跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1333 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持珠海联邦制药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珠海联邦CP001”A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月十二日

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

珠海联邦制药股份有限公司短期融资券跟踪评级报告

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 珠海联邦 CP001	8 亿元	2015/7/13 ~2016/7/13	A-1	A-1

跟踪评级时间：2016 年 7 月 12 日

财务数据：

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	6.95	8.64	10.87	10.15
资产总额(亿元)	66.79	68.53	64.22	64.70
所有者权益(亿元)	22.61	24.20	31.51	33.00
短期债务(亿元)	29.22	27.83	21.30	22.04
全部债务(亿元)	35.09	33.33	21.33	22.04
营业收入(亿元)	44.13	48.70	49.48	12.88
利润总额(亿元)	4.43	5.76	6.59	1.75
EBITDA(亿元)	6.85	8.88	9.03	--
经营性净现金流(亿元)	-1.12	14.54	3.54	-2.04
营业利润率(%)	39.80	39.68	37.92	38.92
净资产收益率(%)	16.60	19.99	17.65	--
资产负债率(%)	66.14	64.68	50.93	48.99
全部债务资本化比率(%)	60.82	57.93	40.37	40.04
流动比率（%）	144.44	148.98	166.04	174.19
全部债务/EBITDA(倍)	5.12	3.75	2.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.08	4.62	7.19	--
经营现金流动负债比(%)	-2.95	37.86	11.03	-13.12

注：1.2016 年一季度财务数据未经审计；2.短期债务和全部债务的计算中包含了其他流动负债中的短期融资券；3.长期债务和全部债务的计算中包含了长期应付款中的融资租赁款；4.公司现金类资产已剔除受限货币资金。

分析师

孔祥一　徐　璨

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

珠海联邦制药股份有限公司（简称“公司”）是中国大型抗生素生产企业之一，公司主要从事抗生素制剂与原料药的生产和销售，在品牌认知度、细分市场占有率和盈利能力等方面具综合优势。跟踪期内，受益于股东增资，公司权益规模有所增长，有息债务规模大幅下降，营业收入稳中有增，盈利能力略有下滑。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司负债结构不合理、关联方委托贷款规模大等因素给其经营及信用水平带来的不利影响。

公司积极研发胰岛素类产品，未来伴随新研发产品上市及批量投产销售，公司产品结构将进一步得到优化，盈利能力将有望得以提升。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，并维持“15珠海联邦CP001”A-1的信用等级。

优势

1. 公司是国内抗生素原料药及制剂药的重要生产企业，品牌优势明显，阿莫西林等产品市场占有率高。
2. 跟踪期内，受益于股东增资，公司权益规模有所增长，资产负债结构得到优化。
3. 公司经营现金流入量对“15珠海联邦CP001”的保障能力较强。

关注

1. 近年来，医药改革深入推进，药品价格面临下行压力，可能对公司未来盈利能力产生影响。
2. 跟踪期内，公司短期债务规模大，存在短期支付压力。
3. 跟踪期内，公司关联交易多，原材料采购大部分来自关联企业，对外担保全部为对关联方担保，存在一定或有债务风险。
4. 公司对关联企业委托贷款金额较大，存在关联方资金占用风险。

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）与珠海联邦制药股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与珠海联邦制药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，未因珠海联邦制药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珠海联邦制药股份有限公司提供，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 珠海联邦 CP001”到期兑付日有效；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珠海联邦制药股份有限公司主体长期信用及存续期内的“15 珠海联邦 CP001”跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

珠海联邦制药股份有限公司（以下简称“公司”）前身为珠海联邦制药厂有限公司，系于 1993 年 5 月 22 日经珠海市引进外资办公室珠特引外资字[1993]221 号文批准，由珠海市医药公司（以下简称“珠海医药”）与香港联邦制药厂有限公司共同出资组建的中外合资经营企业，初始注册资本 1750 万元。2001 年 10 月 30 日，公司转制为股份有限公司，名称变更为现名。2015 年 9 月，公司股东平汇有限公司向公司增资 18590.00 万元，公司注册资本变更为 132839.6 万元，平汇有限公司对公司直接持股 86.84%。经过多次增资和股权变更，截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 132839.6 万元，联邦制药国际控股有限公司（以下简称“联邦国际”）（3933.HK）直接、间接合计持股 100%，公司实际控制人为蔡海山先生，股权关系见附件 1-1。

公司经营范围：研究开发、生产经营化学原料药及制剂、抗生素原料药及制剂、中药制剂、生物制品原料药及制剂、生化制品原料药及制剂、医药化工原料、药用包装材料（按药品生产企业许可证：粤 Hab20060192 批准的经营范围经营）；经营三类注射穿刺器械、医用高分子材料及制品（一次性使用输液（血）器（针）类）（限中山分公司经营）。

截至 2016 年 3 月底，公司下辖 3 家全资子公司，分别为珠海联邦制药销售有限公司、珠海利邦医药研发有限公司和珠海联邦制药（印度）私人有限公司（印度注册）；1 家控股子公司，为珠海市万邦药业有限公司。公司本部设财务管理部、审计部、文化宣传部、法律部、监督部、行政管理部、人力资源部、信用风险部、市场部、医学研究部、工会等部门（详见附件 1-2）。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 64.22 亿元，所有者权益 31.51 亿元（含少数股东权益 0.23 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 49.48 亿元，利润总额 6.59 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 64.70 亿元，所有者权益 33.00 亿元（含少数股东权益 0.19 亿元）；2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 12.88 亿元，利润总额 1.75 亿元。

公司注册地址：广东省珠海市国家高新技术产业开发区三灶科技工业园；法定代表人：蔡海山。

三、宏观经济和政策环境分析

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增

速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 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，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业分析与区域经济概况

1. 医药工业分析

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。1998～2008 年中国医药工业行业景气度高企，处于高速发展阶段。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，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。2015 年，中国医药制造业实现主营业务收入 25537.1 亿元，同比增长 9.1%，全年利润总额 2627.3 亿元，同比增长 12.9%，增长速度虽较前两年有所回落，但仍保持较高水平。2016 年 1~3 月，中国医药制造业实现主营业务收入 6100.3 亿元，同比增长 10.10%，利润总额 632.6 亿元，同比增长 14.20%，总体保持了稳定增长的发展趋势。

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，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。

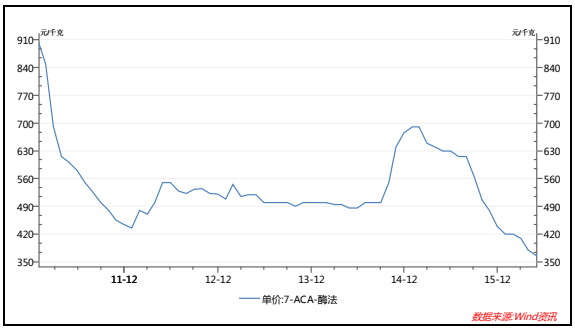
（1）化学原料药行业

随着国际上大量专利药的专利权到期，以及发达国家出于环保要求限制其化学原料药的生产，中国已成为原料药转移生产的主要受惠国，占全球 19.3%的市场份额，位居首位，其中仿制原料药的市场份额更是高达 37.8%。中国原料药产量与出口量均保持了快速增长，目前约占中国医药制造业生产总值的 20%。根据国家统计局数据，2014 年中国原料药出口交货值 605.13 亿元，同比增长 4.14%；2015 年 1-10 月中国化学药品原料药制造出口交货值 477.72 亿元，同比增长 2.42%，保持稳定增长。

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

由于近年来头孢类抗生素价格波动较大，7-ACA 价格受到影响。同时受到国家卫生部自 2011 年起开始实施为期三年的全国抗菌药物临床应用专项整治活动和《抗菌药物临床应用管理办法》的影响，抗菌药物市场需求减少，导致抗菌药物市场竞争加剧。2010 年~2011 年，头孢类抗生素原料药以及中间体 7-ACA（酶法）的价格大幅下滑，2012 年~2013 年小幅回升后呈现底部震荡态势。2014 年 6 月起，7-ACA（酶法）价格有所回升，并于当年底回升至 675 元/千克。进入 2015 年，7-ACA（酶法）价格再次出现持续性下滑，截至 2016 年 5 月，7-ACA（酶法）价格已由 2015 年初的 690 元/千克下降至 465 元/千克。

图 1　7-ACA 酶法价格走势图（单位：元/千克）



资料来源：Wind 资讯

（2）化学药制剂行业

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

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

2015 年 1~10 月，中国化学药品制剂行业实现主营业务收入 5548.47 亿元，同比增长 9.47%，实现利润总额 646.00 亿元，同比增长 12.22%。

行业关注

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低。大部分医药产品技术含量低，新药研究开发能力较弱。同时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。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。

2014 年起，随着各省份基药招标开始，全国基药招标围绕着“降价”这一主旋律在进行推进。广东、福建、重庆等省份都采用“最低价”的中标规则，吉林、湖南等地降价也是主要趋势，新版基药目录实施以来，新进目录基药价格均有一定降幅，个别省份创出历史新低。从长期看，中国将着手从体制上解决药品价格虚高的问题，并进行了积极探索，预计未来药品价格将呈现下行趋势，对一些价格高昂的专利药和独家品种，预计价格将有较大降幅。

行业政策

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

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

未来发展

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

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

2. 区域经济概况

公司位于广东省珠海市，珠海市是中国五个经济特区之一。2015 年珠海市实现地区生产总值（GDP）2024.98 亿元，同比增长 10.0%。其中，第一产业增加值 46.63 亿元，增长 3.0%，对 GDP 增长的贡献率为 0.6%；第二产业增加值 1006.01 亿元，增长 10.2%，对 GDP 增长的贡献率为 54.8%；第三产业增加值 972.34 亿元，增长 10.0%，对 GDP 增长的贡献率为 44.6%。三次产业的比例为 2.3:49.7:48.0。2015 年，珠海市工业增加值比上年增长 9.3%，规模以上工业增加值增长 9.6%；六大工业支柱行业增加值比上年增长 9.6%。其中，电子信息、生物医药、家电电气、电力能源、石油化工和精密机械制分别同比增长 20.5%、15.7%、0.7%、12.9%、2.8%和 14.9%。

国务院颁布《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》，确定珠海为珠江口西岸核心城市的新定位和建设高栏港工业区、海洋工程装备制造基地、航空产业园、国际商务休闲旅游度假区的新布局，极大地提升了珠海在区域乃至国家全局中的战略地位和城市价值。为实现珠江口西岸核心城市和交通枢纽城市的定位，珠海市推出了 3000 多亿元的投资以构筑“交通、产业、城市”三大格局，明确了涉及珠海未来发展命运的重大项目和基础性项目的分工和具体进度。

总体看，公司所处地理位置优越，经济特区的体制和发展优势较为明显。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 132839.6 万元，联邦制药国际控股有限公司（以下简称“联邦国际”）（3933.HK）直接、间接合计持股 100%；公司实际控制人为蔡海山先生，股权关系见附件 1-1。

2. 企业竞争力

公司主要从事抗生素制剂与原料药的生产和销售，是联邦国际的主要经营实体，是中国大型抗生素生产企业之一。公司拥有两大生产基地——珠海原料厂（即公司本部）和中山制剂厂（即珠海联邦制药股份有限公司中山分公司），分别占地 25 万平方米和 6 万平方米，下属车间分别于 2014 年（珠海原料厂）和 2013 年(中山制剂厂)全部通过国家新版 GMP 认证。

原料药方面，公司产品含 4 大系列 30 多个品种，年生产能力为半合成青霉素类原料药 8500 吨以上、头孢类原料药 1200 吨以上。其中阿莫西林原料药已通过国内新版 GMP 认证、德国认证、欧盟 COS 认证、美国 FDA 认证；氨苄西林已通过欧盟 COS 认证、美国 FDA 认证。制剂药方面，公司产品含 8 大系列 50 多个品种，产品涉及抗生素类、解热镇痛类、抗过敏药、降糖药、抗乙肝药、心血管药等多个领域。

多年来，公司先后获得多项荣誉，包括“国家火炬计划重点高新技术企业”、“广东省高新技术企业”等，阿莫仙牌阿莫西林颗粒被评为“广东省名牌产品”；同时还拥有中国制药专业博士后科研工作站。目前公司已与国内 120 多家具有国家药物临床试验资格的权威医院共同组织完成了 59 多项药物的临床试验，另有一项临床试验是在美国开展并已完成。

总体看，公司已形成了集研发、中试、生产和销售为一体的现代医药产业链，核心产品阿莫西林等知名度高，品质优良。

3. 研发与创新

目前，公司在研新产品近 60 种，共 18 项专利注册已获批准，另有 11 项正在申请审批当中。

研发投入方面，2015 年，公司研发投入 1.34 亿元，占营业收入的比重为 2.70%，研发投入强度较上年略有下降。

表 1　公司研发投入情况

项目	2014 年	2015 年
研发投入（亿元）	1.52	1.34
占营业收入的比重（%）	3.12	2.70

资料来源：公司提供

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主要研发、生产、销售化学原料药及制剂、生化制品等。

公司主营业务按产品可分为原料药、制剂与其他业务。从收入构成来看，近三年公司原料药收入占主营业务收入的比重均在 55%以上，是公司收入主要来源。2015 年公司实现营业收入 49.48 亿元，同比小幅增长 1.60%；其中原料药和制剂药的收入占比分别为 55.16%和 44.45%，公司主营业务突出。

从产品毛利率来看，跟踪期内，受销售价格下降的影响，公司综合毛利率小幅下滑 1.77 个百分点至 38.78%。原料药毛利率同比减少 3.59 个百分点至 15.04%，其中主要产品 β-内酰胺酶抑制剂及其复合物产品、培南类及胰岛素等的毛利率较上年有较大幅度的下滑，主要由于公司为应对市场需求波动，售价有所调整。制剂药毛利率虽同比下滑 2.42 个百分点，但仍保持在 67.42%的较高水平。

2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 12.88 亿元，为 2015 年全年的 26.03%，同比增长 4.80%；其中原料药和制剂药的收入占比与 2015 年相比基本保持稳定。毛利率方面，2016 年 1～3 月，公司综合毛利率为 39.80%，与 2015 年相比小幅提高 1.02 个百分点；其中，原料药产品和制剂药产品毛利率分别为 16.35%和 69.27%，分别较 2015 年小幅提高 1.31 个百分点和 1.85 个百分点。

表 2　公司营业收入构成（单位：万元；%）

分类	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1～3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
原料药合计	**243485**	**55.18**	**17.92**	**278788**	**57.25**	**18.63**	**272925**	**55.16**	**15.04**	**71870**	**55.81**	**16.35**
青霉素系列(含 6-APA)	147657	33.46	9.55	163035	33.48	12.29	144623	29.23	12.05	43156	33.51	10.78
头孢菌素系列（含 7-ACA）	28826	6.53	9.60	40853	8.39	16.54	40942	8.27	13.74	7064	5.49	14.33
β-内酰胺酶抑制剂及其复合物产品	51184	11.60	32.78	64511	13.25	31.13	70864	14.32	20.81	15044	11.68	21.67
培南类及胰岛素等	15818	3.58	62.03	10389	2.13	48.71	16496	3.33	19.77	6606	5.13	42.82
制剂药合计	**195497**	**44.30**	**68.26**	**205818**	**42.27**	**69.84**	**219944**	**44.45**	**67.42**	**56815**	**44.12**	**69.27**
其他业务	2273	0.52	71.18	2347	0.48	75.34	1934	0.39	99.68	87	0.07	99.7
合计	**441255**	**100.00**	**40.46**	**486953**	**100.00**	**40.55**	**494803**	**100.00**	**38.78**	**128772**	**100.00**	**39.80**

资料来源：公司提供

注：其他业务是指废料及租赁收入，表中的收入全部对外销售，青霉素及头孢的产品 90%以上是销售给第三方，10%的自用部分已抵销。

2．原材料采购

在公司生产成本构成中，原材料占比约 85%左右，制造费用约占 5%左右，其余为人工成本和燃料动力。

公司各厂设有相应的采购部门，原料、辅料、包装材料由各生产企业根据生产进度进行采购备货，公司财务部及行政管理部下属的采购部对二级子公司采购进行监督和管理。原料采购定价方面，原、辅料、内包材采用议价方式，外包材采用集团联合招标的定价方式。

公司原料药生产的原材料主要为中间体，跟踪期内，中间体 6-APA 全部采购自关联公司联邦制药内蒙古有限公司（以下简称“内蒙古联邦”），中间体 7-ACA 全部外购；制剂生产的主要原材料为原料药，绝大部分来自珠海原料厂；阿莫西林原料部分向内蒙古联邦采购。目前，对关联公司的交易采用市场定价，主要以预付账款和商业票据形式进行结算，期限一般为 6 个月。2015 年，公司原材料前五名供应商集中度为 56.06%，其中第一名为内蒙古联邦，采购额占比为 59.22%。

2015 年，受青霉素类产品销量增长的影响，公司对中间体 6-APA 采购量为 8828 吨，同比增长 20.93%；受产量减少影响，除中间体 6-APA 外，2015 年公司对其他主要原材料的采购量均有所下降。采购价格方面，2015 年，中间体 6-APA 和 7-ACA 的采购价格较 2014 年有不同程度的增长，其他主要原材料的采购价格则略有下降。

2016 年 1~3 月，公司对主要原材料的采购量基本保持稳定，主要原材料采购价格均较 2015 年有所下降；其中，中间体 6-APA 采购价格较 2015 年下降 13.46%，中间体 7-ACA 采购价格较 2015 年下降 24.00%。

表 3　公司近年原材料采购量及采购价格

主要原材料	采购量（吨）				采购价格（元/KG）			
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1～3 月	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1～3 月
6-APA	8017	7300	8828	1689	139.47	142.13	143.67	124.33
7-ACA	243	363	325	92	414.75	417.0	467.92	355.63
羟邓盐	5670	4941	4295	658	48.49	48.45	45.53	40.17
丙酮(散水)	4540	4376	3883	847	8.06	8.24	5.01	4.38
邓盐	1415	1679	1314	280	41.39	38.99	37.96	35.02

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司采购策略合理，原材料中的中间体采购价格有所波动，关联方采购占比较高。

3. 产品生产

公司采取以市场需求为导向组织生产的原则。具体方式为：由公司销售部门对市场需求情况进行调查并制订销售计划，综合考虑公司各产品库存数量和各产品生产线的产能情况等因素，决定公司当月各产品的生产数量和产品规格；同时，根据生产计划和原材料的库存量决定原材料的采购。最终生产计划经公司经营管理层审核后下达，并由公司各生产车间具体负责组织实施。

原料药

公司原料药主要经营实体为珠海原料厂，其已于 2014 年通过国家新版 GMP 认证，并积极推进德国、欧洲、美国等多个国家的注册认证工作，其中阿莫西林是国内唯一通过德国 GMP 认证、欧盟 COS 认证，并获得美国 FDA 的 DMF 受理号的产品，为公司国际化进程奠定了基础。

目前，原料厂拥有口服半合成青霉素原料车间、注射用半合成青霉素原料车间、头孢类原料合成车间、注射用头孢类原料车间、舒巴坦钠车间、胰岛素生产厂房等生产车间，其中半合成青霉素车间是目前国内同类产品中最具规模的生产车间，全年生产半合成青霉素类原料药可达 8500 吨以上。

2015 年，公司化学药产品产能保持不变。产量方面，受下游客户采购品种变化及公司为消化原有库存的影响，公司主要原料药产品产量均较 2014 年有所下降；其中，青霉素类产品产量下降至 6494 吨，产能利用率较 2014 年下滑 17.70 个百分点至 76.42%；头孢类产品产量同比下降 23.99%，产能利用率为 68.67%；其他类（贝塔-内酰胺酶抑制剂类）产品毛利较高，市场需求在经历 2014 年的迅速攀升后略有放缓，2015 年产量同比下降 12.58%至 1084 吨。销量方面，2015 年，公司主要原料药产品的销量呈现不同程度的增长，其中青霉素类产品的销量增幅为 15.92%。

表 4 近年公司原料药产销情况（单位：吨）

原料药产品	产能	产量				销量			
		2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
青霉素类	8500	8500	8000	6494	1847	7644	7725	8955	3220
头孢类	1200	520	1084	824	166	378	629	634	145
其他（主要指贝塔-内酰胺酶抑制剂类）	1568	540	1240	1084	284	581	915	1038	266
合计	**12268**	**9560**	**10324**	**8402**	**2297**	**8603**	**9269**	**10627**	**3631**

资料来源：公司提供

从原料药价格来看，2015 年，头孢类原料药的销售价格有所回升；青霉素类和其他类产品销售价格则呈现下降趋势。2016 年 1~3 月，原材料价格下降的影响，青霉素类、头孢类和其他类原料药销售价格均较 2015 年有不同程度的下滑。

表 5 近年公司原料药价格情况（单位：元/千克）

原料药平均单价（不含税）	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
青霉素类	166.45	170.47	161.50	136.20
头孢类	683.05	649.03	666.80	535.60
其他（主要指贝塔-内酰胺酶抑制剂类）	794.97	705.07	682.70	551.00

资料来源：公司提供

制剂药

公司制剂药主要经营实体为中山制剂厂，建有生产车间包括半合成青霉素口服固体车间、口服固体车间、口服液体车间、冻干车间、头孢菌素类粉针车间等共 12 个车间，全部车间已于 2013 年通过国家新版 GMP 认证。

制剂厂以生产基础抗生素为主，可生产剂

型包括胶囊剂、片剂、颗粒剂、口服液剂、粉针剂等多种。现生产的主要产品包括阿莫西林及氨苄西林胶囊、阿莫西林颗粒、青霉素类粉针剂和青霉素类冻干粉针剂等，品牌包括安必仙胶囊、阿莫仙胶囊、阿莫仙颗粒、新泰洛其口服液、联邦克立安口服液、赛福系列的头孢粉针剂、联邦菲迪乐、灭特尼片等。

2015 年，公司青霉素类冻干粉针剂产销量分别达到 14.78 百万瓶和 14.59 百万瓶，分别同比增长 21.25%和 16.72%；阿莫西林及氨苄西林胶囊、阿莫西林颗粒的产销量则均较 2014 年有小幅下降。

从销售价格来看，跟踪期内，公司阿莫西林（细粉、颗粒）和氨苄西林（细粉、颗粒的）销售价格均有小幅下降；而胶囊类产品的价格保持稳定。目前，公司主要制剂产品阿莫仙胶囊、阿莫仙颗粒、强力阿莫仙、联邦赛福定、缓士芬、等已纳入赛福欣（头孢呋辛酯片）全部产品和眼药水系列、粉针剂部分产品等已纳入 2012 年版《国家基本药物目录》。随着基本药物制度的规范实施，阿莫西林胶囊将会成为基层临床用抗生素的拳头产品。但近年来，医药行业改革逐步深入，招标限价、医保控费等政策可能对公司未来销售收入带来一定不利影响。

表 6　近年公司制剂药主要产品产销量情况

制剂产品	单位	产量				销量			
		2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
阿莫西林及氨苄西林胶囊	百万盒	47.00	49.44	47.00	13.00	46.40	47.78	46.77	12.20
阿莫西林颗粒	百万盒	5.50	5.66	5.20	1.50	5.20	4.95	4.70	1.40
青霉素类冻干粉针剂	百万瓶	13.70	12.19	14.78	4.00	12.10	12.50	14.59	3.90

资料来源：公司提供

表 7　近年公司主要制剂药价格情况

主要产品平均单价（不含税）	单位	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
阿莫西林（细粉）	元/千克	164.73	167.16	158.05	139.61
氨苄西林（细粉）	元/千克	169.93	168.04	156.64	142.68
阿莫西林（颗粒）	元/千克	164.79	166.61	160.96	151.42
氨苄西林（颗粒）	元/千克	161.78	167.10	151.74	116.25
联邦安必仙胶囊（氨苄西林胶囊）0.25g*24	元/盒	9.99	9.99	9.99	9.99
联邦阿莫仙胶囊（阿莫西林胶囊）0.25g*24	元/盒	9.54	9.56	9.57	9.54
联邦安必仙胶囊（氨苄西林胶囊）0.5g*24	元/盒	16.80	16.80	16.68	16.57
联邦阿莫仙胶囊（阿莫西林胶囊）0.5g*24	元/盒	16.29	16.30	16.30	16.21

资料来源：公司提供

4．产品销售

公司目前有制剂产品 8 大系列 50 多个品种，产品涉及多个治疗领域，有抗生素类、解热镇痛类、抗过敏药、眼科类、降糖药、抗乙肝药、心血管药、外用药、胰岛素等。其中“三仙两水”即阿莫仙胶囊、安必仙胶囊、阿莫仙颗粒、联邦克立安口服溶液、新泰洛其口服溶液，其产量、销售量、销售收入连续几年全国排名名列前茅，成为业界知名品牌。联邦“阿莫仙”和“联邦”商标，在人用药商标上为驰名商标。

公司通过直接销售和代理销售两种销售模式进行产品销售。其中，原料药大部分直接销售给国内和国外的各大制药厂，少部分通过分销商销售；制剂产品全部通过销售给一级商业客户，再由一级商业客户销售给二级分销客户

或者直接销售给终端（医院、OTC 药店、社区医院、农村市场）市场。

2015 年，公司产品内销和出口的比重分别为 79.10%和 20.90%，出口占比进一步下降。公司产品出口销售主要以原料药为主，销售区域主要集中在欧洲和亚洲。2015 年，公司出口销售总额为 10.30 亿元，占销售收入的比重为 20.90%，与 2014 年相比下降 7.50 个百分点，主要受国外市场经济环境走弱影响，公司出口产品价格及销量受压。2016 年一季度，公司出口额占比回升至 25.67%。

表 8　公司近年产品出口情况（单位：万元、%）

	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1~3 月
总出口销售额	136296	137607	103008	33052
出口额/销售收入	30.88	28.40	20.90	25.67

资料来源：公司提供

2015 年 4 月，欧盟医药管理部门EMA收回公司三类原料药产品的CEP证书（欧洲药典适应性证书），此三类产品（阿莫西林钠、氨苄西林钠、和阿莫西林钠克林维酸钾）2014 年出口欧洲的销售收入合计约 2022 万元；2015 年 7 月欧盟EMA再次进场检查，目前相关车间正在整改中，联合资信会对此事进展保持关注。

从客户集中度来看，2015 年公司前五名客户销售额合计 8.51 亿元，占总销售额的比重为 17.19%，集中度较低。

表 9　2015 年底公司前五名客户情况（单位：万元、%）

单位名称	销售额	占总销售额的比例
Team Crown Trading Limited	46528	9.40
华北制药股份有限公司物资供应分公司	14467	2.92
DSM Sinochem Pharmaceuticals NL	10146	2.05
重庆医药新特药品有限公司	6972	1.41
九州通医药集团股份有限公司	6958	1.41
合　计	85071	17.19

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司销售模式、营销策略、价格政策等基本无变化，产品出口受国外市场影响有所下滑。

5. 未来发展

未来公司将抓紧机遇扩大稳固发展胰岛素和类似药物的生产，使产能覆盖国内全部需求；不断加强新产品研发力度,保持公司在抗感染药领域的行业先进水平和领先技术优势，实现产品不断升级；借助垂直一体化的管理优势与产业链优势，将全新的酶法生产工艺全面应用在日常生产中，以进一步降低生产成本及增加产品的毛利率；同时公司将通过不断拓展海外销售渠道，继续扩大中间体及原料药产品海外市场占有率及品牌知名度，以开拓全球市场，增长公司销售业绩的同时分散地区销售风险。

未来公司将致力于 GLP—1 类似物、DPP—4 抑制剂等新型药品的研究。在拓展胰岛素产品市场的同时，公司同样加速兴建胰岛素产品的生产线，加强生产能力，使胰岛素产品成为公司将来强劲增长的要素。

在建工程方面，目前公司在建项目围绕胰岛素类产品的研发及生产，项目总投资 2.50 亿元，截至 2016 年 3 月底已投入 1.25 亿元，尚余 1.25 亿元将于 2016 年至 2018 年陆续投入。

总体看，公司未来发展目标明确，在建项目剩余投资规模不大，公司对外筹资压力较小。

表 10　公司胰岛素项目的进一步研发及营销网络建设项目规划（单位：万元）

总投资	自筹资金金额	截至 2016 年 3 月底已投资金额	计划投资额		
			2016 年	2017 年	2018 年
25000	3000	12500	5000	5000	2500

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

公司于 2015 年发行了“15 珠海联邦 CP001”，募集资金 8 亿元，全部用于归还银行借款。截至目前，募集资金已全部按计划使用。

九、财务分析

公司提供的 2015 年财务报表已经大华会计师事务所[1]审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；2016 年一季度财务报表未经审计。2015 年，公司财务报表合并范围减少一家子公司，系注销珠海联邦制药欧洲进出口公司；2016 年一季度合并范围无变化。总体看，公司财务数据可比性强。

截至2015年底，公司合并资产总额为64.22亿元，所有者权益为 31.51 亿元（其中少数股东权益 0.23 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 49.48 亿元，利润总额 6.59 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额为 64.70 亿元，所有者权益为 33.00 亿元（其中少数股东权益 0.19 亿元）；2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 12.88 亿元，利润总额 1.75 亿元。

1. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 49.48 亿元，同比小幅增长 1.61%；同期，公司营业成本 30.39 亿元，同比增长 4.96%，成本增速高于收入增速。2015 年，公司营业利润率为 37.92%，较 2014 年下降 1.76 个百分点。

期间费用方面，2015年，公司期间费用13.35亿元，较2014年下降6.14%，占营业收入的比重为26.97%。其中，销售费用基本与2014年持平；受益于公司加强对日常经营开支的控制和利息支出的减少，管理费用和财务费用分别同比下降14.57%和34.17%。总体看，公司期间费用规模较大，对利润形成一定侵蚀。

2015年，公司实现投资收益0.97亿元，同比增长61.31%，主要来自于委托贷款的利息；公司实现营业外收入0.36亿元，主要系政府补助。总体看，非经营性损益对公司利润影响不大。

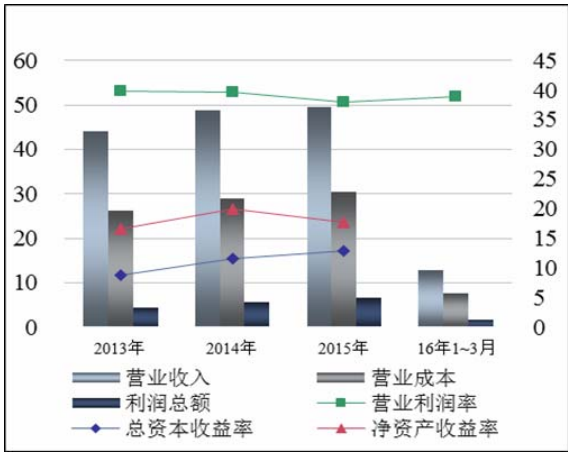
[1] 2016 年 5 月，中国证券监督管理委员会决定对大华会计师事务所（特殊普通合伙）、北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）、瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“瑞华”）、银信资产评估有限公司、辽宁元正资产评估有限公司、中和资产评估有限公司正式启动立案调查的行政执法程序。

2015 年，公司利润总额和净利润保持增长，分别为 6.59 亿元和 5.56 亿元，分别同比增长 14.51%和 14.93%。

从盈利指标看，2015 年，受益于公司利润规模的增长，公司总资本收益率较 2014 年小幅提高 1.22 个百分点至 12.90%；由于所有者权益的增长，公司净资产收益率较 2014 年下滑 2.34 个百分点至 17.65%。公司整体盈利能力处于较好水平。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 12.88 亿元，为 2015 年全年的 26.02%，同比增长 4.80%；同期，公司营业利润率为 38.92%，较 2015 年小幅上升。2016 年 1~3 月，公司期间费用为 3.45 亿元，期间费用/营业收入较 2015 年底变化不大。2016 年一季度，公司实现利润总额 1.75 亿元，为 2015 年全年的 26.54%，同比增长 2.34%。

图2　公司盈利能力指标（单位：亿元、%）



资料来源：根据公司审计报告整理

总体看，跟踪期内公司收入和利润规模略有增长，盈利能力仍处于较好水平；公司期间费用规模较大，对利润形成一定侵蚀。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015 年，公司经营活动现金流入量 48.70 亿元，同比增长 9.45%；其中销售商品、提供劳务收到的现金主要来源于药品销售，2015 年为 46.14 亿元，同比增长 7.86%。同期，公司现金收入比为 93.25%，较 2014 年

提高 5.40 个百分点，收入实现质量有所提高。2015 年，公司经营活动产生的现金流出量为 45.15 亿元，同比增长 50.73%；其中购买商品、接受劳务支付的现金较 2014 年大幅增加 18.50 亿元至 28.14 亿元，主要由于 2014 年关联方内蒙古联邦预付账款抵消 17.44 亿元；公司支付的其他与经营活动有关的现金 8.21 亿元，主要是支付的销售费用和管理费用以及往来款项。受经营活动现金流出规模大幅增长的影响，2015 年，公司经营活动产生的现金净流量为 3.54 亿元，同比下降 75.62%。

投资活动方面，2015 年，公司投资活动现金流入规模较 2014 年大幅增加 11.30 亿元至 16.80 亿元，其中收回投资收到的现金 15.00 亿元，系收回委托贷款投资。同期，公司投资活动现金流出量较 2014 年大幅增加至 16.75 亿元，其中投资支付的现金 15.91 亿元，主要是支付委托贷款投资。2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 510.32 万元。

筹资活动方面，2015 年，公司筹资活动产生的现金流入量为 23.42 亿元，同比下降 24.34%；公司利用多种渠道进行筹资活动，其中吸收投资收到的现金 1.86 亿元、取得借款收到的现金 5.36 亿元、发行债券收到的现金 8.00 亿元；公司收到其他与筹资活动有关的现金 8.20 亿元，主要系收回质押存款和银行汇票保证金。同期，公司筹资活动产生的现金流出量为 25.82 亿元，其中 17.94 亿元用于偿还债务。2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 -2.40 亿元。

2016 年 1～3 月，公司经营活动现金净流量为-2.04 亿元；当期现金收入比下降至 81.79%，较 2015 年下降 11.46 个百分点，公司现金收入质量有所下滑。同期，公司投资活动现金净流量为-2.85 亿元；筹资活动现金净流量为 1.95 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入规模较大，但经营活动现金净流量有所波动；投资活动现金支出主要是委托贷款投资，公司对外融资压力不大。

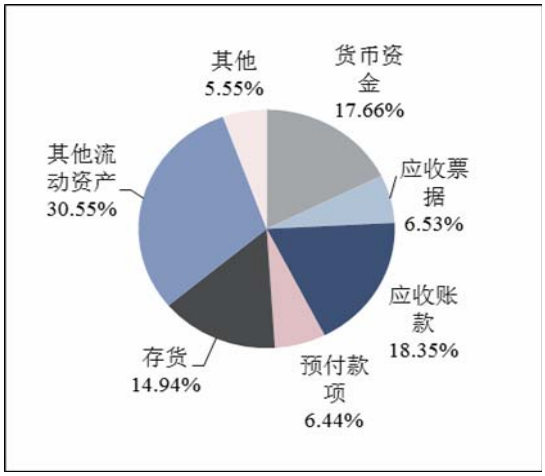
3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司合并资产总额 64.22 亿元，较 2014 年底下降 6.29%，主要来自货币资金的减少；其中流动资产占 83.08%，非流动资产占 16.92%，公司资产以流动资产为主，资产结构与上年相比变动不大。

流动资产方面，截至 2015 年底，公司流动资产 53.36 亿元，同比下降 6.73%，主要由货币资金（占 17.66%）、应收账款（占 18.35%）、存货（占 14.94%）和其他流动资产（占 30.55%）构成。

图 3　截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司 2015 年审计报告

截至 2015 年底，公司货币资金 9.42 亿元，同比下降 34.30%；其中银行存款占 78.45%，其他货币资金占 21.54%，其余为库存现金。截至 2015 年底，公司受限货币资金 2.03 亿元，资金充裕程度一般。

截至 2015 年底，公司应收票据 3.48 亿元，同比增长 44.31%，全部为银行承兑汇票。

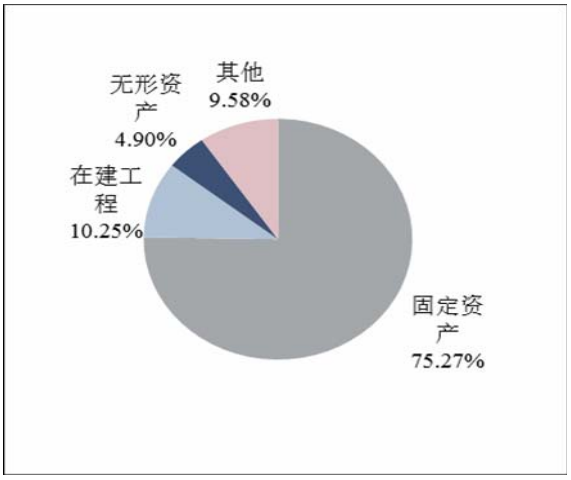
截至 2015 年底，公司应收账款 9.79 亿元，同比增长 27.07%；从应收账款账龄来看，一年以内的占 99.12%，账龄短；从集中度来看，截至 2015 年底，公司应收账款前五名单位合计金额 2.93 亿元，占应收账款总额的 29.90%。

截至 2015 年底，由于减少了对关联方内蒙古联邦的预付款，公司预付款项同比下降 51.68%至 3.43 亿元；从预付款项账龄来看，1 年以内的占 79.94%，账龄较短；从集中度来看，截至 2015 年底，公司预付款项前五名单位合计金额 3.38 亿元，占预付款项总额的 98.51%，其中预付给关联方联邦制药（成都）有限公司 3.18 亿元，账龄在两年之内。

截至 2015 年底，公司其他流动资产 16.30 亿元，其中 15.00 亿元为委托贷款，贷款对象是关联方内蒙古联邦，按市场定价收取利息。总体看，跟踪期内，公司关联方委托贷款规模较大。

非流动资产方面，截至 2015 年底，公司非流动资产 10.86 亿元，同比下降 4.02%，主要由固定资产（占 75.27%）、在建工程（占 10.25%）和无形资产（占 4.90%）构成。

图 4　截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司 2015 年审计报告

截至 2015 年底，公司固定资产账面原值 15.84 亿元，累计折旧 7.67 亿元，固定资产账面价值 8.18 亿元，同比下降 5.52%。截至 2015 年底，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 33.99%）、机器机械设备（占 30.81%）和融资租赁设备（占 30.81%）构成。

公司在建工程项目包括三灶厂新建厂房项目、中山分厂新建厂房项目、中山分车间改造工程项目及 2015 年新增的三灶厂待安装设备项目。截至 2015 年底，公司在建工程 1.11 亿元，较上年底变化不大。

截至 2015 年底，公司无形资产账面原值 0.86 亿元，累计摊销 0.33 亿元，账面价值 0.53 亿元；其中土地使用权占 99.10%，软件占 0.90%。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 64.70 亿元，与 2015 年底基本持平；其中流动资产与非流动资产占比较 2015 年底相比变化不大。截至 2016 年 3 月底，由于偿还银行借款，公司货币资金较 2015 年底下降 41.58%至 5.51 亿元，其中使用受限资金 1.08 亿元，资金充裕程度有所紧缩；公司其他流动资产 18.99 亿元，较 2015 年底增长 16.52%，主要系增加了结构性存款。截至 2016 年 3 月底，公司非流动资产总额 10.43 亿元，较 2015 年底小幅下降 3.98%。

总体看，跟踪期内，公司资产规模小幅下降，资产结构仍以流动资产为主，现金类资产充裕度一般，关联方委托贷款规模较大，公司资产流动性一般，资产质量一般。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 31.51 亿元，较 2014 年增长 30.21%，增长部分主要来自于实收资本和未分配利润。截至 2015 年底，公司归属于母公司所有者权益 31.28 亿元，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 42.46%、0.81%、13.69%和 43.04%。

截至 2015 年底，公司实收资本 13.28 亿元，同比增长 16.27%，系公司股东平汇有限公司对公司增资 1.86 亿元所致；同期，公司未分配利润 13.46 亿元，同比增长 57.10%。

截至 2016 年 3 月底，由于未分配利润的增长，公司所有者权益较 2015 年底增长 4.74%至 33.00 亿元。

总体看，跟踪期内，受益于股东增资，公司所有者权益规模有所增长；实收资本和未分配利润占比较大，所有者权益稳定性尚可。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额为 32.71 亿元，同比下降 26.21%，主要由于长短期借款规

模下降所致；其中流动负债占 98.25%，非流动负债占 1.75%，流动负债占比较 2014 年底提高 11.62 个百分点。

流动负债方面，截至 2015 年底，公司流动负债 32.13 亿元，同比下降 16.31%；主要由短期借款（占 15.22%）、应付票据（占 9.48%）、应付账款（占 14.76%）、其他应付款（占 10.73%）、一年内到期的非流动负债（占 16.69%）和其他流动负债（占 25.67%）等构成。

截至 2015 年底，公司短期借款 4.89 亿元，同比大幅下降 73.47%，全部为保证借款。

由于销售规模的扩大同时减少了票据结算，截至 2015 年底，公司应付票据 3.05 亿元，同比下降 63.76%；应付账款 4.74 亿元，同比增长 49.23%。

截至 2015 年底，公司其他应付款 3.45 亿元，同比增长 37.28%；其中应付关联方款项 2.61 亿元，主要包括应付珠海市康知乐医药有限公司 1.26 亿元、应付联邦制药（中国）有限公司 1.10 亿元。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 5.26 亿元，较上年底大幅增长 4.36 亿元，由一年内到期的长期借款和长期应付款构成。

截至 2015 年底，公司其他流动负债 8.25 亿元，系公司于 2015 年 7 月发行的 8 亿元短期融资券。

非流动负债方面，截至 2015 年底，公司非流动负债 0.57 亿元，同比大幅下降 90.32%，主要由于长期借款和长期应付款规模的下降。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 31.69 亿元，较 2015 年底下降 3.11%；其中流动负债占 98.30%，非流动资产占 1.70%，构成较上年底相比变化不大。

有息债务方面，由于长短期借款规模的大幅减少，截至 2015 年底，公司全部债务为 21.33 亿元，同比下降 23.47%；其中短期债务占 99.86%，长期债务占 0.14%。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务 22.04 亿元，较上年底略有增长，全部为短期债务。总体看，公司有息债务负担有所缓解，但债务结构有待改善。

从债务指标来看，截至 2015 年底，由于股东增资和未分配利润的增长，公司所有者权益规模有所上升，使得公司资产负债率和全部债务资本化比率均较 2014 年底有所下降，分别为 50.93%和 40.37%；长期债务资本化比率受长期债务规模大幅下降的影响在 2015 年底为 0.10%。截至 2016 年 3 月底，公司不存在长期债务，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 48.99%和 40.04%，较 2015 年底继续下滑。

总体看，跟踪期内，公司债务负担有所缓解，短期债务占比较高，存在一定短期偿付压力。

4．偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 166.04%和 141.24%，分别较 2014 年底上升 17.06 个百分点和 11.20 个百分点。同期，由于经营活动现金流量净额较上年大幅下降，公司经营现金流动负债比下降至 11.03%。截至 2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率较 2015 年底继续提高，分别为 174.19%和 151.63%。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，2015 年公司 EBITDA 为 9.03 亿元，较 2014 年小幅增长 1.69%。同期，EBITDA 利息倍数为 7.19 倍，EBITDA 对利息保护能力较强；全部债务/EBITDA 为 2.36 倍，EBITTDA 对全部债务保护能力较强。总体看，公司整体偿债能力较强。

截至 2016 年 3 月底，公司合并口径下对外担保余额为 8.13 亿元，担保比率为 24.64%，担保比率较高且全部为对关联方担保。

被担保企业中，内蒙古联邦为原料药生产企业，截至 2015 年底，内蒙古联邦资产总额 87.71 亿元，所有者权益 24.30 亿元，2015 年实现营业收入 30.01 亿元，净利润约 186 万元。总体看，公司存在一定或有负债风险。

表 11　截至 2016 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保公司名称	担保余额	是否为关联方
联邦制药（内蒙古）有限公司	69342	是
联邦制药销售有限公司	8255	是
珠海联邦制药股份有限公司中山分公司	3448	是
合计	**81312**	--

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司合并口径共获得各家银行授信总额度为 39.30 亿元，已使用额度为 12.78 亿元，尚未使用额度为 26.52 亿元。公司间接融资渠道较畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（信用机构代码为：G-10440404000596400），截至2016年5月10日，公司无未结清不良信贷信息记录。根据工商银行出具的说明，已结清信贷记录中票据贴现70万元的“关注类”状态是因为工商银行系统数据在自动分类时出现结果错误，公司信贷过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司是中国大型抗生素生产企业之一，拥有珠海和中山两大生产基地，为国家火炬计划重点高新技术企业、广东省高新技术企业，同时还拥有中国制药专业博士后科研工作站，研发实力雄厚。公司产品阿莫仙牌阿莫西林颗粒被评为“广东省名牌产品”，市场占有率高，且知名度较高；在研第三代胰岛素产品技术先进，发展前景较好。基于以上分析，公司整体抗风险能力较强。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至目前，公司存续期内短期融资券为“15珠海联邦 CP001”，规模 8 亿元。

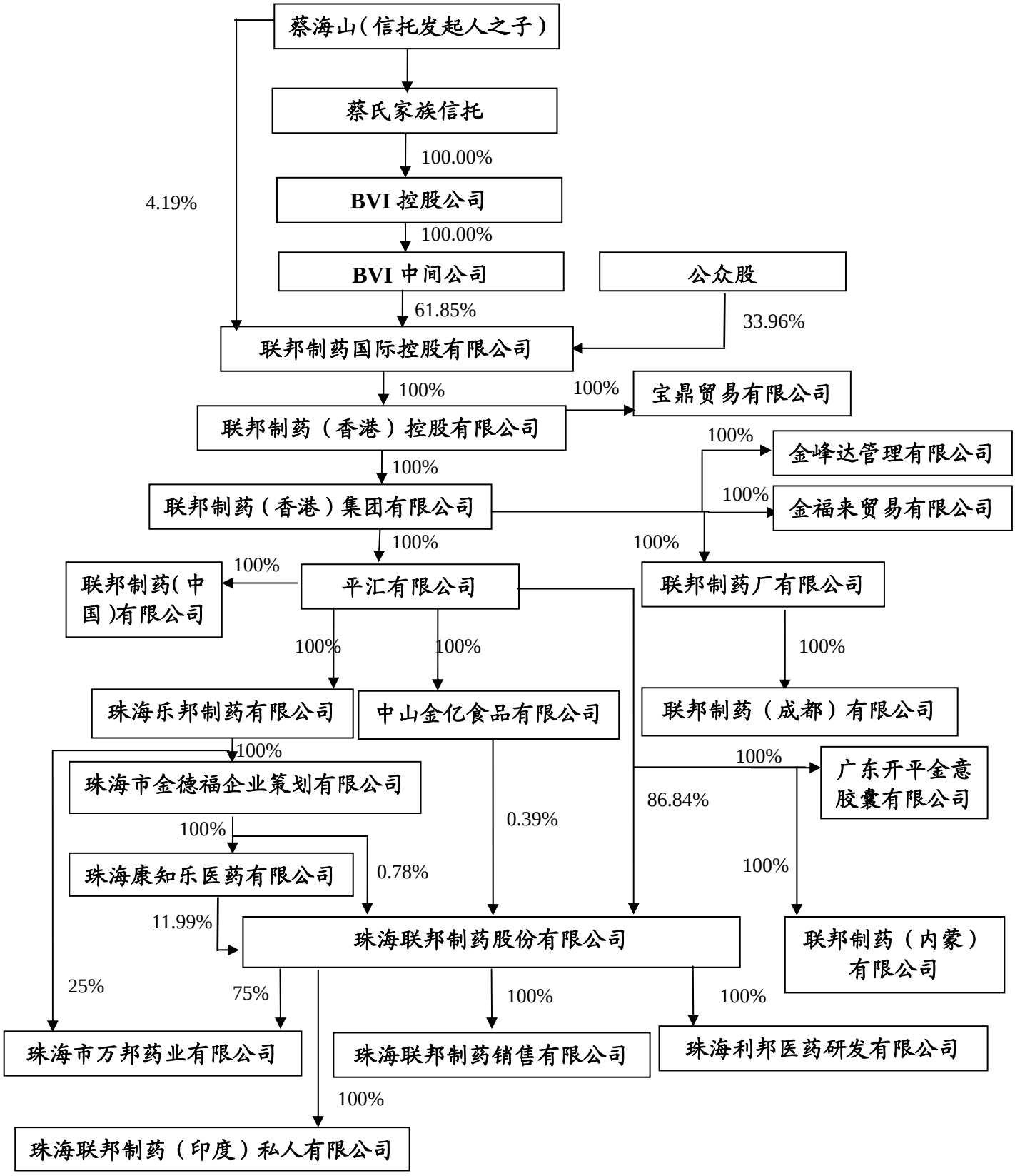
截至2015年底，公司现金类资产剔除受限货币资金后为10.87亿元，是“15珠海联邦CP001”发行规模的1.36倍；截至2016年3月底，公司现金类资产剔除受限货币资金后为10.15亿元，是“15珠海联邦CP001”发行规模的1.27倍。2015年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为“15珠海联邦CP001”发行规模的6.09倍和0.44倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对“15珠海联邦CP001”的覆盖程度较高。

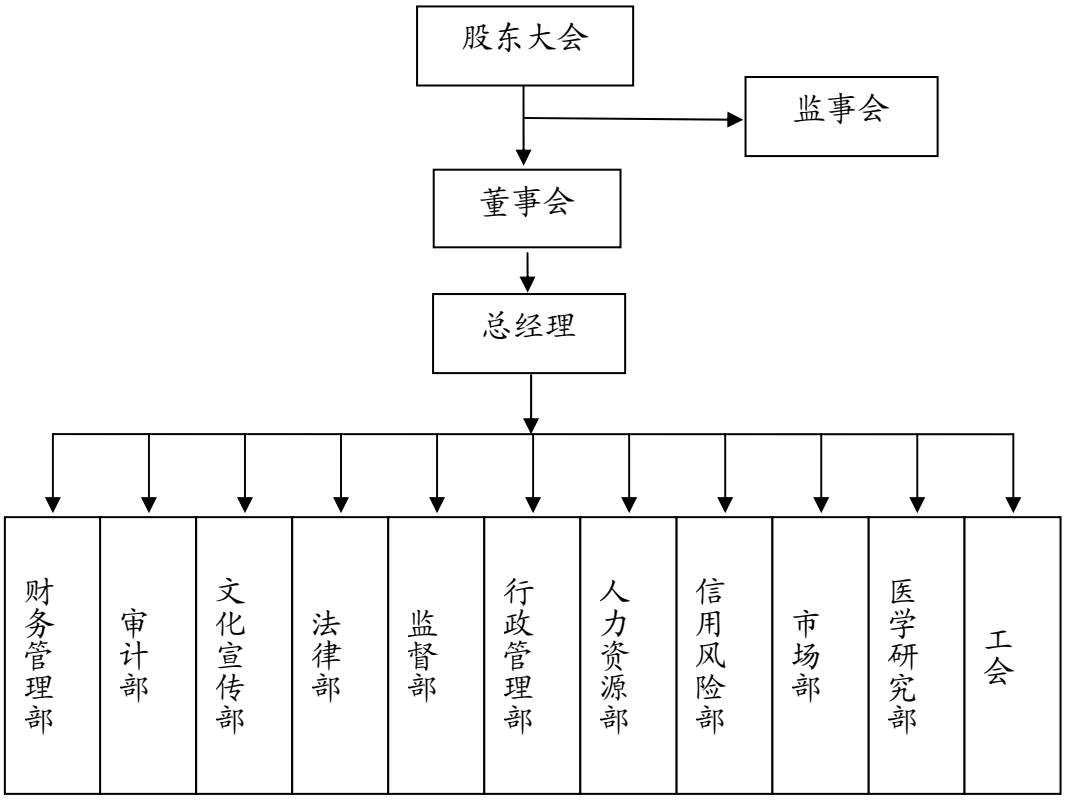
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA$^-$，评级展望为稳定，并维持“15珠海联邦 CP001”A-1 的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	6.95	8.64	10.87	10.15
资产总额(亿元)	66.79	68.53	64.22	64.70
所有者权益(亿元)	22.61	24.20	31.51	33.00
短期债务(亿元)	29.22	27.83	21.30	22.04
长期债务(亿元)	5.88	5.50	0.03	0.00
全部债务(亿元)	35.09	33.33	21.33	22.04
营业收入(亿元)	44.13	48.70	49.48	12.88
利润总额(亿元)	4.43	5.76	6.59	1.75
EBITDA(亿元)	6.85	8.88	9.03	--
经营性净现金流(亿元)	-1.12	14.54	3.54	-2.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.95	5.02	4.23	--
存货周转次数(次)	4.50	4.27	3.99	--
总资产周转次数(次)	0.69	0.72	0.75	--
现金收入比(%)	99.43	87.85	93.25	81.79
营业利润率(%)	39.80	39.68	37.92	38.92
总资本收益率(%)	8.79	11.61	12.90	--
净资产收益率(%)	16.60	19.99	17.65	--
长期债务资本化比率(%)	20.63	18.51	0.10	0.00
全部债务资本化比率(%)	60.82	57.93	40.37	40.04
资产负债率(%)	66.14	64.68	50.93	48.99
流动比率(%)	144.44	148.98	166.04	174.19
速动比率(%)	127.89	130.04	141.24	151.63
经营现金流动负债比(%)	-2.95	37.86	11.03	-13.12
EBITDA 利息倍数(倍)	5.08	4.62	7.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.12	3.75	2.36	--

注：1.2016 年一季度财务数据未经审计；
2.短期债务和全部债务的计算中包含了其他流动负债中的短期融资券；
3.长期债务和全部债务的计算中包含了长期应付款中的融资租赁款；
4.公司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

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