

信用等级公告

联合[2017] 2910 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及其拟发行的 2018 年度第一期中期票据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

主体长期信用等级为

AA⁺

深圳市百业源投资有限公司

2018 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年十二月八日



深圳市百业源投资有限公司

2018 年度第一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：5.5 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：偿还有息债务

评级时间：2017 年 12 月 8 日

财务数据：

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
现金类资产(亿元)	30.00	47.46	47.58	112.19
资产总额(亿元)	196.95	208.24	235.27	307.02
所有者权益(亿元)	110.44	102.62	121.38	165.80
短期债务(亿元)	32.58	49.16	41.95	43.77
长期债务(亿元)	16.83	15.03	26.92	40.89
全部债务(亿元)	49.41	64.19	68.87	84.66
营业收入(亿元)	77.25	88.65	99.17	83.41
利润总额(亿元)	8.83	6.67	9.14	58.01
EBITDA(亿元)	16.81	16.14	19.08	--
经营性净现金流(亿元)	9.62	11.26	14.56	13.20
营业利润率(%)	56.31	57.41	59.26	61.31
净资产收益率(%)	6.73	6.00	6.17	--
资产负债率(%)	43.92	50.72	48.41	46.00
全部债务资本化比率(%)	30.91	38.48	36.20	33.80
流动比率(%)	120.14	111.25	132.34	185.57
经营现金流流动负债比(%)	17.48	13.92	18.85	--
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. 2017 年 1~9 月财务数据未经审计；2. 短期债务和全部债务中包括其他流动负债中的有息债务。

分析师

孔祥一 刘嘉敏 邢露雪

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

评级观点

深圳市百业源投资有限公司（以下简称“公司”）是一家投资控股型企业，实际控制两家医药行业上市公司健康元药业集团股份有限公司（以下简称“健康元”）和丽珠医药集团股份有限公司（以下简称“丽珠集团”）。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级，反映了其所属医药行业发展潜力较大，公司产品种类丰富，多个品种进入国家新版《医保目录》，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。2017 年孙公司丽珠集团转让珠海维星实业有限公司（以下简称“维星实业”）100%股权，对当期利润形成较大贡献。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，权益稳定性较弱及公司本部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. 作为投资控股型企业，公司实际控制的医药行业上市公司健康元和丽珠集团近年来资产和收入规模持续增长。
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. 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. 作为投资控股型企业，公司本部债务负担重，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

2018 年度第一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5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47.17%)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44.80%)。

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9月底,公司(合并)资产

总额为307.02亿元,所有者权益165.80亿元(含少数股东权益113.47亿元);2017年1~9月公司实现营业收入83.41亿元,利润总额58.01亿元。

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

公司计划于2018年注册中期票据额度14亿元,并计划发行2018年度第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”),发行额度5.5亿元,期限3年。本期中期票据募集资金将用于偿还有息债务。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

2016年,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,中国实施积极的财政政策,实际财政赤字率3.8%,为2003年以来的最高值;稳健的货币政策更趋灵活适度,央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点,并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。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年,中国GDP实际增速为6.7%,经济增速稳中趋缓。具体来看,三大产业保持稳定增长,农业生产形势基本稳定,工业生产企稳向好,服务业保持快速增长,支柱地位进一步巩固,三大产业结构继续改善;固定资产投资增速略有放缓,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)实现

2.0%的温和上涨，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。

2017年上半年，中国继续推进供给侧结构性改革，积极的财政政策继续通过减税降费减轻企业负担，同时进一步加大财政支出力度，助力经济稳中向好。2017年1~6月，全国一般公共预算收入和支出分别为9.43万亿元和10.35万亿元，支出同比增幅（15.8%）继续高于收入同比增幅（9.8%）；财政赤字9177亿元，为近年来同期最高水平，财政政策更加积极。稳健中性的货币政策更加注重兼顾经济“稳增长”与“防风险”，在美元加息、经济去杠杆等背景下，央行综合运用多种货币政策工具，维持市场资金面的紧平衡状态。在上述政策背景下，2017年1~6月，中国GDP同比实际增长6.9%；西藏、重庆、贵州等中西部地区经济发展状况良好，东北、山西等产业衰退地区经济形势有所好转；CPI温和上涨，PPI和PPIRM涨幅有所放缓；就业水平相对稳定。

2017年1~6月，三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好。工业生产加快，结构继续优化，企业利润快速增长；服务业仍是推动经济增长的主要力量，但受房地产市场宏观调控以及经济去杠杆影响，房地产业（6.9%）和金融业（3.8%）实际增速均明显下降。

固定资产投资增速有所放缓，但民间投资增速明显加快。2017年1~6月，中国固定资产投资28.1万亿元，同比增长8.6%（实际增长3.8%），增速略有放缓。受益于2016年以来政府吸引民间投资的若干政策措施，民间投资增速（7.2%）明显加快。随着房地产调控政策效应的逐步显现，房地产开发投资增速（8.5%）自5月以来略有放缓；基于国家财政收入持续增长以及基础设施领域PPP模式发

展等因素，基础设施建设投资增速（16.9%）仍保持在较高增长水平，但增速趋缓；受制造业中技术改造投资的带动以及装备制造业投资支撑作用的进一步增强，制造业投资增速（5.5%）呈现回升态势。

居民消费稳步增长，网络消费保持较高增速。2017年1~6月，中国社会消费品零售总额17.2万亿元，同比增长10.4%，保持平稳较快增长。具体来看，家具类、建筑及装潢类消费仍维持较高增长水平，但受房地产市场调控影响，增速较上年同期明显放缓；体育娱乐用品类、文化办公用品类以及通讯器材类等升级类商品消费保持较高增速；汽车销售增速明显回落。此外，2017年1~6月，网络消费同比增长33.4%，继续保持高速增长态势。

进出口快速增长，外贸持续改善。在全球经济持续复苏带动外部需求回暖、国内经济稳中向好带动进口持续增加、大宗商品价格反弹以及相关鼓励外贸措施出台的背景下，进出口快速增长。2017年1~6月，中国进出口总值13.1万亿元，同比增加19.6%，连续6个月实现同比正增长，实现贸易顺差1.3万亿元，外贸形势明显改善。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，同时高新技术产品出口额仍保持10%以上的较快增速；进口方面，铁矿砂、原油等大宗商品进口量价齐升。

2017年下半年，全球经济有望维持复苏态势，但货币政策的分化使中国经济增长和金融市场稳定面临更多挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级。具体来看，投资或呈缓中趋稳态势，其中，房地产投资增速或将随房地产调控政策效应的进一步显现而继续放缓，基础设施建设投资增速受货币政策保持稳健中性以及财政支持能力受限等因素影响或将有所放缓，高新技术、高端制造业投资将成为制造业投资的重要支撑。消费将保持平稳增长，随着居民收入水平的不断提高以及消费结构的不断改善，居民

医疗、文化、旅游等消费需求有望继续释放，但房地产相关消费以及汽车消费增速或将继续放缓。进出口或将持续改善，这主要是受到欧美等主要发达国家经济持续复苏、“一带一路”战略的深入推进以及一系列促进贸易和投资便利化等利好措施的带动。总体来看，由于房地产投资和基础设施建设投资存在增速放缓压力，中国今年下半年经济增速或将低于上半年，预计全年经济增速将在 6.7% 左右；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

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%。2017 年上半年，医药工业规模以上企业实现主营业务收入 15314.40 亿元，同比增长 12.39%，增速较上年同期提高 2.25 个百分点；实现利润总额 1686.52 亿元，同比增长 15.83%，增速较上年同期提高 1.22 个百分点。2017 年上半年，规模以上医药工业主营收入利润率为 11.01%，高于全国工业整体水平 3.88 个百分点。

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段，医保控费对行业增长的边际冲击已有所减缓，在需求端的刺激下，2016 年起行业开始企稳回升；但从各子行业增速波动情况来看，行业开始表现出由总量增长向结构性增长转变，行业分化趋势愈加明显。

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. 行业政策

医改是影响整个医药行业的关键因素。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，医药制造行业政策导向可分为生产端的去产能和消费端的调结构两大类，品种储备、资金实

力、研发能力将对企业信用水平产生重要影响。

表 2 2015 年以来相关医药政策汇总

时间	政策	主要内容	影响
2015 年 2 月	国务院办公厅《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》	坚持以省（区、市）为单位的网上药品集中采购方向，实行一个平台、上下联动、公开透明、分类采购，采取招生产企业、招采合一、量价挂钩、双信封制、全程监控等措施，加强药品采购全过程综合监管，切实保障药品质量和供应；鼓励地方结合实际探索创新，进一步提高医院在药品采购中的参与度	有利于破除以药补医机制，加快公立医院特别是县级公立医院改革，降低药品虚高价格，减轻人民群众用药负担，预防和遏制药品购销领域腐败行为，抵制商业贿赂，推动药品生产流通企业整合重组、公平竞争，促进医药产业健康发展
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《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、卫计委、人社部等《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 7 月	食品药品监督管理局《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》	要求1622个已申报并待审的药品注册申请人按照相关要求对照临床试验方法，对已申报生产或进口的待审药品注册申请药物的临床试验数据开展自查，确保临床实验数据真是、可靠，相关证据保存完整	有利于解决药品申请注册挤压问题，鼓励创新药研究，同时加剧企业间分化
2015 年 8 月	国务院《关于改革药品医疗器械审批制度的意见》	全面启动药品审批制度的改革以解决药物临床试验“申报难审批易”等顽疾，同时也将对创新药实行特殊审评审批制度	加快新药上市速度，有利于提高行业整体研发能力
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 2 月	食品药品监督管理局《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》	从细则上对有限审批制度进行划分，重点支持三大类药物（新药、临床急需或质量疗效明显改进）的优先审批，规定17中情形可以进行优先审评	加快新药上市速度，有利于提高行业整体研发能力
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	有利于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

		性评价：逾期未完成的，不予再注册	
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
2016 年 6 月	卫计委《关于尽快确定医疗费用增长幅度的通知》	各省（区、市）制定当地年度医疗费用增长幅度，力争2017年底之前全国医疗费用增长幅度降到10%以下	未来医药控费将从严并逐步渗透，行业增速可能继续放缓
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
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

3. 行业关注

(1) 行业集中度低，兼并重组步伐加快

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，截至 2017 年 6 月底已接近 7600 家，市场较为分散。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右（不包含医药综合类企业），与全球医药巨头 400~500 亿美元的业绩相比差距甚远。此外，中国医药生产企业数量众多，品种雷同现象普遍，部分产品产能过剩。总体看，医药制造行业也面临“去产能”和“调结构”，近年来，行业内监管趋严，政策调控力度加大，行业内资源不断向优势企业集中。为实现规模化生产、获得优势品种、拓宽销售网络，整合并购将成为提高行业集中度的重要手段。预计未来行业集中度将有所提高。与此同时，企业在兼并重组过程中存在一定整合风险和商誉减值风险，一旦整合不达预期，交易发生计提商誉减值事件。

(2) 研发能力不足，政策加速企业分化

药品的研发周期长、风险高、投资大。据

统计，2016 年全球医药研发投入达 1454 亿美元，2012 年到 2016 年的年复合增长率为 2.4%。中国医药行业研发起步较晚，发展初期技术能力不足，研发投入较少，目前处于以仿制为主到仿创结合的阶段，仿制药比例高达 96%，新药研究开发能力较弱。中国药企在研发方面如此匮乏，主要是由于缺乏创新药物的研发能力和完整的开发链，产品重复申报情况突出，导致企业同质化现象严重，处于无序竞争状态，企业利润空间有限，难以投入高额资金用于新药研发。以化学原料药为例，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。近年来，中国医药研发取得了较快发展，一方面由于肿瘤、心脑血管、糖尿病等重大疾病逐渐成为威胁国民健康最主要的疾病，市场对疗效好、价格优的新药提出了迫切需求；另一方面，中国新药研发环境显著改善，研发领域的支持政策密集发布。2016 年中国医药研发

投入 107 亿美元，占同期全球医药研发投入总金额的 7.4%，同比提高 0.9 个百分点。随着中国药企研发实力的提升和政府仿制药监管的加强，中国医药研发投入会持续增加。在研发成本增加的压力下，同时受到研发人才限制的影响，目前中国新药研发体系仍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。在研发竞争愈发激烈的大环境下，近年来中国医药研发生产外包服务市场发展较快，研发生产外包能够有效降低产品开发的成本，提升公司研发效率。

2015 年以来，临床数据自查、仿制药一致性评价、药品优先审批等政策的出台为医药制造行业带来了机遇和挑战，在提高药品研发壁垒和质量的同时，也促使行业更加规范化和集中化，促进行业的优胜劣汰。

（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。

4. 未来发展

总体看，未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求，同时，随着生产端去产能和消费端调结构的各项政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升。对于有新产品纳入新版医保目录的医药制造企业来说，销售增长可期；两票制、医药分家、阳光采购等医药流通领域的政策有可能传导至上游制造行业，为做大收入同时提高终端控制力度，医药综合类企业可能将加快医药流通业务的布局。从中期看，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。

五、基础素质

1. 产权状况

截至 2017 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 527 个，保健食品生产批文 53 项，在研项目 261 项。2009 年，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。2015 年，丽珠集团获批筹建国家级长效微球技术国家地方联合工程研究中心。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申报生产，

正在 CDE 审评中。此外，注射用醋酸亮丙瑞林微球项目是公司与中科院成都有机所、上海医学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，注射用醋酸曲普瑞林微球获得临床试验批件；注射用重组人源化抗人肿瘤坏死因子 α 单克隆抗体处于 II 期临床试验阶段；注射用重组人绒促性素处于 III 期临床试验阶段，并且开展工艺验证，准备报产相关工作；重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体，处在 I 期临床试验研究阶段；重组人源化抗 HER2 单克隆抗体注射液项目处于 I 期临床试验研究；重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体获得美国食品药品监督管理局（FDA）批准，已经在美国进行 I 期临床研究，同时该项目已经取得国内临床批件；重组全人抗 RANKL 单克隆抗体已完成国内新药注册申报，预计年底可以取得临床批件；重组人源化抗 IL-6R 单克隆抗体注射液，目前正在准备进行国内 CDE 临床申报，预计年底完成，同时该项目进行国外临床申报工作，预计在 2018 年完成。从 2013 年公司开始进行呼吸系统用药的深入研究，成立了上海方予健康医药科技有限公司及广州健康元呼吸药物工程技术有限公司，开展呼吸系统用药研发工作，目前在研产品 20 余个，其中布地奈德气雾剂已进入临床试验阶段，异丙托溴铵气雾剂已完成临床试验工作，正在申报生产阶段，预计 2018 年可以取得生产批件。

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，参芪扶正注射液软袋装已获批生产。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 9 月底，公司员工共计 9809 人，按岗位构成划分，生产人员占 60.18%、销售人员占 14.18%、技术人员占 10.63%、行政人员占 12.37%、财务人员占 2.64%；按学历划分，本科及以上学历占 28.13%、大专学历占 25.18%、大专以下学历占 46.69%。

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》等其他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，子公司健康元公告了配股募资预案。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。2017年11月17日，健康元确定了配股比例，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，按每10股配售2.4股的比例向全体股东配售，若以健康元截至2017年9月30日总股本1573778272股为基数，共计可配售股份数量为377706785股。

珠海大健康产业基地建设项目位于珠海市金湾区生物医药产业园，拟建设大型综合化、现代化医药生产基地，包括1个药品制剂中心、1个保健品和食品制剂中心、1个提取中心、1

个质检中心、1个研发中心及其配套设施等；项目总投资规模为14.72亿元，其中拟使用本次配股公开发行募集资金11.50亿元，其余资金由公司自有资金投入。海滨制药坪山医药产业化基地项目位于深圳市坪山区，拟建设以制剂类产品为主的现代化与一体化的集约型制药生产基地，本项目主要建设内容包括3个生产车间、2个中试车间、综合办公楼、辅助厂房、三废处理车间、危险品仓库及其他辅助生产设施；项目总投资规模13.29亿元，其中拟使用本次配股公开发行募集资金8.50亿元，其余资金由公司自有资金投入。

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。

本次发行募集资金到位后，若实际募集资金净额少于上述募集资金投资项目需投入的资金总额，不足部分由公司自有资金或通过其他融资方式解决。若公司在本次发行募集资金到位之前根据公司经营状况和发展规划，对项目以自筹资金先行投入，则先行投入部分将在本次发行募集资金到位之后以募集资金予以置换。2017年11月28日，健康元发布的《关于公开配售股份相关承诺的公告》中承诺，“本次募集资金不会直接或间接用于持有交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人、委托理财等财务性投资，不会直接或间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司。”

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。

3. 丽珠集团转让维星实业

根据丽珠集团2017年7月18日发布的公告，丽珠集团及其全资子公司丽珠集团丽珠制药厂（以下简称“丽珠制药厂”）将持有的珠海维星实业有限公司（原珠海市丽珠医药工业

有限公司，以下简称“维星实业”）100%股权转让予珠海横琴维创财富投资有限公司（以下简称“维创财富”），2017年7月17日，丽珠集团已办理完毕维星实业股权变更登记备案工作，维星实业已取得新的《企业法人营业执照》，丽珠集团不再持有维星实业的股权。截至2017年3月底，维星实业资产总额2.80亿元，净资产2.58亿元，2017年1~3月实现净利润-715.03万元。

维星实业由丽珠集团和丽珠制药厂共同出资成立，两方持股比例分别为83.49%和16.51%，其用地原有规划为丽珠制药厂，因场地限制无法进行大规模扩建改造，进而无法满足扩大产能需要，丽珠制药厂整体搬迁至珠海市金湾联港工业区双林片区。此后，丽珠集团向珠海市住房和城乡建设局（以下简称“珠海住规建局”）申请对现状厂房按照“三旧”改造城市更新政策，自行实施拆建模式的更新改造，并对控规进行修改。2016年12月20日，丽珠集团收到珠海住规建局下发的《关于批复香洲区丽珠医药集团改造项目更新单元规划方案（控规修改）、更新单元计划及供地方案的通知》，并批复同意。香洲区丽珠医药集团改造项目（以下简称“改造项目”）地块位于珠海市主城区香洲区拱北片区九州大道南侧，桂花北路东、西侧地块，涉及6宗用地。项目开发建设用地共包含三宗土地，其中，宗地一用地面积为17390.66平方米，用地性质为商业商务混合用地；宗地二用地面积为41744.54平方米，用地性质为商业商务和二类居住混合用地；宗地三用地面积为3310.49平方米，用地性质为二类居住用地（用于配建公共租赁住房，产权归属丽珠集团，由丽珠集团修建及统筹使用）。本次股权转让完成后，维星实业将成为改造项目实施主体，负责改造项目实施，并享有改造项目的包括土地使用权在内的所有权益（除公共租赁住房产权）。改造项目配建公共租赁住房产权归属丽珠集团，并由维创财富先行预付公共租赁住房建筑成本0.50亿元，公共租赁住房

竣工后最终结算金额必须由丽珠集团指定的造价工程师审核确定，代建费用如有增加则由丽珠集团补足；如有结余，结余金额支付给丽珠集团。公共租赁住房建成后，由丽珠集团根据《公共租赁住房管理办法》的规定统筹使用。

上述土地账面值0.19亿元，根据丽珠集团提供的评估报告，土地评估价值41.30亿元。本次交易对价为45.52亿元，其中，股权转让款44.80亿元，代维星实业向丽珠集团偿还债务0.22亿元，代建改造项目配套公共租赁住房的建筑成本为0.50亿元。2017年5月9日，公司已全额收到股权转让款44.80亿元和代维星实业向丽珠集团偿还债务0.22亿元，合计收到款项合计45.02亿元。

联合资信关注到，该项收益的获得，大幅改善了丽珠集团财务状况，有利于集中主业，为主营业务的经营发展提供充足的资金支持。同时，本次股权转让使得公司2017年1~9月在合并报表层面确认投资收益42.79亿元，该投资收益可持续性弱。

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 1~9 月，公司制剂药及原料药销售均保持良好增长势头，实现营业收入 83.41 亿元，同比增长 11.51%。其中药品（含试剂）板块营业收入同比增长 12.54%至 80.00 亿元；保健品业务延续了下滑趋势，实现营业收入 1.53 亿元，同比下降 20.01%。同期，公司综合毛利率为 62.99%，较上年略有提升；其中，受益于 7-ACA 销售单价回升及销量增长，原料药板块毛利率提升至 25.08%。

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，毛利率不断提高，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 1-9 月	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
保健品	27383.77	26644.49	21760.68	15259.28	70.18	62.68	67.09	59.94
药品（含试剂）	699212.00	820603.58	941774.82	800030.24	59.25	61.31	62.54	64.27
其中：制剂药	454079.38	532522.00	622975.64	537034.34	77.08	79.94	81.13	80.81
原料药	200804.26	241120.94	261941.69	218447.51	19.68	21.23	19.68	25.08
诊断试剂及设备	44328.36	46960.64	56857.49	44548.38	55.86	55.81	56.27	57.09
煤炭及相关产品	28038.99	19518.25	16306.36	11873.92	21.10	-8.23	46.97	52.43
其他	17887.62	19698.45	11835.07	6986.07	38.11	20.15	-41.84	-59.00
总计	772522.39	886464.78	991676.94	834149.50	57.76	58.91	61.14	62.99

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 2017 年 9 月底，健康元资产总额 221.71 亿元，所有者权益 136.85 亿元，2016 年实现营业收入 97.22 亿元，净利润 9.74 亿元；2017 年 1~9 月，健康元实现营业收入 82.08 亿元，受丽珠集团处置股权影响，净利润 44.49 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、钨碳、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；霉酚酸生产线取得美国、加拿大 DMF 登记号。

产能利用方面，近年来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。

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 1-9 月	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
美罗培南混粉(吨)	30.00	30.00	30.00	22.50	19.56	17.03	23.56	16.99
7-ACA(吨)	1600.00	1600.00	1800.00	1980.00	1340.42	1431.23	1374.98	1842.26
头孢曲松钠(吨)	800.00	500.00	582.00	593.50	511.86	448.75	554.56	450.08
头孢呋辛钠(吨)	150.00	150.00	187.50	112.50	99.00	124.45	125.17	80.39
苯丙氨酸(吨)	7000.00	7000.00	7000.00	6147.00	4664.10	6798.20	8458.10	6097.10
美伐他汀(吨)	200.00	400.00	300.00	164.58	168.38	126.52	106.73	121.63
粘杆菌素(千十亿)	45600.00	54000.00	40800.00	18450.00	45474.15	45082.20	34147.71	16737.40

资料来源：公司提供

注：1.美罗培南混粉的产量统计中包含部分制剂产品；2.公司 2016 年 7-ACA 统计中未包含前端产品。

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%。

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 1-9 月	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
美罗培南混粉(吨)	14.58	16.91	20.26	16.88	74.55	99.31	86.01	99.34
7-ACA(吨)	1382.02	1312.84	1408.74	1982.59	103.10	91.73	102.46	107.62
头孢曲松钠(吨)	415.29	421.76	560.88	424.58	81.13	93.99	101.14	94.33
头孢呋辛钠(吨)	83.35	83.82	121.26	84.90	84.19	67.35	96.88	105.61
苯丙氨酸(吨)	3945.60	7057.05	7254.18	6179.35	84.60	103.81	85.77	101.35
美伐他汀(吨)	201.02	154.82	183.72	90.34	119.38	122.37	172.14	74.28
粘杆菌素(千十亿)	39675.12	46452.43	32530.40	13797.17	87.25	103.04	95.26	82.43

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%。公司 7-ACA 具备较明显的市场份额优势，但因产能过剩等原因，7-ACA 市场整体竞争依然激烈，价格在低位徘徊；2016 年，公司 7-ACA 产品销售收入受平均销售价格下跌影响大幅下降。2017 年二季度以来，7-ACA 的平均销售价格触底回升，同时公司加强市场维护，稳定市场占有率，积极开拓新客户。2017 年 1~9 月，7-ACA 实现销量 1982.59 吨，销售收入 4.44 亿元，同比增长 60.52%。

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 1-9 月
美罗培南混粉	15458.85	15741.23	18077.36	13370.86
7-ACA	42302.89	41871.08	27551.47	44442.34
头孢曲松钠	22234.09	22552.95	37758.91	18288.73
头孢呋辛钠	6740.77	6620.22	9248.55	6230.93
苯丙氨酸	13217.25	22416.56	22766.01	19196.79
美伐他汀	12501.61	9559.36	10909.72	5572.82

粘杆菌素	14011.55	14591.41	9752.61	5183.35
------	----------	----------	---------	---------

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近年来均持续下降。

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 1-9 月	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
化学制剂:								
倍能（万支）	1625.00	1625.00	1625.00	1218.75	612.09	755.38	991.62	987.79
速能（万支）	1250.00	1250.00	1250.00	937.50	20.43	29.25	32.90	25.69
尿促卵泡素（万支）	2679.60	2306.00	2305.00	1729.00	336.50	397.69	559.20	319.90
康丽能折 0.5g（万支）	2500.00	2187.00	2511.00	1883.25	651.18	815.71	1090.00	397.50
丽扶欣折 0.75g（万支）	2500.00	2187.00	2511.00	1883.25	393.73	259.07	41.25	16.30
丽珠得乐冲剂折 56 包（万盒）	1250.00	816.40	816.40	614.06	376.81	272.77	282.20	216.00
丽珠得乐胶囊折 40 粒（万盒）	1448.00	3138.00	3138.00	716.40	175.56	198.72	235.79	192.20
丽珠肠乐折 20 粒（万盒）	1265.00	1232.00	1232.00	819.00	126.60	95.70	135.00	97.50
中药制剂:								
参芪扶正注射液(万瓶)	1500.00	1500.00	1678.00	1587.00	1172.72	1417.53	1775.22	1020.00
抗病毒颗粒(万盒)	4241.00	4490.00	4550.00	3564.75	3092.56	1384.87	2582.76	2057.20
前列安栓(万盒)	750.00	840.00	840.00	630.00	84.48	153.44	128.41	132.70

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 1~9 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 1~9 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 1-9 月	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
化学制剂：								
倍能（万支）	622.39	809.93	1031.37	1030.29	101.68	107.22	104.01	104.30
速能（万支）	28.54	27.48	29.65	27.73	139.73	93.94	90.11	107.94
尿促卵泡素（万支）	329.32	386.93	493.92	404.29	97.87	97.29	88.33	126.38
康丽能折 0.5g（万支）	678.35	755.65	887.59	729.45	104.17	92.64	81.43	183.51
丽扶欣折 0.75g（万支）	397.66	237.47	212.11	82.65	101.00	91.66	514.20	507.07
丽珠得乐冲剂折 56 包（万盒）	348.19	307.00	315.08	270.21	92.40	112.55	111.65	125.09
丽珠得乐胶囊折 40 粒（万盒）	194.83	204.21	230.25	223.41	110.98	102.76	97.65	116.24
丽珠肠乐折 20 粒（万盒）	116.47	117.00	112.58	99.79	92.00	122.26	83.39	102.35
中药制剂：								
参芪扶正注射液(万瓶)	1145.74	1372.61	1527.69	1229.58	97.70	96.83	86.06	120.55
抗病毒颗粒(万盒)	2309.23	2148.65	2444.84	1816.62	74.67	155.15	94.66	88.31
前列安栓(万盒)	139.19	155.58	156.87	119.23	164.76	101.39	122.17	89.85

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 年以来，公司全力推行渠道下沉，加快销售专科领域建设，优化处方药销售模式。2017 年 1~9 月，倍能和注射用醋酸亮丙瑞林微球分别实现销售收入 6.88 亿元和 4.36 亿元，分别同比增长 35.31%和 41.95%。

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 1~9 月，参芪扶正注射液销售收入保持平稳；抗病毒颗粒实现销售收入 2.08 亿元，同比增长 11.27%。

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 1-9 月
参芪扶正注射液	131111.62	153662.62	167963.45	128675.61
倍能	47606.93	58734.18	75799.72	68815.62
注射用尿促卵泡素	37264.90	43238.46	54404.14	43098.09
注射用醋酸亮丙瑞林微球	20097.46	29492.38	38639.11	43554.52
抗病毒颗粒	24477.88	23001.00	26698.69	20830.73
注射用尿促性素(HMG)	13902.40	15276.62	19315.38	14338.78
得乐系列	11784.13	11273.08	12327.52	12261.75
速能	2345.39	2238.11	2098.05	1850.86

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 1~9 月为 4.45 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。

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，2016 年恢复销售后带动该板块毛利率回升。尽管公司积极调整销售策略，2017 年 1~9

月，公司保健品销售未见明显好转，该板块实现收入 1.53 亿元，同比下降 20.00%，毛利率下滑至 59.94%。

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 1-9 月
静心口服液	13834.50	13835.82	11110.33	8568.99
鹰牌花旗参茶	6580.95	7987.52	6436.26	2969.35
太太美容口服液	4902.72	-464.96	1416.02	1541.17

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。未来，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 9 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 9 月底，该项目已投入资金 2.89 亿元。公司拟建项目包括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”和长效微球技术研发平台建设项目，均为孙公司丽珠集团非公开发行募投项目。

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，可由公司经营性净现金流覆盖，公司整体资金压力尚可。

表 12 截至 2017 年 9 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 9 月底 已投金额	未来资金投入计划		
			2017 年 10-12 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	28872	3660	9000	12000

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）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 年三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 9 月，公司合并范围增加丽珠单抗生物技术（美国）有限公司、健康元（江苏）生物科技有限公司，减少珠海维星实业有限公司和深圳太子行保健品有限公司。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 9 月底，公司（合并）资产总额为 307.02 亿元，所有者权益 165.80 亿元（含少数股东权益 113.47 亿元）；2017 年 1~9 月公司实现营业收入 83.41 亿元，利润总额 58.01 亿元。

2. 资产质量

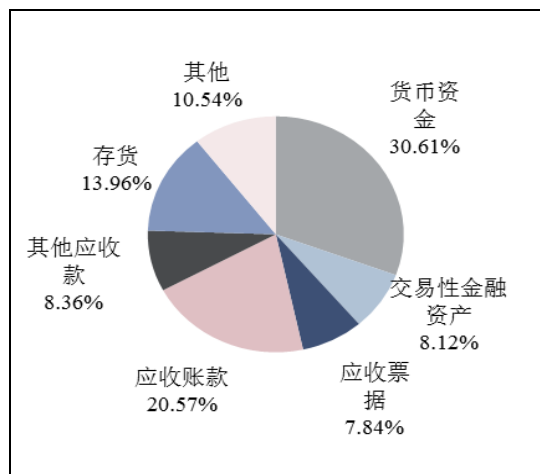
近三年，公司资产规模持续扩大，年均复合增长率 9.29%。截至 2016 年底，公司合并资产总额 235.27 亿元，同比增长 12.98%，主要系其他流动资产和可供出售金融资产增加所致；其中流动资产占 43.43%，非流动资产占 56.57%，公司资产以非流动资产为主。

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 截至2016年底公司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 9 月底，公司资产总额 307.02 亿元，较上年底增长 30.50%，受丽珠集团收到转让维星实业股权转让款影响，货币资金规模大幅增加至 91.29 亿元（其中使用受限的货币资金 1.29 亿元），公司资产结构变为以流动资产为主。除此之外，截至 2017 年 9 月底，公司其他应收款较 2016 年底增长 11.41%至 9.52 亿元；公司追加对上海云锋新呈投资中心（有限合伙）投资（新增 4.42 亿元），可供出售金融资产增加至 41.52 亿元。

表14 截至2017年9月底公司可供出售金融资产期末余额前五名情况（按成本计量）

被投资单位	期末余额（亿元）
上海云锋新呈投资中心有限合伙	13.00
深圳前海微众银行股份有限公司	6.32
前海股权投资基金	2.00
Apricot Forest, Inc.（杏树林）	1.98
国开博裕二期（上海）股权投资合伙企业（有限合伙）	1.96
合计	25.27

资料来源：公司提供

总体看，公司资产规模持续增长，2017年出售维星实业使得公司合并层面货币资金大幅增加，资产流动性得到提升，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9月底，公司所有者权益合计165.80亿元，较上年底增长36.59%，主要来自未分配利润和少数股东权益的增加；其中受出售维星实业影响，少数股东权益较上年底增长42.00%至113.47亿元，占所有者权益的68.44%。

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15 截至2016年底公司合并口径短期债券概况

（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: Wind资讯, 联合资信整理

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 16 截至 2016 年底公司合并口径长期债券概况
(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: Wind资讯, 联合资信整理

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, 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、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 9 月底, 公司负债总额 141.22 亿元, 较 2016 年底增长 24.00%, 负债结构较上年底变动不大。其中短期借款 10.18 亿元, 应付债券 40.89 亿元; 公司产生应交税费 13.08 亿元, 其中处置维星实业股权确认应缴纳的企业所得税 10.33 亿元。

截至 2017 年 9 月底, 公司全部债务 84.66 亿元, 较 2016 年底增长 20.93%; 其中短期债务占 51.70%, 长期债务占 48.30%, 短期债务占比较上年底有所下降。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 46.00%、33.80% 和 19.78%。下表列示了公司合并口径存续债券概况, 其中公司本部将于 2018 年集中兑付债券 17.00 亿元, 存在一定集中兑付压力。

表 17 截至 2017 年 9 月底公司合并口径存续债券概况
(单位: 亿元)

债券名称	发行日期	期限	额度
15 百业源 MTN001	2015.06	3 年	3.00
16 百业源 MTN001	2016.03	3 年	7.00
17 百业源 MTN001	2017.03	3 年	5.00
17 百业源 MTN002	2017.07	3 年	3.50
17 百业源 MTN003	2017.08	3 年	3.50
17 百业源 SCP002	2017.01	270 天	5.00
17 百业源 SCP003	2017.05	270 天	3.50
17 百业源 SCP004	2017.09	270 天	10.50
11 健康元	2011.10	7 年	10.00
16 健康元 MTN001	2016.10	3 年	7.00
17 健康元 MTN001	2017.03	3 年	5.00
17 健康元 SCP001	2017.06	270 天	4.00
合计	--	--	67.00

资料来源: Wind资讯, 联合资信整理

总体看, 公司本部作为投资控股型企业, 对外投资需求较大, 公司整体债务规模持续增长。

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¹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 1~9 月，公司实现营业收入 83.41 亿元，同比增长 11.50%；同期，公司期间费用 42.51 亿元，同比增长 10.67%，占营业收入的

比重为 50.97%。受益于丽珠集团收到转让维星实业的股权受让款，2017 年 1~9 月，公司实现投资收益 44.49 亿元，利润总额进而增长至 58.01 亿元。同期公司营业利润率为 61.31%，较上年有所提升。考虑到 2017 年 1~9 月投资收益对公司利润总额贡献大，若剔除该部分利润贡献，公司利润总额为 13.52 亿元，较去年底增长 61.58%。

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；2017 年公司收到大额股权转让款，对当期盈利贡献明显。

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%。

作为投资控股型企业，公司投资活动现金流入及流出规模较大。近三年，公司投资活动现金流入规模分别为 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

¹ 该指标的计算使用了调整后全部债务

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 1~9 月，公司经营活动现金流入量为 88.84 亿元，同比下降 4.79%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 83.79 亿元；经营活动现金流出量为 75.64 亿元，同比下降 10.08%，其中支付其他与经营活动有关的现金 34.44 亿元；公司经营活动现金流量净额为 13.20 亿元。同期，公司现金收入比为 100.45%。2017 年 1~9 月，受处置维星实业股权影响，公司处置子公司及其他营业单位收到的现金净额 44.80 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 41.55 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 6.66 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，但尚不能满足投资活动的资金缺口，存在一定对外融资需求。

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 9 月底，公司流动比率和速动比率分别上升至 185.57%和 169.86%。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 9 月底，公司对外担保余额 1.84 亿元，担保比率为 1.11%，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）分别提供担保 0.30 亿元和 1.50 亿元、公司本部对世纪星源提供担保 0.04 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 9 月底，公司共获得银行授信额度合计人民币 121.91 亿元，其中已使用额度 17.19 亿元，尚未使用额度 104.72 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. 公司本部财务情况分析

截至 2016 年底，公司本部资产总额 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，公司本部资产负债率为 79.52%，全部债务 35.88 亿元，其中短期债务 26.00 亿元。截至 2017 年 9 月底，公司本部资产总额 57.20 亿元，构成仍以其他应收款（28.95 亿元）和可供出售金融资产（13.87 亿元）为主；货币资金为 5.85 亿元；负债合计 47.26 亿元，资产

负债率 82.62%，全部债务 46.46 亿元，其中短期债务规模 27.50 亿元。表 17 列示了公司合并口径存续债券概况，其中公司本部将于 2018 年集中兑付债券 17.00 亿元，存在一定集中兑付压力。

盈利能力方面，2016 年，公司本部未产生营业收入；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 1~9 月，公司本部仍未产生营业收入，财务费用 1.59 亿元，公允价值变动收益 0.76 亿元，利润总额 0.38 亿元。

健康元和丽珠集团的分红是公司投资收益的重要组成部分。近三年，丽珠集团对健康元分红分别为 0.14 亿元、0.91 亿元和 0.95 亿元；健康元对公司分红分别为 0.74 亿元、0.74 亿元和 1.19 亿元。截至 2017 年 9 月底，公司持有健康元股份数量 742415520 股，其中质押股份数量 126160000 股，质押比例为 17.02%。

总体看，公司本部货币资金规模较小，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。考虑到公司本部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，上市公司分红稳定，公司整体偿债能力较好。

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 11 月 7 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 5.50 亿元，占 2017 年 9 月底长期债务和全部债务的 13.45%和 6.50%，本期中期票据对公司现有债务规模影响不大。

截至 2017 年 9 月底，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 46.00%、33.80%和 19.78%。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 1.75 倍、2.05 倍和 2.65 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 3.06 倍、2.93 倍和 3.47 倍，公司 EBITDA 对本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。

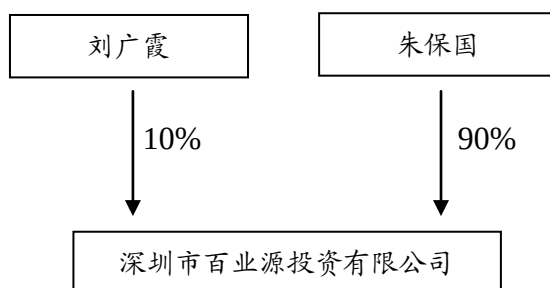
十一、结论

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。

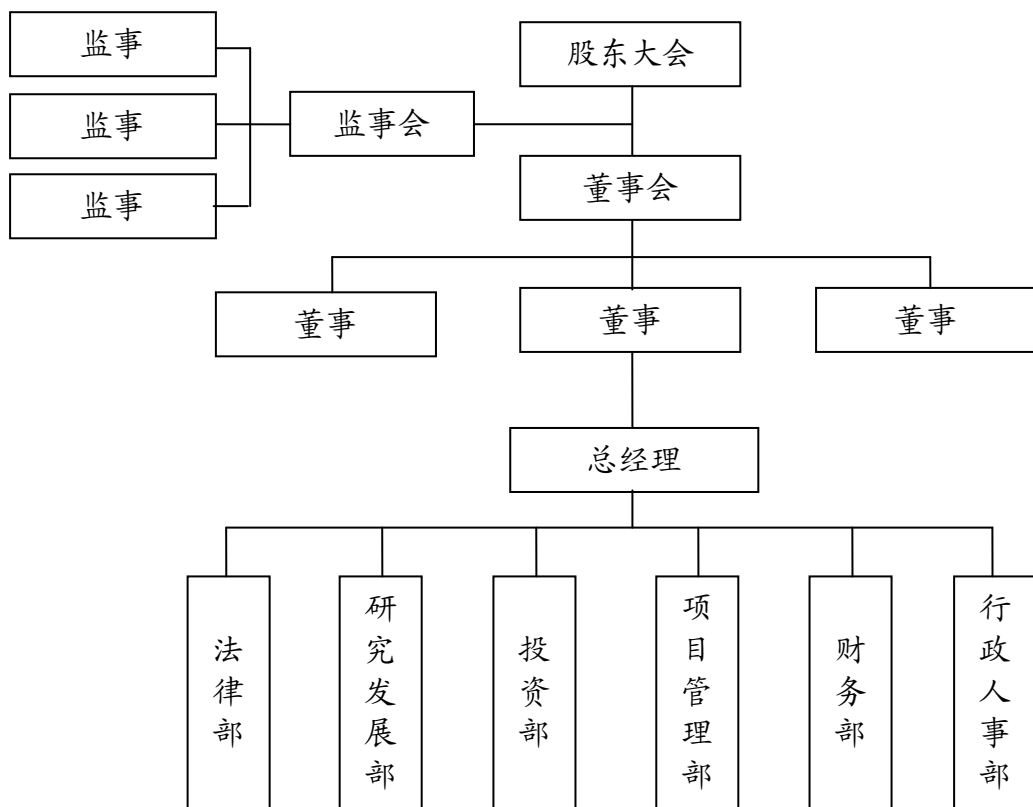
公司产品种类丰富，重点产品市场份额领先，具有较强的研发实力，研发成果显著。近年来，公司总体经营平稳，资产及收入规模持续增长，债务负担有所上升但维持在较低水平，整体盈利能力较强。

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 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2017 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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	30.00	47.46	47.58	112.19
资产总额(亿元)	196.95	208.24	235.27	307.02
所有者权益(亿元)	110.44	102.62	121.38	165.80
短期债务(亿元)	32.58	49.16	41.95	43.77
长期债务(亿元)	16.83	15.03	26.92	40.89
全部债务(亿元)	49.41	64.19	68.87	84.66
营业收入(亿元)	77.25	88.65	99.17	83.41
利润总额(亿元)	8.83	6.67	9.14	58.01
EBITDA(亿元)	16.81	16.14	19.08	--
经营性净现金流(亿元)	9.62	11.26	14.56	13.20
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	100.45
营业利润率(%)	56.31	57.41	59.26	61.31
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	19.78
全部债务资本化比率(%)	30.91	38.48	36.20	33.80
资产负债率(%)	43.92	50.72	48.41	46.00
流动比率(%)	120.14	111.25	132.34	185.57
速动比率(%)	100.06	94.90	113.87	169.86
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)	2.94	3.98	3.61	--

注：1. 公司 2017 年 1~9 月财务数据未经审计；2. 短期债务和全部债务中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 2018 年度第一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。