

信用等级公告

联合[2015] 050 号

联合资信评估有限公司通过对珠海联邦制药股份有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

珠海联邦制药股份有限公司
主体长期信用等级为

AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年一月十三日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

珠海联邦制药股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁻

评级展望: 稳定

评级时间: 2015 年 1 月 13 日

财务数据:

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
资产总额(亿元)	45.91	61.12	66.79	74.37
所有者权益(亿元)	20.62	21.86	22.61	26.20
长期债务(亿元)	4.00	1.79	5.88	5.80
全部债务(亿元)	18.39	32.81	35.09	38.92
营业收入(亿元)	40.72	44.52	44.13	35.65
利润总额(亿元)	2.65	4.12	4.43	4.62
EBITDA(亿元)	3.86	5.81	6.85	--
营业利润率(%)	30.88	34.60	39.80	40.57
净资产收益率(%)	10.60	15.76	16.60	--
资产负债率(%)	55.09	64.24	66.14	64.77
全部债务资本化比率(%)	47.14	60.02	60.82	59.77
流动比率(%)	163.58	132.94	144.44	150.53
全部债务/EBITDA(倍)	4.76	5.65	5.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.95	7.29	5.08	--

注: 1.2014 年前三季度财务数据未经审计;
2.将其他流动负债中的短期融资券调整计入短期债务;
3.将长期应付款中的融资租赁款调整计入长期债务。

分析师

马 栋 荣 毅

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(以下简称“公司”)是中国大型抗生素生产企业之一,为香港上市公司联邦制药国际控股有限公司(3933.HK)的主要经营实体,公司主要从事抗生素制剂与原料药的生产和销售。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司在品牌认知度、细分市场占有率和盈利能力等方面具有较强的综合优势。同时,联合资信也关注到,国家对抗生素药物临床监管日趋严格,关联企业占用资金较高、负债结构不合理等因素给公司信用水平带来不利影响。

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。公司通过延伸下游产业链,逐步加大了高毛利率的制剂产品研发和生产,并积极研发生物制药新产品。未来,随着公司新研发产品批量投产,公司产品结构将进一步得到优化,盈利能力将有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 近年来新医疗改革不断深化,医药行业存在巨大的市场需求,行业前景较好。
2. 公司是中国大型抗生素原料药及制剂药的生产企业之一,品牌优势明显,细分市场占有率高。
3. 近年来公司资产规模稳定增长,利润水平较高的制剂产品收入比重不断提高,整体盈利能力较强。

关注

1. 目前中国原料药产能过剩,国家对抗生素药物临床监管日趋严格,对原料药和制剂药生产企业的经营带来了较大挑战。

2. 公司关联交易多，原材料采购大部分来自关联企业，对关联企业预付账款以及委托贷款金额较大，存在关联方资金占用风险。
3. 近年来，公司债务规模增长较快，债务负担较重；短期债务占比较高，债务结构有待改善。
4. 公司对关联方担保金额大，担保比率高，存在或有债务风险。

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、珠海联邦制药股份有限公司主体长期信用等级自 2015 年 1 月 13 日至 2016 年 1 月 12 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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9月底,公司注册资本114249.60万元,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2014年9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;公司本部设财务管理部、审计部、法律部、监督部、信用风险部、市场部、医学研究部、工会等部门。

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9月底,公司合并资产总额为74.37亿元,所有者权益为26.20亿元(其中少数股东权益0.19亿元);2014年1~9月公司实现营业收入35.65亿元,利润总额4.62亿元。

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。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来,中国宏观经济整体运行平稳,新一届政府注重经济增长的质量和效益,不断推动经济结构转型升级。中共十八届三中全会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，中国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 2012 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金[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。

三、行业及区域经济环境

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一，20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。1998~2004年中国医药工业总产值年复合增长率达到17.5%，高于同期GDP复合增长率4.85个百分点。2005~2006

年，医药工业加大改革力度，加快了结构调整步伐。2007~2008 年医药行业景气度高企，进入高速发展阶段。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，2010 年实现医药工业总产值 11933.82 亿元，同比增长 27.07%。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 15707 亿元、18255 亿元，分别同比增长 28.5%、21.7%。2013 年，中国医药制造业实现主营业务收入 20592.93 亿元，同比增长 18.00%，利润总额 2071.67 亿元，同比增长 17.76%，增长速度虽较前两年有所回落，但仍保持较高水平。2014 年前三季度，中国医药制造业实现主营业务收入 16541.49 亿元，同比增长 13.15%，利润总额 1584.11 亿元，同比增长 12.50%，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，生物生化制品制造、卫生材料及医药用品制造、中

成药制造以及中药饮片加工四个行业保持快速增长，收入规模年均增速保持在 20%以上；从盈利能力看，生物生化制品制造、化学药品制剂制造和中成药制造保持较高的销售利润率，化学药品原药制造和中药饮片加工盈利能力明显偏低。近年来医药行业效益有所分化，中成药制造总体保持快速增长，盈利能力较强。

图 1 2001~2013 年中国医药行业效益情况



资料来源：Wind 资讯

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。

表 1 医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元；%）

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

资料来源：国家统计局

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。

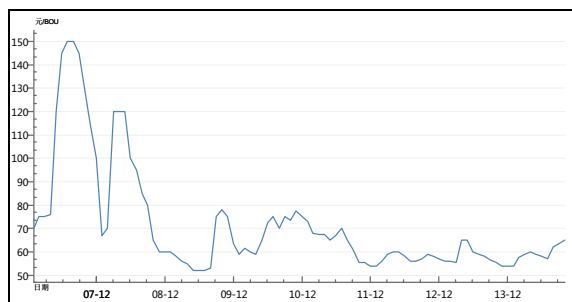
（1）化学原料药行业

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%。根据中国医保商会统计，2013 年中国原料药出口 235.98 亿美元，同比增长 3.98%，保持稳定增长，从细分产品看，原料药出口分化明显，大宗原料药自 2012 年第四季度以来季度出口额持续负增长，呈现明显的出口颓势，而特色原料药出口保持快速增长，排名前十名的特色原料药中半数实现出口额强势增长，且以心脑血管用药为主。目前，中国出口的原料药中抗感染类、维生素类、解热镇痛类、激素等大宗原料药和他汀类、普利类、沙坦类等特色原料药在国际医药市场上占有相当的份额和地位。

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。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，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。

图 2 青霉素工业盐价格走势图（单位：元/BOU）



资料来源：Wind 资讯

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。

（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

中国医药制造业存在一个显著特征是数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在 20 世纪 80 年代初期只有 800 余家，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。造成中国医药产业集中度低的主要原因是制药企业的规模经济水平低，绝大部分制药企业由于市场份额、生产条件等限制根本不存在规模经济，整个行业呈粗放型发展的态势。中国的制药企业进行规模化生产的非常少，虽有一些如哈药集团有限公司、扬子江药业集团有限公司、石药集团及华北制药集团有限责任公司等大型制药集团，但与世界级制药企业相比还有很大差距。总体看，中国医药生产企业数量众多，产能过剩，大部分企业名牌产品少，品种雷同现象普

遍。

研发和创新能力不足

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

药品降价

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

医院和药商之间的非法回扣直接造成了医药价格虚高。针对医药价格虚高，国家发改委已对政府定价范围内药品的最高零售价格进行了多次调整。从 2010 年开始，发改委针对化学药品进行了多轮降价，平均降幅在 17%~41%，涉及抗生素、循环、神经、激素、消化、抗肿瘤、免疫和血液等各个品类。2013 年 1 月，发改委发出通知，决定从 2013 年 2 月 1 日起调整呼吸、解热镇痛和专科特殊用药等药品最高零售限价，共涉及 20 类药品，400 多个品种、700 多个代表剂型规格，平均降价幅度为 15%，其中高价药品平均降幅达到 20%，这是国家发改委近 15 年来启动的第 31 轮药品降价，医保目录中的化学药品全品类调价已经完成。

从长期看，国家发改委将着手从体制上解决药品虚高的问题，预计未来医药的出厂价和

零售价均会呈下降趋势。

融资渠道单一，产业发展资金不足

制药业同其它行业相比具有高投入、高收益、高风险、高技术密集型等特点，特别是现在的一些基因工程等生物工程制药产业上述特点更为明显。目前，中国高科技制药产业的资金来源除股东投入以外，主要依靠银行贷款，融资渠道狭窄。由于银行十分注重资金的安全性和流动性，高技术行业投资的风险使银行慎之又慎。因而制药企业融资能力明显不强，资金严重短缺。发展资金严重不足已经成为制药企业开发研制新药、更新设备、开拓市场的巨大障碍。

环境治理成本增加

医药行业是环保治理的 12 个重点行业之一，三废处理、环境保护的压力不断加大。中国大部分化学原料药生产能耗较大、环境污染严重、附加值较低。中药资源保护相关法规建设滞后，中药材的种植及生产方式较落后，缺乏必要的组织，没有形成一定的规模，生产种植过程中缺乏必要的市场信息引导，致使中药材的开发利用处于无序状态。一方面野生药材资源的过度开采，导致部分品种达到濒危的程度，甚至将要灭绝；另一方面因为盲目种植，导致大量积压，造成巨大的资源浪费。因此国家对于环境治理与调控会对医药制造行业造成较大的影响。

3. 行业政策

2011~2013 年，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。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，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 2 近年来相关医药政策汇总

发布时间	部门	相关政策	政策描述	对行业的影响
2012 年 1 月	工信部	《医药工业“十二五”发展规划》	加快医药工业结构调整和转型升级，培育发展生物医药产业，促进医药工业由大变强。	重点领域包括生物技术药物、化学药新品种、现代中药、先进医疗器械、新型药用辅料、包装材料及制药设备等五大领域。
2012 年 4 月	卫生部	《抗菌药物临床应用管理办法》	从 2012 年 8 月起，开始实行抗菌药物临床应用分级管理制度，具体划分为非限制使用、限制使用、特殊使用三级管理。	使得抗菌药物限用走向常态化，将逼迫许多医药企业进行调整和转型。
2012 年 9 月	国家发改委	《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》	提出按照建机制、控费用、调结构、强监管的原则，通过取消药品加成、调整医疗服务价格、改革收费方式和落实政府办医责任。	县级公立医院改革开始进入实质性阶段，其中提出革除药品加成，改为服务收费和政府补助两个补偿渠道，将对医药行业产生长远影响。
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》	药品品种扩容，新版基药目录在原来 09 版 307 种的基础上扩容至 500 多种，中西药各增加 100 种左右新版基药。目录适用范围不仅限于基层使用，亦扩展至二、三级医院并明确使用比例。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。新目录中化学药品和生物制品数量与世界卫生组织现行推荐的基本药物数据相近，能够更好服务基层医疗卫生机构。扩展目录适用范围有利于基药产品的放量。
2013 年 12 月	国家卫生和计划生育委员会	《关于加快发展社会办医的若干意见》	将社会办医纳入区域卫生规划统筹考虑，优先支持社会资本举办非营利性医疗机构，鼓励社会资本举办中医专科医院。	促进多元化医疗体系的发展，有助于有实力医药企业向产业链的下游拓展，参与公立医院改革和民营医院建立。
2014 年 3 月	卫生计生委、财政部、中央编办、发改委、人社部	《关于推进县级公立医院综合改革的意见》	全面推进公立医院改革	促进多元化医疗体系的发展，有助于有实力医药企业向产业链的下游拓展，参与公立医院改革和民营医院建立。

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应逐步显现。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。

5. 区域经济环境

公司位于广东省珠海市，珠海市是中国五个经济特区之一，具有独特的政策优势。珠海市自然条件优越，地处广东省珠江口的西南部，东与香港隔海相望，南与澳门相连，设有拱北、九洲、珠海港、万山、横琴、斗门、湾仔、跨境工业区等国家一类口岸 8 个。珠海城市先后被联合国、国家、省有关部门授予“联合国改善人居环境最佳范例奖”、“双拥模范城”、“卫生城市”、“全国精神文明建设十佳城市”、“中国旅游胜地四十佳”之一、“园林城市”等多项殊荣，在第三届中国和谐城市可持续发展高层论坛上，珠海荣获“中国十佳和谐可持续发展城市”和“中国十佳休闲宜居生态城市”两项殊荣，成为广东省唯一一个同时获得“双十佳”的城市。

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。

根据珠海统计信息网公布的《2013年珠海市经济运行简况》，2013年，珠海市全市实现地区生产总值1662.38亿元，同比增长10.5%，增速较上年快了3.5个百分点，整体经济升温；三次产业的比重由上年的2.6:51.6:45.8调整为2.6:51.1:46.3。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%。对外贸易增速明显回升，2013年珠海市外贸进出口呈“先抑后扬”走势，全年完成外贸进出口总额541.69亿

美元，同比增长18.6%，扭转上年持续负增长的局面。2013年，珠海市固定资产投资保持较高速度增长，全年完成固定资产投资额960.89亿元，同比增长23.0%，增速连续三年居珠三角地区首位。主要得益于港区重大能源项目的相继动工，工业投资增长强劲，全年完成254.26亿元，同比增长36.2%，拉动全市投资增长8.6个百分点；第三产业投资在基础设施投资增势良好的带动下，完成投资额706.14亿元，同比增长17.8%。

“十二五”期间，珠海市将大力建设交通枢纽，加快构建网络完善、安全高效、便捷通畅的现代综合交通运输体系；积极发展绿色公共交通，加快推进快速公交系统和城市轨道交通的规划建设，构建以公交枢纽为节点、以大运量公交为骨架、以常规公交为主体、以出租汽车等为补充的一流公交体系；加大信息基础设施建设力度，营造城市发展智慧化环境，建设“智慧城市”；进一步完善城市基础设施，形成更为完备的供电、供水、供气、通信、商业、旅游等基础设施网络，缩小生活服务半径。深入实施区域协同战略，提高对外开放和交流合作水平，促进区域协调发展，共建优质生活圈。总体看，珠海区域经济的快速发展为公司提供了良好的外部环境。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2014 年 9 月底，公司注册资本 114249.6 万元，联邦国际直接、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. 企业规模

公司主要从事抗生素制剂与原料药的生产及销售，是联邦国际主要经营实体，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 1000 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，产品涉及多个治疗领域，有抗生素类、胰岛素类、解热镇痛类、抗过敏药、眼科类、抗乙肝药、心血管药、外用药等多个领域。

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”，“阿莫仙”商标和“联邦”商标在人用药商标上被评为驰名商标；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。

3. 人员素质

公司董事长蔡海山先生，1978 年出生，本科学历，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长。公司总经理蔡绍哲女士，1973 年出生，本科学历，为蔡金乐先生之女儿，于 1990 年加入公司。公司财务总监梁永康先生，1962 年生，香港注册会计师，于 1997 年加入本公司，负责监察所有财政事宜。

截至 2014 年 9 月底，公司共有员工 5645 人，按文化素质分，高中中专学历占 37.95%、大专学历占 42.50%、本科以上学历占 19.55%；

按岗位构成分，生产人员占 44.85%、销售人员占 47.02%、管理人员占 6.32%、研发人员占 1.81%；按年龄分，30 岁以下人员占 52.45%、30~50 岁人员占 46.25%、50 岁以上人员占 1.30%。

总体看，公司员工以生产和销售人员为主，人员构成符合医药生产企业特点，学历及年龄机构基本满足日常生产经营需要，但主要管理人员为蔡氏家族。

4. 技术水平

公司为国家火炬计划重点高新技术企业、广东省高新技术企业，设有中国制药专业博士后流动站，技术实力雄厚。

研发机构设置方面，公司先后设立了技术中心、生物研究所和医学部等研究机构。其中技术中心由原研究所和开发部整合而成，负责新药开发和药品注册，目前已经完成 140 多个新品种的开发，开发中的新产品达 44 种，其中 14 项专利注册获批，另有 9 项正在审批当中；生物研究所由基因工程药物研究开发平台和多肽表位疫苗研究开发平台两大部分组成，以重大疾病的生物药物开发为研究重点，与北京大学、复旦大学、中科院生物医药研究院等高校和科研机构建立了长期合作关系；医学部主要负责公司联邦制药集团所有在研新项目的临床试验及相关工作，目前已与国内 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。

研发设备方面，公司拥有两个研发场所、一个合成试验中试车间和一个制剂试验中试车间，拥有从合成、制剂、生物制品到检测分析等各项先进的试验设备，包括岛津高效液相色谱仪、岛津气相色谱仪、德国 Pharmaes 溶出度仪、岛津紫外-可见分光光度计、德国亚历山大制粒机、瑞士梅特勒天平和德国 Memmer 烘箱等进口设备。

研发投入方面，公司高度重视研发投入，

2013 年研发投入 1.32 亿元，占到销售收入的 3.00%，研发投入强度将上年略有下降；2014 年 1~9 月份，公司研发投入 0.77 亿元，研发投入强度为 2.17%。总体看，公司新产品研发前期投入力度较大，近年来有所下降，但仍能维持公司产品研发部署及节奏。

表 3 公司研发投入情况

年度	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月
研发投入 (万元)	19351	17126	13238	7736
销售收入 (万元)	407240	445240	441255	356513
所占比例 (%)	4.80	3.85	3.00	2.17

资料来源：公司提供

研发成果方面，作为国内医药行业有一定影响力的企业，公司在医药产品开发过程中不断提升创新水平，取得了一系列研究成果。截至 2014 年 9 月底，公司拥有发明专利 14 项、外观设计专利 48 项；9 类药品获得 COS 认证、13 类药品获得 FDA 认证、所有产品均获得新版 GMP 认证。

表 4 截至 2014 年 9 月底公司药品认证情况

认证名称	品种名称
COS	氨苄西林、阿莫西林、亚胺培南无菌、西司他丁钠无菌、阿莫西林钠无菌、克拉维酸钾无菌、阿莫西林钠克拉维酸钾无菌混粉、舒巴坦钠无菌、氨苄西林钠无菌
FDA	氨苄西林、阿莫西林细粉、阿莫西林重粉、美罗培南无菌原料及混粉、无菌粉针，注射用美罗培南 1g 和 500mg
GMP	所有产品

资料来源：公司提供

5. 政府补助

公司获得的政府补助主要为科研项目相关，包括重组人胰岛素原料及制剂研发、神经退行性疾病治疗药物盐酸美金刚技术开发、高尿酸血症新药非布司他技术开发、群体感应抑制制剂作为糖尿病足抗感染新药开发研究等科研项目的科研补助、产学研合作基金等。截至 2013 年底公司共获得政府补助 1821.00 万元，其中科技创新扶助资金占 32.95%，珠海市贴息资金占 14.61%，博士后在站补贴占 12.78%，科

技项目补助及贴息拨款占 9.83%。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》、《公司章程》等相关法律、法规和规范性文件的规定，设立了股东大会、董事会、监事会和高级管理层组成的公司治理结构。

股东大会是公司的最高权力机构；董事会对股东大会负责。董事会由 5 名董事组成，设董事长 1 人。董事长和副董事长由全体董事过半数选举产生，董事每届任期三年，任期届满，连选可以连任。公司监事会向全体股东负责，维护公司及股东合法权益。监事会由 3 名监事组成，其中 1 名由职工代表担任，由公司职工民主选举与罢免。监事会设主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。公司设立经营管理机构负责日常经营管理工作，包括总经理 1 名，由董事会聘任和解聘。

2. 管理水平

公司从建立健全内控制度、完善内控体系、优化内部资源配置、提高制度执行力等方面入手，结合有效的监督检查机制，加强内部控制机制建设，促进企业经营管理合法合规，保障资产安全，确保财务报告及相关信息真实完整，提高经营效率和效果，促进公司长期、稳定、健康、快速发展。

战略管理方面，公司设立战略管理执委会，向公司总经理负责，主要工作职责包括确定公司战略发展方向、领导各业务单元完成战略规划和实施工作。

预算管理方面，公司设立财务预算委员会，由各部门负责人组成，负责财务预算管理事宜，对总经理负责。公司预算管理主要包括资金预算、费用预算、利润预算、投资预算等，原则上细化到按月份编制。公司不断强化现金流量的预算管理，按时组织预算资金的收入，严格控制预算资金的支付，调节资金收付平衡，

控制支付风险。

投融资及担保管理方面，公司规定发行股票或债券，必须由董事会提出并经审议通过后，报股东大会批准；贷款必须根据投资计划、经营情况及财务预算情况而定，报公司董事会批准后执行。对外担保由公司统一管理，未经公司董事会批准，公司及控股子公司不得对外提供担保，不得相互提供担保。由董事会审议的对外担保，必须经全体董事的三分之二以上董事审议同意。

关联交易方面，公司制订了《关联交易管理制度》，规定公司各下属单位与关联方发生的关联交易，需遵守国家有关规定，遵循诚实信用和公开、公平、公允及商业原则进行，按照独立企业之间的交易计价结算，不利用关联交易非法转移企业经济利益或者操纵关联企业的利润。

药品安全生产管理方面，公司建立了一系列文件系统，包括质量标准、工艺规程、生产检验操作规程、记录等，能够保证追溯每批产品的制造历史，有关产品批文，并在该批产品有效期后保存一年。另外，公司建立了质量责任制，公司各车间、职能部门和各级人员对产品质量各负其责；关键设备设施以及任何新的工艺或关键变更都应进行验证，关键工序、设备应定期再验证。质量管理部负责产品的审核放行，拥用质量否决权，确保不合格中间体不流入下道工序，不合格成品不准放行。质量管理部在各生产车间下设专职 QA，负责药品生产过程质量现场监控。

总体看，公司法人治理结构完善；管理制度设置合理，执行较好。

六、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，主要由于原材料中间体 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趋势，2013 年为 9.60%，较 2012 年下降较快（4.2 个百分点）的主要原因是联邦制药（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 1~9 月，公司实现营业收入 35.65 亿元，占 2013 年全年的 80.80%，原料药占比回升至 57.29%。毛利率方面，原料药系列产品毛利率为 20.21%，较 2013 年上升了 2.29 个百分点，主要由于青霉素系类原料药价格回升、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收入同比有所上升、以及头孢菌素系列原料药成本下降和产品结构调整；制剂产品综合毛利率小幅上升至 69.20%；整体毛利率小幅提升至 41.25%。

表 5 公司主营业务收入构成（单位：万元；%）

分类	2011 年			2012 年			2013 年			2014 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	252249	61.94	9.10	276953	62.20	14.80	243485	55.18	17.92	204260	57.29	20.21
青霉素系列 (含 6-APA)	150733	37.01	2.70	169524	38.07	9.00	147657	33.46	9.55	117309	32.90	12.25
头孢菌素系 列 (含 7-ACA)	62377	15.32	14.60	54066	12.14	13.80	28826	6.53	9.60	30377	8.52	17.95
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	47759	13.40	32.20
培南类及胰 岛素等	11113	2.73	20.00	9745	2.19	50.81	15818	3.58	62.03	8815	2.47	68.93
制剂合计	151865	37.29	67.60	165482	37.17	69.40	195497	44.30	68.26	150896	42.33	69.20
其他业务	3126	0.77	90.10	2805	0.63	65.50	2273	0.52	71.18	1357	0.38	99.96
合计	407240	100.00	31.50	445240	100.00	35.00	441255	100.00	40.46	356513	100.00	41.25

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

公司生产成本构成中，原材料占比约 80%、制造费用约占 11%，其余为人工成本和燃料动力。

表 6 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%
	人工成本	4%
	燃料动力	5%
	制造费用	11%
制剂产品	直接材料	80%
	人工成本	7%
	燃料动力	2%
	制造费用	11%

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，要求各生产厂按新版 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。

公司原料药生产的原材料主要为中间体，主要采购自关联公司成都联邦和联邦制药（内蒙古）有限公司（以下简称“内蒙古联邦”）。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 2014 年 9 月底，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。2013 年内蒙古联邦提供的采购量占公司原料药原材料总采购量的 50.20%。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 年公司原料药前五大供应商采购额度占公司采购总额的 59.14%，供应商集中度较高，可以保证原材料的质量，但供应商过度集中的风险也值得关注。公司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。2013 年公司通过关联方采购占总采购比例为 66.78%。

2011~2013 年，公司中间体 6-APA 采购量分别为 5937 吨、6303 吨和 8017 吨，采购价格

波动下降；中间体 7-ACA 采购量分别为 479 吨、354 吨和 243 吨，采购价格波动下降，2013 年采购量受成都联邦停产影响有所下降、价格小

幅上升。2014 年 1-9 月，中间体 7-ACA 采购量有所回升，6-APA 采购价格上涨，其余主要原材料采购价格基本与 2013 年持平。

表 7 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/KG）			
名称	占该类药成本比重	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-9 月	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-9 月
6-APA	60%	5937	6303	8017	4543	151.10	139.00	139.47	152.28
7-ACA	50%	479	354	243	234	502.70	407.00	414.75	412.66
羟苄盐	28%	5995	3883	5670	3601	48.00	49.00	48.49	48.41
丙酮(散水)	1.4%	6788	5432	4540	2928	7.70	7.10	8.06	8.52
苄盐	24%	1256	1246	1415	971	39.10	37.00	41.39	39.58

资料来源：公司提供

总体看，公司制定了合理的采购策略，目前原材料主要来自于关联企业，供应商集中度较高。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。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，已于 2014 年通过国家新版 GMP 认证。除 GMP 认证外，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 8500 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。

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 年青霉素产能利用率维持在 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，近三年头孢类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。2014 年 1~9 月份，公司头孢类产品产能利用率回升至 65.30%。

表 8 近年公司原料药产销情况（单位：吨）

原料药产品	2014 产能	产量				销量			
		2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-9 月	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-9 月
青霉素类	8500	9800	8500	8500	5853	8207	8589	7644	6786
头孢类	1000	880	810	520	653	811	783	378	472
其他（主要指贝塔-内酰胺酶抑制剂类）	1200	450	734	540	756	296	466	581	675
合计	10700	11130	10044	9560	7262	9314	9838	8603	7933

资料来源：公司提供

从原料药价格来看，受原料药产能过剩的影响，近三年公司原料药价格波动较大，抗生素类产品价格于 2012 年触底后有所回升，其他类产品价格呈现逐年下降趋势。2014 年 1-9 月青霉素类原料药的销售价格持续回升，头孢类和其他类销售价格有所下降。

表 9 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 1-9 月
青霉素类	166.31	160.91	166.45	172.86
头孢类	721.28	655.17	683.05	643.89
其他（主要指贝塔-内酰胺酶抑制剂类）	858.01	796.16	794.97	758.51

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，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。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。2013 年底，中山制剂厂全部车间通过了国家新版 GMP 认证。

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，公司加大下游制剂产品上研发力度，并不断扩张产能。2013 年，青霉素类冻干粉针剂产量达到 13.60 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、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 10 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 1-9 月	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-9 月
阿莫西林及氨苄西林胶囊	百万盒	39.50	45.00	47.00	33.30	40.40	44.70	46.40	34.50
阿莫西林颗粒	百万盒	4.50	5.00	5.50	3.90	4.80	5.00	5.20	3.60
青霉素类冻干粉针剂	百万瓶	13.70	13.70	13.70	8.40	13.20	14.20	12.10	8.40

资料来源：公司提供

注：联邦出产的阿莫西林类产品名称为“阿莫仙”

表 11 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 1-9 月
阿莫西林（细粉）	元/千克	166.79	160.79	164.73	168.75
氨苄西林（细粉）	元/千克	176.79	173.75	169.93	171.23
阿莫西林（颗粒）	元/千克	162.41	156.06	164.79	167.62
氨苄西林（颗粒）	元/千克	161.91	157.53	161.78	169.71
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	9.20	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	16.29

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。经国家工商局商标评审委员会认定，联邦“阿莫仙”商标（2011 年 6 月）和珠海联邦的持有的“联邦”商标（2013 年 12 月）在人用药商标上被评为驰名商标。

销售渠道

公司产品有直接销售和代理销售两种销售渠道。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；销售方式主要是预付货款、货到后付款及开信用证等方式；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。近三年，随着公司制剂产品销售收入增长，公司代理销售比重不断提高，但目前仍以直接销售为主。

表 12 公司近年销售渠道比重情况（单位：%）

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月
直接销售	65.42	62.60	55.80	57.70
代理销售	37.58	37.40	44.20	42.30

资料来源：公司提供

价格政策与营销策略

公司品种设定全国统一的开票价，终端对外零售价格按国家规定的最高零售价格执行。

公司设置了信用风险部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。公司对一级赊销客户给予相应的现金折扣、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

公司产品出口以原料药为主，销售区域主要集中在欧洲和亚洲。近三年公司出口销售额总体有所波动，但随着公司海外拓展力度的加强，出口额占销售收入比重呈现提高的趋势。公司 2014 年前 3 季度出口额占比下降 3.12 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 13 公司近年产品出口情况

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月
总出口销售额（万元）	106677	140785	136296	98960
出口额/销售收入（%）	26.40	31.82	30.88	27.76

资料来源：公司提供

对主要客户依赖程度

公司制剂销售有 324 家协议客户，其中 68 家（占比 20.99%）客户是 10 年以上的长期商业合作伙伴，占公司制剂药销售总额的 60% 以上。其中合作时间较长且销售量较大的客户包括：云南省医药有限公司、上海医药分销控股有限公司、重庆医药新特药品有限公司、广州医药有限公司、国药控股江苏有限公司、九州通医药集团股份有限公司、南京医药合肥天星有限公司、浙江英特药业有限责任公司、哈药集团医药有限公司药品分公司、北京医药股份有限公司等。

2013 年，公司前五名客户的销售额占比为 13.22%，2014 年 1~9 月份为 10.31%，均未超

过 20%，集中度不高。

关联交易方面，2013 年公司关联方销售比重为 3.80%，2014 年 1~9 月份为 4.30%，关联销售比重较低。

总体看，经过多年发展，公司销售渠道畅通，产品出口占比较为稳定。

5. 经营效率

2011~2013 年，公司销售债权周转次数有所波动，三年分别为 4.96 次、5.51 次和 4.95 次。公司存货周转次数和总资产的周转次数三年平均值分别为 4.54 次和 0.79 次，2013 年分别为 4.50 次和 0.69 次。总体来看，公司销售债权周转及存货周转效率正常，但受关联方占款影响，公司总资产周转效率一般。

6. 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，公司将加强新产品研发投入，强化生产能力，使胰岛素成为带动公司未来增长的重要产品。

表 14 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 10~12 月	2015 年	2016 年	2017 年
25000	3000	2500	5000	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，14 项发明专利注册获批，另有 9 项发明专利正在审批当中。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2011 年~2014 年三季度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。

近三年公司合并范围变化情况：2011 年合并范围没有变化；2012 年合并范围新增珠海联邦制药（迪拜）有限公司和珠海联邦制药（印度）私人有限公司；2013 年，珠海联邦制药（迪拜）有限公司关闭注销，广西康乐药品有限责任公司因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）。总体来看新增或取消的公司规模较小，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。

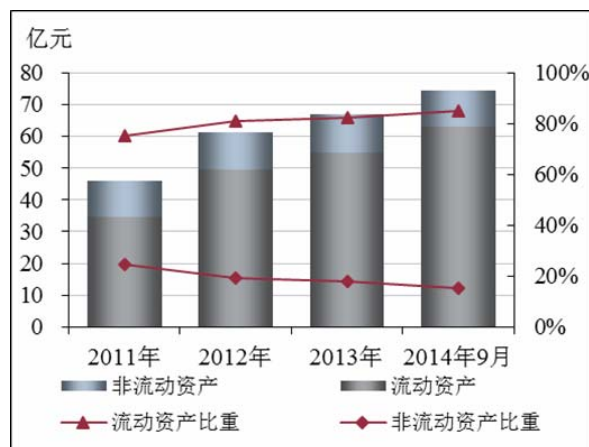
截至 2014 年 9 月底，公司合并资产总额为 74.37 亿元，所有者权益为 26.20 亿元（其中少数股东权益 0.19 亿元）；2014 年 1~9 月公司实现营业收入 35.65 亿元，利润总额 4.62 亿元。

2. 资产质量

2011~2013 年，伴随公司药品生产规模及范围的不断扩大，公司资产规模稳定增长，年均增长率为 20.62%。截至 2013 年底，公司合

并资产总额 66.79 亿元，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。

图 3 公司资产构成情况

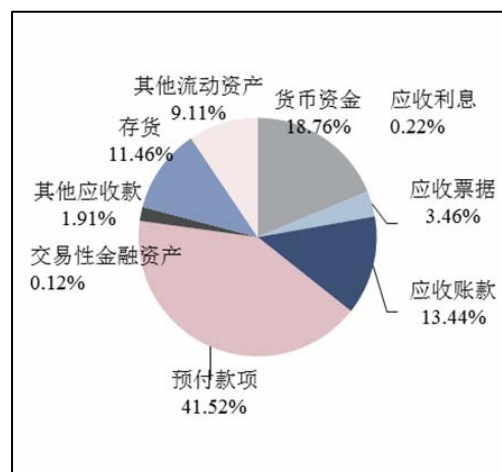


资料来源：根据公司财务报表整理

流动资产

2011~2013 年，公司流动资产保持快速增长，年均复合增长率达到 25.98%。截至 2013 年底，公司流动资产 54.88 亿元，主要以预付款项、货币资金、应收账款、存货和其他流动资产为主。

图 4 2013 年底公司流动资产构成情况



资料来源：根据公司财务报表整理

2011~2013 年，公司货币资金以 6.47% 的增速持续小幅增长，截至 2013 年底为 10.30 亿元，其构成主要为银行存款（占 48.37%）和其他货币资金（占 51.60%，全部为受限资金，具

体为银行承兑汇票保证金和用于担保的定期存款)。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。

2011~2013 年, 公司应收票据逐年增长 11.96%, 截至 2013 年底为 1.90 亿元, 全部为银行承兑汇票, 其中 15.21% (0.29 亿元) 为公司向银行申请开具银行承兑汇票的质押物。

2011~2013 年, 公司应收账款逐年增长 10.15%, 截至 2013 年底为 7.38 亿元。从账龄结构看, 1 年以内的占 98.89%, 账龄较为集中; 共计提坏账准备 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 (非关联企业)。总体来看, 公司应收账款 1 年以内欠款占比高, 集中度一般, 坏账风险较低。

表 15 2013 年底公司应收账款前五名情况
(单位: 万元)

欠款客户	欠款金额	年限
TeamCrownTradingLimited	6939.91	一年以内
哈药集团制药总厂	2873.00	一年以内
山东鲁抗医药股份有限公司	2103.17	一年以内
INDUKERNS.A.SPAIN	1849.00	一年以内
华北制药股份有限公司	1823.32	一年以内
合计	15588.40	--

资料来源: 公司审计报告

2011~2013 年, 公司预付账款快速增长, 年均增长 102.92%, 截至 2013 年底为 22.79 亿元, 主要系关联上游企业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量的关联方占款。

表 16 2013 年底公司预付账款前五名情况

(单位: 万元)

欠款客户	欠款金额	年限	是否为关联方
联邦制药(内蒙古)有限公司	208809.84	一年以内	是
联邦制药(成都)有限公司	13932.95	一年以内	是
珠海慧生能源技术发展 有限公司	2520.04	一年以内	否
中山市小榄镇汇丰医用 塑料包装厂	623.20	两年以上	否
惠州忠信化工有限公司	341.57	一年以内	否
合计	226227.60	--	--

资料来源: 公司审计报告

2011~2013 年, 公司存货规模有所波动, 三年分别为 6.48 亿元、5.39 亿元和 6.29 亿元。2013 年底的主要构成为库存商品 (占 45.10%)、原材料 (占 29.42%) 和自制半成品 (16.56%)。截至 2013 年底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, 计提比例为 0.85%。

公司 2013 年底其他流动资产共计 5.00 亿元, 全部为公司借出给关联方内蒙古联邦的委托贷款。

非流动资产

2011~2013 年, 公司非流动资产以 2.53% 增速持续小幅增长, 截至 2013 年底为 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。

近三年来, 公司固定资产稳定增长, 年均增速 5.09%。截至 2013 年底, 公司固定资产账面价值为 9.78 亿元, 主要以机器设备 (占 45.34%)、房屋及建筑物 (占 28.70%) 及融资租赁设备 (占 20.96%) 等为主。2011~2013 年, 公司在建工程规模逐年下降 40.69%, 主要是珠海原料厂及中山制剂厂新建厂房、中山制剂厂车间改造不断投入并转固所致, 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) 与售后融资金额 (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 9 月底, 公司合并资产总额 74.37 亿元, 其中流动资产占 84.98%, 非流动资产占 15.02%, 流动资产比重小幅提高。公司流动资产 63.20 亿元, 主要由货币资金 (25.07%)、其他流动资产 (22.94%)、预付款项 (21.99%)、应收账款 (12.52%) 和存货 (11.36%) 构成。公司流动资产比 2013 年底增长 15.15%, 主要是货币资金和其他流动资产增加所致。公司货币资金为 15.85 亿元, 较 2013 年底增长 53.90%, 增加主要来自于抵押存款 (6.57 亿元) 和结构性存款 (4.89 亿元) 且全部为受限货币资金 (共计 11.47 亿元); 公司现金类资产剔除受限货币资金后为 5.50 亿元, 资金充裕度较 2013 年底有所下降。公司预付上游关联方内蒙古联邦的款项大幅下降 10.34 亿元, 同时增加对其委托贷款 9.50 亿元; 受此影响, 公司预付款项为 13.90 亿元; 其他流动资产为 14.50 亿元, 全部为借给内蒙古联邦的委托贷款。公司非流动资产总额 11.17 亿元, 较 2013 年底减少 6.21%, 非流动资产结构基本没有变化。

综合看, 近年来公司资产规模稳定增长, 资产结构较为合理, 流动资产中货币资金、应收账款、存货、其他非流动资产占比较大, 关联方预付款项及关联方占款规模较大, 资产流动性一般, 现金类资产充裕度一般; 非流动资产中以固定资产和在建工程为主。总体看, 公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

近年来, 伴随公司规模不断扩大及投资项目资金需求不断提高, 公司整体负债规模持续增长, 2011~2013 年, 公司负债总额年均增长 32.16%。截至 2013 年底, 公司负债总额为 44.18 亿元, 其中流动负债占 86.01%, 非流动负债占 13.99%。

2011~2013 年, 公司流动负债年均增长 34.06%, 截至 2013 年底为 38.00 亿元, 主要由短

期借款 (占 28.42%)、应付票据 (占 26.51%)、应付账款 (占 13.55%)、其他流动负债 (占 15.87%) 和一年内到期的非流动负债 (占 6.10%) 等组成。

近三年, 受投资项目资金需求驱动, 公司短期借款逐增长, 3 年分别为 3.08 亿元、6.69 亿元和 10.80 亿元, 截至到 2013 年底全部为抵押借款。公司应付票据有所波动, 三年分别为 10.84 亿元、14.40 亿元和 10.07 亿元 (其中 89% 为应付关联方原材料款)。公司应付账款主要是应付原材料货款, 近三年分别为 3.21 亿元、2.76 亿元和 5.15 亿元; 截至 2013 年底, 账龄在 1 年以内的占比 99.72%, 账龄较短, 关联方应付账款比重为 45.20%。公司其他应付款主要为与其他公司之间的业务往来款, 近三年分别为 0.63 亿元、1.87 亿元和 2.02 亿元 (其中 46.23% 为应付关联方珠海市康知乐医药有限公司、平汇有限公司等欠款)。公司其他流动负债为应付的短期融资券, 2012 年和 2013 年分别为 6.09 亿元和 6.03 亿元。

2011~2013 年, 公司非流动负债规模波动较大, 近三年分别为 4.15 亿元、2.05 亿元和 6.18 亿元。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。

2011~2013 年, 公司长期借款规模受利率影响有所, 三年分别为 4.00 亿元、1.79 亿元和 4.50 亿元, 2013 年大幅增加的原因是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 4.50 亿元。

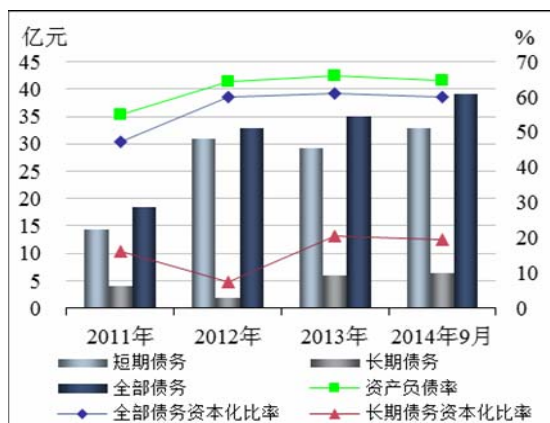
2013 年 12 月公司与广州越秀融资租赁有限公司签订融资总额为 2.00 亿元, 受此影响, 截至 2013 年底, 公司长期应付款为 1.38 亿元。

截至 2014 年 9 月底, 公司负债总额为 48.17 亿元, 较 2013 年底增长 9.04%, 主要由于短期借款有所增加; 其中流动负债占 87.16%, 非流动负债占 12.84%, 流动负债比重小幅提高。

2011~2013 年, 公司全部债务规模年均增长

38.16%，截至2013年底为35.09亿元，其中短期债务占83.26%、长期债务占16.74%，但全部债务中28.70%为不带息应付票据（全部为银行承兑汇票），公司利息负担尚可。公司近年来债务负担有所上升，2013年底，公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率和资产负债率分别为60.82%、20.63%和66.14%。

图5 公司债务指标



资料来源：根据公司财务报表整理

截至2014年9月底，公司全部债务为38.92亿元，较2013年底上升10.89%；其中短期债务占比小幅上升至85.09%，长期债务占比14.91%。指标上看，公司资产负债率小幅下降致64.77%；全部债务资本化比率、长期债务资本化比率小幅下降至59.77%和18.13%。

总体看，公司债务负担较重，短期债务占比较高，债务结构有待改善。

所有者权益

2011~2013年，受益于公司原有股东增资、利润累积等因素影响，公司所有者权益稳定增长，年均增速4.73%。截至2013年底，公司所有者权益合计22.61亿元，（含少数股东权益）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，公司所有者权益稳定性一般。

2014年9月底，公司所有者权益增至26.20亿元，较2013年底增长15.86%，增加主要来源于利润累积所致的未分配利润增长。公司未

分配利润所占归属母公司权益比例进一步升高至42.76%。

综合看，近年来公司所有者权益规模持续增长，实收资本和未分配利润占比较大，所有者权益稳定性一般。

4. 盈利能力

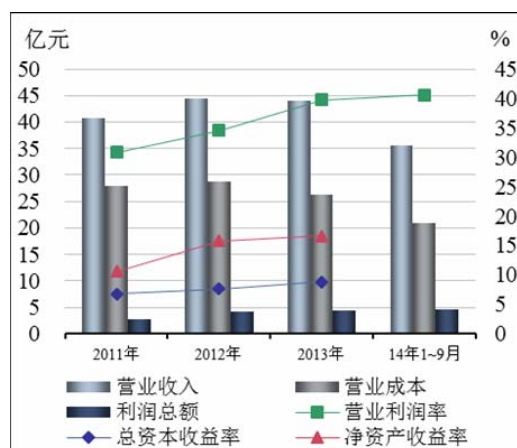
2011~2013年，公司营业收入波动增长，近三年分别为40.72亿元、44.52亿元和44.13亿元，绝大部分来自于原料药及制剂的对外销售。受益于关联方原材料采购优势，公司近三年营业成本年均复合下降2.93%，利润总额年均增长29.45%，2013年为4.43亿元。

从期间费用来看，2011~2013年，公司期间费用占营业收入的比重分别为26.66%、26.18%和30.59%，所占比重适中但呈波动上升的态势，期间费用控制力度有待加强。

2011~2013年，公司投资收益有所波动，三年分别为3341.14万元、2750.46万元和2950.85万元，主要由子公司现金红利和委托贷款利息收益构成。

2011~2013年，公司营业外收入逐年小幅下降6.68%，2013年为2027.13万元，主要由政府补助构成。

图6 公司主要盈利指标情况



资料来源：根据公司财务报表整理

从盈利指标看，2011~2013年公司受益于公司制剂药板块毛利提高和原料药板块毛利回

升，公司整体营业利润率逐年提升，三年分别为 30.88%、34.60%和 39.80%，公司净资产收益率和总资本收益率逐年小幅提升，2013 年底分别为 16.60%和 8.79%。

2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 35.65 亿元，达到 2013 年的 80.80%，营业利润率为 40.57%。同期公司期间费用/营业收入从 2013 年的 30.59%回落至 28.98%，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 年前三季度，公司实现利润总额 4.62 亿元，净利润 3.84 亿元，分别为 2013 年的 104.14%和 102.20%。

总体看，受原料药产能过剩影响，公司近年来收入规模波动上升；受益于高毛利制剂药比重提高及原料药板块毛利回升，公司营业利润率有所提高，目前公司整体盈利能力较强。未来随着公司重组人胰岛素等产品市场日益开拓及实现全面量产，公司产品结构将有望得到进一步优化，公司盈利能力将有较大的提升空间。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2011~2013 年，公司流动比率和速动比率波动下降，三年加权平均值分别为 144.82%和 127.89%，2013 年底分别为 144.44%和 127.89%。2014 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别上升至 150.53%和 133.43%。2012 年和 2013 年公司经营活动产生的现金流量净额大幅下降，继而导致两年公司经营现金流动负债比分别为-13.16%和-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。

从长期偿债能力指标看，2011~2013 年，公司 EBITDA 逐年上升，三年分别为 3.86 亿元、5.81 亿元和 6.85 亿元。2013 年公司 EBITDA 利

息倍数（已包含资本化利息支出）为 5.08 倍，EBITDA 对利息保护能力较强，同期公司全部债务/EBITDA 为 5.12 倍，EBITDA 对全部债务保护能力一般。总体看，公司整体偿债能力尚可。

截至 2014 年 9 月底，公司合并口径下对外担保余额为 13.50 亿元，担保比率为 51.49%。被担保企业全部为关联方内蒙古联邦，公司存在或有负债风险。

表 17 2014 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	是否为关联方
联邦制药（内蒙古）有限公司	40000	2015.9.14	连带	是
联邦制药（内蒙古）有限公司	60000	2019.8.17	连带	是
联邦制药（内蒙古）有限公司	20000	2015.8.22	连带	是
联邦制药（内蒙古）有限公司	15000	2015.7.17	连带	是
合计	135000	--	--	--

资料来源：公司提供

截至 2014 年 9 月底，公司合并口径共获得各家银行授信总额度为 61.90 亿元，已使用额度为 25.23 亿元，尚未使用额度为 36.67 亿元。公司间接融资渠道较畅通。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告》（报告编号：E201308300010061741），截至2014年10月30日，公司无未结清不良信贷信息记录，有一笔已结清的不良记录，系公司于2004年在工商银行办理的70万元票据贴现业务，逾期由银行系统错误导致，工商银行珠海香洲支行已经出具正式说明。总体看，公司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。近年来公司资产规模稳定增长，收入规模受行业产能过剩影响波动增长，盈利能力较强，整体偿债能力尚可。基于以上分析，公司整体抗风险能力较强。

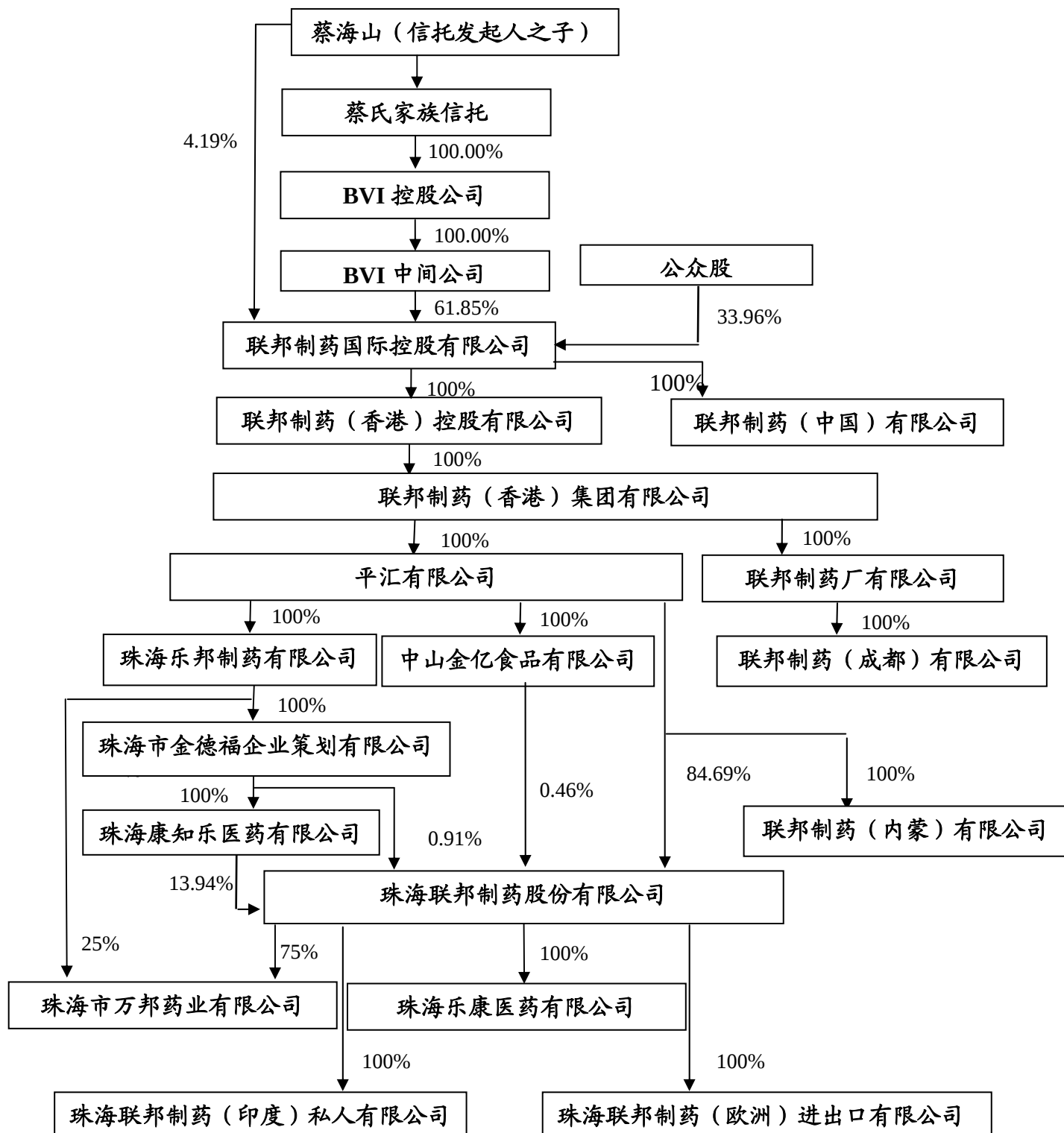
八、结论

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。未来在新医改政策推动下，市场需求将支撑医药行业景气度延续。

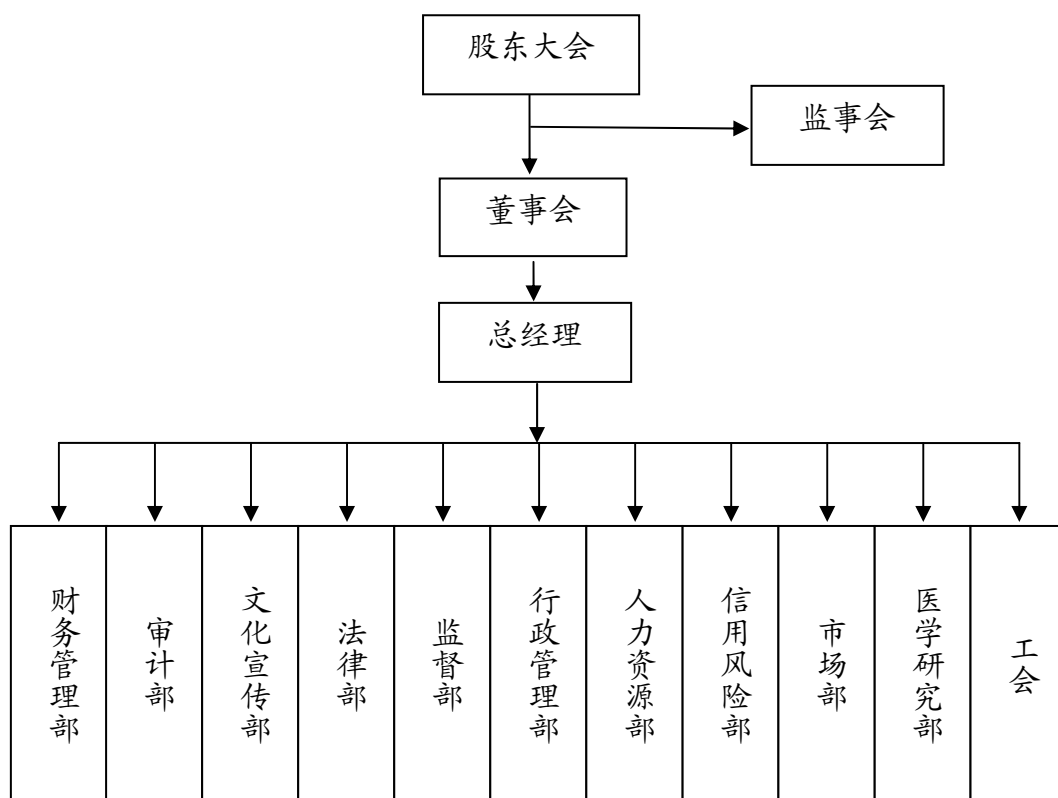
公司是中国大型抗生素生产企业之一，拥有珠海和中山两大生产基地，在技术研发、品牌认知度、细分市场占有率等方面具有竞争优势。近年来，公司资产规模稳定增长，收入规模波动增长，营业利润率不断提高，产品结构日趋完善，盈利能力较强，整体偿债能力尚可。未来随着公司胰岛素产品的全面量产及销售网络的逐渐完善，公司产品结构将进一步得到优化、收入规模及盈利能力将得以提升。

总体看，公司主体长期信用风险很低。

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	14 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	6.14	6.73	6.95	5.50
资产总额(亿元)	45.91	61.12	66.79	74.37
所有者权益(亿元)	20.62	21.86	22.61	26.20
短期债务(亿元)	14.39	31.02	29.22	33.11
长期债务(亿元)	4.00	1.79	5.88	5.80
全部债务(亿元)	18.39	32.81	35.09	38.92
营业收入(亿元)	40.72	44.52	44.13	35.65
利润总额(亿元)	2.65	4.12	4.43	4.62
EBITDA(亿元)	3.86	5.81	6.85	--
经营性净现金流(亿元)	3.30	-4.90	-1.12	5.27
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	93.14
营业利润率(%)	30.88	34.60	39.80	40.57
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	18.13
全部债务资本化比率(%)	47.14	60.02	60.82	59.77
资产负债率(%)	55.09	64.24	66.14	64.77
流动比率(%)	163.58	132.94	144.44	150.53
速动比率(%)	132.91	118.46	127.89	133.43
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： 1.2014 年前三季度财务数据未经审计；
 2.将其他流动负债中的短期融资券调整计入短期债务；
 3.将长期应付款中的融资租赁款调整计入长期债务；
 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（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/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

联合资信评估有限公司关于 珠海联邦制药股份有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在珠海联邦制药股份有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

珠海联邦制药股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。珠海联邦制药股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注珠海联邦制药股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现珠海联邦制药股份有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如珠海联邦制药股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如珠海联邦制药股份有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送珠海联邦制药股份有限公司、主管部门、交易机构等。

