

跟踪评级公告

联合[2016] 308 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持深圳市百业源投资有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望稳定，并维持“15百业源CP002” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年三月二日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

深圳市百业源投资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
15 百业源 CP002	7 亿元	2015/10/16~ 2016/10/16	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2016 年 3 月 2 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
现金类资产(亿元)	21.26	24.66	29.32	47.50
资产总额(亿元)	105.99	174.23	196.95	225.59
所有者权益(亿元)	61.79	104.92	110.44	114.32
短期债务(亿元)	12.41	18.84	16.83	15.14
全部债务(亿元)	27.47	34.34	49.41	70.27
营业收入(亿元)	58.76	62.48	77.25	66.22
利润总额(亿元)	5.59	7.35	8.83	5.77
EBITDA(亿元)	10.69	12.29	16.81	--
经营性净现金流(亿元)	7.03	7.38	9.62	6.20
营业利润率(%)	50.57	59.17	56.31	58.03
净资产收益率(%)	7.26	5.69	6.73	--
资产负债率(%)	41.70	39.78	43.92	49.33
全部债务资本化比率(%)	30.77	24.66	30.91	38.07
流动比率(%)	162.62	159.05	120.14	112.40
全部债务/EBITDA(倍)	2.57	2.79	2.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.92	7.63	6.52	--
经营现金流流动负债比(%)	23.09	20.23	17.48	--

注: 1. 2015 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全部债务和短期债务;

3. 现金类资产中已剔除受限货币资金。

分析师

马 栋 孔祥一

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

深圳市百业源投资有限公司 (以下称“公司”) 主要从事医药及保健产品研发、生产和销售。跟踪期内, 公司资产、收入和利润规模持续增长, 整体盈利保持较好水平, 债务负担维持较低水平, 经营性净现金流持续增长。同时, 联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 也关注到国内化学原料药产能过剩、市场竞争激烈, 期间费用对利润侵蚀较大, 公司经营效率偏低等因素给公司信用水平带来不利影响。

未来, 公司将进一步完善产业链, 积极引进和开发新产品, 挖掘现有产品的潜力, 制定实施重点产品推广计划, 推动公司持续稳定的发展。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定, 并维持“15 百业源 CP002” A-1 的信用等级。

优势

1. 公司产品种类丰富, 重点产品市场份额领先。
2. 公司技术研发能力强, 研发成果丰富。
3. 跟踪期内, 公司资产、收入和利润规模持续增长, 债务负担保持较低水平。
4. 公司经营活动现金流入量和现金类资产对“15 百业源 CP002”的保障能力强。

关注

1. 公司期间费用规模大, 对利润形成一定侵蚀。
2. 跟踪期内, 公司其他应收款增长快, 存在关联方占用资金风险。
3. 公司交易性金融资产和可供出售金融资产规模大且增长较快。

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）与深圳市百业源投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与深圳市百业源投资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，未因深圳市百业源投资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深圳市百业源投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“15 百业源 CP002”到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于深圳市百业源投资有限公司主体长期信用及存续期内的“15百业源CP002”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

深圳市百业源投资有限公司（以下简称“百业源”或“公司”）成立于1999年1月21日，原名为深圳市百业源实业有限公司。1999年9月13日，焦作市成功化学制品有限公司将其持有的公司股权转让给朱保国，转让后公司出资人情况为：朱保国出资450万元，占注册资本总额的90%；刘广霞出资50万元，占注册资本总额的10%。1999年10月13日，公司增加注册资本7500万元，增资后注册资本8000万元，实收资本8000万元，其中：朱保国出资7200万元，占注册资本总额的90%；刘广霞出资800万元，占注册资本总额的10%。2001年6月12日，公司名称变更为深圳市百业源投资有限公司。截至2015年9月底，公司注册资本为8000万元，其中朱保国先生占90%，刘广霞女士占10%，两者为夫妻关系，公司实际控制人是朱保国先生。

公司经营范围：投资兴办实业（具体项目另行申报）；国内商业、物资供销业（不含专营、专控、专卖商品）。

截至2015年9月底，公司本部设法律部、研究发展部、投资部、项目管理部、行政人事部和财务部等6个职能部门。公司拥有6家控股一级子公司，其主要经营实体为上市公司健康元药业集团股份有限公司（公司持股48.03%，以下简称“健康元”）；健康元下属公司丽珠医药集团股份有限公司（公司持股47.38%，以下简称“丽珠集团”）为A股上市公司。

截至2014年底，公司（合并）资产总额196.95亿元，所有者权益110.44亿元（含少数

股东权益60.40亿元）；2014年公司实现营业收入77.25亿元，利润总额8.83亿元。

截至2015年9月底，公司（合并）资产总额为225.59亿元，所有者权益（含少数股东权益65.37亿元）为114.32亿元；2015年1~9月公司实现营业收入66.22亿元，利润总额5.77亿元。

公司住所：深圳市南山区高新北区朗山路17号健康元药业大厦314室；法定代表人：朱保国。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业概况

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。1998~2008 年中国医药工业行业景气度高企，处于高速发展阶段。2009 年，全球金融危机影响进一步深化，化学原料药出口受到较大影响，医药工业总产值增速有所下滑。2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长。2014 年，中国医药制造业实现主营业务收入 23325.61 亿元，同比增长 12.94%，利润总额 2322.20 亿元，同比增长 12.09%，增长速度虽较前两年有所回落，但仍保持较高水平。2015 年 1~10 月，中国医药制造业实现主营业务收入 20380.0 亿元，同比增长 9.2%，利润总额 2039.4 亿元，同比增长 13.7%，总体保持了稳定增长的发展趋势。

细分行业方面，从近三年增长速度看，生物生化品制造、卫生材料及医药用品制造、中成药制造以及中药饮片加工四个行业保持快速增长，收入规模年均增速保持在 20% 以上；从盈利能力看，化学药品制剂制造和中成药制造保持较高的销售利润率，化学药品原药制造和中药饮片加工盈利能力明显偏低。近年来医药行业效益有所分化，中成药制造总体保持快速增长，盈利能力较强。

2. 化学原料药行业

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

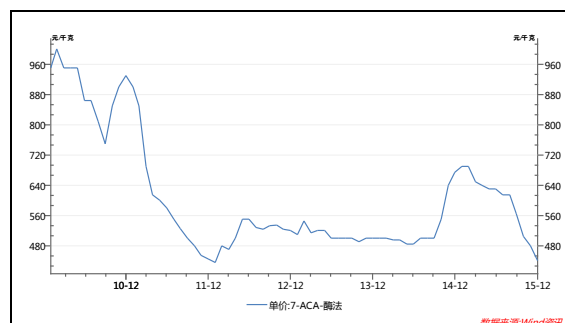
2011 年下半年以来，随着国内新建产能逐步释放，原料药行业产能过剩问题日益凸显，维生素 C、青霉素类等大宗原料药产品低价竞争现象明显，严重影响行业内企业的盈利情况。

2014 年，中国化学药品原药制造业实现主营业务收入 4240.35 亿元，同比增长 11.00%，实现利润总额 311.82 亿元，同比增长 9.51%。

7-ACA 是头孢菌素抗生素的关键性中间体，已在国际抗生素市场上广泛使用，是头孢类系列产品头孢氨苄、头孢拉定、头孢氢氨苄等抗生素的中间体，近年来，头孢菌素抗生素发展迅速，目前临床常用的头孢品种超过 30 个。头孢菌素品种几乎均为半合成产品，即利用发酵头孢菌素 C 的裂解物 7-ACA 加化学侧链缩合而成，故 7-ACA 是合成头孢菌素的关键性中间体。由于近年来头孢类抗生素价格波动较大，7-ACA 价格受到影响。同时受到国家卫生部自 2011 年起开始实施为期三年的全国抗菌药物临床应用专项整治活动和《抗菌药物临床应用管理办法》的影响，抗菌药物市场需求减少，导致抗菌药物市场竞争加剧。头孢类抗生素原料药以及中间体 7-ACA（酶法）的价格在 2010 年~2011 年的大幅下滑，于 2012 年~2013 年小幅回升后呈现底部震荡态势，2014 年 6 月起价格有所回升。进入 2015 年，7-ACA（酶法）

价格再次出现下滑，截至 2015 年底，7-ACA（酶法）价格已由年初的 690 元/千克下降至 440 元/千克。

图 1 7-ACA 酶法价格走势（单位：元/千克）



资料来源：Wind 资讯

3. 化学制剂行业

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。

2014 年，中国化学药品制剂行业实现主营业务收入 6303.71 亿元，同比增长 10.00%，实现利润总额 733.92 亿元，同比增长 14.78%。

4. 中药行业

中国中药行业进入 21 世纪后增长迅速，行业规模、工业化水平显著提高。中成药制造和中药饮片加工子行业销售收入从 2011 年至 2013 年复合增长率分别达到 22.44% 与 21.46%，

市场呈现稳定增长态势。2013 年，中成药制造行业和中药饮片加工行业分别实现销售收入 5064.98 亿元和 1259.35 亿元，同比增长 21.09% 和 26.89%。2014，中成药制造实现营业收入 5806.46 亿元，同比增长 13.14%；实现利润总额 597.93 亿元，同比增长 9.29%。

随着中国居民人均收入不断提高，中药产品实际消费增速加快，一方面源于医疗消费的整体推高，另一方面，人均收入提高带来的消费升级使人们更重视药物不良反应及副作用、疾病预防与保健、日常养生及滋补需求。

目前国内有中药企业 2000 多家，规模普遍较小，高技术含量与高附加值产品缺乏，低水平重复生产现象严重。

总体看，中国医药行业保持增长较快，但近年来增速呈现下滑趋势，预计在经过前期高速增长后行业将逐步进入稳定增长阶段，未来中国医药行业仍将保持良好的发展态势。

五、基础素质分析

1. 产权情况

截至2015年9月底，公司注册资本为8000万元，其中朱保国先生占90%，刘广霞女士占10%，公司实际控制人是朱保国先生。

2. 企业规模与竞争力

百业源是一家实业投资公司，一级子公司 4 家，其中健康元是其主要经营实体。公司是集医药、保健品研发、生产、销售为一体的综合性集团，产品种类丰富，涵盖中成药、化学原料药、化学药制剂、抗生素原料药、抗生素制剂、食品、保健食品、化妆品等多个领域。公司产业链完整，其生产的中西药制剂、诊断试剂产品长期稳占全国药品制剂市场前列，其中消化道用药、辅助抗肿瘤用药和抗感染用药为三大优势品种，生殖用药（促性激素）近年也成为主要的利润来源之一。

近年来，公司通过不断深化营销改革，调

整产品结构，大力推进重点产品销售。其中，丽珠得乐系列产品在全国消化道药物领域具有较高知名度，并成功进入《国家基本药物目录》（2012 版）；公司生殖领域药物销售规模位列行业前三，特色产品包括尿促卵泡素、尿促性腺激素和绒毛促性激素，其中注射用尿促卵泡素（商品名“丽申宝”）建立了独有的 LH 单抗亲和层析技术，是国内最早开发该项纯化技术并获得生产批件的企业，产品纯度达到 95%以上；注射用醋酸亮丙瑞林微球是治疗子宫内膜异位和中枢性性早熟等疾病的药物，目前国内仅有公司二级子公司丽珠集团和北京博恩特药业有限公司生产。

公司重视新产品和新技术的开发工作，目前拥有药品生产批文超过 515 个，保健食品生产批文 52 项，重点在研产品 24 项，共有在研项目 124 项，在研产品近 135 个。截至 2015 年 9 月底，公司共获得专利授权 340 项，其中发明专利 204 项。

总体看，公司产品种类丰富，在细分市场具有竞争优势；公司重视产品研发，拥有先进研发平台，质量体系完善，研发水平处于领先地位。

六、管理分析

2015 年 10 月，公司投资总监由余加文先生变更为汪月倩女士。汪月倩女士毕业于美国马萨诸塞大学（财金科学专业），硕士学历。曾任美国普华永道会计事务所、美国摩根大通集团、美国伯克希尔地产管理公司高级经理。该变动对公司经营无重大影响。

跟踪期内，公司管理体制和管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司以药品、保健品的生产和销售为主要业务，产品涵盖药品制剂、原料药、诊断试剂

及设备、保健品等。

跟踪期内，公司保持了以药品板块为主，保健品板块为辅的业务格局。2014年，公司药品（含试剂）销售收入占营业收入的90.51%，为公司最主要收入来源，其中制剂产品对公司收入贡献最大；保健品销售收入占营业收入的3.54%，为公司第二大收入来源；其他收入占营业收入5.95%，主要为一级子公司健康元与二级子公司丽珠集团主营业务之外的收入。

跟踪期内，公司营业收入保持稳定增长，2014年为77.25亿元，较上年增长23.63%。分板块看，公司药品（含试剂）收入同比增长20.62%，其中制剂药、原料药、诊断试剂及设备同比分别增长16.20%、32.51%和18.61%；保健品收入同比下降9.02%。

从毛利率看，2014年，公司综合毛利率为57.76%，较上年下降2.68个百分点。其中，保健品和制剂药毛利率分别下滑2.41和1.52个百分点，原料药毛利率提高了5.48个百分点，诊断试剂及设备毛利率相对稳定。

2015年1~9月，公司实现营业收入66.22亿元，同比增长14.29%，其中药品（含试剂）板块实现营业收入61.36亿元，同比增长17.88%；同期，公司综合毛利率为59.40%，较上年小幅增长，保健品板块毛利率较上年下滑7.89个百分点，药品（含试剂）板块毛利率较上年提高了2.23个百分点。

总体看，公司主营业务突出，药品生产和销售作为公司主要收入来源，跟踪期内保持平稳增长，总体经营情况良好。

表1 近年来公司营业收入构成情况

类别	营业收入（万元）				毛利率（%）			
	2012年	2013年	2014年	15年1-9月	2012年	2013年	2014年	15年1-9月
保健品	23993.13	30100.11	27383.77	21618.73	74.00	72.59	70.18	62.29
药品（含试剂）	504590.36	579680.62	699212.00	613625.02	55.35	60.27	59.25	61.57
电力销售	50780.69	--	--	--	8.33	--	--	--
煤炭及相关产品	--	--	28038.99	13862.99	--	--	21.10	41.20
其他	8242.84	15062.65	17887.62	13126.36	38.84	42.67	38.11	-27.84
总计	587607.02	624843.38	772522.38	662233.09	51.82	60.44	57.76	59.40

资料来源：公司提供

注：由于电力销售板块经营主体金冠电力在2012年3月1日至2012年12月1日纳入合并范围，其余时间段不纳入合并范围，因此电力销售板块只有2012年有营业收入。

2. 原材料采购

跟踪期内，公司原材料采购品种及模式未发生重大变化。2014年，公司药品板块向前五名供应商共计采购3.72亿元，占采购总额的18.09%，采购集中度适宜。

表2 2014年公司药品板块向前五名供应商采购情况

供应商	采购额（万元）	占采购总额比重
上海天伟生物制药有限公司	10058.18	4.89%
内蒙古阜丰生物科技有限公司	9616.42	4.68%
日本富士 FUJIREBIO INC	6578.03	3.20%
长子县福源淀粉有限公司	5741.54	2.79%
四平市精细化学品有限公司	5204.15	2.53%
合计	37198.32	18.09%

资料来源：公司提供

3. 生产与销售

跟踪期内，公司生产和销售模式无重大变化，仍以市场需求为导向组织生产。

（1）化学原料药

公司化学原料药生产平台包括海滨制药、焦作健康元、子公司丽珠集团之子公司丽珠合成制药、丽达药业、新北江制药、福兴医药以及古田福兴医药有限公司。

产能利用方面，2013年头孢品种因生产厂新版GMP认证而进行车间改造，导致部分化学原料药产能利用率较低，2014年以来公司化学原料药产能利用率明显提高。

公司原料药销售主要采取直接销售方式。国内市场主要与大型生产企业直接签订产品销

售合同，直接销售给客户，同时兼以经销商销售方式；国外市场采取直接销售方式，对于风险因素较高地区则兼以经销商方式并行，目前公司产品主要出口亚洲、欧洲、北美、非洲等

近40个国家和地区。跟踪期内，公司主要化学原料药销量波动中有所增长，产销率总体保持较高水平。

表3 近年来公司主要化学原料药生产情况

类别	产能				产量			
	2012年	2013年	2014年	15年1-9月	2012年	2013年	2014年	15年1-9月
美罗培南混粉(吨)	30.00	30.00	30.00	22.50	15.32	17.89	19.56	12.15
7-ACA(吨)	1500.00	1600.00	1600.00	1200.00	1111.87	1197.99	1340.42	1023.67
头孢曲松钠(吨)	420.00	540.00	800.00	600.00	310.33	144.49	511.86	369.66
头孢唑肟钠(吨)	120.00	200.00	150.00	112.50	54.79	76.80	99.00	62.71
苯丙氨酸(吨)	3600.00	3600.00	7000.00	5250.00	2755.90	2473.12	4664.10	4745.60
美伐他汀(吨)	228.00	360.00	200.00	300.00	193.88	196.56	168.38	167.80
粘杆菌素(千十亿)	35000.00	35000.00	45600.00	40500.00	31771.11	28911.72	45474.15	34488.95

资料来源：公司提供

表4 近年来公司主要化学原料药销售情况

类别	销量				产销率(%)			
	2012年	2013年	2014年	15年1-9月	2012年	2013年	2014年	15年1-9月
美罗培南混粉(吨)	13.50	13.55	14.58	12.88	88.12	75.74	74.55	106.03
7-ACA(吨)	949.74	1110.06	1382.02	985.32	85.42	92.66	103.10	96.25
头孢曲松钠(吨)	275.16	169.79	415.29	297.84	88.67	117.51	81.13	80.57
头孢唑肟钠(吨)	43.93	63.68	83.35	39.35	80.18	82.91	84.19	62.74
苯丙氨酸(吨)	2607.20	2088.78	3945.60	4962.60	94.60	84.46	84.60	104.57
美伐他汀(吨)	192.44	154.88	201.02	104.92	99.26	78.80	119.38	62.53
粘杆菌素(千十亿)	26169.94	29763.48	39675.12	35476.60	82.37	102.95	87.25	102.86

资料来源：公司提供

2014年，公司化学原料药收入为20.08亿元。从收入构成看，7-ACA、头孢曲松钠和美罗培南混粉是公司原料药最主要收入来源，分别占到原料药收入的21.07%、11.07%和7.70%。2015年1~9月，公司化学原料药收入16.98亿元，较去年同期增长15.31%；7-ACA、头孢曲松钠和苯丙氨酸是公司原料药最主要收入来源，分别占19.51%、16.18%和9.41%。

表5 近年来公司主要原料药收入情况(万元)

类别	2012年	2013年	2014年	15年1-9月
美罗培南混粉	18429.82	16004.07	15458.85	12164.51
7-ACA	46416.01	58157.51	42302.89	33128.42
头孢曲松钠	15116.95	8910.80	22234.09	27472.09
头孢唑肟钠	3966.12	5410.27	6740.77	3232.82
苯丙氨酸	11417.39	7872.39	13217.25	15973.77
美伐他汀	12818.72	9810.80	12501.61	6401.25

粘杆菌素	12076.49	10215.55	14011.55	11238.14
------	----------	----------	----------	----------

资料来源：公司提供

(2) 制剂药

公司化学制剂药主要生产平台包括下属子公司海滨制药及丽珠集团，中药制剂药生产平台主要是其子公司丽珠集团下属公司四川光大制药和利民制药厂。

跟踪期内，公司化学制剂主要产品产能利用率较低，主要由于生产这些品种的生产线属于多品种生产线，从而导致单品种产能利用率偏低。

中药制剂产能利用方面，2014年公司参芪扶正注射液产能利用率为78.18%；抗病毒颗粒产能利用率为72.92%；前列安栓产能利用率较低。2015年1~9月，公司参芪扶正注射液和前列安栓的产能利用率有不同幅度的

提高，而抗病毒颗粒产能利用率较 2014 年大幅下降，主要由于公司开展老厂技改导致产

量大幅下降。

表 6 近年来公司主要化学制剂药生产情况

类别	产能				产量			
	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月
倍能（万支）	1625.00	1625.00	1625.00	1218.75	379.00	459.82	612.09	559.45
速能（万支）	1250.00	1250.00	1250.00	938.00	37.00	34.19	20.43	20.92
尿促卵泡素（万支）	2175.00	2175.00	2679.60	1729.50	220.80	275.02	336.50	302.42
康丽能折 0.5g(万支)	2500.00	2500.00	2500.00	1640.25	735.85	554.44	651.18	640.75
丽扶欣折 0.75g(万支)	2500.00	2500.00	2500.00	1640.25	653.07	369.47	393.73	207.26
丽珠得乐冲剂折 56 包（万盒）	1250.00	1250.00	1250.00	612.30	390.98	367.53	376.81	221.18
丽珠得乐胶囊折 40 粒（万盒）	1330.00	1330.00	1448.00	2353.50	199.84	241.25	175.56	155.14
丽珠肠乐折 20 粒（万盒）	1265.00	1265.00	1265.00	924.00	110.36	137.67	126.60	73.81

资料来源：公司提供

表 7 近年来公司主要中药制剂生产情况

类别	产能				产量			
	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月
参芪扶正注射液(万瓶)	1500.00	1500.00	1500.00	1125.00	897.62	1151.83	1172.72	1059.25
抗病毒颗粒(万盒)	4241.00	4241.00	4241.00	3601.70	2548.37	2052.09	3092.56	549.29
前列安栓(万盒)	750.00	750.00	750.00	630.00	132.62	182.19	84.48	122.93

资料来源：公司提供

销售方面，公司目前已建立了覆盖国内销售市场的营销网络，并与商业主渠道和数千家医院、诊所、药店等终端客户建立有稳定的业务关系，销售模式以自建队伍为主，招商为辅。公司处方药均自行销售，OTC产品基本通过商业配送终端覆盖，主要和中国医药集团总公司、上海医药（集团）有限公司以及当地的龙头医

药商业公司进行合作。公司目前拥有OTC销售队伍2500多人和处方药队伍4000多人，营销网络遍及全国。产品覆盖超过12000家以上的医院、30000家药店，与600个一级经销商和2000个二级经销商建立了长期稳定的合作关系。

跟踪期内，公司化学制剂药及中药制剂产品大部分销量稳中有升，产销率维持较高水平。

表 8 近年来公司主要化学制剂药销售情况

类别	销量				产销率（%）			
	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月
倍能（万支）	374.00	445.73	622.39	614.79	98.68	96.94	101.68	109.89
速能（万支）	35.00	25.39	28.54	22.53	94.59	74.26	139.73	107.70
尿促卵泡素（万支）	215.85	269.13	329.32	285.22	97.76	97.86	97.87	94.31
康丽能折 0.5g(万支)	730.65	653.14	678.35	577.95	99.29	117.80	104.17	90.20
丽扶欣折 0.75g(万支)	625.12	413.61	397.66	187.45	95.72	111.95	101.00	90.44
丽珠得乐冲剂折 56 包（万盒）	375.45	354.19	348.19	247.43	96.03	96.37	92.40	111.87
丽珠得乐胶囊折 40 粒（万盒）	198.35	200.34	194.83	157.23	0.99	83.04	110.98	101.35
丽珠肠乐折 20 粒（万盒）	117.97	122.99	116.47	91.26	106.90	89.34	92.00	123.64

资料来源：公司提供

表 9 近年来公司主要中药制剂销售情况

类别	销量				产销率（%）			
	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月
参芪扶正注射液(万瓶)	888.78	1115.39	1145.74	1035.35	99.02	96.84	97.70	97.74

抗病毒颗粒(万盒)	2133.82	2195.11	2309.23	1524.58	83.73	106.97	74.67	277.55
前列安栓(万盒)	116.10	135.75	139.19	119.39	87.54	74.51	164.76	97.12

资料来源：公司提供

2014 年和 2015 年 1~9 月，公司制剂药营业收入分别为 45.41 亿元和 41.09 亿元，分别同比增长 16.20%和 20.13%。

公司化学制剂药产品主要包含碳青霉烯类高端抗生素，包括抗微生物类、消化道类、心脑血管类和促性腺激素类及等几大类。

碳青霉烯类是公司重点发展及培养的品种，其主要包括倍能，其主要以静脉滴注剂型供应。跟踪期内，倍能销售收入持续增长，2014 年达到 4.76 亿元，2015 年 1~9 月达到 4.62 亿元。

消化道药是公司的拳头产品之一，产品“丽珠得乐”系列在全国消化道领域制剂产品中具有较高知名度和市场占有率。2014 年和 2015 年 1~9 月，得乐系列销售收入分别达到 1.18 亿元和 0.89 亿元。

生殖领域依靠公司多年的积累和发展，营

销格局初具规模。特色产品包括尿促卵泡素、尿促性腺激素、绒毛促性激素和注射用醋酸亮丙瑞林微球。2014 年，公司注射用尿促卵泡素、注射用尿促性素和注射用醋酸亮丙瑞林微球分别实现销售收入 3.73 亿元、1.39 亿元和 2.01 亿元；2015 年 1~9 月，上述三种产品分别实现销售收入 3.19 亿元、1.10 亿元和 2.20 亿元。

公司中药制剂产品主要包括参芪扶正注射液、抗病毒颗粒、血栓通注射液和前列安栓等。

参芪扶正注射液的销售收入占比最高。2014 年，参芪扶正注射液实现销售收入 13.11 亿元，2015 年 1~9 月达到 11.62 亿元，同比增长 22.09%。

抗病毒颗粒、血栓通注射液和前列安栓 2014 年分别实现销售收入 2.45 亿元、0.61 亿元和 0.40 亿元，2015 年前三季度分别实现销售收入 1.63 亿元、0.37 亿元和 0.34 亿元。

表 10 近年来公司制剂药主要产品收入情况

类别	营业收入（万元）			
	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月
倍能	29554.78	38725.70	47606.93	46230.47
速能	2258.75	2265.23	2345.39	1855.14
注射用尿促卵泡素	23995.32	30465.00	37264.90	31916.17
注射用尿促性素(HMG)	10305.89	13177.39	13902.40	11001.78
注射用醋酸亮丙瑞林微球	6812.97	12860.02	20097.46	21964.67
得乐系列	12315.66	11839.81	11784.13	8875.24
参芪扶正注射液	101404.44	127770.41	131111.62	116238.94
抗病毒颗粒	22468.64	23790.25	24477.88	16255.01
血栓通注射液	6164.61	4441.46	6132.06	3747.26
前列安栓	3287.35	3896.76	3985.30	3352.83

资料来源：公司提供

（3）诊断试剂及设备

公司诊断试剂及设备产品主要为代理进口。公司本身拥有成熟的酶联免疫诊断试剂系列产品，其中自产酶免艾滋病检测试剂连续九年由国家疾病预防控制中心考评为为前两名，其中五年是第一名。近年来公司加大研发力度，

自产金标、化学发光等新试剂销售比例不断扩大。同时公司还将加强对全新复方或单体中药产品的研究开发和对已上市品种的二次开发工作。

2014 年和 2015 年 1~9 月，公司诊断试剂及设备分别实现营业收入 4.43 亿元和 3.30 亿

元。

(4) 保健品

公司保健品板块业务主要集中在深圳太太药业有限公司（以下简称“太太药业”）和健康药业（中国）有限公司（以下简称“健康药业”）。太太药业成立于 2002 年，主要从事保健食品的生产和销售业务，其中太太口服液系列产品为其主打产品，该产品含有首乌、当归等多种调理性中药，主要用于调节内分泌，用于调理女性更年期症状。此外太太药业还生产静心口服液、太太血乐口服液等产品，目前尚有一批保健品处于报批研发之中。健康药业成立于 1990 年，主要从事保健品的生产和销售业务，以鹰派花旗参系列产品为主，具有静心凝神、消除疲劳、增强记忆力、提高免疫力等作用，适用人群较广泛。

2014 年，公司保健品实现销售收入 2.74 亿元；2015 年前三季度达到 2.16 亿元。

5. 经营效率

跟踪期内，公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数波动中有所下滑，2014 年以上指标分别为 3.47 次、3.22 次、0.42 次。总体看，公司经营效率有待提高。

6. 未来发展

公司未来 5-10 年的发展定位是成为具有国内领先自主创新能力以及在生产、技术、管理

等方面具备国际竞争力的制药企业集团。原料药方面，公司将进一步完善产业链条、成为一家拥有先进工艺水平和品种的特色原料药企业；化学制剂方面，公司将扩大现有产品的市场份额，成为拥有良好品牌、有专有技术、特色品种的企业；中药制剂方面，公司将推动全新复方或单体中药产品的研究开发、已上市品种的二次开发；保健品方面，公司将持续加大宣传力度，进一步提高整体销售额。

在建工程方面，截至 2015 年 9 月底，公司在建项目为海滨坪山新厂项目。

海滨坪山新厂项目计划在深圳市坪山新区建设医用碳青霉烯类系列产品产业化基地，用于医用碳青霉烯类系列产品及多个在研新产品的研发与生产。主要建设内容有 4 个生产车间（含 5 条制剂生产线、2 条中试生产线）、研发中心、质控与 QC 中心、行政办公大楼、多层仓库、辅助生产设施等。项目计划总投资 10.37 亿元，其中自有资金 3.37 亿元，银行借款 7 亿元。项目一期计划投资 5.37 亿元，于 2012 年开始筹建，预计 2016 年 8 月初步建成，2017 年正式竣工投产；二期计划投资 5.00 亿元，视具体新产品进行开发投入。截至 2015 年 9 月底，该项目已投入资金 0.55 亿元。

总体看，公司未来投资规模小；在建项目围绕主业展开，有助于增强企业竞争力。

表 11 截至 2015 年 9 月底公司在建及未来计划投资项目（单位：亿元）

项目名称	计划投资额	截至 2015 年 9 月底已投金额	未来资金投入计划			自有资金比例及到位情况
			2015 年 10-12 月	2016 年	2017 年	
海滨坪山新厂	10.37	0.55	1.86	1.35	1.61	32.49%，到位 3.37 亿元
合 计	10.37	0.55	1.86	1.35	1.61	--

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

公司于 2015 年 10 月发行“15 百业源 CP002”，发行额度 7 亿元，期限 366 天，用于偿还银行借款。截至目前，募集资金已按计划使用完毕。

九、财务分析

公司提供的 2012~2014 年财务数据已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；2015 年三季度财务数据未经审计。

合并范围方面,2013年公司纳入合并范围一级子公司6家、二级子公司29家,其中5家二级子公司为2013年新增。2014年公司合并范围无变化。2015年1~9月新增深圳太太生物科技有限公司(二级),广州健康元呼吸药物工程技术有限公司(三级)。总体看,合并范围变动较小,对公司财务报表影响不大。

截至2014年底,公司(合并)资产总额196.95亿元,所有者权益(含少数股东权益60.40亿元)为110.44亿元;2014年公司实现营业收入77.25亿元,利润总额8.83亿元。

截至2015年9月底,公司(合并)资产总额为225.59亿元,所有者权益(含少数股东权益65.37亿元)为114.32亿元;2015年1~9月公司实现营业收入66.22亿元,利润总额5.77亿元。

1. 盈利能力

2014年,公司实现营业收入77.25亿元,同比增长23.63%,其中制剂产品和原料药合计占比超过90.00%,对营业收入的支撑作用较为明显;公司营业成本3.26亿元,同比增长32.01%。2014年,公司营业利润率为59.17%,较2013年提高8.60个百分点。

2014年,公司期间费用合计37.30亿元,其中销售费用27.94亿元,同比增长22.91%,主要系销售结构和营销策略的改变所致。同期,公司期间费用占营业收入的比重为48.29%,较上年略有上升,公司期间费用对营业利润侵蚀较大。

2014年,公司公允价值变动收益大幅增加1.03亿元,主要由于交易性权益工具投资增长所致。

2014年,公司产生投资收益1.10亿元,同比增长137.78%,主要由于交易性金融资产投资收益大幅增长所致。

2014年,公司实现营业外收入0.78亿元,其中政府补助占93.54%。

从盈利指标来看,2014年,公司净资产收

益率、总资本收益率和营业利润率分别为6.73%、6.06%和56.31%,营业利润率较上年下降2.86个百分点,总资本收益率和净资产收益率分别较上年提高0.91和1.04个百分点。

2015年1~9月,公司实现营业收入66.22亿元,占2014年全年的85.72%,同比增长14.29%;公司实现营业外收入1.13亿元,同比增长71.53%;同期,公司期间费用占营业收入的比重为49.08%。2015年1~9月,公司实现利润总额5.77亿元,占2014年全年的65.36%,同比下降14.14%;同期公司营业利润率为58.03%,与2014年全年基本持平。

总体看,跟踪期内公司收入及利润规模不断增长,整体盈利能力较好;但公司期间费用规模较大,对利润形成一定侵蚀。

2. 现金流

2014年,公司经营活动产生的现金流入量为81.66亿元,其中销售商品、提供劳务收到的现金为77.98亿元,现金收入比为100.94%,较上年提高6.69个百分点,整体收入实现质量一般;公司经营活动现金流出量为72.04亿元。同期,公司经营活动现金流量净额9.62亿元,同比增长30.25%,大幅增长的主要原因是公司产品销售收入增加及公司加快资金回款等原因所致。

投资活动方面,2014年,公司投资活动现金流量净额为-18.45亿元,较上年减少5.11亿元,降幅38.29%,主要原因为入股深圳前海微众银行股份有限公司增加投资款6.46亿元所致。

筹资活动方面,2014年,公司筹资活动现金流量净额为11.72亿元。公司筹资活动主要是以银行借款和发行债券为主。

2015年1~9月,公司经营活动现金流入和现金流量净额分别为75.09亿元和6.20亿元;其中,公司收到其他与经营活动有关的现金11.08亿元,主要系与关联单位进行资金调拨;公司支付其他与经营活动有关的现金35.01亿

元,主要为支付的产品运作费及业务费;同期,公司现金收入比为 95.81%,收入实现质量一般。2015 年 1~9 月,公司投资活动产生的现金流量净额为-15.60 亿元;筹资活动产生的现金流量净额 17.72 亿元。

总体看,随着销售规模的扩大,公司经营净现金不断增长,但尚不能满足投资需求;考虑到公司未来规划投资明显回落,未来筹资压力尚可控。

3. 资产及债务结构

跟踪期内,公司资产规模持续扩大,截至 2014 年底,公司合并资产总额 196.95 亿元,同比增长 13.04%,主要系固定资产和长期股权投资增加所致;其中流动资产占 33.56%,非流动资产占 66.44%,以非流动资产为主。

流动资产

截至 2014 年底,公司流动资产合计 66.09 亿元,较 2013 年增长 13.83%。截至 2014 年底,公司流动资产 66.09 亿元,以货币资金(占比 25.39%)、应收账款(占比 25.61%)和存货(占比 16.71%)为主。

截至 2014 年底,公司货币资金 16.78 亿元,较去年同期增长 22.17%。公司货币资金由银行存款(占 91.15%)、库存现金(0.37%)和其他货币资金(占 8.48%)构成;其中 2014 年使用受限的资金 0.67 亿元,主要系环境治理保证金、信用证保证金和银行承兑汇票保证金。

截至 2014 年底,公司交易性金融资产 7.24 亿元,较去年同期增长 19.14%,主要是交易性权益工具投资 7.22 亿元。

截至 2014 年底,公司应收账款余额为 16.93 亿元,计提坏账准备 1.29 亿元,计提比例 7.08%。从集中度来看,前五名应收账款金额合计占应收账款的 17.25%,集中度较低。从应收账款账龄来看,截至 2014 年底,公司账龄在 1 年以内的占 96.73%,1~2 年占 1.32%,2 年以上的占 1.95%,账龄较短。

截至 2014 年底,公司其他应收款余额 4.74 亿元,同比增长 12.10%,主要是存出投资款和往来款项,计提坏账准备 1.82 亿元,计提比例 12.13%。从集中度来看,前五名应收账款金额合计占应收账款的 47.30%,集中度一般。本期收回坏账准备金额 0.03 亿元,系收到天同证券有限责任公司破产清算财产分配款。

截至 2014 年底,公司存货原值 11.50 亿元,主要系原材料(占 19.37%)、在产品及自制半成品(占 29.27%)、产成品及库存商品(占 46.16%)。2014 年公司共计提存货跌价准备 0.46 亿元,存货账面价值 11.04 亿元。

非流动资产

截至 2014 年底,公司非流动资产 130.86 亿元,主要由投资性房地产(占 15.22%)、固定资产(占 33.19%)和无形资产(占 25.53%)构成。

截至 2014 年底,公司可供出售金融资产

截至 2014 年底,公司长期股权投资 9.40 亿元,较 2013 年大幅增长,主要由于 2014 年公司对深圳前海微众银行股份有限公司投资 6.46 亿元所致,公司持股比例为 20%。

截至 2014 年底,公司投资性房地产 19.91 亿元,相比去年同期无变化,系公司管理层计划将公司及子公司的部分物业长期用于出租以获取收益,自 2013 年 12 月 31 日起将该部分物业划归为投资性房地产,并采用公允价值模式进行核算。其中,房屋及建筑物 0.80 亿元,土地使用权 19.11 亿元。

截至 2014 年底,公司固定资产账面原值 71.43 亿元,累计折旧 26.82 亿元,计提减值准备 1.18 亿元。截至 2014 年底,公司固定资产净额 43.43 亿元,同比增长 29.05%,主要系本年将投入使用的在建工程项目结转为固定资产,其中以机器设备(占比 45.18%)和房屋及建筑物(占比 49.15%)为主要构成部分。

截至 2014 年底,公司在建工程 6.74 亿元,同比下降 45.89%,主要原因是在建工程完工投入使用结转固定资产所致。

截至 2014 年底,公司无形资产 33.40 亿元,与去年同期基本持平,摊销金额 1.36 亿元。2013 年底公司无形资产原值 37.16 亿元,较上年增长幅度较大,主要系孙公司众维煤业于 2013 年 12 月纳入公司合并范围,采矿权增加 30.15 亿元所致。

截至 2015 年 9 月底,公司总资产 225.59 亿元,较上年底增长 14.54%,主要来自货币资金、交易性金融资产和应收账款的增长。从资产结构来看,流动资产占比 40.56%,较 2014 年底增加 7.00 个百分点,非流动资产占比 59.44%;公司资产结构仍以非流动资产为主。截至 2015 年 9 月底,公司货币资金 25.30 亿元,较 2014 年底增长 50.80%,其中使用受限的货币资金 0.14 亿元;交易性金融资产 15.83 亿元,较 2014 年底增长 118.78%,主要由于股票及基金投资增加;应收账款 21.01 亿元,较 2014 年底增长 24.13%;其他应收款 7.28 亿元,较 2014 年底增长 53.50%,其中因董事长朱保国增持健康元股份形成其他应收款 5.00 亿元;在建工程 8.55 亿元,较 2014 年底增长 26.74%。

总体看,公司资产规模增速较快,但交易性金融资产和可供出售金融资产规模大且增长较快,其价值受股市波动影响较大;公司资产流动性一般,整体资产质量较好。

所有者权益

截至 2014 年底,公司所有者权益 110.44 亿元(含少数股东权益 60.40 亿元),同比增长 5.26%,其中股本占 0.72%、资本公积占 27.97%、未分配利润占 16.61%。

截至 2014 年底,公司资本公积 30.89 亿元,同比增长 3.51%;未分配利润 18.23 亿元,同比增长 14.00%;少数股东权益 60.40 亿元,同比增长 4.05%。

截至 2015 年 9 月底,公司所有者权益合计 114.32 亿元,较上年底增长 3.51%;其中少数股东权益 65.37 亿元,较上年底增长 8.23%。

总体看,公司所有者权益中少数股东权益规模较大,权益稳定性一般。

负债

截至 2014 年底,公司负债合计 86.51 亿元,同比增长 24.82%,主要系短期借款和其他流动负债增加所致;其中流动负债占 63.59%,非流动负债占 36.41%,公司负债以流动负债为主。

截至 2014 年底公司流动负债 55.01 亿元,同比增长 50.71%,主要由短期借款(占比 30.50%)、应付票据(占比 6.69%)、应付账款(占比 12.66%)和其他应付款(占比 22.28%)构成。

截至 2014 年底,公司短期借款 16.78 亿元,同比增长 105.73%,主要系公司本部及丽珠借款增加所致。截至 2014 年底,公司短期借款中信用借款占 3.34%,保证借款占 23.30%,质押借款占 29.92%,其他借款占 43.45%。公司其他借款是 ①公司向兴业银行深圳天安支行借款人民币 3.29 亿元,用于支付货款,以公司持有的子公司健康元集团股票 1.35 亿股进行股票质押式回购借款;②公司向浦发银行深圳宝安支行借款人民币 4 亿元,用于支付货款,以公司持有的子公司健康元集团股票 1.6 亿股进行股票质押式回购借款。

截至 2014 年底,公司应付账款 6.96 亿元,同比增长 20.27%,主要原因是随着销售规模的扩大,公司赊销原材料随之增长所致。从账龄来看,截至 2014 年底,公司应付账款账龄在 1 年以内的占 84.58%,1 年以上的占 15.42%。

截至 2014 年底,公司其他应付款 12.26 亿元,同比增长 10.45%。主要系预提的市场开发费及推广费增长所致。从账龄看,截至 2014 年底,公司其他应付款账龄在 1 年以内的占 83.94%,账龄在 1 年以上的占 16.06%。

截至 2014 年底,公司一年内到期的非流动负债 3.12 亿元,同比增长 7.12%,系将于一年内到期的信用借款和质押借款。

2014 年底,公司产生其他流动负债 9.00 亿元,系孙公司丽珠集团发行 3 亿元超短期融资券及子公司健康元集团发行 6 亿元短期融资券

所致。

截至 2014 年底，公司非流动负债 31.50 亿元，主要由长期借款（占 9.19%）、应付债券（占比 44.25%）、递延收益（占 5.84%）和递延所得税负债（占比 40.72%）构成。

截至 2014 年底，公司长期借款 2.89 亿元，同比下降 44.11%，其中信用借款 3.70%，保证借款占 22.73%，质押借款占 73.57%。

截至 2014 年底，公司应付债券 13.94 亿元，其中公司债券（11 健康元）9.94 亿元，中期票据（13 丽珠 MTN1）4.00 亿元。

截至 2014 年底，公司递延收益 1.84 亿元，同比增长 33.54%，主要系收到政府补助的增加。

从债务结构看，截至 2014 年底，公司全部债务 49.41 亿元，同比增长 43.88%，其中短期债务和长期债务分别占 65.93%和 34.07%，以长期债务为主。近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈波动态势；2014 年分别为 43.92%、30.91%和 12.23%。公司整体债务负担较轻。

截至 2015 年 9 月底，公司负债总额 111.28 亿元，较 2014 年底增长 28.63%，主要来自短期借款和其他流动负债的增长；其中流动负债占比 73.17%，非流动负债占比 26.83%，流动负债占比较上年进一步提高。截至 2015 年 9 月底，公司短期借款 28.80 亿元，较上年底增长 71.65%；其他流动负债 18.76 亿元，较上年底增长 108.42%，主要系公司于 2015 年 5 月发行 9 亿元短期融资券。

截至 2015 年 9 月底，公司全部债务 70.27 亿元，较 2014 年底增长 44.22%；其中短期债务占 78.46%，长期债务占 21.54%，以短期债务为主。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.33%、38.07%和 11.69%。

总体看，公司债务规模快速增长，但保持合理水平，整体债务负担较轻；公司以短期债务为主，债务结构有待改善。

4. 偿债能力

截至 2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 120.14%和 100.06%，分别较上年下降 38.92 和 33.68 个百分点；同期，公司经营现金流流动负债比为 17.48%。截至 2015 年 9 月底，受流动负债规模增长的影响，公司流动比率和速动比率分别下降至 112.40%和 96.69%。总体看，公司短期偿债能力较强。

长期偿债能力方面，2012~2014 年公司 EBITDA 快速增长，年均复合增长 25.42%，三年分别为 10.69 亿元、12.29 亿元和 16.81 亿元；随着公司债务规模不断扩大，公司全部债务/EBITDA 持续上升，分别为 2.57 倍、2.79 倍和 2.94 倍；EBITDA 利息倍数呈下降趋势，分别为 7.92 倍、7.63 倍和 6.52 倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至 2015 年 9 月底，公司对外担保余额 2.24 亿元，担保比率为 1.96%，全部为对未纳入合并范围的参股子公司提供的担保，包括焦作健康元对焦作金冠嘉华电力有限公司（以下简称“金冠电力”）的贷款提供担保 0.60 亿元和健康元集团对金冠电力的贷款提供担保 1.64 亿元。金冠电力主营电力生产及销售，截至 2015 年 9 月末，金冠电力资产总额 9.47 亿元，负债总额 4.40 亿元，所有者权益 5.07 亿元；2015 年 1~9 月，该公司实现营业收入 5.16 亿元，净利润 0.35 亿元。公司对上述担保采取了反担保措施，公司或有负债风险低。

截至 2015 年 9 月底，公司共获得银行授信额度合计人民币 110.44 亿元，其中已使用额度 35.01 亿元，尚未使用额度 75.43 亿元；此外，公司拥有两家上市公司（健康元和丽珠集团）。公司具备间接和直接融资渠道。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1044030500578740C），截至 2016 年 2 月 23 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，

过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司产品种类丰富，重点产品市场份额领先。跟踪期内，公司主营产品收入不断增长，营业利润率水平较高，盈利情况良好；债务负担较轻，总体偿债能力较强。总体来看，公司整体抗风险能力很强。

十、本期债券偿债能力

“15 百业源 CP002”发行额度为 7 亿元。

2014年，公司现金类资产扣除受限货币资金后为29.32亿元，为“15百业源CP002”的4.19倍；截至2015年9月底，公司现金类资产扣除受限货币资金后为47.50亿元，为“15百业源CP002”的6.79倍。

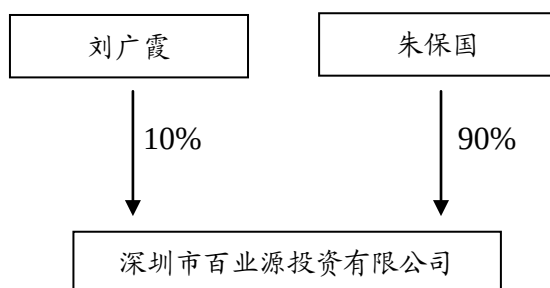
2014年，公司经营活动现金流入量为“15百业源CP002”的11.67倍，公司经营活动现金净流量为“15百业源CP002”的1.37倍。

总体看，公司现金类资产和经营活动现金流入量对“15百业源CP002”的保障能力强。

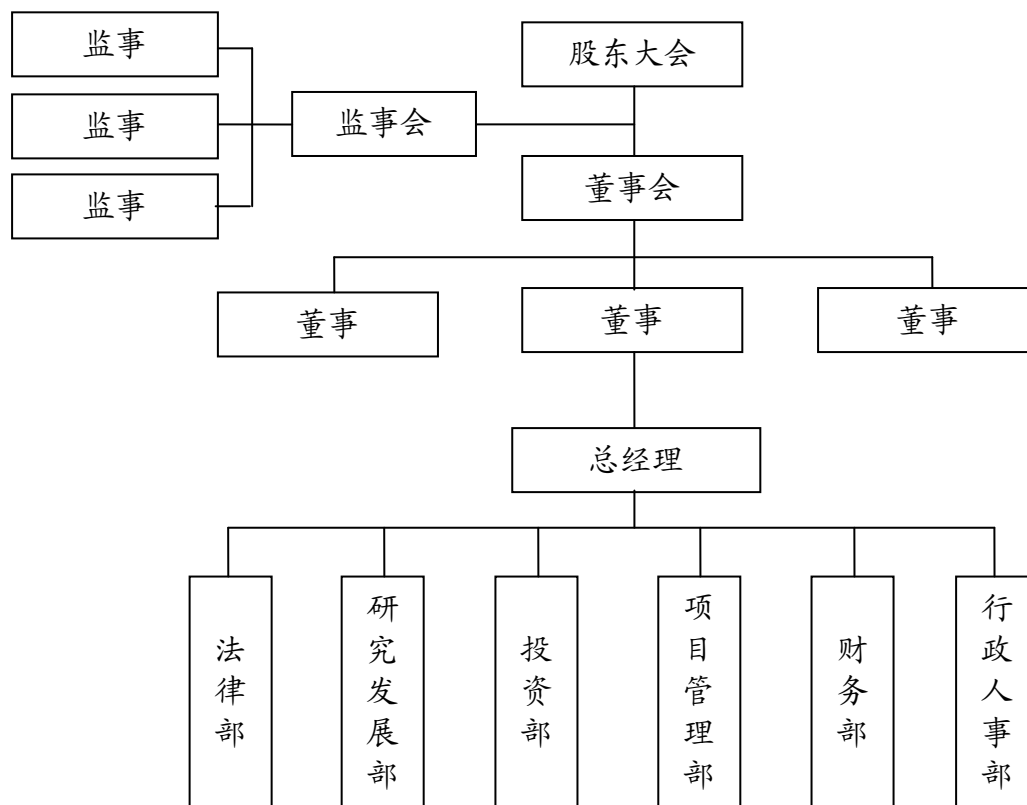
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15百业源CP002” A-1的信用等级。

附件 1-1 截至 2015 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2015 年 9 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.26	24.66	29.32	47.50
资产总额(亿元)	105.99	174.23	196.95	225.59
所有者权益(亿元)	61.79	104.92	110.74	114.32
短期债务(亿元)	15.06	15.50	32.58	55.13
长期债务(亿元)	12.41	18.84	16.83	15.14
全部债务(亿元)	27.47	34.34	49.41	70.27
营业收入(亿元)	58.76	62.48	77.25	66.22
利润总额(亿元)	5.59	7.35	8.83	5.77
EBITDA(亿元)	10.69	12.29	16.81	--
经营性净现金流(亿元)	7.03	7.38	9.62	6.20
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.28	3.45	3.47	--
存货周转次数(次)	4.02	2.90	3.22	--
总资产周转次数(次)	0.58	0.45	0.42	--
现金收入比(%)	95.52	94.25	100.94	95.81
营业利润率(%)	50.57	59.17	56.31	58.03
总资本收益率(%)	6.38	5.15	6.06	--
净资产收益率(%)	7.26	5.69	6.73	--
长期债务资本化比率(%)	16.72	15.22	13.23	11.69
全部债务资本化比率(%)	30.77	24.66	30.91	38.07
资产负债率(%)	41.70	39.78	43.92	49.33
流动比率(%)	162.62	159.05	120.14	112.40
速动比率(%)	136.95	133.74	100.06	96.69
经营现金流动负债比(%)	23.09	20.23	17.48	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.92	7.63	6.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.57	2.79	2.94	--

注：1. 公司 2015 年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. 现金类资产中已剔除受限货币资金。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期融资券信用等级的定义

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