

信用等级公告

联合[2018] 754 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主体长期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⁺,评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年五月十七日



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话: (010) 85679696

传真: (010) 85679228

邮编: 100022

网址: www.lhratings.com

深圳市百业源投资有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级时间：2018 年 5 月 17 日

财务数据：

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	47.46	47.58	116.36	111.18
资产总额(亿元)	208.24	235.27	302.64	302.76
所有者权益(亿元)	102.62	121.38	164.67	166.79
短期债务(亿元)	49.16	41.95	48.73	40.40
长期债务(亿元)	15.03	26.92	30.92	36.42
全部债务(亿元)	64.19	68.87	79.65	76.81
营业收入(亿元)	88.65	99.17	109.58	30.52
利润总额(亿元)	6.67	9.14	59.51	3.75
EBITDA(亿元)	16.14	19.08	69.59	--
经营性净现金流(亿元)	11.26	14.56	17.99	4.75
营业利润率(%)	57.41	59.26	60.19	62.06
净资产收益率(%)	6.00	6.17	28.29	--
资产负债率(%)	50.72	48.41	45.59	44.91
全部债务资本化比率(%)	38.48	36.20	32.60	31.53
流动比率(%)	111.25	132.34	171.54	184.58
经营现金流动负债比(%)	13.92	18.85	18.88	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.98	3.61	1.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.05	6.03	20.01	--

注：1. 2018 年 1~3 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 王喜梅 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

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，公司期间费用对利润侵蚀较大，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。

优势

1. 近年来，公司资产、收入规模持续增长，整体盈利能力保持较好水平，公司实际控制的医药行业上市公司健康元和丽珠集团资产和收入规模持续增长，公司持股质押率低。
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. 2017 年丽珠集团处置维星实业股权，公司

确认投资收益 42.80 亿元，全额收回股权转让款 44.80 亿元，财务弹性有所改善，为主业的经营发展提供充足的资金支持。

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，对利润侵蚀较大。
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，近三年公允价值变动损益分别为-4.22 亿元、0.54 亿元和 2.68 亿元，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，公司本部盈利能力弱，债务负担重。

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、该公司信用等级自 2018 年 5 月 17 日至 2019 年 5 月 16 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

深圳市百业源投资有限公司

主体长期信用评级报告

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2018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2018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,截至2018年3月底,公司持股47.17%,质押率11.47%)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,截至2018年3月底,健康元持股23.68%,无质押)。

截至2017年底,公司(合并)资产总额302.64亿元,所有者权益164.67亿元(含少数股东权益112.63亿元);2017年,公司实现营

业收入109.58亿元,利润总额59.51亿元。

截至2018年3月底,公司(合并)资产总额为302.76亿元,所有者权益166.79亿元(含少数股东权益114.79亿元);2018年1~3月,公司实现营业收入30.52亿元,利润总额3.75亿元。

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、宏观经济和政策环境分析

2017年,世界主要经济体仍维持复苏态势,为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境,加上供给侧结构性改革成效逐步显现,2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年,中国国内生产总值(GDP)82.8万亿元,同比实际增长6.9%,经济增速自2011年以来首次回升。具体来看,西部地区经济增速引领全国,山西、辽宁等地区有所好转;产业结构持续改善;固定资产投资增速有所放缓,居民消费平稳较快增长,进出口大幅改善;全国居民消费价格指数(CPI)有所回落,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)涨幅较大;制造业采购经理人指数(制造业PMI)和非制造业商务活动指数(非制造业PMI)均小幅上升;就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年,全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元,支出同比增幅(7.7%)和收入同比增幅(7.4%)均较2016年有所上升,财政赤字(3.1万亿元)较2016年继续扩大,财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜;进行税制改革和定向降税,减轻相关企业负担;进一步规范地方政府融资行

为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级

级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。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，深入推进供给

侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

三、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。据国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）发布的《2017 年医药产业经济运行分析》，2017 年中国规模以上医药企业实现主营业务收入 29826.0 亿元，增速恢复至两位数，达 12.2%，较 2016 年提高 2.3 个百分点；同时，随着医药产业结构调整不断深化，规模以上医药企业实现利润总额 3519.7 亿元，同比增长 16.6%，增速同比提高 1.0 个百分点，利润增速高于主营业务收入增速，行业整体盈利水平得到提高。

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、%）

	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	利润总额	收入	利润总额	收入	利润总额
化学药品原料药制造	4614.21	351.03	5034.90	445.25	4991.7	436.1
化学药品制剂制造	6816.04	816.86	7534.70	950.49	8340.6	1170.3
中药饮片加工	1699.94	123.9	1956.36	138.27	2165.3	153.4
中成药制造	6167.39	668.48	6697.05	736.28	5735.8	707.2
生物药品制造	3164.16	386.53	3350.17	420.10	3311.0	499.0
卫生材料及医药用品制造	1858.94	169.86	2124.61	191.75	2266.8	213.9
制药专用设备制造	182.02	19.00	172.60	15.80	186.7	14.7
医疗仪器设备及器械制造	2382.49	232.56	2765.47	318.49	2828.1	325.1

医药工业	26885.19	2768.23	29635.86	3216.43	29826.0	3519.7
------	----------	---------	----------	---------	---------	--------

资料来源：联合资信整理

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 2016 年以来医药行业重要政策梳理

时间	政策	主要内容	影响
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 种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 年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册	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，医药企业间竞争力分化将愈加明显
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障、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
2017 年 4 月	国务院办公厅《关于全面推开公立医院综合改革工作的通知》	涉及三医联动、医疗控费、取消药品加成、支付方式改革等，其中要求 2017 年 9 月 30 日前所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外）	破除“以药养医”，落实政府的领导责任、保障责任、管理责任、监督责任，充分发挥市场机制作用，提高医疗服务质量和效率，更好地解决群众看病就医问题；药房成为公立医院成本科室，处方药外流或为 DTP 药房带来发展机遇
2017 年 10 月	中共中央办公厅和国务院办公厅《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品医疗器械创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力加强组织实施 6 部分共 36 项改革措施	有利于推进医药产业供给侧结构性改革，提高中国药品医疗器械质量和国际竞争力
2017 年 12 月	CFDA《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》	明确了优先审评审批的范围（艾滋病、肺结核、病毒性肝炎、罕见病、恶性肿瘤、儿童用药品、老年人特有和多发的疾病）、程序、工作要求	有利于加强药品注册管理，解决药品注册申请积压的矛盾，同时将加快具有临床价值的新药和临床急需仿制药的研发上市
2017 年 12 月	《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》	力争用 5 至 10 年左右时间基本完成已上市注射剂再评价工作，通过再评价的，享受化学仿制药口服固体制剂质量和疗效一致性评价的相关政策	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，未来医药企业间竞争力分化将愈加明显

2018 年 4 月	国务院《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	对促进仿制药研发,提升仿制药质量疗效和完善支持政策 3 个方面提出了 15 项具体指导要求	明确了一致性评价政策的后续鼓励措施方向,对推进一致性评价工作具有重要意义,医药企业间竞争分化将愈加明显
------------	----------------------------	---	---

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,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。医药制造行业也面临“去产能”和“调结构”,随着环保监管趋严、一致性评价等政策调控,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不断提高。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,较易发生计提商誉减值情形。

(2) 一致性评价成为工作重点,政策红利加速企业竞争力分化

《关于落实〈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〉有关事项的公告》要求,2018 年底前须完成仿制药一致性评价品种共 289 个。截至 2018 年 4 月底,共有 17 个品种(29 个品规)通过一致性评价,其中 289 品种仅有 8 个(10 个品规)。可见为了抢占市场,不少企业将重点放在了 289 品种外,但对于市场容量大、竞争对手少的 289 品种,各企业仍需竞速闯关。

2018 年 4 月 3 日,国务院办公厅印发《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》(以下简称“《意见》”),主要内容有:促进仿制药研发,重点解决高质量仿制药紧缺问题;突出问题导向,提升仿制药质量疗效;完善支持政策,推动高质量仿制药尽快进入临床使用。

《意见》明确了一致性评价政策的后续鼓励措施方向,对推进一致性评价工作具有重要意义。对于一致性评价优先政策,各省市积极响应并落实,如上海在 2018 年 3 月将通过一致性评价而过去未在上海中标或挂网的品种采取直接挂网。

口服固体制剂的一致性评价尚未完成,CDE 于 2017 年 12 月发布了《已上市化学仿制药(注射剂)一致性评价技术要求(征求意见稿)》(以下简称“《征求意见稿》”)。相对于口服固体制剂而言,注射剂的覆盖范围更广,终端金额更大,涉及企业更多。《征求意见稿》虽未对开展范围、时间节点等作出详细说明,但可以预见,注射剂的一致性评价已经被提上日程。

总体看,仿制药一致性评价将成为近年医药制造企业工作的重点;同时,预计一致性评价品种的优惠政策将在各地逐步落实,企业间市场份额、盈利能力和整体竞争力的分化将愈加明显。

(3) 药品降价

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。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2018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. 生产规模与竞争力

公司是一家实业投资公司，全资、控股一级子公司5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。

公司主要经营主体为健康元及其子公司丽珠集团。截至2017年底，健康元资产总额222.12亿元，所有者权益136.18亿元；2017年实现营业收入107.79亿元，受丽珠集团处置股权影响，净利润为46.73亿元。

表3 公司主要产品概况

主要产品名称	主要治疗领域	适应症/功能主治	是否纳入国家基本药物目录	是否纳入医保目录	
				国家	省级
参芪扶正注射液	抗肿瘤	益气扶正	未纳入	纳入	纳入
注射用美罗培南	抗微生物	适用于敏感菌引起的 呼吸系统感染、腹内 感染、泌尿、生殖系 统感染、骨、关节及皮肤、软组织感染等	未纳入	纳入	纳入
注射用尿促卵泡素	促性激素	促排卵	未纳入	未纳入	新进入
注射用醋酸亮丙瑞林微球	促性激素	子宫内膜异位症，子 宫肌瘤、乳腺癌等	未纳入	纳入	纳入
鼠神经生长因子	神经修复	治疗视神经损伤	未纳入	纳入	纳入
艾普拉唑肠溶片	消化道	治疗十二指肠溃疡	未纳入	新进入	纳入

资料来源：联合资信整理

参芪扶正注射液是国家二类中药新药，是国家食品药品监督管理局成立后批准的第一个、也是目前为止唯一一个中药大输液新品种，其功效为益气扶正，用于肺癌、胃癌的辅助治疗。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早熟等疾病的药物，目前国内仅有丽珠集团和北京博恩特药业有限公司生产。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 533 个，保健食品生产批文 55 项，在研项目 229 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 4 2015~2017 年公司研发投入情况

年度	2015 年	2016 年	2017 年
研发投入（亿元）	4.96	6.09	7.05
主营业务收入（亿元）	87.09	98.37	107.11
所占比例（%）	5.70	6.19	6.58

资料来源：公司提供

公司对技术研发重视程度较高，2015~2017 年研发投入稳定增长，研发投入占营业收入比重保持在 5% 以上。

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，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 II 期临床进展顺利。注射用重组人绒毛促性素（rhCG）I 期临床完成，III 期临床进展顺利。重组人鼠

嵌合抗 CD20 单克隆抗体正在进行 I 期临床试验研究。重组人源化抗 HER2 单克隆抗体注射液项目正在进行 I 期临床试验研究。重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体正在进行美国 I 期临床试验研究，国内 I 期临床完成伦理上会，等待伦理获批。重组全人抗 RANKL 单克隆抗体获得临床批件，为 I 期临床研究做准备。重组抗 IL-6R 人源化单克隆抗体项目申报资料递交 CDE（国家食品药品监督管理总局药品审评中心）获得受理并进入审评序列。全人源抗 OX40 单克隆抗体处于中国和美国 FDA 新药注册申报（IND）申报准备期。重组抗 IL-17AF 人源化单克隆抗体处于中国和美国 FDA 新药注册 IND 研究，申报准备期。重组抗 HER2 结构域 II 人源化单抗细胞毒素偶联剂项目处于新药注册申报的 IND 研究，申报准备期。2013 年公司开始进行呼吸系统用药的深入研究，先后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及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。

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 2018 年 3 月底，公司员工共计 9934 人，按专业构成划分，生产人员占 53.2%、销售人员占 14.5%、技术人员占 17.6%、行政人员占 12.2%、财务人员占 2.5%；按教育程度划分，本科及以上学历占 27.6%、大专学历占 25.6%、大专以下学历占 46.8%。

总体来看，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。

五、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。

六、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、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，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。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。

珠海大健康产业基地建设项目总投资规模为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，其余资金由公司以自有资金投入，该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；该项目拟生产两类产品：一是保健品和食品，二是以呼吸系统用药为主的药品，推动公司在保健品市场的发展并丰富现有药品组合，增加新的盈利点。海滨制药坪山医药产业化基地项目总投资规模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，其余资金由公司以自有资金投入，该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；本项目主要产品包括 ω -3鱼油中/长链脂肪乳注射液、醋酸卡泊芬净注射剂、磺达肝癸钠预填充注射液、塞来昔布胶囊、橄榄油脂肪乳注射液等10种化学制剂类产品，加快公司产品结构调整及战略布局，增强竞争力。

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，不足部分由公司以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。”

2017年12月12日，健康元发布公告，本次配股申请已获得中国证监会审核通过，目前尚未收到中国证监会的书面核准文件。联合资信将对本次配股实施进展保持关注。

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。

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年在合并报表层面确认投资收益42.80亿元，该投资收益可持续性弱。

七、经营分析

1. 经营现状

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。2015~2017年，公司营业收入保持稳定增长，年均增幅11.18%，2017年为109.58亿元，同比增长10.50%。公司药品（含试剂）收入年均复合增长11.42%；2017年，制剂药、原料药、诊断试剂及设备分别实现营业收入67.91亿元、30.67亿元和6.36亿元，其中原料药收入同比增长17.09%。受市场竞争加剧影响，公司保健品收入近三年呈下滑趋势，分别为2.66亿元、2.18

亿元和 2.12 亿元。公司煤炭及相关产品和其他板块收入规模不大，2017 年分别实现营业收入 1.69 亿元和 0.82 亿元。

从毛利率看，近三年公司综合毛利率持续提高，2017 年为 61.84%。2017 年，公司药品（含试剂）毛利率为 65.67%，为近三年最高水平，其中原料药毛利率水平提升至 25.35%；保健品毛利率 2017 年为 58.69%，同比下滑 8.40 个百分点。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”）；2017 年，煤炭行业景气度有所回升，该业务毛利率为 55.70%。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，2017 年，部分子公

司经营亏损导致毛利率为负。

2018 年 1~3 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 27.59 亿元，同比增长 9.12%。药品（含试剂）板块营业收入同比增长 9.20%至 29.14 亿元；保健品业务实现营业收入 0.80 亿元，同比变动不大。同期，公司综合毛利率为 63.81%，同比增加 0.38 个百分点，较 2017 年增加 1.97 个百分点；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 25.63%。

总体看，公司主营业务突出，近年来经营较为平稳。药品（含试剂）板块作为公司主要收入来源，近年来保持较快增长，2017 年原料药业务收入及利润水平提升明显；此外，公司保健品业务面临激烈的市场竞争，收入规模和盈利水平有所下降。

表 5 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（%）			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
保健品	26644.49	21760.68	21233.06	7983.24	62.68	67.09	58.69	62.55
药品（含试剂）	820603.58	941774.82	1049351.87	291407.25	61.31	62.54	65.67	64.93
其中：制剂药	532522.00	622975.64	679057.62	192419.57	79.94	81.13	80.67	82.36
原料药	241120.94	261941.69	306712.17	83509.84	21.23	19.68	25.35	25.63
诊断试剂及设备	46960.64	56857.49	63582.08	15477.83	55.81	56.27	58.05	60.31
煤炭及相关产品	19518.25	16306.36	16945.45	4255.91	-8.23	46.97	55.70	47.16
其他	19698.45	11835.07	8225.99	1572.19	20.15	-41.84	-82.21	-92.02
总计	886464.78	991676.94	1095756.37	305218.59	58.91	61.14	61.84	63.81

资料来源：公司提供

2. 药品板块

（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。因投入大、建设周期长、技术门槛高和环保要求严等因素制约，国内抗生素原料药市场的集中度相对较高，但因产能过剩原因，行业竞争依然激烈。为适应未来竞争格局，公司逐步在产品与市场方面完成由大宗原料药向高端特色原料药，由非规范市场向规范市场，由国内市场向国际市场的转型升级工作；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，其中苯丙氨酸产量波动增长，产能利用率保持较高水平；美罗培南系列产品产量波动增长；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6 近年来公司主要化学原料药生产情况

类别	产能				产量			
	2015年	2016年	2017年	2018年1-3月	2015年	2016年	2017年	2018年1-3月
美罗培南混粉(吨)	30.00	30.00	40.00	10.00	17.03	23.56	22.06	7.15
7-ACA(吨)	1600.00	1800.00	2640.00	780.00	1431.23	1374.98	2565.74	747.50
头孢曲松钠(吨)	1274.00	1356.00	1436.00	460.00	1124.75	1103.26	1392.14	184.68
头孢唑肟钠(吨)	150.00	187.50	187.50	56.30	124.45	125.17	137.46	50.33
苯丙氨酸(吨)	7000.00	7000.00	8195.68	1909.00	6798.20	8458.10	7787.00	1492.30
美伐他汀(吨)	400.00	300.00	192.00	87.00	126.52	106.73	126.64	74.88
粘杆菌素(千十亿)	54000.00	40800.00	31800.00	3600.00	45082.20	34147.71	19538.82	2771.66

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产销率总体保持较高水平。2017 年，头孢类抗生素原料

药市场回暖，公司重点产品 7-ACA 销量获得较大增长，增幅达 93.46%；粘杆菌素销量同比下降 48.08%。此外，公司通过资源整合、调整产品结构、加大国际认证等措施，其他重点原料药品种如美罗培南混粉也呈现一定增长。

表 7 近年来公司主要化学原料药销售情况

类别	销量				产销率(%)			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
美罗培南混粉(吨)	16.91	20.26	23.16	6.01	99.31	86.01	104.98	84.04
7-ACA(吨)	1312.84	1408.74	2725.40	723.81	91.73	102.46	106.22	96.83
头孢曲松钠(吨)	-725.96	968.24	1146.70	179.21	64.54	87.76	82.37	97.04
头孢呋辛钠(吨)	83.82	121.26	125.89	55.43	67.35	96.88	91.58	110.15
苯丙氨酸(吨)	7057.05	7254.18	8243.65	1871.90	103.81	85.77	105.86	125.44
美伐他汀(吨)	154.82	183.72	128.34	67.00	122.37	172.14	101.35	89.48
粘杆菌素(千十亿)	46452.43	32530.40	16888.95	4661.12	103.04	95.26	86.44	168.17

资料来源：公司提供

收入方面，公司化学原料药近三年收入分别为 24.11 亿元、26.19 亿元和 30.67 亿元。2017 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 21.10%、15.80%和 8.27%。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；2017 年第二季度以来，头孢类抗生素原料药市场价格回暖，同时公司加强市场维护，稳定市场占有率，积极开拓新客户，7-ACA 产品全年销售收入大幅回升，达到近年最好水平。2018 年 1~3 月，7-ACA 实现销量 723.81 吨，销售收入 2.09 亿元，同比增长 162.86%。

表 8 近年来公司主要原料药收入情况(单位: 万元)

类别	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
美罗培南混粉	15741.23	18077.36	17975.97	4116.57
7-ACA	41871.08	27551.47	64717.07	20884.21
头孢曲松钠	36219.55	37758.91	48455.89	9225.78
头孢呋辛钠	6620.22	9248.55	9316.92	4287.91
苯丙氨酸	22416.56	22766.01	25377.54	5640.12
美伐他汀	9559.36	10909.72	7689.61	3673.82
粘杆菌素	14591.41	9752.61	6352.53	1666.45

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类，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。

表 9 近年来公司主要化学制剂药生产情况

类别	产能				产量			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
化学制剂：								
倍能（万支）	1625.00	1625.00	2000.00	500.00	755.38	991.62	1314.79	331.30
速能（万支）	1250.00	1250.00	1250.00	312.50	29.25	32.90	36.45	8.00
尿促卵泡素（万支）	2306.00	2305.00	2467.80	576.00	397.69	559.20	471.29	145.31
康丽能折 0.5g（万支）	2187.00	2511.00	2511.00	560.00	815.71	1090.00	798.56	285.65
丽扶欣折 0.75g（万支）	2187.00	2511.00	2511.00	560.00	259.07	41.25	68.63	70.78
丽珠得乐冲剂折 56 包（万盒）	816.40	816.40	833.55	220.50	272.77	282.20	328.80	97.56
丽珠得乐胶囊折 40 粒（万盒）	3138.00	3138.00	3138.00	784.00	198.72	235.79	267.08	112.35
丽珠肠乐折 20 粒（万盒）	1232.00	1232.00	1232.00	308.00	95.70	135.00	119.61	30.71
中药制剂：								
参芪扶正注射液（万瓶）	1500.00	1678.00	2116.00	529.00	1417.53	1775.22	1312.74	317.53
抗病毒颗粒（万盒）	4490.00	4550.00	4550.00	1117.00	1384.87	2582.76	2554.65	1417.01
前列安栓（万盒）	840.00	840.00	840.00	210.00	153.44	128.41	146.46	53.40

资料来源：公司提供

中药制剂方面，2017 年参芪扶正注射液的生产线改造升级，产能有所扩张，其销售较为稳定，产能利用率有所下滑，2017 年 62.04%；公司前列安栓产能利用率较低，主要系该品种销售量较小。

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。

近年来，公司制剂产品产销率维持较高水平。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 27.71%和

15.72%；中药制剂整体保持了稳定增长。2018 年 1~3 月，公司加大速能的推广力度，该产品销量同比大幅增长 41.12%；年初流感病毒的流行提振了抗病毒颗粒的销量；受辅助用药限制，参芪扶正注射液的销量出现下滑。

表 10 近年来公司主要制剂药销售情况

类别	销量				产销率（%）			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
化学制剂：								
倍能（万支）	809.93	1031.37	1321.04	364.25	107.22	104.01	100.48	109.95
速能（万支）	27.48	29.65	34.26	13.59	93.94	90.11	93.99	169.89
尿促卵泡素（万支）	386.93	493.92	518.17	100.53	97.29	88.33	109.95	69.18
康丽能折 0.5g（万支）	755.65	887.59	908.29	271.18	92.64	81.43	113.74	94.94
丽扶欣折 0.75g（万支）	237.47	212.11	102.50	45.17	91.66	514.20	149.36	63.82
丽珠得乐冲剂折 56 包（万盒）	307.00	315.08	370.42	78.61	112.55	111.65	112.66	80.58
丽珠得乐胶囊折 40 粒（万盒）	204.21	230.25	288.75	74.94	102.76	97.65	108.11	66.70
丽珠肠乐折 20 粒（万盒）	117.00	112.58	124.11	39.95	122.26	83.39	103.76	130.08
中药制剂：								
参芪扶正注射液（万瓶）	1372.61	1527.69	1515.11	297.97	96.83	86.06	115.42	93.84
抗病毒颗粒（万盒）	2148.65	2444.84	2568.62	1444.27	155.15	94.66	100.55	101.92
前列安栓（万盒）	155.58	156.87	168.87	46.29	101.39	122.17	115.30	86.68

资料来源：公司提供

2015~2017 年，公司制剂产品销售收入不断增长，为公司最主要的收入来源。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，制剂产品销售收入同比增长 9.00%至 67.91 亿元。

化学药制剂方面，2015~2017 年，倍能销售收入以年均 21.90%的速度快速增长，2017 年达到 8.73 亿元，同比增长 15.15%。公司消化道领域的“丽珠得乐”系列品牌优势明显，市场份额较高，一直保持了过亿元的销售收入，且由于产品提价，部分省份提前备货，2017 年该系列产品销售收入同比增长 34.78%至 1.66 亿元。此外，消化道用药的重点品种艾普拉唑肠溶片 2017 年进入新版医保目录，全年实现销售收入 4.28 亿元，同比增长 50.47%。近年来，公司促性激素领域销售收

入增速明显，重点品种注射用尿促卵泡素和注射用醋酸亮丙瑞林微球年均复合增长率达 21.76%和 35.57%；其中注射用醋酸亮丙瑞林微球 2017 年实现销售收入 5.42 亿元，同比增长 40.28%。2018 年 1~3 月，注射用醋酸亮丙瑞林微球销售收入同比增长 21.74%，该产品全国仅有两家企业生产，未来市场潜力大。

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，销售收入较为稳定，但 2017 年以来受辅助用药限制影响有所下滑。另一优势产品抗病毒颗粒 2017 年实现销售收入 3.00 亿元，同比增长 12.47%。2018 年 1~3 月，参芪扶正注射液的销售收入同比下降 24.74%，抗病毒颗粒的销售收入同比增长 36.91%。

表 11 近年来公司制剂药主要产品收入情况

类别	营业收入（万元）			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
参芪扶正注射液	153662.62	167963.45	157340.79	29764.55
倍能	58734.18	75799.72	87281.38	25034.03
注射用尿促卵泡素	43238.46	54404.14	54972.94	10514.17
注射用醋酸亮丙瑞林微球	29492.38	38639.11	54203.70	17835.79
抗病毒颗粒	23001.00	26698.69	30027.51	18116.44
注射用尿促性素(HMG)	15276.62	19315.38	18144.02	3680.81
得乐系列	11273.08	12327.52	16614.61	4030.08
速能	2238.11	2098.05	2854.57	1055.69

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 4.70 亿元、5.69 亿元和 6.36 亿元；2018 年 1~3 月为 1.55 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”），主要包括太太美容口服液、静心助眠口服液、血乐口服液及鹰牌系列产品。

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，公司保健品销售收入存在季节性，销售旺季（春节、中秋节）的销售金额约占全年的 60%。尽管公司积极调整销售策略，该板块营业收入近三年仍呈下滑趋势，分别为 2.66 亿元、2.18 亿元和 2.12 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 年恢复销售后销量逐步回升。2018 年 1~3 月，公司保健品实现销售收入 0.80 亿元。

表 12 近年来公司主要保健品收入情况（单位：万元）

类别	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
静心口服液	13835.82	11110.33	11227.74	4215.18
鹰牌花旗参茶	7987.52	6436.26	4628.10	1750.09
太太美容口服液	-464.96	1416.02	1880.52	632.76

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

2015~2017 年，公司销售债权周转次数、

总资产周转次数波动下降，存货周转次数小幅波动，上述指标三年均值分别为 4.67 次、3.77 次和 0.57 次，2017 年分别为 3.42 次、0.41 次和 3.00 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。

截至 2018 年 3 月底，公司在建项目计划总投资规模 3.37 亿元，已投 3.63 亿元，其中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）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 2018 年 3 月底，该项目已投入资金 3.63 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 13 截至 2018 年 3 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 2018 年 3 月底 已投金额	未来资金投入计划		
			2018 年 4-12 月	2019 年	2020 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） 海滨坪山新厂	5.37	3.63	0.90	1.20	--
合计	5.37	3.63	0.09	1.20	--

注：公司其他在建项目较为零散，金额较小，不再进行列举。

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2015~2017 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；2018 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2016 年公司合并范围新增深圳太太云商科技有限公司，减少深圳市世纪星源运输实业有限公司；2017 年公司合并范围增加包括丽珠单抗生物技术（美国）有限公司

在内的 6 家三级子公司和二级子公司健康元（江苏）生物科技有限公司，减少维星实业等三家子公司。2018 年一季度合并范围无变化。总体看，近年来公司合并范围增加及减少的子公司规模均较小，但 2017 年处置维星实业股权对公司财务数据可比性有一定影响。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 302.64 亿元，所有者权益 164.67 亿元（含少数股东权益 112.63 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 109.58 亿元，利润总额 59.51 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产

总额为 302.76 亿元，所有者权益 166.79 亿元（含少数股东权益 114.79 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 30.52 亿元，利润总额 3.75 亿元。

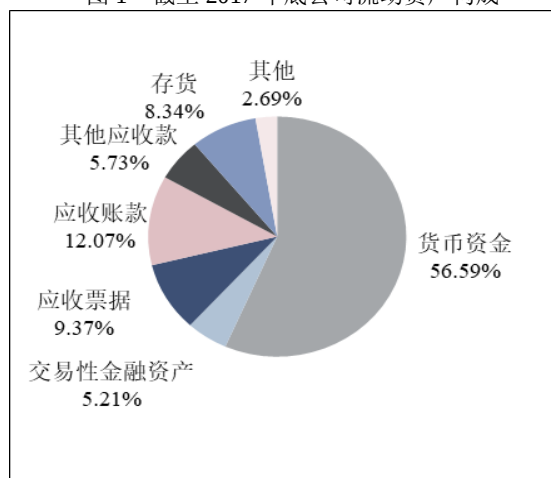
2. 资产质量

近三年，公司资产规模持续扩大。截至 2017 年底，公司合并资产总额 302.64 亿元，同比增长 28.64%，主要系货币资金和可供出售金融资产增加所致；其中流动资产占 54.03%，非流动资产占 45.97%，公司以流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产年均复合增长率 34.81%。截至 2017 年底，公司流动资产 163.50 亿元，同比增长 60.04%，主要由货币资金、应收账款、应收票据和存货构成。

图 1 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信整理

2015~2017 年，公司货币资金年均增长 82.14%。截至 2017 年底，公司货币资金同比增长 195.85%至 92.52 亿元，主要系丽珠集团收到维星实业股权转让款（42.79 亿元）所致。货币资金中主要包含银行存款（占 97.12%）和其他货币资金（占 2.88%）；其中使用受限的货币资金 1.08 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其他业务保证金。

2015~2017 年，公司交易性金融资产呈波

动下降趋势，三年分别为 12.80 亿元、8.30 亿元和 8.52 亿元（其中股票 8.49 亿元）。

2015~2017 年，公司应收票据以年均 50.40%的速度增长。截至 2017 年底，公司应收票据 15.32 亿元，均为银行承兑汇票，同比增长 91.18%，主要系公司销售规模增加所致。

公司应收账款规模较大，2015~2017 年，公司应收账款小幅波动，年均复合变动 2.52%。截至 2017 年底，公司应收账款余额为 20.87 亿元，计提坏账准备 1.14 亿元，计提比例 5.46%；应收账款账面价值 19.73 亿元，同比小幅下降 6.12%。从账龄来看，截至 2017 年底，应收账款账龄在 1 年以内的占 96.65%，账龄短；从集中度来看，应收账款前五名金额合计 4.12 亿元，占应收账款总额的 19.73%，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。2015~2017 年，公司其他应收款年均复合变动 8.12%。截至 2017 年底，公司其他应收款 9.37 亿元，同比增长 9.61%；计提坏账准备 0.71 亿元，计提比例 7.01%；其中，单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款 7.51 亿元，由于华夏证券股份有限公司进入破产清算程序、深圳捷康保健有限公司进入注销清算程序，共计提坏账 0.38 亿元。从账龄来看，账龄在 1 年以内的占 85.85%，账龄较短；从集中度来看，其他应收款前五名金额合计 8.33 亿元，占其他应收款的 82.66%，集中度高。

表 14 截至 2017 年底公司其他应收款期末余额前五名情况
(单位：亿元)

单位名称	金额	欠款原因
深圳市鑫荣源发展有限公司	3.19	往来款
深圳市源兴源投资有限公司	2.15	往来款
朱保国	1.80	往来款
深圳市利明泰股权投资基金有限公司	1.00	投资款
华夏证券股份有限公司	0.19	国债及保证金
合计	8.33	--

资料来源：公司 2017 年审计报告

2015~2017 年,公司存货以 1.52%的速度波动增长。截至 2017 年底,公司存货 13.63 亿元,同比小幅下降 4.39%,计提跌价准备 0.57 亿元;其中原材料占 25.65%,在产品及自制半成品占 26.84%,产成品及库存商品占 42.70%。

公司其他流动资产主要为公司购买的理财产品,2015~2017 年,分别为 0.10 亿元、8.80 亿元和 2.00 亿元。

非流动资产

2015~2017 年,公司非流动资产持续增长,年均复合变动率为 8.46%。截至 2017 年底为 139.14 亿元,主要由可供出售金融资产(占 28.37%)、固定资产(占 33.06%)和无形资产(占 21.90%)构成。

公司股权投资主要投向为大健康和金融领域。2015~2017 年,公司可供出售金融资产年均复合增长 55.69%。截至 2017 年底,公司可供出售金融资产 39.47 亿元,同比增长 25.25%,主要系新增对深圳市小赢科技有限责任公司投资 1.45 亿元、对成都润利鑫投资有限责任公司投资 0.90 亿元,追加对上海云锋新呈投资中心(有限合伙)的投资 4.42 亿元,同时,不再对中国银河证券股份有限公司和深圳市利明泰股权投资基金有限公司进行投资。

表15 截至2017年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	持股比例 (%)	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	15.06	6.32
前海股权投资基金	--	2.00
国开博裕二期(上海)股权投资合伙企业(有限合伙)	--	1.96
Apricot Forest, Inc. (杏树林)	14.88	1.95
合计	--	25.23

资料来源:公司 2017 年审计报告,联合资信整理

2015~2017 年,公司固定资产规模大且较为稳定。截至 2017 年底,公司固定资产原值

82.77 亿元,累计折旧 35.56 亿元,计提减值准备 1.21 亿元,固定资产净额 46.00 亿元,较上年变动不大;其中机器设备占 48.89%,房屋及建筑物占 50.14%。

2015~2017 年,公司无形资产年均复合下降 3.41%。截至 2017 年底,公司无形资产原值 39.70 亿元,累计摊销和减值准备合计 9.23 亿元,账面价值 30.47 亿元,同比小幅下降 3.39%;其中,采矿权 26.01 亿元,土地使用权 3.54 亿元。

截至 2018 年 3 月底,公司资产总额 302.76 亿元,其中流动资产 162.28 亿元,非流动资产 140.49 亿元,资产规模及结构均较上年底变动不大。

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

2015~2017 年,公司所有者权益年均复合增长 26.68%。截至 2017 年底,公司所有者权益 164.67 亿元(含少数股东权益 112.63 亿元),同比增长 35.66%,主要源于少数股东权益和未分配利润的增加;归属于母公司的权益中,资本公积占 40.88%,未分配利润占 56.26%。

2015~2017 年,公司资本公积年均复合增长 4.12%。截至 2017 年底,公司资本公积 21.27 亿元,主要包含股本溢价(占 68.55%)和其他资本公积(占 31.85%),同比变动不大。

2015~2017 年,公司未分配利润年均复合增长 24.65%,截至 2017 年底为 29.28 亿元,同比增长 52.03%。

2015~2017 年,公司少数股东权益快速增长。截至 2017 年底,公司少数股东权益 112.63 亿元,同比增长 40.95%,主要系处置维星实业股权归属于少数股东利润增加较大所致。

截至 2018 年 3 月底,公司所有者权益合

计 166.79 亿元，规模及结构较上年底变动不大。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，权益稳定性较弱。

负债

2015~2017 年，公司负债总额年均复合增长 14.29%。截至 2017 年底，公司负债总额 137.97 亿元，同比增长 21.15%，主要系应付债券、短期借款和应交税费的增加所致。从负债结构看，流动负债占 69.08%，非流动负债占 30.92%，以流动负债为主。

流动负债方面，2015~2017 年，公司流动负债波动增长，截至 2017 年底为 95.31 亿元，同比增长 23.46%，主要由短期借款（占 10.60%）、其他应付款（占 24.50%）、其他流动负债（占 18.89%）和一年内到期的非流动负债（占 13.63%）构成。

2015~2017 年，公司短期借款规模波动较大，分别为 12.86 亿元、2.00 亿元和 10.11 亿元。2017 年公司新增信用借款 4.61 亿元，同时向中信证券股份有限公司借款 5.50 亿元，用于资金周转，期限一年，以健康元股票 12616 万股作为质押。

2015~2017 年，公司应付票据以年均 49.26% 的速度增长，截至 2017 年底为 7.34 亿元，同比增长 65.88%，主要系丽珠集团采购业务的票据支付比例增加所致。

2015~2017 年，公司应交税费分别为 2.13 亿元、3.68 亿元和 11.52 亿元，其中 2017 年底增幅较大系公司处置维星实业股权增加应缴纳的企业所得税所致。

2015~2017 年，公司其他应付款持续增长。截至 2017 年底，公司其他应付款 23.35 亿元，同比增长 6.52%，其中由于尚未支付而结存的市场开发费及推广费为 10.35 亿元，账龄在 1 年以内的占 81.67%。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 4.00 亿元、2.03 亿元和 12.99 亿元。截至 2017 年底，一年内到期的非流动负债主要由“11 健康元”（7 年期，10 亿元）和“15

百业源 MTN001”（3 年期，3 亿元）构成，分别将于 2018 年 10 月和 2018 年 6 月到期。

2015~2017 年，公司其他流动负债波动下降，分别为 29.00 亿元、33.50 亿元和 18.00 亿元，均为短期应付债券。

表16 截至2017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
17 健康元 SCP001	2017/6/21	270 天	4.00
17 百业源 SCP003	2017/5/23	270 天	3.50
17 百业源 SCP004	2017/9/6	270 天	10.50
合计	--	--	18.00

资料来源：公司年报

非流动负债方面，2015~2017 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长率为 31.28%。截至 2017 年底，公司非流动负债 42.66 亿元，同比增长 16.28%，主要由应付债券（占 72.47%）和递延所得税负债（占 18.56%）构成。

2015~2017 年，公司应付债券以 54.53% 的速度快速增长。截至 2017 年底，公司应付债券 30.92 亿元，同比增长 14.88%，主要是公司发行合计 12 亿元中期票据及子公司健康元发行 5 亿元中期票据所致。

表17 截至2017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
16 健康元 MTN001	2016/10/14	3 年	7.00
17 健康元 MTN001	2017/3/16	3 年	5.00
16 百业源 MTN001	2016/3/7	3 年	7.00
17 百业源 MTN001	2017/3/3	3 年	5.00
17 百业源 MTN002	2017/7/13	3 年	3.50
17 百业源 MTN003	2017/8/22	3 年	3.50
合计	--	--	31.00

资料来源：公司年报

2015~2017 年，公司有息债务年均复合增长 11.39%。截至 2017 年底，将其他流动负债

中的短期应付债券调整计入全部债务后，公司全部债务 79.65 亿元，同比增长 15.65%；其中短期债务和长期债务分别占 61.18% 和 38.82%。受益于出售维星实业股权，公司杠杆水平有所缓解，截至 2017 年底，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 45.59%、32.60% 和 15.81%，同比均有所下降。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 135.97 亿元，较 2017 年底小幅下降 1.45%，流动负债占比较上年底下降 4.42 个百分点至 64.66%，构成仍以流动负债为主。

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 76.81 亿元，较 2017 年底小幅下降 3.56%；其中短期债务占 52.59%，长期债务占 47.41%，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 44.91%、31.53% 和 17.92%。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 6 月集中兑付债券 13.50 亿元，存在集中兑付压力。

表18 截至2018年3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 SCP004	2017.09	270 天	10.50
18 百业源 CP001	2018.04	1 年	5.00
18 百业源 MTN001	2018.02	3 年	5.50
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
合计	--	--	65.00

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，整体债务规模较大且结构有待改善。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入年均复合增长 11.18%。2017 年公司实现营业收入 109.58 亿元，同比增长 10.50%，化学原料药及中间体和化学制剂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 7.14%；2017 年为 41.81 亿元，同比增长 8.50%。

2015~2017 年，公司期间费用快速增长。2017 年，公司产生期间费用 55.47 亿元，同比增长 8.42%；其中销售费用 39.82 亿元，同比增长 5.73%。2015~2017 年，公司期间费用占营业收入比重分别为 50.02%、51.59% 和 50.62%，公司期间费用对利润侵蚀较大。

2015~2017 年，公司公允价值变动收益变化较大，分别为 -4.22 亿元、0.54 亿元和 2.68 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。

2015~2017 年，公司投资收益分别为 4.45 亿元、0.78 亿元和 43.78 亿元，2017 年大幅增加系丽珠集团转让维星实业股权所致（股权转让款 42.80 亿元）。

近三年，公司分别实现营业外收入 1.42 亿元、1.51 亿元和 0.94 亿元，其中政府补助占比分别为 96.48%、92.72% 和 76.60%。

2015~2017 年，公司利润总额快速增长。2017 年，公司实现利润总额 59.51 亿元，同比增加 51.12 亿元，主要系丽珠集团对维星实业进行股权转让，对公司利润形成有效补充。

从盈利指标来看，2015~2017 年，公司营业利润率有所提升，分别为 57.41%、59.26% 和 60.19%，均处于较高水平；同期，公司总资产收益率和净资产收益率均呈快速增长趋势，受益于 2017 年对维星实业进行股权转让，2017 年分别为 20.49% 和 28.29%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 30.52

亿元，同比增长 9.15%；期间费用 14.87 亿元，同比增长 6.75%，占营业收入的比重为 48.72%；公允价值变动收益-0.87 亿元；实现利润总额 3.75 亿元，同比增长 17.47%。同期公司营业利润率为 62.06%，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，期间费用对利润侵蚀较大，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. 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快速上升，三年均值分别为 138.38%和 122.00%，2017 年底分别为 171.54%和 157.24%。同期，公司经营现金流动负债比亦快速上升，近三年分别为 13.92%、18.85%和 18.88%。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别上升至 184.58%和 168.04%。总体看，公司短期偿债能力较强。

长期偿债能力方面，受 2017 年对维星实业进行股权转让的影响，2015~2017 年公司 EBITDA 快速增长，三年分别为 16.14 亿元、19.08 亿元和 69.59 亿元；随着公司债务规模不断扩大，将短期应付债券纳入公司债务后，全部债务/EBITDA 快速下降，分别为 3.98 倍、3.61 倍和 1.14 倍；EBITDA 利息倍数呈快速上升趋势，分别为 5.05 倍、6.03 倍和 20.01 倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额 2.37 亿元，系公司本部对世纪星源提供的贷款担保（0.28 亿元）和子公司健康元对焦作金冠电力提供的贷款、信用证、银行承兑担保（2.09 亿元），公司对外担保比率为 1.42%。公司对外担保金额较小，或有负债风险低。

截至 2018 年 3 月底，公司合并口径获得银行授信额度人民币 139.11 亿元，其中已使用额度 15.42 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。

6. 母公司财务情况分析

截至 2017 年底，母公司资产总额 52.93 亿元，主要由其他应收款（29.15 亿元）、交易性金融资产（3.49 亿元）和可供出售金融资产（13.87 亿元）构成；负债合计 42.76 亿元，其中其他流动负债和应付债券分别为 14.00 亿元和 18.96 亿元。截至 2017 年底，母公司资产负债率为 80.78%，全部债务 41.46 亿元，其中短期债务 22.50 亿元。截至 2018 年 3 月底，母公司资产总额 53.21 亿元，构成仍以其他应收款（27.29 亿元）、交易性金融资产（3.42 亿元）和可供出售金融资产（13.87 亿元）为主。其中，持有的可供出售金融资产主要包括深圳前海微众银行股份有限公司（期末余额 6.32 亿元）、国开博裕二期（上海）股权（期末余额 1.96 亿元）、上海众付资产股权投资中心（期末余额 1.60 亿元）、深圳小赢科技（期末余额 1.45 亿元）和宁波梅山挚微股权（期末余额 1.31 亿元）。货币资金为 2.40 亿元，现金类资产 5.82 亿元；负债合计 43.84 亿元，资产负债率 82.39%，全部债务 41.45 亿元，其中短期债务规模 17.00 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（母公司）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，2017 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 1.37 亿元；实现投资收益 1.30 亿元；利润总额 0.64 亿元。2018 年 1~3 月，母公司仍未产生营业收入，财务费用 0.62 亿元，利润总额-0.81 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。健康元对公司分红分别为 0.74 亿元、1.19 亿元和 1.19 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司持有健康元股份数量 742415520 股，其中质押股份数量 85160000 股，质押比例为 11.47%。

总体看，母公司货币资金规模快速增长，其他应收款规模大；盈利能力弱，利润依赖投资收益；有息债务尤其长期债务规模大。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，上市公司分红稳定，公司整体偿债能力较好。

7. 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 2018 年 04 月 13 日，公司本部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。

8. 抗风险能力

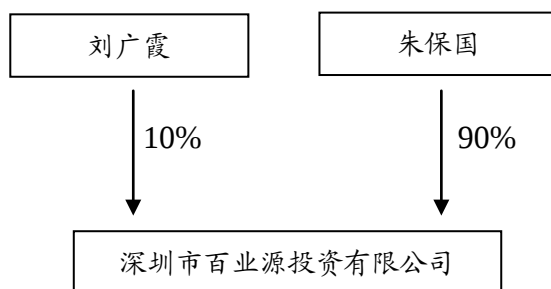
总体来看，公司产品种类丰富，重点产品市场份额领先。近年来，公司主营产品收入不断增长，营业利润率水平较高，盈利情况良好，负债水平适宜，但母公司层面债务负担较重，总体偿债能力较强。总体来看，公司整体抗风险能力很强。

九、结论

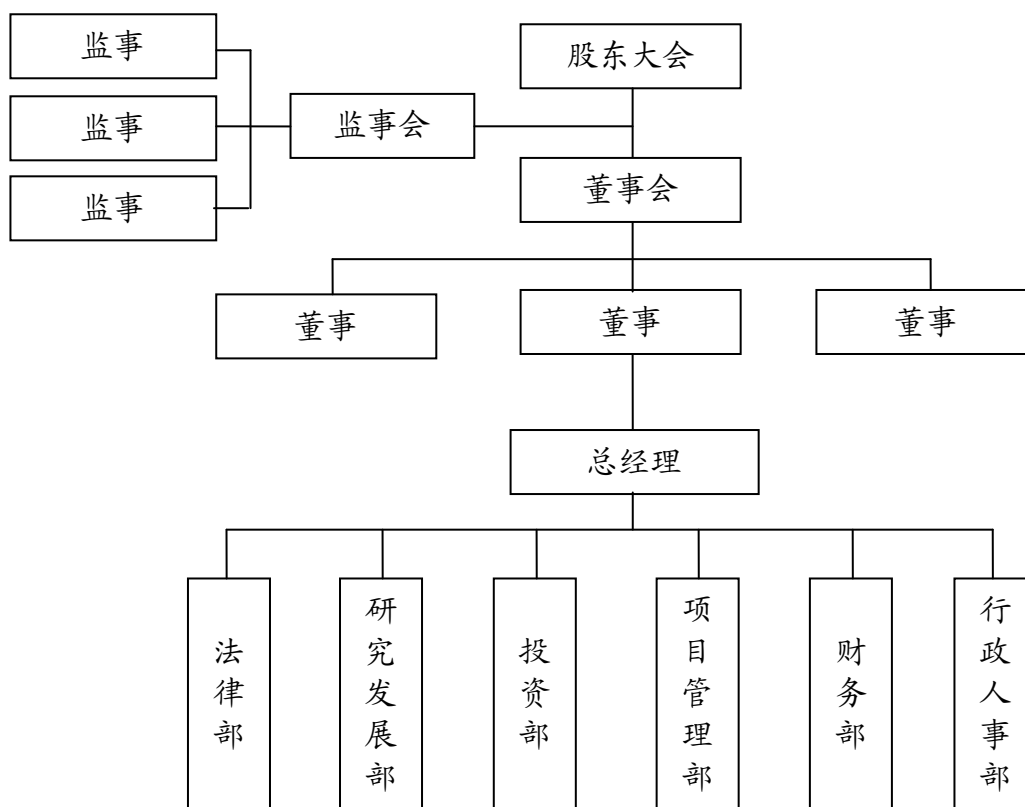
随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。未来在新医改政策推动下，巨大的市场需求将支撑医药行业景气度延续。公司产品种类丰富，重点产品市场份额领先，具有较强的研发实力，研发成果显著。近年来，公司总体经营平稳，资产及收入规模持续增长，负债水平适宜但母公司层面债务负担较重，整体盈利能力较强。

总体看，公司主体信用风险很低。

附件 1-1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	47.46	47.58	116.36	111.18
资产总额(亿元)	208.24	235.27	302.64	302.76
所有者权益(亿元)	102.62	121.38	164.67	166.79
短期债务(亿元)	49.16	41.95	48.73	40.40
长期债务(亿元)	15.03	26.92	30.92	36.42
全部债务(亿元)	64.19	68.87	79.65	76.81
营业收入(亿元)	88.65	99.17	109.58	30.52
利润总额(亿元)	6.67	9.14	59.51	3.75
EBITDA(亿元)	16.14	19.08	69.59	--
经营性净现金流(亿元)	11.26	14.56	17.99	4.75
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.66	3.63	3.42	--
存货周转次数(次)	3.00	2.80	3.00	--
总资产周转次数(次)	0.44	0.45	0.41	--
现金收入比(%)	98.95	101.64	104.73	103.42
营业利润率(%)	57.41	59.26	60.19	62.06
总资本收益率(%)	5.53	5.60	20.49	--
净资产收益率(%)	6.00	6.17	28.29	--
长期债务资本化比率(%)	12.78	18.15	15.81	17.92
全部债务资本化比率(%)	38.48	36.20	32.60	31.53
资产负债率(%)	50.72	48.41	45.59	44.91
流动比率(%)	111.25	132.34	171.54	184.58
速动比率(%)	94.90	113.87	157.24	168.04
经营现金流动负债比(%)	13.92	18.85	18.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.05	6.03	20.01	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.98	3.61	1.14	--

注：1. 公司 2018 年 1~3 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(新准则)

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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

联合资信评估有限公司关于 深圳市百业源投资有限公司 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估有限公司（联合资信）有关业务规范，联合资信将在深圳市百业源投资有限公司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。深圳市百业源投资有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事项，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及外部经营环境等相关信息，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，及时对该事项进行分析，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。