信用等级公告

联合[2018] 1369 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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持深圳市百业源投资有限公司的主体长期信用等级为 AA^+，维持“16 百业源 MTN001”、“17 百业源 MTN001”、“17 百业源 MTN002”、“17 百业源 MTN003”和“18 百业源 MTN001”的信用等级为 AA^+，维持“18 百业源 CP001”、“18 百业源 CP002”和“18 百业源 CP003”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十六日

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
http://www.lhratings.com

深圳市百业源投资有限公司跟踪评级报告

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

债券简称	余 额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 百业源 MTN001	7 亿元	2019/03/08	AA^+	AA^+
17 百业源 MTN001	5 亿元	2020/03/06	AA^+	AA^+
17 百业源 MTN002	3.5 亿元	2020/07/17	AA^+	AA^+
17 百业源 MTN003	3.5 亿元	2020/08/24	AA^+	AA^+
18 百业源 MTN001	5.5 亿元	2021/02/12	AA^+	AA^+
18 百业源 CP001	5 亿元	2019/04/23	A-1	A-1
18 百业源 CP002	6 亿元	2019/05/29	A-1	A-1
18 百业源 CP003	5 亿元	2019/02/24	A-1	A-1

跟踪评级时间：2018 年 6 月 26 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 年一季度财务数据未经审计；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。

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”）。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。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；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，对当期利润贡献较大。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“16 百业源 MTN001”、“17 百业源 MTN001”、“17 百业源 MTN002”、“17 百业源 MTN003”、“18 百业源 MTN001”的信用等级为 AA^+，维持“18 百业源 CP001”、“18 百业源 CP002”、“18 百业源 CP003”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司资产和收入规模持续增长，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，

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

尿促卵泡素、得乐系列等产品市场份额领先。

3. 跟踪期内，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了充足的资金支持。
5. 公司EBITDA和经营活动现金流入量对存续期债券的保障能力较强，现金类资产对一年内待偿还债券的保障能力较强。

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. 公司持有较大规模的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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，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的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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公司现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%，二者为夫妻关系；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 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）资产总额为 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续债券概况如表1所示，所有存续期债券均已按照募集资金用途使用完毕，其中“18百业源MTN001”、“18百业源CP001”、“18百业源CP002”和“18百业源CP003”尚未到付息日，其余债券均正常付息。

表1　公司存续债券情况（单位：亿元）

存续债券	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
16百业源MTN001	7.00	7.00	2016/3/8	2019/3/8
17百业源MTN001	5.00	5.00	2017/3/6	2020/3/6
17百业源MTN002	3.50	3.50	2017/7/17	2020/7/17
17百业源MTN003	3.50	3.50	2017/8/24	2020/8/24
18百业源MTN001	5.50	5.50	2018/2/12	2021/2/12
18百业源CP001	5.00	5.00	2018/4/23	2019/4/23
18百业源CP002	6.00	6.00	2018/5/29	2019/5/29
18百业源CP003	5.00	5.00	2018/5/30	2019/2/24
合计	**40.50**	**40.50**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

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。

五、行业分析

1. 行业概况

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。

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，同比提高 2.3 个百分点，全年利润总额 3519.7 亿元，同比增长 16.6%。

总体看，中国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。

表 2　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 3　2016 年以来相关医药政策汇总

发布时间	部门	相关政策	政策描述	对行业的影响
2016 年 2 月	国务院办公厅	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》	到2020年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到2030年，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献。	首次在国家层面编制中医药发展规划，标志着中医药发展已列入国家发展战略。
2016 年 3 月	国务院办公厅	《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价；国家基本药物目录（2012年版）中2007年10月1日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在2018年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在2021年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册。	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。
2016 年 4 月	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》	综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格。	有利于控制药品价格虚高，促进药品流通市场健康发展。
2017 年 2 月	国务院办公厅	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明。食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享。	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展；国内药企将承压。
2017 年 2 月	人社部	《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2017年版)的通知》	西药和中成药部分共收载药品2535个，较2009年版目录增幅约15.4%，其中西药部分1297个，中成药部分1238个(含民族药88个)；经过专家评审同步确定了45个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品。	对辅助用药限制明显，对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展。

2017 年 4 月	国务院办公厅	《关于全面推开公立医药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	国务院办公厅	《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，医药企业间竞争力分化将愈加明显。

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权情况

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. 企业规模和竞争力

公司是一家实业投资公司，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，健康元资产总额为 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。

跟踪期内，公司继续深化营销改革，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）。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。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管人员、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、重大事项

1. 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。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。

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。

2. 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规划建设局（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洲大道南侧，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的实施主体，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，土地评估价值为 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的款项 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的财务状况，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。

九、经营分析

1. 经营概况

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。

2017 年，公司营业收入 109.58 亿元，同比增长 10.50%。其中，药品（含试剂）收入 104.94 亿元，同比增长 11.42%，占营业收入的比重为 95.77%，主业地位突出；受保健品市场竞争加剧影响，公司保健品收入同比下降 2.75%至 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，分别较上年有所增长和下降。

毛利率方面，2017 年，公司综合毛利率同比小幅上涨至 61.84%。其中，药品（含试剂）毛利率小幅提高至 65.67%；保健品的毛利率同比下滑 8.40 个百分点至 58.69%。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，公司产品销售保持良好势头，实现营业收入 30.52 亿元，同比增长 9.12%；综合毛利率为 63.81%。

跟踪期内，公司收入持续增长，原料药业务收入及盈利能力明显提升，主业毛利率保持较高水平。

表 4　近年来公司营业收入构成及毛利率情况

类别	营业收入（万元）				毛利率（%）			
	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. 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丽珠集团、深圳市海滨制药有限公司（以下简称“海滨制药”）、焦作健康元生物制品有限公司（以下简称“焦作健康元”）。

产能利用方面，2017年，公司苯丙氨酸产量较上年有所下降，产能利用率保持较高水平；海滨制药通过改进工艺，控制费用，加大销售力度等措施，使得其美罗培南系列产品销量继续保持增长态势；7-ACA的产量较上年明显提升，粘杆菌素则呈现下降趋势。2018年一季度，7-ACA的产能利用率同比大幅提高，粘杆菌素则有所下降，其他化学原料药产量和产能利用情况与上年同期相比变化不大。

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。公司美罗培南产品在欧盟市场的认可度不断提升，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。2018年1～3月，公司主要化学原料药的销量整体继续保持增长。

表 5　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
头孢呋辛钠(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

表 6　近年来公司主要化学原料药销售情况

类别	销量				产销率（%）			
	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

跟踪期内，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 7　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

（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有限公司和利民制药厂。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。

产能利用方面，跟踪期内，公司化学制剂产能利用率较低，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。2017 年，公司主要化学制剂药倍能产量同比增长 32.59%、尿促卵泡素和康丽能（0.5g）的产量较 2016 年有所下降。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%。

表 8　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

跟踪期内，公司制剂产品产销率维持较高水平。2017年，公司化学制剂药中倍能和尿促卵泡素的销量增速较快；中药制剂产品的销量稳中有升，产销率维持较高水平。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 9　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

倍能作为公司重点发展及培养的产品之一，销售收入持续增长，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%。

生殖领域方面，2017 年，公司注射用尿促卵泡素、注射用醋酸亮丙瑞林微球和注射用尿促性素(HMG)分别实现销售收入 5.50 亿元、5.42 亿元和 1.81 亿元，其中注射用醋酸亮丙瑞林微球同比大幅增长 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，参芪扶正注射液始终保持高市场份额，销售收入较为稳定，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%。

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）			
	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

（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。2017 年，公司诊断试剂及设备实现营业收入 6.36 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”），拥有“太太”、“静心”、“鹰牌”等知名品牌。2017 年，国内保健品行业增长整体放缓，公司保健品业务营业收入下滑至 2.12 亿元，但随太太口服液 2016 年恢复销售，其销量逐步回升。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，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。

3. 经营效率

2017 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 3.42 次、3.00 次、0.41 次。总体看，公司经营效率有待提高。

4. 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、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 2018 年 3 月底，公司在建项目计划总投资规模 5.37 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。公司在建项目总投资规模尚可，建设进度缓慢，每年计划投资金额较小，可由公司经营性净现金流覆盖，公司整体资金压力尚可。

表 11　截至 2018 年 3 月底公司在建项目未来投资计划（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	--

资料来源：公司提供

注：公司其他在建项目较为零散，金额较小，不再进行列举。

十、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，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的审计结论；公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，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，合并范围变动较小，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。

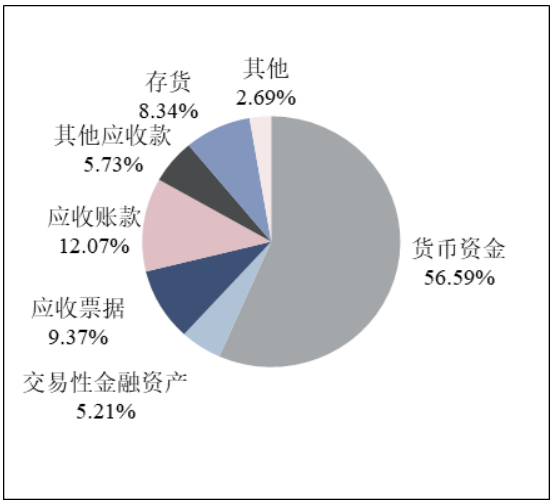
1. 资产质量

跟踪期内，随着经营业务的发展，公司资产总额持续增长，截至 2017 年底，公司合并资产总额为 302.64 亿元，同比增长 28.64%，其中流动资产占 54.03%，非流动资产占 45.97%。

流动资产

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

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。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。

跟踪期内，公司应收票据和应收账款伴随公司销售规模的扩大而增长。截至 2017 年底，公司应收票据和应收账款分别为 15.32 亿元和 19.73 亿元，分别同比增长 91.18%和下降 6.12%。2017 年，公司对应收账款计提坏账准备 1.14 亿元，计提比例 5.46%，计提较为充分；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。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。

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%。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产为 139.14 亿元，同比小幅增长 4.54%，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。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。

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%。

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，跟踪期内，公司资产规模持续增长，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。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

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%。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

截至 2017 年底，公司负债总额 137.97 亿元，同比增长 21.15%；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，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。

跟踪期内，公司调整融资方式，债券融资逐步代替银行借款，且中长期债券规模增长较快。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。截至 2017 年底，公司应付票据 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。受处置维星实业股权增加应缴纳的企业所得税影响，使得公司应交税费为 11.52 亿元。

截至 2017 年底，公司短期借款上升至 10.11 亿元，其他流动负债（短期融资券及超短期融资券）同比下降 46.26%至 18.00 亿元，应付债券同比增长 14.88%至 30.92 亿元，一年内到期的非流动负债同比增加 10.96 亿元，为“11 健康元”和“15 百业源 MTN001”即将到期转入。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%。

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。

有息债务方面，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12　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

跟踪期内，公司对外投资需求较大，整体债务规模较大且结构有待改善。

3. 盈利能力

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。2017 年，公司营业成本 41.81 亿元，同比增长 8.50%。同期，公司营业利润率为 60.19%，较上年有所提升。

2017 年，公司产生期间费用 55.47 亿元，同比增长 8.42%；占营业收入的比重为 50.62%，较上年略有下降；其中销售费用 39.82 亿元，同比增长 5.73%。总体看，期间费用对公司利润侵蚀较大。

2017 年，公司公允价值变动净收益 2.68 亿元，较上年增长 396.30%，公司持有的权益工具的浮盈/亏对公司利润产生一定影响。2017 年，公司实现投资收益 43.78 亿元，系丽珠集团转让维星实业股权所致（股权转让款 42.80 亿元）。2017 年，公司实现营业外收入 0.94 亿元，其中政府补助占 76.60%。

受转让维星实业股权影响，2017 年公司实现利润总额 59.51 亿元，同比增加 51.12 亿元，对公司利润形成有效补充。

从盈利指标来看，2017 年，受益于对维星实业进行股权转让，公司净资产收益率和总资本收益率分别为 28.29%和 20.49%，均较上年大幅提高。

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%；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，跟踪期内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。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2017 年，受益于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 11.81%至 129.13 亿元；其中销售商品、提供劳务收到的现金为 114.76 亿元；收到其他与经营活动有关的现金 13.77 亿元，主要系往来款。同期，公司现金收入比为 104.73%，整体收入实现质量有所提高。公司经营活动现金流出主要由购买商品、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；2017 年，公司经营活动现金流出规模为 111.13 亿元，同比小幅增长。其中，支付其他与经营活动有关的现金 53.88 亿元，同比增长 4.75%，主要为支付的产品运作费及业务费。2017 年，公司经营活动现金流量净额为 17.99 亿元，同比增长 23.62%。

投资活动方面，2017 年，公司投资活动现金流入量为 59.73 亿元，主要系孙公司丽珠集团对维星实业进行股权转让所致；公司投资活动现金流出量为 16.23 亿元，其中投资支付的现金 11.31 亿元。2017 年，公司投资活动现金净流量由净流出转变为净流入，为 43.51 亿元。

由于公司 2017 年收到维星实业股权转让款，对公司现金流形成有效补充，使得公司对外融资压力较小。公司筹资活动主要是以银行借款和发行债券为主。2017 年，公司筹资活动现金流入量 65.68 亿元。公司取得借款和发行债券收到的现金分别为 44.32 亿元和 20.96 亿元。同期，公司筹资活动现金流出规模 64.32 亿元，主要用于偿还债务。2017 年，公司筹资活动现金流量净额为 1.36 亿元。

2018 年 1～3 月，公司经营活动现金流入量为 34.86 亿元，同比增长 23.09%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 31.57 亿元；经营活动现金流出量为 30.11 亿元，同比增长 17.16%，其中支付其他与经营活动有关的现金 11.25 亿元；公司经营活动现金流量净额为 4.75 亿元。同期，公司现金收入比为 103.42%。2018 年 1～3 月，投资活动产生的现金流量净额为 -3.69 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 -4.12 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流不断增长，受 2017 年出售维星实业的影响，投资活动现金流入对公司现金流形成有效补充，公司对外融资压力减轻。

5. 偿债能力

截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 171.54%和 157.24%；公司经营现金流动负债比上升至 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，2017 年，公司 EBITDA 为 69.59 亿元，将短期应付债券纳入公司债务后，全部债务/EBITDA 快速下降为 1.14 倍，EBITDA 利息倍数为 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嘉华电力有限公司提供的贷款、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为人民币 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）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。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。

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。

总体看，母公司资产以其他应收款和可供出售金融资产为主；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。

十一、存续期内债券偿还能力分析

公司存续期债券为“16 百业源 MTN001”、“17 百业源 MTN001”、“17 百业源 MTN002”、“17 百业源 MTN003”、“18 百业源 MTN001”、“18 百业源 CP001”、“18 百业源 CP002”和“18 百业源 CP003”，发行规模合计 40.50 亿元。

截至本报告出具日，公司一年内待偿还债券包括“16 百业源 MTN001”、“18 百业源 CP001”、“18 百业源 CP002”和“18 百业源 CP003”，规模为 23.00 亿元，2019 年 2 月至 5 月集中偿付压力大。

表13 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	23.00
现金类资产/一年内到期债券余额	4.40
经营活动现金流入量/应付债券余额	3.22
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.45
EBITDA/应付债券余额	1.74

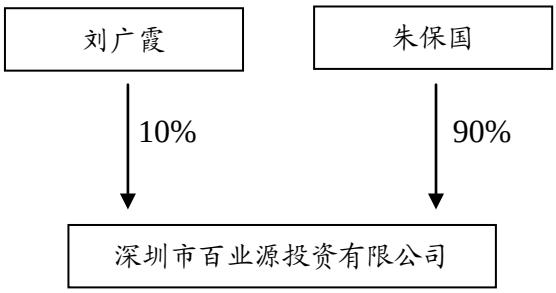
资料来源：联合资信整理

总体看，公司现金类资产对一年内到期的债券保障能力强，EBITDA和经营活动现金流入量对公司存续的应付债券保障能力较强。

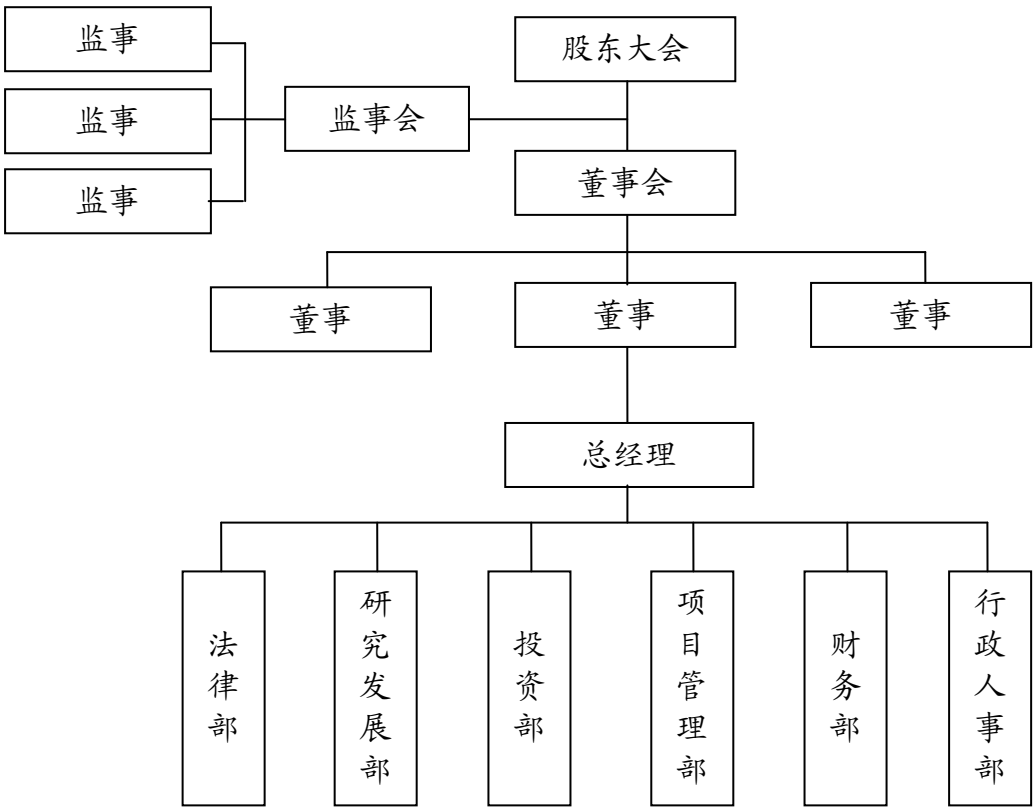
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“16 百业源 MTN001”、“17 百业源 MTN001”、“17 百业源 MTN002”、“17 百业源 MTN003”、“18 百业源 MTN001”的信用等级为 AA^+，维持“18 百业源 CP001”、“18 百业源 CP002”、“18 百业源 CP003”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

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 年一季度财务数据未经审计；2. 短期债务和全部债务中包括其他流动负债中的有息债务。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-4　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息