

信用等级公告

联合[2017] 2035 号

联合资信评估有限公司通过对深圳市百业源投资有限公司的信用状况进行综合分析和评估，确定

深圳市百业源投资有限公司
2017 年度第三期中期票据信用等级为
AA⁺

特此公告。



深圳市百业源投资有限公司

2017 年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AA⁺

本期中期票据发行额度：3.5 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

发行目的：偿还超短期融资券

评级时间：2017 年 8 月 16 日

财务数据：

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	30.00	47.46	47.58	64.32
资产总额(亿元)	196.95	208.24	235.27	253.79
所有者权益(亿元)	110.44	102.62	121.38	126.94
短期债务(亿元)	23.58	20.16	8.45	10.09
长期债务(亿元)	16.83	15.03	26.92	36.88
全部债务(亿元)	40.41	35.19	35.37	46.97
调整后全部债务(亿元)	49.41	64.19	68.87	77.47
营业收入(亿元)	77.25	88.65	99.17	27.97
利润总额 (亿元)	8.83	6.67	9.14	3.19
EBITDA(亿元)	16.81	16.14	19.08	--
经营性净现金流(亿元)	9.62	11.26	14.56	2.62
营业利润率(%)	56.31	57.41	59.26	61.80
净资产收益率(%)	6.73	6.00	6.17	--
资产负债率(%)	43.92	50.72	48.41	49.98
全部债务资本化比率(%)	26.79	25.54	22.56	27.01
调整后全部债务资本化比(%)	30.91	38.48	36.20	37.90
流动比率(%)	120.14	111.25	132.34	147.79
经营现金流动负债比(%)	17.48	13.92	18.85	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.40	2.18	1.85	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	2.94	3.98	3.61	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.52	5.05	6.00	--

注：1. 公司 2017 年一季度财务数据未经审计；

2. 调整后全部债务包括其他流动负债中的有息债务。

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对深圳市百业源投资有限公司（以下简称“公司”）的评级，反映了公司所属医药行业发展潜力较大，产品种类丰富，在重点产品市场份额、技术研发等方面具有竞争优势。近年来，公司资产、收入规模持续增长，整体盈利保持较好水平，孙公司丽珠医药集团股份有限公司完成非公开发行股票，公司整体资本实力得到提升；公司在产品种类及市场份额方面具备一定优势，多个品种进入国家新版《医保目录》。同时，联合资信也关注到药品价格面临下行压力，期间费用对利润侵蚀明显，非经营性损益存在波动，权益稳定性较弱及母公司债务负担重等因素给公司信用水平带来的不利影响。

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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度较好。基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司以药品和保健品的生产和销售为主要业务，产品涵盖化学原料药、化学制剂药、中药制剂药、诊断试剂及设备、保健品，涉及抗感染、消化道、泌尿系统、生殖系统、精神和神经系统等领域。
2. 公司产品种类丰富，其中参芪扶正注射液为国家重点新产品及国家中药保护品种，尿促卵泡素、得乐系列等产品市场份额领先。
3. 公司艾普拉唑肠溶片等多种产品进入国家

分析师

孔祥一 刘嘉敏 邢霖雪

邮箱: 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)

网址: www.lhratings.com

新版《医保目录》，目前公司共有 209 个产品纳入新版《医保目录》。

4. 近年来，公司资产和收入规模持续增长，债务负担保持合理水平。
5. 公司经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度较好。

关注

1. 近年来，医药改革深入推进，药品价格面临下行压力，可能对公司未来盈利能力产生影响。
2. 公司期间费用规模大，对利润侵蚀明显。
3. 公司持有较大规模交易性金融资产和可供出售金融资产，2016 年公司公允价值变动收益 0.54 亿元（2015 年为-4.22 亿元），非经营性损益对公司利润水平有一定影响。
4. 公司所有者权益中少数股东权益占比高，权益稳定性较弱。
5. 母公司债务负担重，盈利能力弱。

声 明

一、本报告引用的资料主要由深圳市百业源投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；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。

深圳市百业源投资有限公司

2017 年度第三期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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公司实际控制人朱保国先生,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,公司注册资本增加至8000万元,其中:朱保国先生出资7200万元,占注册资本总额的90%;刘广霞女士出资800万元,占注册资本总额的10%。2001年6月12日,公司名称变更为现名。截至2017年3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;公司实际控制人为朱保国先生。

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2017年3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,主要经营实体为上市公司健康元药业集团股份有限公司(以下简称“健康元”,股票代码:600380.SH,公司持股46.81%)和健康元下属上市公司丽珠医药集团股份有限公司(以下简称“丽珠集团”,股票代码:000513.SZ及1513.HK,公司合计持股42.95%)。

截至2016年底,公司(合并)资产总额235.27亿元,所有者权益121.38亿元(含少数股东权益79.91亿元);2016年公司实现营业收入99.17亿元,利润总额9.14亿元。

截至2017年3月底,公司(合并)资产

总额为253.79亿元,所有者权益126.94亿元(含少数股东权益83.66亿元);2017年1~3月公司实现营业收入27.97亿元,利润总额3.19亿元。

公司注册地址: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。

二、本期中期票据概况

公司于2017年3月发行2017年度第一期中期票据,发行额度5亿元。公司于2017年新注册中期票据额度7亿元,并于2017年7月发行2017年度第二期中期票据,发行额度3.5亿元,期限3年;本期计划发行2017年第三期中期票据(以下简称“本期中期票据”),发行额度3.5亿元,期限3年。本期中期票据募集资金将用于偿还即将到期的超短期融资券。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

2016年,在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下,全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下,中国继续推进供给侧结构性改革,全年实际GDP增速为6.7%,经济增速下滑趋缓,但下行压力未消。具体来看,产业结构继续改善,固定资产投资稳中趋稳,消费平稳较快增长,外贸状况有所改善;全国居民消费价格指数(CPI)保持温和上涨,工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PPIRM)持续回升,均实现转负为正;制造业采购经理指数(PMI)四季度稳步回升至51%以上,显示制造业持续回暖;非制造业商务活

动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016

年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中

国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

四、行业分析

1. 医药工业现状

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。

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。国家统计局公布的数据显示，2016 年中国医药工业规模以上企业实现主营业务收入 29635.86 亿元，同比增长 9.92%，全年利润总额 3216.43 亿元，同比增长 15.57%。

总体看，中国医药行业发展迅速，随着医疗改革体系逐渐成熟，中国医药制造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、%）

	2014 年			2015 年			2016 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
化学药品原料药制造	4240.35	311.82	7.35	4614.21	351.03	7.61	5034.90	445.25	8.84
化学药品制剂制造	6303.71	733.92	11.64	6816.04	816.86	11.98	7534.70	950.49	12.61
中药饮片加工	1495.63	105.25	7.04	1699.94	123.9	7.29	1956.36	138.27	7.07
中成药制造	5806.46	597.93	10.3	6167.39	668.48	10.84	6697.05	736.28	10.99
生物药品制造	2749.77	321.84	11.7	3164.16	386.53	12.22	3350.17	420.10	12.54
卫生材料及医药用品制造	1662.32	152.39	9.17	1858.94	169.86	9.14	2124.61	191.75	9.03
制药专用设备制造	158.86	18.26	11.49	182.02	19.00	10.44	172.60	15.80	9.15
医疗仪器设备及器械制造	2136.07	219.29	10.27	2382.49	232.56	9.76	2765.47	318.49	11.52
医药工业	24553.16	2460.69	10.02	26885.19	2768.23	10.3	29635.86	3216.43	10.85

资料来源：国家统计局

2. 行业关注

（1）行业集中度低

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在 20 世纪 80 年代初期只有 800 余家，2015 年底已经超过 7000 家。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右，与全球医药巨头 400~500 亿美元的业绩相比差距甚远。总体看，中国医药生产企业数量众多，产能过剩，大部分企业名牌产品少，品种雷同现象普遍。

（2）研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿药，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，严重制约了中国医药

制造业的国际竞争力的提高。

(3) 药品降价

2014年起,随着各省份基药招标开始,全国基药招标围绕着“降价”这一主旋律推进。广东、福建、重庆等省份都采用“最低价”的中标规则,吉林、湖南等地降价也是主要趋势,新版基药目录实施以来,新进目录基药价格均有一定降幅,个别省份创出历史新低。

2014年11月25日,国家发改委下发《推进药品价格改革方案(征求意见稿)》(以下简称“征求意见稿”),欲取消药品最高零售限价,通过医保控费和招标采购,由市场竞争形成药品价格。根据征求意见稿,从2015年1月1日起,国家拟取消药品最高零售限价或出厂价格。2015年5月,发改委联合卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局等部门共同推出《关于印发推进药品价格改革意见的通知》,从2015年6月1日起取消绝大部分药品政府定价,完善药品采购机制,发挥医保控费作用,药品实际交易价格主要由市场竞争形成,其中对专利药、独家生产药品建立多方参与的谈判机制形成价格;对医保目录外的血液制品、国家统一采购的预防免疫药品、国家免费艾滋病抗病毒治疗药品和避孕药具,通过招标采购或谈判形成价格;麻醉药品和第一类精神药品,仍暂时实行最高出厂价格和最

高零售价格管理。2015年10月,国家卫生计生委(以下简称“卫计委”)等16个部门建立了协调机制,组织开展首批国家药品价格谈判试点工作,谈判主要针对的是国内专利药品和独家生产药品。2016年5月20日,国家卫计委公布了首批国家药品价格谈判结果,其中慢性乙肝一线治疗药物“替诺福韦酯”、非小细胞肺癌靶向治疗药物“埃克替尼”和“吉非替尼”与此前公立医院的采购价格相比,谈判价格降幅均在50%以上。

从长期看,中国将着手从体制上解决药品价格虚高的问题,并进行了积极探索,预计未来药品价格将呈现下行趋势,对一些价格高昂的专利药和独家品种,预计价格将有较大降幅。

3. 行业政策

近年来,新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。医疗改革涉及公立医院改革、鼓励社会办医等多项内容;药品改革涉及药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容。

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;药品改革将以强化经营监管、降低药品价格、提高药品质量为重点目标。

表2 2015年以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
2015年4月	食品药品监督管理局	《互联网食品药品经营监督管理办法(征求意见稿)》	对信息服务备案、互联网食品药品经营者、第三方交易平台经营者等给出经营要求和监督管理规范。	鼓励医药流通电商化,提升了企业开展互联网药品经营的积极性,推动医药电商企业快速扩容。
2015年5月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	充分发挥公立医院公益性质和主体作用,切实落实政府办医责任,着力推进管理体制、补偿机制、价格机制、人事编制、收入分配、医疗监管等体制机制改革;统筹优化医疗资源布局、构建合理就医秩序、推动社会办医。	药占比进一步下降利好零售和批发终端;用药结构会面临调整,医疗服务价格有望提升;医疗信息化程度加深。

2015 年 5 月	发改委、卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局	《关于印发推进药品价格改革意见的通知》	2015 年 6 月 1 日起取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成。	原享有单独定价的高价基药企业会受到影响，竞争可能会使其降低价格以便通过招标。
2015 年 10 月	国务院办公厅	《关于第一批取消 62 项中央指定地方实施行政审批事项的决定》	涉及医疗领域的项目包括取消基本医疗保险定点零售药店资格审查。	有利于品牌连锁药店跨省拓展及业绩增长，业内整合重组将更加频繁。
2016 年 2 月	国务院办公厅	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》	到 2020 年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到 2030 年，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献。	首次在国家层面编制中医药发展规划，标志着中医药发展已列入国家发展战略。
2016 年 3 月	国务院办公厅	《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价；国家基本药物目录（2012 年版）中 2007 年 10 月 1 日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在 2018 年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在 2021 年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不再注册。	有利于对提升中国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力。
2016 年 4 月	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格。	有利于控制药品价格虚高，促进药品流通市场健康发展。
2017 年 2 月	国务院办公厅	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明。食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享。	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展；国内药企将承压。
2017 年 2 月	人社部	《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年版）的通知》	西药和中成药部分共收载药品 2535 个，较 2009 年版目录增幅约 15.4%，其中西药部分 1297 个，中成药部分 1238 个（含民族药 88 个）；经过专家评审同步确定了 45 个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品。	对辅助用药限制明显，对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展。

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；药品价格将呈现下降趋势，高价药将面临价格大幅下滑的风险。从中期看，医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐

步显现。

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；支付体系改革将有利于医药市场进一步扩容；药品价格改革将使药价面临下降风险。医药改革将对行业未来发展产生深远影响。

五、基础素质

1. 产权状况

截至2017年3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%，公司实际控制人为朱保国先生。

2. 企业规模与竞争力

公司是一家实业投资公司，全资、控股一级子公司6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。2016年，公司重点产品参芪扶正注射液继续保持稳步增长，实现销售收入16.80亿元，较上年增长9.31%。抗微生物重点品种注射用美罗培南、促性激素重点品种尿促卵泡素、醋酸亮丙瑞林微球、消化道领域艾普拉唑肠溶片、神经领域鼠神经生长因子等也保持了快速增长。

2017年2月，国家人力资源社会保障部发布了《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）》（以下简称“新版《医保目录》”），经统计，公司共有209个产品纳入新版《医保目录》，包含甲类98个，乙类111个，其中新进入国家医保目录的品种共计7个。

总体看，公司产品种类丰富，在细分市场具有竞争优势。

3. 技术研发

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466个，保健食品生产批文52项，在研项目153项，重点在研产品44项。2009年，二级子公司丽珠集团技术中心被评为“国家级企业技术中心”，除技术中心外，公司充分利用国内外资源，与中科院、北京大学、中山大学、中国药科大学、香港中文大学、香港浸会大学、香港大学、四川抗生素工业研究所、上海医药工业研究院等30多家国内外科科研机构建立了长期的科技合作关系，形成了完善的“产、学、研”结合的企业技术创新网络，还和国家科技部、广州中医药大学联合组建了国家中药现代化工程技术研究中心，该中心是科技部组建的国家级4大中药工程技术研究中心之一。公司下属二级企业均配备了技术支持部门和研究开发部门，其中利民制药研究所是国家中药现代化工程技术研究中心的注射剂研究所和中试基地。

表3 2014~2016年公司研发投入情况

年度	2014年	2015年	2016年
研发投入（亿元）	3.87	4.96	6.09
主营业务收入（亿元）	75.89	87.09	98.37
所占比例（%）	5.10	5.70	6.19

资料来源：公司提供

研发投入方面，2014~2016年公司研发投入稳定增长，研发投入占营业收入比重保持在5%以上，公司对技术研发重视程度较高。

在化学药和生物制药研发方面，公司取得了一系列原始性创新研究成果。全球1类新药

艾普拉唑由丽珠集团率先在中国上市，丽珠集团也正在开发其全新手性化合物 LZ325，并申请了中、美、欧盟、澳、日、加等国和地区相关发明专利。注射用艾普拉唑钠已完成临床研究并申报生产。此外，注射用醋酸亮丙瑞林微球项目是公司与中国科学院成都有机所、上海医工院联合开发的一种新型缓释微球制剂，用于治疗子宫内膜异位症和前列腺癌等疾病，活性比 LHRH 高 15~20 倍，是国内首家研制成功的每月给药一次的缓释微球注射剂。该产品制备工艺复杂，技术仅被少数国家（如美国、日本、法国和德国等）掌握。近年来，公司的枸橼酸钾缓释片与中药复方五指柑胶囊获得生产批件；抗 TNF 单克隆抗体 AT-132 完成临床前研究，并于 2014 年 3 月获得 SFDA 批准临床，目前已完成 I b/II a 期临床；重组抗 HER2 结构域 II 人源化单克隆抗体注射液，临床试验申请获得受理。

中成药研发方面，公司积极尝试“数字化中药”，以参芪扶正注射液为代表的现代中药大输液技术独树一帜，在指纹图谱、基因组学、蛋白组学、代谢组学等各个技术层面均取得一定成果。另外，公司开展的中药药物警戒也已在行业内推广，在减少中药毒副作用、促进患者安全用药等方面起到了积极的作用。

总体看，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。

4. 人力资源

公司高管人员 3 人，其中总经理 1 人、财务经理 1 人、投资总监 1 人。

公司总经理朱保国先生，1962 年生，大学本科学历。曾任河南新乡水性树脂研究所所长、河南省飞龙精细化学制品有限公司副董事长兼总经理，于 1992 年起历任公司总经理、副董事长、董事长，现任健康元董事长并兼任丽珠集团董事长、鸿信行有限公司（健康元股东）董事。

公司财务经理田丽丽女士，大学本科学历。曾任联邦制药国际控股有限公司会计、健康元药业集团股份有限公司会计主管，于 2017 年 3 月起担任公司财务经理。

公司投资总监汪月倩女士，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，于 2015 年 10 月起任公司投资总监。

截至 2017 年 3 月底，公司员工共计 9338 人，按岗位构成划分，生产人员占 48.48%、销售人员占 12.86%、技术人员占 23.95%、行政人员占 12.15%、财务人员占 2.56%；按学历划分，本科及以上学历占 26.25%、大专学历占 25.32%、大专以下学历占 48.43%；按职称划分，高级职称占 0.70%、中级职称占 3.41%、初级职称占 7.66%，其他占 88.23%。

总体看来，公司高管专业素质高，管理经验丰富；公司员工以生产人员为主，岗位配置合理，整体文化素质较高，符合医药生产企业特点。

六、管理分析

1. 法人治理结构

依据《中华人民共和国公司法》等相关法律法规的规定，公司设股东会、董事会、监事会等机构。

股东会是最高权力机构，公司增加或减少注册资本、变更组织形式及分立、合并、解散需经 2/3 以上有表决权的股东同意，修改章程、批准股本向股东以外的人转让需经全体股东同意；董事会是执行机构，董事会成员三人，其中董事长 1 人、副董事长 1 人、董事 1 人，公司经理由董事会聘任或者解聘，任期三年；监事会为公司内部监督机构，成员三人，由股东会委任，任期三年，董事、经理以及财务负责人不得兼任监事。

2. 管理水平

公司根据有关法律、法规、政策规定以及自身情况，建立了内部控制体系和相关内部控制制度，涵盖经营管理的各个环节。

人力资源管理方面，公司合理规划人力资源配置方案，持续加大对企业基层业务人员的配置力度，不断精简管理人员，实现人力资源由粗放式人事管理向精细化、标准化、专家咨询化的战略人力资源管理的转变。

风险管理方面，公司构建了董事会领导下的层次化风险管理组织体系。根据上市公司要求和各业务体系不同，形成独立的经营风险集中和风险外溢管理制度，形成了股权清晰、组织明确、制衡有效的全面风险管理组织架构；风险管理制度上，公司坚持推行风险政策的专家制定、定期重检与动态修订等规范化管理程序，针对下属各行业建立了涵盖信用风险、产品风险、市场风险、操作风险、合规风险的风险政策体系，并持续提高政策的传导及执行力。

财务管理方面，公司于 2001 年已经引入国外先进的 SAP 系统，各下属企业建设了具有自身特色的、基于独立业务平台总账的财务会计、管理会计系统；公司应用管理会计系统实现了企业管理业务预算和财务预算，建立了以集团为基础、运用内部成本分摊方法的全面预算体系，实现了盈利绩效能力计量和有效的财务资源配置，支持了下属企业经营目标的实现；公司及下属企业均按照上市公司治理要求依法独立设立账户，建立独立财务会计核算体系和财务管理制度并独立进行财务决策。

预算管理方面，公司建立了一系列制度，包括经营预算、资本预算和财务预算。预算管理控制的全流程包括预算的编制、审批、执行、调整、分析、考核及监督等环节，将公司的经济活动全部纳入预算管理，涵盖生产、经营、销售和建设等全部环节，以保障公司生产经营的顺利运行。

对外担保管理方面，公司严格控制对外担保事宜，其中以下情况对外担保需经股东会审

议通过：公司本部及控股子公司对外担保总额达到或超过最近一期经审计净资产 50%以后提供的担保；公司对外担保总额达到或超过最近一期经审计总资产 30%以后提供的担保；为资产负债率超过 70%的担保对象提供的担保；单笔担保额超过最近一期经审计净资产 10%的担保；对股东、实际控制人及其关联方提供的担保。

融资管理方面，公司制定了严格制度，任何授信和融资都必须通过董事会或股东大会进行决议并授权公司法定代表人或其授权人签署相关法律文件；各二级子公司未经公司同意一律不得对外申请授信和融资。

对外投资管理方面，公司制订了《深圳市百业源投资有限公司对外投资管理制度》，从投资审批权限、投资决策程序、投资风险控制及投资资金管理等方面进一步规范公司的对外投资行为，确保对外投资项目符合公司中长期发展规划和经营业务发展需要以及效益优先的原则。

子公司管理方面，公司从建立健全法人治理结构、财务监管、人事控制、绩效考核、定期沟通等方面加强对子公司管控。公司对子公司董事、监事及高管人员进行委派和任免；公司对子公司的财务负责人实行统一委派、统一管理，并不定期对其财务状况进行审计检查；公司对各子公司的经营管理层实行绩效考核，将其年薪收入与公司经营业绩完成情况挂钩，各子公司管理者定期向公司述职，汇报子公司经营状况。

总体看，公司已建立起适合自身特点的管理模式，内部管理体系较为完善，运作规范，管理效率较高，为公司可持续发展创造了有力的内部保障。

七、重大事项

1. 丽珠集团完成非公开发行

2016 年 9 月，孙公司丽珠集团向鹏华资产

管理（深圳）有限公司、大成基金管理有限公司、中国华融资产管理股份有限公司以及大成基金管理有限公司非公开发行人民币普通股（A股）2909.82万股，募集资金净额为人民币142030.04万元。本次募集资金主要用于艾普拉唑系列创新产品深度开发及产业化升级项目、对丽珠单抗增资投资建设“治疗用抗体药物研发与产业化建设项目”、长效微球技术研发平台建设项目以及补充流动资金及偿还银行贷款。

总体看，本次非公开发行增强了丽珠集团的资本实力，有利于创新研发及完善产品布局。

2. 健康元筹划配股

2017年5月12日，公司公告了配股募资预案。根据预案，本次配股拟以实施本次配股方案的股权登记日收市后的股份总数为基数，按照每10股配售不超过3股的比例向全体股东配售，配售股份不足1股的，按上海证券交易所、中国证券登记结算有限责任公司上海分公司的有关规定处理。若以该预案出具日的总股本1585901292股为基数测算，本次配售股份数量不超过475770387股。本次配股募集资金总额不超过20.00亿元，其中11.50亿元用于珠海大健康产业基地建设项目，8.50亿元用于海滨制药坪山医药产业化基地项目。本次配股的配售对象为配股股权登记日当日收市后在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司登记在册的公司全体股东，公司、股东中铁宝盈资产-浦发银行-中铁宝盈-健康元大股东增持特定客户资产管理计划均承诺以现金全额认购本次配股方案中的可配股份。

本次配股尚需中国证监会核准，联合资信将密切关注本次配股进展。

八、经营分析

1. 经营概况

公司以药品和保健品的生产和销售为主要业务，产品涵盖化学原料药、化学制剂药、中

药制剂药、诊断试剂及设备、保健品，涉及抗感染、消化道、泌尿系统、生殖系统、精神和神经系统等领域。

从收入构成看，公司形成了以药品板块为主，保健品板块为辅的业务布局。2014~2016年，公司营业收入保持稳定增长，年均增幅13.30%，2016年为99.17亿元，同比增长11.87%。近三年，公司药品（含试剂）收入保持快速增长，分别为69.92亿元、82.06亿元和94.18亿元；其中制剂药、原料药、诊断试剂及设备2016年分别实现营业收入62.30亿元、26.19亿元和5.69亿元，均较上年实现不同程度的增长。2014~2016年，受市场竞争加剧影响，公司保健品收入呈下滑趋势，分别为2.74亿元、2.66亿元和2.18亿元。公司煤炭及相关产品和其他板块收入规模不大，2016年分别实现营业收入1.63亿元和1.18亿元，较上年有所下降。

从毛利率看，近三年公司综合毛利率持续提高，2016年为61.14%。2016年，公司药品（含试剂）毛利率为62.54%，为近三年最高水平；其中制剂产品毛利率81.13%，为公司盈利能力最好的产品品种；受原料药景气度影响，公司原料药毛利率有所波动，2016年为19.68%；诊断试剂及设备毛利率较为稳定，2016年为56.27%。近三年，公司保健品毛利率波动较大，2016年保健品的毛利率同比增加4.41个百分点至67.09%，主要由于太太口服液配方升级后恢复销售所致。公司煤炭及相关产品业务收入来自孙公司拜城县众维煤业有限公司（以下简称“众维煤业”）；2016年，煤炭行业景气度有所回升，该业务毛利率为46.97%。公司其他业务收入主要来源于涿州京南永乐高尔夫俱乐部有限公司、深圳市世纪星源运输实业有限公司（以下简称“世纪星源”，于2016年转让）以及零星原材料、半成品的处置等，2016年，部分子公司经营亏损导致毛利率为负。

2017年1~3月，公司产品销售保持良好势头，营业收入同比增长17.77%至27.97亿元；

综合毛利率为 63.43%。

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，近年来保持平稳

增长，毛利率有所波动但总体保持较高水平，整体经营情况良好。

表 4 近年来公司营业收入构成及毛利率情况

类别	营业收入（万元）				毛利率（%）			
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
保健品	27383.77	26644.49	21760.68	7248.03	70.18	62.68	67.09	62.76
药品（含试剂）	699212.00	820603.58	941774.82	266861.70	59.25	61.31	62.54	64.77
其中：制剂药	454079.38	532522.00	622975.64	182345.93	77.08	79.94	81.13	81.41
原料药	200804.26	241120.94	261941.69	71517.75	19.68	21.23	19.68	23.95
诊断试剂及设备	44328.36	46960.64	56857.49	12998.02	55.86	55.81	56.27	55.89
煤炭及相关产品	28038.99	19518.25	16306.36	3690.13	21.10	-8.23	46.97	51.46
其他	17887.62	19698.45	11835.07	1904.44	38.11	20.15	-41.84	-98.84
总计	772522.39	886464.78	991676.94	279704.30	57.76	58.91	61.14	63.43

资料来源：公司提供

2. 药品板块

公司药品板块经营主体为健康元及其子公司丽珠集团。截至 2016 年底，健康元资产总额 160.72 亿元，所有者权益 93.35 亿元；2016 年实现营业收入 97.22 亿元，净利润 9.74 亿元。

（1）原材料采购

公司对原材料采购注重对效率、质量及成本的综合考虑。原料、辅料、包装材料由下属各生产企业根据生产进度进行采购备货。公司制定有严格的质量标准和采购管理制度，并严格要求下属各生产企业按 GMP 标准组织采购。公司与大宗物资供货商建立长期战略合作关系，并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。公司内部建立有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。采购定价方面，原、辅料、内包材参照实时市场价格，以议价方式进行最终定价。

公司药品板块主要对外采购豆油、玉米淀粉、谷朊粉等农副产品、丙酮、钯碳、四氢呋喃等溶剂类原料、中药材、大环内酯类原料、头孢抗生素类原料、喹诺酮类原料、肽类激素类原料、洛韦类等。其中，农副产品采购地主要集中在山东、河北、山西、河南、东北等农业发达省份，并采用期货实时价格核算方式，严格控制实物存量，同时，为保证药材供应质

量，公司在山西、甘肃等地专门建设生产基地，按照 GAP（中药材生产质量管理规范）标准，采用基因指纹图谱监控等现代生物技术及现代农业技术进行党参、黄芪的规范化、标准化种植生产，为参芪扶正注射液产品提供稳定的药材来源，2011 年二级子公司丽珠集团投资成立文山三七种植有限公司，以保证中药材三七供应的稳定。近年来，中药材价格波动较大，为控制成本，公司与供应商协商在每年药材收购季节付出一部分订金，供应商将公司全年所需药材进行储备，以保证全年药材价格稳定。

（2）生产与销售

公司药品板块采取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，并由公司生产部门具体负责组织实施。

公司销售体系架构按照药品销售渠道分为医院、药店、社区及县级以下乡镇卫生院，销售模式以自建队伍为主、招商为辅。近年来，公司加强应收账款管理，对不同客户采取不同的收款策略，目前总体回收期约为 45 天。

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。公司原料药主要产品包含美罗培南等碳青霉烯类原料药、7-ACA等头孢系列原料药、他汀系列原料药以及部分其他类原料药。公司原料药生产装备水平和生产质量管理在国内处于中上等水平，其中子公司焦作健康元在国内最先采用酶法生产7-ACA，为行业生产工艺从化学法向环保酶法转型做出了贡献；美罗培南已通过欧盟EU-GMP认证及欧洲药品质量管理局CEP认证，洛伐他汀和盐霉素生产线已通过美国FDA认证；普伐他汀、硫酸粘菌素生产线通过欧盟

COS认证；阿卡波糖生产线取得美国DMF登记号；霉芬酸生产线取得美国、加拿大DMF登记号。

产能利用方面，2014~2016年，公司主要化学原料药产量存在波动，其中苯丙氨酸产量不断增长，产能利用率保持较高水平；海滨制药通过改进工艺，控制费用，加大销售力度等措施，使得其美罗培南系列产品继续保持增长态势，产能利用率明显提升；而受国家抗菌药物临床应用管理政策的影响，抗菌素药物市场需求减少，导致公司头孢系列和他汀系列原料药产能利用率较低。2017年一季度，主要化学原料药产量和产能利用情况与上年同期相比变化不大。

表5 近年来公司主要化学原料药生产情况

类别	产能				产量			
	2014年	2015年	2016年	2017年1-3月	2014年	2015年	2016年	2017年1-3月
美罗培南混粉(吨)	30.00	30.00	30.00	7.50	19.56	17.03	23.56	3.65
7-ACA(吨)	1600.00	1600.00	1800.00	450.00	1340.42	1431.23	1374.98	338.57
头孢曲松钠(吨)	800.00	500.00	582.00	216.00	511.86	448.75	554.56	188.24
头孢呋辛钠(吨)	150.00	150.00	187.50	46.88	99.00	124.45	125.17	38.82
苯丙氨酸(吨)	7000.00	7000.00	7000.00	2048.92	4664.10	6798.20	8458.10	2046.00
美伐他汀(吨)	200.00	400.00	300.00	82.29	168.38	126.52	106.73	75.84
粘杆菌素(千十亿)	45600.00	54000.00	40800.00	1020.00	45474.15	45082.20	34147.71	814.23

资料来源：公司提供

注：美罗培南混粉的产量统计中包含部分制剂产品。

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。

近年来，公司主要化学原料药的销量略有

波动，但整体呈增长趋势，产销率总体保持较高水平。2016年，美伐他汀产销率达172.14%；公司美罗培南产品在欧盟市场的认可度不断提升，2016年，公司出口客户数量大幅增加，美罗培南混粉销量同比增长19.81%。2017年1~3月，公司主要化学原料药的销量整体继续保持增长。

表6 近年来公司主要化学原料药销售情况

类别	销量				产销率(%)			
	2014年	2015年	2016年	2017年1-3月	2014年	2015年	2016年	2017年1-3月
美罗培南混粉(吨)	14.58	16.91	20.26	5.94	74.55	99.31	86.01	163.04
7-ACA(吨)	1382.02	1312.84	1408.74	419.83	103.10	91.73	102.46	124.00
头孢曲松钠(吨)	415.29	421.76	560.88	166.39	81.13	93.99	101.14	88.39
头孢呋辛钠(吨)	83.35	83.82	121.26	28.64	84.19	67.35	96.88	73.78

苯丙氨酸(吨)	3945.60	7057.05	7254.18	2438.25	84.60	103.81	85.77	119.17
美伐他汀(吨)	201.02	154.82	183.72	25.26	119.38	122.37	172.14	33.31
粘杆菌素(千十亿)	39675.12	46452.43	32530.40	6987.84	87.25	103.04	95.26	858.21

资料来源：公司提供

公司化学原料药收入呈增长趋势，近三年分别为 20.08 亿元、24.11 亿元和 26.19 亿元。2016 年，公司 7-ACA、头孢曲松钠和苯丙氨酸三种产品销售收入分别占原料药收入的 10.52%、14.42%和 8.69%。因产能过剩等原因，7-ACA 市场整体竞争依然激烈；2016 年，公司 7-ACA 产品销售收入大幅下降，主要系其平均销售价格同比下跌约 30%所致。

表 7 近年来公司主要原料药收入情况(单位:万元)

类别	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
美罗培南混粉	15458.85	15741.23	18077.36	4886.79
7-ACA	42302.89	41871.08	27551.47	7945.04
头孢曲松钠	22234.09	22552.95	37758.91	9921.72
头孢呋辛钠	6740.77	6620.22	9248.55	2106.15
苯丙氨酸	13217.25	22416.56	22766.01	7430.65
美伐他汀	12501.61	9559.36	10909.72	1489.20
粘杆菌素	14011.55	14591.41	9752.61	2586.08

资料来源：公司提供

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。公司化学制剂药产品包括抗微生物类、消化道类、心脑血管类和促性腺激素类及等几大类，在神经系统、呼吸系统和泌尿系统等领域也有产品覆盖，主要产品有倍能、得乐系列、尿促卵泡素、注射用醋酸亮丙瑞林微球等。公司中药制剂产品主要包括参芪扶正注射液、抗病毒颗粒、前列安栓、血栓通等。其中，参芪扶正注射液为国家重点新产品及国家中药保护品种。

碳青霉烯类是公司重点发展及培养的品种，其产品主要包括倍能，主要以静脉滴注剂型供应，特别适用于多种病原体所致和需氧/厌氧菌引起的混合感染以及在病原菌未确定前的

早期治疗，对耐头孢菌素类、氨基糖甙类和青霉素类的细菌，包括需氧和厌氧的革兰氏阳性及革兰氏阴性细菌所引起的感染仍具有强效的抗菌活性，是临床治疗中、重度感染、多重耐药菌感染及混合感染的最终、最有效的药物之一。2012 年，无菌美罗培南制剂（注射用粉末）获得欧盟 EU-GMP 认证。消化道药是公司的拳头品类之一，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。依靠公司多年的积累和发展，生殖领域营销格局初具规模。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；其中注射用尿促卵泡素（FSH，商品名“丽申宝”）建立了独有的 LH 单抗亲和层析技术，成为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 95%以上，达到国际先进水平。

公司中药制剂产品主要包括参芪扶正注射液、抗病毒颗粒、前列安栓、血栓通等。参芪扶正注射液是利民制药研制的国家二类中药新药，其功效为益气扶正，用于肺癌、胃癌的辅助治疗。2010 年 5 月，参芪扶正注射液荣获 2009 年度广东省科学技术一等奖。抗病毒颗粒由子公司丽珠集团下属公司四川光大制药生产，原销售区域集中在四川、重庆、陕西等地区。随着营销改革，2007 年陆续开始在全国范围推广，2009 年 4 月甲型流感疫情的爆发，全国抗病毒颗粒市场需求迅速增长，销售区域全面扩展至全国范围。

产能利用方面，近年来，公司化学制剂主要产品产能存在波动，产能利用率偏低，主要由于生产这些品种的生产线属于多品种生产线，公司根据市场行情制定生产计划，对单品种产能进行调整。2014~2016 年，公司主要化学制剂药倍能、尿促卵泡素和康丽能（0.5g）

的产量分别实现年均复合增长 27.28%、28.91% 和 29.38%。受到国家限制抗生素使用政策的影响及市场需求下滑，公司丽扶欣和丽珠得乐冲

剂产销量均较近年来持续下降。2017 年 1~3 月，倍能继续保持较好的销售势头，实现产量 294.34 万支。

表 8 近年来公司主要化学制剂药生产情况

类别	产能				产量			
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
化学制剂:								
倍能（万支）	1625.00	1625.00	1625.00	406.25	612.09	755.38	991.62	294.34
速能（万支）	1250.00	1250.00	1250.00	312.50	20.43	29.25	32.90	8.84
尿促卵泡素（万支）	2679.60	2306.00	2305.00	576.50	336.50	397.69	559.20	91.40
康丽能折 0.5g（万支）	2500.00	2187.00	2511.00	753.30	651.18	815.71	1090.00	363.53
丽扶欣折 0.75g（万支）	2500.00	2187.00	2511.00	753.30	393.73	259.07	41.25	--
丽珠得乐冲剂折 56 包（万盒）	1250.00	816.40	816.40	441.00	376.81	272.77	282.20	66.00
丽珠得乐胶囊折 40 粒（万盒）	1448.00	3138.00	3138.00	504.00	175.56	198.72	235.79	31.04
丽珠肠乐折 20 粒（万盒）	1265.00	1232.00	1232.00	327.60	126.60	95.70	135.00	60.00
中药制剂:								
参芪扶正注射液(万瓶)	1500.00	1500.00	1678.00	418.00	1172.72	1417.53	1775.22	224.78
抗病毒颗粒(万盒)	4241.00	4490.00	4550.00	1188.25	3092.56	1384.87	2582.76	992.50
前列安栓(万盒)	750.00	840.00	840.00	210.00	84.48	153.44	128.41	23.98

资料来源：公司提供

中药制剂方面，参芪扶正注射液的产能近三年保持稳定；受益于老厂技改的完成，抗病毒颗粒和前列安栓的产能于自 2015 年有所提高。产能利用方面，2016 年参芪扶正注射液的销量有所增长，带动产量大幅提升至近三年最好水平，产能利用率达 105.79%；2016 年，公司抗病毒颗粒产量提升至 2582.76 万盒；公司前列安栓产能利用率较低，主要系该品种销售量较小。2017 年 1~3 月，参芪扶正注射液的销售量随着公司营销改革的不断深入而增长，抗病毒颗粒及前列安栓的产量较去年同期均有所提高。

针对制剂产品的销售，公司按不同的终端及用药特点专门设有处方药事业部、OTC 事业部及第三终端事业部等销售部门，并采取自建队伍与招商代理相结合的销售模式。目前，公司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。

2014~2016 年，公司制剂产品产销率均维持较高水平。化学药制剂中，倍能和尿促卵泡素的销量增速较快，分别实现年均复合增长 28.73%和 22.47%；中药制剂中，参芪扶正注射液实现年均 15.47%的销量增幅。2017 年 1~3 月，公司主要制剂药销量均呈现增长。

表 9 近年来公司主要制剂药销售情况

类别	销量				产销率(%)			
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
化学制剂:								
倍能(万支)	622.39	809.93	1031.37	359.38	101.68	107.22	104.01	122.10
速能(万支)	28.54	27.48	29.65	9.63	139.73	93.94	90.11	108.90
尿促卵泡素(万支)	329.32	386.93	493.92	90.76	97.87	97.29	88.33	99.30
康丽能折 0.5g(万支)	678.35	755.65	887.59	257.84	104.17	92.64	81.43	70.93
丽扶欣折 0.75g(万支)	397.66	237.47	212.11	47.44	101.00	91.66	514.20	--
丽珠得乐冲剂折 56 包(万盒)	348.19	307.00	315.08	129.48	92.40	112.55	111.65	196.18
丽珠得乐胶囊折 40 粒(万盒)	194.83	204.21	230.25	91.99	110.98	102.76	97.65	296.35
丽珠肠乐折 20 粒(万盒)	116.47	117.00	112.58	36.88	92.00	122.26	83.39	61.47
中药制剂:								
参芪扶正注射液(万瓶)	1145.74	1372.61	1527.69	367.74	97.70	96.83	86.06	163.60
抗病毒颗粒(万盒)	2309.23	2148.65	2444.84	1189.24	74.67	155.15	94.66	119.82
前列安栓(万盒)	139.19	155.58	156.87	41.49	164.76	101.39	122.17	173.02

资料来源: 公司提供

从销售收入来看, 作为公司最主要的收入来源, 2014~2016 年公司制剂产品销售收入不断增长, 分别为 45.41 亿元、53.25 亿元和 62.30 亿元。

化学药制剂方面, 2014~2016 年, 倍能销售收入以年均 26.18% 的速度快速增长, 2016 年达到 7.58 亿元, 同比增长 29.06%, 由于市场份额较高, 品牌优势明显, 公司消化道用药“丽珠得乐”系列一直保持了过亿元的销售收入; 2016 年销售收入 1.23 亿元, 同比增长 9.35%。2014~2016 年, 公司生殖用药销售收入增速明显。2016 年, 公司注射用尿促卵泡素、注射用醋酸亮丙瑞林微球和注射用尿促性素(HMG)和

分别实现销售收入 5.44 亿元、3.86 亿元和 1.93 亿元, 分别同比增长 25.82%、31.01% 和 26.44%; 其中注射用醋酸亮丙瑞林微球全国仅有两家公司生产, 未来市场潜力大。2017 年 1~3 月, 上述三种产品分别实现销售收入 0.98 亿元、1.47 亿元和 0.37 亿元。

中药制剂方面, 近三年, 参芪扶正注射液始终保持高市场份额, 销售收入稳定增长; 2016 年达 16.80 亿元, 同比增长 9.31%。另一优势产品抗病毒颗粒 2016 年实现销售收入 2.67 亿元, 同比增长 16.08%。2017 年 1~3 月, 参芪扶正注射液和抗病毒颗粒分别实现销售收入 3.95 亿元和 1.32 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)			
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
参芪扶正注射液	131111.62	153662.62	167963.45	39546.66
倍能	47606.93	58734.18	75799.72	25754.94
注射用尿促卵泡素	37264.90	43238.46	54404.14	9843.70
注射用醋酸亮丙瑞林微球	20097.46	29492.38	38639.11	14650.79
抗病毒颗粒	24477.88	23001.00	26698.69	13231.94
注射用尿促性素(HMG)	13902.40	15276.62	19315.38	3689.94
得乐系列	11784.13	11273.08	12327.52	5115.76
速能	2345.39	2238.11	2098.05	642.97

资料来源: 公司提供

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。

近三年，公司诊断试剂及设备营业收入不断增长，分别为 4.43 亿元、4.70 亿元和 5.69 亿元；2017 年 1~3 月为 1.30 亿元。

3. 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，以鹰牌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。

公司保健品的销售模式主要为经销商管理模式，通过经销商分销渠道以及终端覆盖的能力，对产品推广促销、价格管控、渠道梳理等进行管理与完善。目前，公司已经在全国设立了 31 个省级分部，下属办事处 213 个，正在合作的一级经销商合计约 670 家，其中药线商业达 320 家，食线商业商超合计约 350 余家，其下属二级商业及所覆盖药线食线终端约达到 15 万余家。

保健品行业整体技术门槛低、毛利高，目

前国内市场竞争激烈，产品同质化问题严重，市场集中度低。另外，保健品在销售旺季（春节、中秋节）的销售额约占全年销售额的 60%。公司该板块营业收入近三年持续下滑，分别为 2.74 亿元、2.66 亿元和 2.18 亿元。2015 年，受太太美容口服液配方问题影响，该产品暂停销售，并于 2016 年恢复销售。2017 年 1~3 月，公司保健品板块实现收入 0.72 亿元，毛利率为 62.76%。

表 11 近年来公司主要保健品收入情况（单位：万元）

类别	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
静心口服液	13834.50	13835.82	11110.33	3391.55
鹰牌花旗参茶	6580.95	7987.52	6436.26	1540.51
太太美容口服液	4902.72	-464.96	1416.02	850.60

资料来源：公司提供

在中国保健品行业增长整体放缓的态势下，公司在拓展多渠道的同时，深耕原有医药连锁渠道。2017 年，公司将与百强连锁/区域龙头连锁展开战略合作，加大新品开发力度、进行有效的产品组合、满足不同用户需求，并配合新媒体传播战略，通过整合线上/线下的业务模式全面提升保健品在连锁药店的销售额。

4. 经营效率

2014~2016 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数波动中有所下降，三年均值分别为 4.68 次、3.91 次和 0.56 次，2016 年分别为 3.63 次、2.80 次和 0.45 次。总体看，公司经营效率有待提高。

5. 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 2017 年 3 月底，公司在建项目为深圳市滨海制药有限公司医药用碳青霉烯类系列产品产业化基地项目（一期），该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。项目依托继续扩大海滨制药及其子公司新乡海滨制药有限公司的碳青霉烯类系列产品现有生产能力，产业化基地建成后，海滨制药将具备年

产各种碳青霉烯类抗生素无菌注射剂约 2300 万支、口服固体制剂约 10000 万片（粒）的生产能力，同时还将陆续投产多个在研新产品原料药与制剂。项目分两期建设，其中一期建设计划投资 5.37 亿元，二期计划投资 5.00 亿元，视具体新产品进行开发投入。截至 2017 年 3 月底，该项目已投入资金 1.22 亿元。

总体看，公司在建项目围绕主业展开，有助于增强企业竞争力。公司在建项目总投资规模较大，建设进度缓慢，每年计划投资金额较小，可由公司经营净现金流覆盖，公司整体资金压力尚可。

表 12 截至 2017 年 3 月底公司在建项目未来投资计划（单位：万元）

项目名称	计划投资额	截至 2017 年 3 月底已投金额	未来资金投入计划		
			2017 年 4-12 月	2018 年	2019 年
深圳市滨海制药有限公司医药用碳青霉烯类系列产品产业化基地项目（一期）	53700	12163	3000	12000	20000

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2014~2016 年合并财务报告，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）¹对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论；2017 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2014 年公司纳入合并范围一级子公司 6 家、二级子公司 29 家。2015 年，公司合并范围新增深圳太太生物科技有限公司（二级）和广州健康元呼吸药物工程技术有限公司（三级）。2016 年，公司合并范围新增深圳太太云商科技有限公司（三级），减少深圳市世纪星源运输实业有限公司（一级）。2017

年一季度，合并范围较 2016 年底无变化。总体看，近年来公司合并范围变动较小，公司财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 235.27 亿元，所有者权益 121.28 亿元（含少数股东权益 79.91 亿元）；2016 年公司实现营业收入 99.17 亿元，利润总额 9.14 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 253.79 亿元，所有者权益 126.94 亿元（含少数股东权益 83.66 亿元）；2017 年 1~3 月公司实现营业收入 27.97 亿元，利润总额 3.19 亿元。

2. 资产质量

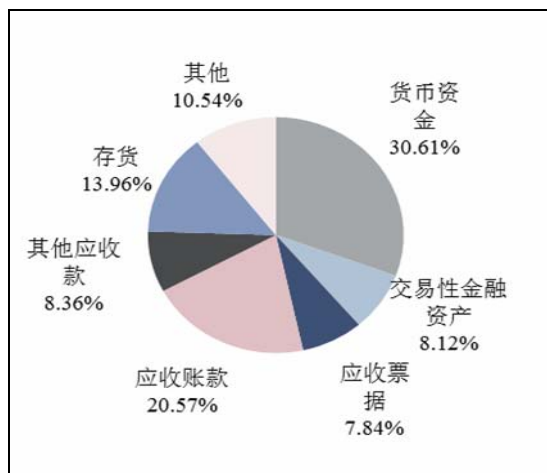
近三年，公司资产规模持续扩大，年均复合增长率 9.29%。截至 2016 年底，公司合并资产总额 235.27 亿元，同比增长 12.98%，主要系其他流动资产和可供出售金融资产增加所致；其中流动资产占 43.43%，非流动资产占 56.57%，公司资产以非流动资产为主。

¹2016年5月，中国证券监督管理委员会决定对大华会计师事务所（特殊普通合伙）、北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）、瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“瑞华”）、银信资产评估有限公司、辽宁元正资产评估有限公司、中和资产评估有限公司正式启动立案调查的行政执法程序。2016年6月，中国银行间交易商协会（以下简称“交易商协会”）发布公告称，经自律处分会议复审决定，给予瑞华公开谴责处分，责令瑞华及时改正，并暂停瑞华相关业务，期限为一年。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产快速增长，年均增幅 24.33%。截至 2016 年底，公司流动资产 102.17 亿元，同比增长 13.55%，主要由货币资金、应收账款和存货构成。

图 1 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信整理

2014~2016 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长率 36.53%。截至 2016 年底，公司货币资金同比增长 12.14%至 31.27 亿元，主要包含库存现金（占 0.02%）、银行存款（占 92.53%）和其他货币资金（占 7.45%）；其中使用受限的货币资金 1.92 亿元，主要系环境治理保证金、信用证保证金、银行承兑汇票保证金和保函。

2014~2016 年，公司交易性金融资产波动增长，截至 2016 年底，公司交易性金融资产 8.30 亿元（其中股票 8.28 亿元），同比下降 35.18%，主要系公司持有的股票公允价值变动所致，不存在投资变现的重大限制。

2014~2016 年，公司应收票据快速增长，年均增幅 15.73%。截至 2016 年底，公司应收票据 8.01 亿元，均为银行承兑汇票，同比增长 18.31%，主要系公司销售规模增加所致。

公司应收账款规模较大，2014~2016 年，伴随公司销售规模的增长，公司应收账款亦有所增长，年均增幅 11.41%。截至 2016 年底，公司应收账款余额为 22.63 亿元，计提坏账准

备 1.62 亿元，计提比例 7.15%；应收账款账面价值 21.01 亿元，同比增长 11.96%。从账龄来看，截至 2016 年底，应收账款账龄在 1 年以内的占 96.31%，账龄短；从集中度来看，应收账款前五名金额合计 4.82 亿元，占应收账款总额的 21.30%，集中度一般。

公司其他应收款主要是投资款、股权转让款和往来款项。2014~2016 年，公司其他应收款快速增长，年均增幅 34.20%。截至 2016 年底，公司其他应收款 8.54 亿元，同比增长 6.66%；计提坏账准备 0.69 亿元，计提比例 7.51%；其中深圳市鑫荣源发展有限公司应付公司股权转让款 4.20 亿元（转让世纪星源），世纪星源注册资本 1000 万元，公司持股 100%。2016 年 11 月，公司与深圳市鑫荣源发展有限公司（以下简称“鑫荣源”）签订《债权转让协议》和《股权转让协议》，将对世纪星源的债权和股权分别以 3.93 亿元和 0.59 亿元转让给鑫荣源。目前公司已收到 0.32 亿元转让款，依照协议约定，剩余款项将于 3 年内支付完毕；董事长朱保国先生增持子公司健康元股票产生应收款 1.64 亿元。从账龄来看，账龄在 1 年以内的占 33.63%，1~2 年的占 37.18%，账龄较长；从集中度来看，其他应收款前五名金额合计 7.66 亿元，占其他应收款的 82.88%，集中度高。

2014~2016 年，公司存货快速增长，年均复合增长 13.64%。截至 2016 年底，公司存货 14.26 亿元，同比增长 7.80%，计提跌价准备 0.66 亿元；其中原材料占 24.78%，在产品及自制半成品占 26.27%，产成品及库存商品占 45.14%。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产有所波动，截至 2016 年底，公司非流动资产 133.10 亿元，同比增长 12.54%，主要由可供出售金融资产（占 23.68%）、固定资产（占 34.82%）和无形资产（占 23.70%）构成。

公司股权投资主要投向为大健康和金融

领域。2014~2016 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长率 109.03%。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 31.52 亿元，同比大幅增长 93.53%，主要新增对 Apricot Forest, Inc.（杏树林）投资 2.09 亿元、对上海云锋新呈投资中心（有限合伙）投资 8.58 亿元、对宁波梅山保税港区挚微股权投资合伙企业投资 1.31 亿元。

表13 可供出售金融资产期末余额前五名股情况
(按成本计量)

被投资单位	持股比例 (%)	期末余额 (亿元)
上海云锋新呈投资中心(有限合伙)	--	8.58
深圳前海微众银行股份有限公司	20.00	6.32
Apricot Forest, Inc. (杏树林)	14.88	2.09
深圳市利明泰股权投资基金有限公司	14.81	2.00
国开博裕二期(上海)股权投资合伙企业(有限合伙)	--	1.96
合计	--	20.95

资料来源：公司 2016 年审计报告

2014~2016 年，公司固定资产平稳增长，截至 2016 年底，公司固定资产账面原值 82.56 亿元，累计折旧 35.00 亿元，计提减值准备 1.21 亿元，固定资产净额 46.34 亿元，较上年变动不大；其中机器设备占 42.90%，房屋及建筑物占 51.78%。

2014~2016 年，公司无形资产保持相对稳定，截至 2016 年底，公司无形资产原值 39.42 亿元，累计摊销和减值准备合计 7.88 亿元，无形资产账面价值 31.54 亿元，同比下降 3.44%；其中采矿权 27.01 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 253.79 亿元，较上年底增长 7.87%，资产结构较上年底变动不大。其中，货币资金增长至 44.79 亿元，主要由于公司发行超短期融资券和中期票据，使用受限的货币资金 0.47 亿元；由于董事长朱保国先生继续增持健康元，其他应收款较 2016 年底增长 19.61%至 10.22 亿元。

总体看，公司资产规模持续增长，资产流

动性一般，公司整体资产质量较好。

3. 负债和权益结构

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益有所波动，年均复合变动 4.84%。截至 2016 年底，公司所有者权益 121.38 亿元(含少数股东权益 79.91 亿元)，同比增长 18.28%，主要源于少数股东权益增加；归属于母公司的权益中，资本公积占 50.93%，未分配利润占 46.44%。

2014~2016 年，公司资本公积波动下降，年均降幅 17.31%。截至 2015 年底，公司资本公积 19.62 亿元，同比下降 36.49%，主要系自 2013 年 12 月 31 日起划归为投资性房地产的物业本期重新归类为固定资产，相应公允价值与账面价值之间的差额不再计入本科目所致。截至 2016 年底，公司资本公积 21.12 亿元，主要包含资本溢价（占 68.55%）和其他资本公积（占 31.45%），同比增长 7.65%，主要系丽珠集团定向增发以及健康元、丽珠集团计提股权激励费用所致。

2014~2016 年，公司未分配利润稳步增长，截至 2016 年底，公司未分配利润 19.26 亿元，同比增长 2.20%。

2014~2016 年，公司少数股东权益快速增长，年均复合增长 15.03%。截至 2016 年底，公司少数股东权益 79.91 亿元，同比增长 26.54%，主要是孙公司丽珠集团非公开发行股票所致。

截至 2017 年 3 月底，公司少数股东权益继续增长，为 83.66 亿元，占所有者权益的 65.90%；公司所有者权益合计 126.94 亿元，较上年底增长 4.58%。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高，权益稳定性一般。

负债

2014~2016 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 14.74%。截至 2016 年底，公司负债合计 113.89 亿元，同比增长 7.82%，主要

系应付债券的增加所致。从负债结构看，流动负债占 67.79%，非流动负债占 32.21%，公司负债以流动负债为主。

流动负债方面，2014~2016 年，公司流动负债波动增长，年复合增长率为 18.46%。截至 2016 年底，公司流动负债 77.20 亿元，同比下降 4.54%，主要由应付账款（占 8.62%）、其他应付款（占 28.39%）和其他流动负债（占 43.39%）构成

2014~2016 年，公司其他应付款快速增长，年均增长 33.73%。截至 2016 年底，公司其他应付款 21.92 亿元，同比增长 10.70%，其中由于尚未支付而结存的市场开发费及推广费为 9.69 亿元，账龄在 1 年以内的占 87.56%。

2014~2016 年，公司其他流动负债快速增长，年均增幅 15.52%。截至 2016 年底，公司其他流动负债 33.50 亿元，均为短期应付债券。

表14 截至2016年底公司合并口径短期债券明细
(单位: 亿元)

债券名称	发行日期	期限	额度
16 健康元 SCP001	2016.8	270 天	6.00
16 丽珠 SCP001	2016.8	270 天	3.5
16 百业源 CP001	2016.3	365 天	3.00
16 百业源 SCP001	2016.4	270 天	9.00
16 百业源 SCP002	2016.5	270 天	5.00
16 百业源 SCP003	2016.8	270 天	7.00
合计	--	--	33.50

资料来源：公司财务报告

非流动负债方面，2014~2016 年，公司非流动负债波动中有所增长，年均增长 7.92%。截至 2016 年底，公司非流动负债 36.69 亿元，同比增长 48.22%，主要由应付债券（占 73.53%）和递延所得税负债（占 20.24%）构成。

2014~2016 年，公司应付债券波动增长，年均增幅 38.94%。截至 2016 年底，公司应付债券 26.91 亿元，同比增长 107.86%，主要是公司发行 7 亿元中期票据及子公司健康元集团发行 7 亿元中期票据所致。

表15 截至2016年底公司合并口径长期债券明细

(单位: 亿元)

债券名称	发行日期	期限	发行金额
11 健康元	2011.10	7 年	10.00
16 健康元 MTN001	2016.10	3 年	7.00
15 百业源 MTN001	2015.6	3 年	3.00
16 百业源 MTN001	2016.3	3 年	7.00
合计	--	--	27.00

资料来源：公司财务报告

2014~2016 年，公司递延所得税负债快速下降，年均复合下降 23.92%。截至 2016 年底，公司递延所得税负债 7.42 亿元，主要为合并形成的被投资单位可辨认净资产公允价值产生的应纳税差异。

2014~2016 年，公司调整后有息债务快速增长，年均增幅 18.06%。截至 2016 年底，将其他流动负债中的有息债务调整计入全部债务后，公司全部债务 68.87 亿元（调整前为 35.37 亿元），同比增长 7.29%；其中短期债务和长期债务分别占 60.91%和 39.09%。截至 2016 年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 48.41%、36.20%和 18.15%。

截至 2017 年 3 月底，受发行中期票据影响，公司负债总额 126.85 亿元，较 2016 年底增长 11.38%，负债结构较上年底变动不大；其中其他流动负债和应付债券分别为 30.50 亿元和 36.88 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司调整后全部债务 77.47 亿元（调整前为 46.97 亿元），较 2016 年底增长 12.49%；其中短期债务占 52.39%，长期债务占 47.61%，短期债务占比有所下降。同期，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.98%、37.90%和 22.51%，均较上年底有所上升。

总体看，公司债务规模持续增长，整体债务水平适宜，仍存在一定短期支付压力。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入快速增长，

年均复合增长 13.30%；2016 年公司实现营业收入 99.17 亿元，同比增长 11.87%；其中药品板块的增长对营业收入的支撑作用较为明显。近三年，公司营业成本年均增幅 8.67%；2016 年，公司营业成本 38.54 亿元，同比增长 5.79%。

从期间费用来看，2014~2016 年，公司期间费用快速增长，年均复合增长 17.11%。2016 年，公司产生期间费用 51.16 亿元，同比增长 15.38%；其中销售费用 37.66 亿元，同比增长 18.64%。2014~2016 年，公司期间费用占营业收入比重分别为 48.29%、50.02%和 51.59%，公司期间费用对利润侵蚀较大。

2014~2016 年，公司公允价值变动收益变化较大，分别为 1.44 亿元、-4.22 亿元和 0.54 亿元；公司持有的权益工具的浮盈/亏对公司利润产生一定影响。

2014~2016 年，公司投资收益波动下降，年均降幅 15.93%。2016 年，公司实现投资收益 0.78 亿元，较上年大幅减少；其中交易性金融资产产生投资亏损 1.31 亿元，可供出售金融资产产生投资收益 1.89 亿元。

近三年，公司分别实现营业外收入 0.78 亿元、1.42 亿元和 1.51 亿元，其中政府补助占比分别为 93.54%、96.48%和 92.72%。

2014~2016 年，公司利润总额有所波动，2016 年，公司实现利润总额 9.14 亿元，同比增长 37.17%。

从盈利指标来看，2014~2016 年，公司营业利润率有所提升，分别为 56.31%、57.41%和 59.26%，均处于较高水平；同期，公司总资产收益率²和净资产收益率均呈波动态势，三年均值分别为 5.73%和 6.30%，2016 年分别为 5.60%和 6.17%。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 27.97 亿元，同比增长 17.77%；同期，公司期间费用 13.93 亿元，同比增长 16.67%，占营业收入的比重为 49.81%。2017 年 1~3 月，公司实现利润总额 3.19 亿元，同比增长 36.91%；同期

公司营业利润率为 61.80%，较上年有所提升。

总体看，近年来公司收入及利润规模有所增长，期间费用对利润形成一定侵蚀，且金融资产的公允价值变动对公司盈利水平有一定影响。

5. 现金流分析

经营活动方面，2014~2016 年，受益于公司产品销售收入的增加，公司经营活动产生的现金流入量快速增长，分别为 81.66 亿元、103.00 亿元和 115.49 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金分别为 77.98 亿元、87.72 亿元和 100.79 亿元；2016 年，公司收到其他与经营活动有关的现金 14.06 亿元，主要系往来款。同期，公司现金收入比呈波动态势，分别为 100.94%、98.95%和 101.64%，整体收入实现质量一般。2014~2016 年，公司经营活动现金流出亦快速增长，分别为 72.04 亿元、91.73 亿元和 100.93 亿元，主要由购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金构成；公司支付其他与经营活动有关的现金主要系支付的产品运作费及业务费，近三年分别为 30.95 亿元、46.44 亿元和 51.44 亿元，其中 2016 年同比增长 10.67%。2014~2016 年，公司经营活动现金流量净额快速增长，年均增幅 23.03%，2016 年为 14.56 亿元，同比增长 29.25%。

投资活动方面，近三年，公司投资活动现金流入规模快速下降，分别为 13.77 亿元、13.76 亿元和 8.03 亿元，其中收回投资收到的现金分别为 13.43 亿元、11.20 亿元和 6.03 亿元。近三年，公司投资活动现金流出量波动增长，分别为 32.21 亿元、29.21 亿元和 33.36 亿元，主要系投资支付的现金，分别为 23.71 亿元、23.03 亿元和 27.83 亿元。2014~2016 年，公司投资活动现金流持续表现为净流出，分别为 -18.45 亿元、-15.46 亿元和 -25.32 亿元。

近年来，公司经营活动获取的现金尚不能补足投资活动现金的缺口，公司存在对外融资

² 该指标的计算使用了调整后全部债务

需求。公司筹资活动主要是以银行借款和发行债券为主。近三年，公司筹资活动现金流入量分别为 34.14 亿元、88.70 亿元和 88.73 亿元。2016 年，公司吸收投资收到的现金 14.22 亿元，主要系丽珠集团增发所致；取得借款和发行债券收到的现金分别为 51.06 亿元和 23.44 亿元。近三年，公司筹资活动现金流出规模快速增长，2016 年为 75.95 亿元，其中用于偿还债务支付的现金 70.75 亿元。2014~2016 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 11.72 亿元、15.03 亿元和 12.78 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量为 28.32 亿元，同比增长 15.36%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 27.39 亿元；经营活动现金流出量为 25.70 亿元，同比增长 9.97%，其中支付其他与经营活动有关的现金 12.50 亿元。公司经营活动现金流量净额为 2.62 亿元。同期，公司现金收入比为 97.93%。2017 年 1~3 月，公司投资活动产生的现金流量净额为 5.50 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 5.44 亿元。

总体看，随着销售规模的扩大，公司经营活动净现金流不断增长，但尚不能满足投资需求，公司存在一定筹资压力。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，近三年，公司流动比率和速动比率波动上升，三年均值分别为 121.24%和 102.94%，2016 年底分别为 132.34%和 113.87%。同期，公司经营现金流动负债比亦波动上升，近三年分别为 17.48%、13.92%和 18.85%。截至 2017 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别上升至 147.79%和 129.99%。总体看，公司短期偿债能力较强

长期偿债能力方面，2014~2016 年公司 EBITDA 有所波动，年均复合增长 6.55%，三年分别为 16.81 亿元、16.14 亿元和 19.08 亿元；随着公司债务规模不断扩大，公司调整后全部债务/EBITDA 波动上升，分别为 2.94 倍、3.98

倍和 3.61 倍；EBITDA 利息倍数呈波动下降趋势，分别为 6.52 倍、5.05 倍和 6.00 倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至 2017 年 3 月底，公司对外担保余额 1.30 亿元，担保比率为 1.02%，系焦作健康元和健康元对焦作金冠嘉华电力有限公司（为公司的参股企业）的贷款分别提供担保 0.30 亿元和 1.00 亿元。公司对外担保金额较小，且公司对上述担保采取了反担保措施，或有负债风险低。

截至 2017 年 3 月底，公司共获得银行授信额度合计人民币 83.78 亿元，其中已使用额度 6.50 亿元，尚未使用额度 77.28 亿元，间接融资渠道畅通；此外，公司拥有两家上市公司（健康元和丽珠集团），具备直接融资渠道。

7. 母公司财务情况分析

截至 2016 年底，母公司资产总额 46.69 亿元，主要由其他应收款（25.46 亿元）和可供出售金融资产（11.27 亿元）构成；负债合计 37.13 亿元，其中其他流动负债和应付债券分别为 24.00 亿元和 9.98 亿元。截至 2016 年底，母公司资产负债率为 79.52%，调整后全部债务 35.88 亿元，其中短期债务 26.00 亿元。截至 2017 年 3 月底，母公司资产总额 49.55 亿元，构成仍以其他应收款（26.60 亿元）和可供出售金融资产（11.27 亿元）为；货币资金为 2.76 亿元；负债合计 40.24 亿元，资产负债率 81.21%，调整后全部债务 39.47 亿元，其中短期债务规模 24.50 亿元。

盈利能力方面，2016 年，母公司未产生营业收入；受有息债务规模较大影响，财务费用支出 1.68 亿元；实现投资收益 1.79 亿元；利润总额-0.10 亿元。2017 年 1~3 月，母公司仍未产生营业收入，财务费用 0.46 亿元，公允价值变动收益 0.22 亿元，利润总额-0.25 亿元。

总体看，母公司货币资金规模较小，其他应收款规模大；盈利能力弱，利润依赖投资收益；有息债务尤其短期债务规模大。考虑到母

公司持有大量交易性金融资产和可供出售金融资产，且对其持有的上市公司股票的质押率低，整体偿债能力较好。

8. 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 2017 年 8 月 15 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。

9. 抗风险能力

总体来看，公司产品种类丰富，重点产品市场份额领先。近年来，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、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 3.50 亿元，占 2017 年 3 月底长期债务和调整后的全部债务的 9.49% 和 4.52%，本期中期票据对公司现有债务规模影响不大。

截至 2017 年 3 月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.98%、37.90% 和 22.51%。考虑到公司于 2017 年 7 月发行 2017 年度第二期中期票据 3.5 亿元，用于归还银行借款；本期中期票据用于偿还超短期融资券，上述债券发行对公司实际债务压力影响不大。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据的 2.75 倍、3.22 倍和 4.16 倍，公司经营活动现金流量净额对本期中期票据本金覆盖程度较高；公司 EBITDA 分别为本期中期票据的 4.80 倍、4.61 倍和 5.45 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据保障程度较

高。

考虑到公司于 2017 年 7 月发行 3.5 亿元本期中期票据，2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为两期中期票据的 1.37 倍、1.61 倍和 2.08 倍，公司经营活动现金流量净额对本期中期票据本金覆盖程度较高；公司 EBITDA 对两期中期票据的保障倍数分别为 2.40 倍、2.31 倍和 2.73 倍，公司 EBITDA 对两期中期票据保障程度较高。

总体看，公司经营活动净现金流和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度较高。

同时，联合资信关注到，公司已于 2017 年先后发行两期中期票据，额度合计 8.5 亿元，期限 3 年。本期中期票据额度 3.5 亿元，期限 3 年，若 2017 年内发行成功，公司将于 2020 年集中兑付的中期票据额度为 12 亿元，存在集中兑付压力。

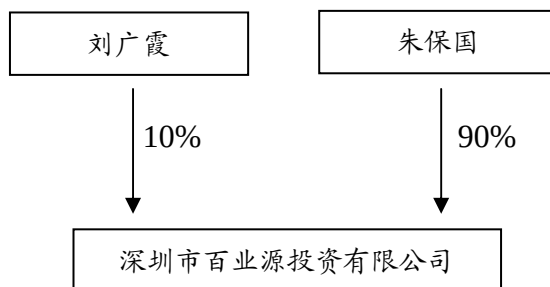
十一、结论

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，巨大的市场需求将支撑医药行业景气度延续。

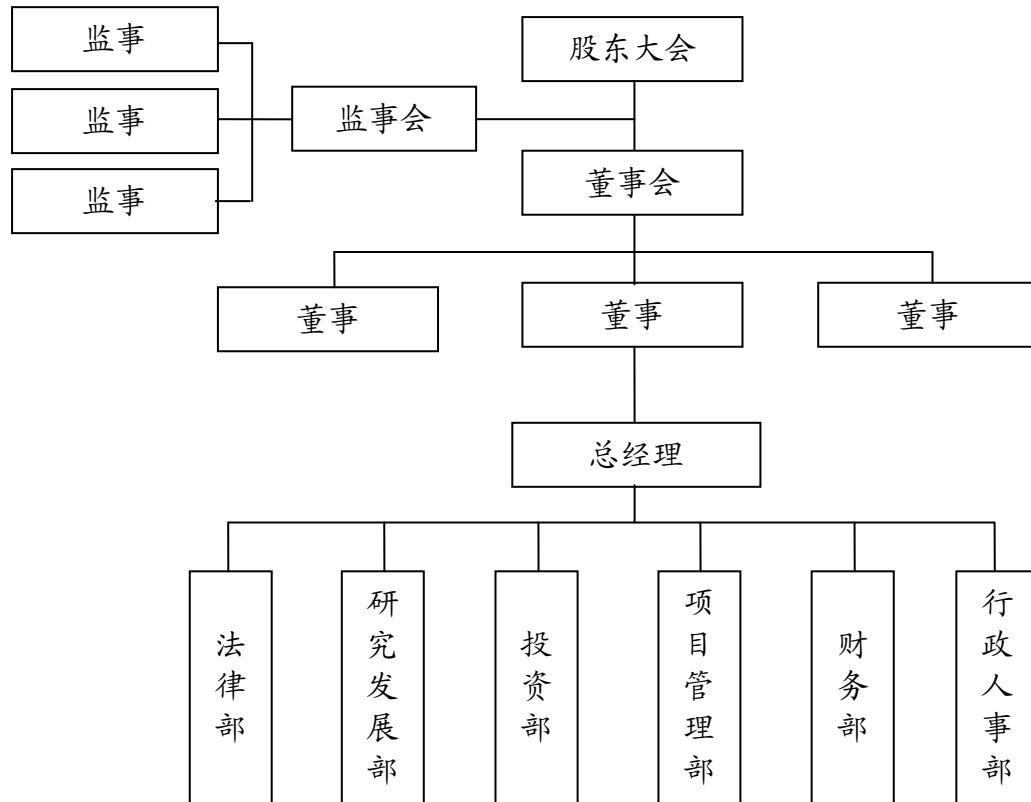
公司产品种类丰富，重点产品市场份额领先，具有较强的研发实力，研发成果显著。近年来，公司总体经营平稳，资产及收入规模持续增长，债务负担有所上升但维持在较低水平，整体盈利能力较强。

公司经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度较高。总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2017 年 3 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	30.00	47.46	47.58	64.32
资产总额(亿元)	196.95	208.24	235.27	253.79
所有者权益(亿元)	110.44	102.62	121.38	126.94
短期债务(亿元)	23.58	20.16	8.45	10.09
长期债务(亿元)	16.83	15.03	26.92	36.88
全部债务(亿元)	40.41	35.19	35.37	46.97
调整后全部债务(亿元)	49.41	64.19	68.87	77.47
营业收入(亿元)	77.25	88.65	99.17	27.97
利润总额(亿元)	8.83	6.67	9.14	3.19
EBITDA(亿元)	16.81	16.14	19.08	--
经营性净现金流(亿元)	9.62	11.26	14.56	2.62
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.47	3.66	3.63	--
存货周转次数(次)	3.22	3.00	2.80	--
总资产周转次数(次)	0.42	0.44	0.45	--
现金收入比(%)	100.94	98.95	101.64	97.93
营业利润率(%)	56.31	57.41	59.26	61.80
总资本收益率(%)	6.06	5.53	5.60	--
净资产收益率(%)	6.73	6.00	6.17	--
长期债务资本化比率(%)	13.23	12.78	18.15	22.51
全部债务资本化比率(%)	26.79	25.54	22.56	27.01
调整后全部债务资本化比率(%)	30.91	38.48	36.20	37.90
资产负债率(%)	43.92	50.72	48.41	49.98
流动比率(%)	120.14	111.25	132.34	147.79
速动比率(%)	100.06	94.90	113.87	129.99
经营现金流动负债比(%)	17.48	13.92	18.85	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.52	5.05	6.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.40	2.18	1.85	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	2.94	3.98	3.61	--

注：公司 2017 年一季度财务数据未经审计；2. 调整后全部债务包括其他流动负债中的有息债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 深圳市百业源投资有限公司 2017 年度第三期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

深圳市百业源投资有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

深圳市百业源投资有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对深圳市百业源投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，深圳市百业源投资有限公司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深圳市百业源投资有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现深圳市百业源投资有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对深圳市百业源投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如深圳市百业源投资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深圳市百业源投资有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与深圳市百业源投资有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。