

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 521 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
二零一四年四月二十八日



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 4 月 18 日

财务数据:

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 9 月
现金类资产(亿元)	6.68	10.60	11.71	14.04
资产总额(亿元)	39.48	45.91	61.12	68.06
所有者权益(亿元)	15.56	20.62	21.86	24.54
短期债务(亿元)	11.58	14.39	31.02	35.72
全部债务(亿元)	15.81	18.39	32.81	36.69
营业收入(亿元)	49.18	40.72	44.52	32.14
利润总额(亿元)	5.04	2.65	4.12	3.21
EBITDA(亿元)	6.10	3.86	5.81	--
经营性净现金流(亿元)	12.56	3.30	-4.90	-1.51
营业利润率(%)	30.85	30.88	34.60	39.61
净资产收益率(%)	27.64	10.60	15.76	--
资产负债率(%)	60.60	55.09	64.24	63.95
全部债务资本化比率(%)	50.41	47.14	60.02	59.93
流动比率(%)	154.28	163.58	132.94	133.19
全部债务/EBITDA(倍)	2.59	4.76	5.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.35	6.95	7.29	--
经营现金流流动负债比(%)	64.25	15.62	-13.16	--

注: 1. 公司 2012 年和 2013 年 9 月底其他流动负债为发行的短期融资券, 短期债务计算时已将其纳入
2. 2013 年三季度财务数据未经审计

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, 营业收入实现稳定增长, 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, 公司营业收入有所增长, 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. 经营现金流入量对“13 珠海联邦 CP001”保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内, 公司预付关联企业的账款保持较大规模。
2. 跟踪期内, 公司债务规模大幅度增长, 流动负债比重上升, 短期支付压力加大, 负债结构有待改善。
3. 公司经营活动现金流量净额弱化。

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”到期兑付日前有效；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“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 2013 年 9 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。

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 批准的经营范围内经营）；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 2013 年 9 月底，公司下辖 4 家全资子公司：珠海乐康医药有限公司、珠海联邦制药（迪拜）有限公司、Zhuhai United Laboratories Europe Import&Export GmbH（德国注册）、Zhuhai United Laboratories (India) Private Limited（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 2012 年底，公司合并资产总额为 61.12 亿元，所有者权益为 21.86 亿元（其中少数股东权益 0.35 亿元）；2012 年，公司实现营业收入 44.52 亿元，利润总额 4.12 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司合并资产总额为 68.06 亿元，所有者权益为 24.54 亿元（其中少数股东权益 0.39 亿元）；2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 32.14 亿元，利润总额 3.21 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、防灾避险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 9 月底，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

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。

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，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。

2011 年、2012 年中国医药产业呈现平稳快速增长的态势，分别实现产值 1.57 万亿元、1.83 万亿元，分别同比增长 28.5%、21.7%。进入 2013 年，医药工业增速放缓生产开局平稳，增长态势得以延续，上半年医药工业总产值增幅回升，累计完成总产值 1.03 万亿元，同比增长 21.6%，进入第三季度以来，增速有所放缓；前三季度累计完成总产值 1.55 万亿元，同比增长 19.9%，增速比去年同期略下降 0.3%。

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。其中中药饮片加工业销售收入利润率同比均提高 4.32 个百分点，利润同比增长 30.89%；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%；生物生化药品制造业销售收入利润率同比降低 8.49 个百分点，利润同比增长 13.17%。

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。

主要子行业概况

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；中药饮片和生物制药的增速最高。从盈利指标看，生物生化制品制造、化学药品制剂制造和中成药制造盈利能力最强，近年来销售利润率一直高于行业平均水平，2013 年 1~11 月分别为 11.80%、10.79% 和 10.18%。

表 1 医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元）

	2010 年 1~11 月		2011 年 1~11 月		2012 年 1~11 月		2013 年 1~11 月	
	收入	销售利润率	收入	销售利润率	收入	销售利润率	收入	销售利润率
医药制造业合计	10169.71	10.33%	12935.76	9.90%	15221.93	9.79%	18437.82	9.74%
化学药品原药制造	2151.51	8.07%	2749.78	7.57%	2954.14	7.05%	3440.02	7.11%
化学药品制剂制造	3071.44	11.50%	3680.79	10.47%	4494.11	10.82%	5165.66	10.79%
中药饮片加工	614.58	7.53%	747.8	7.10%	880.91	7.03%	1113.96	7.19%
中成药制造	2153.6	10.40%	2966.06	10.75%	3599.92	10.36%	4481.63	10.18%
兽用药品制造	502.56	9.19%	614.71	9.64%	715.83	9.55%	839.09	9.48%
生物生化制品制造	1062.45	14.49%	1358.07	13.33%	1579.55	12.26%	2148.61	11.80%
卫生材料及医用药品制造	613.56	8.66%	818.56	9.19%	997.47	9.89%	1248.84	9.99%

资料来源：WIND 资讯

（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%。

中国化学原料药在产能规模和生产工艺上优势明显。目前原料药行业集中度较高，但由

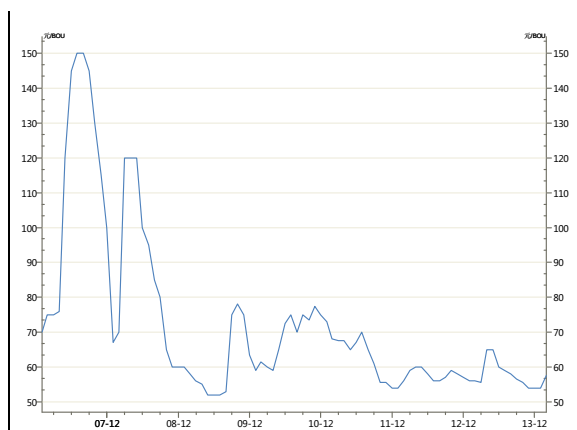
于产品结构以低端为主，且大部分原料药产能过剩严重，行业收益受国际市场波动及周期性波动影响明显，竞争激烈。

2011 年下半年以来，随着国内新建产能逐步释放，原料药行业产能过剩问题日益凸显，维生素 C、青霉素类等大宗原料药产品低价竞争现象明显，严重影响行业内企业的盈利情况。2013 年原料药行业继续消化过剩的产能，盈利情况仍不容乐观。

青霉素是从青霉菌培养液中提制的药物，

属于抗生素。青霉素产品链包括原料药、中间体和制剂。青霉素工业盐为最初级产品，是生产青霉素的重要原料。由于产能过剩、国际市场需求持续低迷以及国内对抗菌药物使用管理的加强，青霉素工业盐价格快速下跌，目前仍处于低位震荡的状态，产能过剩问题并没有根本解决。

图1 青霉素工业盐价格走势



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。

2. 行业关注

行业集中度低

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。中国的制药企业在 20 世纪 80 年代初期只有 800 余家，2012 年底已经超过 6000 家。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。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。

表 2 2013 年度中国制药工业前 10 强

排序	资产总额 排序	主营业务收入 排序	利润总额 排序
1	华润医药控股有限公司	广州医药集团有限公司	华润医药控股有限公司
2	上海医药集团股份有限公司	修正药业集团股份有限公司	上海医药集团股份有限公司
3	中国医药集团总公司	扬子江药业集团有限公司	云南白药集团股份有限公司
4	广州医药集团有限公司	华北制药集团有限责任公司	中国医药集团总公司
5	天津市医药集团有限公司	华润医药控股有限公司	威高集团有限公司
6	上海复星医药(集团)股份有限公司	威高集团有限公司	扬子江药业集团有限公司
7	华北制药集团有限责任公司	哈药集团有限公司	修正药业集团股份有限公司
8	石药集团有限公司	石药集团有限公司	齐鲁制药有限公司
9	威高集团有限公司	天津市医药集团有限公司	康美药业股份有限公司
10	康美药业股份有限公司	中国医药集团总公司	上海复星医药(集团)股份有限公司

资料来源：工信部消费品工业司

注：评选的统计指标口径根据企业 2013 年 12 月快报累计数据。

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。自 1997 年以来，中国连续多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。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

2010 年以来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。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。

表 3 2013 年主要医药和医改新政策汇总

发布时间	国家部委	相关政策	政策描述	对行业的影响
2013 年 1 月	卫生部	《2013 年卫生工作要点》	量化明确了相关指标：继续完善新农合制度；巩固完善基本药物制度；积极推进公立医院改革，落实便民惠民服务措施。	持续推进医疗改革的基层建设，纠正基本药物以价格为采购依据的行业做法。
2013 年 2 月	国务院	《关于巩固完善基本药物制度和基层运行新机制的意见》	在经济技术标评审中，对药品质量、生产企业的服务和信誉等进行全面审查，将企业通过《药品生产质量管理规范（2010 年版）》（GMP）认证作为质量评价的重要指标。	强调新版 GMP 标准的重要性，有利于行业的升级与重组。
2013 年 2 月	食品药品监督管理局	《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励药物创新的意见》	进一步加快创新药物审评，实行部分仿制药优先审评，加强药物临床试验质量管理，鼓励研制儿童用药，制定配套措施，注重协调配合。	鼓励医药行业进行创新，有助于推进产品结构调整、提升行业集中度。

2013 年 3 月	卫生部	2012 年版《国家基本药物目录》	增加药物品种；优化结构；规范剂型、规格，初步实现标准化，注重与医保（新农合）支付能力相适应，确保基本药物较高的比例报销。	奠定了实施基本药物制度的基础，为进一步建立健全基本药物遴选、生产、采购、配送、使用、监管、定价、报销等各个环节的管理制度做准备
2013 年 7 月	国务院	《深化医药卫生体制改革 2013 年主要工作安排》	2013 年医改指导性文件，积极推进“十二五”医改规划，统筹基本公共卫生服务均等化、医疗卫生资源配置、医疗卫生信息化、药品生产流通和医药卫生监管体制等方面的配套改革。	全面实施“十二五”医改规划，巩固已有成果，在重点领域和关键环节取得新突破。

资料来源：联合资信整理

4. 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

公司主要从事抗生素制剂与原料药的生产与销售，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 1997 年和 1998 年全部通过国家 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 10000 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 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，公司组织结构无重大变化，主要高管人员发生变化。

2012 年 11 月，彭彪辞任董事局副主席及总经理职务；2012 年 12 月，傅小楠获任独立非执行董事；2013 年 4 月，蔡海山接任董事局主席、梁永康获任副主席。

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 60% 以上，是公司收入主要来源。2012 年公司实现营业收入 44.52 亿元，原料药、制剂药占比分别为 62.20% 和 37.17%。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，主要原因是原材料中间体 6-APA 价格的下降；头孢菌素类原料药毛利率呈现逐年下降的变动趋势，2012 年为 13.80%。近三年公司制剂产品毛利率波动上升，分别为

68.20%、67.60% 和 69.40%，是公司利润的重要组成部分。

2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 32.14 亿元，制剂药占比上升至 42.96%。毛利率方面，原料药系列产品毛利率为 16.94%，较 2012 年上升了 2.14 个百分点，主要由于毛利率快速下降的头孢菌素系列收入占比下降，同时青霉素系列毛利率有所回升、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上升。2013 年 1~9 月制剂产品综合毛利率继续维持在 69.40%。

2013 年 7 月以前，珠海联邦自上游关联方联邦制药（成都）有限公司（以下简称“成都联邦”）采 7-ACA，约 50% 用于生产头孢类产品，剩余对外销售计入收入。2013 年联邦国际进行资源优化整合，成都联邦 7-ACA 厂房停产，导致公司原料药头孢菌素系列产量及销量均有所下降，2013 年 1~9 月的收入只占 2012 年全年收入的 35.23%。自 2013 年 7 月起公司用于生产原料药的中间体 7-ACA 将全部从外部采购，直至联邦制药（内蒙古）有限公司（以下简称“内蒙古联邦”）7-ACA 厂房正式投产。

表 4 公司主营业务收入构成（单位：万元；%）

分类	2010 年			2011 年			2012 年			2013 年 1~9 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	323650	65.81	12.30	252249	61.94	9.10	276953	62.20	14.80	181380	56.44	16.94
青霉素系列 (含 6-APA)	208754	42.45	6.00	150733	37.01	2.70	169524	38.07	9.00	125908	39.18	11.12
头孢菌素系列 (含 7-ACA)	87062	17.70	19.60	62377	15.32	14.60	54066	12.14	13.80	19050	5.93	8.36
β -内酰胺酶抑制剂及其复合物产品	26370	5.36	30.11	28026	6.88	26.87	43618	9.80	30.54	28132	8.75	35.33
培南类及胰岛素等	1464	0.30	-23.07	11113	2.73	20.00	9745	2.19	50.81	8290	2.58	62.62
制剂合计	162770	33.10	68.20	151865	37.29	67.60	165482	37.17	69.40	138061	42.96	69.40
其他业务	5356	1.09	35.80	3126	0.77	90.10	2805	0.63	65.50	1914	0.60	67.60
合计	491777	100.00	31.10	407240	100.00	31.50	445240	100.00	35.00	321355	100.00	40.00

资料来源：公司提供

注：1. 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. 公司于 2011 年开始单独统计原料药内的“ β -内酰胺酶抑制剂及其复合物产品”和“培南类及胰岛素等”，因此 2010 年原料药细分类别数据有所调整

原料药

公司原料药主要经营实体为珠海原料厂。

珠海原料厂位于珠海高新技术产业开发区三灶科技园，厂区占地面积 25 万平方米，车间设计、

建设、设备、工艺流程、机构设置、人员管理等方面，完全按国家 GMP 标准进行，并于 1998 年通过国家 GMP 认证。继 GMP 认证后，珠海原料厂积极推进德国、欧洲、美国等多个国家的注册认证工作并获得成功，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 10000 吨以上。

为保证产品质量，创造产品品牌，原料厂在引进机械设备的选型上优中选优，主要生产

线及配套设备、检测仪器等全部从德国、美国、意大利、加拿大等著名医药机械制造公司进口，并设有专门的研究所、质检部和中试车间，集科研、中试、生产、销售于一体。

随着扩张产能的逐步释放和公司销售渠道的拓展，公司青霉素类产销量逐年增长，产能利用率有所提高，2012 年为 85.00%，2012 年头孢类产能利用率为 67.50%；其他（指贝塔-内酰胺酶抑制剂类）产能规模较小。

2013 年 7 月公司上游关联方成都联邦 7-ACA 停产，因此珠海联邦制药股份有限公司 2013 年 1~9 月公司头孢类产品产量仅为 2012 年全年产量的 44.07%。往年公司头孢类销量包含 7-ACA 的直接对外销售，2013 年公司采购的 7-ACA 全部自用，因此 2013 年 1~9 月头孢类产销率较 2012 年降低 22.72 个百分点，为 73.95%。

表 5 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			
		2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
青霉素类	10000	9020	9800	8500	6320	8176	8207	8589	6043
头孢类	1200	906	880	810	357	860	811	783	264
其他（主要指贝塔-内酰胺酶抑制剂类）	800	230	450	734	464	255	296	466	460
合计		10156	11130	10044	7141	9291	9314	9838	6767

资料来源：公司提供

表 6 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）	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
青霉素类	181.00	166.31	160.91	165.80
头孢类	868.00	721.28	655.17	717.66
其他（主要指贝塔-内酰胺酶抑制剂类）	891.00	858.01	796.16	806.16

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。中山制剂厂位于中山市坦洲镇，总投资 2 亿元人民币，于 1996 年 6 月建成。厂区占地面积约 6 万平方米，建筑面积约 5 万平方米。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共 5 个车间。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。

1997 年 12 月，制剂厂五个车间一次性通过国家 GMP 认证，成为国内首批全厂一次性通过国家 GMP 认证的综合性制药企业。随后公司又相继建成注射剂、软膏、滴眼剂生产车间，并全部通过国家 GMP 认证。中山制剂厂从厂房的选址、设计、施工到设备的选型、安装、调

试,均严格按照 GMP 标准进行。主要的生产设备全部选用德国、意大利、日本等符合国际质量认证体系的新型设备及生产线。

制剂厂以生产基础抗生素为主,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,

并不断扩张产能。2012 年,青霉素类冻干粉针剂产量达到 13.70 百万瓶,销量达到 14.20 百万瓶。

目前,公司主要制剂产品阿莫西林胶囊、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 2009 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 7 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			
		2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
阿莫西林及氨苄西林胶囊	百万盒	46.00	39.50	45.00	40.00	45.40	40.40	44.70	38.00
阿莫西林颗粒	百万盒	5.00	4.50	5.00	4.00	4.70	4.80	5.00	3.50
头孢类粉针剂	百万瓶	61.90	35.00	30.00	22.00	51.10	35.30	31.20	21.00
青霉素类冻干粉针剂	百万瓶	17.00	13.70	13.70	10.50	16.10	13.20	14.20	10.00

资料来源:公司提供

表 8 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	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
阿莫西林(细粉)	元/千克	180.00	166.79	160.79	163.88
氨苄西林(细粉)	元/千克	178.00	176.79	173.75	169.22
阿莫西林(颗粒)	元/千克	172.00	162.41	156.06	163.80
氨苄西林(颗粒)	元/千克	175.00	161.91	157.53	163.36
联邦安必仙胶囊(氨苄西林胶囊) 0.25g*24	元/盒	10.80	9.99	9.99	9.99
联邦阿莫仙胶囊(阿莫西林胶囊) 0.25g*24	元/盒	9.80	9.20	9.50	9.50
联邦安必仙胶囊(氨苄西林胶囊) 0.5g*24	元/盒	16.90	16.60	16.83	16.80
联邦阿莫仙胶囊(阿莫西林胶囊) 0.5g*24	元/盒	17.30	16.11	16.31	16.27

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 80%,其次为制造费用约占 10%左右,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,中间体全部采购自关联公司成都联邦和内蒙古

联邦;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。

表 9 公司主要产品成本构成

产品名称	成本项目	占成本百分比
原料药产品	直接材料	80.34%
	人工成本	6.02%
	燃料动力	3.73%
	制造费用	9.91%
制剂产品	直接材料	75.89%
	人工成本	8.79%
	燃料动力	1.65%
	制造费用	13.67%

资料来源：公司提供

2010~2012 年，公司中间体 6-APA 采购量分别为 8729 吨、5937 吨和 6303 吨，采购价格逐年下降；中间体 7-ACA 采购量分别为 563 吨、479 吨和 354 吨，采购价格下降明显。2013 年 1~9 月，公司中间体 6-APA 的采购量和采购价格与 2012 年同期持平；由于关联采购方成都联邦 7-ACA 在 2013 年下半年停产，公司 2013 年 1~9 月 7-ACA 的采购量同比大幅度下降，采购价格略微上升。

表 10 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	2010年	2011年	2012年	13年1-9月	2010年	2011年	2012年	13年1-9月
6-APA	51.50%	8729	5937	6303	4799	160.50	151.10	139.00	137.06
7-ACA	8.50%	563	479	354	139	749.30	502.70	407.00	419.50
羟邓盐	15.00%	6081	5995	3883	1796.3	61.30	48.00	49.00	49.57
丙酮(散水)	2.10%	7156	6788	5432	3178	6.60	7.70	7.10	8.01
邓盐	2.50%	1330	1256	1246	1078	45.80	39.10	37.00	41.73

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。

公司制定了严格的质量标准和采购制度，要求各生产厂按 GMP 标准组织采购，同时与大宗物资供货商建立长期战略合作关系，并且在严控质量标准的基础上，加强对供应质量以及成本控制的管理。公司内部建立了评价体系与价格档案，便于及时掌握市场信息，实行比质比价采购。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。

销售渠道

公司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；销售方式主要是预付货款、货到后付款及开信用证等方式。

公司所有的制剂产品都是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。

价格政策与营销策略

公司品种设定全国统一的开票价，各区域

客户的开票价按全国统一的开票价执行。终端对外零售价格按国家规定的最高零售价格执行。

公司设有专门的部门——信用风险部来负责全国客户的管理，包括事前客户资料的收集、信用风险的评估授信，事中合同的评审、债权的保障，事后应收账款的管理与催收。根据公司的信用政策、客户信用评估系统来评估客户的风险，谨慎地选择客户，为公司筛选出优秀、稳定的客户群，公司的客户分为一级赊销客户、一级现款客户、二级分销客户。一级赊销客户通过设置相应的信用等级、信用期限和信用额度，公司给予客户相应的现金折扣、批量折让商业政策，来保证与客户的良好合作，在扩大销售的同时，降低风险，以最快的速度回收货款。现款客户、分销客户通过给予相应的批量折让政策来保持良好的合作。

结算方式方面，公司原料药的销售结算方式主要是银行汇票及 LC 信用证，最长周期不超过发货后 6 个月；制剂产品的销售结算方式主要是银行存款及银行汇票，周期一般为发货后 2 个月以内。

产品出口

表 11 公司产品销售区域数据

区域		销售量/销售额占比 (%)			
		2010年	2011年	2012年	13年1-9月
内销	--	70.22	73.60	68.20	66.76
出口	香港	1.12	5.20	0.50	0.62
	欧洲	7.50	1.00	9.70	13.70
	印度	12.30	13.20	11.00	11.90
	其他亚洲地区	5.60	4.40	5.60	5.76
	其他地区	3.26	2.60	5.00	1.26

资料来源：公司提供

公司产品出口销售方面，销售品类主要以原料药为主，销售区域主要集中在亚洲及周边地区，出口销售额总体有所波动，但出口额占销售收入比重呈现不断提高的趋势。

表 12 公司近年产品出口情况

	2010年	2011年	2012年	13年1-9月
总出口销售额（万元）	146391	106677	140785	102280
出口额/销售收入（%）	29.78	26.40	31.82	31.83

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，公司将继续把握自身在抗生素市场的领导地位，增加市场占有率；抓紧机遇扩大稳固公司在生物制药领域特别是人工胰岛素领域的市场规模。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）拓展国际市场

2012 年，公司在巴西、印度、杜拜、印尼、德国等地海外办事处全面投入运作，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。

（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 40 种，12 项专利注册获批，另有 8 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）重组人胰岛素产品将成为新的利润增长点

公司将继续在重组人胰岛素产品的销售和研发上进行投入。由于公司产品的治疗效果较好，价格具竞争力，自 2011 年 5 月胰岛素治疗产品推出市场以来，陆续取得私人医院、诊所

和药店的订单，各省份地区医院的招标工作按计划进行。2012 年 12 月，公司完成第三代胰岛素的临床试验，进入生产报批阶段，预计两年内达到一定规模，将成为公司新的增长点。

表 13 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	计划投资额			
		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
20000	3000	5000	5000	5000	5000

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 2013 年 9 月底，公司已使用 3.12 亿元，其中 1 亿元进行原材料采购，0.8 亿元进行新产品开发及市场拓展，1.32 亿元进行银行短期借款还款。

九、财务分析

公司提供的 2011 年和 2012 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，2013 年三季度财务报表未经审计。

2012 年，公司审计报告合并范围新增 2 家子公司：珠海联邦制药（迪拜）有限公司、珠海联邦制药（印度）私人有限公司。

截至 2012 年底，公司合并资产总额为 61.12 亿元，所有者权益为 21.86 亿元（其中少数股东权益 0.35 亿元）；2012 年公司实现营业收入 44.52 亿元，利润总额 4.12 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司合并资产总额为 68.06 亿元，所有者权益为 24.54 亿元（其中少数股东权益 0.39 亿元）；2013 年 1~9 月公司实现营业收入 32.14 亿元，利润总额 3.21 亿元。

1. 盈利能力

2012 年，随着原料药和制剂药扩张产能的

逐步释放和公司销售渠道的拓展，公司实现营业收入 44.52 亿元，同比增长 9.33%，营业成本 28.76 亿元，同比增长 3.14 %。2012 年公司营业利润率为 34.60%，较 2011 年提高了 3.72 个百分点。

2012 年，公司期间费用 11.66 亿元，占营业收入的 26.18%，较上年增长 7.36%。其中，销售费用 8.20 亿元，与 2011 年基本相当；管理费用同比增长 21.24%；财务费用同比增长 25.70%。公司期间费用规模较大，费用控制力度有待加强。

从盈利指标看，2012 年，公司营业利润率、总资本收益率、净资产收益率分别为 34.60%、8.73%、15.76%，与 2011 年相比均有所提高，整体盈利能力处于较好水平。

2012 年公司实现利润总额 4.12 亿元，同比增长 55.82%。

2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 32.14 亿元，达到 2012 年的 72.18%，营业利润率为 39.61%，较去年年底提高 5.01 个百分点。同期公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 2012 年的 84.38%、77.68% 和 114.46%，期间费用/营业收入从 2012 年的 26.18% 上升至 30.66%，期间费用控制能力有减弱趋势。2013 年前三季度，公司实现利润总额 3.21 亿元，净利润 2.69 亿元，分别为 2012 年的 77.81% 和 78.05%。

总体看，跟踪期内公司营业收入规模保持增长，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，2012 年公司经营活动现金流入量 50.43 亿元，同比下降 2.59%。公司销售商品、提供劳务收到的现金主要来源于药品销售，2012 年为 46.34 亿元；收到的其他与经营活动有关的现金主要源于收到的往来款、利息收入及政府补贴等，2012 年为 3.25 亿元。2012 年公司经营活动产生的现金流出量为 55.32 亿

元,其中购买商品、接受劳务支付的现金较 2011 年增长 13.35%,主要由于预付内蒙古工厂的货款大幅增加;支付的其他与经营活动有关的现金 15.90 亿元,主要是支付的销售费用和管理费用,以及往来款项。2011 年和 2012 年公司经营活动产生的现金净流量分别为 3.30 亿元、-4.90 亿元。2012 年公司现金收入比为 104.08%,较 2011 年略有下滑,公司现金收入质量尚可。

投资活动方面,2012 年公司投资活动现金流入量较 2011 年大幅度下滑至 0.30 亿元,全部来自投资收益;投资活动现金流出量 1.27 亿元,较去年下滑 52.04%,但仍保持较大规模,使得 2012 年公司投资活动产生的现金流量净额为负值。

2011 年和 2012 年,公司筹资活动前现金流量净额分别为 1.50 亿元、-5.87 亿元,经营性活动产生的现金不能满足公司投资所需资金需求,对外融资需求加大。

筹资活动方面,为满足营运资金、对外投资资金需求,2012 年公司筹资活动产生的现金流入量达到 15.34 亿元,较去年增长 40.95%,主要来自于借款和发行债券。公司筹资活动产生的现金流出主要用于偿还债务和利息,2012 年为 8.64 亿元。

2013 年 1~9 月,公司经营性现金流入为 54.31 亿元,与 2012 年相比小幅度上升 7.7%;经营性现金流出为 55.82 亿元,较 2012 年略微增长;经营性现金净流量为-1.51 亿元,较 2012 年增加 3.39 亿元。2013 年前三季度公司现金收入比为 117.58%,较 2012 年上升了 13.5 个百分点,公司现金收入质量有所提升。同期公司投资性现金流出和净流量分别为 0.75 亿元和-0.75 亿元;筹资活动现金流入量、流出量和净流量分别为 16.63 亿元、11.93 亿元和 4.70 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投资预付款项规模持续较大,资金需求量仍然较大,公司通过借款和发行债券弥补资金的需求。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2012 年底,公司合并资产总额 61.12 亿元,其中流动资产占 80.95%,非流动资产占 19.05%,公司资产以流动资产为主,流动资产比重较去年略有提高。

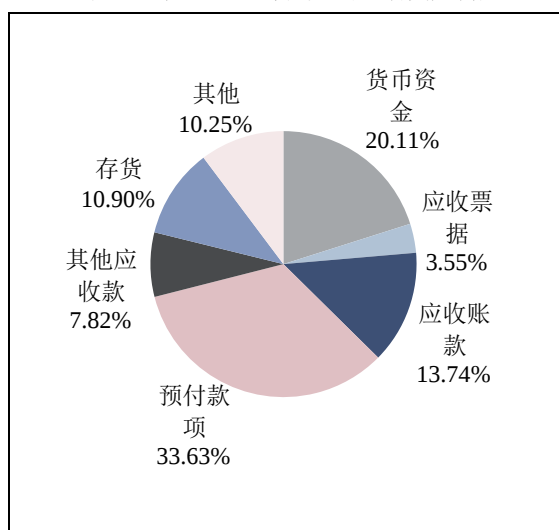
截至 2013 年 9 月底,公司合并资产总额 68.06 亿元,其中流动资产占 82.74%,非流动资产占 17.26%,流动资产比重进一步提高。

流动资产

截至 2012 年底,公司流动资产 49.48 亿元主要由预付款项、货币资金、应收账款、存货和其他应收款构成。

截至 2012 年底,公司预付款项 16.64 亿元,较 2011 年增长 200.90%。预付款项大幅增长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。预付款项前五单位合计 16.48 亿元,占预付款项总额的 99.04%,其中预付给关联方内蒙古联邦款项 16.26 亿元,占 97.72%。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量的关联方占款。

图 2 截至 2012 年底公司流动资产构成



资料来源:公司审计报告

截至 2012 年底,公司货币资金 9.95 亿元,,

较上年略有增长,其中受限资金 4.98 亿元。2012 年公司现金类资产(货币资金+应收票据)11.71 亿元,剔除受限货币资金后为 6.73 亿元,资金充裕度一般。

2012 年,公司应收账款较 2011 年增长 11.83%。截至 2012 年底,公司应收账款 6.80 亿元,从账龄结构看,1 年以内的占 99.36%,1~2 年的占 0.11%,2~3 年的占 0.49%,3 年以上的占 0.04%,账龄较集中。2012 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 1.05 亿元,占应收账款总额的 15.44%,主要是医药商业客户,集中度一般,1 年以内欠款占比高,坏账风险较低。

截至 2012 年底,公司其他应收款 3.87 亿元,较 2011 年增长 340.88%,主要为成都联邦、内蒙古联邦等关联企业的欠款。从账龄分析,账龄在 1 年以内的占 90.07%,1~2 年的占 0.57%,2~3 年的占 0.83%,3 年及以上的占 8.53%,共计提坏账准备 0.12 亿元,计提比例为 3.09%。从欠款方来看,其他应收款前 5 名单位欠款合计占其他应收款的 87.34%,集中度高。总体看,公司其他应收款账龄不长,但集中度较高,关联方欠款占比较高。

2012 年,公司存货 5.39 亿元,同比下降 16.84%。截至 2012 年底,公司存货为 7.57 亿元,主要由库存商品(占 48.46%)、原材料(占 33.73%)和自制半成品(11.61%)构成。截至 2012 年底,公司累计对库存商品及原材料计提存货跌价准备 1038.58 万元。

截至 2012 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 9 月底,公司流动资产 56.31 亿元,主要由预付款项(42.06%)、货币资金(22.04%)、应收账款(11.46%)、存货(10.38%)和其他应收款(2.11%)构成。公司流动资产比 2012 年底增长 13.82%,主要是预付款项和货币资金增加所致。截至 2013 年 9 月底,公司货币

资金为 12.41 亿元,较 2012 年底增长 24.78%,其中受限货币资金 9.85 亿元;公司现金类资产(货币资金+应收票据)14.04 亿元,剔除受限货币资金后为 4.12 亿元,资金充裕度较 2012 年底有所下降。截至 2013 年 9 月底,公司预付款项 23.68 亿元,较 2012 年底增长 42.34%,主要是关联方内蒙古联邦产能继续扩展,公司加大采购力度。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量的关联方占款。截至 2013 年 9 月底,公司其他应收款 1.19 亿元,较 2012 年底下降 69.36%,公司 2012 年底成都联邦、内蒙古联邦的占款已全部收回。

非流动资产

截至 2012 年底,公司非流动资产 11.65 亿元,同比增长 2.83%。

截至 2013 年 9 月底,公司非流动资产总额 11.71 亿元,较 2012 年底增长 0.87%。跟踪期内,公司非流动资产结构变化不大,主要由固定资产(占 80.02%)和在建工程(占 13.08%)构成。

总体看,跟踪期内,公司资产规模快速上升,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,关联方预付款规模较大,资产质量一般。

所有者权益

截至 2012 年底,公司所有者权益合计 21.86 亿元,较 2011 年增长 6.03%,增长部分主要来自于实收资本和盈余公积的增长,实收资本较上年增长 0.80 亿元,主要由于控股公司平汇有限公司增加资本投入所致。其中,归属母公司所有者权益 21.51 亿元,实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 53.12%、1.17%、13.37%和 32.33%。总体看,公司所有者权益稳定一般。

截至 2013 年 9 月底,公司所有者权益合计 24.54 亿元,较去年年底提高 2.68 亿元,主要由于未分配利润增长所致。

总体看,跟踪期内,公司所有者权益基本保持稳定,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

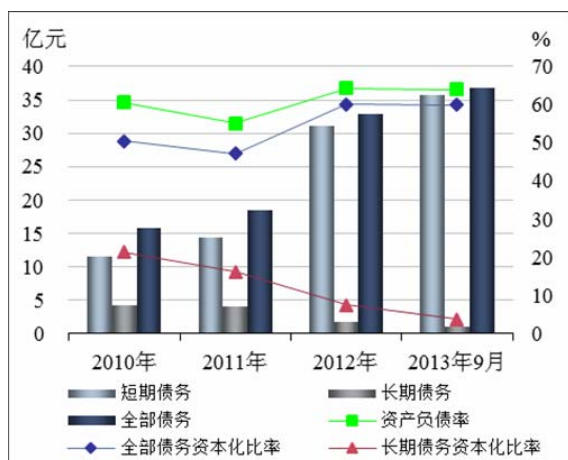
截至 2012 年底，公司负债总额为 39.26 亿元，同比增长 55.24%。公司负债中流动负债占 94.79%，非流动负债占 5.21%，流动负债比重较上年上升 11.20 个百分点，负债结构有待改善。

截至 2012 年底，公司流动负债 37.22 亿元，较 2011 年增长 76.04%。流动负债主要以应付票据（占 38.68%）、短期借款（占 17.96%）、其他流动负债（占 16.35%）、一年内到期的非流动负债（占 10.32%）、应付账款（占 7.42%）和其他应付款（占 5.03%）构成。截至 2012 年底，公司其他流动负债 6.09 亿元，全部为短期融资券。

截至 2012 年底，公司非流动负债 2.05 亿元，同比下降 50.69%，主要由长期借款（占 87.57%）和其他非流动负债（占 11.90%）构成。

2012 年公司发行短期融资券，带动公司全部有息债务快速增长，2012 年为 32.81 亿元，其中短期债务占 94.54%、长期债务占 5.46%。从财务构成看，随着跟踪期内公司债务规模的增加，2012 年公司资产负债率、全部债务资本化比率分别增长至 64.24%、60.02%，长期债务资本化比率下降至 7.58%。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 2013 年 9 月底，公司负债总额为 43.52 亿元，较上年底增长 10.85%，主要由于短期借款和应付票据有所增加；其中流动负债占 97.15%，非流动负债占 2.85%，流动负债比重有所提高。

截至 2013 年 9 月底，公司全部债务为 36.69 亿元，较 2012 年底上升 37.30%；债务结构上，短期债务占比 97.36%，较 2012 年底上升 4.07 个百分点。随公司短期债务规模的提高，公司全部债务资本化比率上升至 59.93%，长期债务资本化比率下降至 3.80%，资产负债率略微下降至 63.95%。

总体看，跟踪期内，公司债务规模大幅度增长，整体债务负担尚可；公司流动负债比重快速上升，短期支付压力加大，负债结构有待改善。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2012 年公司流动比率和速动比率分别为 132.94%和 118.46%。同期公司经营现金流流动负债比为-13.16%，较 2011 年大幅下降。公司全部有息债务以短期负债为主，2012 年底现金类资产 6.73 亿元（剔除受限资金后），对短期债务的覆盖倍数为 0.22 倍；经营活动现金流入量为 50.43 亿元，对短期债务的覆盖程度为 1.63 倍。整体看，公司短期支付压力较大。

从长期偿债指标来看，2011 年和 2012 年公司 EBITDA 分别为 3.86 亿元、5.81 亿元；同期 EBITDA 利息倍数（已包含资本化利息支出）分别为 6.95 倍、7.29 倍，EBITDA 对利息保护能力较强；同期公司全部债务/EBITDA 分别为 4.76 倍、5.65 倍，EBITDA 对全部债务保护能力尚可。总体看，公司长期偿债指标有所改善，整体偿债能力较强。

截至 2013 年 9 月底，公司合并口径下对外担保余额为 4.66 亿元，担保比率为 18.99%，担保比率尚可。由环境因素限制，成都联邦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有一定的代偿风险。截至2013年底,内蒙古联邦厂房发电站已完成;第四期厂房正式投入大规模投产,产能利用率为60%;第五期厂房建设完成,进入试生产阶段,预计2014年正式投入大规模生产,内蒙古联邦生产经营情况正常。总体来看,公司对外担保有一定的或有风险。

表 14 截至 2013 年 9 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(内蒙古)有限公司	20000	2014.03.14	保证	关联方
联邦制药(成都)有限公司	7000	2014.08.22	保证	关联方
珠海市万邦药业有限公司	10000	2014.04.23	保证	控股子公司
珠海市万邦药业有限公司	9600	2014.07.05	保证	控股子公司
合计	46600	--	--	--

资料来源:公司提供

截至 2013 年 9 月底,公司获得各家银行授信总额度为 65.05 亿元,已使用额度 32.30 亿元,尚未使用额度为 32.75 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“存续期债券”)。

截至2012年底,公司现金类资产11.71亿元,剔除受限资金后为6.73亿元,是存续期内债券的1.12倍。截至2013年9月底,公司现金类资产14.04亿元,剔除受限资金后为4.12亿元,

存续期内债券的0.69倍。公司现金类资产对存续期内债券的覆盖程度较低。

公司营活动现金流入量规模较大,2012年为50.43亿元,是存续期内债券的8.40倍,对存续期内债券覆盖程度较高,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3月7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。

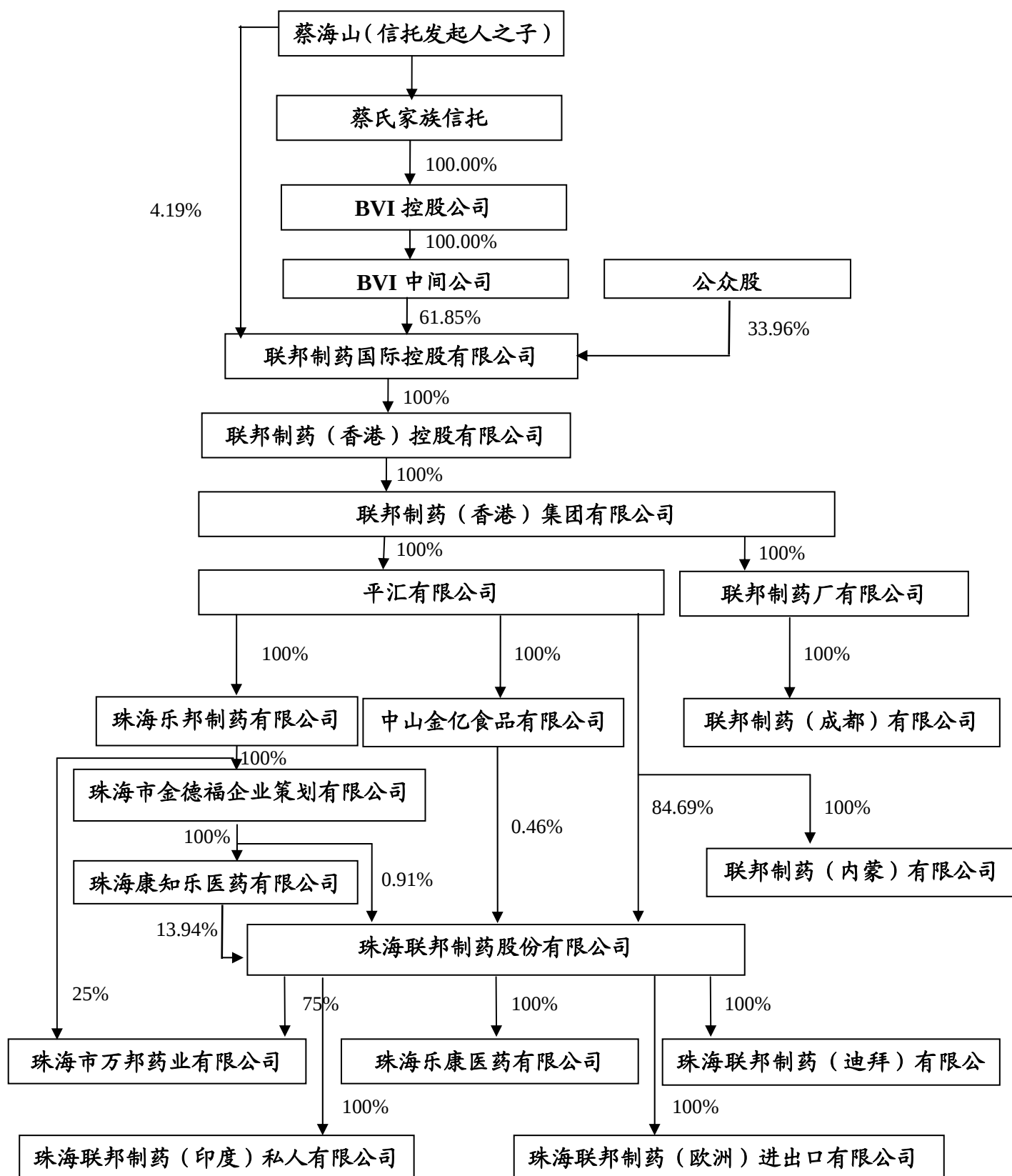
7. 抗风险能力

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。

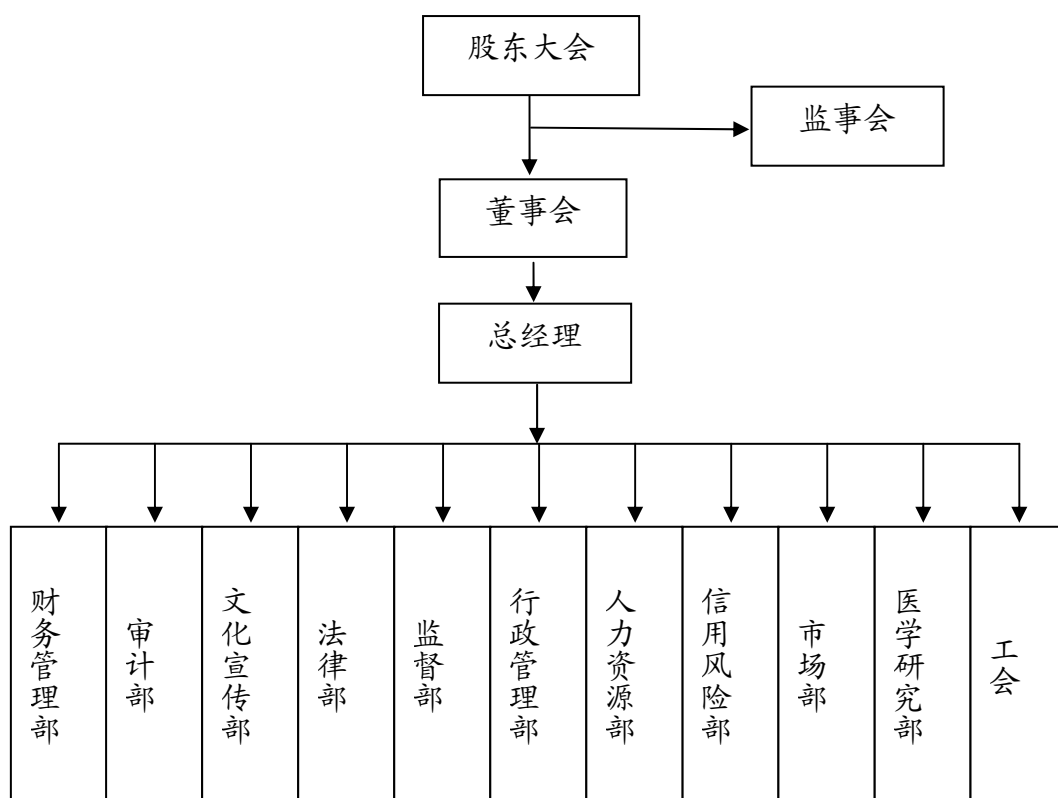
十、结论

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 公司股权结构图



附件 2 公司组织结构图



附表 3-1 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 9 月
流动资产：					
货币资金	42928.60	90827.45	99478.33	52.23	124133.37
交易性金融资产			64.78		30.78
应收票据	23836.07	15132.15	17556.61	-14.18	16207.83
应收账款	64305.03	60804.16	67998.77	2.83	64529.41
预付款项	31062.94	55345.14	166394.04	131.44	236841.82
应收利息	85.55	95.67	651.44	175.95	1071.37
应收股利					
其他应收款	16439.87	8779.84	38708.38	53.45	11860.42
存货	67830.40	64838.17	53922.00	-10.84	58463.77
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	55000.00	50000.00	50000.00	-4.65	50000.00
流动资产合计	301488.46	345822.58	494774.34	28.11	563138.78
非流动资产：					
可供出售金融资产				--	
持有至到期投资				--	
长期应收款				--	
长期股权投资				--	
投资性房地产				--	
固定资产	64411.06	88608.25	93182.63	20.28	98712.66
在建工程	23519.35	19745.44	15236.87	-19.51	10618.18
工程物资	8.74	3.74	4.45	-28.64	9.56
固定资产清理				--	
生产性生物资产				--	
油气资产				--	
无形资产	3624.97	3368.01	5881.03	27.37	5725.63
开发支出					
商誉	72.48	72.48	72.48	0.00	9.87
合并价差					
长期待摊费用	146.22	342.53	728.16	123.16	1211.95
递延所得税资产	1518.95	1110.48	1345.26	-5.89	1171.23
其他非流动资产					
非流动资产合计	93301.77	113250.94	116450.88	11.72	117459.09
资产总计	394790.23	459073.51	611225.22	24.43	680597.87

附表 3-2 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 9 月
流动负债：					
短期借款	26300.00	30800.00	66855.51	59.44	85300.00
交易性金融负债			91.55	--	6.78
应付票据	89450.48	108354.64	143968.25	26.87	166541.14
应付账款	31130.74	32096.28	27628.66	-5.79	33612.64
预收款项	3878.23	5495.64	2654.55	-17.27	3318.21
应付职工薪酬	3234.20	4014.55	4497.13	17.92	2490.57
应交税费	5351.92	3698.31	3454.36	-19.66	4580.06
应付利息	165.45	148.54	214.18	13.78	351.10
应付股利	12417.41	15763.41	4823.00	-37.68	641.00
其他应付款	23488.54	6330.26	18723.52	-10.72	20581.77
预计负债				--	
一年内到期的非流动负债		4712.00	38400.00	--	44700.00
其他流动负债			60854.47	--	60680.65
流动负债合计	195416.98	211413.65	372165.17	38.00	422803.91
非流动负债：					
长期借款	42358.00	40000.00	17925.00	-34.95	9700.00
应付债券				--	
长期应付款				--	
专项应付款				--	
预计负债				--	
递延收益				--	
递延所得税负债	12.83	14.35	107.43	189.35	17.74
其他非流动负债	1445.00	1492.83	2436.45	29.85	2707.70
非流动负债合计	43815.83	41507.18	20468.88	-31.65	12425.44
负债合计	239232.81	252920.83	392634.05	28.11	435229.35
所有者权益：					
实收资本(或股本)	56249.60	106249.60	114249.60	42.52	114249.60
资本公积	2526.00	2526.00	2526.01	0.00	2551.75
盈余公积	23250.35	25220.10	28752.37	11.20	28618.39
未分配利润	70560.82	69363.75	69534.73	-0.73	96080.83
外币报表折算差额			-1.21		3.00
归属于母公司权益合计	152586.77	203359.46	215061.51	18.72	241503.58
少数股东权益	2970.65	2793.22	3529.66	9.00	3864.94
所有者权益合计	155557.42	206152.68	218591.17	18.54	245368.51
负债和所有者权益总计	394790.23	459073.51	611225.22	24.43	680597.87

附表 4 利润表
 （单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~9 月
一、营业收入	491777.20	407240.06	445240.15	-4.85	321355.08
减：营业成本	338988.27	278833.15	287585.21	-7.89	192156.92
营业税金及附加	1064.08	2648.63	3600.05	83.94	1903.36
销售费用	75259.99	80267.66	82006.04	4.39	69193.49
管理费用	20591.85	22953.32	27828.89	16.25	21617.76
财务费用	6382.33	5354.75	6730.78	2.69	7704.15
资产减值损失	487.28	-3868.46	812.95	29.16	
加：公允价值变动收益			-26.77		
投资收益	621.44	3341.14	2750.46	110.38	2489.43
其中：对合营企业投资收益				--	
汇兑收益				--	
二、营业利润	49624.84	24392.16	39399.92	-10.90	31268.83
加：营业外收入	1629.04	2327.71	2239.57	17.25	1258.82
减：营业外支出	839.56	269.62	423.81	-28.95	456.15
其中：非流动资产处置损失	129.58	47.53	125.18	-1.71	
三、利润总额	50414.32	26450.25	41215.69	-9.58	32071.49
减：所得税费用	7416.80	4588.81	6776.00	-4.42	5190.12
四、净利润	42997.52	21861.44	34439.69	-10.50	26881.37
其中：归属于母公司的净利润	42461.95	20788.86	33703.25	-10.91	26546.10
少数股东损益	535.57	1072.58	736.44	17.26	335.28

附表 5-1 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 1~9 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	530742.11	447879.20	463411.82	-6.56	377863.21
收到的税费返还	9926.72	16228.34	8349.89	-8.29	6437.85
收到其他与经营活动有关的现金	88918.22	53540.11	32495.97	-39.55	158794.81
经营活动现金流入小计	629587.04	517647.65	504257.68	-10.51	543095.86
购买商品、接受劳务支付的现金	349314.95	287268.06	325621.98	-3.45	465335.61
支付给职工以及为职工支付的现金	29576.24	34871.88	36318.91	10.81	24961.36
支付的各项税费	30130.76	29178.86	32294.06	3.53	24971.78
支付其他与经营活动有关的现金	95012.83	133297.08	158998.55	29.36	42910.71
经营活动现金流出小计	504034.78	484615.88	553233.50	4.77	558179.45
经营活动产生的现金流量净额	125552.26	33031.77	-48975.81		-15083.59
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金		5000.00			
取得投资收益收到的现金	553.10	3521.84	2993.11	132.63	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	63.76	16.93	12.92	-54.99	2.20
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金					6.06
投资活动现金流入小计	616.86	8538.77	3006.03	120.75	8.26
购建固定资产、无形资产等支付的现金	25094.20	26549.39	12708.26	-28.84	7519.17
投资支付的现金	55000.00		25.00	-97.87	21.20
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					0.12
投资活动现金流出小计	80094.20	26549.39	12733.26	-60.13	7540.48
投资活动产生的现金流量净额	-79477.34	-18010.62	-9727.24	-65.02	-7532.22
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金		50000.00	8000.01		
取得借款收到的现金	64300.00	58800.00	85355.51	15.22	137060.00
发行债券收到的现金			60000.00		
收到其他与筹资活动有关的现金					29249.94
筹资活动现金流入小计	64300.00	108800.00	153355.52	54.43	166309.94
偿还债务支付的现金	80230.00	51946.00	37687.00	-31.46	110565.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	18050.55	23403.82	47857.99	62.83	8720.02
支付其他与筹资活动有关的现金	98.00	357.81	879.15	199.51	
筹资活动现金流出小计	98378.55	75707.63	86424.14	-6.27	119285.02
筹资活动产生的现金流量净额	-34078.55	33092.37	66931.38		47024.92
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-45.58	-214.67	422.55		245.93
五、现金及现金等价物净增加额	11950.80	47898.85	8650.88	-14.92	24655.04
加: 期初现金及现金等价物余额	30977.80	42928.60	90827.45	71.23	99478.33
六、期末现金及现金等价物余额	42928.60	90827.45	99478.33	52.23	124133.37

附表 5-2 现金流量表补充资料
 (单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	42997.52	21861.44	34439.69	-10.50
加: 资产减值准备	487.28	-3868.46	812.95	29.16
固定资产折旧及其他	5778.55	7428.11	9412.88	27.63
无形资产摊销	291.14	290.25	255.08	-6.40
长期待摊费用摊销	7.50	60.71	93.68	253.52
处置固定资产、无形资产等损失	96.61	0.08	6.45	-74.15
固定资产报废损失	30.42	87.98	117.71	96.70
公允价值变动损失			26.77	
财务费用	5373.21	4768.39	6917.57	13.46
投资损失	-621.44	-3341.14	-2750.46	110.38
递延所得税资产减少	-507.81	408.47	-234.78	-32.01
递延所得税负债增加	12.83	1.52	93.08	169.33
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-6190.82	2210.94	10819.24	
经营性应收项目的减少	37631.68	-6916.94	-159732.29	
经营性应付项目的增加	40165.59	10040.44	50746.60	12.40
其他				
经营活动产生的现金流量净额	125552.26	33031.77	-48975.81	
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	42928.60	90827.45	99478.33	52.23
减: 现金的期初余额	30977.80	42928.60	90827.45	71.23
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	11950.80	47898.85	8650.88	-14.92

附表 6 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值	2013 年 3 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	6.43	4.96	5.51	5.53	--
存货周转次数(次)	5.24	4.20	4.84	4.73	--
总资产周转次数(次)	1.34	0.95	0.83	0.97	--
现金收入比(%)	107.92	109.98	104.08	106.62	117.58
盈利能力					
营业利润率(%)	30.85	30.88	34.60	32.73	39.61
总资本收益率(%)	15.42	7.03	8.73	9.56	--
净资产收益率(%)	27.64	10.60	15.76	16.59	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	21.40	16.25	7.58	12.94	3.80
全部债务资本化比率(%)	50.41	47.14	60.02	54.23	59.93
资产负债率(%)	60.60	55.09	64.24	60.77	63.95
偿债能力					
流动比率(%)	154.28	163.58	132.94	146.40	133.19
速动比率(%)	119.57	132.91	118.46	123.01	119.36
经营现金流动负债比(%)	64.25	15.62	-13.16	10.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.35	6.95	7.29	8.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.59	4.76	5.65	4.77	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.29	0.08	-0.22	-0.03	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	8.57	3.15	-8.49	-1.58	--
现金偿债倍数(倍)	1.11	1.77	1.95	1.73	2.34
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	10.49	8.63	8.40	8.89	--
经营活动现金流量净额偿债倍数	2.09	0.55	-0.82	0.18	--

注：1.公司 2012 年和 2013 年 9 月底其他流动负债为发行的短期融资券，短期债务计算时已将其纳入
 2.2013 年三季度财务数据未经审计

附件 7 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
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
现金偿债倍数	现金类资产 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

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 8 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 9 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