

信用等级公告

联合[2017] 444 号

联合资信评估有限公司通过对深圳市百业源投资有限公司及其拟发行的 2017 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

深圳市百业源投资有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

深圳市百业源投资有限公司

2017 年度第二期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年三月二十八日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

深圳市百业源投资有限公司

2017 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AA⁺

本期中期票据发行额度：7 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

发行目的：偿还超短期融资券

评级时间：2017 年 3 月 28 日

财务数据：

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
现金类资产(亿元)	25.17	30.00	47.46	73.13
资产总额(亿元)	174.23	196.95	208.24	246.58
所有者权益(亿元)	104.92	110.44	102.62	121.94
短期债务(亿元)	15.50	23.58	20.16	11.31
长期债务(亿元)	18.84	16.83	15.03	20.04
全部债务(亿元)	34.34	40.41	35.19	31.35
调整后全部债务(亿元)	34.34	49.41	64.19	78.85
营业收入(亿元)	62.48	77.25	88.65	74.81
利润总额(亿元)	7.35	8.83	6.67	6.35
EBITDA(亿元)	12.29	16.81	16.14	--
经营性净现金流(亿元)	7.38	9.62	11.26	9.19
营业利润率(%)	59.17	56.31	57.41	60.15
净资产收益率(%)	5.69	6.73	6.00	--
资产负债率(%)	39.78	43.92	50.72	50.55
全部债务资本化比率(%)	24.66	26.79	25.54	20.45
调整后全部债务资本化比率(%)	24.66	30.91	38.48	39.27
流动比率(%)	159.05	120.14	111.25	131.47
经营现金流动负债比(%)	20.23	17.48	13.92	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.79	2.40	2.18	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	2.79	2.94	3.98	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.63	6.52	5.05	--

注：1、2016 年三季度财务数据未经审计；2、调整后全部债务中考虑了其他流动负债中的有息债务。

分析师

孔祥一 刘嘉敏

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对深圳市百业源投资有限公司（以下简称“公司”）的评级，反映了公司所属医药行业发展潜力较大，产品种类丰富，在重点产品市场份额、技术研发等方面具有竞争优势。近年来，公司资产和收入规模持续增长，债务负担保持在较低水平。同时，联合资信也关注到国内化学原料药产能过剩、市场竞争激烈，其他应收款规模增长较快，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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度好。基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 作为投资控股型企业，公司实际控制的医药行业上市公司健康元和丽珠集团近年来经营稳定。
2. 公司产品种类丰富，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，重点产品市场份额领先。
3. 公司技术研发能力强，研发成果丰富。
4. 公司近年来销售收入持续增长，盈利能力较强，债务负担较轻。
5. 公司经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度好。

关注

1. 近年来，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. 公司其他应收款增长快，存在关联方占用资金风险。
3. 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。
4. 公司交易性金融资产和可供出售金融资产规模增长较快，对应的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。
5. 母公司资产中其他应收款占比高，债务负担重，存在短期偿债压力。

信用评级报告声明

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

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

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、深圳市百业源投资有限公司 2017 年度第二期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

深圳市百业源投资有限公司

2017 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

深圳市百业源投资有限公司(以下简称“百业源”或“公司”)成立于1999年1月21日,原名为深圳市百业源实业有限公司。1999年9月13日,焦作市成功化学制品有限公司将其持有的公司股权转让给朱保国,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9月底,公司注册资本为8000万元,其中朱保国先生占90%,刘广霞女士占10%,两者为夫妻关系,公司实际控制人是朱保国先生。

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

截至2016年9月底,公司本部设法律部、研究发展部、投资部、项目管理部、行政人事部和财务部等6个职能部门。公司拥有6家全资、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(以下简称“健康元”,截至2016年9月底公司持股46.74%,股权质押比例5.01%)和健康元下属公司丽珠医药集团股份有限公司(以下简称“丽珠集团”,截至2016年9月底公司通过健康元持股23.67%)。

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9月底,公司(合并)资产总额为246.58亿元,所有者权益121.94亿元(含少数股东权益80.83亿元);2016年1~9月公司实现营业收入74.81亿元,利润总额6.35亿元。

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

二、本期中期票据概况

公司于2017年3月发行2017年度第一期中期票据,发行额度5亿元。公司计划于2017年新注册中期票据额度7亿元,本期计划发行2017年第二期中期票据(以下简称“本期中期票据”),发行额度7亿元,发行期限3年。本期中期票据募集资金将用于偿还即将到期的超短期融资券。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

2016年,在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下,全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下,中国继续推进供给侧结构性改革,全年实际GDP增速为6.7%,经济增速下滑趋缓,但下行压力未消。具体来看,产业结构继续改善,固定资产投资缓中趋稳,消费平稳较快增长,外贸状况有所改善;全国居民消费价格指数(CPI)保持温和上涨,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)持续回升,均实现转负为正;制造业采购经理指数(PMI)四季度稳步回升至51%以上,显示制造业持续回暖;非制造业商务活动指数全年均在52%以上,非制造业保持较快

扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上

年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动

能的转换,在着力稳增长的同时注重风险防范,全年 GDP 增速或有所下降,但预计仍将保持在 6.5%以上,通胀水平将略有回升,就业情况基本稳定。

四、行业分析

1. 医药工业现状

运行概况

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

自 1998 年以来,医药工业增速大约为 GDP 增速的 1~1.5 倍。1998~2008 年中国医药工业行业景气度高企,处于高速发展阶段。2009 年,全球金融危机影响进一步深化,化学原料药出口受到较大影响,医药工业总产值增速有所下滑。2010 年以来,随着基层医疗机构的发展,

新兴农村合作医疗建设以及医改的深入,中国药品市场需求快速增长。2014 年,中国医药制造业实现主营业务收入 23325.61 亿元,同比增长 12.94%;利润总额 2322.20 亿元,同比增长 12.09%,增长速度虽较前两年有所回落,但仍保持较高水平。2015 年,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 1~9 月,中国医药工业规模以上企业实现主营业务收入 21034.14 亿元,同比增长 10.09%,利润总额 2200.97 亿元,同比增长 15.64%。

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

总体看,中国医药行业规模增长迅速,随着医疗改革体系逐渐成熟,中国医疗产业的经济效益呈现较好的发展态势。

表 1 医药工业细分行业营业收入和利润总额(单位:亿元、%)

	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率
医药制造业合计	20592.93	2071.67	10.06	23325.61	2322.20	9.96	26885.19	2768.23	10.30
化学药品原料药制造	3819.88	284.74	7.45	4240.35	311.82	7.35	4614.21	351.03	7.61
化学药品制剂制造	5730.93	639.40	11.16	6303.71	733.92	11.64	6816.04	816.86	11.98
中药饮片加工	1259.35	94.18	7.48	1495.63	105.25	7.04	1699.94	123.90	7.29
中成药制造	5064.98	538.43	10.63	5806.46	597.93	9.79	6167.39	668.48	10.84

资料来源:国家统计局

主要子行业概况

从盈利情况来看,随着生产规模不断扩大,医药制造各子行业产品销售收入、利润总额保持持续增长,其中化学制剂药、中成药制造、

化学原料药和中成药对整个行业的收入和利润贡献最大。

(1) 化学原料药行业

随着国际上大量专利药的专利权到期,以

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

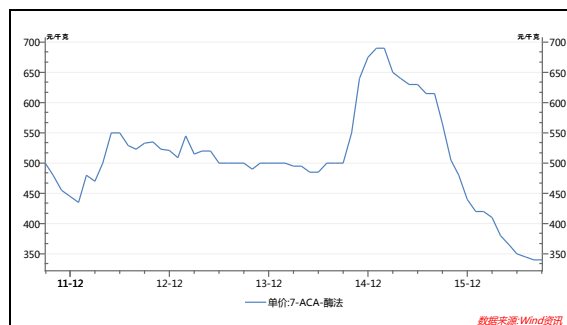
中国化学原料药在产能规模和生产工艺上优势明显。经过多年的低价竞争，众多中小型企业被淘汰出局，目前原料药行业集中度较高，但产品生产耗能大，污染严重，产品结构仍以低端为主，且大部分原料药产能过剩严重，行业收益受国际市场波动及周期性波动影响明显，竞争激烈。

2011 年下半年以来，随着国内新建产能逐步释放，原料药行业产能过剩问题日益凸显，维生素 C、青霉素类等大宗原料药产品低价竞争现象明显，严重影响行业内企业的盈利情况。2015 年，中国化学药品原料药行业实现主营业务收入 4614.21 亿元，同比增长 8.22%，增速继续放缓；实现利润总额 351.03 亿元，同比增长 12.57%，销售利润率有所提高。

7-ACA 是头孢菌素抗生素的关键性中间体，已在国际抗生素市场上广泛使用，是头孢类系列产品头孢氨苄、头孢拉啶、头孢氢氨苄等抗生素的中间体，近年来，头孢菌素抗生素发展迅速，目前临床常用的头孢品种超过 30 个。头孢菌素品种几乎均为半合成产品，即利用发酵头孢菌素 C 的裂解物 7-ACA 加化学侧链缩合而成，故 7-ACA 是合成头孢菌素的关键性中间体。由于近年来头孢类抗生素价格波动较

大，7-ACA 价格受到影响。同时受到国家卫生部自 2011 年起开始实施为期三年的全国抗菌药物临床应用专项整治活动和《抗菌药物临床应用管理办法》的影响，抗菌药物市场需求减少，导致抗菌药物市场竞争加剧。2010 年~2011 年，头孢类抗生素原料药以及中间体 7-ACA（酶法）的价格大幅下滑，2012 年~2013 年小幅回升后呈现底部震荡态势。2014 年 6 月起，7-ACA（酶法）价格有所回升，并于当年底回升至 675 元/千克。进入 2015 年，7-ACA（酶法）价格再次出现持续性下滑，截至 2016 年 9 月，7-ACA（酶法）价格已由 2015 年初的 690 元/千克下降至 340 元/千克。

图 1 7-ACA 酶法价格走势（单位：元/千克）



资料来源：Wind 资讯

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

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

（2）化学药制剂行业

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

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

2015 年，中国化学药品制剂行业实现主营业务收入 6816.04 亿元，同比增长 8.13%；实现利润总额 816.86 亿元，同比增长 11.30%。

（3）中药子行业

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

中国中药行业进入 21 世纪后增长迅速，行业规模、工业化水平显著提高。中成药制造和中药饮片加工子行业销售收入从 2011 年至 2013 年复合增长率分别达到 22.44% 与 21.46%，市场呈现稳定增长态势。2014 年，中成药制造行业实现营业收入 5806.46 亿元，同比增长 13.14%；实现利润总额 597.93 亿元，同比增长 9.29%。2015 年，中成药制造行业实现营业收入 6167.39 亿元，同比增长 6.22%；实现利润总额 668.48 亿元，同比增长 11.80%。

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

疾病预防与保健、日常养生及滋补需求。

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

2. 行业关注

行业集中度低

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在 20 世纪 80 年代初期只有 800 余家，2015 年底已经超过 6000 家。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右，与全球医药巨头 400~500 亿美元的业绩相比差距甚远。总体看，中国医药生产企业数量众多，产能过剩，大部分企业名牌产品少，品种雷同现象普遍。

研发和创新能力不足

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

药品降价

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。

2014 年 11 月 25 日，国家发改委下发《推进药品价格改革方案（征求意见稿）》（以下简称

称“征求意见稿”), 欲取消药品最高零售限价, 通过医保控费和招标采购, 由市场竞争形成药品价格。根据征求意见稿, 从 2015 年 1 月 1 日起, 国家拟取消药品最高零售限价或出厂价格。2015 年 5 月, 发改委联合卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局等部门共同推出《关于印发推进药品价格改革意见的通知》, 从 2015 年 6 月 1 日起取消绝大部分药品政府定价, 完善药品采购机制, 发挥医保控费作用, 药品实际交易价格主要由市场竞争形成, 其中对专利药、独家生产药品建立多方参与的谈判机制形成价格; 对医保目录医保目录外的血液制品、国家统一采购的预防免疫疫苗、国家免费艾滋病抗病毒治疗药品和避孕药具, 通过招标采购或谈判形成价格; 麻醉药品和第一类精神药品, 仍暂时实行最高出厂价格和最高零售价格管理。2015 年 10 月, 国家卫生计生委(以下简称“卫计委”)等 16 个部门建立了协调机制, 组织开展首批国家药品价格谈判试点工作, 谈判主要针对的是国内专利药品和独家生产药品。2016 年 5 月 20 日, 国家卫计委公布了首批国家药品价格谈判结果, 其中有慢性乙肝一线治疗药物替诺福韦酯, 非小细胞肺癌靶向治疗药物埃克替尼和吉非替尼, 与此前公立医院的采购价格相比, 这 3 种药的谈判价格降幅均在 50%以上。

从长期看, 中国将着手从体制上解决药品价格虚高的问题, 并进行了积极探索, 预计未来药品价格将呈现下行趋势, 对一些价格高昂的专利药和独家品种, 预计价格将有较大降幅。

中药材价格波动

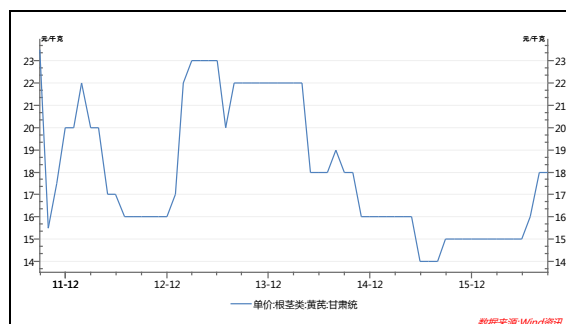
近年来, 中药材价格出现较大幅度的波动, 总体呈上涨趋势。药材价格上涨影响因素复杂且具有不可预测性, 主要包括: 绿色回归理念加上中药本身具有的预防、保健功效使得中药需求大增; 乱采滥挖对野生中药材资源的破坏、国家对珍稀野生药材实行禁采和限采; 中药材实际种植面积下降、资金炒作等。

中药材价格每 3-4 年呈现一个周期, 波动

明显, 在 2009-2012 年价格持续上涨, 激发了药农的种植积极性, 使得中药材市场迎来了扩种潮。以甘肃省黄芪和党参为例。

2009 年以前, 黄芪行情长期徘徊于 7-8 元/千克上下, 药农收益甚微, 种植积极性低下。2009-2010 年黄芪行情随药市利好环境带动开始上升, 但受限于黄芪种苗不丰的情况, 黄芪的种植规模无法跟上行情的发展趋势, 并且往年累积库存不丰, 至 2011 年黄芪行情攀升至 30 元/千克高点。随后, 药材市场整体松动加之黄芪产量逐渐得到恢复, 黄芪的价格出现回落, 长期波动于 17-21 元之间。从 2014 年情况看, 中药材价格有所回落, 甘肃地产黄芪价格从 22 元/千克下跌至 16 元/千克。进入 2015 年, 黄芪价格继续下跌, 于 2015 年 7 月跌至近年来最低价 14 元/千克。截至 2016 年 9 月, 黄芪价格平稳在 18 元/千克。

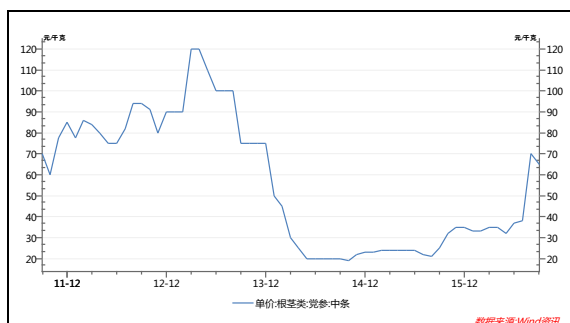
图 2 根茎类黄芪价格走势(单位: 元/千克)



资料来源: Wind 资讯

党参价格从 2010 年 5 月开始急剧上涨, 一直持续到 2013 年 3 月, 价格涨至 120 元/千克, 此后, 随着药材市场整体萧条、产量供大于求, 党参价格逐步下滑, 于 2014 年 10 月降至近年来最低位 19 元/千克。自 2014 年 11 月开始, 党参价格逐步回升, 并在 2016 年 8 月上涨至近两年最高价 70 元/千克。

图3 根茎类党参价格走势图（单位：元/千克）



资料来源：Wind 资讯

近年来，中药材价格波动较大，将直接影响中成药生产企业原材料采购成本。

融资渠道单一，产业发展资金不足

制药业同其它行业相比具有高投入、高收益、高风险、高技术密集型等特点，特别是现在的一些基因工程等生物工程制药产业上述特点更为明显。目前，中国高科技制药产业的资金来源除股东投入以外，主要依靠银行贷款，融资渠道狭窄。由于银行十分注重资金的安全性和流动性，高技术行业投资的风险使银行慎之又慎。因而制药企业融资能力不强，资金严重短缺。发展资金严重不足已经成为制药企业开发研制新药、更新设备、开拓市场的巨大障碍。

环境治理成本增加

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

3. 行业政策

近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。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，医疗改革仍是主线，其推动的基本药物目录、全国医保目录，公立医院改革等政策，将促进医药需求量增长和支付制度的改进；药品改革将以强化经营监管、降低药品价格、提高药品质量为重点目标。

表2 近年来相关医药政策汇总

发布时间	部门	相关政策	政策描述	对行业的影响
2015 年 4 月	食品药品监督管理局	《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	对信息服务备案、互联网食品药品经营者、第三方交易平台经营者等给出经营要求和监督管理规范。	鼓励医药流通电商化，提升了企业开展互联网药品经营的积极性，推动医药电商企业快速扩容。
2015 年 5 月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	充分发挥公立医院公益性质和主体作用，切实落实政府办医责任，着力推进管理体制、补偿机制、价格机制、人事编制、收入分配、医疗监管等体制机制改革；统筹优化医疗资源布局、构建合理就医秩序、推动社会办医。	药占比进一步下降利好零售和批发终端；用药结构会面临调整，医疗服务价格有望提升；医疗信息化程度加深。

2015 年 5 月	发改委、卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局	《关于印发推进药品价格改革意见的通知》	2015 年 6 月 1 日起取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成。	原享有单独定价的高价基药企业会受到影响，竞争可能会使其降低价格以便通过招标。
2015 年 10 月	国务院办公厅	《关于第一批取消 62 项中央指定地方实施行政审批事项的决定》	涉及医疗领域的项目包括取消基本医疗保险定点零售药店资格审查。	有利于品牌连锁药店跨省拓展及业绩增长，业内整合重组将更加频繁。
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，不再注册。	有利于对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。

资料来源：联合资信整理

4. 未来发展

从短期看，各级政府将逐渐加大对医改的资金支持，政府投入的加大将有效拉动未来医药医疗需求；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。

5. 区域经济环境

根据《深圳市2015年国民经济和社会发展统计公报》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

1. 产权状况

截至2016年9月底，公司注册资本为8000万元，其中朱保国先生占90%，刘广霞女士占10%，公司实际控制人是朱保国先生。

2. 生产规模与竞争力

百业源是一家实业投资公司，全资、控股一级子公司6家，其中健康元是其主要经营实体。公司是集医药、保健品研发、生产、销售为一体的综合性集团，产品种类丰富，涵盖中成药、化学原料药、化学药制剂、抗生素原料药、抗生素制剂、食品、保健食品、化妆品等多个领域。公司产业链完整，其生产的中西药制剂、诊断试剂产品长期稳占全国药品制剂市场前列，其中消化道用药、辅助抗肿瘤用药和抗感染用药为三大优势品种，生殖用药（促性激素）近年也成为主要的利润来源之一。

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

总体看，公司产品种类丰富，在细分市场具有竞争优势。

3. 技术研发

公司重视新产品和新技术的开发工作，目前拥有药品生产批文466个，保健食品生产批文52项，在研项目153项，重点在研产品44项。2009年，二级子公司丽珠集团技术中心被评为“国家级企业技术中心”，除技术中心外，公司充分利用国内外资源，与中科院、北京大学、中山大学、中国药科大学、香港中文大学、香港浸会大学、香港大学、四川抗生素工业研究所、上海医药工业研究院等30多家国内外科

研机构建立了长期的科技合作关系，形成了完善的“产、学、研”结合的企业技术创新网络，还和国家科技部、广州中医药大学联合组建了国家中药现代化工程技术研究中心，该中心是科技部组建的国家级 4 大中药工程技术研究中心之一。公司下属二级企业均配备了技术支持部门和研究开发部门，其中利民制药研究所是国家中药现代化工程技术研究中心的注射剂研究所和中试基地。

表 3 2013~2015 年公司研发投入情况

年度	2013 年	2014 年	2015 年
研发投入（亿元）	3.19	3.87	4.96
营业收入（亿元）	62.48	77.25	86.42
所占比例（%）	5.11	5.01	5.73

资料来源：公司提供

研发投入方面，2013~2015 年公司研发投入稳定增长，研发投入占营业收入比重保持在 5%以上，公司对技术研发重视程度较高。

截至 2016 年 9 月底，公司共获得专利授权 380 项，其中发明专利 220 项。

在化学药和生物制药研发方面，公司取得了一系列原始性创新研究成果。全球 1 类新药艾普拉唑由丽珠集团率先在中国上市，丽珠集团也正在开发其全新手性化合物 LZ325，并申请了中、美、欧盟、澳、日、加等国和地区相关发明专利。注射用艾普拉唑钠已完成临床研究并申报生产。此外，注射用醋酸亮丙瑞林微球项目是公司和中科院成都有机所、上海医工院联合开发的一种新型缓释微球制剂，用于治疗子宫内膜异位症和前列腺癌等疾病，活性比 LHRH 高 15~20 倍，是国内首家研制成功的每月给药一次的缓释微球注射剂。该产品制备工艺复杂，技术仅被少数国家（如美国、日本、法国和德国等）掌握。近年来，公司的枸橼酸钾缓释片与中药复方五指柑胶囊获得生产批件；抗 TNF 单克隆抗体 AT-132 完成临床前研究，并于 2014 年 3 月获得 SFDA 批准临床，目前已完成 I b/II a 期临床；重组抗 HER2 结构域 II 人源化单克隆抗体注射液，临床试验申请获

得受理。

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

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

4. 人力资源

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

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

公司财务经理王霞女士，1987 年生，大学本科学历。曾任东莞益海嘉里粮油食品工业有限公司会计、深圳市健康元药业集团股份有限公司任会计主管，于 2016 年至今担任公司财务经理。

公司投资总监汪月倩女士，毕业于美国马萨诸塞大学（财金科学专业），硕士学历。曾任美国普华永道会计事务所、美国摩根大通集团、美国伯克希尔地产管理公司高级经理，于 2015 年 10 月起任公司投资总监。

截至 2016 年 9 月底，公司员工共计 9333 人，按岗位构成划分，生产人员占 63.41%、销售人员占 13.22%、技术人员占 9.47%、行政人员占 11.36%、财务人员占 2.54%；按学历划分，本科及以上学历占 26.12%、大专学历占 25.30%、大专以下学历占 48.58%；按职称划分，

高级职称占 0.70%、中级职称占 3.20%、初级职称占 7.51%，其他占 88.59%。

总体看来，公司高管专业素质高，管理经验丰富；公司员工以生产人员为主，岗位配置合理，整体文化素质较高，符合医药生产企业特点。

六、管理分析

1. 法人治理结构

依据《中华人民共和国公司法》等其他相关法律法规的规定，公司设股东会、董事会、监事会等机构。

股东会是最高权力机构，公司增加或减少注册资本、变更组织形式及分立、合并、解散需经 2/3 以上有表决权的股东同意，修改章程、批准股本向股东以外的人转让需经全体股东同意；董事会是执行机构，董事会成员三人，其中董事长 1 人、副董事长 1 人、董事 1 人，公司经理由董事会聘任或者解聘，任期三年；监事会为公司内部监督机构，成员三人，由股东会委任，任期三年，董事、经理以及财务负责人不得兼任监事。

2. 管理水平

公司根据有关法律、法规、政策规定以及自身情况，建立了内部控制体系和相关内部控制制度，涵盖经营管理的各个环节。

人力资源管理方面，公司合理规划人力资源配置方案，持续加大对企业基层业务人员的配置力度，不断精简管理人员，实现人力资源由粗放式人事管理向精细化、标准化、专家咨询化的战略人力资源管理的转变。

风险管理方面，公司构建了董事会领导下的层次化风险管理组织体系。根据上市公司要求和各业务体系不同，形成独立的经营风险集中和风险外溢管理制度，形成了股权清晰、组织明确、制衡有效的全面风险管理组织架构；风险管理制度上，公司坚持推行风险政策的专家制定、定期重检与动态修订等规范化管理程

序，针对下属各行业建立了涵盖信用风险、产品风险、市场风险、操作风险、合规风险的风险政策体系，并持续提高政策的传导及执行力。

财务管理方面，公司于 2001 年已经引入国外先进的 SAP 系统，各下属企业建设了具有自身特色的、基于独立业务平台总账的财务会计、管理会计系统；公司应用管理会计系统实现了企业管理业务预算和财务预算，建立了以集团为基础、运用内部成本分摊方法的全面预算体系，实现了盈利绩效能力计量和有效的财务资源配置，支持了下属企业经营目标的实现；公司及下属企业均按照上市公司治理要求依法独立设立账户，建立独立财务会计核算体系和财务管理制度并独立进行财务决策。

预算管理方面，公司建立了一系列制度，包括经营预算、资本预算和财务预算。预算管理控制的全流程包括预算的编制、审批、执行、调整、分析、考核及监督等环节，将公司的经济活动全部纳入预算管理，涵盖生产、经营、销售和建设等全部环节，以保障公司生产经营的顺利运行。

对外担保管理方面，公司严格控制对外担保事宜，其中以下情况对外担保需经股东会审议通过：公司本部及控股子公司对外担保总额达到或超过最近一期经审计净资产 50%以后提供的担保；公司对外担保总额达到或超过最近一期经审计总资产 30%以后提供的担保；为资产负债率超过 70%的担保对象提供的担保；单笔担保额超过最近一期经审计净资产 10%的担保；对股东、实际控制人及其关联方提供的担保。

融资管理方面，公司制定了严格制度，任何授信和融资都必须通过董事会或股东大会进行决议并授权公司法定代表人或其授权人签署相关法律文件；各二级子公司未经公司同意一律不得对外申请授信和融资。

对外投资管理方面，公司制订了《深圳市百业源投资有限公司对外投资管理制度》，从投资审批权限、投资决策程序、投资风险控制及

投资资金管理等方面进一步规范公司的对外投资行为，确保对外投资项目符合公司中长期发展规划和经营业务发展需要以及效益优先的原则。

子公司管理方面，公司从建立健全法人治理结构、财务监管、人事控制、绩效考核、定期沟通等方面加强对子公司管控。公司对子公司董事、监事及高管人员进行委派和任免；公司对子公司的财务负责人实行统一委派、统一管理，并不定期对其财务状况进行审计检查；公司对各子公司的经营管理层实行绩效考核，将其年薪收入与公司经营业绩完成情况挂钩，各子公司管理者定期向公司述职，汇报子公司经营状况。

总体看，公司已建立起适合自身特点的管理模式，内部管理体系较为完善，运作规范，管理效率较高，为公司可持续发展创造了有力的内部保障。

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（4.50 亿元）、对丽珠单抗增资（3.06 亿元）、长效微球技术研发平台建设（3.02 亿元）、补充流动资金以及偿还银行借款等事宜（4.00 亿元）。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）。2016 年 9 月，丽珠集团完成非公开发行股票事宜，发行对象为鹏华资产管理（深圳）有限公司、财通基金管理有限公司、大成基金管理有限公

司、中国华融资产管理股份有限公司和招商财富资产管理有限公司，募集资金净额 14.20 亿元。本次非公开发行股票增强了公司整体资本实力，有助于新产品的研发推进。

八、经营分析

1. 经营概况

公司以药品和保健品的生产和销售为主要业务，产品涵盖化学原料药、化学制剂药、中药制剂药、诊断试剂及设备、保健品，涉及抗感染、消化道、泌尿系统、生殖系统、精神和神经系统等领域。

从收入构成看，公司形成了以药品板块为主，保健品板块为辅的业务布局。2015 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。

从收入变动看，2013~2015 年，公司营业收入保持稳定增长，年均增幅 19.11%，2015 年为 88.65 亿元，同比增长 14.75%。近三年，公司药品（含试剂）收入保持快速增长，分别为 57.97 亿元、69.92 亿元和 82.06 亿元；其中制剂药、原料药、诊断试剂及设备 2015 年分别实现营业收入 53.25 亿元、24.11 亿元和 4.70 亿元，均较上年实现不同程度的增长。2013~2015 年，受市场竞争加剧影响，公司保健品收入呈下滑趋势，分别为 3.01 亿元、2.74 亿元和 2.66 亿元。

从毛利率看，近三年公司综合毛利率波动下降，2015 年为 58.91%。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，公司原料药毛利率持续上升，2015 年为 21.23%；诊断试剂及设备毛利率较为稳定，2015

年为 55.81%。近三年，公司保健品毛利率持续下滑，2015 年为 62.68%，仍维持在较高水平。

2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 74.81 亿元，同比增长 12.96%；其中药品板块实现营业收入 71.09 亿元，同比增长 15.85%。同期，公司综合毛利率为 61.74%，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，该板块营业收入和毛利率分别为 1.95 亿元和 -8.23%；2016 年以来，国家加强对煤炭企业的监管，煤

炭严重供过于求的形势有所好转，煤价回升，公司煤炭及相关产品板块 2016 年前三季度实现营业收入 0.89 亿元，毛利率达 31.34%。联合资信将持续关注公司该板块经营情况。

公司其他业务主要包括酒店及出租收入，2016 年，公司采矿权的摊销计入该板块，导致该板块呈亏损状态。

总体看，公司主营业务突出，药品生产和销售作为公司主要收入来源，近年来保持平稳增长，毛利率有所波动但总体保持较高水平，整体经营情况良好。

表 4 近年来公司营业收入构成情况

类别	营业收入（万元）				毛利率（%）			
	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-9 月	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-9 月
保健品	30100.11	27383.77	26644.49	19076.01	72.59	70.18	62.68	67.75
药品（含试剂）	579680.62	699212.00	820603.58	710864.93	60.27	59.25	61.31	63.19
其中：制剂药	390761.23	454079.38	532522.00	482502.58	78.60	77.08	79.94	80.85
原料药	151544.62	200804.26	241120.94	188216.95	14.20	19.68	21.23	19.11
诊断试剂及设备	37374.77	44328.36	46960.64	40145.40	55.40	55.86	55.81	57.50
煤炭及相关产品	--	28038.99	19518.25	8887.64	--	21.10	-8.23	31.34
其他	15062.65	17887.62	19698.45	9224.83	42.67	38.11	20.15	-32.99
总计	624843.38	772522.39	886464.78	748053.40	60.44	57.76	58.91	61.74

资料来源：公司提供

2. 药品板块

公司药品板块经营主体为健康元及其子公司丽珠集团。截至 2015 年底，健康元资产总额 137.96 亿元，所有者权益 73.07 亿元；2015 年实现营业收入 86.42 亿元，利润总额 9.81 亿元。

原材料采购

公司对原材料采购注重对效率、质量及成本的综合考虑。原料、辅料、包装材料由下属各生产企业根据生产进度进行采购备货。公司制定有严格的质量标准和采购管理制度，并严格要求下属各生产企业按 GMP 标准组织采购。公司与大宗物资供货商建立长期战略合作关系，并在严控质量标准的基础上，加强对供应质量以及成本控制的管理。公司内部建立有评价体系与价格档案，便于及时掌握市场信息，实行比质比价采购。采购定价方面，原、辅料、内包材参照实时市场价格，以议价方式进行最

终定价。

公司药品板块主要对外采购豆油、玉米淀粉、谷朊粉等农副产品、丙酮、钯碳、四氢呋喃等溶剂类原料、中药材、大环内酯类原料、头孢抗生素类原料、喹诺酮类原料、肽类激素类原料、洛韦类等。其中，农副产品采购地主要集中在山东、河北、山西、河南、东北等农业发达省份，并采用期货实时价格核算方式，严格控制实物存量，同时，为保证药材供应质量，公司在山西、甘肃等地专门建设生产基地，按照 GAP（中药材生产质量管理规范）标准，采用基因指纹图谱监控等现代生物技术及现代农业技术进行党参、黄芪的规范化、标准化种植生产，为参芪扶正注射液产品提供稳定的药材来源，2011 年二级子公司丽珠集团投资成立文山三七种植有限公司，以保证中药材三七供应的稳定。近年来，中药材价格波动较大，为

控制成本，公司与供应商协商在每年药材收购季节付出一部分订金，供应商将公司全年所需药材进行储备，以保证全年药材价格稳定。

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5 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

生产与销售

公司药品板块采取市场需求为导向组织生产的原则，具体方式为：由公司销售部门对市场需求情况进行调查并制订销售计划，综合考虑公司各产品库存数量和各产品生产线的产能情况等因素，决定公司当月各产品的生产数量和产品规格；同时，根据生产计划和原材料的库存量决定原材料的采购。最终生产计划经公司经营管理层审核后下达，并由公司生产部门具体负责组织实施。

公司销售体系架构按照药品销售渠道分为医院、药店、社区及县级以下乡镇卫生院，销售模式以自建队伍为主、招商为辅。近年来，公司加强应收账款管理，对不同客户采取不同的收款策略，目前总体回收期约为 45 天。

①化学原料药

公司化学原料药生产平台包括海滨制药、焦作健康元、子公司丽珠集团之子公司丽珠合成制药、丽达药业、新北江制药、福兴医药以及古田福兴医药有限公司。公司原料药主要产品包含美罗培南等碳青霉烯类原料药、7-ACA 等头孢系列原料药、他汀系列原料药以及部分其他类原料药。公司原料药生产装备水平和生产质量管理在国内处于中上等水平，其中子公司焦作健康元在国内最先采用酶法生产 7-ACA，为行业生产工艺从化学法向环保酶法转型做出了贡献；美罗培南已通过欧盟 EU-GMP 认证及欧洲药品质量管理局 CEP 认证，洛伐他汀和盐霉素生产线已通过美国 FDA 认证；普伐他汀、硫酸粘菌素生产线通过欧盟 COS 认证；阿卡波糖生产线取得美国 DMF 登记号；霉芬酸生产线取得美国、加拿大 DMF 登记号。

产能利用方面，2013~2015 年，公司 7-ACA、苯丙氨酸产量不断增长，产能利用率保持较高水平；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，加之 2013 年头孢品种因生产厂新版 GMP 认证而进行车间改造，导致公司头孢系列和他汀系列原料药产能利用率较低。2014 年以来，随着车间升级改造完成和丽珠集团宁夏产业园投产，公司头孢系列原料药产量及产能利用率明显提高。2016 年 1~9 月，为消化库存，公司减少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。

表6 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 1-9 月	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-9 月
美罗培南混粉(吨)	30.00	30.00	30.00	22.50	17.89	19.56	17.03	18.02
7-ACA(吨)	1600.00	1600.00	1600.00	1350.00	1197.99	1340.42	1431.23	1060.23
头孢曲松钠(吨)	540.00	800.00	500.00	450.00	144.49	511.86	448.75	391.22
头孢呋辛钠(吨)	200.00	150.00	150.00	112.50	76.80	99.00	124.45	100.70
苯丙氨酸(吨)	3600.00	7000.00	7000.00	5250.00	2473.13	4664.10	6798.20	6184.40
美伐他汀(吨)	360.00	200.00	400.00	300.00	196.56	168.38	126.52	37.00
粘杆菌素(千十亿)	35000.00	45600.00	54000.00	32400.00	28911.72	45474.15	45082.20	26955.65

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。

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

近年来，公司主要化学原料药的销量略有

波动，但整体呈增长趋势，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 1~9 月，公司主要化学原料药的销量继续保持增长。

表 7 近年来公司主要化学原料药销售情况

类别	销量				产销率 (%)			
	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-9 月	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-9 月
美罗培南混粉 (吨)	13.55	14.58	16.91	16.02	75.74	74.55	99.31	88.88
7-ACA (吨)	1110.06	1382.02	1312.84	1063.84	92.66	103.10	91.73	100.34
头孢曲松钠 (吨)	169.79	415.29	421.76	378.76	117.51	81.13	93.99	96.82
头孢呋辛钠 (吨)	63.68	83.35	83.82	99.72	82.91	84.19	67.35	99.03
苯丙氨酸 (吨)	2088.78	3945.60	7057.05	5237.38	84.46	84.60	103.81	84.69
美伐他汀 (吨)	154.88	201.02	154.82	114.80	78.80	119.38	122.37	310.27
粘杆菌素 (千十亿)	29763.48	39675.12	46452.43	26431.69	102.95	87.25	103.04	98.06

资料来源：公司提供

公司化学原料药收入呈增长趋势，近三年分别为 15.15 亿元、20.08 亿元和 24.11 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%；2016 年 1~9 月，受价格下调的影响，7-ACA 实现销售收入 2.77 亿元，同比下降 16.43%。

表 8 近年来公司主要原料药收入情况 (单位: 万元)

类别	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-9 月
美罗培南混粉	16004.07	15458.85	15741.23	14383.06
7-ACA	58157.51	42302.89	41871.08	27684.19
头孢曲松钠	8910.80	22234.09	22552.95	16578.52
头孢呋辛钠	5410.27	6740.77	6620.22	7607.37
苯丙氨酸	7872.39	13217.25	22416.56	16562.77
美伐他汀	9810.80	12501.61	9559.36	7390.18
粘杆菌素	10215.55	14011.55	14591.41	7705.62

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。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，其产品主要包括倍能，主要以静脉滴注剂型供应，特别适用于多种病原体所致和需氧/厌氧菌引起的混合感染以及在病原菌未确定前的早期治疗，对耐头孢菌素类、氨基糖甙类和青霉素类的细菌，包括需氧和厌氧的革兰氏阳性及革兰氏阴性细菌所引起的感染仍具有强效的抗菌活性，是临床治疗中、重度感染、多重耐药菌感染及混合感染的最终、最有效的药物之一。2012 年，无菌美罗培南制剂（注射用粉末）获得欧盟 EU-GMP 认证。

消化道药是公司的拳头品类之一，产品“丽

珠得乐”系列在全国消化道领域制剂产品中具有较高知名度和市场占有率，入选 2009 年版《国家基本药物名录（基层部分）》。

依靠公司多年的积累和发展，生殖领域营销格局初具规模。特色产品包括尿促卵泡素、尿促性腺激素、绒毛促性激素和注射用醋酸亮丙瑞林微球；其中注射用尿促卵泡素（FSH，商品名“丽申宝”）建立了独有的 LH 单抗亲和层析技术，成为国内最早开发该项纯化技术并获得生产批件的企业，产品纯度达 95%以上，达到国际先进水平。

公司中药制剂产品主要包括参芪扶正注射液、抗病毒颗粒、前列安栓、血栓通等。

参芪扶正注射液是利民制药研制的国家二类中药新药，其功效为益气扶正，用于肺癌、胃癌的辅助治疗。2010 年 5 月，参芪扶正注射液荣获 2009 年度广东省科学技术一等奖。

抗病毒颗粒由子公司丽珠集团下属公司四

川光大制药生产，原销售区域集中在四川、重庆、陕西等地区。随着营销改革，2007 年陆续开始在全国范围推广，2009 年 4 月甲型流感疫情的爆发，全国抗病毒颗粒市场需求迅速增长，销售区域全面扩展至全国范围。

产能利用方面，近年来，公司化学制剂主要产品产能存在波动，产能利用率偏低，主要由于生产这些品种的生产线属于多品种生产线，公司根据市场行情制定生产计划，对单品种产能进行调整。2013~2015 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 28.17%、20.25% 和 21.29%。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。2016 年 1~9 月，倍能继续保持较好的销售势头，实现产量 754.76 万支，同比增长 34.91%。

表 9 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 1-9 月	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-9 月
倍能（万支）	1625.00	1625.00	1625.00	1218.75	459.82	612.09	755.38	754.76
速能（万支）	1250.00	1250.00	1250.00	937.50	34.19	20.43	29.25	18.84
尿促卵泡素（万支）	2175.00	2679.60	2306.00	1729.00	275.02	336.50	397.69	388.41
康丽能折 0.5g（万支）	2500.00	2500.00	2187.00	1883.25	554.44	651.18	815.71	832.00
丽扶欣折 0.75g（万支）	2500.00	2500.00	2187.00	1883.25	369.47	393.73	259.07	280.99
丽珠得乐冲剂折 56 包（万盒）	1250.00	1250.00	816.40	630.00	367.53	376.81	272.77	254.87
丽珠得乐胶囊折 40 粒（万盒）	1330.00	1448.00	3138.00	1260.00	241.25	175.56	198.72	217.43
丽珠肠乐折 20 粒（万盒）	1265.00	1265.00	1232.00	819.00	137.67	126.60	95.70	104.19

资料来源：公司提供

中药制剂方面，参芪扶正注射液的产能近三年保持稳定；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，受老厂技改当年 9 月才正式投产的影响，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 1~9 月，参芪扶正注射液的销售量随着公司营销改革的不断深入而增长，产能利用率达 102.37%，抗病毒颗粒及前列安栓的产量较去年同期均有所提高。

表 10 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 1-9 月	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-9 月
参芪扶正注射液(万瓶)	1500.00	1500.00	1500.00	1125.00	1151.83	1172.72	1417.53	1151.67
抗病毒颗粒(万盒)	4241.00	4241.00	4490.00	3367.50	2052.09	3092.56	1384.87	1574.13
前列安栓(万盒)	750.00	750.00	840.00	630.00	182.19	84.48	153.44	160.05

资料来源：公司提供

针对制剂产品的销售，公司按不同的终端及用药特点专门设有处方药事业部、OTC 事业部及第三终端事业部等销售部门，并采取自建队伍与招商代理相结合的销售模式。目前，公司已建立了覆盖国内销售市场的营销网络，并与商业主渠道和数千家医院、诊所、药店等终端客户建立有稳定的业务关系，销售模式以自建队伍为主，招商为辅。公司处方药均自行销售，OTC 产品基本通过商业配送终端覆盖，主要和中国医药集团总公司、上海医药（集团）有限公司以及当地的龙头医药商业公司进行合作。公司目前拥有 OTC 销售队伍 2500 多人和处方药队伍 4000 多人，营销网络遍及全国。产

品覆盖超过 12000 家以上的医院、30000 家药店，与 600 个一级经销商和 2000 个二级经销商建立了长期稳定的合作关系。

2013~2015 年，公司制剂产品产销率均维持较高水平。化学药制剂中，倍能和尿促卵泡素的销量增速较快，分别实现年均复合增长 34.80%和 19.90%；中药制剂中，参芪扶正注射液实现年均 10.93%的销量增幅。2016 年 1~9 月，除丽扶欣和丽珠肠乐的销量与上年基本持平外，公司其他主要化学制剂药销量均呈现增长，其中倍能实现销量 788.60 万支，同比增长 28.27%，康丽能实现销量 703.79 万支，同比增长 21.77%。

表 11 近年来公司主要化学药制剂销售情况

类别	销量				产销率（%）			
	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-9 月	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-9 月
倍能（万支）	445.73	622.39	809.93	788.60	96.94	101.68	107.22	104.48
速能（万支）	25.39	28.54	27.48	24.09	74.26	139.73	93.94	127.85
尿促卵泡素（万支）	269.13	329.32	386.93	375.96	97.86	97.87	97.29	96.79
康丽能折 0.5g(万支)	653.14	678.35	755.65	703.79	117.80	104.17	92.64	84.59
丽扶欣折 0.75g(万支)	413.61	397.66	237.47	182.66	111.95	101.00	91.66	65.01
丽珠得乐冲剂折 56 包（万盒）	354.19	348.19	307.00	250.34	96.37	92.40	112.55	98.22
丽珠得乐胶囊折 40 粒（万盒）	200.34	194.83	204.21	176.83	83.04	110.98	102.76	81.33
丽珠肠乐折 20 粒（万盒）	122.99	116.47	117.00	88.36	89.34	92.00	122.26	84.81

资料来源：公司提供

表 12 近年来公司主要中药制剂销售情况

类别	销量				产销率（%）			
	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-9 月	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-9 月
参芪扶正注射液(万瓶)	1115.39	1145.74	1372.61	1158.23	96.84	97.70	96.83	100.57
抗病毒颗粒(万盒)	2195.11	2309.23	2148.65	1730.42	106.97	74.67	155.15	109.93
前列安栓(万盒)	135.75	139.19	155.58	110.89	74.51	164.76	101.39	69.28

资料来源：公司提供

从销售收入来看，作为公司最主要的收入来源，2013~2015 年公司制剂产品销售收入不断增长，分别为 39.08 亿元、45.41 亿元和 53.25 亿元。

化学药制剂方面，2013~2015 年，倍能销售收入以年均 23.15% 的速度快速增长，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。2013~2015 年，公司生殖用药销售收入增速明显。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 1~9 月，上述三种产品分别实现销售收入 4.15 亿元、1.49 亿元和 3.07 亿元，分别同比增长 29.93%、35.58% 和 39.69%；倍能继续保持较好的销售势头，实现销售收入 5.09 亿元，同比增长 10.01%。

中药制剂方面，近三年，参芪扶正注射液始终保持高市场份额，销售收入稳定增长；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 1~9 月，参芪扶正注射液和抗病毒颗粒分别实现销售收入 12.75 亿元和 1.87 亿元。

表 13 近年来公司制剂药主要产品收入情况

类别	营业收入（万元）			
	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-9 月
倍能	38725.70	47606.93	58734.18	50856.57
速能	2265.23	2345.39	2238.11	1731.36
注射用尿促卵泡素	30465.00	37264.90	43238.46	41468.44
注射用尿促性素(HMG)	13177.39	13902.40	15276.62	14916.39
注射用醋酸亮丙瑞林微球	12860.02	20097.46	29492.38	30682.52
得乐系列	11839.81	11784.13	11273.08	9629.76
参芪扶正注射液	127770.41	131111.62	153662.62	127514.22
抗病毒颗粒	23790.25	24477.88	23001.00	18720.15
血栓通注射液	4441.46	6132.06	4600.34	3221.62
前列安栓	3896.76	3985.30	4396.01	3296.43

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；2016 年 1~9 月为 4.01 亿元，同比增长 17.87%。。

3. 保健品

公司保健品板块业务主要集中在深圳太太药业有限公司（以下简称“太太药业”）和健康药业（中国）有限公司（以下简称“健康药业”）。太太药业成立于 2002 年，主要从事保健食品的生产和销售业务，其中太太口服液系列产品为其主打产品，该产品含有首乌、当归等多种调

理性中药，主要用于调节内分泌，用于调理女性更年期症状。此外太太药业还生产静心口服液、太太血乐口服液等产品，目前尚有一批保健品处于报批研发之中。健康药业成立于 1990 年，主要从事保健品的生产和销售业务，以鹰派花旗参系列产品为主，具有静心凝神、消除疲劳、增强记忆力、提高免疫力等作用，适用人群较广泛。

公司保健品的销售模式主要为经销商管理模式。公司已经在全国设立了 28 个省级分部，下属办事处 213 个，与各区域覆盖能力较好的经销商保持着长期的合作关系。目前，公司正在合作的一级经销商合计约 670 家，其中药线商业达 320 家，食线商业商超合计约 350 余家，其下属二级商业及所覆盖药线食线终端约达到 15 万余家，实现对产品的管理和推广。在营销模式上，公司充分利用网络平台，并结合电商、微商等互联网营销模式，协同营销。

近年来，保健品市场竞争激烈，公司该板块营业收入近三年持续下滑，分别为 3.01 亿元、2.74 亿元和 2.66 亿元。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 年以来，公司保健品销售未见起色，前三季度实现营业收入 1.91 亿元，同比下降 11.76%；但公司适时调整销售策略，该板块毛利率回升至 67.75%。

4. 经营效率

2013~2015 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数波动中有所下降，三年均值分别为 4.31 次、3.86 次和 0.52 次，2015 年分别为 3.66 次、3.00 次和 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 9 月底，公司在建项目为海滨坪山新厂项目。海滨坪山新厂项目计划在深圳市坪山新区建设医用碳青霉烯类系列产品产业化基地，用于医用碳青霉烯类系列产品及多个在研新产品的研发与生产。主要建设内容有 4 个生产车间（含 5 条制剂生产线、2 条中试生产线）、研发中心、质控与 QC 中心、行政办公大楼、多层仓库、辅助生产设施等。项目计划总投资 10.37 亿元，其中自有资金 3.37 亿元，银行借款 7 亿元，其中一期计划投资 5.37 亿元，于 2012 年开始筹建；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 9 月底，该项目已投入资金 0.88 亿元，尚余 9.49 亿元。

公司拟建项目包括艾普拉唑系列创新产品深度开发及产业化升级项目、对丽珠单抗增资投资建设“治疗用抗体药物研发与产业化建设项目”和长效微球技术研发平台建设项目，均为孙公司丽珠集团非公开发行募投项目。其中艾普拉唑系列创新产品深度开发及产业化升级项目计划投资 4.50 亿元，该项目是在丽珠集团现有产品“艾普拉唑肠溶片”（商品名：壹丽安）的基础上进行深度开发，实施内容包括：艾普拉唑肠溶片与注射用艾普拉唑钠的新增规格和新增适应症的研究开发、上市后的临床研究（包

括 IV 期临床研究及药物经济学研究)、质量标准提升、产业化开发、技改以及产能扩建等;艾普拉唑光学异构体制剂及艾普拉唑复方制剂的临床前研究、临床研究、上市后临床研究、产业化开发及技改。

总体看,公司在建和拟建项目围绕主业展

开,有助于增强企业竞争力。公司在建项目总投资规模较大,建设进度缓慢,每年计划投资金额较小,可由公司经营性净现金流覆盖;拟建项目资金来源为丽珠集团非公开发行股票募集资金,公司整体资金压力尚可。

表 14 截至 2016 年 9 月底公司在建及拟建项目未来投资计划 (单位:亿元)

项目名称	计划投资额	截至 2016 年 9 月底已投金额	未来资金投入计划		
			2016 年 10-12 月	2017 年	2018 年
海滨坪山新厂	10.37	0.88	0.30	1.20	1.00
艾普拉唑系列创新产品深度开发及产业化升级项目	4.50	--	0.19	0.44	0.31
对丽珠单抗增资投资建设“治疗用抗体药物研发与产业化建设项目”	3.06	--	0.21	0.51	0.72
长效微球技术研发平台建设项目	3.02	--	0.14	0.19	0.44
合计	20.95	0.88	0.84	2.34	2.47

资料来源:公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2013~2015 年合并财务报告,瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)¹对该财务报告进行了审计,并出具了标准无保留意见审计结论;2016 年三季度财务数据未经审计。

合并范围方面,2013 年公司纳入合并范围一级子公司 6 家、二级子公司 29 家,其中 5 家二级子公司为 2013 年新增。2014 年公司合并范围无变化。2015 年,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)。2016 年前三季度,公司合并范围新增二级子公司深圳太太云商科技有限公司(健康元持股 80.00%)。总体看,近年来公司合并范围变动较小,公司财务数据可比性较强。

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 9 月底,公司(合并)资产总额为 246.58 亿元,所有者权益 121.94 亿元(含少数股东权益 80.83 亿元);2016 年 1~9 月公司实现营业收入 74.81 亿元,利润总额 6.35 亿元。

2. 资产质量

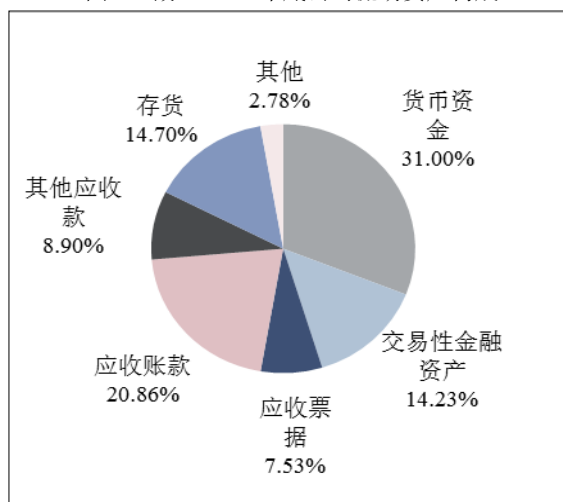
近三年,公司资产规模持续扩大,年均复合增长率 9.33%。截至 2015 年底,公司合并资产总额 208.24 亿元,同比增长 5.73%,主要系货币资金和交易性金融资产增加所致;其中流动资产占 43.21%,非流动资产占 56.79%,公司资产以非流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年,公司流动资产快速增长,年均增幅 24.49%。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。

¹2016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。

图4 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司货币资金波动幅度较大，年均复合增长率42.51%。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。

2013~2015年，公司交易性金融资产快速增长，年均增幅45.17%。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。

2013~2015年，公司应收票据不断增长，年均增幅12.37%。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，2013~2015年，伴随公司销售规模的增长，公司应收账款亦有所增长，年均增幅7.53%。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。

2013~2015年，公司预付款项快速下降，年均降幅15.94%。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。

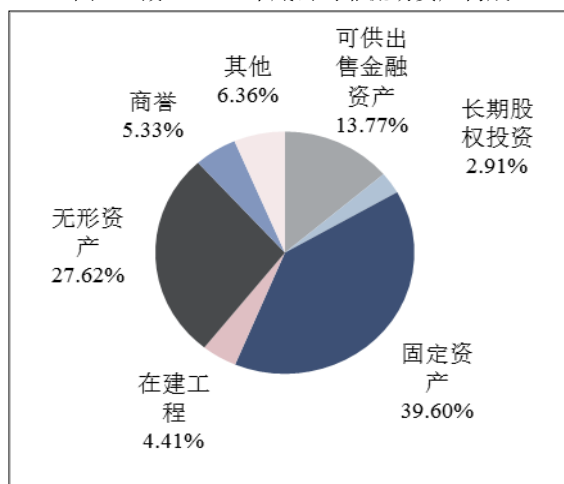
公司其他应收款主要是存出投资款、股权转让款和往来款项。2013~2015年，公司其他应收款快速增长，年均增幅37.59%。截至2015年底，公司其他应收款账面余额8.81亿元，公司对本年其他应收款计提坏账准备0.80亿元，计提比例9.06%；公司其他应收款账面价值8.01亿元，同比增长68.86%，其中由于出让赢众通的股权增加了应收深圳亘兴投资管理合伙企业(有限合伙)的股权转让款1.17亿元，由于董事长朱保国先生增持子公司健康元股票产生应收款1.67亿元。从账龄来看，截至2015年底，公司其他应收款账龄在1年以内的占72.42%，1~2年的占8.28%，2-5年的占1.70%，5年以上的占17.60%，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。

2013~2015年，公司存货快速增长，年复合增长19.64%。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

2013~2015年，公司非流动资产有所波动，年均增幅0.90%。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5 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。2013~2015年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长率93.00%。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”，公司持股比例为20%）的投资由长期股权投资调整至该科目所致。

2013~2015年，公司长期股权投资波动较大，分别为2.75亿元、9.40亿元和3.44亿元。其中2014年较2013年大幅增长，主要由于2014年公司对微众银行投资6.46亿元所致；2015年较2014年减少系将对微众银行的持股调整计入可供出售金融资产所致。

2013~2014年底，公司投资性房地产均为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。

2013~2015年，公司固定资产快速增长，年均增幅17.97%。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。

2013~2015年，公司在建工程快速下降，年均复合下降35.31%。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。

2013~2015年，公司无形资产保持相对稳定，年均复合变动-1.43%。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。

2013~2015年，公司商誉保持稳定，为6.31亿元，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9月底，公司资产总额246.58亿元，较上年底增长18.14%；从资产结构来看，流动资产占50.57%，非流动资产占49.43%，流动资产比重较2015年底有所提高。截至2016年9月底，公司货币资金50.89亿元，较2015年底增长82.47%，主要由于子公司丽珠集团于2016年9月完成非公开发行股票募集资金14.20亿元，其中使用受限的货币资金0.96

亿元；由于新增部分股票投资，交易性金融资产 15.46 亿元，较 2015 年底增长 20.87%；其他应收款 12.05 亿元，较 2015 年底增加 3.24 亿元，其中包括应收朱保国先生 2.83 亿元（较上年底增加 1.16 亿元）；可供出售金融资产较 2015 年底增长 28.35%至 20.90 亿元，主要由于增加了对 Apricot Forest, Inc、前海股权投资基金（有限合伙）、财富证券运通 11 号定向资产管理计划的投资。

总体看，公司资产规模稳定增长，其他应收款增长较快且主要为关联方占款，可供出售金融资产规模增速较快，应收账款和存货规模较大，资产流动性一般；考虑到公司货币资金较充裕，整体资产质量较好。

3. 负债和权益结构

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益有所波动，年均复合变动-1.10%。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%。

2013~2015 年，公司资本公积波动下降，年均降幅 18.92%。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。

2013~2015 年，公司未分配利润有所增长，年均复合增长 8.54%。截至 2015 年底，公司未分配利润 18.84 亿元，同比增长 3.34%。

2013~2015 年，公司少数股东权益有所增长，年均复合增长 4.30%。截至 2015 年底，公司少数股东权益 63.15 亿元，同比增长 4.56%。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益合计 121.94 亿元，较上年底增长 18.82%；其中

少数股东权益和资本公积进一步增长至 80.83 亿元和 21.95 亿元，主要受子公司丽珠集团非公开发行股票影响。

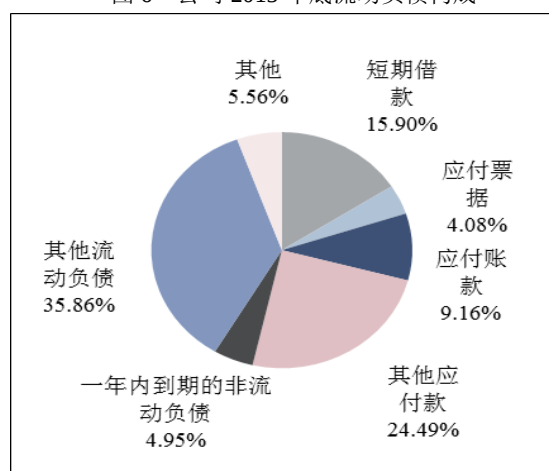
总体看，公司所有者权益中资本公积受投资性房地产公允价值变动的影响变化较大，且未分配利润和少数股东权益占比较高，权益稳定性较弱。

负债

2013~2015 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 23.45%。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，2013~2015 年，公司流动负债快速增长，年复合增长率为 48.85%。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。

图 6 公司 2015 年底流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司短期借款波动增长，年均复合变动率为 25.57%。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。

2013~2015 年,公司应付票据不断下降,年均降幅 13.79%。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。

2013~2015 年,公司应付账款不断增长,年均复合增长率 13.08%。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%。

2013~2015 年,公司其他应付款快速增长,年均增长 33.58%。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%。

2013~2015 年,公司一年内到期的非流动负债快速增长,年均增长 17.28%。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。

2014 和 2015 年底,公司其他流动负债分别为 9.00 亿元和 29.00 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,2013~2015 年,公司非流动负债不断下降,年均复合下降 13.14%。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。

2013~2015 年,公司长期借款快速下降,年均降幅 34.85%。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%)。

2013~2015 年,公司应付债券波动中有所下降,年均降幅 3.58%。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。

2013~2015 年,公司递延收益快速增长,年均增幅 24.80%。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。

2013~2015 年,公司递延所得税负债波动下降,年均复合下降 22.41%。截至 2015 年底,公司递延所得税负债 7.58 亿元,同比下降 40.93%。

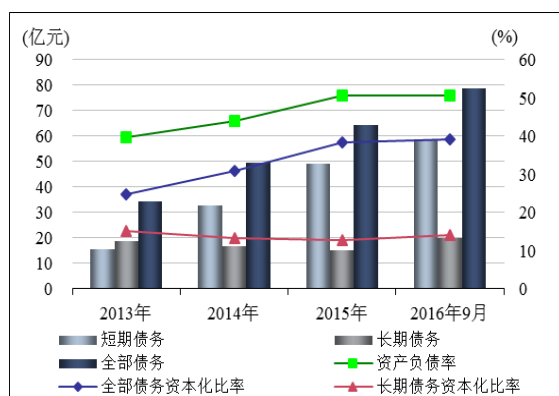
截至 2016 年 9 月底,公司负债总额 124.64 亿元,较 2015 年底增长 18.01%;其中流动负债占比 76.10%,非流动负债占比 23.90%,负债结构较上年底变化大不。2016 年以来,公司持续调整融资方式,通过发行债券置换银行借款。截至 2016 年 9 月底,公司短期借款规模较上年底下降 55.04%至 5.78 亿元;其他流动负债 47.50 亿元,较上年底增长 63.79%,主要系公司 2016 年以来发行了一期 3 亿元短期融资券和合计规模为 21 亿元的超短期融资券,子公司健康元 2016 年发行了一期超短期融资券;应付债券 19.94 亿元,较上年底增长 54.04%,系公司于 2016 年 3 月发行一期 7 亿元中期票据。截至 2016 年 9 月底,公司其他应付款 23.47 亿元,较上年底增长 18.54%,主要为预提销售费用(12.60 亿元)。

有息债务方面,2013~2015 年,公司有息债务规模分别为 34.34 亿元、40.41 亿元、35.19 亿元;其中短期债务分别为 15.50 亿元、23.58 亿元、20.16 亿元,长期债务分别为 18.84 亿元、16.83 亿元、15.03 亿元。截至 2016 年 9 月底,

公司全部债务、短期债务、长期债务分别为 31.35 亿元、11.31 亿元、20.04 亿元。

将其他流动负债中的有息债务部分纳入全部债务计算后, 2013~2015 年, 公司调整后全部债务快速增长, 年均复合增长 36.72%。截至 2015 年底, 公司调整后全部债务 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%, 公司调整后全部有息债务仍以短期债务为主。近三年, 公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率不断增长, 三年均值分别为 46.49%和 33.45%, 2015 年分别为 50.72%和 38.48%; 长期债务资本化比率持续下降, 三年均值为 13.40%, 2015 年为 12.78%; 公司债务负担有所加重。截至 2016 年 9 月底, 调整后公司全部债务 78.85 亿元, 较 2015 年底增长 4.78%; 其中短期债务占 74.59%, 长期债务占 25.41%, 公司有息债务结构仍以短期债务为主。同期, 公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 50.55%、39.27%和 14.11%。

图 7 2013~2016 年 9 月公司负债情况



资料来源: 根据公司财务报表整理

总体看, 近年来公司负债规模快速增长, 债务负担有所加重; 有息债务中以短期债务为主, 债务结构有待改善。

4. 盈利能力

2013~2015 年, 公司营业收入快速增长, 年均复合增长 19.11%; 2015 年公司实现营业收入 88.65 亿元, 同比增长 14.75%。其中制剂

产品和原料药合计占比超过 90.00%, 对营业收入的支撑作用较为明显。近三年, 公司营业成本亦快速增长, 且增速超过营业收入, 年均增幅 21.40%; 2015 年, 公司营业成本 36.43 亿元, 同比增长 11.64%。

从期间费用来看, 2013~2015 年, 公司期间费用快速增长, 年均复合增长 21.30%。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, 同比增长 13.59%。2013~2015 年, 公司期间费用占营业收入比重分别为 48.23%、48.29%和 50.02%, 公司期间费用对利润侵蚀较大。

2013~2015 年, 公司公允价值变动收益变化较大, 分别为 0.41 亿元、1.44 亿元和 -4.22 亿元; 其中 2015 年公司持有的权益工具浮亏规模较大。

2013~2015 年, 公司投资收益快速增长, 年均复合增长 210.44%, 近三年分别实现投资收益 0.46 亿元、1.10 亿元和 4.45 亿元。2014 年, 公司投资收益大幅增长主要由于交易性金融资产投资收益增长所致; 2015 年公司投资收益中 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。

近三年, 公司分别实现营业外收入 0.61 亿元、0.78 亿元和 1.42 亿元, 其中政府补助占比分别为 92.19%、93.54%和 96.48%。

2013~2015 年, 公司利润总额波动中有所下降, 年均降幅 4.74%。2015 年, 公司实现利润总额 6.67 亿元, 同比下降 24.50%。

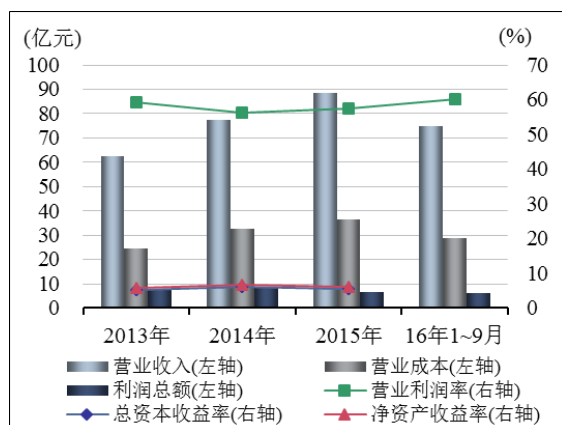
从盈利指标来看, 2013~2015 年, 公司营业利润率有所波动, 分别为 59.17%、56.31%和 57.41%, 均处于较高水平; 同期, 公司总资产收益率²和净资产收益率均呈波动态势, 三年均值分别为 5.58%和 6.14%, 2015 年分别为 5.53%和 6.00%。

2016 年 1~9 月, 公司实现营业收入 74.81 亿元, 为 2015 年全年的 84.39%, 同比增长 12.96%; 同期, 公司期间费用 38.41 亿元, 占

² 该指标的计算使用了调整后全部债务

营业收入的比重为 51.34%，同比增长 18.16%。同期，公司产生公允价值变动收益 0.62 亿元；投资收益-0.92 亿元，系子公司涿州京南永乐高尔夫俱乐部有限公司（以下简称“京南高尔夫”）售出所持有的二级市场股票引起的亏损。2016 年 1~9 月，公司实现利润总额 6.35 亿元，为 2015 年全年的 95.25%，同比增长 10.03%；同期公司营业利润率为 60.15%，较 2015 年提高 2.74 个百分点。

图 8 2013~2016 年 9 月公司盈利情况



资料来源：根据公司财务报表整理

总体看，近年来公司收入规模不断增长，公允价值变动收益和投资收益的波动对公司利润有一定影响；同时，公司期间费用规模较大，对利润形成较大侵蚀；公司整体盈利能力一般。

5. 现金流分析

经营活动方面，2013~2015 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快速增长，分别为 65.76 亿元、81.66 亿元和 103.00 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金分别为 58.89 亿元、77.98 亿元和 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，公司现金收入比呈波动态势，分别为 94.25%、100.94%和 98.95%，整体收入实现质量一般。2013~2015 年，公司经营活动现金流出亦快速增长，分别为 58.38 亿元、72.04 亿元

和 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，近三年分别为 27.08 亿元、30.95 亿元和 46.44 亿元，其中 2015 年大幅增长主要来自丽珠集团销售费用的增加。2013~2015 年，公司经营活动现金流量净额快速增长，年均增幅 23.51%，2015 年为 11.26 亿元，同比增长 17.11%。

投资活动方面，近三年，公司投资活动现金流入规模波动增长，分别为 5.75 亿元、13.77 亿元和 13.76 亿元，其中收回投资收到的现金分别为 4.75 亿元、13.43 亿元和 11.20 亿元。近三年，公司投资活动现金流出量亦波动增长，分别为 19.09 亿元、32.21 亿元和 29.21 亿元，主要系投资支付的现金，分别为 9.31 亿元、23.71 亿元和 23.03 亿元。2013~2015 年，公司投资活动现金流持续表现为净流出，分别为 -13.34 亿元、-18.45 亿元和 -15.46 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。近三年，公司筹资活动现金流入量分别为 20.08 亿元、34.14 亿元和 88.70 亿元。2015 年，公司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。近三年，公司筹资活动现金流出规模快速增长，2015 年为 73.67 亿元，其中用于偿还债务支付的现金 69.39 亿元。2013~2015 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 2.71 亿元、11.72 亿元和 15.03 亿元。

2016 年 1~9 月，公司经营活动现金流入量为 93.31 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金 73.76 亿元；经营活动现金流出量为 84.12 亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金 48.34 亿元；公司经营活动现金流量净额为 9.19 亿元。同期，公司现金收入比为 98.61%，

收入实现质量与上年基本持平。2016 年 1~9 月,公司投资活动产生的现金流量净额为-9.18 亿元,主要由于投资支付的现金规模较大(15.25 亿元),其中子公司京南高尔夫向上海云峰基金投资 8.58 亿元;公司筹资活动现金流入规模 64.48 亿元,其中子公司丽珠集团完成非公开发行股份,募集资金 14.20 亿元,筹资活动产生的现金流量净额 22.71 亿元。

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

6. 偿债能力

短期偿债能力方面,近三年,公司流动比率和速动比率持续下降,三年均值分别为 130.15%和 109.57%,2015 年底分别为 111.25%和 94.90%。同期,公司经营现金流动负债比亦持续下降,近三年分别为 20.23%、17.48%和 13.92%。截至 2016 年 9 月底,公司流动比率和速动比率分别上升至 131.47%和 116.65%。总体看,公司短期偿债能力较强。

长期偿债能力方面,2013~2015 年公司 EBITDA 有所波动,年均复合增长 14.59%,三年分别为 12.29 亿元、16.81 亿元和 16.14 亿元;随着公司债务规模不断扩大,公司调整后全部债务/EBITDA 持续上升,分别为 2.79 倍、2.94 倍和 3.98 倍;EBITDA 利息倍数呈下降趋势,分别为 7.63 倍、6.52 倍和 5.05 倍。总体看,公司长期偿债能力强。

截至 2016 年 9 月底,公司对外担保余额 1.86 亿元,担保比率为 1.53%,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 1.56 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 9 月底,公司共获得银行授信额度合计人民币 89.91 亿元,其中已使用额度 11.48 亿元,尚未使用额度 78.43 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。

7. 母公司财务情况分析

截至 2015 年底,母公司资产总额 38.76 亿元,流动资产占 64.78%,非流动资产占 35.22%;流动资产主要由货币资金、交易性金融资产和其他应收款构成,分别为 1.52 亿元、3.62 亿元和 19.77 亿元(其中合并范围内各公司的应收款项 14.28 亿元);非流动资产中可供出售金融资产 8.79 亿元。截至 2015 年底,母公司负债合计 29.31 亿元,流动负债占 89.80%,非流动负债占 10.20%;流动负债中短期借款和其他流动负债规模较大,分别为 9.56 亿元和 16.00 亿元;非流动负债全部为应付债券。2015 年底,母公司资产负债率为 75.62%,有息负债规模 28.55 亿元,其中短期债务 25.56 亿元。截至 2016 年 9 月底,母公司资产总额 51.88 亿元,其中货币资金 8.39 亿元,其他应收款 26.24 亿元,可供出售金融资产 9.01 亿元;负债合计 43.20 亿元,资产负债率 83.28%,有息债务规模 41.48 亿元,其中短期债务规模 31.50 亿元。

盈利能力方面,2015 年,母公司实现营业收入 0.74 亿元,产生投资收益 1.99 亿元,利润总额 0.70 亿元。母公司融资成本较高,财务费用支出规模 1.55 亿元。2016 年 1~9 月,母公司未产生营业收入,投资收益 0.78 亿元,利润总额-0.77 亿元。

总体看,公司本部货币资金占比较小,其他应收款规模大;盈利能力弱,利润依赖投资收益;有息债务尤其短期债务规模大。考虑到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,公司本部整体偿债能力较好。

8. 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 2017 年 3 月 24 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。

9. 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、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 7 亿元，占 2016 年 9 月底公司调整后全部债务和长期债务的 8.88%和 34.94%，本期中期票据的发行对公司现有债务影响不大；考虑到公司于 2017 年 3 月发行 2017 年度第一期中期票据，发行额度 5 亿元，两期中期票据发行额度占 2016 年 9 月底公司调整后全部债务和长期债务的 15.22%和 59.89%。

截至 2016 年 9 月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 50.55%、39.27%和 14.11%。以 2016 年 9 月底财务数据为基础，同时考虑到公司发行的 2017 年度第一期中期票据（发行规模 5 亿元），两期中期票据发行后，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 52.84%、42.69%和 20.81%。考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还即将到期的超短期融资券，公司实际债务负担指标将低于模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据的 9.39 倍、11.67 倍和

14.71 倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据的 1.05 倍、1.37 倍和 1.61 倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据本金覆盖程度较高。公司 EBITDA/本期中期票据分别为 1.76 倍、2.40 倍和 2.31 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据保障程度较高。同时考虑公司发行的 2017 年度第一期中期票据（5 亿元），2013~2015 年，公司经营活动现金流入量分别为两期中期票据的 5.48 倍、6.80 倍和 8.58 倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为两期中期票据的 0.62 倍、0.80 倍和 0.94 倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据本金覆盖程度较高。公司 EBITDA/两期中期票据分别为 1.02 倍、1.40 倍和 1.35 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据保障程度尚可。

总体看，公司经营活动净现金流和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度较高。

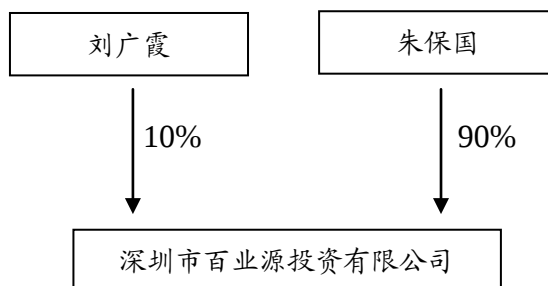
十一、结论

随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。未来在新医改政策推动下，巨大的市场需求将支撑医药行业景气度延续。

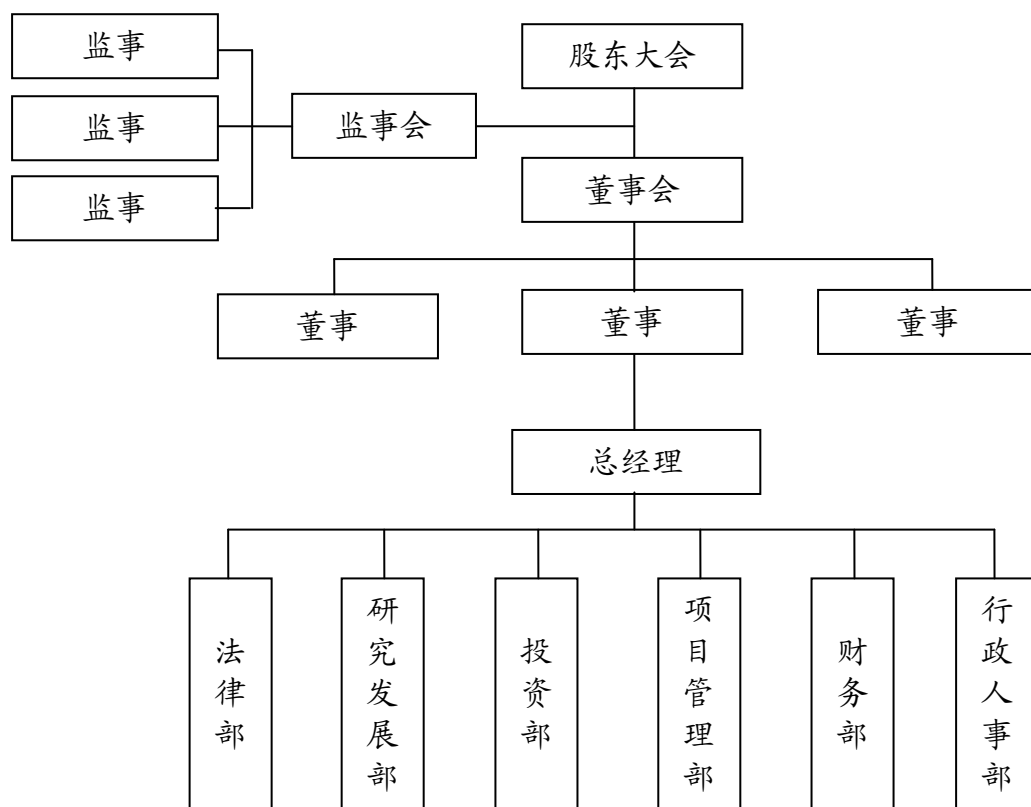
公司产品种类丰富，重点产品市场份额领先，具有较强的研发实力，研发成果显著。近年来，公司总体经营平稳，资产及收入规模持续增长，债务负担有所上升但维持在较低水平，整体盈利能力较强。

公司经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度较高。总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2016 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2016 年 9 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	25.17	30.00	47.46	73.13
资产总额(亿元)	174.23	196.95	208.24	246.58
所有者权益(亿元)	104.92	110.44	102.62	121.94
短期债务(亿元)	15.50	23.58	20.16	11.31
长期债务(亿元)	18.84	16.83	15.03	20.04
全部债务(亿元)	34.34	40.41	35.19	31.35
营业收入(亿元)	62.48	77.25	88.65	74.81
利润总额(亿元)	7.35	8.83	6.67	6.35
EBITDA(亿元)	12.29	16.81	16.14	--
经营性净现金流(亿元)	7.38	9.62	11.26	9.19
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	98.61
营业利润率(%)	59.17	56.31	57.41	60.15
总资本收益率(%)	5.15	6.42	6.69	--
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	14.11
全部债务资本化比率(%)	24.66	26.79	25.54	20.45
资产负债率(%)	39.78	43.92	50.72	50.55
流动比率(%)	159.05	120.14	111.25	131.47
速动比率(%)	133.74	100.06	94.90	116.65
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	2.40	2.18	--

注：公司 2016 年三季度财务数据未经审计。

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 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。

联合资信评估有限公司关于 深圳市百业源投资有限公司 2017 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

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

深圳市百业源投资有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。深圳市百业源投资有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，深圳市百业源投资有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注深圳市百业源投资有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现深圳市百业源投资有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如深圳市百业源投资有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

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

联合资信评估有限公司
二零一七年三月二十八日

