

信用等级公告

联合[2012] 181 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
二零一二年三月十四日

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 2012 年 3 月 14 日至 2013 年 3 月 13 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。

联合资信评估有限公司

二零一二年三月十四日

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：AA⁻
评级展望：稳定
评级时间：2012 年 3 月 14 日

财务数据

项目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 9 月
资产总额(亿元)	27.30	33.79	39.48	45.68
所有者权益(亿元)	9.63	13.76	15.56	20.54
长期债务(亿元)	3.48	6.70	4.24	4.12
全部债务(亿元)	12.74	15.49	15.81	19.42
营业收入(亿元)	34.89	42.23	49.18	30.63
利润总额(亿元)	3.75	5.10	5.04	2.38
EBITDA(亿元)	4.82	6.25	6.19	--
营业利润率(%)	28.83	30.15	30.85	32.15
净资产收益率(%)	30.60	31.36	27.64	--
资产负债率(%)	64.72	59.29	60.60	55.03
全部债务资本化比率(%)	56.94	52.96	50.41	48.59
流动比率(%)	153.27	201.73	154.28	165.49
全部债务/EBITDA(倍)	2.64	2.48	2.56	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.10	10.46	11.51	--

注：2011 年三季度财务数据未经审计

分析师

黄滨 孙媛
lianhe@lhraings.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）

Hp: //www.lhraings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（简称“联合资信”）对珠海联邦制药股份有限公司（简称“公司”）的评级反映了公司作为国内抗生素原料药及制剂药的重要生产企业，在技术研发、品牌认知度、细分市场占有率和盈利能力等方面的综合优势。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，公司关联方占款较高，权益结构稳定性偏弱，以及未来投资规模大等因素给其经营及信用水平带来的不利影响。

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。公司加速战略布局医药全产业链并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持续提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 中国医疗体制改革的推进促使市场大幅扩容，国家出台多项政策扶持医药产业发展，医药市场长期将保持增长趋势。
2. 公司具有较为先进的研发平台，产品均已通过国内 GMP 认证，并获得多项国际认证，质量控制较好。
3. 公司品牌优势显著，阿莫西林胶囊等产品已列入《国家基本药物目录》，且拥有自主定价权，细分市场占有率高。
4. 公司主要产品销售收入规模持续增长，整体盈利能力较强。

关注

1. 药品降价、规范生产质量和环保治理等一系列相关国家政策使公司成本和费用增

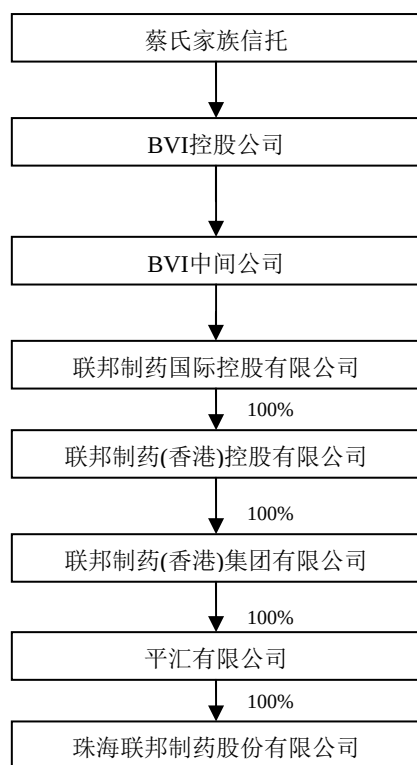
加，盈利空间被压缩，公司药品生产板块盈利水平受到一定影响。

2. 公司未分配利润占比高，权益结构稳定性偏弱。
3. 公司关联企业占用资金较多，期间费用占比较高，期间费用控制能力有待加强。
4. 公司短期债务占比较高，存在一定短期偿债压力。

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2011年9月底，公司注册资本增至人民币86249.60万元，联邦制药国际控股有限公司（以下简称“香港联邦”）（3933.HK）直接、间接合计持股100%；公司实际控制人为蔡金乐，股权关系见下图。

图1 公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供

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2010年底，公司下辖2家全资子公司、1家控股子公司和1家分公司（附件1）；本部设财务管理部、审计部、文化宣传部、法律部、监督部、行政管理部、人力资源部、信用风险部、市场部、医学研究部、工会等部门。

截至2010年底，公司合并资产总额为394790.23万元，所有者权益为155557.42万元（其中少数股东权益2970.65万元）；2010年，公司实现营业收入491777.20万元，利润总额50414.32万元。

截至2011年9月底，公司合并资产总额为456811.62万元，所有者权益为205431.70万元（其中少数股东权益3337.49万元）；2011年1~9月，公司实现营业收入306310.20万元，利润总额23754.70万元。

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：蔡金乐。

二、行业分析

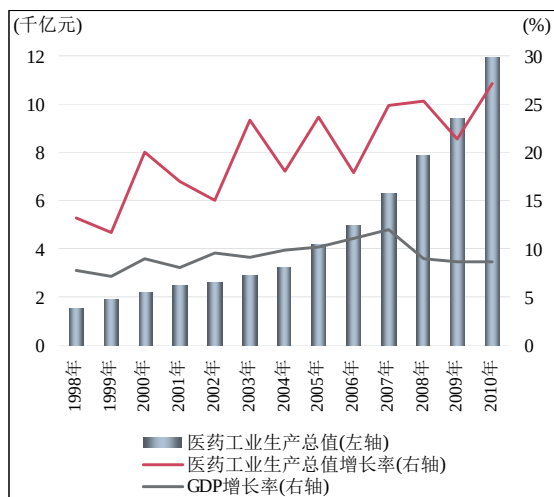
1. 行业现状

医药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 1~10 月，中国医药产业实现产值 12502.87 亿元，同比增长 28.63%。其中，化学药品原药制造业 2495.06 亿元，同比增长 25.18 %；化学药品制剂制造业 3371.13 亿元，增长 24.03%；中成药制造业 2743.59 亿元，同比增长 33.52%；生物生化药品制造业 1297.98 亿元，同比增长 25.13 %。据 SFDA 南方所预计，受公立医院药费控制、医保付费方式改变等因素影响，相对于前几年，2012 年医药工业总产值增速将有所趋缓，预计将达到 18500 亿元。

图 2 1998~2010 年医药工业生产总产值与 GDP 增速对比

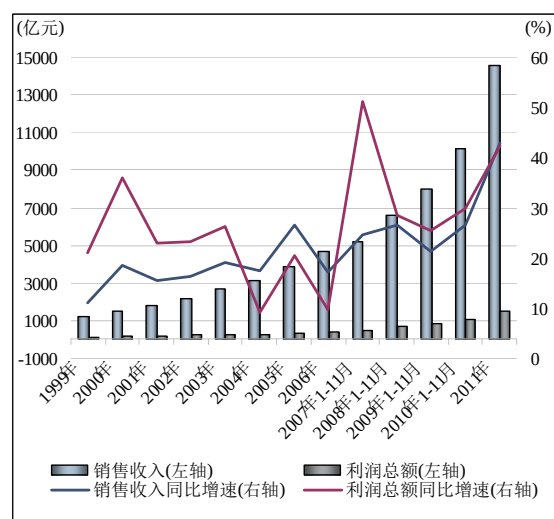


资料来源：中国医药经济信息网

2007~2008 年医疗体制改革的推进扩大了市场需求，在医保医改等政策的扶持和推动下，医药工业实现了快速增长。对医药产品需求的增加和药品价格的回升，是行业收入和利润高

速增长的主要原因。2009~2010 年医药行业增速有所放缓，但仍保持在较高水平。根据国家统计局数据，2011 年全国医药行业销售收入总额达 14522 亿元，同比增长约 29.37%，增速处于历史较高位；利润总额为 1494 亿元，同比增长约 23.50%。总体看，近三年医药行业收入和利润增速较为平稳，收入及利润增幅均保持在 20% 以上。

图 3 1999~2011 年中国医药行业效益情况



资料来源：wind 资讯

2. 行业关注

行业集中度低

中国医药制造业的显著特征是企业数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在 2010 年底有 7000 多家，初步统计百强比重已上升至约 40%。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。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等大型制药集团（见表 1），但与世界级制药企业相比还有很大差距。总体看，中国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、生产条件等限制不存在规模经济，整个行业呈粗放型发展的态势，导致集中度低。

表 1 2011 年度中国制药工业前 20 强

排名	企业名称	排名	企业名称
1	哈药集团有限公司①	11	天津医药集团有限公司
2	石药集团有限公司②	12	东北制药集团有限责任公司
3	上海医药集团股份有限公司	13	中国北京同仁堂（集团）有限责任公司
4	扬子江药业集团有限公司	14	辉瑞制药有限公司
5	吉林修正药业集团股份有限公司	15	北京医药集团有限责任公司
6	广州医药集团有限公司	16	天津天士力集团有限公司
7	华北制药集团有限责任公司	17	齐鲁制药有限公司
8	步长集团	18	中国生物技术集团公司
9	天津金耀集团有限公司③	19	联邦制药国际控股公司④
10	拜耳医药保健有限公司	20	杭州华东医药集团有限公司

资料来源：SFDA 南方所 2011.8（按 2010 年销售收入统计）

注：①哈药集团有限公司包含下属：哈药总厂、哈药三精股份、哈药六厂、哈药中药有限公司、哈药生物工程、哈药总厂制剂厂等子公司；

②石药集团有限公司包含下属：中润制药、中诺药业、欧意药业、维生药业等子公司；

③天津金耀集团有限公司包含下属：天津药业、天药股份、金耀氨基酸、天安股份等子公司；

④出于品牌统一宣传需求，联邦制药国际控股公司和东瑞制药（控股）有限公司要求以其集团名称参与中国制药工业百强排名，两家公司为香港注册企业，参与排名的金额只统计其在中国境内部分。

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。中国制药行业的企业机制尚未形成，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。

药价虚高

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，截至 2011 年 3 月底，中国连续 27 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。

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。

总体看，中国医药行业存在着行业集中度低、研发能力不足、药价虚高以及能耗高、污染严重等现象，急需国家进行行业调整、规范。

3. 行业政策

从 2009 年开始中国开始实施新一轮的医疗体制改革，近两年医改政策密集推出并向纵深推进，医药行业经历的政策波动达到前所未有的强度，在新医改全面推进下，基本药物制度全面铺开，药品标准进一步提高，医药行业产业结构调整向纵深推进，药品招标采购深入进行，公立医院改革有序进行。

表 2 近年来医药行业政策要点回顾

时间	政策名称	政策要点
2008 年 11 月	《产业结构调整指导目录 2008 年本》（征求意见稿）	鼓励关键中间体开发生产，原料药清洁生产工艺开发，限制青霉素、维生素 C 原料项目。
2009 年 1 月	《关于进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见》	1、全面实行政府主导、以省为单位的网上药品集中采购；2、各省要制定药品集中采购目录，除基本药物和特殊药物外的其他处方药也要全部纳入集中采购范围；3、要建立科学药品采购评价办法，加大质量分权重。
2009 年 3 月	《卫生部办公厅关于抗菌药物临床应用管理有关问题的通知》	以严格控制 I 类切口手术预防用药为重点，进一步加强手术期抗菌药物预防性应用的管理；严格控制氟喹诺酮类药物临床应用；严格执行抗菌药物分级管理制度；加强临床微生物检测与细菌耐药监测工作，建立抗菌药物临床应用预警机制。
2009 年 4 月	《中共中央、国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》、《国务院关于印发医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009～2011 年）的通知》	完善医药卫生四大体系，建立覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度；完善体制机制，保障医药卫生体系有效规范运转；着力抓好五项重点改革。
2009 年 8 月、10 月	《国家基本药物目录（基层医疗机构配备使用部分）》、《关于建立国家基本药物制度的实施意见》《国家基本药物零售指导价格》	新版基本药物目录收录了 307 个品种，其中化学和生物药有 205 个品种，中成药共 102 个品种。
2009 年 11 月	《改革药品和医疗服务价格形成机制的意见》	提高体现医务人员劳务价值的服务价格，降低大型设备诊疗价格；地方价格部门制定基本医疗保险中的非处方药(不含国家基本药)、地方增补的医保用药价格，其他实行市场调节价；政府定价按照通用名统一价格。
2010 年 6 月	《医疗卫生服务单位信息公开管理办法（试行）》	要求向社会主动公开三类信息，提高医疗卫生服务的透明度，保障患者的就医知情权。
2010 年 10 月	《关于加快医药行业结构调整的指导意见》	明确了结构调整目标和措施，重点内容是扶持创新及技术提升、推进并购重组、提升行业集中度。
2011 年 3 月	产业结构调整指导目录（2011 年本）	限制新建、扩建古龙酸和维生素 C 原粉（包括药用、食品用和饲料用、化妆品用）生产装置，限制新建药品、食品、饲料、化妆品等用途的维生素 B1、维生素 B2、维生素 B12（综合利用除外）、维生素 E 原料生产装置。
2011 年 4 月	《2011 年全国抗菌药物临床应用专项整治活动方案》	针对中国抗菌药物滥用情况，卫生部自 2011 年-2013 年，在全国范围内开展抗菌药物临床应用专项整治活动。
2011 年 8 月	《抗菌药临床管理办法征求意见稿》（征求意见稿）	办法主要从定性角度对抗菌药物使用作出了规定，仍沿用分级管理的思路，但由各省卫生厅自行制定分级目录、也未对二三级医院的使用种类数量做具体的规定。

资料来源：联合资信整理

从以上整理的医药行业政策来看，近年来国家对医药行业的规范性要求逐年细化，医药行业的支持鼓励政策也在不断推出，保证了中国医药行业良性有序的向前发展。1998年中国开始推行“三项改革”，即医疗保险制度改革、医疗卫生体制改革、药品生产流通体制改革。2009年新医改政策明确2009～2011年政府将新增投入8500亿元，将为医药行业带来发展机遇。医药改革正在稳步，但是仍然存在的各地改革进展不平衡、药物制度实施中出现的质量安全、价格偏高等问题亟待解决。

总体看，随着经济水平的发展，在医药研发、生产、销售各个环节需要产业集约化、规范化，政府出台多项政策进行支持和监管，这是一个长期的过程，任重道远。

4. 行业发展

2010 年 10 月工业和信息化部、卫生部、国家食品药品监督管理局三部门联合制定的《关于加快医药行业结构调整的指导意见》（以下简称《意见》）发布，《意见》指出，以结构调整为主线,加强自主创新,促进新品种、新技术研发,推动兼并重组,培育大企业集团,加快技术改造,增强企业素质和国际竞争力。

在产品结构方面，化学药、生物制药和中药领域将加大研发力度，实现更多的高附加值产品；在组织结构方面，通过扶优扶强和在市场竞争中优胜劣汰，并购重组将逐渐显现，显著提高企业规模经济水平和产业集中度，医药企业数量明显减少，医药百强企业销售收入占到全行业销售收入的 50%以上，形成一批具有

国际竞争力和对行业发展有较强带动作用的大型企业集团；在区域结构方面，形成符合国际标准的“长三角”、“珠三角”和“环渤海”三个综合性医药生产基地，中西部地区发挥资源优势，发展特色鲜明的专业性生产基地，积极承接产业转移，严防化学原料药生产向环境承载能力弱的地区转移和低水平产能的扩张，形成东、中、西部优势互补的布局，促进区域医药经济协调发展；在出口结构调整上，扩大制剂出口，支持企业在境外建厂。

总体看，随着医疗改革和监管政策的出台，中国医药行业在行业集中度、产品结构、区域发展等方面均将得到改善，行业发展前景较好。

5. 抗生素药物子行业

从行业现状来看，近年来，随着基本医疗保障制度的不断完善，城乡居民医保覆盖面增加、住院补偿比例提高和门诊统筹试点等医保制度的不断完善，国内抗生素药物基层需求逐年快速释放。2010 年国内抗生素市场规模已达 600 亿元左右，占全部药品销售约 25% 的市场份额，成为目前中国药品市场特别是医院用药市场占比最大的品类。

从产品结构来看，国内抗生素市场四分之三左右的市场份额由头孢类、喹诺酮类、青霉素类抗生素药物占据。其中头孢类药物占比 50% 左右，是国内市场最主要的抗生素品类。头孢类抗生素是一类广谱半合成抗生素，具有抗菌谱较广、耐青霉素酶、疗效高、毒性低，过敏反应少等优点。从时间的划分上来看，头孢类抗生素从 1964 年礼来公司第一代头孢菌素头孢噻吩上市以来，截止目前市场已出现四代头孢类抗生素产品，从第一代发展到第四代其抗菌范围和抗菌活性均在不断扩大和增强，但每一代产品都有其自身独特的用途和药理。从产品占比来看，目前头孢类药物的主流产品主要为头孢曲松、头孢唑啉、头孢哌酮、头孢噻肟、头孢拉定、头孢氨苄等较早进入市场的品种，由于生产企业众多，价格竞争较为激烈，

同时由于临床用量较大，也是发改委价格监测和降价的重点品种；其次主要为头孢吡肟、头孢匹罗、头孢米诺、头孢替坦、头孢美唑等小规模品种，由于原料和中间体生产有一定的技术门槛，生产企业较少，价格略高于主流头孢类品种，而且由于市场份额较低其政策风险要略低于主流头孢类药品。

从抗生素药物行业面临的主要问题来看，国内抗生素药物市场存在药物使用率和使用强度均较高且用量较大的问题，其中约 70% 的住院病人均使用抗菌药物，而世界卫生组织建议使用比例为不超过 30%；以及普遍用药水平偏低，药物应用结构不合理及由于滥用抗生素导致的细菌耐药性较高等问题。

行业政策方面，针对目前国内抗生素行业存在的主要问题，缓解抗生素滥用现象，国家相继出台的一系列监管政策，并在全国范围内开展“抗菌药物应用专项治理行动”，对抗生素药物的临床监管日趋严格。此外，卫生部还于 2011 年 8 月制定了《抗菌药物临床应用管理办法》（以下简称“管理办法”）征求意见稿，《管理办法》将抗菌药物分为非限定使用、限定使用与特殊使用 3 个级别，规定三级医院购进抗菌药物品种不得超过 50 种，二级医院不得超过 35 种，同时对医生处方权限等进行了明确分级要求，并出台药品分级管理目录。管理办法的颁布实施将很大程度上抑制抗生素药品的滥用，从各个方面规范抗生素药物的处方及使用，其中受影响最大的将是疗效上同质化、耐药性强的品种以及同品仿制厂家过多的品种，其主要集中在三、四代头孢，含有 β -内酰胺酶抑制剂的青霉素复方制剂以及三、四代喹诺酮类药品。

从产品出口形势来看，目前国内抗生素类药物出口多以附加值较低的中间体和原料药为主，制剂类产品主要面向非洲、南美洲等不发达地区，未能进入国外主流市场。根据中国医药保健品进出口商会的统计，由于 2011 年以来各大原料药及中间体制造企业的 7-ACA 项目

陆续开工及投产，国内产能新增约 7600 吨，虽然目前实际产能未全部达产，但在出口价格上行情已有所体现，2011 年 4 月的出口价格已由 2 月份的 101 美元/公斤暴跌至目前的 72.34 美元/公斤，基本接近于成本线，出口形势不容乐观，产品竞争态势将进一步恶化。

从未来发展看，随着《管理办法》及其他国家相关监管政策的进一步落实，国内抗生素药物在临床用药金额的占比将持续下降，实力较弱的小企业将加速出局，合资企业和部分国内大企业的份额将有所增加，一定程度上能够抵消由于市场整体景气下滑带来的不利影响。

6. 胰岛素子行业

糖尿病作为目前全世界高发病种排在疾病谱第三位，仅次于高血压和心脏病。据统计，2011 年全球糖尿病患者人数已达到 3.66 亿，而中国约有 0.92 亿成年人患有糖尿病，1.49 亿成年人处于糖尿病前期，预计到 2030 年，全球糖尿病患者将增长到 5 亿人。

糖尿病主要分为 4 类，其中占比较高的主要为 I 和 II 型糖尿病。其中 I 型糖尿病患者（约占糖尿病患者的 10%），以及 30% 左右的 II 型糖尿病患者（约占糖尿病患者的 90%）必须终身依赖胰岛素治疗，即共约 37% 左右的糖尿病患者将最终发展成胰岛素依赖型患者。根据 IMS 统计，目前全球胰岛素的实际销售额约为 150 亿美元左右，在 2005 年~2010 年的五年间保持近 15% 的年复合增长率。预计未来五年全球胰岛素市场规模复合年增长率将维持在 15%~18% 之间，使用量保持在 8%~12% 的增长率，远高于全球药品需求的平均增长速度。

从产品结构来看，根据胰岛素的来源和结构，主要划分为三代产品：第一代胰岛素主要为动物胰岛素，由于容易产生抗体而日趋淘汰；第二代胰岛素为重组人胰岛素，具有剂量低，降糖效果好，过敏反应小等特点；第三代胰岛素为胰岛素类似物，具有起效快速、吸收稳定、副作用小等特点。目前主流的胰岛素产品主要

为第二代和第三代产品，而中国目前超过 70% 的市场份额为第二代产品，第三代产品约占 25% 左右。

从竞争格局来看，目前全球胰岛素市场为寡头垄断竞争的格局，前三大企业（诺和诺德、礼来、通化东宝）占有 96% 的市场份额，其中诺和诺德约占全球市场的 51% 左右，是全球胰岛素市场的龙头企业。从国内市场份额来看，诺和诺德依然占据主导市场，市场份额超过 60%，礼来、赛诺菲、通化东宝（甘李药业）市场份额相差不大。

从未来发展趋势来看，随着中国人口老龄化趋势日益严峻，及国内糖尿病患者使用胰岛素类产品比例日趋接近发达国家水平，未来几年中国胰岛素产品市场将保持 20%-30% 的较快增长速度，市场潜力巨大。

三、基础素质分析

1. 竞争实力

公司主要从事抗生素制剂与原料药的生产及销售，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；据中国医药统计网数据，公司阿莫西林原料药于 2009~2010 年在国内、国外销售排名均名列第一。

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（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）。年生产能力为胶囊剂 15 亿粒、片

剂 4.8 亿片、颗粒剂 1 亿袋、混悬剂 2000 万袋、口服液 3000 万瓶、粉针剂 3000 万瓶、软膏剂 1300 万支、冻干原料 50 吨、滴眼剂 1500 万支、注射剂 3500 万支。据中国医药统计网数据，2010 年公司主要制剂产品阿莫西林、氨苄西林胶囊国内市场占有率分别达 65%和 90%，具有较高的市场占有率。

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。2011 年 7 月，在南方医药经济研究所评选的“2010 年中国制药工业百强榜单”中，公司控股股东联邦制药¹排名第 19 位，较 2009 年的排名前进了 3 位。

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。

2. 技术水平

公司于 2004 年成立了联邦制药技术中心（由原研究所和开发部整合而成），目前设有制剂室、分析室和信息注册室三个职能室。主要承担以下任务：化学药品研发项目的立项、质量研究、稳定性研究及申报，化学药物制剂的工艺研究，相关科技项目的申报。

人员方面，技术中心现拥有一批优秀的医药学专业技术人员，全部为大学本科学历以上，其中中高级专业技术职称人员占技术中心总人数的 50%。

设备方面，技术中心拥有二个研发场所、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。

¹ 参与排名的销售收入金额只统计其在中国境内部分。

表 3 公司研发投入情况

年度	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-9 月
研发投入（万元）	10468	16046	23443	15035
销售收入（万元）	348950	422270	491777	306310
所占比例（%）	3.0%	3.8%	4.7 %	4.9%

资料来源：公司提供

研发投入方面，公司重视新产品和新技术的开发工作，科研经费占销售收入的比例逐年上升，2010 年为 4.7%。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，取得了一系列原始性创新研究成果。

表 4 截至 2011 年 9 月底公司药品认证情况

认证名称	品种名称
COS	阿莫西林重粉及细粉
FDA	阿莫仙原料
GMP	培南类无菌原料药，胰岛素、软膏剂、乳膏剂（含激素类），克林霉素磷酸酯凝胶等多个品种

资料来源：公司提供

对外合作方面，技术中心积极与国内外高校、科研院所合作，共同进行具有自主知识产权化学药品的研发工作。2000 年开始，公司先后与四川抗菌素工业研究所合作进行抗病毒新药开发及其他抗感染药物研究，与中国科学院合作进行老年痴呆药物开发，与中国医学科学院合作进行新型喹诺酮类抗生素及抗抑郁药品开发；2001 年开始，与中山大学合作进行新型头孢类抗生素的研究，与中国医药研究开发中心合作进行糖尿病药物开发。2004 年，公司推出的新药忧必青（咪喹莫特乳膏），具有疗效确切、复发率低、副作用小等优点；2007 年，公司推出新产品阿迪仙（阿德福韦酯胶囊），用于治疗慢性乙肝，其疗效确切、安全可靠、耐药性低等特点为其赢得了一定的市场地位。

3. 人员素质

公司董事长蔡金乐先生，70 岁，1990 年在香港创办联邦制药厂有限公司，出任董事长、

总经理，1994年成立公司后任董事长至今；1998年，在国内设立“联邦医学教育奖学金”并被全国36所医学院校聘为名誉校长（院长）、客座教授。现为广东省政协委员，全国侨联委员，中华海外联谊会理事，沈阳药科大学董事会副董事长、名誉院长、客座教授，武汉同济医科大学药学院名誉院长、客座教授，重庆医科大学客座教授。先后被中华全国工程联合会授予“爱国之星”称号，荣登“中国医药60年60人”榜单。

公司总裁彭赍女士，47岁，EMBA。1983

年毕业于西安医学院药学系，1995年加盟珠海联邦制药厂，任珠海联邦制药厂有限公司制剂厂厂长。1999年任珠海联邦制药厂有限公司副总裁，兼原料厂和制剂厂厂长。2007年起，任联邦制药国际控股有限公司董事、总经理。2010年至今，任联邦制药国际控股有限公司董事局副主席、总裁。2002年至今，任公司董事总经理。2000年被授予广东省劳动模范称号。2002年至今，任珠海市人民代表大会代表。

截至2011年9月底，公司共有员工5958人，具体构成见下表。

表5 截至2011年9月底公司员工构成情况

项目	文化素质				岗位构成				年 龄			总人数
	初中及以下	高中中专	大专	本科及以上	管理人员	研发人员	生产人员	销售人员	30岁以下	30至50岁	50岁以上	
原料厂	120	1451	312	323	70	35	2072	29	1347	839	20	2206
制剂厂	122	525	124	178	59	67	823	0	562	345	42	949
销售部	0	794	1410	609	615	0	0	2198	1317	1485	11	2813
人数	242	2770	1846	1110	744	102	2895	2227	3226	2669	73	5968

资料来源：公司提供

总体看，公司高管团队稳定且具有一定的专业素养和丰富的管理经验；公司员工以生产和销售人员为主，年龄和学历构成符合医药生产企业特点。

四、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，副董事长1人。董事会会议应当由二分之一以上的董事出席方可举行。每一董事享有一票表决权。董事会做出决议，必须经出席会议全体董事的过半数通过。

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，设监事会主席1名，职工监事1名。

公司设立经营管理机构负责日常经营管理工作，包括设总经理1名，由董事会聘任和解聘。

公司法人治理结构完善，运作较为规范，管理有序，股东大会、董事会、监事会、经理层均依法行使职权，各机构独立运作。

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。

公司内部控制及全面风险管理的组织体系由公司董事会、监事会、管理层、各部门及各

子公司内设的有内部控制及风险管理职能的部门或岗位构成。通过公司内部控制及风险管理的组织机构的配置实现内部控制及风险管理各层次、各系统的具体工作。

财务管理方面，公司制定了完善的财务制度，并通过定期和不定期审计对其执行情况进行监督；资金筹措方面，通常由公司统一与金融机构协调授信；公司针对医药行业的特点制定了销售与收款管理制度，以加强应收账款的风险管理。

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。公司围绕企业的战略要求和发展规划，以销售预算、生产预算为基础，以经营利润为目标，以现金流为核心进行编制，并主要以财务报表形式予以充分反映。主要内容包括资金预算、费用预算、利润预算、投资预算等，原则上细化到按月份编制。公司财务预算可以根据不同的预算项目，分别采用固定预算、弹性预算、滚动预算、零基预算、概率预算等方法进行编制。财务预算一经下达，各部门必须认真组织实施，将财务预算指标层层分解，落实到位，形成全方位的财务预算执行责任体系。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。未经公司批准，企业除认购国家规定发行的债券外，不得用企业的资产进行股票、债券等证券的投资；所属任何单位均不得以任何形式对外提供经济担保或其他有法律责任的担保。

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，公司一贯重视产品的质量，质量管理部负责制订各项质量管理规程，质量标准、完善公司质量管理。公司严格执行国家药政法规、贯彻和执行 GMP 原则，建立和完善了一个有管理部门和有关各部门人员积极参与的有效的药品质量保证体系；建立了包括质量标准、工艺规程、生产检验操作规程、记录等在内的文件系统（能够追溯每批产品的制造历史，有关产品批文件在该批产品有效期后保存一年）。公司建立了公司质量责任制，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。

五、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。2010 年公司实现营业收入 49.18 亿元，原料药、制剂药占比分别为 65.8% 和 33.1%。近年来随着国内青霉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。2011 年 1~9 月，公司实现营业收入 30.63 亿元，制剂药占比上升至 37.79%。从产品毛利率来看，受累于国内青霉素产能过剩引致售价持续疲弱的影响，近

三年公司青霉素原料药产品毛利率逐年大幅下降，2010 年仅为 6.0%；但与此同时，受头孢菌素制剂市场需求旺盛带动，头孢曲松钠、头孢噻肟钠等原料药价格连创新高，头孢菌素系列原料药产品毛利率逐年上升，2010 年升为 19.60%。近三年公司制剂产品毛利率持续上升，分别为 64.20%、65.90%和 68.20%，是公司利

润的重要组成部分。2011 年 1~9 月，原料药系列产品和制剂产品综合毛利率均略有下降，分别为 11.60%和 65.80%，主要是市场价格波动所致；但由于同期公司租赁业务毛利率较高，拉动公司综合毛利率升为 32.8%，较往年同期有所提升。

表 6 公司主营业务收入构成（单位：万元，%）

分类	2008 年			2009 年			2010 年			2011 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	227999	65.34	12.20	275776	65.31	13.50	323650	65.81	12.30	188049	61.39	11.60
其中：青霉素系列	161182	46.19	23.60	186701	44.21	10.60	227536	46.27	6.00	113525	37.06	3.00
头孢菌素系列	64798	18.57	10.00	75234	17.82	16.00	94891	19.30	19.60	52587	17.17	15.50
制剂合计	113425	32.50	64.20	136313	32.28	65.90	162770	33.10	68.20	115768	37.79	65.80
其他业务	7526	2.16	11.60	10181	2.41	14.00	5356	1.09	35.80	2493	0.81	89.40
合计	348950	100.00	29.50	422270	100.00	30.40	491777	100.00	31.10	306310	100.00	32.80

资料来源：公司提供

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

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，车间设计与建设、设备引进、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、舒巴坦钠车间等 7 个生产车间，其中半合成青霉素车间是目前国内同类产品规模最大的生产车

间，全年生产半合成青霉素类原料药可达 3000 吨以上。根据中国医药统计网数据统计，公司阿莫西林原料（即青霉素工业盐和 6-APA 的最终产品）2009~2010 年在国内、国外销售均排名第一，公司规模优势明显。

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，2010 年为 90.20%；头孢类下游制剂产品需求旺盛，产销率一直保持在 95%以上；其他（指贝塔-内酰胺酶抑制剂类）尚处于起步阶段，产能规模较小。

表 7 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			
		2008 年	2009 年	2010 年	11 年 1-9 月	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 1-9 月
青霉素类	10000	4150	8400	9020	6900	3678	6976	8176	6450
头孢类	1200	542	720	906	828	580	682	860	637
其他（主要指 贝塔-内酰胺 酶抑制剂类）	400	120	164	230	285	110	149	255	207
合计	11600	4780	9264	10156	8013	4368	7807	9291	7294

资料来源：公司提供

表 8 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）	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 1-9 月
青霉素类	255	181	181	173
头孢类	865	821	868	756
其他（主要指贝塔-内酰胺酶抑制剂类）	950	1026	891	892

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。截至 2011 年 9 月底，青霉素类粉针剂产能已达到 192.9 百万瓶，产能利用率还在逐步提升过程中。

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》。按 2010 年数据统计，纳入《国家基本药物目录》的制剂产品占公司总销售收入的 20%左右；其中阿莫西林胶囊市场占有率达 64%，连续 7 年排名第一。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 9 近年公司制剂药主要产品产销量情况

制剂产品	单位	产能	产量				销量			
			2008 年	2009 年	2010 年	11 年 1-9 月	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 1-9 月
阿莫西林及氨苄西林胶囊	百万盒	50.00	41.00	45.00	46.00	32.00	39.80	43.40	45.40	30.20
阿莫西林颗粒	百万盒	9.00	4.50	4.00	5.00	4.50	4.30	4.30	4.70	3.20
青霉素类粉针剂	百万瓶	192.90	35.00	40.00	61.90	35.00	30.00	39.40	51.10	36.40
青霉素类冻干粉针剂	百万瓶	19.50	11.00	14.00	17.00	15.00	10.40	13.30	16.10	12.70

资料来源：公司提供

表 10 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	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-9 月
阿莫西林（细粉）	元/千克	259	186	180	173
氨苄西林（细粉）	元/千克	277	186	178	178
阿莫西林（颗粒）	元/千克	249	177	172	169
氨苄西林（颗粒）	元/千克	251	176	175	169
联邦安必仙胶囊（氨苄西林胶囊）0.25g*24	元/盒	11	11.1	10.8	10.3
联邦阿莫仙胶囊（阿莫西林胶囊）0.25g*24	元/盒	10.2	9.9	9.8	9.5
联邦安必仙胶囊（氨苄西林胶囊）0.5g*24	元/盒	17.4	17.4	16.9	16.6
联邦阿莫仙胶囊（阿莫西林胶囊）0.5g*24	元/盒	17.9	17.9	17.3	15.9

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 90%，其余为人工成本、燃料动力和制造费用等，其中原料药生产所需燃料动力成本较高，制剂药生产所需人工成本较高。

表 11 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	90%
	人工成本	2%
	燃料动力	3%
	制造费用	2%
制剂产品	直接材料	90%
	人工成本	6%
	燃料动力	1%
	制造费用	3%

资料来源：公司提供

公司原料药生产的原材料主要为中间体，全部采购自关联公司联邦制药（成都）有限公

司（以下简称“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”），制剂生产的主要原材料为原料药，全部来自珠海原料厂。

2008~2010 年，成都联邦和内蒙古联邦合计生产中间体 6-APA 分别为 5355 吨、8970 吨和 12730 吨，其中 53%、62%和 60%供应给公司；合计生产中间体 7-ACA 分别为 445 吨、539 吨和 699 吨，其中 61%、55%和 71%供应给公司。

2008~2010 年，珠海原料厂生产半合成类青霉素分别为 4150 吨、8400 吨和 9020 吨；生产贝塔-内酰胺酶抑制制剂类分别为 120 吨、164 吨和 230 吨；生产头孢类分别为 542 吨、720 吨和 906 吨，其中所有原料药产品的 10%供应给中山制剂厂，其余外销。目前公司仍需对外采购羟邓盐、邓盐和丙酮(散水)等辅料以补充生产需要。

表 12 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	2008年	2009年	2010年	2011年1-9月	2008年	2009年	2010年	2011年1-9月
6-APA	60%	4954	8769	8729	4131	198.2	143.7	160.5	157.7
7-ACA	48%	416	569	563	371	653.8	592.4	749.3	528.9
羟邓盐	27%	2796	6105	6081	4338	70	59.4	61.3	50.2
丙酮(散水)	3.5%	4260	7089	7156	5498	7.8	5.4	6.6	7.8
邓盐	23.4%	772	4468	1330	904	55	45	45.8	41.4

资料来源：公司提供

表 13 2010 年公司原材料前 5 名供应商

	供应商名称	金额（万元）	占比（%）	原材料	合作年限
1	联邦制药（内蒙古）有限公司	95216	33%	6-APA	2 年
2	联邦制药（成都）有限公司	87860	30%	6-APA、7-ACA	5 年
3	浙江普洛医药科技有限公司	19246	7%	羟邓盐、邓盐	10 年
4	河南新天地药业有限公司	14821	5%	羟邓盐	7 年
5	石家庄中天生物有限责任公司	5550	2%	羟邓盐	7 年
合计	--	222693	77%	--	--

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。

公司与主要原料供应商均建立了稳定长期的合作关系，近年来前五名供应商变化不大。2010 年，公司前五名供应商合计采购额占比为 77%，原材料采购集中度高，尤其是对成都联邦和内蒙古联邦的关联交易比例高（占 63%）。目前公司对成都联邦和内蒙古联邦的采购定价采用市场价格，但根据公司生产销售计划优先满足公司生产需要，可以更好的满足公司对品质和稳定性的要求。采购结算方式主要是银行承兑汇票（约占 70%），付款周期大致为三个月

左右。

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. 产品生产

公司采取以市场需求为导向组织生产的原則。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。

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。2011 年 6 月，经国家工商局商标评审委员会认定，联邦“阿莫仙”商标在人用药商标上被评为驰名商标。

在品种结构方面，2011 年 1-9 月“三仙”销售额占 31%，“两水”销售额占 7%，他唑仙销售额占 12%。

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。

对主要客户的依赖程度

公司制剂销售有 300 多家协议客户，其中 70%以上的客户都是 10 年以上的长期商业合作伙伴。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。近三年公司各年度销售前五名客户的销售额合计占比未超过 20%，集中度不高。

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，出口销售总额连年提升，2008~2010 年三年年均增长 33.24%，公司出口销售形势良好。

表 14 公司产品销售区域数据

区域		销售量/销售额占比（%）			
		2008 年	2009 年	2010 年	2011年1-9月
内销	--	76.4	76.9	70.0	78.1
出口	香港	1.3	2	1.1	2.3
	欧洲	4.3	6.3	7.5	7.0
	印度	7.8	7.5	12.3	4.8
	其 他 亚 洲 地区	7.9	4.3	5.7	6.6
	其 他 地区	2.3	3	3.4	1.2

资料来源：公司提供

表 15 公司近年产品出口情况

	2008 年	2009 年	2010 年	2011年1-9月
总出口销售额（万元）	82464.39	97402.52	146391.18	66527.38
出口额/销售收入 (%)	23.60	23.10	29.78	21.72

资料来源：公司提供

表 16 2010-2011 年 1-9 月公司前 5 名客户情况

客户名称	主要销售产品	2010 年		2011 年 1-9 月	
		销售额（万元）	占比	销售额（万元）	占比
悦康药业集团有限公司	原料药	21097.46	6.60%	10301.26	3.39%
云南省医药有限公司	制剂			6023.45	1.98%
哈药集团制药总厂	原料药			5095.98	1.68%
上海医药分销控股有限公司	制剂			4950.10	1.63%
重庆医药股份有限公司新特药品分公司	制剂			4486.33	1.48%
Unimark Remedies Hong Kong limited	原料药	12169.20	3.81%		
INDUKERN CHEMIE AG	原料药	10668.98	3.34%		
DSM ANTI-INFECTIVES INDIA LIMITED	原料药	10182.26	3.18%		
AUROBINDO PHARMA LIMITED.	原料药	6976.78	2.18%		
合计	--	61094.69	19.10%	30857.12	10.16%

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2008 年~2010 年，公司销售债权周转次数呈下降趋势，三年分别为 13.82 次、7.32 次和 6.43 次。2010 年公司存货周转次数和总资产的周转次数分别为 5.24 次和 1.34 次，三年平均值分别为 5.64 次和 1.34 次，处于正常偏低水平。总体来看，公司经营效率一般。

6. 未来发展

“十二五”期间，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，同时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。

（1）拓展国际市场

公司将在巴西、印度、杜拜等国家或地区设立地区办事处，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）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，将全新工艺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，以提高产品价格的竞争力，增加市场占有率。

（3）重组人胰岛素产品将成为新的利润增长点

目前公司共有五个重组人胰岛素产品（优思灵 USLIN 系列）已获得国家药监局的批准。由于公司生产的胰岛素产品较国外同类产品价格较低，在中国国内市场较具竞争力，预期未来将在国内市场前景较好。

公司优思灵系列重组人胰岛素产品采取独特的酵母表达生产胰岛素技术，通过高效的分泌型表达，保证了产品的高纯度及高生物学活性。产品质量标准均高于现行的中国药典、美国药典及欧洲药典标准。公司是国内第一家，拥有酵母表达生产胰岛素技术的企业，此项技术获得国家四年技术和产品保护期。目前公司具备年产 3 亿只胰岛素制剂的产能。2011 年优思灵系列产品已实现少量投产并逐步铺开销售网络。预计 2012 年随着公司胰岛素销售网络及渠道的日益完善及拓展，公司胰岛素系列品种制剂的销售总额将突破 1 亿元。

截至 2011 年底，公司在胰岛素项目累计投入接近 4 亿元，预计未来三年公司将在第三代胰岛素及胰岛素销售网络建设等方面持续总投资超过 6 亿元，累计该项目总投资额将超 11 亿元，目标是将公司打造成为年产 3 亿支以上的具有第二代及第三代胰岛素和类似药物生产能力的国内重点胰岛素生产基地。

整体看，公司在建及拟建工程充分依托和发挥公司技术优势，有利于巩固公司制药主业的市場地位和竞争优势，符合公司的战略定位。

表 17 公司在建及拟建项目列表 (单位: 万元)

序号	项目名称	总投资	自筹资金金额	2011 年 9 月末累计投资	计划投资额			
					2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
1	胰岛素项目的进一步研发及营销网络建设	115000.00	20000.00	40000.00	15000.00	20000.00	25000.00	15000.00
2	固定资产的改良支出及维护	70000.00	13000.00	35000.00	10000.00	10000.00	10000.00	10000.00
合 计		185000.00	33000.00	75000.00	25000.00	30000.00	35000.00	25000.00

资料来源: 公司提供

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2008~2010 年三年连审财务报表均已经过大华会计师事务所有限公司审计, 并出具了标准无保留意见的审计结论。公司自 2010 年 1 月 1 日起执行财政部于 2006 年颁布的《企业会计准则》, 并已按照《企业会计准则第 38 号—首次执行企业会计准则》及其他相关规定, 对可比年度的财务报表予以追溯调整。近三年公司会计数据持续。2011 年度 1~9 月报表未经审计。

从公司财务报表合并范围看, 截至 2010 年底, 纳入公司合并报表范围的子公司包括 2 家全资控股子公司 (于 2009 年纳入公司合并范围) 及 1 家控股公司 (持股 75%)。总体看, 公司合并范围变化对公司整体经营影响相对较小, 三年数据具有可比性。

截至 2010 年底, 公司合并资产总额为 394790.23 万元, 所有者权益 (含少数股东权益) 为 155557.42 万元 (其中少数股东权益 2970.65 万元); 2010 年, 公司实现营业收入 491777.20 万元, 利润总额 50414.32 万元。

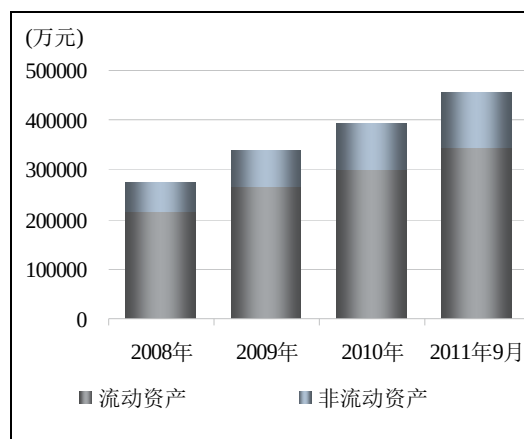
截至 2011 年 9 月底, 公司合并资产总额为 456811.62 万元, 所有者权益 (含少数股东权益) 为 205431.70 万元 (其中少数股东权益 3337.49 万元); 2011 年 1~9 月, 公司实现营业收入 306310.20 万元, 利润总额 23754.70 万元。

2. 资产质量

2008~2010 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 20.26%。截至 2010 年底, 公司合并资产总额 394790.23 万元, 其中流动资产占 76.37%, 非流动资产占 23.63%, 公司资产以流动资产为主。

图 4 公司资产构成情况



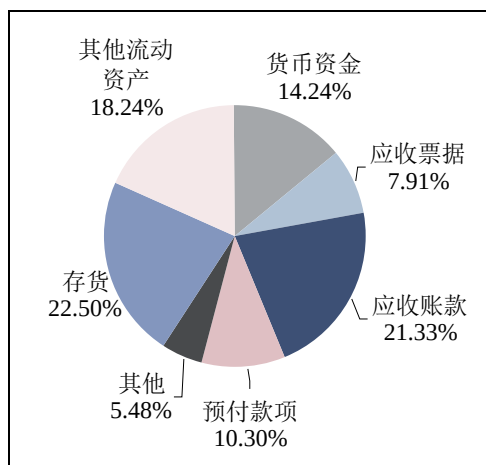
资料来源: 公司财务报表

流动资产

2008~2010 年, 公司流动资产稳定增长, 年均复合增长率达到 17.97%。截至 2010 年底, 公司流动资产 301488.46 万元, 主要以货币资金 (占 14.24%)、应收票据 (占 7.91%)、应收账款 (占 21.33%)、预付款项 (占 10.30%)、存货 (占 22.50%) 和其他流动资产 (占 18.24%) 为主。

2008~2010 年, 公司货币资金持续增长, 年均复合增长率为 22.45%。截至 2010 年底, 公司货币资金为 42928.60 万元, 其构成主要为银行存款 (占 84.58%), 其中 6600.61 万元为银行的结算保证金存款, 公司可支配货币现金占比较高, 资金充裕。

图5 2010年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报表

近三年，伴随公司销售规模不断扩大，公司应收票据及应收账款总额持续增长，截至2010年底，公司应收票据总额23836.07万元，其中73.31%已作为公司向银行申请开具银行承兑汇票的质押物；公司应收账款共计64305.03万元，其中99.39%为一年以内欠款，共计提坏账准备3516.74万元，计提比例5.19%，较为充分，应收账款前5名单位欠款合计占应收账款的23.92%，主要是医药商业客户，集中度不高，且全部为1年以内欠款，坏账风险较低。

表18 2010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	占应收账款总额的比例
悦康药业集团有限公司	6005.33	一年以内	8.85%
Unimark Remedies Hong kong limited	3485.86	一年以内	5.14%
上海医药分销控股有限公司	2538.21	一年以内	3.74%
INDUKERN CHEMIE AG	2345.07	一年以内	3.46%
瑞阳制药有限公司	1849.78	一年以内	2.73%
合计	16224.25		23.92%

资料来源：公司提供

2008~2010年，公司预付账款波动增长，年均增长205.16%。截至2010年底，公司预付

账款为31062.94万元，主要系公司预付给关联上游企业（成都联邦及内蒙古联邦）的原材料货款，账龄主要分布在1年以内（占98.26%），但集中度较高，前五名客户欠款合计占总额的99.61%，且其中95.20%为公司关联方上游原材料供应商欠款。总体看，公司预付账款账龄较短，但集中度较高，且关联方占比较高，存在关联方占用资金的风险。

表19 2010年底公司预付账款前五名情况

(单位：万元)

债务人	与本公司关系	欠款金额	年限
联邦制药(成都)有限公司	关联方关系	20354.27	一年以内
联邦制药(内蒙古)有限公司	关联方关系	9216.69	一年以内
中山市小榄镇汇丰医用塑料包装厂	非关联关系	543.20	一年以内
深圳市禄来广告有限公司	非关联关系	522.31	一年以内
珠海联盈石油化工有限公司	非关联关系	305.43	一年以内
合计		30941.90	

资料来源：公司提供

2008~2010年，公司存货规模快速增长，年均增长31.87%。截至2010年底，公司存货为67830.40万元，主要由原材料（占22.61%）、库存商品（占47.91%）和自制半成品（占26.60%）等构成。截至2010年底，公司累计对产成品及库存商品计提存货跌价准备648.04万元，计提比例为0.96%。

公司2010年底其他流动资产共计55000.00万元，全部为公司借出给关联方内蒙古联邦的委托贷款。2010年度，公司确认该笔委托贷款利息收入621.44万元。

非流动资产

2008~2010年，公司非流动资产快速增长，年均增长28.67%。截至2010年底，公司非流动资产共计93301.77万元，主要由固定资产（占69.04%）、在建工程（占25.21%）等构成。

近三年来，伴随公司加大项目投资建设力

度，实现增产扩容、技术改造及新产品投制，公司固定资产及在建工程快速增长，分别年均增长 31.35%和 29.59%。截至 2010 年底，公司固定资产账面净值为 64411.04 万元，主要以房屋及建筑物（占 41.59%）及机器设备（占 51.86%）等为主。公司在建工程共计 23519.35 万元，主要是公司 2010 年度持续投资珠海原料厂及中山制剂厂房设备更新扩容及胰岛素厂房建设等所致。公司不存在计入工程成本的借款费用资本化金额。

截至 2011 年 9 月底，公司合并资产总额 456811.62 万元，较 2010 年底增长 15.71%。公司资产构成中流动资产占 75.64%，非流动资产占 24.36%，资产结构比例与 2010 年底基本持平。

综合看，近年来伴随公司产品生产销售规模不断扩大，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、其他流动资产占比较大，资产流动性一般；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。

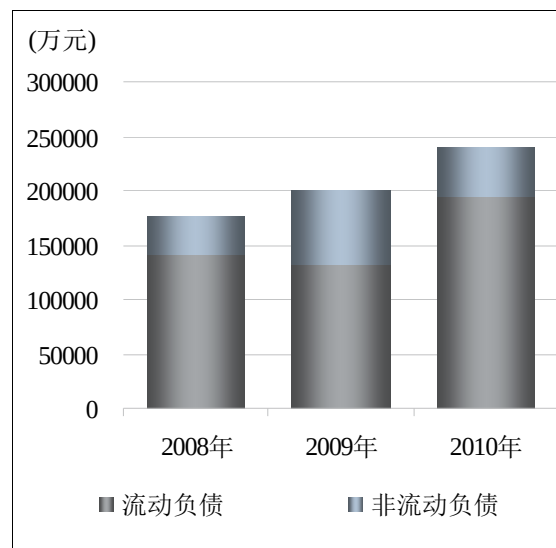
3. 负债及所有者权益

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，2008~2010 年，公司负债总额年均增长 16.36%。截至 2010 年底，公司负债总额为 239232.81 万元，其中流动负债占 83.06%，非流动负债占 16.94%。公司负债以流动负债为主且占比较高，负债结构不合理。

2008~2010 年，公司流动负债波动增长，年均增长 17.58%。截至 2010 年底，公司流动负债为 195416.98 万元，主要由短期借款（占 13.46%）、应付票据（占 45.77%）、应付账款（占 15.93%）和其他应付款（占 12.02%）等组成。

图6 2008年~2010年负债规模与结构



资料来源：公司财务报表

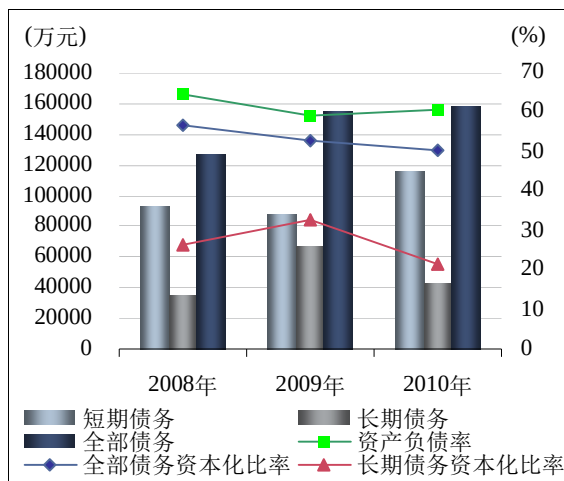
截至 2010 年底，公司短期借款共计 26300.00 万元，全部为抵押借款，其中用于抵押借款的抵押资产原值总计 30000.00 万元。公司应付票据共计 89450.48 万元，其中 83.66% 为应付关联方原材料款。公司应付账款主要是应付原材料货款，截至 2010 年底共计 31130.74 万元，其中账龄在 1 年以内的占比 99.42%，账龄较短。2010 年底，公司其他应付款大幅攀升，主要为与其他公司之间的业务往来款，共计 23488.54 万元，其中 67.65% 为应付关联方珠海市康知乐医药有限公司、平汇有限公司等欠款。

2008~2010 年，公司非流动负债规模波动上升，年均增长 11.34%。截至 2010 年底，公司非流动负债共计 43815.83 万元，主要为长期借款（占 96.67%）。

2008 年~2010 年，公司全部债务规模年均增长 11.42%，截至 2010 年底全部债务为 158108.48 万元，占负债总额的 66.09%，其中短期债务占 73.21%，长期债务占 26.79%，但其中 56.58% 为不带息应付票据（全部为银行承兑汇票），公司利息负担相对较轻，且对上游供应商拥有较高的议价能力及较高的商业信用。公司近年来通过原有股东增资等直接融资方式有效缓解了公司项目投资建设所需的资金压力，债

务负担小幅波动下降, 2010年底, 公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为50.41%和60.60%, 总体看, 公司债务规模一般, 但短期债务占比较高, 短期偿债压力较大。

图7 2008年~2010年公司债务指标



资料来源：公司财务报表

截至2011年9月底, 公司负债规模在短期借款、应付票据等有所增长的推动下, 较2010年底小幅增长5.08%, 共计251379.92万元, 其中流动负债和非流动负债分别占83.06%和16.94%; 公司全部债务194172.52万元, 其中短期债务和长期债务分别占78.79%和21.21%, 应付票据占53.83%, 负债结构较2010年底变化不大。

2011年9月底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为55.03%和48.59%。公司债务负担有所减轻。

总体看, 公司债务水平适中, 债务负担一般, 但债务结构不尽合理, 流动负债占比过高, 存在一定短期偿债压力。

所有者权益

2008~2010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, 年均增速达27.09%。截至2010年底, 公司所有者权益(含少数股东权益)155557.42万元, 其中归属于母公司权益占98.09%, 主要由股本(占36.86%)、盈余公积(占15.24%), 未分配利润(占46.24%)等组成。

2011年9月底, 公司所有者权益增至205431.70万元, 较2010年底增长32.06%, 除利润累积所致的未分配利润增长外, 公司原有股东持续增资至股本较2010年底大幅增长53.33%。公司股本所占归属母公司权益比例进一步升高至42.68%。

综合看, 近年来公司所有者权益规模持续增长, 但未分配利润占比较高, 公司所有者权益稳定性较弱。

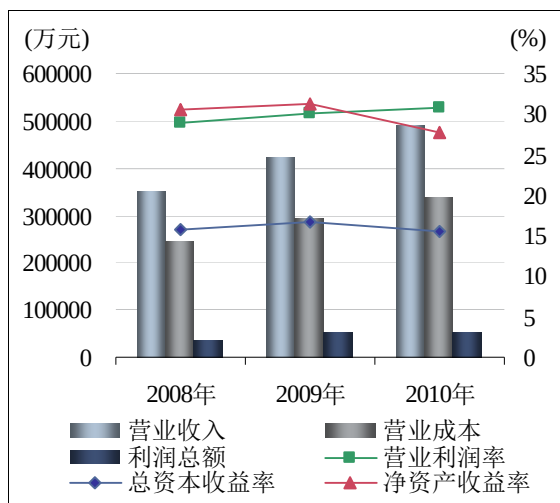
4. 盈利能力

近三年来, 受惠于医改、医保及新农合等国家政策扶持, 和公司销售团队及网络的日趋完善, 公司销售规模不断扩大, 销售收入逐年增长, 2008年~2010年年均增长18.71%。2010年公司实现营业收入491777.20万元, 全部来自于原料药及制剂的对外销售, 同年公司实现利润总额50414.32万元。

从期间费用来看, 2008年~2010年, 公司期间费用占营业收入的比重分别为18.23%、18.02%和20.79%, 所占比重适中但呈波动上升的态势。2010年, 公司期间费用共计102234.17万元, 其中销售费用(占73.62%)、管理费用(占20.14%)三年来受公司开拓市场及加大研发力度等因素影响增长较快, 但总体看, 符合医药生产企业行业特点。

从盈利指标看, 2008~2010年公司受益于公司制剂药板块毛利提高, 公司整体营业利润率小幅提升, 三年分别为28.83%、30.15%和30.85%, 但受公司费用占比提高及所有者权益和债务规模持续增长影响, 公司净资产收益率和总资产收益率均小幅波动下降, 2010年底分别为27.64%和15.42%, 较上年分别下降3.71个百分点和1.37个百分点。

图8 2008~2010年公司主要盈利指标情况



资料来源：公司财务报表

2011年1~9月，公司实现营业收入306310.20万元，利润总额23754.70万元，分别占2010年全年的62.29%及47.12%，有所下滑，主要是公司确认收入等季节性因素所致。同期，公司营业利润率升至32.15%，净资产收益率和总资本收益率分别降至12.86%和6.61%。

总体看，公司近年来受益于国家医改政策刺激下游需求，及公司销售团队及网络的不断完善，收入规模持续上升；但受市场开拓持续投入、人工成本增加、研发投入增加等因素影响，公司盈利能力小幅下降，但仍处于同行业较高水平，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，2008~2010年，公司流动比率和速动比率波动中小幅上升，三年加权平均值分别为168.31%和131.50%，2010年底分别下降为154.28%和119.57%。2011年9月底，公司流动比率和速动比率分别升至165.49%和128.34%，较2010年底有所提高。2010年公司经营活动产生的现金流量净额大幅

提升，继而导致2010年公司经营现金流流动负债比激增至64.25%，较2009年提高36.97个百分点，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2008~2010年，公司EBITDA波动增长，三年分别为48223.54万元、62516.73万元和61864.72万元，年均增长13.26%。2010年公司全部债务/EBITDA及EBITDA利息倍数分别为2.56倍和11.51倍，公司EBITDA对利息及全部债务的保障能力尚可。

截至2011年9月底，公司合并口径下对外担保余额为22000.00万元，担保比率为10.71%。被担保企业主要为成都联邦及内蒙古联邦等关联公司，目前担保企业维持正常生产经营，公司或有负债风险较小。

截至2011年9月底，公司合并口径共获得各家银行授信总额度为159000.00万元，已使用额度为89655.00万元，尚未使用额度为69345.00万元。公司间接融资渠道较畅通。

七、综合评价

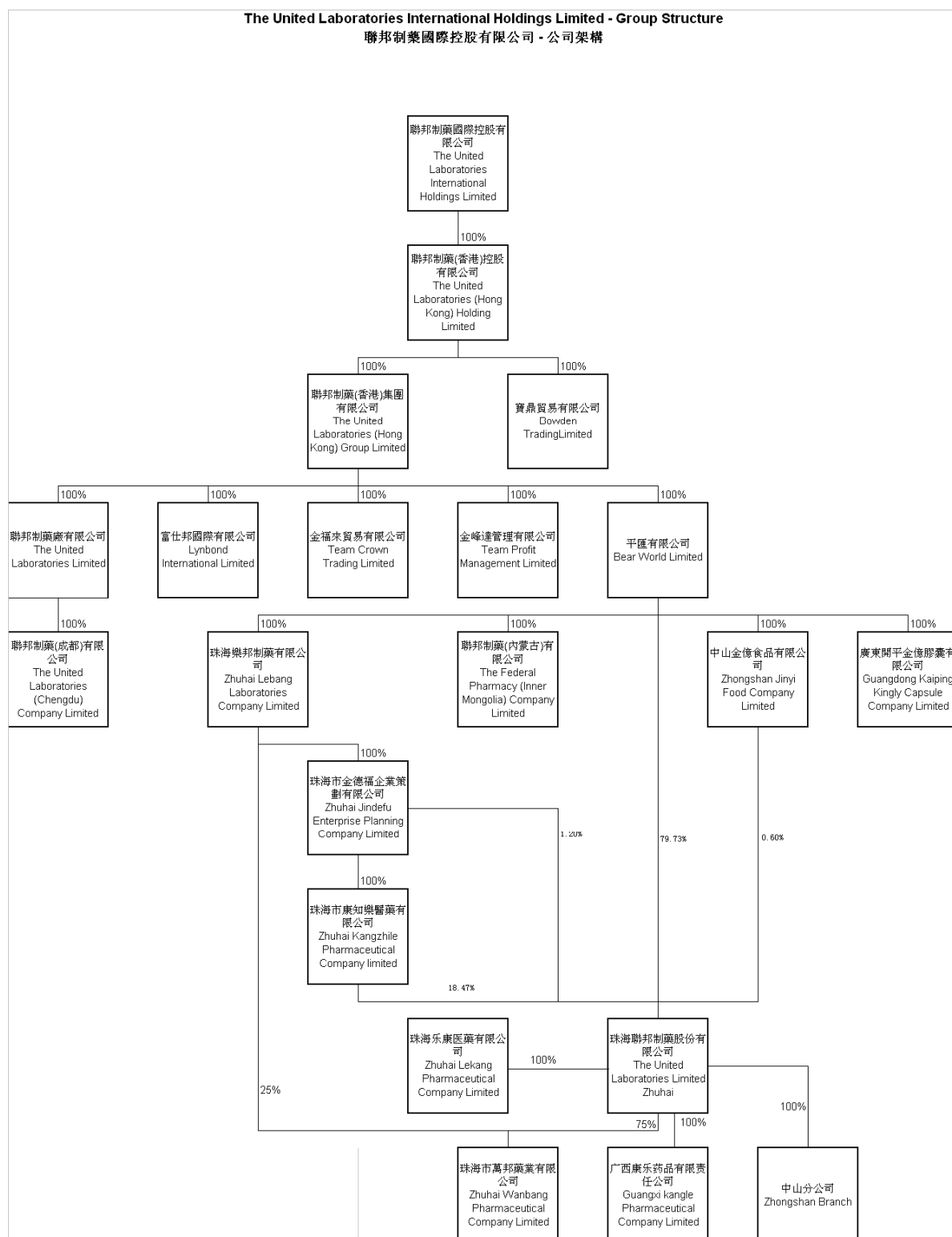
随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。未来在新医改政策推动下，巨大的市场需求将支撑医药行业景气度延续。

公司作为国内抗生素原料药及制剂药的重要生产企业，在技术研发、品牌认知度、细分市场占有量等方面具有竞争优势。目前公司整体资产质量较好，债务负担一般，整体盈利能力较强。

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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

总体看，公司主体信用风险较低。

附件 1-1 公司组织机构图



附件 1-2 2010 年底公司合并范围内下属子公司

子公司全称	注册地	业务性质	注册资本 (万元)	经营范围	期末实际 投资额(万 元)	持股比 例(%)	表决权 比例 (%)	是否 合并 报表
珠海市万邦药业有限公司	珠海	商品销售	100	中成药；化学原料药；化学药制剂；抗生素；生化药品的批发、保健食品的批发、零售	922.50	75%	75%	是
珠海乐康医药有限公司	珠海	商品销售	100	中成药、化学药制剂、化学原料药、抗生素、生化药品的批发（许可证有效期至 2011 年 8 月 7 日）	89	100%	100%	是
广西康乐药品有限责任公司	南宁	商品销售	500	中成药、化学原料药、化学药制剂、抗生素、生化药品、蛋白同化制剂、肽类激素（有效期至 2014 年 7 月 30 日），定型包装保健食品（有效期至 2010 年 7 月 19 日）批发	50	100%	100%	是

附件 2-1 公司合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动资产：					
货币资金	28631.43	30977.80	42928.60	22.45	75854.31
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00		0.00
应收票据	12796.86	7177.99	23836.07	36.48	19307.79
应收账款	37714.97	57734.95	64305.03	30.58	50775.93
预付款项	3335.78	82183.48	31062.94	205.16	63939.92
应收利息	0.00	0.00	85.55		0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应收款	95147.34	27916.22	16439.87	-58.43	20084.80
存货	39008.47	61639.58	67830.40	31.87	77553.55
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
其他流动资产	0.00	0.00	55000.00		38000.00
流动资产合计	216634.85	267630.03	301488.46	17.97	345516.31
非流动资产：					
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00		0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00		0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00		0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00		0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产	37335.96	50098.27	64411.06	31.35	70941.39
在建工程	14004.68	15067.82	23519.35	29.59	35061.49
工程物资	5.32	6.20	8.74	28.12	17.23
固定资产清理	0.00	0.00	0.00		0.00
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00		0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00		0.00
无形资产	4194.32	3984.23	3624.97	-7.03	3437.79
开发支出	0.00	0.00	0.00		0.00
商誉	0.00	72.48	72.48		72.48
合并价差	0.00	0.00	0.00		0.00
长期待摊费用	19.85	14.67	146.22	171.40	341.42
递延所得税资产	799.55	998.31	1518.95	37.83	1423.51
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
非流动资产合计	56359.68	70241.98	93301.77	28.67	111295.31
资产总计	272994.53	337872.01	394790.23	20.26	456811.62

附件 2-2 公司合并资产负债表（负债与所有者权益）
 （单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 9 月
流动负债：					
短期借款	18500.00	17600.00	26300.00	19.23	48471.40
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00		0.00
应付票据	50034.03	70297.71	89450.48	33.71	104517.12
应付账款	28168.84	31485.05	31130.74	5.13	26937.55
预收款项	3076.42	4462.75	3878.23	12.28	7091.63
应付职工薪酬	1039.02	515.80	3234.20	76.43	257.03
应交税费	5614.64	2759.49	5351.92	-2.37	2366.64
应付利息	156.82	260.20	165.45	2.72	0.00
应付股利	7365.00	0.00	12417.41	29.85	-182.59
其他应付款	3383.66	5288.13	23488.54	163.47	19330.13
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
一年内到期的非流动负债	24000.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00		0.00
流动负债合计	141338.43	132669.12	195416.98	17.58	208788.92
非流动负债：					
长期借款	34824.00	66988.00	42358.00	10.29	41184.00
应付债券	0.00	0.00	0.00		0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00		0.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00		0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
递延收益	0.00	0.00	0.00		0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	12.83		0.00
其他非流动负债	520.00	655.00	1445.00	66.70	1407.00
非流动负债合计	35344.00	67643.00	43815.83	11.34	42591.00
负债合计	176682.43	200312.12	239232.81	16.36	251379.92
所有者权益：					
实收资本(或股本)	31360.00	41360.00	56249.60	33.93	86249.60
资本公积	2514.19	2526.00	2526.00	0.23	2526.00
减：库存股	0.00	0.00	0.00		0.00
盈余公积	12780.00	19267.01	23250.35	34.88	23255.55
未分配利润	45986.64	71971.81	70560.82	23.87	90063.05
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00		0.00
归属于母公司权益合计	92640.84	135124.82	152586.77	28.34	202094.21
少数股东权益	3671.27	2435.07	2970.65	-10.05	3337.49
所有者权益合计	96312.11	137559.89	155557.42	27.09	205431.70
负债和所有者权益总计	272994.53	337872.01	394790.23	20.26	456811.62

附件 3 公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~9 月
一、营业收入	348949.72	422270.24	491777.20	18.71	306310.20
减: 营业成本	247326.83	293731.26	338988.27	17.07	205952.12
营业税金及附加	1021.51	1210.69	1064.08	2.06	1864.40
销售费用	45117.82	56536.33	75259.99	29.15	62746.09
管理费用	12064.95	13582.35	20591.85	30.64	11522.55
财务费用	6422.79	5965.20	6382.33	-0.32	4654.52
资产减值损失	134.43	1130.14	487.28	90.39	0.00
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00		0.00
投资收益	0.00	0.00	621.44		2524.06
其中: 对合营企业投资收益	0.00	0.00	0.00		0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00		0.00
二、营业利润	36861.39	50114.27	49624.84	16.03	22094.59
加: 营业外收入	1315.14	991.02	1629.04	11.30	1806.18
减: 营业外支出	713.03	134.36	839.56	8.51	146.07
其中: 非流动资产处置损失	360.70	16.27	129.58	-40.06	0.00
三、利润总额	37463.50	50970.92	50414.32	16.00	23754.70
减: 所得税费用	7990.39	7837.90	7416.80	-3.66	3934.92
四、净利润	29473.11	43133.02	42997.52	20.78	19819.78
其中: 归属于母公司的净利润	26266.92	41880.17	42461.95	27.14	19497.03
少数股东损益	3206.19	1252.85	535.57	-59.13	322.75
被合并方合并前的净利润	0.00	0.00	0.00		0.00

附件 4 公司合并现金流量表
 （单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 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	362169.97	478082.09	530742.11	21.06	346142.83
收到的税费返还	4376.69	6529.29	9926.72	50.60	12511.72
收到其他与经营活动有关的现金	1634.46	55519.08	88918.22	637.58	54971.43
经营活动现金流入小计	368181.12	540130.47	629587.04	30.77	413625.98
购买商品、接受劳务支付的现金	246014.08	388301.07	349314.95	19.16	289684.44
支付给职工以及为职工支付的现金	19809.90	23059.61	29576.24	22.19	21941.95
支付的各项税费	19182.89	25812.00	30130.76	25.33	27050.84
支付其他与经营活动有关的现金	57010.65	66773.02	95012.83	29.10	61117.43
经营活动现金流出小计	342017.52	503945.71	504034.78	21.40	399794.67
经营活动产生的现金流量净额	26163.60	36184.76	125552.26	119.06	13831.31
二、投资活动产生的现金流量：					
收回投资收到的现金	0.00	0.00	0.00		17000.00
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	553.10		2756.70
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	32.35	6.35	63.76	40.39	11.20
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00		0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		3.60
投资活动现金流入小计	32.35	6.35	616.86	336.67	19771.50
购建固定资产、无形资产等支付的现金	20893.68	25910.97	25094.20	9.59	25189.63
投资支付的现金	0.00	0.00	55000.00		0.00
取得子公司等支付的现金净额	0.00	66.22	0.00		0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
投资活动现金流出小计	20893.68	25977.19	80094.20	95.79	25189.63
投资活动产生的现金流量净额	-20861.33	-25970.84	-79477.34		-5418.13
三、筹资活动产生的现金流量：					
吸收投资收到的现金	8005.08	10114.85	0.00	-100.00	30431.81
取得借款收到的现金	74000.00	66428.54	64300.00	-6.78	48800.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
筹资活动现金流入小计	82005.08	76543.39	64300.00	-11.45	79231.81
偿还债务支付的现金	53367.80	59164.54	80230.00	22.61	37770.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	28105.93	25246.40	18050.55	-19.86	16657.55
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	98.00		0.00
筹资活动现金流出小计	81473.73	84410.94	98378.55	9.89	54427.55
筹资活动产生的现金流量净额	531.35	-7867.55	-34078.55		24804.26
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	-45.58		-277.11
五、现金及现金等价物净增加额	5833.62	2346.37	11950.80	43.13	32940.34
加：期初现金及现金等价物余额	22797.81	28631.43	30977.80	16.57	42913.97
六、期末现金及现金等价物余额	28631.43	30977.80	42928.60	22.45	75854.31

附件 5 公司合并现金流量补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	29473.11	43133.02	42997.52	20.78
加: 资产减值准备	134.43	1130.14	487.28	90.39
固定资产折旧及其他	4513.92	5275.09	5778.55	13.14
无形资产摊销	289.02	288.59	291.14	0.37
长期待摊费用摊销	5.18	5.18	7.50	20.31
处置固定资产、无形资产等损失	112.43	-3.55	96.61	
固定资产报废损失	239.90	16.27	30.42	-64.39
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	
财务费用	5951.93	5976.94	5373.21	-4.99
投资损失	0.00	0.00	-621.44	
递延所得税资产减少	927.18	-198.76	-507.81	
递延所得税负债增加	0.00	0.00	12.83	
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	-2504.08	-22661.59	-6190.82	
经营性应收项目的减少	-5528.91	3209.71	37631.68	
经营性应付项目的增加	-7450.49	13.72	40165.59	
其他	0.00	0.00	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	26163.60	36184.76	125552.26	119.06
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本	0.00	0.00	0.00	
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00	
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00	
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	28631.43	30977.80	42928.60	22.45
减: 现金的期初余额	22797.81	28631.43	30977.80	16.57
加: 现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	5833.62	2346.37	11950.80	43.13

附件 6 主要计算指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年	平均值	2011 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	13.82	7.32	6.43	8.17	--
存货周转次数(次)	6.34	5.84	5.24	5.64	--
总资产周转次数(次)	1.28	1.38	1.34	1.34	--
盈利能力					
营业利润率(%)	28.83	30.15	30.85	30.24	32.15
总资本收益率(%)	15.84	16.79	15.42	15.92	--
净资产收益率(%)	30.60	31.36	27.64	29.35	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	26.56	32.75	21.40	25.84	16.70
全部债务资本化比率(%)	56.94	52.96	50.41	52.48	48.59
资产负债率(%)	64.72	59.29	60.60	61.03	55.03
偿债能力					
流动比率(%)	153.27	201.73	154.28	168.31	165.49
速动比率(%)	125.67	155.27	119.57	131.50	128.34
经营现金流动负债比(%)	18.51	27.27	64.25	44.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.10	10.46	11.51	10.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.64	2.48	2.56	2.55	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.04	0.07	0.29	0.17	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.89	1.71	8.57	4.98	--

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
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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	
EBIDA 利息倍数	EBIDA/利息支出
全部债务/EBIDA	全部债务/EBIDA
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

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
 EBIDA=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

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，联合资信有权撤销信用等级。

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。

