# 信用等级公告

联合〔2019〕1831 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主体长期信用等级为 $AA^+$，“17 百业源 MTN001”“17 百业源 MTN002”“17 百业源 MTN003”“18 百业源 MTN001”和“19 百业源 MTN001”信用等级为 $AA^+$，“19 百业源 CP001”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

二〇一九年七月二日

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

**跟踪评级结果**

本次主体长期信用等级：$AA^+$

上次主体长期信用等级：$AA^+$

| 债券简称 | 余额 | 到期兑付日 | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
|---|---|---|---|---|
| 17 百业源 MTN001 | 5 亿元 | 2020/03/06 | $AA^+$ | $AA^+$ |
| 17 百业源 MTN002 | 3.5 亿元 | 2020/7/17 | $AA^+$ | $AA^+$ |
| 17 百业源 MTN003 | 3.5 亿元 | 2020/8/24 | $AA^+$ | $AA^+$ |
| 18 百业源 MTN001 | 5.5 亿元 | 2021/2/12 | $AA^+$ | $AA^+$ |
| 19 百业源 MTN001 | 7 亿元 | 2021/1/14 | $AA^+$ | $AA^+$ |
| 19 百业源 CP001 | 7 亿元 | 2020/4/3 | A-1 | A-1 |

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

**跟踪评级时间：**2019 年 7 月 2 日

**财务数据：**

| 项　目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 现金类资产(亿元) | 47.58 | 116.36 | 143.75 | 120.67 |
| 资产总额(亿元) | 235.27 | 302.64 | 335.48 | 317.31 |
| 所有者权益(亿元) | 121.38 | 164.67 | 180.47 | 187.07 |
| 短期债务(亿元) | 41.95 | 48.73 | 70.95 | 51.07 |
| 长期债务(亿元) | 26.92 | 30.92 | 31.07 | 32.48 |
| 全部债务(亿元) | 68.87 | 79.65 | 102.02 | 83.56 |
| 营业收入(亿元) | 99.17 | 109.58 | 113.77 | 33.77 |
| 利润总额 (亿元) | 9.14 | 59.51 | 12.55 | 7.33 |
| EBITDA(亿元) | 19.08 | 69.59 | 23.41 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 14.56 | 17.99 | 17.61 | 6.79 |
| 营业利润率(%) | 59.26 | 60.19 | 59.76 | 63.89 |
| 净资产收益率(%) | 6.17 | 28.29 | 6.09 | -- |
| 资产负债率(%) | 48.41 | 45.59 | 46.21 | 41.05 |
| 全部债务资本化比率(%) | 36.20 | 32.60 | 36.11 | 30.88 |
| 流动比率(%) | 132.34 | 171.54 | 171.61 | 200.23 |
| 经营现金流动负债比(%) | 18.85 | 18.88 | 15.76 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 3.61 | 1.14 | 4.36 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 6.03 | 20.01 | 5.90 | -- |

注：1. 2019 年 1-3 月财务数据未经审计；2. 短期债务和全部债务中包括其他流动负债中的有息债务

**评级观点**

深圳市百业源投资有限公司（以下简称“公司”）作为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，公司收入规模稳步增长，整体盈利保持较好水平；2018 年，子公司健康元完成配股发行，募集资金净额 16.70 亿元，资本实力提升。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，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 $AA^+$，“17 百业源 MTN001”“17 百业源 MTN002”“17 百业源 MTN003”“18 百业源 MTN001”和“19 百业源 MTN001”的信用等级为 $AA^+$，“19 百业源 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

**优势**

1. 公司产品种类丰富，形成涵盖化学原料药、制剂药和保健品等的多元化产品结构，重点产品如尿促卵泡素、得乐系列等市场份额领先，部分产品如注射用醋酸亮丙瑞林微球、艾普拉挫系列等保持较快增长，未来市场潜力较大，销售收入有望继续提升。
2. 跟踪期内，公司收入规模稳步增长，整体盈利能力保持较好水平。
3. 2018 年，子公司健康元完成配股发行，募

**分析师**

孔祥一　王喜梅

**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

集资金净额 16.70 亿元，资本实力提升；2019 年一季度公司负债规模下降，财务弹性提升。

4. 公司经营活动现金流入量对存续期债券保障能力较强，现金类资产对一年内到期债券保障能力强。

**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，对利润侵蚀较大。
3. 公司可供出售金融资产投资规模较大，但现阶段收益较小。
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，母公司盈利能力弱，债务负担重，资产流动性有待提升，未来存在一定集中偿付压力。

# 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（以下简称“联合资信”）关于深圳市百业源投资有限公司（以下简称“百业源”或“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 二、企业基本情况

百业源成立于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2019年3月底，公司注册资本为8000万元，其中朱保国先生占90%，刘广霞女士占10%，两者为夫妻关系；公司实际控制人为朱保国先生。

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

截至 2019 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 2019 年 3 月底，公司持股 47.50%，质押率 26.96%）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 2019 年 3 月底，健康元持股 23.68%，无质押）。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额为 335.48 亿元，所有者权益为 180.47 亿元（含少数股东权益 127.93 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 113.77 亿元，利润总额 12.55 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 317.31 亿元，所有者权益为 187.07 亿元（含少数股东权益 132.21 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 33.77 亿元，利润总额 7.33 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、存续期债券概况及募集资金使用情况

公司存续期债券概况如表 1 所示，已发行债券募集资金均已按照规定用途使用完毕，公司已在跟踪期内偿付存续期内债券利息。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元）

| 存续债券 | 发行金额 | 余额 | 起息日 | 到期兑付日 |
|---|---|---|---|---|
| 17 百业 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 |
| 19 百业源 MTN001 | 7.00 | 7.00 | 2019/1/14 | 2021/1/14 |
| 19 百业源 CP001 | 7.00 | 7.00 | 2019/4/3 | 2020/4/3 |
| **合计** | **31.50** | **31.50** | -- | -- |

资料来源：公开资料整理

注：“19百业源MTN01”和“19百业源CP001”未到付息日

## 四、宏观经济和政策环境分析

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政

策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

## 五、行业分析

### 1. 医药工业现状

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

2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长。2015-2017 年，医药制造行业收入和利润规模保持持续增长。国家统计局发布的数据显示，2018 年，中国医药行业收入增长依然稳定但利润增速有所放缓，全国规模以上医药制造业企业实现营业收入 24264.7 亿元，同比增长 12.4%；其中主营业务收入 23986.3 亿元，同比增长 12.6%；实现利润总额 3094.2 亿元，同比增长 9.5%。

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

表 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 年以来医药行业重要政策梳理

| 时间 | 政策 | 主要内容 | 影响 |
|---|---|---|---|
| 2016 年 2 月 | 国务院办公厅《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》 | 到2020年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到2030年，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献 | 首次在国家层面编制中医药发展规划，标志着中医药发展已列入国家发展战略 |
| 2016 年 2 月 | 食品药品监督管理局《关于解决药品注册申请积 | 从细则上对有限审批制度进行划分，重点支持三大类药物（新药、临床急需或质量疗效明细改进）的优先审批， | 加快新药上市速度，有利于提高行业整体研发能力 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| | 压实行优先审评审批的意见》 | 规定17种情形可以进行优先审评 | |
| 2016 年 3 月 | 国务院办公厅《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》 | 化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价；国家基本药物目录（2012年版）中2007年10月1日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在2018年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在2021年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册 | 有利于提升中国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力，医药企业间竞争力分化将愈加明显 |
| 2016 年 4 月 | 国务院办公厅《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》 | 综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格 | 有利于控制药品价格虚高，促进药品流通市场健康发展 |
| 2016 年 6 月 | 卫计委《关于尽快确定医疗费用增长幅度的通知》 | 各省（区、市）制定当地年度医疗费用增长幅度，力争2017年底之前全国医疗费用增长幅度降到10%以下 | 未来医药控费将从严并逐步渗透，行业增速可能继续放缓 |
| 2017 年 2 月 | 国务院办公厅《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》 | 健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明；食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享 | 降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展 |
| 2017 年 2 月 | 人社部《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、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 | 《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 |
| 2018 年 7 月 | 国家中医药管理局、科技部《关于加强中医药健康服务科技创新的指导意见》 | 加强对中医药健康服务理论研究、产品研发，服务模式与机制创新等方面的指导 | 丰富中医药健康服务产品种类，拓宽服务领域，提升中医药健康服务能力与水平 |
| 2018 年 9 月 | 国家卫生健康委医政医改局《新型抗肿瘤药物临床应用指导原则（2018年版）》 | 根据药物适应症、药物可及性和肿瘤治疗价值，将抗肿瘤药物分为普通使用级和限制使用级 | 规范新型抗肿瘤药物临床应用，提高肿瘤合理用药水平，保障医疗质量和医疗安全，维护了肿瘤患者健康权益 |
| 2018 年 10 月 | 国家卫健委《国家基本药物目录（2018年版）》 | 目录品种有原来的520种增加到685中，包括417种化学药/生物药、268种中成药，新增品种主要包括抗肿瘤药12种、临床急需儿童药22种等 | 优化用药结构，保障常见病、慢性病、重大疾病的基本用药需求，提升基层用药水平 |
| 2018 年 11 月 | 国家药监局、国家卫健委《中华人民共和国疫苗管理法（征求意见稿）》 | 对疫苗研制和上市许可、生产、上市后管理、流通、预防接种、异常反应监测、保障措施、监管和法律责任等方面制定了针对性、实效性和可操作性的法律条款，并对于违法行为的处罚上强调了从重处罚 | 有利于对疫苗行业监管 |
| 2018 年 11 月 | 中央全面深化改革委员会第五次会议《国家组织 | 选取了31中通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西 | 仿制药价格大幅下降，缓解医保压力，行业集中度进一步提升 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| | 药品集中采购试点方案》 | 安“4直辖市+7重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标 | |
| 2018 年 12 月 | 国家卫健委《关于做好辅助用药临床应用管理有关工作的通知》 | 将制订辅助用药目录，明确医疗机构辅助用药范围，对辅助用药管理目录中的全部药品进行重点监控 | 有利于控制辅助用药滥用现象，提高合理用药水平 |

资料来源：联合资信整理

3. 行业关注

（1）行业集中度低，兼并重组步伐加快，需关注商誉减值风险

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低，市场较为分散。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右（不包含医药综合类企业），与全球医药巨头 400～500 亿美元的业绩相比差距甚远。此外，中国医药生产企业数量众多，品种雷同现象普遍，部分产品产能过剩。医药制造行业也面临“去产能”和“调结构”，随着环保监管趋严、一致性评价等政策调控，行业内资源不断向优势企业集中。为实现规模化生产、获得优势品种、拓宽销售网络，整合并购将成为提高行业集中度的重要手段，预计未来行业集中度将不断提高。与此同时，企业在兼并重组过程中存在一定整合风险和商誉减值风险，一旦整合不达预期，较易发生计提商誉减值情形。2018 年，多家医药行业上市公司发生商誉减值，对企业利润水平造成负面影响。

（2）研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿制药，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。

（3）一致性评价进程加快，配套政策逐步完善，随着带量采购落地，将加速企业间分化

自 2016 年一致性评价工作启动以来，国家陆续出台多项配套细则，保障一致性评价工作持续推进。2018 年 2 月至 7 月，国家药监局陆续公布了第二批至第五批通过一致性评价的品种，每批的品种品规不断增长，评审和通过速度明显提升。《中国上市药品目录集》数据库显示，截至 2019 年 5 月 18 日，共有 192 个品种完成一致性评价。

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

在配套政策支持方面，通过一致性评价的品种，药品监管部门允许其在说明书和标签上予以标注，并将其纳入《中国上市药品目录集》；对同品种药品通过一致性评价的药品生产企业达到 3 家以上的，在药品集中采购等方面，原则上不再选用未通过一致性评价的品种。此外，《国家基本药物目录（2018 年版）》已建立动态调整机制，通过一致性评价的品种优先纳入目录，未通过一致性评价的品种将逐步调出目录。

2018 年 11 月，中央全面深化改革委员会第五次会议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，选取了 31 种通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4 直辖市+7 重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标。带量采购的目的是通过确

定采购规模，降低交易成本，从而实现药品价格的降低，并有利于实现仿制药替代。2018 年 12 月 7 日，招标工作完成，31 个试点通用名药品有 25 个集中采购拟中选。其中，通过一致性评价的仿制药 22 个，原研药 3 个，仿制药替代效应显现；与试点城市 2017 年同种药品最低采购价相比，拟中选价平均降幅 52%，最高降幅 96%，降价效果明显。

总体看，仿制药一致性评价未来仍将成为医药制造企业工作的重点；同时，预计随着“带量采购”等配套政策的逐步落实，企业间市场份额、盈利能力和整体竞争力的分化将愈加明显。

4. 未来发展

总体看，未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求。同时，随着各项医改政策在生产端去产能和消费端调结构的各项医改政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，企业间分化将继续加大，具备规模优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升，行业将进入转型升级的新阶段。从中长期看，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

## 六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年3月底，公司注册资本为8000万元，其中朱保国先生占90%，刘广霞女士占10%，公司实际控制人为朱保国先生。

2. 生产规模与竞争力

公司是一家实业投资公司，全资、控股一级子公司共 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等产品长期稳占全国药品制剂市场前列，其中消化道用药、抗肿瘤用药和抗微生物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 2018 年底，健康元资产总额 249.86 亿元，所有者权益合计 162.97 亿元；2018 年实现营业收入 112.04 亿元，利润总额 17.33 亿元，较 2017 年同比下降 70.83%，系 2017 年丽珠集团转让珠海维星实业有限公司股权实现投资收益 42.80 亿元所致。

表 4　公司主要产品概况

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

资料来源：联合资信整理

参芪扶正注射液是国家二类中药新药，是国家食品药品监督管理局成立后批准的第一个、也是目前为止唯一一个中药大输液新品种，其功效为益气扶正，用于肺癌、胃癌的辅助治疗。近年来，公司通过不断深化营销改革，调整产品结构，大力推进重点产品销售。其中，丽珠得乐系列产品在全国消化道药物领域具有较高知名度，并成功进入《国家基本药物目录》（2012 版）；公司生殖领域药物销售规模位列行业前三，特色产品包括尿促卵泡素、尿促性腺激素和绒毛促性激素，其中注射用尿促卵泡素（商品名“丽申宝”）使用独有的 LH 单抗亲和层析技术，公司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，目前国内仅有丽珠集团和北京博恩特药业有限公司生产。抗微生物重点品种注射用美罗培南；促性激素重点品种尿促卵泡素、醋酸亮丙瑞林微球；消化道领域艾普拉唑肠溶片、神经领域鼠神经生长因子等也保持了快速增长。

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

截至 2019 年 3 月底，健康元（包含下属子公司）共拥有 535 个药品批准文号，57 个保健品批准文号，其中 104 个品种进入新版基药目录，112 个品种进入低价药目录，209 个品种进入《2017 版医保目录》。

公司坚持以抗体技术平台、微球缓释技术平台及呼吸给药技术平台等特色和创新研发技术平台为突破，聚焦抗肿瘤、促性激素、消化、神经及呼吸等领域布局，形成了较为清晰的产品研发管线。化学药品及中药制剂：公司已立项并开展研究的项目共计 66 项，其中已申报生产项目 8 项；一致性评价项目：公司共开展 23 个品种的研发，其中注射用美罗培南、替硝唑片已完成申报；生物药领域：共有 10 个品种在研，其中临床研究项目 6 个（PD-1 在中美同时开展临床研究），已取得临床批件并准备进入临床 1 个，处于临床前研究项目 3 项；诊断试剂领域：体外诊断试剂中有 3 项已经获得注册证，6 项处于临床阶段，2 项处于注册检阶段。仪器设备中有 2 项已经获得注册证，2 项处于注册阶段；原料药领域已立项并开展新产品研究项目共 16 项；保健品在研 12 项，已申报注册 8 项；食品在研 9 项，提交标准备案 8 项。

重点研发项目方面，丽珠单抗技术平台主要品种注射用重组人绒促性素完成 III 期临床并申报生产；重组人源化抗 HER2 单克隆抗体注射液项目完成Ⅰ期临床试验研究并准备开展 II 期临床研究；重组抗 IL-6R 人源化单克隆抗体项目取得临床批件并完成 I 期临床研究准备工作；重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体中美Ⅰ期临床试验研究进入最后研究阶段，并开始启动中国的化疗联合用药的临床研究工作；注射用重组人源化抗人肿瘤坏死因子α 单克隆抗体Ⅱ期临床试验完成；重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体正在进行Ⅰ期临床试验研究；重组全人抗 RANKL 单克隆抗体处于 I 期临床研究阶段；CAR-T 项目组完成技术平台的建立，并已完成多个靶点的开发，正在积极推进临床研究和临床申报。吸入制剂研发平台主要品种复方异丙托溴铵吸入溶液已获得注册批件；异丙托溴铵气雾剂、布地奈德气雾剂、吸入用布地奈德混悬液等项目已完成临床研究并申报生产；妥布霉素吸入溶液、沙美特罗氟替卡松吸入粉雾剂、盐酸铵溴索吸入溶液、富马酸福莫特罗吸入溶液等已获批临床，左旋沙丁胺醇吸入溶液、异丙托溴铵吸入溶液等项目已提交注册申报。曲普瑞林微球已启动临床研究，亮丙瑞林（3 个月）微球获得临床试验通知书，注射用丹曲林钠已完成临床研究并申报生产。

2018 年 1 月，焦作健康元生物制品有限公司“高效聚合物吸附分离材料的微结构调控与资源化应用关键技术”及丽珠集团利民制药厂“中药和天然药物的三萜及其皂苷成分研究与

应用”分别获得国务院颁发的国家科学技术进步二等奖。

表 5　2016-2018 年公司研发投入情况

（单位：亿元、%）

| 年度 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|---|
| 研发投入 | 6.09 | 7.05 | 8.54 |
| 主营业务收入 | 98.37 | 107.11 | 111.55 |
| 所占比例 | 6.19 | 6.58 | 7.65 |

资料来源：公司提供

公司对技术研发重视程度较高，跟踪期内，研发投入持续增长，研发投入占主营业务收入比重保持在 6%以上。总体看，公司重视产品研发，拥有先进的研发平台，质量体系完善，研发水平处于领先地位。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司投资总监汪月倩女士离职，新设常务副总经理李楠女士。

公司常务副总经理李楠女士，大学本科学历。曾任职于广发银行股份有限公司，健康元药业集团股份有限公司，于 2018 年起任公司常务副总经理。

除上述事项外，公司管理体制、管理制度及其他高层管理人员等方面无重大变化。

## 八、重大事项

健康元配股

2018 年 8 月 17 日，子公司健康元收到中国证券监督管理委员会出具的《关于核准健康元药业集团股份有限公司配股的批复》（证监许可【2018】1284 号）文件，核准健康元向原股东配售 377502785 股新股。2018 年 10 月 16 日，健康元实际配股发行普通股（A 股）365105066 股，每股面值 1.00 元，每股发行价格为 4.70 元，募集资金净额 16.70 亿元（其中 3.65 亿元计入股本，13.05 亿元计入资本公积）。配售股于 2018 年 10 月 24 日上市流通，上市后健康元总股本增至 1938033338 股，公司对健康元的持股比例变更为 47.50%。根据健康元公告的验资报告，配股认购资金均已到位。根据健康元披露信息，截至 2018 年底，上述募集资金已累计使用 2.15 亿元。

表 6　募投项目及资金使用情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 总投资 | 募集资金投入金额 | 截至 2018 年底募集资金已投金额 |
|---|---|---|---|
| 珠海大健康产业基地建设项目 | 14.72 | 7.70 | 0.34 |
| 海滨制药坪山医药产业化基地项目 | 13.29 | 9.00 | 1.81 |
| **合计** | **28.01** | **16.70** | **2.15** |

资料来源：健康元公告

珠海大健康产业基地建设项目总投资规模为 14.72 亿元，其中拟使用本次配股募集资金 7.70 亿元，其余资金以自有资金投入。该项目位于珠海市金湾区生物医药产业园，拟建设大型综合化、现代化医药生产基地，包括 1 个药品制剂中心、1 个保健品和食品制剂中心、1 个提取中心、1 个质检中心、1 个研发中心及其配套设施等；该项目拟生产两类产品：一是保健品和食品，二是以呼吸系统用药为主的药品，推动健康元在保健品市场的发展并丰富现有药品组合，增加新的盈利点。

海滨制药坪山医药产业化基地项目总投资规模为 13.29 亿元，其中拟使用本次配股公开发行募集资金 9.00 亿元，其余资金以自有资金投入，该项目位于深圳市坪山区，拟建设以制剂类产品为主的现代化与一体化的集约型制药生产基地，本项目主要建设内容包括 3 个生产车间、2 个中试车间、综合办公楼、辅助厂房、三废处理车间、危险品仓库及其他辅助生产设施。该项目主要产品包括 ω-3 鱼油中/长链脂肪乳注射液、醋酸卡泊芬净注射剂、磺达肝癸钠预填充注射液、塞来昔布胶囊、橄榄油脂肪乳注射液等 10 种化学制剂类产品，有利于加快公司产品结构调整及战略布局，增强竞争力。

由于募集资金投资项目建设需要一定周期，根据募集资金投资项目建设进度，现阶段募集资金在短期内出现部分闲置，健康元对闲置募集资金进行现金管理，主要投入安全性高的理财产品。

## 九、经营分析

### 1. 经营概况

跟踪期内，公司仍以药品和保健品的生产和销售为主要业务，产品涵盖化学原料药、化学制剂药、中药制剂药、诊断试剂及设备、保健品，涉及抗感染、消化道、泌尿系统、生殖系统、精神和神经系统等领域。2018 年公司实现营业收入 113.77 亿元，同比增长 3.82%。2018 年，制剂药、原料药、诊断试剂及设备分别实现营业收入 68.02 亿元、34.47 亿元和 6.97 亿元，分别同比增长 0.17%、12.37%和 9.68%。受市场竞争加剧影响，公司保健品收入呈下滑趋势，2018 年实现收入 2.05 亿元，同比下降 3.57%。煤炭及相关产品和其他板块收入规模不大，2018 年分别实现营业收入 1.61 亿元和 0.65 亿元。

从毛利率看，公司综合毛利率基本持平，2018 年为 61.28%。2018 年，公司药品（含试剂）毛利率为 62.51%，同比下降 3.16 个百分点，其中原料药毛利率受市场价格上升影响，产品毛利率逐步提升，2018 年为 29.90%；保健品毛利率小幅回升，2018 年为 60.99%。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”），2018 年，该业务毛利率为 42.56%。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，2018 年，部分子公司经营亏损导致毛利率为负。

2019 年 1-3 月，公司营业收入同比增长 10.66%，其中药品（含试剂）板块收入同比增长 11.82%至 32.59 亿元；保健品业务实现收入 0.66 亿元，同比下降 17.05%。同期，公司综合毛利率为 65.39%，同比增加 1.58 个百分点；其中，受益于 7-ACA 销售单价回升及销量增长，原料药板块毛利率继续提升至 36.03%。

总体看，跟踪期内公司主营业务突出，经营较为平稳。药品（含试剂）板块作为公司主要收入来源，保持较快增长，2018 年以来原料药业务收入及利润水平持续提升。

表 7 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（%） | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1-3 月 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1-3 月 |
| 保健品 | 21760.68 | 21233.06 | 20474.96 | 6622.09 | 67.09 | 58.69 | 60.99 | 62.03 |
| 药品（含试剂） | 941774.82 | 1049351.87 | 1094601.34 | 325850.85 | 62.54 | 65.67 | 62.51 | 66.62 |
| 其中：制剂药 | 622975.64 | 679057.62 | 680208.88 | 216185.29 | 81.13 | 80.67 | 79.23 | 80.31 |
| 原料药 | 261941.69 | 306712.17 | 344652.65 | 93373.83 | 19.68 | 25.35 | 29.90 | 36.03 |
| 诊断试剂及设备 | 56857.49 | 63582.08 | 69739.81 | 16291.73 | 56.27 | 58.05 | 60.58 | 60.21 |
| 煤炭及相关产品 | 16306.36 | 16945.45 | 16069.13 | 3496.97 | 46.97 | 55.70 | 42.56 | 41.04 |
| 其他 | 11835.07 | 8225.99 | 6517.51 | 1779.15 | -41.84 | -82.21 | -97.64 | -99.65 |
| **总计** | **991676.94** | **1095756.37** | **1137662.95** | **337749.06** | **61.14** | **61.84** | **61.28** | **65.39** |

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深圳海滨制药有限公司（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”）、子公司丽珠集团之子公司丽珠合成制药有限公司（以下简称“丽珠合成制药”）、丽达药业有限公司（以下简称“丽达药业”）、丽珠集团新北江制药股份有限公司（以下简称“新北江制药”）、丽珠集团福州福兴医药有限公司（以下简称“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 等头孢系列原料药以及部分其他类原料药。

产能利用方面，2018 年以来，公司主要化学原料药美罗培南和 7-ACA 产量保持增长，产能利用率有所提升；而受国家抗菌药物临床应用管理政策的影响，抗菌素药物市场需求减少，导致公司头孢系列产能利用率较低；受环保部门限产因素影响，苯丙氨酸不能满负荷生产，产量下滑。

表 8　近年来公司主要化学原料药生产情况（单位：吨）

| 类别 | 产能 | | | | 产量 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1-3 月 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1-3 月 |
| 美罗培南混粉 | 30.00 | 40.00 | 40.00 | 12.50 | 23.56 | 22.06 | 33.40 | 7.73 |
| 7-ACA | 1800.00 | 2640.00 | 2880.00 | 765.00 | 1374.98 | 2565.74 | 2780.01 | 709.85 |
| 头孢曲松钠 | 1356.00 | 1436.00 | 1700.00 | 425.00 | 1103.26 | 1392.14 | 1138.98 | 291.41 |
| 头孢呋辛钠 | 187.50 | 187.50 | 200.00 | 50.00 | 125.17 | 137.46 | 194.50 | 41.76 |
| 苯丙氨酸 | 7000.00 | 8195.68 | 8500.00 | 2550.00 | 8458.10 | 7787.00 | 5290.20 | 2307.40 |
| 阿卡波糖 | 69.00 | 98.40 | 102.00 | 25.50 | 68.03 | 89.59 | 97.11 | 25.35 |

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；2.2016 年 7-ACA 统计中未包含前端产品

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。2018 年，公司重点产品 7-ACA 的销量保持较高规模。此外，公司通过资源整合、调整产品结构、加大国际认证等措施，其他重点原料药品种如美罗培南混粉也呈现一定增长。

表 9　近年来公司主要化学原料药销售情况

| 类别 | 销量（吨） | | | | 产销率（%） | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1-3 月 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1-3 月 |
| 美罗培南混粉 | 20.26 | 23.16 | 27.95 | 9.76 | 86.01 | 104.98 | 83.68 | 126.27 |
| 7-ACA | 1408.74 | 2725.40 | 2719.63 | 705.87 | 102.46 | 106.22 | 97.83 | 99.44 |
| 头孢曲松钠 | 968.24 | 1146.70 | 1060.38 | 296.50 | 87.76 | 82.37 | 93.10 | 101.75 |
| 头孢呋辛钠 | 121.26 | 125.89 | 188.92 | 45.03 | 96.88 | 91.58 | 97.13 | 107.81 |
| 苯丙氨酸 | 7254.18 | 8243.65 | 6409.70 | 1717.50 | 85.77 | 105.86 | 121.16 | 74.43 |
| 阿卡波糖 | 64.17 | 89.52 | 95.88 | 25.07 | 94.32 | 99.92 | 98.73 | 98.91 |

资料来源：公司提供

2018 年，苯丙氨酸受产销量下降影响，销售收入同比下降 20.27%；重点产品 7-ACA 产销量保持较高规模，同时销售价格回升带动销售收入同比增长 38.17%至 8.94 亿元；其余产品销售收入均有不同程度增长。

表 10　近年来公司主要原料药收入情况

（单位：万元）

| 类别 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1-3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 美罗培南混粉 | 18077.36 | 17975.97 | 19135.09 | 6529.77 |
| 7-ACA | 27551.47 | 64717.07 | 89416.81 | 22503.21 |
| 头孢曲松钠 | 37758.91 | 48455.89 | 52711.85 | 14155.33 |
| 头孢呋辛钠 | 9248.55 | 9316.92 | 15228.85 | 3806.20 |
| 苯丙氨酸 | 22766.01 | 25377.54 | 20232.57 | 6358.74 |
| 阿卡波糖 | 15726.53 | 21012.98 | 22014.39 | 5771.48 |

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（以下简称“四川光大制药”）和丽珠集团利民制药厂（以下简称“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，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。

产销量方面，跟踪期内，公司化学制剂产能利用率偏低，主要由于生产这些品种的生产线属于多品种生产线，公司根据市场行情制定生产计划，对单品种产能进行调整。2018 年，消化系统制剂艾普拉唑系列和丽珠胃三联片销量分别同比增长 37.68%和 30.58%，增长强劲；倍能、尿促卵泡素保持稳定增长

中药制剂方面，受辅助用药限制，2018 年以来，公司参芪扶正注射液产销量同比分别下降 19.60%和 32.33%；抗病毒颗粒市场需求增加带动产销量同比增长；前列安栓产能利用率较低，主要系该品种销售量较小。

表 11　近年来公司主要化学制剂药生产情况

| 类别 | 产能 | | | | 产量 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1-3 月 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1-3 月 |
| **化学制剂：** | | | | | | | | |
| 倍能（万支） | 1625.00 | 2000.00 | 2000.00 | 587.50 | 991.62 | 1314.79 | 1445.50 | 521.72 |
| 速能（万支） | 1250.00 | 1250.00 | 1250.00 | 312.50 | 32.90 | 36.45 | 34.38 | 10.48 |
| 尿促卵泡素（万支） | 2305.00 | 2467.80 | 3290.00 | 822.50 | 559.20 | 471.29 | 571.56 | 172.30 |
| 康丽能折 0.5g（万支） | 2511.00 | 2511.00 | 2511.00 | 627.75 | 1090.00 | 798.56 | 910.11 | 262.38 |
| 注射用醋酸亮丙瑞林微球（万支） | 50.00 | 50.00 | 100.00 | 25.00 | 33.24 | 48.79 | 66.12 | 20.47 |
| 鼠神经生长因子（万支） | 742.50 | 742.50 | 729.00 | 182.25 | 289.95 | 223.19 | 274.91 | 7.96 |
| 艾普拉唑系列（万盒） | 1112.15 | 1112.15 | 2824.00 | 706.00 | 433.18 | 615.76 | 926.40 | 352.39 |
| 注射用伏立康唑（万支） | 729.00 | 729.00 | 729.00 | 182.25 | 140.80 | 98.95 | 196.05 | 32.22 |
| 丽珠胃三联片（万盒） | 4704.00 | 4704.00 | 4704.00 | 1176.00 | 841.65 | 932.37 | 1228.25 | 436.83 |
| **中药制剂：** | | | | | | | | |
| 参芪扶正注射液（万瓶） | 1678.00 | 2116.00 | 2856.00 | 714.00 | 1775.22 | 1312.74 | 1055.48 | 229.75 |
| 抗病毒颗粒（万盒） | 4550.00 | 4550.00 | 3700.00 | 925.00 | 2582.76 | 2554.65 | 2688.97 | 641.36 |
| 前列安栓（万盒） | 840.00 | 840.00 | 840.00 | 210.00 | 128.41 | 146.46 | 172.34 | 39.10 |

资料来源：公司提供

表 12　近年来公司主要制剂药销售情况

| 类别 | 销量 | | | | 产销率（%） | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1-3 月 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1-3 月 |
| **化学制剂：** | | | | | | | | |
| 倍能（万支） | 1031.37 | 1321.04 | 1430.09 | 505.31 | 104.01 | 100.48 | 98.93 | 96.86 |
| 速能（万支） | 29.65 | 34.26 | 36.61 | 15.00 | 90.11 | 93.99 | 106.50 | 143.11 |
| 尿促卵泡素（万支） | 493.92 | 518.17 | 569.21 | 125.82 | 88.33 | 109.95 | 99.59 | 73.02 |
| 康丽能折 0.5g（万支） | 887.59 | 908.29 | 849.45 | 298.73 | 81.43 | 113.74 | 93.34 | 113.86 |
| 注射用醋酸亮丙瑞林微球（万支） | 33.19 | 48.78 | 66.08 | 19.72 | 99.83 | 99.99 | 99.94 | 96.33 |
| 鼠神经生长因子（万支） | 226.48 | 244.85 | 220.13 | 65.66 | 78.11 | 109.71 | 80.07 | 825.05 |
| 艾普拉唑系列（万盒） | 399.59 | 617.92 | 850.74 | 347.26 | 92.25 | 100.35 | 91.83 | 98.54 |
| 注射用伏立康唑（万支） | 101.68 | 128.64 | 155.59 | 60.03 | 72.22 | 130.01 | 79.36 | 186.34 |
| 丽珠胃三联片（万盒） | 812.78 | 941.72 | 1229.69 | 444.88 | 96.57 | 101.00 | 100.12 | 101.84 |

| 中药制剂： | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 参芪扶正注射液（万瓶） | 1527.69 | 1515.11 | 1025.31 | 246.16 | 86.06 | 115.42 | 97.14 | 107.14 |
| 抗病毒颗粒（万盒） | 2444.84 | 2568.62 | 2656.06 | 912.62 | 94.66 | 100.55 | 98.78 | 142.29 |
| 前列安栓（万盒） | 156.87 | 168.87 | 172.41 | 54.29 | 122.17 | 115.30 | 100.04 | 138.85 |

资料来源：公司提供

2018 年，公司制剂产品销售收入保持稳定增长，为公司最主要的收入来源。2018 年，公司制剂产品销售收入同比增长 0.17%至 68.02 亿元。

化学药制剂方面，2018 年，倍能销售价格同比有所下降，导致销售收入同比下降 1.90%；近年来，公司促性激素领域销售收入增速明显，重点品种注射用尿促卵泡素和注射用醋酸亮丙瑞林微球年均复合增长 4.37%和 40.31%，其中注射用醋酸亮丙瑞林微球 2018 年实现销售收入 7.61 亿元，同比增长 40.34%，该产品全国仅有两家企业生产，未来市场潜力大。消化道产品是公司的传统优势领域，“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，2018 年产销量保持增长，该系列产品销售收入同比增长 21.05%至 2.03 亿元；2018 年创新产品艾普拉唑系列实现销售收入 5.88 亿元，同比增长 37.35%。2018 年，注射用艾普拉唑钠已在 23 省完成招标挂网，并纳入江苏省医保，未来随着针剂的招标放量，艾普拉唑有望加快增长。2018 年，受医保控费和限制辅助用药的影响，公司神经领域注射用鼠神经生长因子销售收入为 4.44 亿元，同比下降 14.09%。2019 年 1-3 月，注射用尿促卵泡素和注射用醋酸亮丙瑞林微球分别实现销售收入 1.30 亿元和 2.28 亿元，同比分别增长 23.30%和 27.95%。

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，但 2017 年以来受辅助用药限制影响收入下滑。另一优势产品抗病毒颗粒 2018 年实现销售收入 3.33 亿元，同比增长 10.78%。2019 年 1-3 月，参芪扶正注射液的销售收入同比下降 21.25%，抗病毒颗粒的销售收入同比增长 32.73%。

总体看，跟踪期内受医保控费和辅助性药品承压影响，公司中药制剂重点产品参芪扶正注射液销售收入持续下滑，随着消化道、促性腺激素等化学制剂产品的快速增长，化学制剂板块在公司营业收入中的占比提升，接力中药制剂成为公司业绩增长的主要驱动力。

表 13　近年来公司制剂药主要产品收入情况

| 类别 | 销售收入（万元） | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1-3 月 |
| 参芪扶正注射液 | 167963.45 | 157340.79 | 100215.78 | 23438.16 |
| 倍能 | 75799.72 | 87281.38 | 85622.25 | 31604.93 |
| 注射用尿促卵泡素 | 54404.14 | 54972.94 | 59260.91 | 12964.24 |
| 注射用醋酸亮丙瑞林微球 | 38639.11 | 54203.70 | 76069.74 | 22820.03 |
| 艾普拉唑系列 | 28467.38 | 42834.84 | 58831.71 | 25594.03 |
| 鼠神经生长因子 | 49135.38 | 51730.44 | 44442.93 | 12874.74 |
| 抗病毒颗粒 | 26698.69 | 30027.51 | 33264.00 | 12186.92 |
| 注射用尿促性素(HMG) | 19315.38 | 18144.02 | 17717.30 | 3700.81 |
| 丽珠胃三联片 | 14967.00 | 16737.05 | 20259.89 | 7017.45 |
| 注射用伏立康唑 | 15616.57 | 19477.51 | 23172.45 | 8708.80 |
| 得乐系列 | 12327.52 | 16614.61 | 16383.88 | 6482.00 |
| 速能 | 2098.05 | 2854.57 | 2817.18 | 1121.28 |

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，自产的金标、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。2018 年，公司诊断试剂及设备实现营业收入 6.97 亿元。

3. 保健品

公司保健品板块业务主要集中在深圳太太药业有限公司（以下简称“太太药业”）和健康药业（中国）有限公司（以下简称“健康药业”），主要包括太太美容口服液、静心助眠口服液、血乐口服液及鹰牌系列产品。

保健品行业整体技术门槛低、毛利高，目前国内市场竞争激烈，产品同质化问题严重，市场集中度低。另外，公司保健品销售收入存在季节性，销售旺季（春节、中秋节）的销售额约占全年的 60%。2018 年，公司保健品业务营业收入 2.05 亿元，仍呈下滑趋势；2019 年 1-3 月，保健品业务实现收入 0.66 亿元，同比下降 17.05%。

表 14 近年来公司主要保健品收入情况（单位：万元）

| 类别 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1-3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 静心口服液 | 11110.33 | 11227.74 | 10411.91 | 3941.34 |
| 鹰牌花旗参茶 | 6436.26 | 4628.10 | 5976.02 | 1390.59 |
| 太太美容口服液 | 1416.02 | 1880.52 | 1828.51 | 637.20 |

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2018 年，公司销售债权周转次数、总资产周转次数和存货周转次数分别为 3.38 次、0.36 次和 3.17 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，提高整体销售额。

截至 2019 年 3 月底，公司在建项目计划总投资规模 5.37 亿元，已投 4.64 亿元。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；项目继续扩大海滨制药及其子公司新乡海滨制药有限公司的碳青霉烯类系列产品现有生产能力，产业化基地建成后，海滨制药将具备年产各种碳青霉烯类抗生素无菌注射剂约 2300 万支、口服固体制剂约 10000 万片（粒）的生产能力，同时还将陆续投产多个在研新产品原料药与制剂。该项目分两期建设，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。

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。公司在建项目将视开发进度进行投入，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 15 截至 2019 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 | 建设起止时间 | 计划投资额 | 资金来源 | 截至 2019 年 3 月底已投金额 | 未来资金投入计划 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 2019 年 4-12 月 | 2020 年 |
| 深圳市滨海制药有限公司医 | 2012-2019 年 | 5.37 | 自筹、银行贷款 | 4.64 | 1.20 | 1.00 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 药用碳青霉烯类系列产品产业化基地项目（一期） | | | | | | |
| **合计** | **--** | **5.37** | **--** | **4.64** | **1.20** | **1.00** |

注：公司其他在建项目较为零散，金额较小，不再进行列举
资料来源：公司提供

## 十、财务分析

公司提供了 2018 年合并财务报告，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论；公司 2019 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2018 年公司合并范围减少包括珠海圣美生物诊断技术有限公司在内的 2 家子公司，增加健康元海滨药业有限公司等 4 家子公司；2019 年一季度合并范围无变化。总体看，近年来公司合并范围增加及减少的子公司规模均较小，但 2017 年处置维星实业股权对公司财务数据可比性有一定影响。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额为 335.48 亿元，所有者权益为 180.47 亿元（含少数股东权益 127.93 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 113.77 亿元，利润总额 12.55 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 317.31 亿元，所有者权益为 187.07 亿元（含少数股东权益 132.21 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 33.77 亿元，利润总额 7.33 亿元。

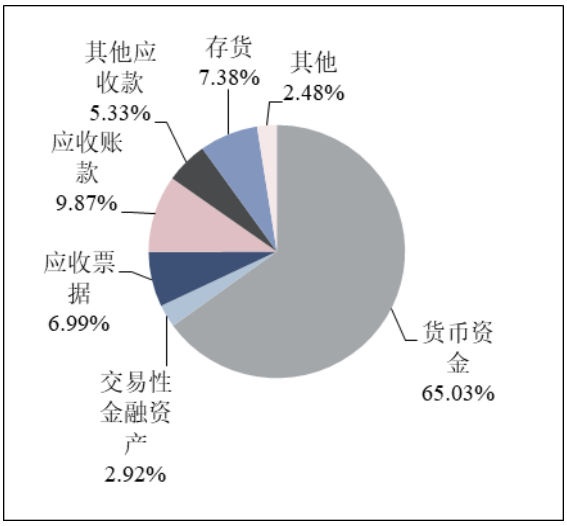
### 1. 资产质量

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 335.48 亿元，同比增长 10.85%，主要系货币资金增加所致。其中流动资产占 53.84%，非流动资产占 46.16%，公司资产以流动资产为主。

**流动资产**

截至 2018 年底，公司流动资产合计 191.83 亿元，同比增长 17.32%，主要由货币资金、应收票据、应收账款、其他应收款和存货构成。

图 1　截至 2018 年底公司流动资产构成




资料来源：公司2018年审计报告，联合资信整理

截至 2018 年底，公司货币资金同比增长 34.82%至 124.74 亿元，主要来自健康元配股资金到位及银行借款增长。货币资金中主要包含银行存款（占 95.47%）和其他货币资金（占 4.53%）。其中使用受限的货币资金 21.23 亿元，主要系银行存款中的结构性存款及定期存款（19.75 亿元），其他货币资金中的环境治理保证金、信用证保证金、银行承兑汇票保证金和其他业务保证金。

截至 2018 年底，公司交易性金融资产为 5.60 亿元，包括股票 5.57 亿元、基金 224.65 万元和衍生金融资产 52.50 万元。

截至 2018 年底，公司应收票据为 13.41 亿元，同比下降 12.45%，均为银行承兑汇票，其中账面价值 3.80 亿元的票据已用于质押。

公司应收账款规模较大，截至 2018 年底，公司应收账款余额为 19.74 亿元，计提坏账准备 0.80 亿元，计提比例 4.08%；应收账款账面价值 18.94 亿元，同比下降 4.01%。从账龄来看，截至 2018 年底，应收账款账龄在 1 年以内的占 96.30%，账龄短；从集中度来看，应

收账款前五名金额合计 3.07 亿元，占应收账款总额的 16.23%，集中度一般。

公司其他应收款主要是往来款及借款保证金。截至 2018 年底，公司其他应收款账面余额 10.87 亿元，计提坏账准备 0.64 亿元，计提比例为 5.90%，其他应收款账面价值为 10.23 亿元。从集中度来看，其他应收款前五名金额合计 9.07 亿元，占其他应收款的 83.43%，集中度很高。

表16　截至2018年底公司其他应收款期末余额前五名

| 单位名称 | 余额（亿元） | 款项性质 |
|---|---|---|
| 深圳市鑫荣源发展有限公司 | 3.19 | 关联往来款 |
| 朱保国 | 3.13 | 关联往来款 |
| 深圳市源兴兴源投资有限公司 | 2.35 | 关联往来款 |
| 华能贵诚信托有限公司 | 0.21 | 借款保证金 |
| 华夏证券股份有限公司 | 0.19 | 国债及保证金 |
| **合计** | **9.07** | -- |

资料来源：公司2018年审计报告，联合资信整理

截至2018年底，公司存货净值14.16亿元，同比增长 3.83%，以原材料（占 24.53%）、在产品及自制半成品（占 30.19%）、产成品及库存商品（占 40.09%）为主；计提跌价准备 0.85 亿元。

**非流动资产**

截至2018年底，公司非流动资产为143.65亿元，主要由可供出售金融资产（占 28.98%）、固定资产（占 30.36%）和无形资产（占 20.41%）构成。

公司股权投资的主要投向为大健康和金融领域。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产为 41.64 亿元，同比增长 5.48%，构成主要为可供出售权益工具（41.60 亿元）。其中，按公允价值计量的占 33.48%，按成本计量的占 66.52%。

表17　截至2018年底公司按成本计量的可供出售金融资产期末余额前五名（单位：亿元、%）

| 被投资单位 | 余额 | 在被投资单位持股比例 |
|---|---|---|
| 上海云锋新呈投资中心（有限合伙） | 13.00 | -- |
| 深圳前海微众银行股份有限公司 | 6.32 | 14.29 |
| 国开博裕二期（上海）股权投资合伙企业（有限合伙） | 1.79 | -- |
| 上海众付股权投资管理中心（有限合伙） | 1.60 | -- |
| 深圳市小赢科技有限公司 | 1.45 | 11.34 |
| **合计** | **24.16** | -- |

资料来源：公司 2018 年审计报告，联合资信整理

公司固定资产规模大且较为稳定。截至 2018 年底，公司固定资产原值 84.67 亿元，累计折旧 39.54 亿元，计提减值准备 1.53 亿元，固定资产净额 43.61 亿元，同比下降 5.20%。其中机器设备占 39.17%，房屋及建筑物占 54.98%。

截至 2018 年底，公司无形资产原值 39.80 亿元，累计摊销和减值准备合计 10.47 亿元，账面价值 29.32 亿元，同比下降 3.77%。其中，采矿权占 85.28%，土地使用权占 11.85%。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额较上年底下降 5.42%至 317.31 亿元，资产结构较上年底基本保持稳定。其中，货币资金 99.64 亿元，较 2018 年底下降 20.12%；交易性金融资产较上年底增长 23.74%至 6.93 亿元，主要系新增部分投资及市场价值发生变化所致；可供出售金融资产较上年底增长 5.12%至 43.77 亿元。

跟踪期内，公司资产规模波动增长，应收类科目规模较大，对运营资金形成一定占用；公司合并层面货币资金较充裕，资产流动性较好，公司整体资产质量较好。

2. 负债和权益结构

**所有者权益**

截至2018年底，公司所有者权益为180.47亿元（含少数股东权益 127.93 亿元），同比增长 9.59%，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 41.12%，未分配利润占 56.28%。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 187.07 亿元，较上年底小幅增长 3.66%，主要来自未分配利润和少数股东权益的增加。

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 2018 年底，公司负债总额 155.01 亿元，同比增长 12.35%，主要系短期借款和长期借款增加所致。从负债结构看，流动负债占 72.11%，非流动负债占 27.89%，以流动负债为主。

流动负债方面，截至 2018 年底，公司流动负债为 111.78 亿元，同比增长 17.28%，主要由短期借款（占 26.21%）、应付票据（占 6.85%）、应付账款（占 5.89%）、其他应付款（占 22.14%）、一年内到期的非流动负债（占 12.52%）和其他流动负债（占 17.89%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款为 29.30 亿元，全部为信用借款构成。

截至 2018 年底，公司应付票据为 7.66 亿元，同比增长 4.30%；公司应付账款有所波动，截至 2018 年底为 6.58 亿元，同比增长 18.91%。

截至 2018 年底，公司其他应付款为 24.75 亿元，同比增长 5.98%。其中预提费用为 11.11 亿元，主要为尚未支付而结存的市场开发费及推广费 9.35 亿元，账龄在 1 年以内的占 81.67%。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 13.99 亿元，主要由“16 健康元 MTN001”（3 年期，7 亿元）和“16 百业源 MTN001”（3 年期，7 亿元，已于 2019 年 3 月 8 日兑付）构成。

截至 2018 年底，公司其他流动负债为 20.00 亿元，全部为应付短期债券。

非流动负债方面，截至 2018 年底，公司非流动负债为 43.23 亿元，同比变动不大，其中长期借款占 19.91%，应付债券占 51.96%、递延收益占 10.19%，递延所得税负债占 17.94%。

截至 2018 年底，公司长期借款同比大幅增加 8.60 亿元至 8.61 亿元，包括信用借款 5.61 亿元、质押借款 3.00 亿元。

截至 2018 年底，公司应付债券为 22.46 亿元。发行债券为公司主要融资方式，截至 2018 年底公司合并口径存续债券如下表所示：

表18　截至2018年底公司合并口径存续债券概况

| 债券名称 | 发行日期 | 期限 | 余额（亿元） |
|---|---|---|---|
| 18 百业源 CP001 | 2018/4/23 | 365 天 | 5.00 |
| 18 百业源 CP002 | 2018/5/29 | 365 天 | 6.00 |
| 18 百业源 CP003 | 2018/5/30 | 270 天 | 5.00 |
| 18 百业源 SCP001 | 2018/11/21 | 270 天 | 4.00 |
| 18 百业源 MTN001 | 2018/2/12 | 3 年 | 5.50 |
| 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 |
| 16 百业源 MTN001 | 2016/3/7 | 3 年 | 7.00 |
| 17 健康元 MTN001 | 2017/3/16 | 3 年 | 5.00 |
| 16 健康元 MTN001 | 2016/10/14 | 3 年 | 7.00 |
| **合计** | -- | -- | **56.50** |

资料来源：Wind资讯，联合资信整理

有息债务方面，截至 2018 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，公司全部债务为 102.02 亿元，同比增长 28.08%。其中短期债务和长期债务分别占 69.55%和 30.45%，短期债务占比进一步上升。债务指标方面，截至 2018 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别同比上升至 46.21%和 36.11%；长期债务资本化比率为 14.69%，同比略有下降。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 130.24 亿元，较 2018 年底下降 15.98%。其中流动负债占 65.51%，非流动负债占 34.49%，构成仍以流动负债为主。公司到期偿还银行借款导致短期借款较上年底大幅下降 72.70%至 8.00 亿元；一年内到期的非流动负债、其他流动负债和应付债券分别为 11.99 亿元、15.00 亿元和 24.46 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 83.56 亿元，较 2018 年底下降 18.10 %。其中短期债务占 61.12%，长期债务占 38.88%，短期债务占比较上年底有所下降。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资

本化比率分别为 41.05%、30.88%和 14.80%。下表列示了公司合并口径存续债券概况，其中公司本部 2019 年剩余待偿债券余额 8.00 亿元，2020 年债券到期余额 19.00 亿元，存在一定集中偿付压力。

表19　截至本报告出具日公司合并口径存续债券概况

| 债券简称 | 发行日期 | 到期日期 | 余额（亿元） |
|---|---|---|---|
| 17 百业源 MTN001 | 2017/3/3 | 2020/03/06 | 5.00 |
| 17 百业源 MTN002 | 2017/7/13 | 2020/07/17 | 3.50 |
| 17 百业源 MTN003 | 2017/8/22 | 2020/08/24 | 3.50 |
| 18 百业源 MTN001 | 2018/02/08 | 2021/02/12 | 5.50 |
| 19 百业源 MTN001 | 2019/01/10 | 2021/01/14 | 7.00 |
| 19 百业源 CP001 | 2019/04/01 | 2020/04/03 | 7.00 |
| 18 百业源 SCP001 | 2018/11/21 | 2019/08/20 | 4.00 |
| 19 百业源 SCP001 | 2019/04/17 | 2019/11/15 | 4.00 |
| 16 健康元 MTN001 | 2016/10/14 | 2019/10/17 | 7.00 |
| 17 健康元 MTN001 | 2017/3/16 | 2020/03/20 | 5.00 |
| **合计** | -- | -- | **51.50** |

资料来源：Wind资讯，联合资信整理

跟踪期内，公司负债总额波动下降，整体债务规模尚可，债务结构有待改善，公司本部作为投资控股型企业，对外投资需求较大，债务负担重，未来存在一定集中偿付压力。

3. 盈利能力

2018 年公司实现营业收入 113.77 亿元，同比增长 3.82%，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。；2018 年营业成本为 44.05 亿元，同比增长 5.34%。

2018 年，公司产生期间费用 55.79 亿元，同比变动不大。其中销售费用 39.91 亿元，与上年基本持平；管理费用及研发费用合计 14.83 亿元，同比增长 18.32%；由于利息收入增加，公司财务费用为 1.05 亿元，同比下降 66.40%。2018 年，公司期间费用占营业收入比重为 49.04%，期间费用对利润侵蚀较大。

2018 年，公司资产减值损失为 0.80 亿元，主要由存货跌价损失和固定资产减值损失构成。2018 年，公司公允价值变动收益为-0.90 亿元，公司持有的权益工具的浮盈/亏对公司利润产生一定影响。

2018 年，公司投资收益为-0.33 亿元（2017 年为 43.78 亿元）。其中 2017 年投资收益规模较大系丽珠集团转让维星实业股权所致（股权转让款 42.80 亿元）。2018 年，公司投资收益为负数，其中以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产产生的收益-0.55 亿元，长期股权投资转让产生的收益为 0.16 亿元。

2018 年，公司分别实现其他收益 1.10 亿元，同比变动不大，全部为政府补助。2018 年，公司实现营业外收入 1.79 亿元，其中政府补助占比为 97.90%。

2018 年，公司利润总额为 12.55 亿元（2017 年为 59.51 亿元）。其中 2017 年，受益于丽珠集团对维星实业进行股权转让，公司实现较大规模投资收益，对利润形成有效补充。

从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率保持稳定，为 59.76%。同期，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.29%和 6.09%，较 2017 年大幅下降，主要系 2017 年转让维星实业股权所致。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 33.77 亿元，同比增长 10.66%；期间费用 16.21 亿元，同比增长 9.01%，占营业收入的比重为 47.99%；公司公允价值变动收益为 1.33 亿元（上年同期为-0.87 亿元），实现投资收益 0.01 亿元，其他收益和营业外收入分别为 0.17 亿元和 0.59 亿元。在公允价值变动收益大幅上升的带动下，公司实现利润总额 7.33 亿元，同比增长 95.59%。同期，公司营业利润率为 63.89%，同比有所提升。

跟踪期内，公司收入规模稳步增长，利润规模受上年转让维星实业股权影响，同比下滑，整体盈利能力仍较好；公司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。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2018 年，公司经营活动产生的现金流入量为 131.57 亿元，其中，销售商品、提供劳务收到的现金为 123.73 亿元。2018 年，公司收到其他与经营活动有关的现金 6.69 亿元，主要系往来款。2018 年，公司现金收入比为 108.76%，同比小幅提升，收入实现质量提升。同期，公司经营活动现金流出量为 113.95 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，2018 年为 47.29 亿元。2018 年，公司经营活动现金流量净额为 17.61 亿元，同比变化不大。

2018 年，公司投资活动现金流入规模为 4.22 亿元；同期，公司投资活动现金流出量为 31.10 亿元。其中，投资支付的现金为 3.63 亿元；2018 年，公司支付其他与投资活动有关的现金 20.91 亿元，主要系投资银行结构性存款。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 -26.88 亿元。

近年来，公司经营活动获取的现金尚不能补足投资活动现金的缺口，公司存在对外融资需求。公司筹资活动主要是以银行借款和发行债券为主。2018 年，公司筹资活动现金流入量为 79.93 亿元，公司取得借款和发行债券收到的现金分别为 62.40 亿元和 5.50 亿元。2018 年，公司筹资活动现金流出量为 59.32 亿元；其中用于偿还债务支付的现金 45.91 亿元。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 20.61 亿元。

2019 年 1-3 月，公司经营活动现金流入量为 34.53 亿元，同比变动不大；其中销售商品、提供劳务收到的现金为 31.67 亿元。经营活动现金流出量为 27.74 亿元，同比下降 7.86%。其中购买商品、接受劳务支付的现金为 7.20 亿元，支付其他与经营活动有关的现金为 11.40 亿元。公司经营活动现金流量净额为 6.79 亿元。同期，公司现金收入比为 93.76%，同比下滑 9.66 个百分点。投资活动方面，公司投资活动现金流入和流出规模分别为 0.43 亿元和 2.27 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -1.84 亿元。筹资活动方面，公司当期偿还大量银行借款，筹资活动现金流出 37.62 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-29.58 亿元。

跟踪期内，公司经营活动现金流量呈净流入，整体规模保持稳定，公司投资活动的资金缺口仍较大，存在一定对外融资需求。

5. 偿债能力

短期偿债能力方面，2018 年底，公司流动比率和速动比率呈上升态势，分别为 171.61% 和 158.94%。2018 年，公司经营现金流动负债比为 15.76%。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别上升至 200.23% 和 184.98%。总体看，公司货币资金充沛，短期偿债能力较强。

长期偿债能力方面，2018 年公司 EBITDA 为 23.41 亿元；公司全部债务/EBITDA 为 4.36 倍；EBITDA 利息倍数为 5.90 倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额为 2.74 亿元，对外担保比率为 1.46%。其中公司本部对深圳市世纪星源运输实业有限公司提供担保 0.35 亿元，子公司健康元对焦作金冠嘉华电力有限公司（以下简称“金冠电力”）提供担保 2.39 亿元。2016 年 7 月 6 日，健康元第一次临时股东大会审议通过《关于本公司及控股子公司焦作健康元为金冠电力贷款提供担保的议案》，健康元及控股子公司焦作健康元合并为金冠电力贷款提供余额不高于人民币 3.5 亿元（含 3.5 亿元）的循环担保额度（具体担保方将在每笔担保合同中明确），期限为自健康元股东大会审议通过此项担保议案之日起至 2019 年 12 月 31 日止。为确保担保的贷款安全，金冠电力以其自有资产为健康元提供的担保进行反担保，并承诺在健康元认为必要时，无条件为健康元或其指定的控股子

公司提供总额度不高于人民币 3.5 亿元(含 3.5 亿元)的互保。总体看，公司或有负债风险低。

截至 2019 年 3 月底，公司合并口径获得的银行授信额度为人民币 166.41 亿元，未使用额度为 141.68 亿元，间接融资渠道畅通。此外，公司拥有健康元和丽珠集团两家上市子公司，具备直接融资渠道。

6. 母公司财务情况分析

截至 2018 年底，母公司资产总额为 70.01 亿元，同比增长 32.25%，主要由货币资金(9.70 亿元)、其他应收款（30.78 亿元)、可供出售金融资产(13.70 亿元)和长期股权投资(11.92 亿元）构成。截至 2018 年底，母公司货币资金同比增加 9.58 亿元；长期股权投资同比增加 8.38 亿元，主要系认购健康元配股所致；其他应收款主要系对合并范围内各公司的其他应收款项（涿州京南永乐高尔夫俱乐部 20.60 亿元)。

截至 2018 年底，母公司负债合计 60.32 亿元，同比增长 41.06%，主要来自其他流动负债及长期借款的增长。母公司主要依赖发行债券进行融资，截至 2018 年底，其他流动负债为 20.00 亿元，应付债券为 17.47 亿元。截至 2018 年底，母公司资产负债率为 86.16%。

截至 2019 年 3 月底，母公司资产总额为 61.71 亿元，较上年底下降 11.86%，构成以其他应收款（29.65 亿元)、可供出售金融资产（13.70 亿元）和长期股权投资（11.92 亿元）为主；负债合计 52.40 亿元。公司本部 2019 年剩余待偿债券余额为 17.00 亿元，存在短期偿付压力。

盈利能力方面，母公司无营业收入。受有息债务规模较大影响，2018 年财务费用支出 1.71 亿元，实现投资收益 1.66 亿元，公允价值变动收益为-0.73 亿元；利润总额为-1.05 亿元。2019 年 1-3 月，母公司发生财务费用 0.67 亿元，公允价值变动收益为 0.31 亿元，利润总额为-0.39 亿元。

健康元的分红是母公司投资收益的重要组成部分。近三年，健康元对母公司分红分别为 1.19 亿元、1.19 亿元和 1.34 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司持有健康元股份数量为 920595245 股，持股比例为 47.50%，其中质押股份数量为 248179725 股，质押比例为 26.96%。

总体看，母公司资产以其他应收款和对外权益工具投资为主，资产流动性有待提升；债务规模较大，债务负担重；利润主要依赖下属子公司的分红收益。考虑到母公司持有的上市公司股票质押率低，且上市公司分红稳定，母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 2019 年 6 月 20 日，公司本部无不良信贷信息记录，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。跟踪期内，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，负债水平尚可。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

截至本报告出具日，公司本部存续期内债券余额合计 39.50 亿元，其中一年内到期债券余额为 20.00 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产为 120.67 亿元，为一年内到期债券余额的 6.03 倍，保障能力强。2018 年，公司 EBITDA、经营活动现金流量净额和经营活动现金流入量分别为 23.41 亿元、17.61 亿元和 131.57 亿元，分别为存续期债券余额的 0.59 倍、0.45 倍和 3.33 倍，经营活动现金流入量对存续期债券保障能力较强。总体看，公司本部融资方式以发行债券为主，未来面临一定集中

偿付压力。

表20 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

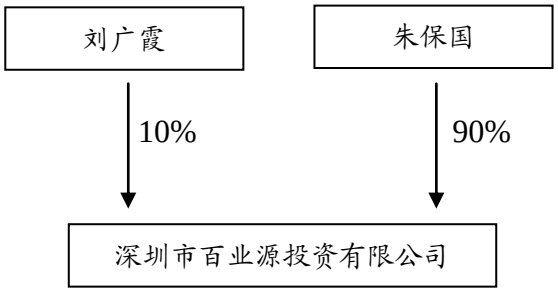
| 项 目 | 2018 年 |
|---|---|
| 一年内到期债券余额 | 20.00 |
| 现金类资产/一年内到期债券余额 | 6.03 |
| 经营活动现金流入量/应付债券余额 | 3.33 |
| 经营活动现金流净额/应付债券余额 | 0.45 |
| EBITDA/应付债券余额 | 0.59 |

资料来源：联合资信整理

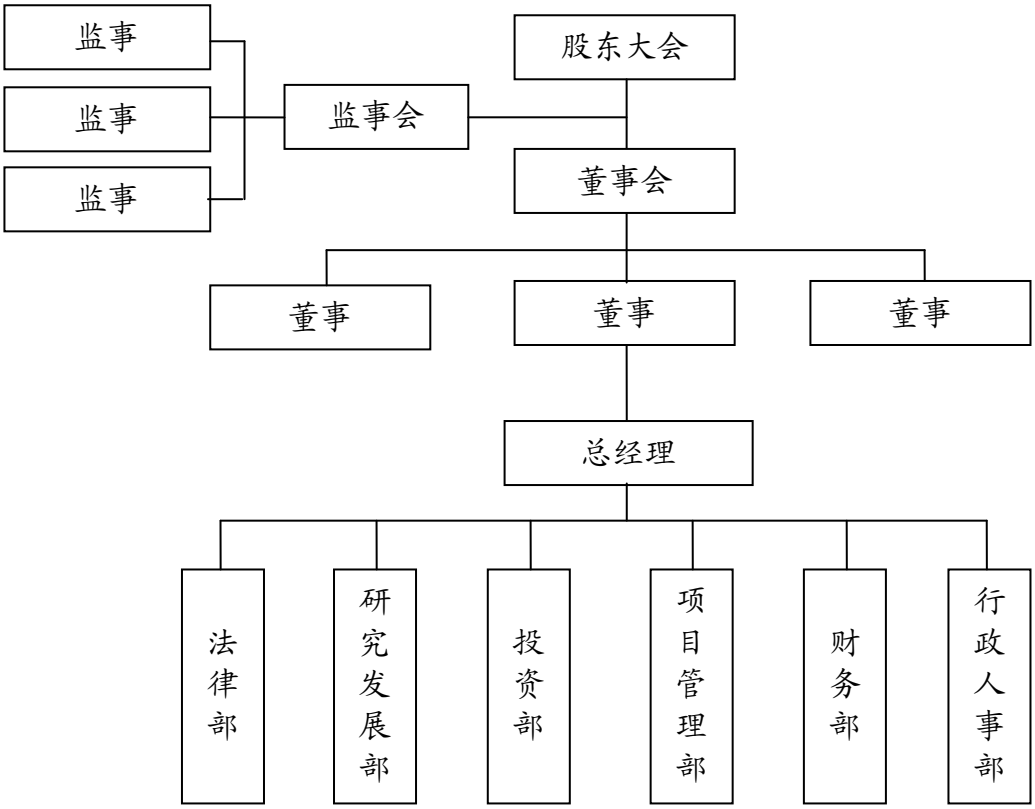
## 十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 $AA^+$，“17 百业源 MTN001”“17 百业源 MTN002”“17 百业源 MTN003”“18 百业源 MTN001”和“19 百业源 MTN001”的信用等级为 $AA^+$，“19 百业源 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

# 附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



# 附件 1-2　截至 2019 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 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 47.58 | 116.36 | 143.75 | 120.67 |
| 资产总额(亿元) | 235.27 | 302.64 | 335.48 | 317.31 |
| 所有者权益(亿元) | 121.38 | 164.67 | 180.47 | 187.07 |
| 短期债务(亿元) | 41.95 | 48.73 | 70.95 | 51.07 |
| 长期债务(亿元) | 26.92 | 30.92 | 31.07 | 32.48 |
| 全部债务(亿元) | 68.87 | 79.65 | 102.02 | 83.56 |
| 营业收入(亿元) | 99.17 | 109.58 | 113.77 | 33.77 |
| 利润总额(亿元) | 9.14 | 59.51 | 12.55 | 7.33 |
| EBITDA(亿元) | 19.08 | 69.59 | 23.41 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 14.56 | 17.99 | 17.61 | 6.79 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 3.63 | 3.42 | 3.38 | -- |
| 存货周转次数(次) | 2.80 | 3.00 | 3.17 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.45 | 0.41 | 0.36 | -- |
| 现金收入比(%) | 101.64 | 104.73 | 108.76 | 93.76 |
| 营业利润率(%) | 59.26 | 60.19 | 59.76 | 63.89 |
| 总资本收益率(%) | 5.60 | 20.49 | 5.29 | -- |
| 净资产收益率(%) | 6.17 | 28.29 | 6.09 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 18.15 | 15.81 | 14.69 | 14.80 |
| 全部债务资本化比率(%) | 36.20 | 32.60 | 36.11 | 30.88 |
| 资产负债率(%) | 48.41 | 45.59 | 46.21 | 41.05 |
| 流动比率(%) | 132.34 | 171.54 | 171.61 | 200.23 |
| 速动比率(%) | 113.87 | 157.24 | 158.94 | 184.98 |
| 经营现金流动负债比(%) | 18.85 | 18.88 | 15.76 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 3.61 | 1.14 | 4.36 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 6.03 | 20.01 | 5.90 | -- |

注：1. 公司 2019 年 1-3 月财务数据未经审计；2. 短期债务和全部债务中包括其他流动负债中的有息债务

# 附件 3　主要财务指标的计算公式(新准则)

| 指 标 名 称 | 计 算 公 式 |
|---|---|
| **增长指标** | |
| 资产总额年复合增长率 | （1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100%<br>（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　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 4-3　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 |