

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1806 号

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

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年八月十二日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

深圳市百业源投资有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 百业源 MTN001	3 亿元	2015/06/16~ 2018/06/16	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2015 年 8 月 12 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	21.69	25.17	30.00	36.32
资产总额(亿元)	105.99	174.23	196.95	206.56
所有者权益(亿元)	61.79	104.92	110.44	115.11
长期债务(亿元)	12.41	18.84	16.83	19.19
全部债务(亿元)	27.47	34.34	49.41	52.68
营业收入(亿元)	58.76	62.48	77.25	21.56
利润总额(亿元)	5.59	7.35	8.83	2.93
EBITDA(亿元)	10.69	12.29	16.81	--
经营性净现金流(亿元)	7.03	7.38	9.62	1.95
营业利润率(%)	50.57	59.17	56.31	58.52
净资产收益率(%)	7.26	5.69	6.73	--
资产负债率(%)	41.70	39.78	43.92	44.27
全部债务资本化比率(%)	30.77	24.66	30.91	31.40
流动比率(%)	162.62	159.05	120.14	131.20
全部债务/EBITDA(倍)	2.57	2.79	2.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.92	7.63	6.52	--
经营现金流动负债比(%)	23.09	20.23	17.48	--

注: 1. 2015 年一季度财务数据未经审计;

2. 将其他流动负债中的短期融资券调整计入短期债务。

分析师

马 栋 孔祥一 赵 楠

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

深圳市百业源投资有限公司(以下称“公司”)主要从事医药及保健产品研发、生产和销售。跟踪期内,公司资产、收入和利润规模持续增长,整体盈利保持较好水平,债务负担维持较低水平,经营性净现金流持续增长。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到国内化学原料药产能过剩、市场竞争激烈,期间费用对利润侵蚀较大,公司经营效率偏低等因素给公司信用水平带来不利影响。

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

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

优势

1. 公司产品种类丰富,重点产品市场份额领先。
2. 近年来,公司资产、收入和利润规模持续增长,债务负担保持较低水平。
3. 跟踪期内,EBITDA、经营活动现金流对存续期中票保障能力较强。

关注

1. 公司期间费用规模大,对利润侵蚀明显。
2. 公司经营效率有待提高。

信用评级报告声明

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

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

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

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

深圳市百业源投资有限公司（以下简称“百业源”或“公司”）成立于1999年1月21日，原名为深圳市百业源实业有限公司。1999年9月13日，焦作市成功化学制品有限公司将其持有的公司股权转让给朱保国，转让后公司出资人情况为：朱保国出资450万元，占注册资本总额的90%；刘广霞出资50万元，占注册资本总额的10%。1999年10月13日，公司增加注册资本7500万元，增资后注册资本8000万元，实收资本8000万元，其中：朱保国出资7200万元，占注册资本总额的90%；刘广霞出资800万元，占注册资本总额的10%。2001年6月12日，公司名称变更为深圳市百业源投资有限公司。截至2015年3月底，公司注册资本为8000万元，其中朱保国先生占90%，刘广霞女士占10%，两者为夫妻关系，公司实际控制人是朱保国先生。

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

截至2015年3月底，公司本部设法律部、研究发展部、投资部、项目管理部、行政人事部和财务部等6个职能部门。公司拥有6家控股一级子公司，其主要经营实体为上市公司健康元药业集团股份有限公司（公司持股48.03%，以下简称“健康元”）；健康元下属公司丽珠医药集团股份有限公司（公司持股47.38%，以下简称“丽珠集团”）为A股上市公司。

截至2014年底，公司（合并）资产总额196.95亿元，所有者权益110.44亿元（含少数

股东权益60.40亿元）；2014年公司实现营业收入77.25亿元，利润总额8.83亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额206.56亿元，所有者权益115.11亿元（含少数股东权益64.17亿元）；2015年1~3月，公司实现营业收入21.56亿元，利润总额2.93亿元。

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

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

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

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

264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

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

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

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进

势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业现状

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。

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 年一季度，中国医药制造业实现主营业务收入 5531.83 亿元，同比增长 9.51%，利润总额 556.37 亿元，同比增长 12.54%，总体保持了稳定增长的发展趋势。

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

中药饮片加工盈利能力明显偏低。近年来医药行业效益有所分化，中成药制造总体保持快速增长，盈利能力较强。

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

2. 化学原料药行业

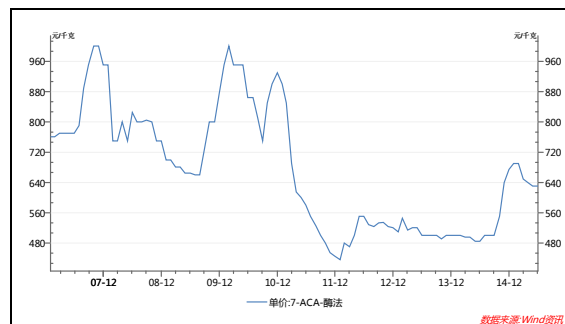
随着国际上大量专利药的专利权到期，以及发达国家出于环保要求限制其化学原料药的生产，中国已成为原料药转移生产的主要受惠国，占全球 19.3% 的市场份额，位居首位，其中仿制原料药的市场份额更是高达 37.8%。中国原料药产量与出口量均保持了快速增长，目前约占中国医药制造业生产总值的 20%。根据国家统计局数据，2014 年中国原料药出口交货值 605.13 亿元，同比增长 4.14%，保持稳定增长，从细分产品看，原料药出口分化明显，大宗原料药自 2012 年第四季度以来季度出口额持续负增长，呈现明显的出口颓势，而特色原料药出口保持快速增长，排名前十名的特色原料药中半数实现出口额强势增长，且以心脑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

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

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

缩合而成，故 7-ACA 是合成头孢菌素的关键性中间体。由于近年来头孢类抗生素价格波动较大，7-ACA 价格受到影响。同时受到国家卫生部自 2011 年起开始实施为期三年的全国抗菌药物临床应用专项整治活动和《抗菌药物临床应用管理办法》的影响，抗菌药物市场需求减少，导致抗菌药物市场竞争加剧。2010 年~2011 年，头孢类抗生素原料药以及中间体 7-ACA（酶法）的价格大幅下滑，2012 年~2013 年小幅回升后呈现底部震荡态势。2014 年 6 月起价格有所回升，截至 2015 年 6 月，7-ACA（酶法）价格已经从 2014 年 6 月份的 485 元/千克上升至 630 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。

3. 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。

4. 中药行业

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

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

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

五、基础素质分析

1. 产权情况

截至 2015 年 3 月底，公司注册资本为 8000 万元，其中朱保国先生占 90%，刘广霞女士占 10%，公司实际控制人是朱保国先生。

2. 企业规模

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

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

总体看，公司产品种类丰富，在细分市场具有竞争优势。

六、管理分析

跟踪期内，公司高管、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

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

跟踪期内，公司保持了以药品板块为主，保健品板块为辅的业务格局。2014年，公司药品（含试剂）销售收入占营业收入的90.51%，为公司最主要收入来源，其中制剂产品对公司收入贡献最大；保健品销售收入占营业收入的3.54%，为公司第二大收入来源；其他收入占营业收入5.95%，主要为一级子公司健康元与二级子公司丽珠集团主营业务之外的收入。

跟踪期内，公司营业收入保持稳定增长，2014年为77.25亿元，较上年增长23.63%。分

板块看，公司药品（含试剂）收入同比增长20.62%，其中制剂药、原料药、诊断试剂及设备同比分别增长16.20%、32.51%和18.61%；保健品收入同比下降9.02%。

从毛利率看，2014年，公司综合毛利率为57.76，较上年下降2.68个百分点。其中，保健品、制剂药毛利率分别下滑2.41和1.52个百分点，原料药毛利率提高了5.48个百分点，诊断试剂及设备毛利率相对稳定。

2015年1~3月，公司实现营业收入21.56亿元，同比增长19.68%，综合毛利率为59.89%，较上年小幅增长。

总体看，公司主营业务突出，药品销售作为公司主要收入来源，跟踪期内保持平稳增长，总体经营情况良好。

表1 近年来公司营业收入构成情况

类别	营业收入（万元）				毛利率（%）			
	2012年	2013年	2014年	15年1-3月	2012年	2013年	2014年	15年1-3月
保健品	23993.13	30100.11	27383.77	8602.44	74.00	72.59	70.18	70.94
药品（含试剂）	504590.36	579680.62	699212.00	200470.23	55.35	60.27	59.25	61.66
电力销售	50780.69	--	--	--	8.33	--	--	--
煤炭及相关产品	--	--	28038.99	3460.53	--	--	21.10	34.83
其他	8242.84	15062.65	17887.62	3024.59	38.84	42.67	38.11	-62.00
总计	587607.02	624843.38	772522.38	215557.79	51.82	60.44	57.76	59.89

资料来源：公司提供

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

2. 原材料采购

跟踪期内，公司原材料采购品种及模式未发生重大变化。2014年，公司药品板块向前五名供应商共计采购3.72亿元，占采购总额的18.09%，采购集中度适宜。

表2 2014年公司药品板块向前五名供应商采购情况

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

资料来源：公司提供

3. 生产与销售

跟踪期内，公司生产和销售模式无重大变化，仍以市场需求为导向组织生产。

（1）化学原料药

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

产能利用方面，2013年头孢品种因生产厂新版GMP认证而进行车间改造，导致部分化学原料药产能利用率较低，2014年以来公司化学原料药产能利用率明显提高。

公司原料药销售主要采取直接销售方式。

国内市场主要与大型生产企业直接签订产品销售合同，直接销售给客户，同时兼以经销商销售方式；国外市场采取直接销售方式，对于风险因素较高地区则兼以经销商方式并行，目前

公司产品主要出口亚洲、欧洲、北美、非洲等近40个国家和地区。跟踪期内，公司主要化学原料药销量波动中有所增长，产销率总体保持较高水平。

表3 近年来公司主要化学原料药生产情况

类别	产能				产量			
	2012年	2013年	2014年	15年1-3月	2012年	2013年	2014年	15年1-3月
美罗培南混粉(吨)	30.00	30.00	30.00	7.50	15.32	17.89	19.56	5.28
7-ACA(吨)	1500.00	1600.00	1600.00	400.00	1111.87	1197.99	1340.42	388.26
头孢曲松钠(吨)	420.00	540.00	800.00	200.00	310.33	144.49	511.86	121.31
头孢唑肟钠(吨)	120.00	200.00	150.00	37.50	54.79	76.80	99.00	9.98
苯丙氨酸(吨)	3600.00	3600.00	7000.00	1750.00	2755.90	2473.12	4664.10	1635.00
美伐他汀(吨)	228.00	360.00	200.00	100.00	193.88	196.56	168.38	80.96
粘杆菌素(千十亿)	35000.00	35000.00	45600.00	13500.00	31771.11	28911.72	45474.15	12378.23

资料来源：公司提供

表4 近年来公司主要化学原料药销售情况

类别	销量				产销率(%)			
	2012年	2013年	2014年	15年1-3月	2012年	2013年	2014年	15年1-3月
美罗培南混粉(吨)	13.50	13.55	14.58	4.80	88.12	75.74	74.55	90.90
7-ACA(吨)	949.74	1110.06	1382.02	395.76	85.42	92.66	103.10	101.93
头孢曲松钠(吨)	275.16	169.79	415.29	139.30	88.67	117.51	81.13	114.83
头孢唑肟钠(吨)	43.93	63.68	83.35	4.00	80.18	82.91	84.19	40.45
苯丙氨酸(吨)	2607.20	2088.78	3945.60	1078.50	94.60	84.46	84.60	65.96
美伐他汀(吨)	192.44	154.88	201.02	25.10	99.26	78.80	119.38	31.00
粘杆菌素(千十亿)	26169.94	29763.48	39675.12	10314.02	82.37	102.95	87.25	83.26

资料来源：公司提供

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

表5 近年来公司主要原料药收入情况(万元)

类别	2012年	2013年	2014年	15年1-3月
美罗培南混粉	18429.82	16004.07	15458.85	4661.68
7-ACA	46416.01	58157.51	42302.89	13421.53
头孢曲松钠	15116.95	8910.80	22234.09	7824.64
头孢唑肟钠	3966.12	5410.27	6740.77	339.14
苯丙氨酸	11417.39	7872.39	13217.25	3473.12
美伐他汀	12818.72	9810.80	12501.61	1537.28
粘杆菌素	12076.49	10215.55	14011.55	3281.56

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。

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

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

表 6 近年来公司主要化学制剂药生产情况

类别	产能				产量			
	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月
倍能（万支）	1625.00	1625.00	1625.00	406.25	379.00	459.82	612.09	183.86
速能（万支）	1250.00	1250.00	1250.00	312.50	37.00	34.19	20.43	12.08
尿促卵泡素（万支）	2175.00	2175.00	2679.60	576.50	220.80	275.02	336.50	77.61
康丽能折 0.5g(万支)	2500.00	2500.00	2500.00	546.75	735.85	554.44	651.18	253.60
丽扶欣折 0.75g(万支)	2500.00	2500.00	2500.00	546.75	653.07	369.47	393.73	120.37
丽珠得乐冲剂折 56 包（万盒）	1250.00	1250.00	1250.00	20.41	390.98	367.53	376.81	69.04
丽珠得乐胶囊折 40 粒（万盒）	1330.00	1330.00	1448.00	784.50	199.84	241.25	175.56	49.61
丽珠肠乐折 20 粒（万盒）	1265.00	1265.00	1265.00	308.00	110.36	137.67	126.60	40.59

资料来源：公司提供

表 7 近年来公司主要中药制剂生产情况

类别	产能				产量			
	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月
参芪扶正注射液(万瓶)	1500.00	1500.00	1500.00	375.00	897.62	1151.83	1172.72	297.80
抗病毒颗粒(万盒)	4241.00	4241.00	4241.00	1200.57	2548.37	2052.09	3092.56	88.60
前列安栓(万盒)	750.00	750.00	750.00	210.00	132.62	182.19	84.48	51.84

资料来源：公司提供

销售方面，公司目前已建立了覆盖国内销售市场的营销网络，并与商业主渠道和数千家医院、诊所、药店等终端客户建立有稳定的业务关系，销售模式以自建队伍为主，招商为辅。公司处方药均自行销售，OTC产品基本通过商业配送终端覆盖，主要和中国医药集团总公司、上海医药（集团）有限公司以及当地的龙头医

药商业公司进行合作。公司目前拥有OTC销售队伍2500多人和处方药队伍4000多人，营销网络遍及全国。产品覆盖超过12000家以上的医院、30000家药店，与600个一级经销商和2000个二级经销商建立了长期稳定的合作关系。

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

表 8 近年来公司主要化学制剂药销售情况

类别	销量				产销率（%）			
	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月
倍能（万支）	374.00	445.73	622.39	207.29	98.68	96.94	101.68	112.75
速能（万支）	35.00	25.39	28.54	9.64	94.59	74.26	139.73	79.78
尿促卵泡素（万支）	215.85	269.13	329.32	66.96	97.76	97.86	97.87	86.28
康丽能折 0.5g(万支)	730.65	653.14	678.35	177.80	99.29	117.80	104.17	70.11
丽扶欣折 0.75g(万支)	625.12	413.61	397.66	55.61	95.72	111.95	101.00	46.20
丽珠得乐冲剂折 56 包（万盒）	375.45	354.19	348.19	96.88	96.03	96.37	92.40	140.32
丽珠得乐胶囊折 40 粒（万盒）	198.35	200.34	194.83	62.26	0.99	83.04	110.98	125.50
丽珠肠乐折 20 粒（万盒）	117.97	122.99	116.47	39.62	106.90	89.34	92.00	97.61

资料来源：公司提供

表 9 近年来公司主要中药制剂销售情况

类别	销量				产销率（%）			
	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月
参芪扶正注射液(万瓶)	888.78	1115.39	1145.74	303.73	99.02	96.84	97.70	101.99
抗病毒颗粒(万盒)	2133.82	2195.11	2309.23	949.73	83.73	106.97	74.67	1071.93
前列安栓(万盒)	116.10	135.75	139.19	42.49	87.54	74.51	164.76	81.96

资料来源：公司提供

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

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

碳青霉烯类是公司重点发展及培养的品种，其主要包括倍能，其主要以静脉滴注剂型供应。跟踪期内，倍能销售收入持续增长，2014 年达到 4.76 亿元。

消化道药是公司的拳头产品之一，产品“丽珠得乐”系列在全国消化道领域制剂产品中具有较高知名度和市场占有率。跟踪期内，“丽

珠得乐”系列一直保持了过亿元的销售收入，2013 年销售收入达到 1.16 亿元；2014 年销售收入达到 1.18 亿元。

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

公司中药制剂产品主要包括参芪扶正注射液、抗病毒颗粒、前列安栓、血栓通等，2014 年分别实现销售收入 13.11 亿元、2.45 亿元、0.40 亿元和 0.61 亿元，均较上年有不同程度增长。

表 10 近年来公司制剂药主要产品收入情况

类别	营业收入（万元）			
	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月
倍能	29554.78	38725.70	47606.93	15985.42
速能	2258.75	2265.23	2345.39	812.29
注射用尿促卵泡素	23995.32	30465.00	37264.90	7604.16
注射用尿促性素(HMG)	10305.89	13177.39	13902.40	2930.26
注射用醋酸亮丙瑞林微球	6812.97	12860.02	20097.46	6517.92
得乐系列	12315.66	11839.81	11784.13	3437.71
参芪扶正注射液	101404.44	127770.41	131111.62	34629.88
抗病毒颗粒	22468.64	23790.25	24477.88	9940.22
血栓通注射液	6164.61	4441.46	6132.06	1004.05
前列安栓	3287.35	3896.76	3985.30	1198.93

资料来源：公司提供

（3）诊断试剂及设备

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

近三年，公司诊断试剂及设备营业收入不

断增长，分别为 3.44 亿元、3.74 亿元和 4.43 亿元。

（4）保健品

公司保健品板块业务主要集中在深圳太太药业有限公司（以下简称“太太药业”）和健康药业（中国）有限公司（以下简称“健康药业”）。太太药业成立于 2002 年，主要从事保健食品的生产和销售业务，其中太太口服液系列产品为其主打产品，该产品含有首乌、当归等多种调理性中药，主要用于调节内分泌，用于调理女性更年期症状。此外太太药业还生产

静心口服液、太太血乐口服液等产品，目前尚有一批保健品处于报批研发之中。健康药业成立于 1990 年，主要从事保健品的生产和销售业务，以鹰派花旗参系列产品为主，具有静心凝神、消除疲劳、增强记忆力、提高免疫力等作用，适用人群较广泛。2014 年，公司保健品实现销售收入 2.74 亿元，同比下滑 9.02%。

5. 经营效率

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

6. 未来发展

公司未来 5-10 年的发展定位是成为具有国内领先自主创新能力以及在生产、技术、管理等方面具备国际竞争力的制药企业集团。原料药方面，公司将进一步完善产业链条、成为一家拥有先进工艺水平和品种的特色原料药企业；化学制剂方面，公司将扩大现有产品的市场份额，成为拥有良好品牌、有专有技术、特色品种的企业；中药制剂方面，公司将推动全新复方或单体中药产品的研究开发、已上市品种的二次开发；保健品方面，公司将持续加大宣传力度，进一步提高整体销售额。

在建工程方面。截至 2015 年 3 月底，公司在建项目为海滨坪山新厂项目。

海滨坪山新厂项目计划在深圳市坪山新区建设医用碳青霉烯类系列产品产业化基地，用于医用碳青霉烯类系列产品及多个在研新产品的研发与生产。主要建设内容有 4 个生产车间（含 5 条制剂生产线、2 条中试生产线）、研发中心、质控与 QC 中心、行政办公大楼、多层仓库、辅助生产设施等。项目计划总投资 10.37 亿元，其中自有资金 3.37 亿元，银行借款 7 亿元，其中一期计划投资 5.37 亿元，于 2012 年开始筹建，预计 2016 年 8 月初步建成，2017 年正式竣工投产；二期计划投资 5.00 亿元，视具体新产品进行开发投入。目前，该项目已经完成房地产登记、用地规划许可、方案设计批复、工程设计施工图审查及场地三通一平、节水评估报告批复等前期准备工作，并已取得深圳市坪山新区坑梓街道的工业用地，宗地编号：G14320-0139，土地证编号：深房地字第 6000548618 号；用地规划许可：深规土许 PS-2013-0015 号；尚需取得环境保护部门的审批等文件。

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

表 11 截至 2015 年 3 月底公司在建及未来计划投资项目（单位：亿元）

项目名称	计划投资额	截至 2015 年 3 月底已投资额	未来资金投入计划		自有资金比例及到位情况
			2015 年 4-12 月	2016 年	
海滨坪山新厂	10.37	0.42	1.99	0.64	32.49%，到位 3.37 亿元
合 计	10.37	0.42	1.99	0.64	--

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

2015 年 6 月 15 日，公司发行“15 百业源 MTN001”，发行额度 3 亿元，发行期限 3 年，募集资金全部用于偿还金融机构借款。截至 2015 年 6 月底，募集资金已按计划使用完毕。

九、财务分析

公司提供的 2012~2014 年财务数据已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论，2015 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2013 年公司纳入合并范围一级子公司 6 家、二级子公司 29 家，其中 5

家二级子公司为 2013 年新增。2014 年和 2015 年 1~3 月公司合并范围较 2013 年无变化。总体看，合并范围变动对公司财务报表构成一定影响。

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

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 206.56 亿元，所有者权益（含少数股东权益 64.17 亿元）为 115.11 亿元；2014 年 1~9 月公司实现营业收入 21.56 亿元，利润总额 2.93 亿元。

1. 盈利能力

2014 年，公司实现营业收入 77.25 亿元，同比增长 23.63%，其中制剂产品和原料药合计占比超过 90.00%，对营业收入的支撑作用较为明显。2014 年，公司有营业成本 3.26 亿元，同比增长 32.01%。2014 年，公司营业利润率为 59.17%，较 2013 年提高 8.60 个百分点。

2014 年，公司期间费用合计 37.30 亿元，其中销售费用 27.94 亿元，同比增长 22.91%，主要系销售结构和营销策略的改变所致。2014 年，公司期间费用占营业收入的比重为 48.29%，较上年略有上升，公司期间费用对营业利润侵蚀较大。

2014 年，公司公允价值变动大幅增长 1.03 亿元，主要由于交易性权益工具投资增长所致。

跟踪期内，公司投资收益快速增长，2014 年为 1.10 亿元，其中交易性金融资产投资收益占 70.05%。2014 年公司投资收益同比增长 137.78%，主要由于交易性金融资产投资收益大幅增长所致。

跟踪期内，公司营业外收入持续增长。2014 年，公司实现营业外收入 0.78 亿元，其中政府补助占 93.54%。

从盈利指标来看，2014 年，公司净资产收益率、总资产收益率和营业利润率分别为

6.73%、6.06%和 56.31%，营业利润率较上年下降 2.86 个百分点，总资产收益率和净资产收益率分别较上年提高 0.91 和 1.04 个百分点。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 21.56 亿元，占 2014 年全年的 27.90%；公司实现利润总额 2.93 亿元，占 2014 年全年的 33.18%；同期营业利润率为 58.52%，较 2014 年增长 2.21 个百分点。

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

2. 现金流

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流入量不断增长，2014 年为 81.66 亿元。公司经营活动产生的现金流入主要来自销售商品、提供劳务收到的现金，2014 年为 77.98 亿元。跟踪期内，公司现金收入比呈波动态势，2014 年为 100.94%，较上年提高 6.69 个百分点，整体收入实现质量一般。跟踪期内，公司经营活动现金流出亦不断增长，2014 年为 72.04 亿元。2014 年，公司经营活动现金流量净额 9.62 亿元，同比增长 30.25%，大幅增长的主要原因是公司产品销售收入增加及公司加快资金回款等原因所致。

跟踪期内，公司投资活动净现金流持续为负，2014 年为 -18.45 亿元。2014 年公司投资活动净现金流量较上年同期减少 5.11 亿元，降幅 38.29%，主要原因为入股深圳前海微众银行股份有限公司增加投资款 6.46 亿元所致。

跟踪期内，公司筹资活动现金流量净额持续增长，2014 年为 11.72 亿元。公司筹资活动主要是以银行借款和发行债券为主。

2015 年 1~3 月，公司经营活动现金流入和现金流量净额分别为 22.50 亿元和 1.95 亿元，现金收入比为 96.55%，收入实现质量一般。公司投资活动产生的现金流量净额为 -1.25 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 5.42 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,存在对外融资需求。

3. 资产及债务结构

跟踪期内,公司资产规模持续扩大,截至2014年底,公司合并资产总额196.95亿元,同比增长13.04%,主要系固定资产和长期股权投资增加所致;其中流动资产占33.56%,非流动资产占66.44%,以非流动资产为主。

流动资产

截至2014年底,公司流动资产合计66.09亿元,较2013年增长13.83%。截至2014年底,公司流动资产66.09亿元,以货币资金(占比25.39%)、应收账款(占比25.61%)和存货(占比16.71%)为主。

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

截至2014年底,公司交易性金融资产7.24亿元,较去年同期增长19.14%,主要是交易性权益工具投资7.22亿元。

截至2014年底,公司应收账款余额为16.93亿元,计提坏账准备1.29亿元,计提比例7.08%。从集中度来看,前五名应收账款金额合计占应收账款的17.25%,集中度较低。从应收账款账龄来看,截至2014年底,公司账龄在1年以内的占96.73%,1~2年占1.32%,2年以上的占1.95%,账龄较短。

截至2014年底,公司其他应收款余额4.74亿元,同比增长12.10%,主要是存出投资款和往来款项,计提坏账准备1.82亿元,计提比例12.13%。从集中度来看,前五名应收账款金额合计占应收账款的47.30%,集中度一般。本期收回坏账准备金额0.03亿元,系收到天同证券有限责任公司破产清算财产分配款。

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

非流动资产

截至2014年底,公司非流动资产130.86亿元,主要由投资性房地产(占15.22%)、固定资产(占33.19%)和无形资产(占25.53%)构成。

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

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

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

截至2014年底,公司在建工程6.74亿元,同比下降45.89%,主要原因是在建工程完工投入使用结转固定资产所致。

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

2015年3月底,公司总资产206.56亿元,较上年底增长4.88%,主要来自货币资金和应

收账款的增长。从资产结构来看，流动资产占比 36.95%，较 2014 年底增加 3.03 个百分点，非流动资产占比 63.41%，资产结构与上年底相比变化不大。截至 2015 年 3 月底，公司货币资金 22.99 亿元，较 2014 年底增长 37.03%；公司应收账款 18.99 亿元，较 2014 年底增长 12.15%。

总体看，公司资产规模增速较快，资产流动性一般；合并范围变化对公司资产构成一定影响；公司整体资产质量较好。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益 110.44 亿元（含少数股东权益 60.40 亿元），同比增长 5.26%，其中股本占 0.72%、资本公积占 27.97%、未分配利润占 16.61%。

截至 2014 年底，公司资本公积 30.89 亿元，同比增长 3.51%；未分配利润 18.23 亿元，同比增长 14.00%；少数股东权益 60.40 亿元，同比增长 4.05%。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 115.11 亿元，较上年底增长 4.23%，主要源于未分配利润和少数股东权益的增长。

总体看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

截至 2014 年底，公司负债合计 86.51 亿元，同比增长 24.82%，主要系短期借款和其他流动负债增加所致；其中流动负债占 63.59%，非流动负债占 36.41%，公司负债以流动负债为主。

截至 2014 年底公司流动负债 55.01 亿元，同比增长 50.71%，主要由短期借款（占比 30.50%）、应付票据（占比 6.69%）、应付账款（占比 12.66%）和其他应付款（占比 22.28%）构成。

截至 2014 年底，公司短期借款 16.78 亿元，同比增长 105.73%，主要系公司本部及丽珠借款增加所致。截至 2014 年底，公司短期借款中信用借款占 3.34%，保证借款占 23.30%，质押借款占 29.92%，其他借款占 43.45%。公司

其他借款是①公司向兴业银行深圳天安支行借款人民币 3.29 亿元，用于支付货款，以公司持有的子公司健康元集团股票 1.35 亿股进行股票质押式回购借款；②公司向浦发银行深圳宝安支行借款人民币 4 亿元，用于支付货款，以公司持有的子公司健康元集团股票 1.6 亿股进行股票质押式回购借款。

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

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

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 3.12 亿元，同比增长 7.12%，系将于一年内到期的信用借款和质押借款。

2014 年底，公司产生其他流动负债 9.00 亿元，系孙公司丽珠集团发行 3 亿元超短期融资券及子公司健康元集团发行 6 亿元短期融资券所致。

截至 2014 年底，公司非流动负债 31.50 亿元，主要由长期借款（占 9.19%）、应付债券（占比 44.25%）、递延收益（占 5.84%）和递延所得税负债（占比 40.72%）构成。

截至 2014 年底，公司长期借款 2.89 亿元，同比下降 44.11%，其中信用借款 3.70%，保证借款占 22.73%，质押借款占 73.57%。

截至 2014 年底，公司应付债券 13.94 亿元，其中公司债券（11 健康元）9.94 亿元，中期票据（13 丽珠 MTN1）4.00 亿元。

截至 2014 年底，公司递延收益 1.84 亿元，同比增长 33.54%，主要系收到政府补助的增加。

从债务结构看，截至 2014 年底，公司全部债务 49.41 亿元，同比增长 43.88%，其中短

期债务和长期债务分别占 65.93%和 34.07%，以长期债务为主。近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈波动态势；2014 年分别为 43.92%、30.91%和 12.23%。公司整体债务负担较轻。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额 91.45 亿元，较 2014 年底增长 5.71%，主要来自短期借款和长期借款的增长，其中流动负债占比 63.00%，非流动负债占比 37.00%，与 2014 年底相比基本保持平稳，公司负债结构仍以流动负债为主。

截至 2015 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 44.27%、31.40%和 14.29%，长期债务负担较 2014 年底略有增加，全部债务负担略有下降，整体仍处于较低水平。

总体看，公司债务规模快速增长，但债务负担较轻，债务结构较为合理。

4. 偿债能力

2014 年，公司 EBITDA 为 16.81 亿元，同比增长 36.78%，EBITDA 利息倍数为 6.52 倍，较上年有所下降；全部债务/EBITDA 倍数小幅上升至 2.94 倍。整体看，EBITDA 对债务及利息保障程度较好。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得银行授信额度合计人民币 107.31 亿元，其中已使用额度 32.54 亿元，尚未使用额度 74.76 亿元；此外，公司拥有两家上市公司（健康元和丽珠集团）。公司具备间接和直接融资渠道。

截至 2015 年 3 月底，公司对外担保余额 1.90 亿元，担保比率为 1.65%。全部为对未纳入合并范围的参股子公司提供的担保，包括焦作健康元对金冠电力的贷款提供担保 0.40 亿元和健康元集团对金冠电力的贷款提供担保 1.50 亿元。金冠电力主营电力生产及销售，公司对上述担保采取了反担保措施。公司或有负债风险低。

5. 对存续期内中期票据偿还能力分析

截至目前，公司存续期内中期票据为“15 百业源 MTN001”3 亿元（以下简称“存续期中票”）。

2014 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对存续期中票的保障倍数分别为 5.60 倍、27.22 倍和 3.21 倍。公司经营活动现金流入量对存续期中票的覆盖程度很高。

总体看，公司 EBITDA、经营活动现金流对存续期中票具备较强保障能力。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1044030500578740C），截至 2015 年 7 月 16 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

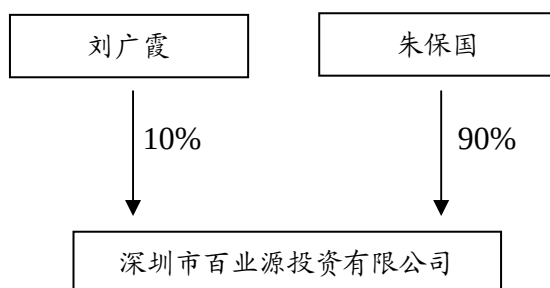
7. 抗风险能力

总体来看，公司产品种类丰富，重点产品市场份额领先。近年来，公司主营产品收入不断增长，营业利润率水平较高，盈利情况良好；债务负担较轻，总体偿债能力较强。总体来看，公司整体抗风险能力很强。

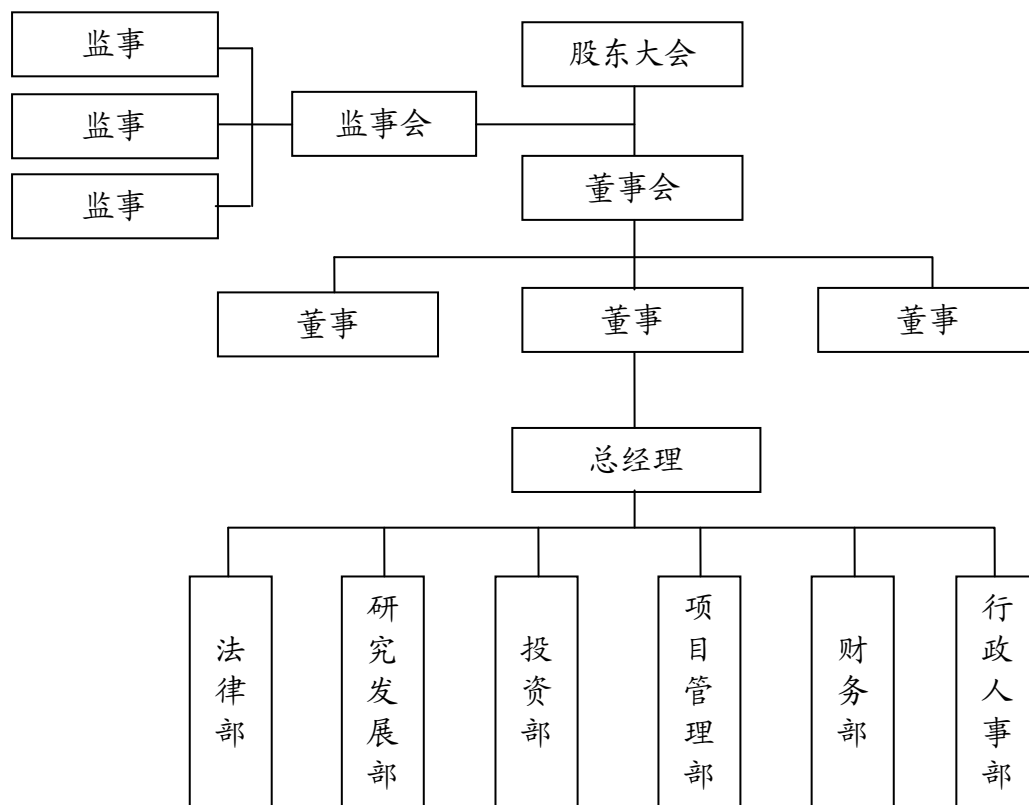
十、结论

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

附件 1-1 截至 2015 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2015 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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.26	24.66	29.32	19.88
资产总额(亿元)	105.99	174.23	196.95	206.56
所有者权益(亿元)	61.79	104.92	110.74	115.33
短期债务(亿元)	15.06	15.50	32.58	33.49
长期债务(亿元)	12.41	18.84	16.83	19.19
全部债务(亿元)	27.47	34.34	49.41	43.68
营业收入(亿元)	58.76	62.48	77.25	21.56
利润总额(亿元)	5.59	7.35	8.83	2.93
EBITDA(亿元)	10.69	12.29	16.81	--
经营性净现金流(亿元)	7.03	7.38	9.62	1.95
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.28	3.45	3.47	--
存货周转次数(次)	4.02	2.90	3.22	--
总资产周转次数(次)	0.58	0.45	0.42	--
现金收入比(%)	95.52	94.25	100.94	96.55
营业利润率(%)	50.57	59.17	56.31	58.52
总资本收益率(%)	6.38	5.15	6.06	--
净资产收益率(%)	7.26	5.69	6.73	--
长期债务资本化比率(%)	16.72	15.22	13.23	14.29
全部债务资本化比率(%)	30.77	24.66	30.91	31.40
资产负债率(%)	41.70	39.78	43.92	44.27
流动比率(%)	162.62	159.05	120.14	131.20
速动比率(%)	136.95	133.74	100.06	111.14
经营现金流动负债比(%)	23.09	20.23	17.48	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.92	7.63	6.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.57	2.79	2.94	--

注：1. 公司 2015 年一季度财务数据未经审计；

2. 将其他流动负债中的短期融资券调整计入短期债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

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

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。