跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1520 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持深圳市百业源投资有限公司主体长期信用等级为AA^+，评级展望稳定，并维持“15百业源MTN001”、“16百业源MTN001”AA^+的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

深圳市百业源投资有限公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA^+　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 百业源 MTN001	3 亿元	2015/06/16~2018/06/16	AA^+	AA^+
16 百业源 MTN001	7 亿元	2016/03/08~2019/03/08	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2016 年 7 月 25 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	24.66	39.32	46.59	46.83
资产总额(亿元)	174.23	196.95	208.24	212.41
所有者权益(亿元)	104.92	110.44	102.62	104.25
长期债务(亿元)	18.84	16.83	15.03	22.01
全部债务(亿元)	34.34	49.41	64.19	67.26
营业收入(亿元)	62.48	77.25	88.65	23.75
利润总额(亿元)	7.35	8.83	6.67	2.33
EBITDA(亿元)	12.29	16.81	16.14	--
经营性净现金流(亿元)	7.38	9.62	11.26	1.18
营业利润率(%)	59.17	56.31	57.41	59.88
净资产收益率(%)	5.69	6.73	6.00	--
资产负债率(%)	39.78	43.92	50.72	50.92
全部债务资本化比率(%)	24.66	30.91	38.48	39.22
流动比率（%）	159.05	120.14	111.25	121.36
全部债务/EBITDA(倍)	2.79	2.94	3.98	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.63	6.52	5.05	--
经营现金流动负债比(%)	20.23	17.48	13.92	--

注：1. 2016 年一季度财务数据未经审计；2. 将其他流动负债中的短期融资券调整计入全部债务和短期债务；3. 现金类资产中已剔除受限货币资金。

分析师

孔祥一　贺苏凝

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

Http：//www.lhratings.com

评级观点

深圳市百业源投资有限公司（以下称“公司”）主要从事医药及保健产品研发、生产和销售。跟踪期内，公司资产、收入规模持续增长，整体盈利保持较好水平，债务负担保持在合理水平。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到国内化学原料药产能过剩、市场竞争激烈，期间费用对利润侵蚀较大，交易性金融资产公允价值变动等因素给公司信用水平带来不利影响。

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

综合考虑，联合资信维持公司AA^+的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15百业源MTN001”和“16百业源MTN001”AA^+的信用等级。

优势

1. 公司产品种类丰富，重点产品市场份额领先。
2. 跟踪期内，公司资产和收入规模持续增长，债务负担保持合理水平。
3. 公司现金类资产和经营活动现金流入量对“15百业源MTN001”和“16百业源MTN001”的保障能力较强。

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. 跟踪期内，公司其他应收款增长快，存在关联方占用资金风险。
4. 跟踪期内，公司交易性金融资产和可供出售金融资产规模增长较快，交易性金融资产公允价值及收益波动大，对公司利润产生较大影响。

信用评级报告声明

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

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

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于深圳市百业源投资有限公司主体长期信用及存续期内的“15百业源MTN001”和“16百业源MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

深圳市百业源投资有限公司（以下简称“百业源”或“公司”）成立于1999年1月21日，原名为深圳市百业源实业有限公司。1999年9月13日，焦作市成功化学制品有限公司将其持有的公司股权转让给朱保国，转让后公司出资人情况为：朱保国出资450万元，占注册资本总额的90%；刘广霞出资50万元，占注册资本总额的10%。1999年10月13日，公司增加注册资本7500万元，增资后注册资本8000万元，实收资本8000万元，其中：朱保国出资7200万元，占注册资本总额的90%；刘广霞出资800万元，占注册资本总额的10%。2001年6月12日，公司名称变更为深圳市百业源投资有限公司。截至2016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 2016 年 3 月底，公司本部设法律部、研究发展部、投资部、项目管理部、行政人事部和财务部等 6 个职能部门。公司拥有 6 家控股一级子公司，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 46.78%，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 2015 年底，公司（合并）资产总额 208.24 亿元，所有者权益 102.62 亿元（含少数股东权益 63.15 亿元）；2015 年公司实现营业收入 88.65 亿元，利润总额 6.67 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 212.41 亿元，所有者权益 104.25 亿元（含少数股东权益 64.98 亿元）；2016 年 1~3 月公司实现营业收入 23.75 亿元，利润总额 2.33 亿元。

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

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名

义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年底，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 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，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济环境

1. 医药工业分析

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，医药工业规模以上企业实现主营业务收入 26885.19 亿元，同比增长 9.02%；利润总额 2768.23 亿元，同比增长 12.22%，总体保持了稳定增长的发展趋势。2016 年 1~3 月，中国医药制造业实现主营业务收入 6100.3 亿元，同比增长 10.10%，利润总额 632.6 亿元，同比增长 14.20%，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。

行业关注

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。大部分医药产品技术含量低，新药研究开发能力较弱。同时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。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。

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”这一主旋律在进行推进。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。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。

未来发展

从短期看，各级政府将逐渐加大对医改的资金支持，政府投入的加大将有效拉动未来医药医疗需求；药品价格将呈现下降趋势，高价药将面临价格大幅下滑的风险。从中期看，医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

总体看，各项行业政策的出台和实施，使医药企业在研发、生产等各环节上的运作方式都面临重大调整，行业资源将进一步向优势企业集中；支付体系改革将有利于医药市场进一步扩容；药品价格改革将使药价面临下降风险。医药改革将对行业未来发展产生深远影响。

2. 区域经济概况

根据《深圳市2015年国民经济和和会发展统计公报》数据显示，经初步核算2015年深圳市生产总值17502.99亿元，比2014年增长8.9%。其中，第一产业增加值5.66亿元，下降1.7%；第二产业增加值7205.53亿元，增长7.3%；第三产业增加值10291.80亿元，增长10.2%。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42.1%和58.8%。人均生产总值157985元，增长5.2%，按2015年平均汇率折算为25365美元。

全年完成固定资产投资额3298.31亿元，比上年增长21.4%。其中，房地产开发项目投资1331.03亿元，增长24.5%；非房地产开发项目投资1967.27亿元，增长19.4%。

卫生和社会服务方面，截至2015年底，全市有卫生医疗机构2946个，比上年增加414个，其中医院123个，增加1个。卫生机构拥有床位33771张，增长8.8%，其中医院病床31425张，增长8.9%。全市有卫生技术人员74884人，增长7.1%。全年各级各类医疗机构完成诊疗量8900.57万人次，增长0.5%，其中处理急诊709.19万人次。入院人数124.07万人，增长3.9%。病床使用率84.0%。

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、基础素质分析

1. 产权情况

截至2016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%，公司实际控制人是朱保国先生。

2. 企业规模

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。

六、管理分析

跟踪期内，公司高管、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、重大事项

2015 年 11 月 3 日，公司子公司健康元之控股子公司丽珠集团公告了非公开发行 A 股股票预案，本次非公开发行底价不低于 38.36 元/股，发行数量不超过 3800 万股（含 3800 万股），拟募集资金不超过 14.58 亿元主要用于艾普拉唑系列创新产品开发、对丽珠单抗增资、长效微球技术研发平台建设项目、补充流动资金以及偿还银行借款等事宜。该定增事项已于 2016 年 5 月 18 日获得中国证监会发审委审核通过。丽珠集团于 2016 年 6 月 16 日发布公告，丽珠集团在实施 2015 年利润分配方案后，将本次非公开发行 A 股股票发行底价及数量进行调整，调整后的发行底价为不低于 37.86 元/股，发行数量为不超过 3850 万股（含 3850 万股）。联合资信将持续关注本次非公开发行进度。

八、经营分析

1. 经营现状

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

跟踪期内，公司保持了以药品板块为主，保健品板块为辅的业务格局。2015 年，公司药品（含试剂）销售收入占营业收入的 92.57%，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 3.01%，为公司第二大收入来源；煤炭及相关产品和其他板块收入合计占营业收入 4.42%，主要为一级子公司健康元与二级子公司丽珠集团主营业务之外的收入。

跟踪期内，公司营业收入保持稳定增长，2015 年为 88.65 亿元，同比增长 14.75%。分板块看，公司药品（含试剂）收入 82.06 亿元，同比增长 6.23%；其中制剂药、原料药、诊断试剂及设备均较 2014 年实现不同程度的增长；受市场竞争加剧影响，公司保健品收入较 2014 年小幅下降 2.92%至 2.66 亿元。

从毛利率看，2015 年，公司综合毛利率为 58.91%，较上年小幅下滑 1.15 个百分点。2015 年，公司药品（含试剂）毛利率为 61.31%，为近三年最高水平；其中制剂产品毛利率 79.94%，为公司盈利能力最好的产品品种；受益于原料药景气度回升，公司原料药毛利率有所提高，2015 年为 21.23%；诊断试剂及设备毛

利率较为稳定，2015 年为 55.81%。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 23.75 亿元，同比增长 10.16%；综合毛利率为 61.31%，较上年小幅增长。

公司煤炭及相关产品收入来自孙公司众维煤业（于 2013 年 12 月 31 日纳入合并范围），近年来，煤炭行业景气度下滑，导致该板块营业收入和毛利率大幅下降。2015 年和 2016 年一季度，该板块营业收入分别为 1.95 亿元和 0.15 亿元，毛利率分别为-8.23%和-18.69%。联合资信将持续关注公司该板块经营情况。

总体看，公司主营业务突出，跟踪期内，公司收入平稳增长，毛利率保持较高水平，整体经营情况良好。

表 1　近年来公司营业收入构成情况

类别	营业收入（万元）				毛利率（%）			
	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
保健品	30100.11	27383.77	26644.49	10652.23	72.59	70.18	62.68	68.71
药品（含试剂）	579680.62	699212.00	820603.58	221835.49	60.27	59.25	61.31	63.11
其中：制剂药	390761.23	454079.38	532522.00	154465.23	78.60	77.08	79.94	79.25
原料药	151544.62	200804.26	241120.94	55873.63	14.20	19.68	21.23	19.82
诊断试剂及设备	37374.77	44328.36	46960.64	11496.63	55.40	55.86	55.81	56.57
煤炭及相关产品	--	28038.99	19518.25	1467.01	--	21.10	-8.23	-18.69
其他	15062.65	17887.62 0	19698.45	3537.09	42.67	38.11	20.15	-40.43
总计	**624843.38**	**772522.39**	**886464.78**	**237491.81**	**60.44**	**57.76**	**58.91**	**61.31**

资料来源：公司提供

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

2. 原材料采购

跟踪期内，公司原材料采购品种及模式未发生重大变化。2015 年，公司药品板块向前五名供应商共计采购 3.59 亿元，占采购总额的 14.83%，采购集中度适宜。

表2　2015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	13185.26	5.45%
日本富士 FUJIREBIO INC	7065.76	2.92%
内蒙古阜丰生物科技有限公司	6269.63	2.59%
西门子医学诊断产品(上海)有限公司	4918.40	2.03%
山东鲁抗立科药业有限公司	4445.68	1.84%
合计	**35884.72**	**14.83%**

资料来源：公司提供

3. 生产与销售

跟踪期内，公司生产和销售模式无重大变化，仍以市场需求为导向组织生产。

（1）化学原料药

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

产能利用方面，2015年，公司7-ACA、苯丙氨酸产量较2014年有所增长，产能利用率保持较高水平；2015年，受益于车间升级改造完成和丽珠集团宁夏产业园投产，公司头孢系列和他汀系列原料药产量及产能利用率明显提高。2016年一季度，为消化库存，公司暂停对美伐他汀原料药的生产；除该品种外，其余主要化学原料药产量和产能利用情况与上年相比变化不大。

公司原料药销售主要采取直接销售方式。国内市场主要与大型生产企业直接签订产品销售合同，直接销售给客户，同时兼以经销商销售方式；国外市场采取直接销售方式，对于风险因素较高地区则兼以经销商方式并行，目前公司产品主要出口亚洲、欧洲、北美、非洲等近40个国家和地区。

跟踪期内，公司主要化学原料药的产销率总体保持较高水平。2015年，受益于公司不断加大和推进非规范市场的开拓力度，出口客户数量大幅增加，美罗培南混粉销量较上年同期增长15.98%；苯丙氨酸销量大幅增长78.86%，主要由于公司新开发大客户，对该品种的需求量增长。2016年1~3月，公司主要化学原料药的销量继续保持增长。

表 3　近年来公司主要化学原料药生产情况

类别	产能				产量			
	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
美罗培南混粉(吨)	30.00	30.00	30.00	7.50	17.89	19.56	17.03	4.92
7-ACA(吨)	1600.00	1600.00	1600.00	450.00	1197.99	1340.42	1431.23	431.87
头孢曲松钠(吨)	540.00	800.00	500.00	125.00	144.49	511.86	448.75	122.01
头孢呋辛钠(吨)	200.00	150.00	150.00	37.50	76.80	99.00	124.45	31.04
苯丙氨酸(吨)	3600.00	7000.00	7000.00	1750.00	2473.13	4664.10	6798.20	2092.00
美伐他汀(吨)	360.00	200.00	400.00	100.00	196.56	168.38	126.52	0.00
粘杆菌素（千十亿）	35000.00	45600.00	54000.00	13500.00	28911.72	45474.15	45082.20	8939.13

资料来源：公司提供

注：美罗培南混粉的产量统计中包含部分制剂产品

表 4　近年来公司主要化学原料药销售情况

类别	销量				产销率（%）			
	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
美罗培南混粉(吨)	13.55	14.58	16.91	6.04	75.74	74.55	99.31	122.71
7-ACA(吨)	1110.06	1382.02	1312.84	334.89	92.66	103.10	91.73	77.54
头孢曲松钠(吨)	169.79	415.29	421.76	97.55	117.51	81.13	93.99	79.95
头孢呋辛钠(吨)	63.68	83.35	83.82	44.25	82.91	84.19	67.35	142.56
苯丙氨酸(吨)	2088.78	3945.60	7057.05	1839.40	84.46	84.60	103.81	87.93
美伐他汀(吨)	154.88	201.02	154.82	39.80	78.80	119.38	122.37	--
粘杆菌素（千十亿）	29763.48	39675.12	46452.43	9758.15	102.95	87.25	103.04	109.16

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司化学原料药收入保持增长，2015 年为 20.08 亿元。从收入构成看，7-ACA 和头孢曲松钠是公司原料药最主要收入来源；2015 年苯丙氨酸的销售规模扩大，收入超过美罗培南混粉。2015 年，公司 7-ACA、头孢曲松钠和苯丙氨酸三种产品营业收入分别占原料药收入的 17.38%、9.37%和 9.29%。

表 5　近年来公司主要原料药收入情况（万元）

类别	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
美罗培南混粉	16004.07	15458.85	15741.23	5447.72
7-ACA	58157.51	42302.89	41871.08	8762.52
头孢曲松钠	8910.80	22234.09	22552.95	4616.46
头孢呋辛钠	5410.27	6740.77	6620.22	3413.25
苯丙氨酸	7872.39	13217.25	22416.56	5760.84
美伐他汀	9810.80	12501.61	9559.36	2487.54
粘杆菌素	10215.55	14011.55	14591.41	2876.60

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。

产能利用方面，跟踪期内，公司化学制剂主要产品产能波动，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，公司根据市场行情制定生产计划，对单品种产能进行调整，从而导致单品种产能

利用率偏低。2015 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 23.41%、18.18%和 25.27%。

中药制剂方面，参芪扶正注射液的产能在跟踪期内保持稳定；受益于老厂技改的完成，抗病毒颗粒和前列安栓的产能于 2015 年有所提高。产能利用方面，2015 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 94.50%；2015 年，受老厂技改的影响，公司抗病毒颗粒产量大幅下降，产能利用率仅为 30.84%；公司前列安栓产能利用率较低，主要系该品种销售量较小。2016 年 1~3 月，随着公司营销改革的不断深入，抗病毒颗粒及前列安栓的产销情况较去年同期均有所提高。

表 6　近年来公司主要化学制剂药生产情况

类别	产能				产量			
	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
倍能（万支）	1625.00	1625.00	1625.00	406.25	459.82	612.09	755.38	231.79
速能（万支）	1250.00	1250.00	1250.00	312.50	34.19	20.43	29.25	4.61
尿促卵泡素（万支）	2175.00	2679.60	2306.00	576.50	275.02	336.50	397.69	146.76
康丽能折 0.5g(万支)	2500.00	2500.00	2187.00	546.75	554.44	651.18	815.71	263.93
丽扶欣折 0.75g(万支)	2500.00	2500.00	2187.00	546.75	369.47	393.73	259.07	107.71
丽珠得乐冲剂折 56 包（万盒）	1250.00	1250.00	816.40	204.10	367.53	376.81	272.77	97.55
丽珠得乐胶囊折 40 粒（万盒）	1330.00	1448.00	3138.00	784.50	241.25	175.56	198.72	68.15
丽珠肠乐折 20 粒（万盒）	1265.00	1265.00	1232.00	308.00	137.67	126.60	95.70	49.92

资料来源：公司提供

表 7　近年来公司主要中药制剂生产情况

类别	产能				产量			
	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
参芪扶正注射液(万瓶)	1500.00	1500.00	1500.00	375.00	1151.83	1172.72	1417.53	324.93
抗病毒颗粒(万盒)	4241.00	4241.00	4490.00	1122.50	2052.09	3092.56	1384.87	857.51
前列安栓(万盒)	750.00	750.00	840.00	210.00	182.19	84.48	153.44	65.2

资料来源：公司提供

销售方面，公司目前已建立了覆盖国内销售市场的营销网络，并与商业主渠道和数千家医院、诊所、药店等终端客户建立有稳定的业务关系，销售模式以自建队伍为主，招商为辅。公司处方药均自行销售，OTC产品基本通过商业配送终端覆盖，主要和中国医药集团总公司、上海医药（集团）有限公司以及当地的龙头医药商业公司进行合作。公司目前拥有OTC销售队伍2500 多人和处方药队伍4000多人，营销网络遍及全国。产品覆盖超过12000家以上的医院、30000家药店，与600个一级经销商和2000个二级经销商建立了长期稳定的合作关系。

跟踪期内，公司化学制剂药及中药制剂产品大部分销量稳中有升，产销率维持较高水平。2015年，化学药制剂中，倍能和尿促卵泡素的销量分别同比增长30.13%和17.49%；2015年，受到国家限制抗生素使用政策的影响及市场需求下滑，公司丽扶欣和丽珠得乐冲剂产销量均较2014年有所下降。中药制剂中，参芪扶正注射液的销量同比增长19.80%。

表 8　近年来公司主要化学制剂药销售情况

类别	销量				产销率（%）			
	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
倍能（万支）	445.73	622.39	809.93	272.35	96.94	101.68	107.22	117.50
速能（万支）	25.39	28.54	27.48	9.28	74.26	139.73	93.94	201.52
尿促卵泡素（万支）	269.13	329.32	386.93	93.04	97.86	97.87	97.29	63.40
康丽能折 0.5g(万支)	653.14	678.35	755.65	203.67	117.80	104.17	92.64	77.17
丽扶欣折 0.75g(万支)	413.61	397.66	237.47	88.70	111.95	101.00	91.66	82.35
丽珠得乐冲剂折 56 包（万盒）	354.19	348.19	307.00	97.52	96.37	92.40	112.55	99.97
丽珠得乐胶囊折 40 粒（万盒）	200.34	194.83	204.21	63.45	83.04	110.98	102.76	93.10
丽珠肠乐折 20 粒（万盒）	122.99	116.47	117.00	29.75	89.34	92.00	122.26	59.60

资料来源：公司提供

表 9　近年来公司主要中药制剂销售情况

类别	销量				产销率（%）			
	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
参芪扶正注射液(万瓶)	1115.39	1145.74	1372.61	344.06	96.84	97.70	96.83	105.89
抗病毒颗粒(万盒)	2195.11	2309.23	2148.65	846.08	106.97	74.67	155.15	98.67
前列安栓(万盒)	135.75	139.19	155.58	40.6	74.51	164.76	101.39	62.27

资料来源：公司提供

公司化学制剂药产品主要包含碳青霉烯类高端抗生素，包括抗微生物类、消化道类、心脑血管类和促性腺激素类及等几大类，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。跟踪期内，倍能销售收入持续增长，2015 年达到 5.87 亿元，同比增长 23.37%。

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；2015 年销售收入 1.13 亿元，同比略有下降。

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。2015 年，公司注射用尿促卵泡素、注射用尿促性素和注射用醋酸亮丙瑞林微球分别实现销售收入 4.32 亿元、1.53 亿元和 2.95 亿元，较上年分别增长 15.82%、10.07%和 46.77%；其中注射用醋酸亮丙瑞林微球全国仅有两家企业生产，未来市场潜力大。2016 年 1~3 月，上述三种产品分别实现销售收入 1.03 亿元、0.38 亿元和 0.95 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。近年来，参芪扶正注射液始终保持高市场份额，销售收入稳定增长；2015 年达 15.37 亿元，同比增长 17.20%。另一销售收入过亿的产品抗病毒颗粒由于受到老厂技改的影响，2015 年实现销售收入 2.30 亿元，同比下降 6.03%。2016 年一季度，公司主要中药制剂产品销售收入与去年同期相比变化不大。

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）			
	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
倍能	38725.70	47606.93	58734.18	19113.32

速能	2265.23	2345.39	2238.11	714.82
注射用尿促卵泡素	30465.00	37264.90	43238.46	10279.24
注射用尿促性素(HMG)	13177.39	13902.40	15276.62	3781.79
注射用醋酸亮丙瑞林微球	12860.02	20097.46	29492.38	9547.25
得乐系列	11839.81	11784.13	11273.08	3579.16
参芪扶正注射液	127770.41	131111.62	153662.62	38039.45
抗病毒颗粒	23790.25	24477.88	23001.00	9098.21
血栓通注射液	4441.46	6132.06	4600.34	939.90
前列安栓	3896.76	3985.30	4396.01	1192.47

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 3.74 亿元、4.43 亿元和 4.70 亿元。

（4）保健品

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

保健品市场竞争日趋激烈，公司该板块营业收入有所下滑。2015 年，公司对老产品太太口服液的配方进行升级，销售有所停滞；2016 年 1~3 月，随着新产品的上市及营销策略初见成效，公司保健品板块实现营业收入 1.07 亿元，为 2015 年的 39.98%，毛利率也回升至 68.71%。

4. 经营效率

2015 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数分别为 3.66 次、3.00 次、0.44 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 2016 年 3 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。截至 2016 年 3 月底，该项目已投入资金 0.79 亿元，尚余 9.58 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，但每年计划投资金额较小，可由公司经营性净现金流覆盖，公司资金压力尚可。

表 11　截至 2016 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2016年3月底已投金额	未来资金投入计划		
			2016 年 4-12 月	2017 年	2018 年
海滨坪山新厂	10.37	0.79	1.90	1.20	1.00

资料来源：公司提供

九、募集资金使用情况

公司于 2015 年 6 月 16 日发行“15 百业源 MTN001”，发行额度 3 亿元，期限 3 年，用于偿还银行借款；公司于 2016 年 3 月 8 日发行“16 百业源 MTN001”，发行额度 7 亿元，期限 3 年，用于偿还银行借款。截至目前，募集资金已按计划使用完毕。

十、财务分析

公司提供的 2013~2015 年财务数据已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）[1]审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；2016 年一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，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）。总体看，合并范围变动较小，对公司财务报表影响不大。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 208.24 亿元，所有者权益 102.62 亿元（含少数股东权益 63.15 亿元）；2015 年公司实现营业收入 88.65 亿元，利润总额 6.67 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 212.41 亿元，所有者权益 104.25 亿元（含少数股东权益 64.98 亿元）；2016 年 1~3 月公司实现营业收入 23.75 亿元，利润总额 2.33 亿元。

1．盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 88.65 亿元，同比增长 19.11%；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。2015 年，公司营业成本 36.43 亿元，同比增长 11.64%。同期，公司营业利润率为 57.41%，较 2014 年小幅提升。

2015 年，公司产生期间费用 44.34 亿元，同比增长 18.86%；其中销售费用 31.74 亿元，

[1]2016年5月，中国证券监督管理委员会决定对大华会计师事务所（特殊普通合伙）、北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）、瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“瑞华”）、银信资产评估有限公司、辽宁元正资产评估有限公司、中和资产评估有限公司正式启动立案调查的行政执法程序。2016年6月，中国银行间交易商协会（以下简称“交易商协会”）发布公告称，经自律处分会议复审决定，给予瑞华公开谴责处分，责令瑞华及时改正，并暂停瑞华相关业务，期限为一年。

同比增长 13.59%。2015 年，公司期间费用占营业收入的比重为 50.02%，较上年略有上升，公司期间费用对营业利润侵蚀较大。

2015 年，公司公允价值变动收益-4.22 亿元，系公司持有的权益工具浮亏规模较大所致。

跟踪期内，公司投资收益快速增长，2015 年为 4.45 亿元，其中 2.96 亿元来自交易性金融资产的投资收益，1.03 亿元来自于股权转让收益。

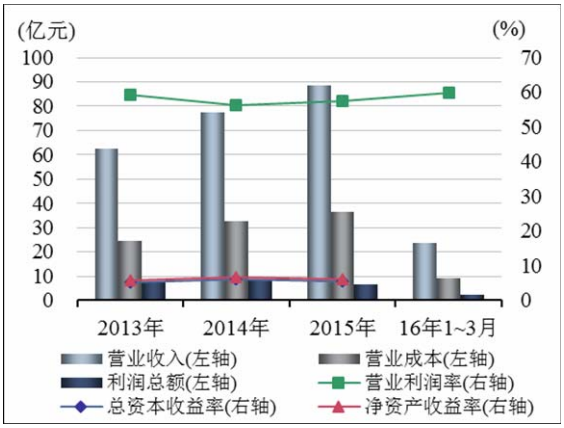
2015 年，公司实现营业外收入 1.42 亿元，其中政府补助占 96.48%。

2015 年，公司实现利润总额 6.67 亿元，同比下降 24.50%。

从盈利指标来看，2015 年，公司净资产收益率和总资本收益率分别为 6.00%和 5.53%，分别较 2014 年小幅下降 0.73 和 0.53 个百分点。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 23.75 亿元，为 2015 年全年的 26.79%，同比增长 10.16%；同期，公司期间费用 11.94 亿元，占营业收入的比重为 50.28%，同比增长 15.03%。2016 年 1~3 月，公司实现利润总额 2.33 亿元，为 2015 年全年的 34.93%，同比下降 20.48%；同期公司营业利润率为 59.88%，较 2015 年提高 2.47 个百分点。

图 1　2013~2016 年 3 月公司盈利情况



资料来源：根据公司财务报表整理

总体看，跟踪期内公司收入及利润规模不断增长，但公司期间费用规模较大，对利润形成一定侵蚀，整体盈利能力一般。

2．现金流

经营活动方面，2015 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同比增长 26.13%至 103.00 亿元；其中销售商品、提供劳务收到的现金为 87.72 亿元。2015 年，公司收到其他与经营活动有关的现金 14.62 亿元，主要系往来款。同期，公司现金收入比为 98.95%，整体收入实现质量一般。2015 年，公司经营活动现金流出规模同比增长 27.33 至 91.73 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，2015 年为 46.44 亿元，主要来自丽珠集团销售费用的增加。2015 年，公司经营活动现金流量净额为 11.26 亿元，同比增长 17.11%。

投资活动方面，2015 年，公司投资活动现金流入量为 13.76 亿元，主要系收回投资收到的现金 11.20 亿元；公司投资活动现金流出量为 29.21 亿元，其中投资支付的现金 23.03 亿元。2015 年，公司投资活动现金流量净额为 -15.46 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。公司筹资活动主要是以银行借款和发行债券为主。2015 年，公司筹资活动现金流入量 88.70 亿元，其中吸收投资收到的现金 4.43 亿元，主要为健康元和丽珠集团实施股权激励收到的员工缴纳款；取得借款收到的现金 45.28 亿元；发行债券收到的现金 38.99 亿元。同期，公司筹资活动现金流出规模 73.67 亿元，主要用于偿还债务。2015 年，公司筹资活动现金流量净额为 15.03 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量为 24.55 亿元，同比增长 9.11%；其中销售商品、提供劳务收到的现金 23.60 亿元，同比增长 13.40%；经营活动现金流出量为 23.37 亿元，

同比增长 13.72%；其中支付其他与经营活动有关的现金 11.15 亿元，同比增长 24.30%；公司经营活动现金流量净额为 1.18 亿元。同期，公司现金收入比为 99.36%，收入实现质量与上年基本持平。2016 年 1~3 月，公司投资活动产生的现金流量净额为-1.49 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 1.99 亿元。

总体看，跟踪期内，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。

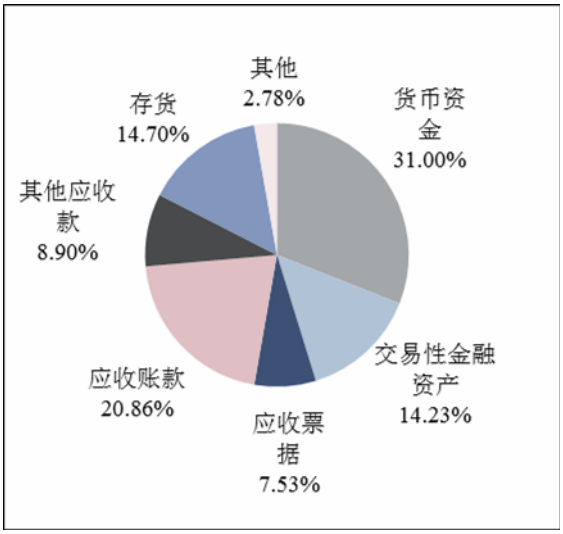
3. 资产及债务结构

跟踪期内，公司资产规模持续扩大。截至 2015 年底，公司合并资产总额 208.24 亿元，同比增长 5.73%，主要系货币资金和交易性金融资产增加所致；其中流动资产占 43.21%，非流动资产占 56.79%，公司资产以非流动资产为主。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产 89.97 亿元，主要由货币资金（占 31.00%）、交易性金融资产（占 14.23%）、应收账款（占 20.86%）和存货（占 14.70%）等构成。

图 2　截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，为满足生产经营需要公司新增银行借款，货币资金较去年同期大幅增长 66.23%至 27.89 亿元。截至 2015 年底，公司货币资金中银行存款占 83.72%，其他货币资金占 16.26%，库存现金占 0.02%；其中使用受限的货币资金 0.87 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。

截至 2015 年底，公司交易性金融资产 12.80 亿元，同比增长 76.89%，主要系公司持有的股票（12.787 亿元），不存在投资变现的重大限制。

截至 2015 年底，公司应收票据 6.77 亿元，同比增长 13.20%；其中银行承兑汇票占 99.98%，其余为商业承兑汇票。

公司应收账款规模较大且伴随公司销售规模的增长而增长。截至 2015 年底，公司应收账款余额为 20.19 亿元，计提坏账准备 1.42 亿元，计提比例 7.02%；应收账款账面价值 18.77 亿元，同比增长 10.87%。从账龄来看，截至 2015 年底，公司应收账款账龄在 1 年以内的占 96.33%，1~2 年占 1.74%，2 年以上的占 1.93%，账龄短。从集中度来看，前五名应收账款金额合计 2.98 亿元，占应收账款总额的 14.79%，集中度较低。

截至 2015 年底，公司预付款项 2.25 亿元，同比下降 23.07%，主要为应付货款及广告款。

公司其他应收款主要是存出投资款、股权转让款和往来款项。截至 2015 年底，公司其他应收款账面余额 8.81 亿元，公司对本年其他应收款计提坏账准备 0.80 亿元，计提比例 9.06%；公司其他应收款账面价值 8.01 亿元，同比增长 68.86%，其中由于出让赢众通的股权增加了应收深圳亘兴投资管理合伙企业（有限合伙）的股权转让款 1.17 亿元，由于董事长朱保国先生增持子公司健康元股票产生应收款 1.67 亿元。从账龄来看，截至 2015 年底，公司其他应收款账龄在 1 年以内的占 72.42%，1~2 年的占 8.28%，2-5 年的占 1.70%，5 年以上的占 17.60%，账龄较长。从集中度来看，

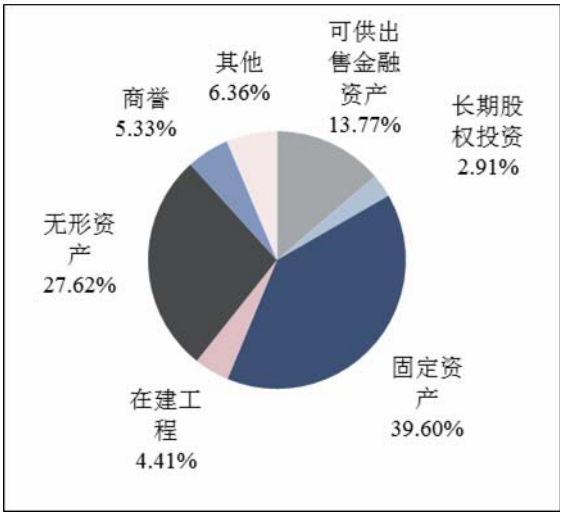
其他应收款前五名金额合计 5.19 亿元，占其他应收款的 58.95%，集中度高。

截至 2015 年底，公司存货账面余额 13.53 亿元，计提跌价准备 0.30 亿元，期末存货账面价值 13.23 亿元，同比增长 19.79%，主要由原材料（占 22.50%）、在产品及自制半成品（占 25.30%）、产成品及库存商品（占 47.02%）等构成。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产 118.27 亿元，受投资性房地产公允价值变动的影响同比下降 9.62%；主要由可供出售金融资产（占 13.77%）、固定资产（占 39.60%）和无形资产（占 27.62%）构成。

图 3　截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司股权投资主要投向为金融行业，且大部分按成本计量。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 16.29 亿元，同比大幅增长 125.78%；其中按成本计量的可供出售权益工具 15.90 亿元，同比大幅增加 9.28 亿元，系将对深圳前海微众银行股份有限公司（以下简称“微众银行”）的投资由长期股权投资调整至该科目所致。

截至 2015 年底，公司长期股权投资 3.44 亿元，较 2014 年大幅减少，主要系将对微众银行的持股调整计入可供出售金融资产所致。

2014 年底，公司投资性房地产 19.91 亿元，其中土地使用权 19.11 亿元，系公司管理层计划将公司及子公司的部分物业（包括健康元地王大厦物业、京南高尔夫球场、花园度假村）长期用于出租以获取收益，自 2013 年 12 月 31 日起将上述物业划归为投资性房地产，采用公允价值模式进行核算，并将该部分物业 2013 年 12 月 31 日的公允价值与账面价值之间的差额计入其他资本公积。2015 年，公司管理层决定将京南高尔夫球场和花园度假村收回自营；由于商业实质发生变化，该部分物业重新划分为固定资产核算。截至 2015 年底，公司投资性房地产 0.80 亿元，系房屋及建筑物。

截至 2015 年底，公司固定资产账面原值 78.70 亿元，累计折旧 30.67 亿元，计提减值准备 1.20 亿元，固定资产净额 46.83 亿元，同比增长 7.84%，其中本期在建工程完工转入固定资产原值 6.02 亿元，由投资性房地产转入固定资产原值 0.50 亿元；其中以机器设备（占比 47.49%）和房屋及建筑物（占比 43.65%）为主要构成部分。

截至 2015 年底，公司在建工程 5.21 亿元，同比下降 22.67%，主要原因是在建工程完工投入使用结转固定资产所致。

截至 2015 年底，公司无形资产原值 39.17 亿元，累计摊销 1.46 亿元，无形资产账面价值 32.66 亿元，同比下降 2.22%，主要由专有技术（占 2.63%）、土地使用权（占 10.22%）和采矿权（占 85.75%）等构成。

截至 2015 年底，公司商誉为 6.31 亿元，较 2014 年底未发生变动，均为非同一控制下企业合并形成；主要为因合并丽珠集团形成商誉 3.95 亿元、因合并海滨制药形成商誉 0.92 亿元、因合并丽珠制药厂形成商誉 0.48 亿元等。2015 年，公司对商誉计提减值准备 0.26 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 212.41 亿元，较上年底增长 2.00%；从资产结构来看，流动资产占 43.72%，非流动资产占 56.28%，

与 2015 年底相比变化不大，公司资产结构仍以非流动资产为主。截至 2016 年 3 月底，公司货币资金 29.60 亿元，较 2015 年底增长 6.13%，其中使用受限的货币资金 0.63 亿元；受股市波动影响，交易性金融资产 11.00 亿元，较 2015 年底下降 14.11%；其他应收款 9.11 亿元，较 2015 年底增长 13.71%。

总体看，跟踪期内，公司资产规模持续增长，资产流动性一般，公司整体资产质量较好。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益 102.62 亿元（含少数股东权益 63.15 亿元），同比下降 7.08%，主要由于资本公积的下降；归属于母公司的权益中，股本占 2.03%，资本公积占 49.71%，盈余公积占 1.05%，未分配利润占 47.74%。

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也不再计入该科目所致。

截至 2015 年底，公司未分配利润 18.84 亿元，同比增长 3.34%；公司少数股东权益 63.15 亿元，同比增长 4.56%。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 104.25 亿元，较上年底下降 7.08%；其中少数股东权益 64.98 亿元，较上年底增长 2.90%。

总体看，公司所有者权益中资本公积受投资性房地产公允价值变动的影响变化较大，且未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 105.62 亿元，同比增长 22.09%，主要系其他应付款和其他流动负债增加所致。从负债结构看，流动负债占 76.57%，非流动负债占 23.43%，公司负债以流动负债为主。

流动负债方面，截至 2015 年底，公司流动负债 80.87 亿元，同比增长 47.01%，主要由短期借款（占 15.90%）、应付账款（占 9.16%）、其他应付款（占 24.49%）和其他流动负债（占 35.86%）构成。

截至 2015 年底，公司短期借款 12.86 亿元，同比下降 23.36%，主要系银行借款到期偿还所致。截至 2015 年底，公司短期借款中信用借款占 19.44%，保证借款占 5.52%，质押借款占 36.16%，其他借款占 38.88%。公司其他借款系公司向兴业银行深圳天安支行借款人民币 5.00 亿元，用于支付货款，借款期限一年，以公司持有的子公司健康元集团股票 10950 万股进行股票质押式回购借款。

截至 2015 年底，公司应付票据 3.30 亿元，同比下降 10.46%，全部为银行承兑汇票。

截至 2015 年底，公司应付账款 7.40 亿元，同比增长 6.31%，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 2015 年底，公司应付账款账龄在 1 年以内的占 84.24%，1 年以上的占 15.76%。

截至 2015 年底，公司其他应付款 19.80 亿元，同比增长 61.57%，其中预提费用 9.84 亿元，主要为预提市场开发费及推广费（8.52 亿元）。从账龄看，截至 2015 年底，公司其他应付款账龄在 1 年以内的占 89.64%，账龄在 1 年以上的占 10.36%。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 4.00 亿元，同比增长 28.40%，系子公司将于一年内到期的“13 丽珠 MTN1”4 亿元。

截至 2015 年底，公司其他流动负债中包含“15 百业源 CP001”9 亿元、“15 百业源 CP002”7 亿元和子公司健康元发行的“15 健康元 CP001”6 亿元、“15 健康元 CP002”7 亿元。

非流动负债方面，截至 2015 年底，公司非流动负债 24.75 亿元，同比下降 21.42%，主要由长期借款（占 8.43%）、应付债券（占 52.31%）、递延收益（占 8.66%）和递延所得税负债（占 30.61%）构成。

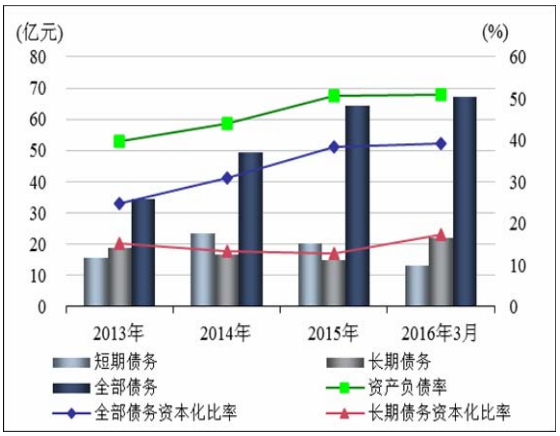
截至 2015 年底，公司长期借款 2.09 亿元，同比下降 27.93%，主要为质押借款（占 90.75%）。

截至2015年底，公司应付债券12.95亿元，同比下降7.12%，其中公司债券（11健康元）9.95亿元，中期票据（15丽珠MTN001）3.00亿元。

截至2015年底，公司递延收益2.14亿元，同比增长16.64%，系收到政府补助增加所致；公司递延所得税负债7.58亿元，同比下降40.93%。

截至2016年3月底，公司负债总额108.17亿元，较2015年底增长2.41%；其中流动负债占比70.75%，非流动负债占比29.25%，流动负债占比较上年有所下降。截至2016年3月底，公司短期借款6.11亿元，较上年底下降52.52%；其他流动负债32.00亿元，较上年底增长10.34%，主要系公司于2016年3月发行3亿元短期融资券“16百业源CP001”；应付债券19.93亿元，较上年底增长53.95%，系公司于2016年3月发行7亿元中期票据“16百业源MTN001”。

图4　2013~2016年3月公司负债情况



资料来源：根据公司财务报表整理

从债务结构看，截至2015年底，公司全部债务64.19亿元，同比增长29.91%，其中短期债务和长期债务分别占76.58%和23.42%，公司有息债务以短期债务为主。2015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50.72%、38.48%和12.78%。截至2016年3月底，公司全部债务67.26亿元，较2015年底增长4.78%；其中短期债务占67.28%，长期债务占32.72%，短期债务占比有所下降。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50.92%、39.22%和17.43%，均较上年底有所上升。

总体看，跟踪期内，公司债务规模持续增长，但债务负担较轻，债务结构较为合理。

4．偿债能力

截至2015年底，公司流动比率和速动比率分别为111.25%和94.90%，分别较上年下降8.88百分点和5.17个百分点；公司经营现金流动负债比下降至13.92%。截至2016年3月底，公司流动比率和速动比率分别上升至121.36%和103.70%。总体看，公司短期偿债能力较强。

长期偿债能力方面，2015年公司EBITDA为16.14亿元，全部债务/EBITDA为3.98倍，EBITDA利息倍数为5.05倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至2016年3月底，公司对外担保余额2.04亿元，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0.30亿元和健康元集团对金冠电力的贷款提供担保1.74亿元。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2016年3月底，公司共获得银行授信额度合计人民币92.55亿元，其中已使用额度10.04亿元，尚未使用额度82.51亿元，间接融资渠道畅通；此外，公司合并范围内包含两家上市公司（健康元和丽珠集团），具备直接融资渠道。

5．对存续期内短期融资券偿还能力分析

截至目前，公司存续期内中期票据为“15百业源MTN001”和“16百业源MTN001”，发行规模分别为3亿元和7亿元，合计10亿元。

截至2015年底，公司现金类资产扣除受限资金后为46.59亿元，为存续期内两期中期票据发行规模的4.66倍。截至2016年3月底，公司现金类资产扣除受限资金后为46.83亿元，为存续期内两期中期票据发行规模的4.68倍。公司现金类资产对存续期内两期中期票据的保障能力较强。

2015年，公司EBITDA对存续期内两期中期票据的保障倍数为1.61倍；公司经营活动现金流入量为存续期内两期中期票据的10.30倍；公司经营活动现金净流量为存续期内两期中期票据的1.13倍。公司经营活动现金流入量对存续期短券保障能力较强。

总体看，公司现金类资产和经营活动现金流入量对存续期内两期中期票据的保障能力较强。

6．过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1044030500578740C），截至2016年6月2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。

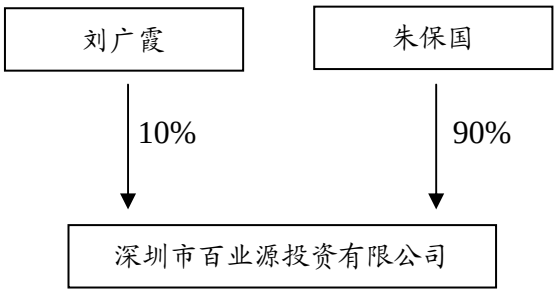
7．抗风险能力

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。

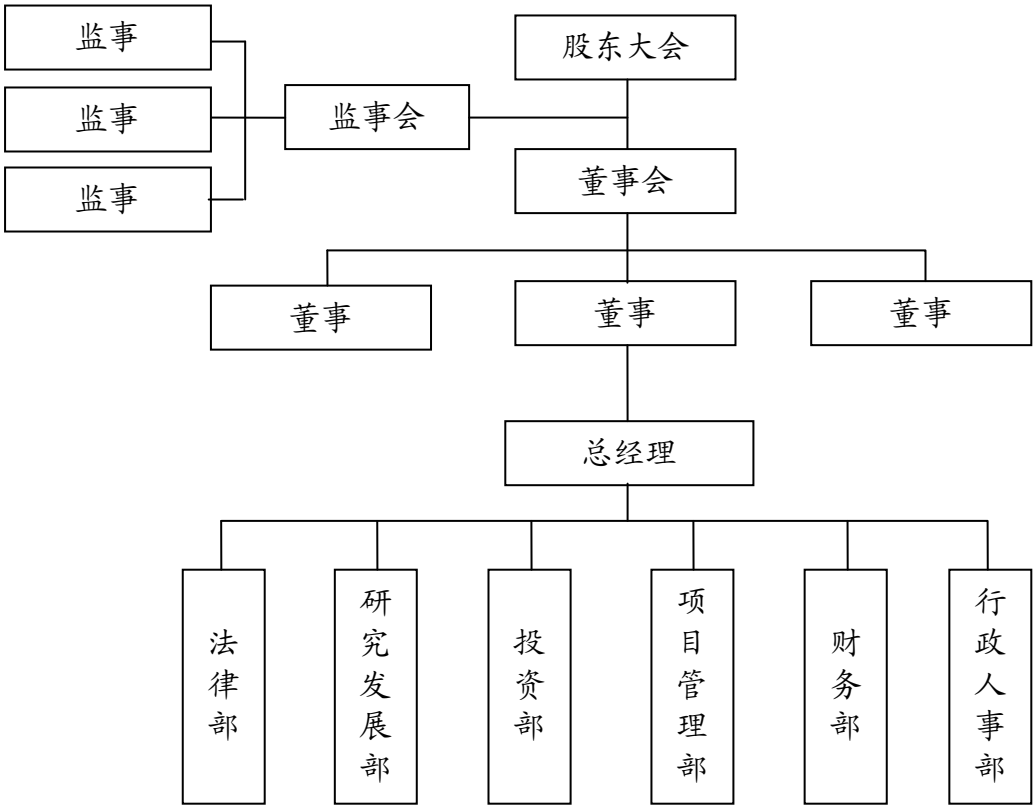
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA^{+}的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15百业源 MTN001”和“16 百业源 MTN001” AA^{+}的信用等级。

附件 1-1　截至 2016 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2016 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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	24.66	29.32	46.59	46.83
资产总额(亿元)	174.23	196.95	208.24	212.41
所有者权益(亿元)	104.92	110.44	102.62	104.25
短期债务(亿元)	15.50	32.58	49.16	45.25
长期债务(亿元)	18.84	16.83	15.03	22.01
全部债务(亿元)	34.34	49.41	64.19	67.26
营业收入(亿元)	62.48	77.25	88.65	23.75
利润总额(亿元)	7.35	8.83	6.67	2.33
EBITDA(亿元)	12.29	16.81	16.14	--
经营性净现金流(亿元)	7.38	9.62	11.26	1.18
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.45	3.47	3.66	--
存货周转次数(次)	2.90	3.22	3.00	--
总资产周转次数(次)	0.45	0.42	0.44	--
现金收入比(%)	94.25	100.94	98.95	99.36
营业利润率(%)	59.17	56.31	57.41	59.88
总资本收益率(%)	5.15	6.06	5.53	--
净资产收益率(%)	5.69	6.73	6.00	--
长期债务资本化比率(%)	15.22	13.23	12.78	17.43
全部债务资本化比率(%)	24.66	30.91	38.48	39.22
资产负债率(%)	39.78	43.92	50.72	50.92
流动比率(%)	159.05	120.14	111.25	121.36
速动比率(%)	133.74	100.06	94.90	103.70
经营现金流动负债比(%)	20.23	17.48	13.92	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.63	6.52	5.05	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.79	2.94	3.98	--

注：1. 公司 2016 年一季度财务数据未经审计；
2. 将其他流动负债中的短期融资券调整计入短期债务；
3. 现金类资产中已剔除受限货币资金。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。