

信用等级公告

联合[2016] 095 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 2016 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

2016 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
二零一六年一月十八日

深圳市百业源投资有限公司

2016 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：7 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：偿还银行借款

评级时间：2016 年 1 月 18 日

财务数据：

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
资产总额(亿元)	105.99	174.23	196.95	225.59
所有者权益(亿元)	61.79	104.92	110.44	114.32
长期债务(亿元)	12.41	18.84	16.83	15.14
短期债务(亿元)	27.47	34.34	49.41	70.27
营业收入(亿元)	58.76	62.48	77.25	66.22
利润总额(亿元)	5.59	7.35	8.83	5.77
EBITDA(亿元)	10.69	12.29	16.81	--
经营性净现金流(亿元)	7.03	7.38	9.62	6.20
营业利润率(%)	50.57	59.17	56.31	58.03
净资产收益率(%)	7.26	5.69	6.73	--
资产负债率(%)	41.70	39.78	43.92	49.33
短期债务资本化比率(%)	30.77	24.66	30.91	38.07
流动比率(%)	162.62	159.05	120.14	112.40
短期债务/EBITDA(倍)	2.57	2.79	2.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.92	7.63	6.52	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.53	1.76	2.40	--

注：1. 2015 年前三季度财务数据未经审计；

2. 将其他流动负债中的短期融资券调整计入全部债务和短期债务。

分析师

马 栋 孔祥一

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下称“联合资信”）对深圳市百业源投资有限公司（以下称“公司”）的评级，反映了公司所属医药行业发展潜力较大，公司产品种类丰富，在重点产品市场份额，技术研发等方面具有竞争优势。近年来，公司资产和收入规模持续增长，债务负担保持较低水平。同时，联合资信也关注到国内化学原料药产能过剩、市场竞争激烈，公司原料药产品盈利能力下滑、经营效率偏低等因素给公司信用水平带来不利影响。

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

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，安全性很高。

优势

1. 随着中国居民收入水平提高和医疗改革推进，中国医药行业市场需求增长较快，公司所属行业未来发展潜力较大。
2. 公司产品种类丰富，重点产品市场份额领先。
3. 公司技术研发能力强，研发成果丰富。
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好。

关注

1. 近年来，公司原料药产品盈利能力下滑。
2. 公司经营效率有待提高。
3. 2015 年，公司其他应收款增长快，存在关联方占用资金风险。

4. 公司交易性金融资产和可供出售金融资产规模大且增长较快。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与深圳市百业源投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与深圳市百业源投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因深圳市百业源投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由深圳市百业源投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、深圳市百业源投资有限公司 2016 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

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朱保国,转让后公司出资人情况为:朱保国出资450万元,占注册资本总额的90%;刘广霞出资50万元,占注册资本总额的10%。1999年10月13日,公司增加注册资本7500万元,增资后注册资本8000万元,实收资本8000万元,其中:朱保国出资7200万元,占注册资本总额的90%;刘广霞出资800万元,占注册资本总额的10%。2001年6月12日,公司名称变更为深圳市百业源投资有限公司。截至2015年9月底,公司注册资本为8000万元,其中朱保国先生占90%,刘广霞女士占10%,两者为夫妻关系,公司实际控制人是朱保国先生。

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

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

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

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

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

二、本期中期票据概况

公司注册中期票据7亿元,本期计划发行2016年第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”),发行额度7亿元,发行期限3年。本期中期票据募集资金全部用于偿还银行借款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

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

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

264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

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

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

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

撑作用。

四、行业分析

1. 医药工业现状

运行概况

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20 世纪 70 年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

自 1998 年以来，医药工业增速大约为 GDP 增速的 1~1.5 倍。1998~2008 年中国医药工业行业景气度高企，处于高速发展阶段。2009 年，全球金融危机影响进一步深化，化学原料药出口受到较大影响，医药工业总产值增速有所下滑。2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长，2014 年，中国医药制造业实现主营业务收入 23325.61 亿元，同比增长 12.94%，利润总额 2322.20 亿元，同比增长 12.09%，增长速度虽较前两年有所回落，但仍保持较高水平。2015 年 1-10 月，中国医药制造业实现主营业务收入 20380.0 亿元，同比增长 9.2%，利润总额 2039.4 亿元，同比增长 13.7%，总体保持了稳定增长的发展趋势。

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

行业效益有所分化，中成药制造总体保持快速增长，盈利能力较强。

总体看，中国医药行业规模增长迅速，随

着医疗改革体系逐渐成熟，中国医疗产业的经济效益呈现较好的发展态势。

表 1 医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元、%）

	2012 年			2013 年			2014 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
医药制造业合计	17083.26	1731.68	10.14	20592.93	2071.67	10.06	23325.61	2322.20	9.96
化学药品原药制造	3289.72	243.02	7.39	3819.88	284.74	7.45	4240.35	311.82	7.35
化学药品制剂制造	5023.69	556.03	11.07	5730.93	639.40	11.16	6303.71	733.92	11.64
中药饮片加工	990.29	71.04	7.17	1259.35	94.18	7.48	1495.63	105.25	7.04
中成药制造	4079.16	436.48	10.70	5064.98	538.43	10.63	5806.46	597.93	9.79

资料来源：国家统计局

主要子行业概况

从盈利情况来看，随着生产规模不断扩大，医药制造各子行业产品销售收入、利润总额保持持续增长，其中化学制剂药、中成药制造、化学原料药和中成药对整个行业的收入和利润贡献最大。

（1）化学原料药行业

随着国际上大量专利药的专利权到期，以及发达国家出于环保要求限制其化学原料药的生产，中国已成为原料药转移生产的主要受惠国，占全球 19.3% 的市场份额，位居首位，其中仿制原料药的市场份额更是高达 37.8%。中国原料药产量与出口量均保持了快速增长，目前约占中国医药制造业生产总值的 20%。根据国家统计局数据，2014 年中国原料药出口交货值 605.13 亿元，同比增长 4.14%，保持稳定增长，从细分产品看，原料药出口分化明显，大宗原料药自 2012 年第四季度以来季度出口额持续负增长，呈现明显的出口颓势，而特色原料药出口保持快速增长，排名前十名的特色原料药中半数实现出口额强势增长，且以心脑血管用药为主。目前，中国出口的原料药中抗感染类、维生素类、解热镇痛类、激素等大宗原料药和他汀类、普利类、沙坦类等特色原料药在国际医药市场上占有相当的份额和地位。

中国化学原料药在产能规模和生产工艺上优势明显。经过多年的低价竞争，众多中小型

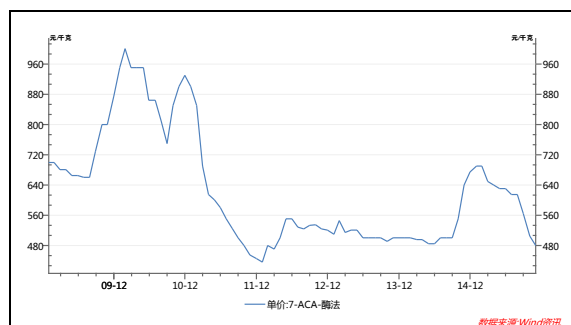
企业被淘汰出局，目前原料药行业集中度较高，但产品生产耗能大，污染严重，产品结构仍以低端为主，且大部分原料药产能过剩严重，行业收益受国际市场波动及周期性波动影响明显，竞争激烈。

2011 年下半年以来，随着国内新建产能逐步释放，原料药行业产能过剩问题日益凸显，维生素 C、青霉素类等大宗原料药产品低价竞争现象明显，严重影响行业内企业的盈利情况。2014 年原料药行业继续消化过剩的产能，盈利情况仍不容乐观。

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

升后呈现底部震荡态势。2014 年 6 月起,7-ACA(酶法)价格有所回升,并于当年底回升至 675 元/千克。进入 2015 年,7-ACA(酶法)价格再次出现下滑,截至 2015 年 11 月,7-ACA(酶法)价格已由年初的 690 元/千克下降至 480 元/千克。

图 1 7-ACA 酶法价格走势(单位:元/千克)



资料来源: Wind 资讯

美罗培南是一种有非常广泛抗菌性及可供注射的抗生素,用于治疗多种不同的感染,包括脑膜炎及肺炎。它是一种 β 内酰胺类抗生素,属于碳青霉烯的分类下。经临床研究发现,美罗培南可有效对付耐甲氧西林金葡菌感染症,目前已成为临床抗感染性疾病的主要药物。

目前,美罗培南在中国的产业集中度较高,公司子公司深圳海滨制药(以下简称“海滨制药”)公司已成为全球最大的美罗培南原料药生产商和出口商,出口量占国际市场一半左右的份额。中国现有 7 家制药企业获得国家药监部门颁发的美罗培南生产批文,其中产量最大的 3 家企业依次为:海滨制药、浙江海正药业股份有限公司和石药集团中诺药业有限公司,这 3 家公司的美罗培南产量合计约占国内美罗培南总产量的近 9 成。

(2) 化学药制剂行业

随着国内医药经济的快速增长,目前中国有能力生产的化学药品制剂共有 60 个剂型、4500 余个品种,产能居世界首位。近年来,化学药品制剂出口发展迅速,在国内医药市场复杂多变的形势下,对消化过剩产能、推动国内产业发展起到了积极作用。

根据国家药监局统计,中国基本药物费用比重明显高于非基本药物。而随着基本药物目录为代表的国家药物政策的逐渐成型,中国通用名药品的发展将进入一个新阶段,未来化学药品制剂的需求量还将保持较快增长,疗效确切、价格低廉的国产普药及新药继续占有较大的市场份额,药品分类管理制度的实施将推动 OTC 药品进入快速发展阶段。但行业持续不断的调整势必难免,整个化学药品制剂行业在面临压力的同时也将会得到很大的发展机遇。

(3) 中药子行业

中药即按中医理论的用药,为中国传统中医特有药物。中药包括中药材、中药饮片、中成药,为中药行业的三大支柱。其中中药材是中药饮片和中成药的原料。

中国中药行业进入 21 世纪后增长迅速,行业规模、工业化水平显著提高。中成药制造和中药饮片加工子行业销售收入从 2011 年至 2013 年复合增长率分别达到 22.44% 与 21.46%,市场呈现稳定增长态势。2013 年,中成药制造行业 and 中药饮片加工行业分别实现销售收入 5064.98 亿元和 1259.35 亿元,同比增长 21.09% 和 26.89%。2014,中成药制造实现营业收入 5806.46 亿元,同比增长 13.14%;实现利润总额 597.93 亿元,同比增长 9.29%。

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

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

2. 行业关注

行业集中度低

中国医药制造业规模经济水平低,呈粗放型发展的态势,制药企业数量多、规模小,集中度低。中国的制药企业在 20 世纪 80 年代初

期只有 800 余家，2012 年底已经超过 6000 家。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右，与全球医药巨头 400~500 亿美元的业绩相比差距甚远。总体看，中国医药生产企业数量众多，产能过剩，大部分企业名牌产品少，品种雷同现象普遍。

研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿药，新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。中国制药行业企业机制尚未形成，研发投入不足，严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

药品降价

目前，中国药品定价采取政府定价、政府指导价、市场调节价三种定价方式，其中：列入国家基本医疗保险目录的 1000 多种药品与医保药品目录以外具有垄断性生产、经营的药品实行政府定价和指导价；其他药品实行市场调节价。

医院和药商之间的非法回扣直接造成了医药价格虚高。针对医药价格虚高，国家发改委已对政府定价范围内药品的最高零售价格进行了多次调整。化学药方面，从 2010 年开始，发改委针对化学药品进行了多轮降价，平均降幅在 17%~41%，涉及抗生素、循环、神经、激素、消化、抗肿瘤、免疫和血液等各个品类。2013 年 1 月，发改委发出通知，决定从 2013 年 2 月 1 日起调整呼吸、解热镇痛和专科特殊用药等药品最高零售限价，共涉及 20 类药品，400 多个品种、700 多个代表剂型规格，平均降价幅度为 15%，其中高价药品平均降幅达到 20%，这是国家发改委近 15 年来启动的第 31

轮药品降价，医保目录中的化学药品全品类调价已经完成。中成药方面，近 7 年来尚未进行降价调整，但发改委从 2013 年 11 月 14 日开始密集举行了 7 场有关中成药的价格评审会，评审范围包括了 2010 版医保目录里中成药部分的所有种类。2014 年 2 月 13 日，发改委药品价格评审中心在北京召开了妇科、眼科、耳鼻喉科、骨伤科和皮肤科中成药的价格预评审会议，预计将在年内实现中成药近年来首次降价。

从长期看，国家发改委将着手从体制上解决药品虚高的问题，预计未来医药的出厂价和零售价均会呈下降趋势。

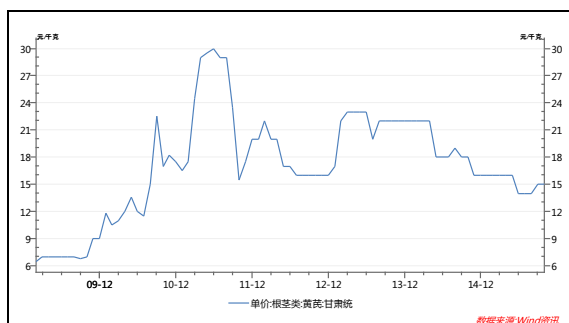
中药材价格波动

近年来，中药材价格出现较大幅度的波动，总体呈上涨趋势。药材价格上涨影响因素复杂且具有不可预测性，主要包括：绿色回归理念加上中药本身具有的预防、保健功效使得中药需求大增；乱采滥挖对野生中药材资源的破坏、国家对珍稀野生药材实行禁采和限采；中药材实际种植面积下降、资金炒作等。

中药材价格每 3-4 年呈现一个周期，波动明显，在 2009-2012 年价格持续上涨，激发了药农的种植积极性，使得中药材市场迎来了扩种潮。以甘肃省黄芪和党参为例。

2009 年以前，黄芪行情长期徘徊于 7-8 元/千克上下，药农收益甚微，种植积极性低下。2009-2010 年黄芪行情随药市利好环境带动开始上升，但受限于黄芪种苗不丰的情况，黄芪的种植规模无法跟上行情的发展趋势，并且往年累积库存不丰，至 2011 年黄芪行情攀升至 30 元/千克高点。随后，药材市场整体松动加之黄芪产量逐渐得到恢复，黄芪的价格出现回落，长期波动于 17-21 元之间。从 2014 年情况看，中药材价格有所回落，甘肃地产黄芪价格从 22 元/千克下跌至 16 元/千克。进入 2015 年，黄芪价格继续下跌，截至 2015 年 10 月，黄芪价格为 15 元/千克。

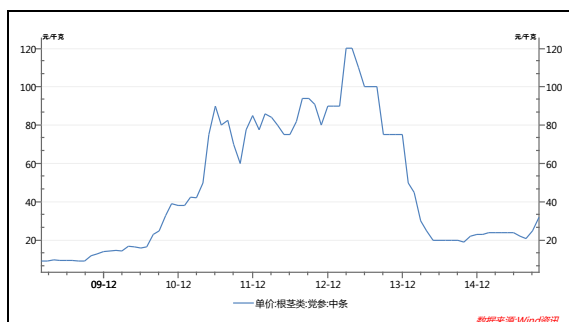
图2 根茎类黄芪价格走势图（单位：元/千克）



资料来源：Wind 资讯

党参价格从2010年5月开始急剧上涨，一直持续到2013年8月，价格涨至120元/千克，但随着药材市场整体萧条、产量供大于求，价格逐步下滑，党参统货价格逐渐回落至2014年10月的19元/千克。自2014年11月开始，党参价格逐步回升，截至2015年10月，党参价格回升至32元/千克。

图3 根茎类党参价格走势图（单位：元/千克）



资料来源：Wind 资讯

融资渠道单一，产业发展资金不足

制药业同其它行业相比具有高投入、高收益、高风险、高技术密集型等特点，特别是现在的一些基因工程等生物工程制药产业上述特点更为明显。目前，中国高科技制药产业的资

金来源除股东投入以外，主要依靠银行贷款，融资渠道狭窄。由于银行十分注重资金的安全性和流动性，高技术行业投资的风险使银行慎之又慎。因而制药企业融资能力不强，资金严重短缺。发展资金严重不足已经成为制药企业开发研制新药、更新设备、开拓市场的巨大障碍。

环境治理成本增加

医药行业是环保治理的12个重点行业之一，三废处理、环境保护的压力不断加大。中国大部分化学原料药生产能耗较大、环境污染严重、附加值较低。中药资源保护相关法规建设滞后，中药材的种植及生产方式较落后，缺乏必要的组织，没有形成一定的规模，生产种植过程中缺乏必要的市场信息引导，致使中药材的开发利用处于无序状态。一方面野生药材资源的过度开采，导致部分品种达到濒危的程度，甚至将要灭绝；另一方面因为盲目种植，导致大量积压，造成巨大的资源浪费。因此国家对于环境治理与调控会对医药制造行业造成较大的影响。

3. 行业政策

近年来新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。总体看，医疗改革仍是主线，其推动的基本药物目录、全国医保目录，公立医院改革等政策，将促进医药需求量增长和支付制度的改进，基本药物目录品种放量增长、医药行业产业结构调整、医药行业“十二五”规划和公立医院改革将对医药行业产生结构性和全面的促进作用。

表2 近年来相关医药政策汇总

发布时间	部门	相关政策	政策描述	对行业的影响
2012年1月	工信部	《医药工业“十二五”发展规划》	加快医药工业结构调整和转型升级，培育发展生物医药产业，促进医药工业由大变强。	重点领域包括生物技术药物、化学药新品种、现代中药、先进医疗器械、新型药用辅料、包装材料及制药设备等五大领域。
2012年4月	卫生部	《抗菌药物临床应用管理办法》	从2012年8月起，开始实行抗菌药物临床应用分级管理制度，具体划分为非限制使用、限制使用、特殊使用三级管理。	使得抗菌药物限用走向常态化，将逼迫许多医药企业进行调整和转型。

2012 年 9 月	国家发 改委	《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》	提出按照建机制、控费用、调结构、强监管的原则，通过取消药品加成、调整医疗服务价格、改革收费方式和落实政府办医责任。	县级公立医院改革开始进入实质性阶段，其中提出革除药品加成，改为服务收费和政府补助两个补偿渠道，将对医药行业产生长远影响。
2013 年 2 月	国务院	《关于巩固完善基本药物制度和基层运行新机制的意见》	在经济技术标评审中，对药品质量、生产企业的服务和信誉等进行全面审查，将企业通过《药品生产质量管理规范（2010 年版）》（GMP）认证作为质量评价的重要指标。	强调新版 GMP 标准的重要性，有利于行业的升级与重组。
2013 年 2 月	食品药 品监督 管理局	《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励药物创新的意见》	进一步加快创新药物审评，实行部分仿制药优先审评，加强药物临床试验质量管理，鼓励研制儿童用药，制定配套措施，注重协调配合。	鼓励医药行业进行创新，有助于推进产品结构调整、提升行业集中度。
2013 年 3 月	卫生部	2012 年版《国家基本药物目录》	药品品种扩容，新版基药目录在原来 09 版 307 种的基础上扩容至 500 多种，中西药各增加 100 种左右新版基药。目录适用范围不仅限于基层使用，亦扩展至二、三级医院并明确使用比例。注重与医保（新农合）支付能力相适应，确保基本药物较高的比例报销。	奠定了实施基本药物制度的基础。新目录中化学药品和生物制品数量与世界卫生组织现行推荐的基本药物数据相近，能够更好服务基层医疗卫生机构。扩展目录适用范围有利于基药产品的放量。
2013 年 12 月	国家卫 生和计 划生育 委员会	《关于加快发展社会办医的若干意见》	将社会办医纳入区域卫生规划统筹考虑，优先支持社会资本举办非营利性医疗机构，鼓励社会资本举办中医专科医院。	促进多元化医疗体系的发展，有助于有实力医药企业向产业链的下游拓展，参与公立医院改革和民营医院建立。
2014 年 3 月	卫生计 生委、 财政 部、中 央编 办、发 改委、 人社部	《关于推进县级公立医院综合改革的意见》	全面推进公立医院改革	促进多元化医疗体系的发展，有助于有实力医药企业向产业链的下游拓展，参与公立医院改革和民营医院建立。

资料来源：联合资信整理

4. 未来发展

从短期看，各级政府将逐渐加大对医改的资金支持，政府投入的加大将有效拉动未来医药医疗需求。从中期看，新医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。原料药方面，国家无论从税收、产业结构调整、外商企业投资政策等各方面，均支持民族工业、鼓励创新。随着《制药业环保新标准》和《国家环境保护标准》的先后出台，预计未来原料药厂的环保成本将不断加大。

总体看，各项行业政策的出台和实施，使医药企业在研发、生产等各环节上的运作方式都面临重大调整，行业资源将进一步向优势企业集中，行业进入门槛将提高，产业结构的调

整优化将加快，对行业的未来发展将产生深远影响。

5. 区域经济环境

根据《深圳市2014年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，经初步核算2014年深圳市生产总值16001.98亿元，比2013年增长8.8%。其中，第一产业增加值5.29亿元，下降19.4%；第二产业增加值6823.05亿元，增长7.7%；第三产业增加值9173.64亿元，增长9.8%。第一产业增加值占全市生产总值的比重不到0.1%；第二和第三产业增加值占全市生产总值的比重分别为42.7%和57.3%。人均生产总值149497元/人，增长7.7%，按2014年平均汇率折算为24337美元。

固定资产投资方面，2014年全年完成固定

资产投资额2717.42亿元，比上年增长13.6%。从三类产业看，第一产业投资0.39亿元；第二产业投资521.22亿元，比上年增长46.0%，其中，工业投资520.57亿元，增长47.0%；第三产业投资2195.81亿元，增长8.1%。

卫生和社会服务方面，截至2014年末，全市有卫生医疗机构2532个，比上年增加304个，其中医院122个，增加5个。卫生机构拥有床位31042张，增长6.1%，其中医院病床28853张，增长6.6%。全市有卫生技术人员69936人，增长6.3%。全年各级各类医疗机构完成诊疗量8852.63万人次，增长2.9%，其中处理急诊709.22万人次，下降3.0%。入院人数119.40万人，增长9.1%。病床使用率85.5%。

总体看，深圳市区域经济实力持续增强，固定资产投资力度逐年加大，城镇居民生活水平的提高，为公司发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质

1. 产权状况

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

2. 生产规模与竞争力

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

近年来，公司通过不断深化营销改革，调整产品结构，大力推进重点产品销售。其中，

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

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超过515个，保健食品生产批文52项，重点在研产品24项，共有在研项目124项。2009年，二级子公司丽珠集团技术中心被评为“国家级企业技术中心”，除技术中心外，公司充分利用国内外资源，与中科院、北京大学、中山大学、中国药科大学、香港中文大学、香港浸会大学、香港大学、四川抗生素工业研究所、上海医药工业研究院等30多家国内外科研机构建立了长期的科技合作关系，形成了完善的“产、学、研”结合的企业技术创新网络，还和国家科技部、广州中医药大学联合组建了国家中药现代化工程技术研究中心，该中心是科技部组建的国家级4大中药工程技术研究中心之一。公司下属二级企业均配备了技术支持部门和研究开发部门，其中利民制药研究所是国家中药现代化工程技术研究中心的注射剂研究所和中试基地。

表3 2012~2014年公司研发投入情况

年度	2012年	2013年	2014年
研发投入（亿元）	3.02	3.19	3.87
营业收入（亿元）	58.76	62.48	77.25
所占比例（%）	5.14	5.11	5.01

资料来源：公司提供

研发投入方面, 2012~2014 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。

目前, 公司在研产品近 135 个, 截至 2015 年 9 月底共获得专利授权 340 项, 其中发明专利 204 项。

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 1.1 类新药艾普拉唑由丽珠率先在中国推上市, 正在开发其全新手性化合物 LZ325, 目前已申请了中、美、欧盟、澳、日、加等国发明专利。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、上海医工院联合开发的一种新型缓释微球制剂, 用于治疗子宫内膜异位症和前列腺癌等疾病, 活性比 LHRH 高 15~20 倍, 是国内首家研制成功的每月给药一次的缓释微球注射剂。该产品制备工艺复杂, 技术仅被少数国家 (如美国、日本、法国和德国等) 掌握。近年来, 公司的枸橼酸钾缓释片与中药复方五指香胶囊获得生产批件; 布南色林原料和片剂完成临床试验, 现已作为国内企业首家申报生产批件; 抗 TNF 单克隆抗体 AT-132 完成临床前研究, 并于 2014 年 3 月获得 SFDA 批准, 进行 1 期临床试验; 丽珠集团一类创新药的艾普拉唑手性化合物已经申请中、美、欧盟、澳、日、加等国家和地区发明专利, 目前已经进入 IV 期临床研究。

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

总体看, 公司重视产品研发, 拥有先进研发平台, 质量体系完善, 研发水平处于领先地位。

4. 人力资源

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

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

公司财务经理古宇晴女士, 1972 年生, 大学本科学历。曾任香港粤海投资公司广州办事处职员、广东粤海建材有限公司任会计、广州信德房地产有限公司任会计主管, 于 2008 年至今担任公司财务经理。

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 2015 年 9 月底, 公司员工共计 8553 人, 按岗位构成划分, 生产人员占 56.46%、销售人员占 10.81%、技术人员占 17.20%、行政人员占 4.45%、财务人员占 11.08%; 按学历划分, 本科及以上学历占 25.11%、大专学历占 25.63%、大专以下学历占 49.26%; 按职称划分, 高级职称占 0.71%、中级职称占 5.55%、初级职称占 9.12%。

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 3 名，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、经营分析

1. 经营现状

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

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 年，公司药品（含试剂）销售收入占营业收入的 90.51%，为公司最主要收入来源，其中制剂产品对公司收入贡献最大；保健品销售收入占营业收入的 3.54%，为公司第二大收入来源；其他收入占营业收入 5.95%，主要为一级子公司健康元与二级子公司丽珠集团主营业务之外的

收入。

从收入变动看，近三年公司营业收入保持稳定增长，年均增幅 14.66%。近三年，公司药品（含试剂）收入保持快速增长，年均增幅 17.72%，其中制剂药、原料药、诊断试剂及设备均年均增速分别为 19.49%、14.89% 和 13.47%；保健品收入波动增长 6.83%。

从毛利率看，近三年公司综合毛利率波动上升，2014 年为 57.76%。2014 年，公司药品（含试剂）毛利率为 59.25%，为近三年最高水平，其中制剂产品毛利率 77.08%，为公司盈利能力最好的产品品种，原料药毛利率持续上升，2014 年为 19.68%；近三年，受市场竞争加剧影响，公司保健品毛利率下滑，2014 年为 70.18%，仍维持在较高水平。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 66.22 亿元，同比增长 14.29%，综合毛利率为 59.40%，较上年小幅增长。

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，毛利率稳中有升，总体经营情况良好。

表 4 近年来公司营业收入构成情况

类别	营业收入（万元）				毛利率（%）			
	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月
保健品	23993.13	30100.11	27383.77	21618.73	74.00	72.59	70.18	62.29
药品（含试剂）	504590.36	579680.62	699212.00	613625.02	55.35	60.27	59.25	61.57
其中：制剂药	318039.77	390761.23	454079.38	410886.78	76.00	78.60	77.08	78.59
原料药	152123.69	151544.62	200804.26	169766.45	12.60	14.20	19.68	21.35
诊断试剂及设备	34426.89	37374.77	44328.36	32971.79	53.52	55.40	55.86	56.64
销售电力	50780.69	--	--	--	8.33	--	--	--
煤炭及相关产品	--	--	28038.99	13862.99	--	--	21.10	41.20
其他	8242.84	15062.65	17887.62	13126.36	38.84	42.67	38.11	-27.84
总计	587607.02	624843.38	772522.39	662233.09	51.82	60.44	57.76	59.40

资料来源：公司提供

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

2. 药品板块

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。

2014 年，公司药品板块向前五名供应商共计采购 3.72 亿元，占采购总额的 18.09%，采购集中度适宜。

表5 2014年公司药品板块向前五名供应商采购情况

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

资料来源：公司提供

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，并由公司生产技术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、社区及县级以上乡镇卫生院，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。

①化学原料药

公司化学原料药生产平台包括海滨制药、焦作健康元、子公司丽珠集团之子公司丽珠合成制药、丽达药业、新北江制药、福兴医药以及古田福兴医药有限公司。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，2013 年头孢品种因生产厂新版 GMP 认证而进行车间改造，导致部分化学原料药产能利用率较低，2014 年以来公司化学原料药产能利用率明显提高。

表 6 近年来公司主要化学原料药生产情况

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

资料来源：公司提供

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销量波动中有所增长，产销率总体保持较高水平。

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

资料来源：公司提供

公司化学原料药收入呈增长趋势，近三年分别为 15.21 亿元、15.15 亿元和 20.08 亿元。从收入构成看，7-ACA、头孢曲松钠和美罗培南混粉是公司原料药最主要收入来源，分别占到原料药收入的 21.07%、11.07% 和 7.70%；苯丙氨酸、美伐他汀和粘杆菌素也是原料药收入的重要来源。

表 8 近年来公司主要原料药收入情况（万元）

类别	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月
美罗培南混粉	18429.82	16004.07	15458.85	12164.51
7-ACA	46416.01	58157.51	42302.89	33128.42
头孢曲松钠	15116.95	8910.80	22234.09	27472.09
头孢呋辛钠	3966.12	5410.27	6740.77	3232.82

苯丙氨酸	11417.39	7872.39	13217.25	15973.77
美伐他汀	12818.72	9810.80	12501.61	6401.25
粘杆菌素	12076.49	10215.55	14011.55	11238.14

资料来源：公司提供

②制剂药

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

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

表 9 近年来公司主要化学制剂药生产情况

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

资料来源：公司提供

中药制剂产能利用方面，2014 年参芪扶正注射液产能利用率为 78.18%；抗病毒颗粒产能利用率为 72.92%；前列安栓产能利用率

较低。2015 年 1~9 月，公司抗病毒颗粒产量下降较大，主要由于公司开展老厂技改所致。

表 10 近年来公司主要中药制剂生产情况

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

资料来源：公司提供

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

表 11 近年来公司主要化学制剂药销售情况

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

资料来源：公司提供

表 12 近年来公司主要中药制剂销售情况

类别	销量				产销率(%)			
	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月
参芪扶正注射液(万瓶)	888.78	1115.39	1145.74	1035.35	99.02	96.84	97.70	97.74
抗病毒颗粒(万盒)	2133.82	2195.11	2309.23	1524.58	83.73	106.97	74.67	277.55
前列安栓(万盒)	116.10	135.75	139.19	119.39	87.54	74.51	164.76	97.12

资料来源：公司提供

近年来，公司制剂药营业收入不断增长，近三年分别为 31.80 亿元、39.08 亿元和 45.41 亿元。

公司化学制剂药产品主要包含碳青霉烯类高端抗生素，包括抗微生物类、消化道类、心脑血管类和促性腺激素类等几大类，在神经系统、呼吸系统和泌尿系统等领域也有产品覆盖，但规模相对较小。

碳青霉烯类是公司重点发展及培养的品类，其主要包括倍能，其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。近三年，倍能销售收入持续增长，2014 年达到 4.76 亿元。

消化道药是公司的拳头产品之一，产品“丽珠得乐”系列在全国消化道领域制剂产品中具有较高知名度和市场占有率，入选 2009 年版《国家基本药物名录（基层部分）》。近年来，“丽珠得乐”系列一直保持了过亿元的销售收入，2013 年销售收入达到 1.16 亿元；

2014 年销售收入达到 1.18 亿元。

生殖领域依靠公司多年的积累和发展，营销格局初具规模。特色产品包括尿促卵泡素、尿促性腺激素、绒毛促性激素和注射用醋酸亮丙瑞林微球，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。2014 年，公司注射用尿促卵泡素、注射用尿促性素、注射用醋酸亮丙瑞林微球分别实现销售收入 3.73 亿元、1.39 亿元和 2.01 亿元。

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。近三年，参芪扶正注射液销售收入持续增长，2014 年达到 13.11 亿元。

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。2014 年，抗病毒颗粒实现销售收入 2.45 亿元。

表 13 近年来公司制剂药主要产品收入情况

类别	营业收入（万元）			
	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月
倍能	29554.78	38725.70	47606.93	46230.47
速能	2258.75	2265.23	2345.39	1855.14
注射用尿促卵泡素	23995.32	30465.00	37264.90	31916.17

注射用尿促性素(HMG)	10305.89	13177.39	13902.40	11001.78
注射用醋酸亮丙瑞林微球	6812.97	12860.02	20097.46	21964.67
得乐系列	12315.66	11839.81	11784.13	8875.24
参芪扶正注射液	101404.44	127770.41	131111.62	116238.94
抗病毒颗粒	22468.64	23790.25	24477.88	16255.01
血栓通注射液	6164.61	4441.46	6132.06	3747.26
前列安栓	3287.35	3896.76	3985.30	3352.83

资料来源：公司提供

③诊断试剂及设备

公司诊断试剂及设备产品主要为代理进口。公司本身拥有成熟的酶联免疫诊断试剂系列产品，其中自产酶免艾滋病检测试剂连续九年由国家疾病预防控制中心考评为为前两名，其中五年是第一名。近年来公司加大研发力度，自产金标、化学发光等新试剂销售比例不断扩大。同时公司还将加强对全新复方或单体中药产品的研究开发和对已上市品种的二次开发工作。

近三年，公司诊断试剂及设备营业收入不断增长，分别为 3.44 亿元、3.74 亿元和 4.43 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。2014 年，公司保健品实现销售收入 2.74 亿元。

4. 经营效率

2012~2014 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数波动中有所下滑，2014 年以上指标分别为 3.47 次、3.22 次、0.42 次。总体看，公司经营效率有待提高。

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 2015 年 9 月底，公司在建项目为海滨坪山新厂项目。

海滨坪山新厂项目计划在深圳市坪山新区建设医用碳青霉烯类系列产品产业化基地，用于医用碳青霉烯类系列产品及多个在研新产品的研发与生产。主要建设内容有 4 个生产车间（含 5 条制剂生产线、2 条中试生产线）、研发中心、质控与 QC 中心、行政办公大楼、多层仓库、辅助生产设施等。项目计划总投资 10.37 亿元，其中自有资金 3.37 亿元，银行借款 7 亿元，其中一期计划投资 5.37 亿元，于 2012 年开始筹建，预计 2016 年 8 月初步建成，2017 年正式竣工投产；二期计划投资 5.00 亿元，视具体新产品进行开发投入。目前，该项目已经

完成房地产登记、用地规划许可、方案设计批复、工程设计施工图审查及场地三通一平、节水评估报告批复等前期准备工作，并已取得深圳市坪山新区坑梓街道的工业用地，宗地编号：G14320-0139，土地证编号：深房地字第6000548618号；用地规划许可：深规土许

PS-2013-0015号；尚需取得环境保护部门的审批等文件。

总体看，公司未来投资规模小，在建项目围绕主业展开，在建项目有助于增强企业竞争力。

表 14 截至 2015 年 9 月底公司在建及未来计划投资项目（单位：亿元）

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

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

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

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

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

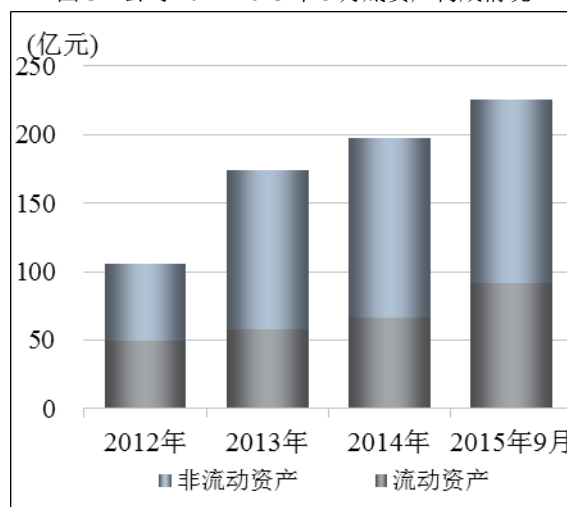
截至 2015 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 225.59 亿元，所有者权益（含少数股东权益 65.37 亿元）为 114.32 亿元；2015 年 1~9 月公司实现营业收入 66.22 亿元，利润总额 5.77 亿元。

2. 资产质量

近三年，公司资产规模持续扩大，年均增长率 36.31%。截至 2014 年底，公司合并资产

总额 196.95 亿元，同比增长 13.04%，主要系固定资产和长期股权投资增加所致；其中流动资产占 33.56%，非流动资产占 66.44%，以非流动资产为主。

图 5 公司 2012~2015 年 9 月底资产构成情况

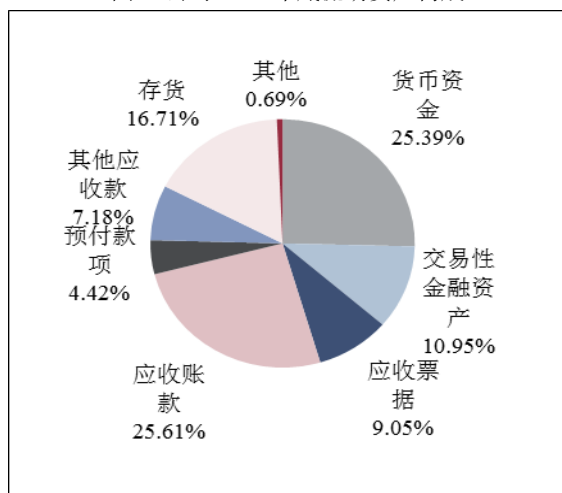


资料来源：公司审计报告

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产波动增长，年均增幅 15.58%。截至 2014 年底，公司流动资产 66.09 亿元，以货币资金（占比 25.39%）、应收账款（占比 25.61%）和存货（占比 16.71%）为主。

图 6 公司 2014 年底流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金波动幅度较大，年均下降 0.45%。截至 2014 年底，公司货币资金 16.78 亿元，较去年同期增长 22.17%。公司货币资金由银行存款（占 91.15%）、库存现金（0.37%）和其他货币资金（占 8.48%）构成；其中 2014 年使用受限的资金 0.67 亿元，主要系环境治理保证金、信用证保证金和银行承兑汇票保证金。

2012~2014 年，公司交易性金融资产快速增长，年均增长 156.73%。截至 2014 年底，公司交易性金融资产 7.24 亿元，较去年同期增长 19.14%，主要是交易性权益工具投资 7.22 亿元。

2012~2014 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长率 24.46%。公司应收账款规模较大，主要系医药行业子公司每年销售回款率在 96%左右，销售增长会形成一部分新增的应收账款。截至 2014 年底，公司应收账款余额为 16.93 亿元，计提坏账准备 1.29 亿元，计提比例 7.08%。从集中度来看，前五名应收账款金额合计占应收账款的 17.25%，集中度较低。从应收账款账龄来看，截至 2014 年底，公司账龄在 1 年以内的占 96.73%，1~2 年占 1.32%，2 年以上的占 1.95%，账龄较短。

2012~2014 年，公司其他应收款波动中有所下降，年均下降 10.07%。截至 2014 年底，

公司其他应收款余额 4.74 亿元，同比增长 12.10%，主要是存出投资款和往来款项。从集中度来看，其他应收款前五名金额合计占其他应收款的 47.30%，集中度较高。公司对本年其他应收款计提坏账准备 0.65 亿元，计提比例 12.13%；本期收回坏账准备金额 0.03 亿元，系收到天同证券有限责任公司破产清算财产分配款。

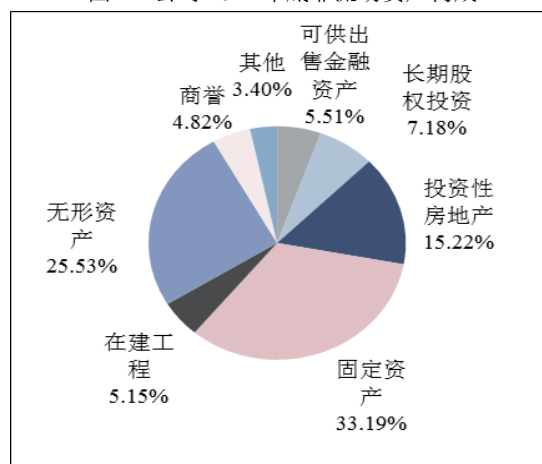
2012~2014 年，公司存货快速增长，年复合增长 18.90%。截至 2014 年底，公司存货原值 11.50 亿元，主要系原材料（占 19.37%）、在产品及自制半成品（占 29.27%）、产成品及库存商品（占 46.16%）。2014 年公司共计提存货跌价准备 0.46 亿元，存货账面价值 11.04 亿元。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产快速增长，年均增幅 52.16%。截至 2014 年底，公司非流动资产 130.86 亿元，主要由投资性房地产（占 15.22%）、固定资产（占 33.19%）和无形资产（占 25.53%）构成。

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

图 7 公司 2014 年底非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

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

2012~2014 年，公司固定资产波动增长，年均增长 32.20%。截至 2014 年底，公司固定资产账面原值 71.43 亿元，累计折旧 26.82 亿元，计提减值准备 1.18 亿元。截至 2014 年底，公司固定资产净额 43.43 亿元，同比增长 29.05%，主要系本年将投入使用的在建工程项目结转为固定资产，其中以机器设备（占比 45.18%）和房屋及建筑物（占比 49.15%）为主要构成部分。

2012~2014 年，公司在建工程波动下降，年均复合下降 22.37%。截至 2014 年底，公司在建工程 6.74 亿元，同比下降 45.89%，主要原因是在建工程完工投入使用结转固定资产所致。

2012~2014 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 201.38%。截至 2014 年底，公司无形资产 33.40 亿元，与去年同期基本持平，摊销金额 1.36 亿元。2013 年底公司无形资产原值 37.16 亿元，较上年增长幅度较大，主要系孙公司众维煤业于 2013 年 12 月纳入公司合并范围，采矿权增加 30.15 亿元所致。

截至 2015 年 9 月底，公司总资产 225.59 亿元，较上年底增长 14.54%，主要来自货币资金、交易性金融资产和应收账款的增长。从资产结构来看，流动资产占比 40.56%，较 2014 年底增加 7.00 个百分点，非流动资产占比 59.44%；公司资产结构仍以非流动资产为主。截至 2015 年 9 月底，公司货币资金 25.30 亿元，较 2014 年底增长 50.80%，其中使用受限的货币资金 0.14 亿元；交易性金融资产 15.83 亿元，较 2014 年底增长 118.78%，主要由于股票及基金投资增加；应收账款 21.01 亿元，较 2014 年

底增长 24.13%；其他应收款 7.28 亿元，较 2014 年底增长 53.50%，其中因董事长朱保国增持健康元股份形成其他应收款 5.00 亿元；在建工程 8.55 亿元，较 2014 年底增长 26.74%。

总体看，公司资产规模增速较快，以非流动资产为主，流动资产中应收账款和存货规模较大，资产流动性一般；合并范围变动对公司财务报表影响不大；公司整体资产质量较好。

3. 负债和权益结构

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 33.69%，主要来自未分配利润和少数股东权益的增加。截至 2014 年底，公司所有者权益 110.44 亿元（含少数股东权益 60.40 亿元），同比增长 5.26%，其中股本占 0.72%、资本公积占 27.97%、未分配利润占 16.61%。

2012~2014 年，公司资本公积快速增长，年均复合增长 88.09%。截至 2014 年底，公司资本公积 30.89 亿元，同比增长 3.51%。

2012~2014 年，公司未分配利润不断增长，年均复合增长 12.03%。截至 2014 年底，公司未分配利润 18.23 亿元，同比增长 14.00%。

2012~2014 年，公司少数股东权益快速增长，年均复合增长 26.91%。截至 2014 年底，公司少数股东权益 60.40 亿元，同比增长 4.05%。

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

总体看，公司所有者权益增长较快，其中少数股东权益和未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

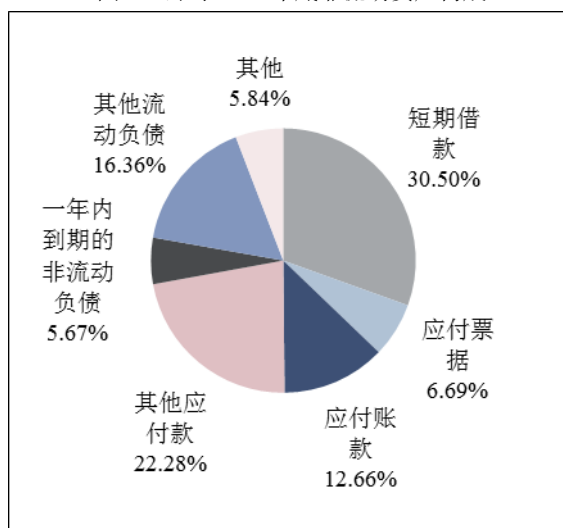
负债

2012~2014 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 39.90%。截至 2014 年底，公司负债合计 86.51 亿元，同比增长 24.82%，主要系短期借款和其他流动负债增加所致；其中流

动负债占 63.59%，非流动负债占 36.41%，公司负债以流动负债为主。

2012~2014 年，公司流动负债持续增长，年复合增长率为 34.47%。截至 2014 年底公司流动负债 55.01 亿元，同比增长 50.71%，主要由短期借款（占比 30.50%）、应付票据（占比 6.69%）、应付账款（占比 12.66%）、其他应付款（占比 22.28%）和其他流动负债（占比 16.36%）构成。

图 8 公司 2014 年底非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司短期借款快速增长，年均复合变动率为 50.36%。截至 2014 年底，公司短期借款 16.78 亿元，同比增长 105.73%，主要系公司本部及丽珠借款增加所致。截至 2014 年底，公司短期借款中信用借款占 3.34%，保证借款占 23.30%，质押借款占 29.92%，其他借款占 43.45%。公司其他借款是 ①公司向兴业银行深圳天安支行借款人民币 3.29 亿元，用于支付货款，以公司持有的子公司健康元集团股票 1.35 亿股进行股票质押式回购借款；②公司向浦发银行深圳宝安支行借款人民币 4 亿元，用于支付货款，以公司持有的子公司健康元集团股票 1.6 亿股进行股票质押式回购借款。

2012~2014 年，公司应付票据波动中有所增长，年均复合增长率 12.45%。截至 2014 年

底，公司应付票据 3.68 亿元，全部为银行承兑汇票。

2012~2014 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长率 29.84%。截至 2014 年底，公司应付账款 6.96 亿元，同比增长 20.27%，主要原因是随着销售规模的扩大，公司赊销原材料随之增长所致。从账龄来看，截至 2014 年底，公司应付账款账龄在 1 年以内的占 84.58%，1 年以上的占 15.42%。

2012~2014 年，公司其他应付款快速增长，年均增长 21.45%。截至 2014 年底，公司其他应付款 12.26 亿元，同比增长 10.45%。主要系预提的市场开发费及推广费增长所致。从账龄看，截至 2014 年底，公司其他应付款账龄在 1 年以内的占 83.94%，账龄在 1 年以上的占 16.06%。

2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均增长 107.30%。截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 3.12 亿元，同比增长 7.12%，系将于一年内到期的信用借款和质押借款。

2012~2014 年，公司其他流动负债波动增长，三年分别为 4.00 亿元、0.00 亿元和 9.00 亿元。2013 年底，公司其他流动负债余额较上年减少 4.00 亿元，主要原因是孙公司丽珠集团 2012 年度第一期短期融资券于 2013 年 7 月 9 日到期兑付。2014 年底，公司其他流动负债 9.00 亿元，系孙公司丽珠集团发行 3 亿元超短期融资券及子公司健康元集团发行 6 亿元短期融资券所致。

2012~2014 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 51.20%。截至 2014 年底，公司非流动负债 31.50 亿元，主要由长期借款（占 9.19%）、应付债券（占比 44.25%）、递延收益（占 5.84%）和递延所得税负债（占比 40.72%）构成。

近三年，公司长期借款波动中有所增长，年均复合增长 7.69%。截至 2014 年底，公司长期借款 2.89 亿元，同比下降 44.11%，其中

信用借款 3.70%，保证借款占 22.73%，质押借款占 73.57%。

2012~2014 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长率 18.58%。截至 2014 年底，公司应付债券 13.94 亿元，其中公司债券（11 健康元）9.94 亿元，中期票据（13 丽珠 MTN1）4.00 亿元。

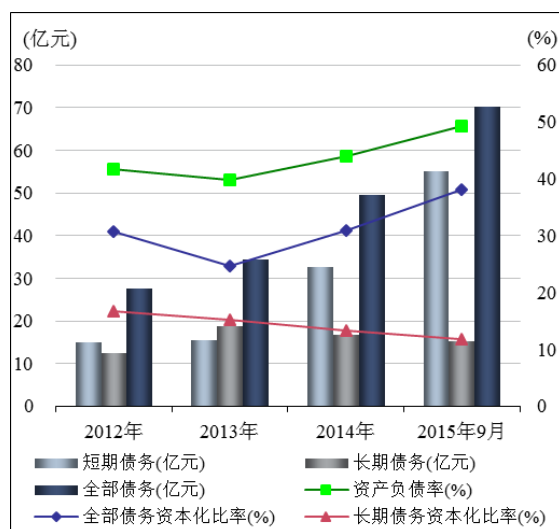
2012~2014 年，公司递延收益快速增长，年均增幅 24.17%。截至 2014 年底，公司递延收益 1.84 亿元，同比增长 33.54%，主要系收到政府补助的增加。

2012~2014 年，公司递延所得税负债快速增长，年均复合增长 751.59%。截至 2014 年底，公司递延所得税负债 12.83 亿元，较 2013 年同期增长 1.91%。

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

从债务结构看，2012~2014 年，公司全部债务快速增长，年均复合增长 34.12%。截至 2014 年底，公司全部债务 49.41 亿元，同比增长 43.88%，其中短期债务和长期债务分别占 65.93%和 34.07%，以短期债务为主。近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈波动态势；2014 年分别为 43.92%、30.91%和 13.23%。公司整体债务负担较轻。截至 2015 年 9 月底，公司全部债务 70.27 亿元，较 2014 年底增长 44.22%；其中短期债务占 78.46%，长期债务占 21.54%，以短期债务为主。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.33%、38.07%和 11.69%。

图 9 2012~2015 年 9 月公司债务情况



资料来源：公司财务报告

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

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入不断增长，年均复合增幅 14.66%。2014 年公司实现营业收入 77.25 亿元，同比增长 23.63%。其中制剂产品和原料药合计占比超过 90.00%，对营业收入的支撑作用较为明显。近三年，公司营业成本波动中有所增长，年均增幅 7.36%。2014 年，公司营业成本 3.26 亿元，同比增长 32.01%。

从期间费用来看，2012~2014 年，公司期间费用不断增长，年复合增长 23.26%。2014 年，公司产生期间费用 37.30 亿元，其中销售费用 27.94 亿元，同比增长 22.91%，主要系销售结构和营销策略的改变所致。2012~2014 年，公司期间费用占营业收入比重分别为 41.72%、48.23%和 48.29%，公司期间费用对营业利润侵蚀较大。

2012~2014 年，公司公允价值变动收益快速增长，年均复合增长率达到 144.11%，主要由于 2014 年公司交易性权益工具投资大幅增长 1.03 亿元所致。

2012~2014 年，公司投资收益快速增长，

年均复合增长 122.49%，近三年分别实现投资收益 0.22 亿元、0.46 亿元和 1.10 亿元。2014 年，公司投资收益大幅增长主要由于交易性金融资产投资收益增长所致。

近三年，公司分别实现营业外收入 0.55 亿元、0.61 亿元和 0.78 亿元，其中政府补助占比分别为 92.40%、92.19%和 93.54%。

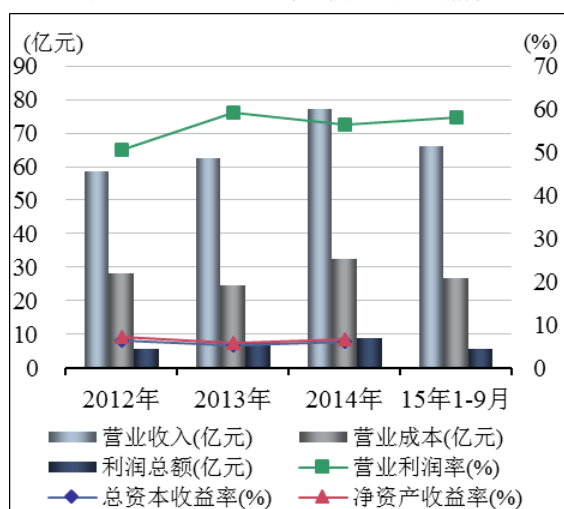
2012~2014 年，公司利润总额快速增长，年均增幅 25.64%，三年分别 5.59 亿元、7.35 亿元和 8.83 亿元。

2012~2014 年，公司营业利润率波动上升，分别为 51.80%、50.57%和 59.17%，均处于较高水平。

从盈利指标来看，2012~2014 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均呈波动态势，2014 年分别为 56.31%、6.06%和 6.73%。

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

图 10 2012~2015 年 9 月公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

总体看，近年来公司收入及利润规模不断

增长，但公司期间费用规模较大，对利润形成较大侵蚀，整体盈利能力一般。

5. 现金流分析

2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流入量不断增长，分别为 62.31 亿元、65.76 亿元和 81.66 亿元。公司经营活动产生的现金流入主要来自销售商品、提供劳务收到的现金，近三年分别为 56.13 亿元、58.89 亿元和 77.98 亿元。同期，公司现金收入比呈波动态势，分别为 95.52%、94.25%和 100.94%，整体收入实现质量一般。2012~2014 年，公司经营活动现金流出亦不断增长，分别为 55.28 亿元、58.38 亿元、72.04 亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金分别为 21.71 亿元、27.08 亿元、30.95 亿元。2012~2014 年，公司经营活动现金流量净额快速增长，分别为 7.03 亿元、7.38 亿元和 9.62 亿元。2014 年公司经营活动净现金流量较上年同期增幅 30.25%，大幅增长的主要原因是公司产品销售收入增加及公司加快资金回款等原因所致。

投资活动方面，2012~2014 年，公司投资活动净现金流持续为负，分别为-12.03 亿元、-13.34 亿元和-18.45 亿元。2013 年公司投资活动净现金流量较上年同期减少 1.31 亿元，降幅 10.85%，主要原因为买卖金冠电力股权；2014 年公司投资活动净现金流量较上年同期减少 5.11 亿元，降幅 38.29%，主要原因为入股深圳前海微众银行股份有限公司增加投资款 6.46 亿元所致。

近年来，公司筹资活动前现金流量净额分别为-5.01 亿元、-5.96 亿元和-8.83 亿元，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。2012~2014 年，筹资活动现金流量净额分别为 0.42 亿元、2.71 亿元和 11.72 亿元。公司筹资活动主要是以银行借款和发行债券为主。

2015 年 1~9 月，公司经营活动现金流入和现金流量净额分别为 75.09 亿元和 6.20 亿元；

其中，公司收到其他与经营活动有关的现金 11.08 亿元，主要系与关联单位进行资金调拨；公司支付其他与经营活动有关的现金 35.01 亿元，主要为支付的产品运作费及业务费；同期，公司现金收入比为 95.81%，收入实现质量一般。2015 年 1~9 月，公司投资活动产生的现金流量净额为-15.60 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 17.72 亿元。

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

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持续下降，三年均值分别为 147.27%和 123.58%，2014 年分别为 120.14%和 100.06%。同期，公司经营现金流动负债比持续下降，近三年分别为 23.09%、20.23%和 17.48%。截至 2015 年 9 月底，受流动负债规模增长的影响，公司流动比率和速动比率分别下降至 112.40%和 96.69%。总体看，公司短期偿债能力较强。

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

截至 2015 年 9 月底，公司对外担保余额 2.24 亿元，担保比率为 1.96%，全部为对未纳入合并范围的参股子公司提供的担保，包括焦作健康元对焦作金冠嘉华电力有限公司（以下简称“金冠电力”）的贷款提供担保 0.60 亿元和健康元集团对金冠电力的贷款提供担保 1.64 亿元。金冠电力主营电力生产及销售，截至 2015 年 9 月末，金冠电力资产总额 9.47 亿

元，负债总额 4.40 亿元，所有者权益 5.07 亿元；2015 年 1~9 月，该公司实现营业收入 5.16 亿元，净利润 0.35 亿元。公司对上述担保采取了反担保措施。公司或有负债风险低。

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

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 2015 年 12 月 10 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。

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；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。

九、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 7 亿元，占 2015 年 9 月底公司全部债务和短期债务的 9.96%和 46.24%，本期短期融资券的发行对公司现有债务有一定影响。

截至 2015 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 49.33%、38.07%和 11.69%。以 2015 年 9 月底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，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将分别上升至 51.48%、41.25%和 16.22%，考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还银行借款，公司实际债务负担指标将低于模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2012~2014 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据的 8.90 倍、9.39 倍和 11.67 倍；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 1.00 倍、1.05 倍和 1.37 倍。公司经营活动现金流入量和现金流量净额均对本期中期票据本金覆盖程度较高。公司 EBITDA/本期中期票据分别为 1.53 倍、1.76 倍和 2.40 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据保障程度较高。

总体看，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度较高。

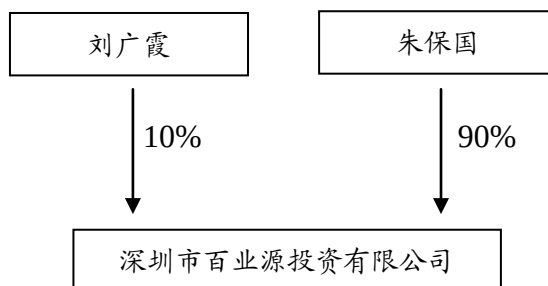
十、结论

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。

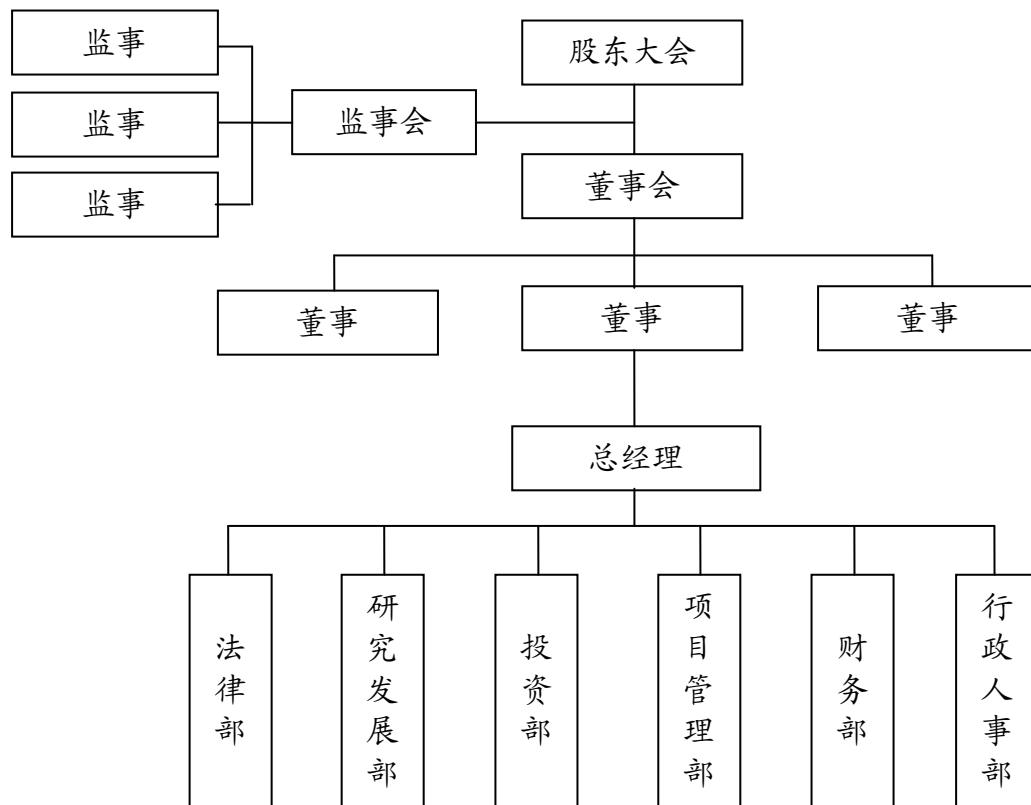
公司产品种类丰富，重点产品市场份额领先，具有较强的研发实力，研发成果显著。近年来，虽然公司原料药产品盈利能力有所下滑，但总体经营平稳，资产及收入规模持续增长，债务负担较轻，营业利润波动中有所上升。总体看，公司主体信用风险很低。

公司经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度好。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 2015 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2015 年 9 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.26	24.66	29.32	47.50
资产总额(亿元)	105.99	174.23	196.95	225.59
所有者权益(亿元)	61.79	104.92	110.44	114.32
短期债务(亿元)	15.06	15.50	32.58	55.13
长期债务(亿元)	12.41	18.84	16.83	15.14
全部债务(亿元)	27.47	34.34	49.41	70.27
营业收入(亿元)	58.76	62.48	77.25	66.22
利润总额(亿元)	5.59	7.35	8.83	5.77
EBITDA(亿元)	10.69	12.29	16.81	--
经营性净现金流(亿元)	7.03	7.38	9.62	6.20
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.28	3.45	3.47	--
存货周转次数(次)	4.02	2.90	3.22	--
总资产周转次数(次)	0.58	0.45	0.42	--
现金收入比(%)	95.52	94.25	100.94	95.81
营业利润率(%)	50.57	59.17	56.31	58.03
总资本收益率(%)	6.38	5.15	6.06	--
净资产收益率(%)	7.26	5.69	6.73	--
长期债务资本化比率(%)	16.72	15.22	13.23	11.69
全部债务资本化比率(%)	30.77	24.66	30.91	38.07
资产负债率(%)	41.70	39.78	43.92	49.33
流动比率(%)	162.62	159.05	120.14	112.40
速动比率(%)	136.95	133.74	100.06	96.69
经营现金流动负债比(%)	23.09	20.23	17.48	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.92	7.63	6.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.57	2.79	2.94	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	8.90	9.39	11.67	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.00	1.05	1.37	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.53	1.76	2.40	--

注：1. 公司 2015 年三季度财务数据未经审计；
 2. 将其他流动负债中的短期融资券调整计入短期债务；
 3. 现金类资产中已剔除受限货币资金。

附件 3 有关计算指标的计算公式(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%
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%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 深圳市百业源投资有限公司 2016 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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，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件，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，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

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，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送深圳市百业源投资有限公司、主管部门、交易机构等。

