

跟踪评级公告

联合[2014] 887 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“13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
二零一四年六月二十三日



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
13 珠海联邦 CP001	6 亿元	2013/10/21 ~2014/10/21	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 23 日

财务数据:

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	6.14	6.73	6.95	7.55
资产总额(亿元)	45.91	61.12	66.79	71.43
所有者权益(亿元)	20.62	21.86	22.61	23.76
短期债务(亿元)	14.39	31.02	29.22	31.93
全部债务(亿元)	18.39	32.81	35.09	38.28
营业收入(亿元)	40.72	44.52	44.13	12.45
利润总额(亿元)	2.65	4.12	4.43	1.71
EBITDA(亿元)	3.86	5.81	6.85	--
经营性净现金流(亿元)	3.30	-4.90	-1.12	-2.25
营业利润率(%)	30.88	34.60	39.80	41.76
净资产收益率(%)	10.60	15.76	16.60	--
资产负债率(%)	55.09	64.24	66.14	66.73
全部债务资本化比率(%)	47.14	60.02	60.82	61.70
流动比率(%)	163.58	132.94	144.44	145.77
全部债务/EBITDA(倍)	4.76	5.65	5.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.95	7.29	5.08	--
经营现金流流动负债比(%)	15.62	-13.16	-2.95	--

注: 1.公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计
 2.公司发行的短期融资券已被纳入短期债务
 3.公司融资租赁应付款已计入长期债务
 4.公司现金类资产已剔除受限资金

分析师

荣毅 马栋

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, 国内青霉素等抗生素原料药产能过剩, 珠海联邦制药股份有限公司(简称“公司”)通过延伸下游产业链, 逐步加大了相关制剂产品部署, 盈利能力有所增强。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 国家对抗生素药物临床监管日趋严格, 公司关联方预付款规模较大, 债务负担加重, 债务结构有待调整等因素给其经营及信用水平带来了不利影响。

在新医改政策推动下, 巨大的市场需求将支撑医药行业景气度延续。公司积极研发生物制药新产品, 未来伴随公司新研发产品批量投产销售, 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“13 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, 公司利润水平较高的制剂产品收入比重不断提高, 整体盈利能力有所增强。
3. 公司经营现金流入量对存续期内短期融资券保障能力较强。

关注

1. 公司预付关联企业的账款保持较大规模。
2. 公司有息债务规模持续增长, 流动负债占比较大, 短期支付压力加大, 负债结构有待改善。
3. 2012 年以来, 公司预付款项规模持续增加, 经营活动现金流量净额持续为负。

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“13 珠海联邦 CP001”兑付日失效；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“13 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。后经多次增资和股权变更，截至 2014 年 3 月底，公司注册资本 114249.6 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 2014 年 3 月底，公司下辖 3 家全资子公司：珠海乐康医药有限公司、珠海联邦欧洲进出口公司（德国注册）、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：珠海市万邦药业有限公司；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、医学研究部生产部、销售部等部门。

截至 2013 年底，公司合并资产总额为 66.79

亿元，所有者权益为 22.61 亿元（其中少数股东权益 0.41 亿元）；2013 年，公司实现营业收入 44.13 亿元，利润总额 4.43 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额为 71.43 亿元，所有者权益为 23.76 亿元（其中少数股东权益 0.17 亿元）；2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 12.45 亿元，利润总额 1.71 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

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明确了全面深化改革的目标，为中国经济持续健康发展产生积极影响。根据国家统计局数据初步核算，2013 年，中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。其中，第一产业增加值 56957 亿元，同比增长 4.0%；第二产业增加值 249684 亿元，同比增长 7.8%；第三产业增加值 262204 亿元，同比增长 8.3%，第三产业生产总值在国内生产总值中的占比增至 46.1%，首次超过第二产业。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%，增速同比回落 0.3 个百分点。分季度看，一季度同比增长 9.5%，二季度增长 9.1%，三季度增长 10.1%，四季度增长 10.0%。2013 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 1029149.8 亿元，同比增长 11.2%；规模以上工业企业实现利润 62831 亿元，同比增长 12.2%。

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，对外贸易增速有所回升。具体而言：①消费继续平稳增长。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%，实际增长 11.5%，

同比增速小幅回落 1.2 个百分点。②投资增长平稳,结构持续优化。2013 年固定资产投资(不含农户) 436528 亿元,同比增长 19.6%,增速小幅回落 1 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对外贸易增速有所回升,贸易顺差继续扩大。2013 年,全年进出口总额为 41600 亿美元,同比增长 7.6%,增速同比小幅回升 1.4 个百分点,其中出口金额同比增长 7.9%,与去年增速持平,进口金额同比增长 7.3%,增速同比上升 3 个百分点,全年贸易顺差达 2592 亿美元,同比增长 12.2%。

2013 年 CPI 全年同比增长 2.6%,稳定地波动在低位。。食品类价格对 CPI 影响明显,2013 年 2 月份春节因素使食品价格升高,影响 CPI 涨幅上升至全年高点 3.2%,3 月即回落至 2.1%。PPI 方面,2013 年全年 PPI 同比下降 1.9%。由于受国内外宏观经济增速放缓、国内产能过剩等因素影响,PPI 连续负增长的时间已增加到 22 个月,2013 年 5 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。

2. 政策环境

财政政策方面,继续实施积极的财政政策,全面深化财税体制改革,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 年中国公共财政累计收入为 129143 亿元,累计支出为 139744 亿元,同比增长分别为 10.1%和 10.9%,增幅比上年同期回落 2.7 和 4.2 个百分点。在财政收支矛盾突出的情况下,各项民生政策仍得到较好落实,城乡社区事务、社会保障和就业、医疗卫生等方面支出均实现两位数增长。节能环保及科学技术方面的支出分别同比增长 14.2%和 13.7%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。同日开始执行的还有暂免征收部分小微企业的增值税和营业税,具体为暂免征收月营业额不超过 2 万元的小微企业的营业税、暂免征收月销售额不超过 2 万元的小微企业的增值税。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。9 月 16 日,国务院印发《关于加强城市基础设施建设的意见》,要求优先加强供水、供气、供热、电力、通信、公共交通、物流配送、防灾减灾等与民生密切相关的基础设施建设,加强老旧基础设施改造,并提供了到 2015 年该建设达成的目标计划,其中全国轨道交通新增里程 1000 公里。

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 年底,M2 存量达 110.7 万亿,同比增长 13.6%。从社会融资规模来看,2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿,比上年同期多 1.5 万亿;其中人民币贷款 12.97 万亿,增加 2.54 万亿;全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元,比上年增加 1044 亿元。其中,A 股再筹资(包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证)2803 亿元,增加 710 亿元;上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元,增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元,比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面,截至 2013 年底,人民

币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比 2102 年末升值 3.1%；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、回购利率持续高位，资金面格局依旧紧张。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度；12 月召开的政治局经济工作以及住房城乡建设工作会议均提出“做好住房保障工作”是未来的一项重要任务，加大廉租住房、公共租赁住房等保障性住房建设和供给，做好棚户区改造。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、行业分析与区域经济概况

1. 医药工业分析

公司隶属于医药工业，主要从事原料药和制剂药的研发、制造和销售。

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，关系国计民生，具有刚性需求。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 年医药制造业实现主营业务收入 21682 亿元，同比增长 17.9%；利润总额 2197 亿元，同比增长 17.6%；销售收入利润率 10.1%，与上年同期基本持平。其中化学药品制剂销售

收入利润率同比提高 0.81 个百分点，利润同比增长 16.43%。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。

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

化学原料药行业

目前中国化学原料药行业集中度较高，但由于产品结构以低端为主，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。

化学制剂药行业

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。

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。

2013 年中国继续深化医疗改革，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，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。

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。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。

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。2013 年，全市地区生产总值 1662.38 亿元，同比增长 10.5%。其中，第一产业增加值 43.11 亿元，增长 5.4%，对 GDP 增长的贡献率为 1.2%；第二产业增加值 849.05 亿元，增长 11.8%，对 GDP 增长的贡献率为 59.6%；第三产业增加值 770.21 亿元，增长 9.2%，对 GDP 增长的贡献率为 39.2%。三次产业的比例由 2.6:51.6:45.8 调整为 2.6:51.1:46.3。民营经济增加值 535.77 亿元，增长 11.1%，占 GDP 的 32.2%。全市公共财政预算收入 194.18 亿元，比上年增长 19.4%。全年公共财政预算支出

248.09 亿元，同比增长 16.9%。

2013 年珠海市六大工业支柱行业增加值合计 522.58 亿元，比上年增长 9.2%。其中生物医药行业完成工业增加值 34.01 亿元，同比增长 11.0%；高技术制造业增加值增长 12.0%，其中医药制造业增长 10.9%。

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 2014 年 3 月底，公司注册资本 114249.6 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，是香港联邦的主要经营实体，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。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。

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。

六、管理分析

跟踪期内，主要高管人员发生变化。

2013 年 4 月，蔡海山接任董事局主席、梁永康接任副主席。

蔡海山先生，为联邦制药国际控股有限公司创始人蔡金乐先生之子，1998 年毕业于同济医科大学，获得医学学士学位及外科学士学位，2000 年加盟联邦制药任职质量控制部主任，负责监督生产厂内的生产过程，2013 年 4 月公司创始人蔡金乐辞世，蔡海山先生接任董事局主席。

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，近三年公司原料药产品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。2013 年公司实现营业收入 44.13 亿元，原料药、制剂药占比分别为 55.18% 和 44.30%。近年来随着国内青霉素、头孢菌素等抗生素原料药的大力发展，市场出现产能过剩局面，公司通过延伸下游产业链，逐步加大了相关制剂产品的战略部署。

从产品毛利率来看，受累于国内青霉素、头孢菌素产能过剩以及国家卫生部限制抗生素使用引致售价持续疲弱的影响，2011 年公司青霉素原料药产品毛利率大幅下降，2012 年开始呈现逐步企稳回升，主要是原材料中间体 6-APA 的采购成本下降；头孢菌素类原料药毛利率呈现逐年下降的变动趋势，2013 年为 9.60%，较 2012 年下降 4.2 个百分点，主要由

于联邦制药（成都）有限公司（以下简称“成都联邦”）7-ACA 停产导致头孢类菌素原料减产，公司头孢菌素规模优势有所减弱，生产成本相应升高；β-内酰胺酶抑制剂及其复合物产品和培南类及胰岛素产品于 2012 年全面投产，毛利率逐年上升。近三年公司制剂产品毛利率波动上升，分别为 67.60%、69.40%和 68.26%，是公司利润的重要组成部分。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 12.45

亿元，占 2013 年全年的 28.21%，制剂药占比上升至 45.03%。毛利率方面，原料药系列产品毛利率为 19.87%，较 2013 年上升了 1.95 个百分点，主要由于头孢菌素系列毛利率有所回升，同时毛利率较高并持续上升的 β-内酰胺酶抑制剂及其复合物产品和培南类及胰岛素产品收入同比有所上升。2014 年 1~3 月制剂产品综合毛利率小幅上升至 69.54%。

表 1 公司营业收入构成（单位：万元；%）

分类	2011 年			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	收入	占比	毛利率
原料药合计	252249	61.94	9.10	276953	62.20	14.80	243485	55.18	17.92	67995	54.63	19.87
青霉素系列（含 6-APA）	150733	37.01	2.70	169524	38.07	9.00	147657	33.46	9.55	35172	28.26	8.58
头孢菌素系列（含 7-ACA）	62377	15.32	14.60	54066	12.14	13.80	28826	6.53	9.60	11095	8.91	10.59
β-内酰胺酶抑制剂及其复合物产品	28026	6.88	26.87	43618	9.80	30.54	51184	11.60	32.78	16654	13.38	34.87
培南类及胰岛素等	11113	2.73	20.00	9745	2.19	50.81	15818	3.58	62.03	5074	4.08	69.25
制剂合计	151865	37.29	67.60	165482	37.17	69.40	195497	44.30	68.26	56051	45.03	69.54
其他业务	3126	0.77	90.10	2805	0.63	65.50	2273	0.52	71.18	418	0.34	100.00
合计	407240	100.00	31.50	445240	100.00	35.00	441255	100.00	40.46	124464	100.00	42.51

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

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。

受行业产能过剩的影响，公司进行战略调整，降低青霉素产能，2013 年产能利用率维持在 100%。由于近年来头孢类产品毛利率逐年下降、关联方成都联邦 7-ACA 全部停产，公司相应减少此类商品的生产，近三年产能利用率持续下降，分别为 73.33%、67.50%和 43.33%。其他类（指贝塔-内酰胺酶抑制剂类）产能、产量规模较小。

表 2 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			
		2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
青霉素类	8500	9800	8500	8500	2038	8207	8589	7644	1944

头孢类	1200	880	810	520	166	811	783	378	174
其他（主要指贝塔-内酰胺酶抑制剂类）	800	450	734	540	270	296	466	581	220
合计	10500	11130	10044	9560	2474	9314	9838	8603	2338

资料来源：公司提供

表 3 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）	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
青霉素类	166.31	160.91	166.45	167.54
头孢类	721.28	655.17	683.05	673.30
其他（主要指贝塔-内酰胺酶抑制剂类）	858.01	796.16	794.97	744.1

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。

为了应对青霉素原料药毛利率大跌的市场环境，公司在下游制剂产品上加大了研发力度。2013 年，青霉素类冻干粉针剂产量达到 13.70 百万瓶，销量达到 12.10 百万瓶。

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。同时，阿莫西林及氨苄西林胶囊拥有国家发改委核准的单独定价权，单独定价相对政府最高定价溢价达 27%-73%，毛利率水平较高。

表 4 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			
		2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
阿莫西林及氨苄西林胶囊	百万盒	39.50	45.00	47.00	12.00	40.40	44.70	46.40	11.0
阿莫西林颗粒	百万盒	4.50	5.00	5.50	1.50	4.80	5.00	5.20	1.10
头孢类粉针剂	百万瓶	35.00	30.00	30.00	10.00	35.30	31.20	32.30	8.90
青霉素类冻干粉针剂	百万瓶	13.70	13.70	13.70	3.50	13.20	14.20	12.10	2.90

资料来源：公司提供

表 5 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	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
阿莫西林（细粉）	元/千克	166.79	160.79	164.73	166.89
氨苄西林（细粉）	元/千克	176.79	173.75	169.93	172.96
阿莫西林（颗粒）	元/千克	162.41	156.06	164.79	166.12
氨苄西林（颗粒）	元/千克	161.91	157.53	161.78	165.35
联邦安必仙胶囊（氨苄西林胶囊）0.25g*24	元/盒	9.99	9.99	9.99	10.00

联邦阿莫仙胶囊（阿莫西林胶囊）0.25g*24	元/盒	9.20	9.50	9.54	9.56
联邦安必仙胶囊（氨苄西林胶囊）0.5g*24	元/盒	16.60	16.83	16.80	16.80
联邦阿莫仙胶囊（阿莫西林胶囊）0.5g*24	元/盒	16.11	16.31	16.29	16.28

资料来源：公司提供

2. 原材料采购

在公司生产成本构成中，原材料占比约76%~81%，制造费用约占9%~13%，其余为人工成本和燃料动力。

公司原料药生产的原材料主要为中间体，目前中间体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。

2013年，公司中间体6-APA采购量有所上升，为8017吨，采购价格较2012年持平；公司中间体7-ACA采购量受供应商停产影响同比大幅度下降为243吨，采购价格小幅上升。2014年1~3月，公司中间体6-APA采购价格较2013年增长7.48%，采购量比2013年同期小幅上升；中间体7-ACA采购价格略微上升，采购量占2013年全年的41.56%。

表6 公司近年原材料采购数据

主要原材料		采购量（吨）				采购价格（元/千克）			
名称	占该类药成本比重	2011年	2012年	2013年	14年1~3月	2011年	2012年	2013年	14年1~3月
6-APA	58%	5937	6303	8017	1695	151.10	139.00	139.47	149.9
7-ACA	53%	479	354	243	101	502.70	407.00	414.75	417.27
羟邓盐	28%	5995	3883	5670	1408	48.00	49.00	48.49	49.06
丙酮(散水)	1.4%	6788	5432	4540	1140	7.70	7.10	8.06	8.59
邓盐	24%	1256	1246	1415	345	39.10	37.00	41.39	39.95

资料来源：公司提供

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。

总体看，公司制定了合理的采购策略，但受上游中间体行情影响，原材料采购价格波动明显，对成本控制提出了更高要求。

3. 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。2011年6月联邦“阿莫仙”商标以及2013年12月珠海联邦的持有的“联邦”商标，在人用药商标上被评为驰名商标。

跟踪期内，公司营销策略、销售渠道与价格政策基本无变化。

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。跟踪期内，公司出口销售总额为13.63亿元，出口占比为30.88%，与2012年规模持平。公司2014年1季度出口额占比下降3.39个百分点，主要系公司部分青霉素中间体产品的出口转由同一控制

下的另一子公司进行。

表 7 公司近年产品出口情况

	2011年	2012年	2013年	14年1~3月
总出口销售额(万元)	106677	140785	136296	34218
出口额/销售收入(%)	26.40	31.82	30.88	27.49

资料来源：公司提供

4. 未来发展

“十二五”期间，公司总的经营目标是不断地走向多元化的模式，产品结构更加合理，销售业绩稳步上升。具体来看，公司将抓紧机遇扩大稳固展胰岛素和类似药物的生产，使产能覆盖国内全部需求；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。随着联邦制药美金刚胺在 2013 年 7 月 31 日获得 SFDA 的批准证书，公司还将着重利用“联邦制药美金刚胺”在治疗阿尔茨海默病（老年痴呆）中度至重度疾病方面的功效，在此领域求取突破性增长。

(1) 重组人胰岛素产品将成为新的利润增长点

公司是中国第一家也是唯一一家拥有酵母表达生产胰岛素技术的企业，获得国家四年技术和产品保护期，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。公司是全球第三家能生产重组甘精胰岛素制药企业，现共有五个胰岛素产品已获得国家药品监督管理局的批准。在拓展胰岛素产品市场的同时，珠海联邦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。

表 8 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	已投资金额	计划投资额			
			2014年4~12月	2015年	2016年	2017年
25000	3000	2000	8000	5000	5000	5000

资料来源：公司提供

(2) 加强新产品研发

公司将不断加强新产品研发力度。目前，

开发中的新产品达 44 种，20 项专利注册获批，另有 14 项正在审批当中。

(3) 进一步降低成本

公司将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。

(4) 拓展国际市场

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。

八、募集资金使用情况

公司于 2013 年发行了“13 珠海联邦 CP001”，募集资金 6 亿元，其中 3 亿元用来进行原材料采购，1.2 亿元用于开发新产品及市场，1.8 亿元用于归还银行借款。截至 2014 年 3 月底，募集资金已全部使用完毕。

九、财务分析

公司提供的 2011 年~2013 年财务报表均已经大华会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论，2014 年一季度财务报表未经审计。

2013 年，公司审计报告合并范围有所变化：珠海联邦制药（迪拜）有限公司于 2013 年关闭注销，广西康乐药品有限责任公司因 2013 年出售股权而不再纳入合并范围，公司 2013 年投资新设珠海联邦欧洲进出口公司（德国注册）。此三家公司规模较小，对财务数据可比性影响轻微。

截至 2013 年底，公司合并资产总额为 66.79 亿元，所有者权益为 22.61 亿元（其中少数股东权益 0.41 亿元）；2013 年公司实现营业收入 44.13 亿元，利润总额 4.43 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额为

71.43 亿元，所有者权益为 23.76 亿元（其中少数股东权益 0.17 亿元）；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 12.45 亿元，利润总额 1.71 亿元。

1. 盈利能力

2013 年，公司生产状况稳定，实现营业收入 44.13 亿元，同比下降 0.09%，营业成本 26.27 亿元，同比下降 8.64%，成本降幅大于收入降幅，受此影响，2013 年公司营业利润率为 39.80%，较 2012 年提高了 5.20 个百分点。

2013 年，公司期间费用 13.50 亿元，占营业收入的 30.59%，较上年增长 4.41%。其中，销售费用同比增长 11.55%，管理费用同比增长 9.28%；受公司新增贷款及发行债券的影响财务费用同比增长 94.23%。公司期间费用规模较大，跟踪期内费用控制力度有所减弱。

从盈利指标看，2013 年，公司营业利润率、总资本收益率、净资产收益率分别为 39.80%、8.79%、16.60%，与 2012 年相比均有所提高，整体盈利能力处于较好水平。

2013 年公司实现利润总额 4.43 亿元，同比增长 7.54%。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 12.45 亿元，达到 2013 年的 28.21%，营业利润率为 41.76%，较 2013 年提高 1.96 个百分点。同期公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 2013 年的 25.49%、22.35% 和 35.78%，期间费用/营业收入从 2013 年的 30.59% 回落至 27.95%，期间费用控制能力有所提高，但期间费用规模较大，控制能力有待增强。2014 年一季度，公司实现利润总额 1.71 亿元，净利润 1.40 亿元，分别为 2013 年的 38.57% 和 37.32%。

总体看，跟踪期内公司营业收入规模保持稳定，盈利能力仍处于较好水平。但跟踪期内，公司期间费用规模较大，费用控制力度有待加强。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2013 年公司经营活动现金流入量 45.41 亿元，同比下降 9.94%。公司销售

商品、提供劳务收到的现金主要来源于药品销售，2013 年为 43.88 亿元。2013 年公司经营活动产生的现金流出量为 46.54 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 40.00 亿元，较 2013 年增长 37.77%，主要由于公司预付账款的持续增加；支付的其他与经营活动有关的现金 7.98 亿元，主要是支付的销售费用和管理费用，以及往来款项。2012 年和 2013 年公司经营活动产生的现金净流量分别为 -4.90 亿元、-1.12 亿元。2013 年公司现金收入比为 99.43%，较 2012 年略有下滑，公司现金收入质量尚可。

投资活动方面，2013 年公司投资活动现金流入量较 2012 年大幅度增加至 5.40 亿元（主要是收回委托贷款投资 4.99 亿元），投资活动现金流出量较 2012 年大幅度增加至 6.15 亿元（主要是支付委托贷款投资 5.00 亿元）；2013 年公司投资活动产生的现金流量净额为 -0.75 亿元。

筹资活动方面，公司于 2013 年置换了大部分银行贷款，因此公司 2013 年筹资活动产生的现金流入量达到 29.97 亿元，较去年增长 95.45%，主要来自于借款。同期公司筹资活动产生的现金流出主要用于偿还债务（23.30 亿元）和利息，2013 年为 33.15 亿元。2013 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 -3.18 亿元。

2014 年 1~3 月，公司经营性现金净流量为 -2.25 亿元。2014 年第一季度公司现金收入比为 90.14%，较 2013 年下降 9.29 个百分点，公司现金收入质量有所下降。同期公司投资性活动净流量为 -0.84 亿元；筹资活动现金净流量为 3.20 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入规模较大，但由于经营支出持续增长以及预付款项规模持续较大，资金需求量仍然较大，公司通过借款弥补资金的需求。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2013 年底，公司合并资产总额 66.79

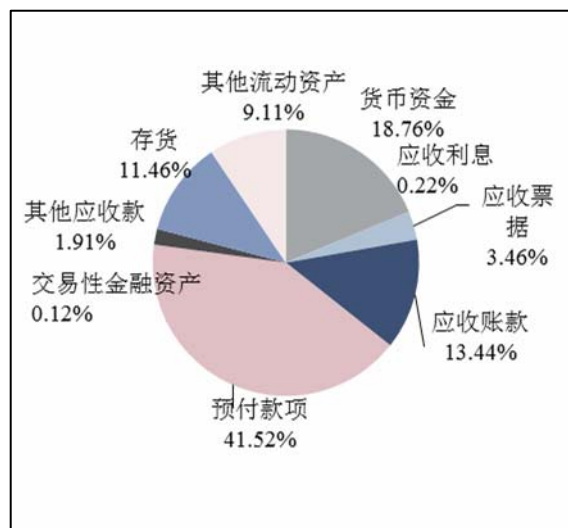
亿元，较 2012 年底增长 9.27%，其中流动资产占 82.17%，非流动资产占 17.83%，公司资产以流动资产为主，流动资产比重较 2012 年略有提高。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额 71.43 亿元，其中流动资产占 83.53%，非流动资产占 16.47%，流动资产比重进一步提高。

流动资产

截至 2013 年底，公司流动资产 54.88 亿元主要由预付款项、货币资金、应收账款、存货、其他流动资产和其他应收款构成。

图 1 截至 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司预付款项 22.79 亿元，较 2011 年增长 36.96%，主要由于关联方内蒙古联邦产能扩展，公司从联邦制药集团整体发展考虑加大对内蒙古联邦产品采购力度。从账龄结构上看，1 年以内的占 99.23%，账龄较短。预付款项前五名单位合计 22.62 亿元，占预付款项总额的 99.27%，其中预付给关联方内蒙古联邦款项 20.88 亿元，占 91.63%。联合资信注意到，公司从关联方采购的货款与预付给关联方的款项匹配度不高，预付款项中存有一定的关联方占款。

截至 2013 年底，公司货币资金 10.30 亿元，较 2012 年底增长 3.50%，其中受限资金 5.31 亿元。2013 年底公司现金类资产剔除受限货币

资金后为 6.95 亿元，资金充裕度一般。

截至 2013 年底，公司应收账款 7.38 亿元，较 2012 年增长 8.49%。从账龄结构看，1 年以内的占 98.89%，1~2 年的占 0.40%，2~3 年的占 0.06%，3 年以上的占 0.65%，账龄较为集中。2013 年公司根据账龄分析法计提坏账准备 9.74 万元，计提比例为 0.01%，计提比例较低。应收账款中前五位单位合计 1.56 亿元，占应收账款总额的 21.13%，主要是医药商业客户。总体来看，公司应收账款集中度一般，1 年以内欠款占比高，坏账风险较低。

截至 2013 年底，公司存货账面余额 6.34 亿元，主要由库存商品（占 45.10%）、原材料（占 29.42%）和自制半成品（16.56%）构成。公司累计对库存商品及原材料计提存货跌价准备 537.96 万元，截至 2013 年底公司存货账面价值 6.29 亿元，同比增长 16.64%。

截至 2013 年底，公司其他流动资产全部为委托贷款，金额为 5.00 亿元，跟踪期内无变化。

截至 2013 年底，公司应收票据 1.90 亿元，较 2011 年小幅增长 8.04%，全部为银行承兑汇票。

截至 2014 年 3 月底，公司流动资产 59.67 亿元，主要由预付款项（44.86%）、货币资金（16.62%）、应收账款（11.34%）、存货（11.94%）、其他流动资产（9.11%）和应收票据（4.09%）构成。公司流动资产比 2013 年底增长 8.72%，主要是预付款项和存货增加所致。截至 2014 年 3 月底，公司货币资金为 9.91 亿元，较 2013 年底减少 3.70%，其中受限货币资金 4.81 亿元；公司现金类资产剔除受限货币资金后为 7.55 亿元，资金充裕度较 2013 年底有所上升。截至 2014 年 3 月底，公司预付款项 26.77 亿元，较 2013 年底增长 17.46%；截至 2014 年 5 月底，公司预付款项 23.33 亿元，较 2014 年 3 月底下降 12.84%。

非流动资产

截至 2013 年底，公司非流动资产 11.91 亿元，主要由固定资产（占 80.75%）、在建工程（占 6.17%）和无形资产（4.77%）构成；较 2012 年相比小幅增长 2.24%。

截至 2013 年底，公司固定资产账面价值为 9.78 亿元，受在建工程转入及新增融资租赁设备的影响，较 2012 年底增加 5.01%。

跟踪期内，受公司三灶厂新建厂房转入固定资产的影响，公司在建工程减少 54.41%，截至 2013 年底为 0.69 亿元。

截至 2013 年底，公司其他非流动资产 0.53 亿元，为公司售后融资租赁固定资产净值（2.53 亿元）与售后融资额（2.00 亿元）的差额，公司记为递延收益，并按照资产折旧进度摊销。

截至 2014 年 3 月底，公司非流动资产总额 11.76 亿元，较 2013 年底减少 1.21%，非流动资产结构基本没有变化。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所上升，公司资产仍以流动资产为主，现金类资产充裕度一般，公司资产流动性一般，关联方预付款项规模较大，资产质量一般。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 22.61 亿元，较 2012 年小幅增长 3.45%，增长部分主要来自于盈余公积和未分配利润的增长。2013 年底所有者权益中，归属母公司所有者权益 22.20 亿元，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 50.53%、1.12%、14.21%和 32.35%。总体看，公司所有者权益较为稳定。

截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计 23.76 亿元，较去年年底提高 1.15 亿元，构成结构基本无变化。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，实收资本和未分配利润占比较大，所有者权益稳定性较好。

负债

截至 2013 年底，公司负债总额为 44.18 亿

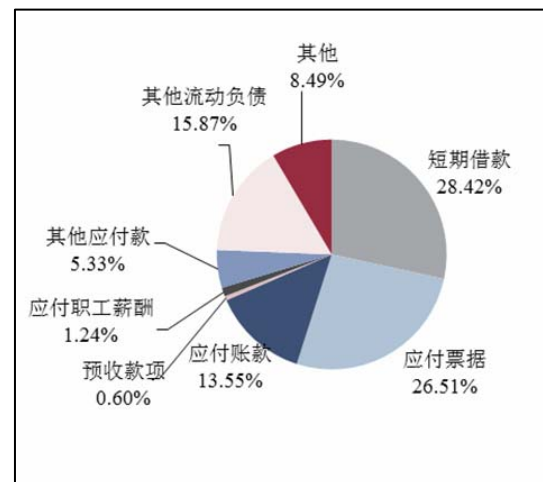
元，同比增长 12.51%，其中流动负债占 86.01%，非流动负债占 13.99%，非流动负债比重较上年上升 8.78 个百分点，负债结构有所改善。

流动负债

截至 2013 年底，公司流动负债 38.00 亿元，较 2012 年增长 2.10%。流动负债主要以短期借款、应付票据、其他流动负债、应付账款、一年内到期的非流动负债和其他应付款构成。

截至 2013 年底，公司短期借款 10.08 亿元，全部为抵押借款，较 2012 年增长 61.51%。跟踪期内，公司使用票据结算有所减少，受此影响，截至 2013 年底，公司应付票据 10.07 亿元，同比减少 30.04%；应付账款 5.15 亿元，同比增加 86.32%。截至 2013 年底，公司其他流动负债 6.03 亿元，全部为短期融资券。

图 2 截至 2013 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

非流动负债

截至 2013 年底，公司非流动负债 6.18 亿元，主要由长期借款（72.82%）、长期应付款（22.27%）和其他非流动负债（4.72%）构成。2013 年公司非流动负债同比大幅增长 201.89%，主要由于长期借款和长期应付款的增加所致。

截至 2013 年底，公司长期借款 4.50 亿元，同比增长 151.05%，主要由于公司原长期借款即将到期，同时招商银行中期借款利率下浮，因此公司在 2013 年 11 月提前偿还 1.79 亿元原

借款并新增 3 年期借款 4.5 亿元。

截至 2013 年底，公司长期应付款为 1.38 亿元，因公司在 2013 年 12 月与广州越秀融资租赁有限公司签订融资总额为 2.00 亿元的合同而形成。

2013 年公司全部有息债务为 35.09 亿元，其中短期债务占 83.26%、长期债务占 16.74%。从指标来看，2013 年公司增加长期借款、新签订融资租赁合同，因此长期债务资本化比率大幅上升 13.05 个百分点，增至 20.63%；资产负债率小幅上升至 66.14%。全部债务资本化比率小幅上升至 60.82%。总体看，公司债务负担尚可。

图 3 公司负债情况



资料来源：公司提供

截至 2014 年 3 月底，公司负债总额为 47.66 亿元，较上年底增长 7.90%，主要由于短期借款有所增加；其中流动负债占 85.88%，非流动负债占 14.12%，非流动负债比重有所提高。

截至 2014 年 3 月底，公司全部债务为 38.28 亿元，较 2013 年底上升 9.09%；债务结构上基本无变化，短期债务占比 83.41%，长期债务占比 16.59%。指标上看，公司资产负债率与 2013 年相比变化不大，为 66.73%；全部债务资本化比率、长期债务资本化比率小幅上升至 61.70%和 21.09%。

总体看，跟踪期内，公司债务规模有所增长，整体债务负担尚可；公司流动负债虽占比有所下降但规模仍旧很大，短期支付压力较大，

负债结构有待改善。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2013 年公司流动比率和速动比率分别为 144.44%和 127.89%，分别上升 11.50 个百分点和 9.43 个百分点。同期公司经营现金流动负债比为-2.95%，对短期债务不具有保护能力。公司全部有息债务以短期负债为主，2013 年底现金类资产 6.95 亿元（剔除受限资金后），对短期债务的覆盖倍数为 0.24 倍；经营活动现金流入量为 45.41 亿元，对短期债务的覆盖程度为 1.55 倍。整体看，公司短期支付压力较大。

从长期偿债指标来看，2012 年和 2013 年公司 EBITDA 分别为 5.81 亿元和 6.85 亿元；同期 EBITDA 利息倍数（已包含资本化利息支出）分别为 7.29 倍和 5.08 倍，EBITDA 对利息保护能力较强；同期公司全部债务/EBITDA 分别为 5.65 倍和 5.12 倍，EBITDA 对全部债务保护能力一般。总体看，整体偿债能力尚可。

表 9 截至 2014 年 3 月底公司对外担保情况

被担保公司名 称	担保额度 (万元)	担保 到期日	担保 方式	与公司 关系
联邦制药（成 都）有限公司	7000	2014.08.22	保证	关联方
合计	7000	--	--	--

资料来源：公司提供

截至 2014 年 3 月底，公司合并口径下对外担保余额为 0.70 亿元，担保比率为 2.95%。被担保公司成都联邦由环境因素限制，无法继续扩张中间体产能，不能满足集团整体生产需求，联邦国际出于整体集团发展的考虑，自 2012 年开始对原料药中间体生产商进行资源优化和整合。截至 2013 年底，成都联邦 6-APA 中间体生产线已全部搬迁合并至内蒙古联邦；7-ACA 生产线已全部停产，成都联邦生产活动已全部停止，正处于预清算阶段。公司对成都联邦的担保为连带担保，成都联邦资产账面价值约 7 亿元、固定资产净值约 1 亿元，负债约 5 亿元，土地估值的公允价值约为 18 亿元，公司对成都

联邦的担保存在一定代偿风险。总体来看，公司存在一定或有负债风险。

截至 2014 年 3 月底，公司获得各家银行授信总额度为 69.54 亿元，已使用额度 36.15 亿元，尚未使用额度为 33.39 亿元。公司间接融资渠道畅通。

5. 对存续期内债券偿还能力分析

截至目前，公司存续期内债券为“13 珠海联邦 CP001”，合计 6 亿元（以下简称“存续期内债券”）。

截至 2013 年底，公司现金类资产剔除受限货币资金后为 6.95 亿元，是存续期内债券的 1.16 倍。截至 2014 年 3 月底，公司现金类资产剔除受限货币资金后为 7.55 亿元，是存续期内债券的 1.26 倍。公司现金类资产对存续期内债券的覆盖程度较好。

公司营活动现金流入量规模较大，2013 年为 45.41 亿元，是存续期内债券的 7.57 倍，覆盖程度较高，总体看，公司存续期内债券偿还能力较强。

6. 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 2014 年 4 月 29 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。

7. 抗风险能力

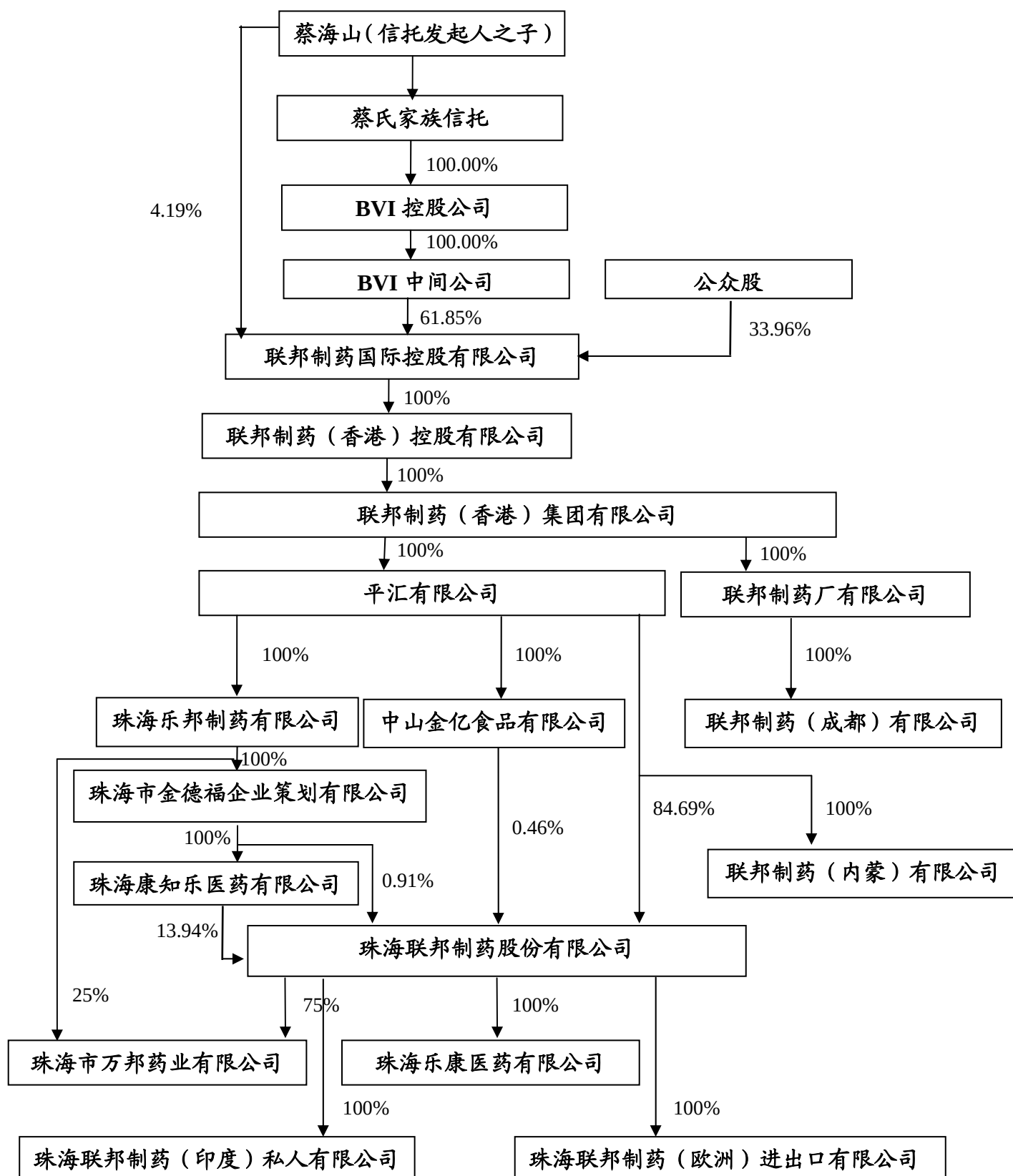
公司是中国大型抗生素生产企业之一，拥有珠海和中山两大生产基地，为国家火炬计划重点高新技术企业、广东省高新技术企业，同时还拥有中国制药专业博士后科研工作站，研发实力雄厚。公司产品阿莫仙牌阿莫西林颗粒被评为“广东省名牌产品”，市场占有率高，且知名度较高。基于以上分析，公司整体抗风险

能力较强。

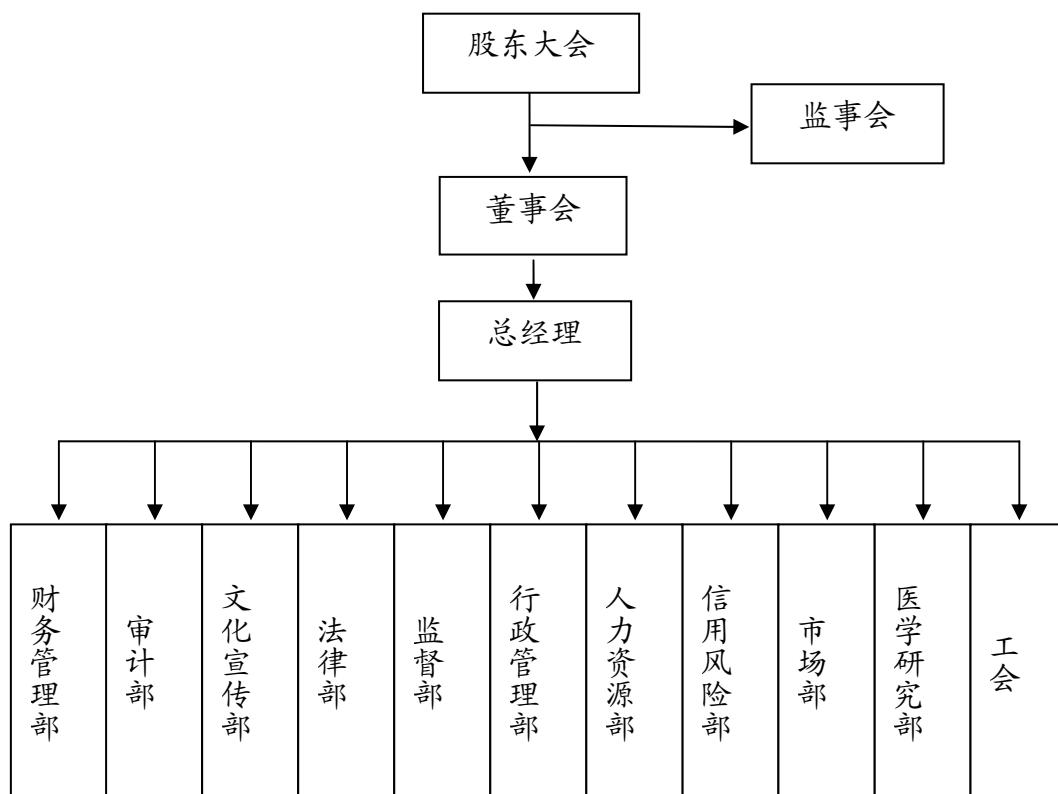
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定，并维持“13 珠海联邦 CP001”的 A-1 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	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	6.14	6.73	6.95	7.55
资产总额(亿元)	45.91	61.12	66.79	71.43
所有者权益(亿元)	20.62	21.86	22.61	23.76
短期债务(亿元)	14.39	31.02	29.22	31.93
长期债务(亿元)	4.00	1.79	5.88	6.35
全部债务(亿元)	18.39	32.81	35.09	38.28
营业收入(亿元)	40.72	44.52	44.13	12.45
利润总额(亿元)	2.65	4.12	4.43	1.71
EBITDA(亿元)	3.86	5.81	6.85	--
经营性净现金流(亿元)	3.30	-4.90	-1.12	-2.25
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.96	5.51	4.95	--
存货周转次数(次)	4.20	4.84	4.50	--
总资产周转次数(次)	0.95	0.83	0.69	--
现金收入比(%)	109.98	104.08	99.43	90.14
营业利润率(%)	30.88	34.60	39.80	41.76
总资本收益率(%)	6.74	7.60	8.79	--
净资产收益率(%)	10.60	15.76	16.60	--
长期债务资本化比率(%)	16.25	7.58	20.63	21.09
全部债务资本化比率(%)	47.14	60.02	60.82	61.70
资产负债率(%)	55.09	64.24	66.14	66.73
流动比率(%)	163.58	132.94	144.44	145.77
速动比率(%)	132.91	118.46	127.89	128.36
经营现金流动负债比(%)	15.62	-13.16	-2.95	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.95	7.29	5.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.76	5.65	5.12	--

注：1.公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计；
 2.公司发行的短期融资券已被纳入短期债；
 3.公司融资租赁应付款已计入长期债务；
 4.公司现金类资产已剔除受限资金。

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/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%
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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

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

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