进度	总投资	截至 2014 年 3 月末已投资	2014 年计划投资	2015 年计划投资
乳源氟公司 4 万吨/年新型环保制冷剂建设项目	2011.5-2014.6	92.5%	40000	37000	3000	-
乳源扩建 3500 万平方米高比容腐蚀箔生产线项目	2011.1-2016.12	80%	35000	28000	2000	3000
兴隆煤矿	2009.12-2014.9	77.78%	36000	28000	8000	-
松南煤矿	2012.8-2015.5	27.66%	52425	14500	9600	28325
冬虫夏草年产 4800KG 产业化项目	2012.4-2015.4	59.37%	60632	36000	8000	16632
合计			224057	143500	30600	47957

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 2012~2013 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 2014 年一季度报表未经审计。2013 年公司财务报表合并范围有所变化，公司新设多家东阳光药零售连锁公司并纳入合并范围。合并范围的变化对公司财务可比性影响较小。

截至 2013 年底，公司资产（合并）总计 235.41 亿元，所有者权益合计 70.71 亿元（其中包含少数股东权益 31.60 亿元）。2013 年公司营业收入 90.81 亿元，利润总额 6.46 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司资产（合并）总计 258.96 亿元，所有者权益合计 82.76 亿元（其中包含少数股东权益 39.01 亿元）。2014

年 1~3 月公司营业收入 22.75 亿元，利润总额 1.66 亿元。

2. 盈利能力

2013 年，公司铝加工产业、能源电力与其他业务收入规模均有所增长，全年实现营业收入 90.81 亿元，同比增长 8.81%。同时，公司 2013 年营业成本 68.10 亿元，较上年增长 4.61%，营业收入增长高于营业成本的增长，营业利润率升至 24.34%。

2013 年，公司期间费用同比小幅下降，占营业收入的 19.00%，但仍保持较高水平，公司期间费用较高主要原因仍为财务费用较高以及新药研发投入大。总体看，公司期间费用控制能力有待提升。

2013 年，公司实现利润总额 6.46 亿元，净利润 5.05 亿元。利润总额基本与上年持

平，但考虑到公司 2012 年实现了投资收益 3.16 亿元，2013 年公司主业的实际盈利能力有所增强；从盈利指标看，2013 年公司净资产收益率与总资本收益率均小幅下降，分别为 7.15%与 6.13%。

2014 年 1~3 月，公司共实现营业收入 22.75 亿元，同比增长 9.23%，达菲收入增长对其贡献较大，实现利润总额 1.66 亿元。

总体看，近年公司收入规模逐年上升，跟踪期内公司电力板块毛利率水平大幅提高、高毛利水平的达菲与冬虫夏草产品收入规模不断增长，导致公司盈利水平有所提升。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较大仍需关注。

3. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流入有所回升，2013 年为 76.19 亿元，同比大幅增长 32.94%，主要由于销售商品、提供劳务收到的现金增加。同期，经营活动现金流出 69.81 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 6.39 亿元，同比增长 11.14%。从现金收入质量来看，2013 年公司现金收入比为 72.80%，公司票据结算比例较高，收入实现质量一般。

投资活动方面，跟踪期内公司投资活动仍以固定资产、无形资产所支付的现金为主，全年该科目支出 18.85 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -19.63 亿元，公司仍保持了较大规模的资本支出。此外跟踪期内公司购买并赎回了理财产品，投资支付的现金与收回投资支付的现金分别为 6.71 亿元与 5.21 亿元。

跟踪期内公司经营活动现金流量净额不能覆盖公司投资活动支出，投资支出需求需要融资解决，2013 年公司融资活动现金净流入 19.13 亿元，融资来源主要为银行借款与发行债券。

2014 年 1~3 月，公司经营活动现金流入 21.77 亿元，经营活动现金流净额 1.62 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 -7.13 亿元及 18.48 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 87.12%。

总体看，公司经营活动净现金流跟踪期内较为稳定，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 2013 年底，公司资产总额为 235.41 亿元，同比增长 13.20%，增长主要来自于非流动资产的增长。其中，流动资产占 33.35%，非流动资产占 66.65%。非流动资产在资产总额中占比较大，跟踪期内，非流动资产占比进一步提高。

公司资产总额增长主要来自于货币资金、在建工程和无形资产的增长。截至 2013 年底，公司货币资金 15.98 亿元，同比增长 33.15%，其中受限货币资金为 2.48 亿元，占比 15.54%，性质主要为银行承兑汇票、银行借款等各类保证金；另外截至 2013 年底公司其他应收款下降至 20.76 亿元，同比下降 13.76%，但在流动资产中仍占比较高，主要性质均为关联方往来款，占比超过 95%，公司未计提坏账准备。公司其他流动资产科目变化不大。

截至 2013 年底，公司在建工程 24.37 亿元，同比大幅增加 95.93%，主要公司铝加工产能扩张、技改项目，氟化工、矿井以及南岭养生项目以及冬虫夏草等工程增加所致；2013 年，公司所持贵州煤矿采矿权、勘探权无形资产以及土地使用权增长较快，截至 2013 年底无形资产总计 43.22 亿元，同比增长 40.14%，但主要仍以土地使用权为主，占比达到 68.14%。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额进一步增长至 258.96 亿元，较 2013 年底增长 10.01%，增长主要来自于流动资产的增长。公司 2014 年一季度融资活动现金流入规模较大，货币资金增长较快，达到 30.78 亿元，其他资产科目变化不大；但公司在建工程部分项目实际已完工但未结算，尚未转至固定资产。

权益方面，截至 2013 年底，公司所有者

权益规模 70.71 亿元，较上年增长 8.83%，增长主要来自于未分配利润的增长，其他科目跟踪期内变动不大。在归属于母公司的所有者权益中，资本公积与未分配利润占比较高。跟踪期内，公司子公司东阳光铝非公开发行人民币普通股 122,100,100 股，发行价格 8.19 元/股，扣除发行费用后共募集资金 972,899,819 元人民币，导致公司资本公积与少数股东权益所有增长。截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益规模 82.76 亿元，其中资本公积与少数股东权益所有增长，公司资本实力有所增强。整体看，公司所有者权益稳定性一般。

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 2013 年底，公司全部债务总额达到 151.49 亿元，同比增长 14.77%，其中长期债务 69.28 亿元，占比 45.73%，短期债务 82.21 亿元，占比 54.27%；截至 2014 年 3 月底，公司全部债务进一步增长至 163.09 亿元，债务规模呈上升趋势。

从债务指标看，2013 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小幅升高，分别为 69.96%、49.49% 和 68.18%。截至 2014 年 3 月底，子公司东阳光铝完成定向增发，公司权益规模有所增加。上述三项指标分别为 68.04%、50.30% 和 66.34%，资产负债率与全部债务资本化比率均有所下降，公司债务负担水平有所降低但仍处于较重水平。

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；有息债务规模增长较快，但子公司增发成功在一定程度上减轻了公司的债务负担。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013 年公司流动比率和速动比率分别为 90.79% 和 72.57%，与上年相比，两项指标均有所下降；截至 2014 年 3 月底，以上两项指标分别为 115.78% 和 96.75%。

2013 年，公司经营现金流流动负债比为 7.39%，经营活动获取的现金对流动负债的保障能力保持稳定。总体看，公司具有一定短期支付能力，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2013 年 EBITDA 为 22.33 亿元；受利息支出增长影响，公司 EBITDA 利息倍数小幅下降，2013 年为 2.30 倍；全部债务/EBITDA 有所增长，2013 年为 6.78 倍，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力有所下降。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2014 年 3 月底，公司对外担保 2.66 亿元，被担保对象主要为香港南北兄弟国际投资有限公司，目前该公司运转状况正常，公司或有负债风险小。

截至 2013 年底，公司共取得银行授信 185.08 亿元，可用授信额度 58.67 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 2014 年 6 月底，公司存续期内债券为“14 东阳光 CP001”和“14 东阳光 CP002”合计 11.00 亿元。截至 2013 年底，公司现金类资产 36.70 亿元，扣除受限资金 2.48 亿元后现金类资产是存续期债券发行额度的 3.11 倍，公司现金类资产对存续期内债券保护程度较好。2013 年，公司经营活动产生的现金流入量为 76.19 亿元，为存续期内债券 6.93 倍；经营活动现金流量净额为 6.39 亿元，为存续期内债券 0.58 倍。公司现金类资产与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，截至 2014 年 6 月 9 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，盈利水平较好。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，达菲产品与冬虫夏草产品也成为公司新的利润增长点，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“14 东阳光 CP001”与“14 东阳光 CP002” A-1 的信用等级。

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	17.21	16.66	20.69	36.70
资产总额(亿元)	181.37	207.95	235.41	258.96
所有者权益(亿元)	54.07	64.97	70.71	82.76
短期债务(亿元)	58.12	69.31	82.21	79.34
长期债务(亿元)	58.90	62.69	69.28	83.75
全部债务(亿元)	117.02	132.00	151.49	163.09
营业收入(亿元)	80.36	83.46	90.81	22.75
利润总额(亿元)	6.18	6.43	6.46	1.66
EBITDA(亿元)	17.70	20.84	22.33	--
经营性净现金流(亿元)	5.58	5.75	6.39	1.62
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.09	5.49	5.85	--
存货周转次数(次)	3.71	3.97	4.30	--
总资产周转次数(次)	0.44	0.43	0.41	--
现金收入比(%)	63.39	60.84	72.80	87.12
营业利润率(%)	22.00	21.47	24.34	24.49
总资本收益率(%)	6.23	6.38	6.13	--
净资产收益率(%)	8.33	7.53	7.15	--
长期债务资本化比率(%)	52.14	49.11	49.49	50.30
全部债务资本化比率(%)	68.40	67.02	68.18	66.34
资产负债率(%)	70.19	68.76	69.96	68.04
流动比率(%)	107.16	98.59	90.79	115.78
速动比率(%)	81.88	78.08	72.57	96.75
经营现金流动负债比(%)	8.39	7.40	7.39	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.75	2.52	2.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.61	6.33	6.78	--

注：公司其他流动负债调至短期债务；公司 2014 年一季度数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式(新准则)

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/主营业务收入×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%
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
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

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