跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1138 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持深圳市百业源投资有限公司主体长期信用等级为AA^+，评级展望稳定，并维持“15百业源MTN001”、“16百业源MTN001”和“17百业源MTN001”AA^+的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十七日

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^+
16 百业源 MTN001	7 亿元	2016/03/08~2019/03/08	AA^+	AA^+
17 百业源 MTN001	5 亿元	2017/03/06~2020/03/06	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2017 年 6 月 27 日

财务数据

项　目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	30.00	47.46	47.58	64.32
资产总额(亿元)	196.95	208.24	235.27	253.79
所有者权益(亿元)	110.44	102.62	121.38	126.94
短期债务(亿元)	23.58	20.16	8.45	10.09
长期债务(亿元)	16.83	15.03	26.92	36.88
全部债务(亿元)	40.41	35.19	35.37	46.97
调整后全部债务(亿元)	49.41	64.19	68.87	77.47
营业收入(亿元)	77.25	88.65	99.17	27.97
利润总额 (亿元)	8.83	6.67	9.14	3.19
EBITDA(亿元)	16.81	16.14	19.08	--
经营性净现金流(亿元)	9.62	11.26	14.56	2.62
营业利润率(%)	56.31	57.41	59.26	61.80
净资产收益率(%)	6.73	6.00	6.17	--
资产负债率(%)	43.92	50.72	48.41	49.98
全部债务资本化比率(%)	26.79	25.54	22.56	27.01
调整后全部债务资本化比率(%)	30.91	38.48	36.20	37.90
流动比率(%)	120.14	111.25	132.34	147.79
经营现金流动负债比(%)	17.48	13.92	18.85	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.40	2.18	1.85	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	2.94	3.98	3.61	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.52	5.05	6.00	--

注：1. 2017 年一季度财务数据未经审计；
2. 调整后全部债务包括其他流动负债中的有息债务。

分析师

孔祥一　张　源

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

深圳市百业源投资有限公司（以下简称“公司”）主要从事医药及保健产品研发、生产和销售。跟踪期内，公司资产、收入规模持续增长，整体盈利保持较好水平，孙公司丽珠医药集团股份有限公司完成非公开发行股票，公司整体资本实力得到提升；公司在产品种类及市场份额方面具备一定优势，多个品种进入国家新版《医保目录》。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，期间费用对利润侵蚀明显，非经营性损益存在波动，权益稳定性较弱及母公司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。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定，并维持“15 百业源 MTN001”、“16 百业源 MTN001”和“17 百业源 MTN001”信用等级为 AA^+。

优势

1. 跟踪期内，公司资产和收入规模持续增长，债务负担保持合理水平。
2. 公司产品种类丰富，其中参芪扶正注射液为国家重点新产品及国家中药保护品种，尿促卵泡素、得乐系列等产品市场份额领先。
3. 跟踪期内，公司艾普拉唑肠溶片等多种产品进入国家新版《医保目录》，目前公司共有 209 个产品纳入新版《医保目录》。
4. 公司EBITDA和经营活动现金流入量对“15 百业源MTN001”、“16百业源MTN001”和“17百业源MTN001”的保障能力较强。

关注

1. 近年来，医药改革深入推进，药品价格面临下行压力，可能对公司未来盈利能力产生影响。

2. 公司期间费用规模大，对利润侵蚀明显。
3. 公司持有较大规模交易性金融资产和可供出售金融资产，2016 年公司公允价值变动收益 0.54 亿元（2015 年为-4.22 亿元），非经营性损益对公司利润水平有一定影响。
4. 公司所有者权益中少数股东权益占比高，权益稳定性较弱。
5. 母公司债务负担重，盈利能力弱。

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”、“16百业源MTN001”和“17百业源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2017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 2017 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，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，公司持股 46.81%）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，公司合计持股 42.95%）。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 235.27 亿元，所有者权益 121.38 亿元（含少数股东权益 79.91 亿元）；2016 年公司实现营业收入 99.17 亿元，利润总额 9.14 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 253.79 亿元，所有者权益 126.94 亿元（含少数股东权益 83.66 亿元）；2016 年 1~3 月公司实现营业收入 27.97 亿元，利润总额 3.19 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、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续债券概况如表1所示，其中“15百业源MTN001”、“16百业源MTN001”和“17百业源MTN001”的募集资金已按用途使用完毕，公司在跟踪期内对“15百业源MTN001”、“16百业源MTN001”按时付息。

表1　截至报告出具日公司存续债券情况（单位：亿元）

存续债券	发行金额	存续期	兑付日	用途是否变更	是否正常付息
15百业源MTN001	3.00	2015/6/16	2018/6/16	否	是
16百业源MTN001	7.00	2016/3/8	2019/3/8	否	是
17百业源MTN001	5.00	2017/3/6	2020/3/6	否	不适用
合计	**15.00**	--	--	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

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。

五、行业分析

1. 行业概况

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

工信部消费品司公布的数据显示，2016 年中国医药工业规模以上企业实现主营业务收入 29635.86 亿元，同比增长 9.92%，全年利润总额 3216.43 亿元，同比增长 15.57%。

总体看，中国医药行业发展迅速，随着医疗改革体系逐渐成熟，中国医药制造业的经济效益呈现较好的发展态势。

表 2 近年来中国医药工业规模以上企业主要经济指标（单位：亿元、%）

	2014 年			2015 年			2016 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
化学药品原料药制造	4240.35	311.82	7.35	4614.21	351.03	7.61	5034. 90	445. 25	8.84
化学药品制剂制造	6303.71	733.92	11.64	6816.04	816.86	11.98	7534. 70	950. 49	12.61
中药饮片加工	1495.63	105.25	7.04	1699.94	123.9	7.29	1956. 36	138. 27	7.07
中成药制造	5806.46	597.93	10.3	6167.39	668.48	10.84	6697. 05	736. 28	10.99
生物药品制造	2749.77	321.84	11.7	3164.16	386.53	12.22	3350. 17	420. 10	12.54
卫生材料及医药用品制造	1662.32	152.39	9.17	1858.94	169.86	9.14	2124. 61	191. 75	9.03
制药专用设备制造	158.86	18.26	11.49	182.02	19.00	10.44	172. 60	15. 80	9.15
医疗仪器设备及器械制造	2136.07	219.29	10.27	2382.49	232.56	9.76	2765. 47	318. 49	11.52
医药工业	**24553.16**	**2460.69**	**10.02**	**26885.19**	**2768.23**	**10.3**	**29635. 86**	**3216. 43**	**10.85**

资料来源：工信部

2. 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 3　2016 年以来相关医药政策汇总

发布时间	部门	相关政策	政策描述	对行业的影响
2016 年 2 月	国务院办公厅	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》	到2020年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到2030年，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献。	首次在国家层面编制中医药发展规划，标志着中医药发展已列入国家发展战略。
2016 年 3 月	国务院办公厅	《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价；国家基本药物目录（2012年版）中2007年10月1日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在2018年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在2021年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册。	有利于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可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享。	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展；国内药企将承压。
2017 年 2 月	人社部	《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2017年版)的通知》	西药和中成药部分共收载药品2535个，较2009年版目录增幅约15.4%，其中西药部分1297个，中成药部分1238个(含民族药88个)；经过专家评审同步确定了45个拟谈判药品，均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品。	对辅助用药限制明显，对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜，有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展。

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权情况

截至2017年3月底，公司注册资本为8000万元，其中朱保国先生占90%，刘广霞女士占10%，公司实际控制人为朱保国先生。

2. 企业规模和竞争力

公司是一家实业投资公司，是集医药、保健品研发、生产、销售为一体的综合性集团。公司产品种类丰富，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。

健康元是公司主要经营实体。健康元成立于 1992 年，注册资本 158590.13 万元。截至 2017 年 3 月底，公司持有健康元 742415520 股，占总股本的 46.81%（其中质押数量 70330000 股，质押比例为 9.47%），为第一大股东。截至 2016 年底，健康元资产总额 160.72 亿元，所有者权益 93.35 亿元；2016 年实现营业收入 97.22 亿元，净利润 9.74 亿元。

跟踪期内，公司继续深化营销改革，调整产品结构，大力推进重点产品销售。2016 年，公司重点产品参芪扶正注射液继续保持稳步增长，实现销售收入 16.80 亿元，较上年增长 9.31%。抗微生物重点品种注射用美罗培南、促性激素重点品种尿促卵泡素、醋酸亮丙瑞林微球、消化道领域艾普拉唑肠溶片、神经领域鼠神经生长因子等也保持了快速增长。

2017 年 2 月，国家人力资源社会保障部发布了《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年版）》（以下简称“新版《医保目录》”），经统计，公司共有 209 个产品纳入新版《医保目录》，包含甲类 98 个，乙类 111 个，其中新进入国家医保目录的品种共计 7 个。

总体看，公司产品种类丰富，在细分市场具有竞争优势。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、重大事项

1. 丽珠集团完成非公开发行

2016 年 9 月，孙公司丽珠集团向鹏华资产管理（深圳）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以及大成基金管理有限公司非公开发行人民币普通股（A 股）2909.82 万股，募集资金净额为人民币 142030.04 万元。本次募集资金主要用于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”、长效微球技术研发平台建设项目以及补充流动资金及偿还银行贷款。

总体看，本次非公开发行增强了丽珠集团的资本实力，有利于创新研发及完善产品布局。

2. 健康元筹划配股

2017 年 5 月 12 日，公司公告了配股募资预案。根据预案，本次配股拟以实施本次配股方案的股权登记日收市后的股份总数为基数，按照每 10 股配售不超过 3 股的比例向全体股东配售，配售股份不足 1 股的，按上海证券交易所、中国证券登记结算有限责任公司上海分公司的有关规定处理。若以该预案出具日的总股本 1585901292 股为基数测算，本次配售股份数量不超过 475770387 股。本次配股募集资金总额不超过 20.00 亿元，其中 11.50 亿元用于珠海大健康产业基地建设项目，8.50 亿元用于海滨制药坪山医药产业化基地项目。本次配股的配售对象为配股股权登记日当日收市后在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司登记在册的公司全体股东，公司、股东中铁宝盈资产-浦发银行-中铁宝盈-健康元大股东增持特定客户资产管理计划均承诺以现金全额认购本次配股方案中的可配股份。

本次配股尚需中国证监会核准，联合资信将密切关注本次配股进展。

九、经营分析

1. 经营概况

公司以药品、保健品的生产和销售为主要业务，产品涵盖药品制剂、原料药、诊断试剂及设备、保健品等。2016 年，丽珠集团重点产品销量提升，公司营业收入同比增长 11.87%至 99.17 亿元。其中，药品（含试剂）收入 94.18 亿元，同比增长 14.77%，占营业收入的比重为 94.97%，主业地位突出；受保健品市场增速放缓影响，公司保健品收入同比下降 18.33%至 2.18 亿元。公司煤炭及相关产品和其他板块收入规模不大，2016 年分别实现营业收入 1.63 亿元和 1.18 亿元，较上年有所下降。

毛利率方面，2016 年，公司综合毛利率同比上升 2.23 个百分点至 61.14%。其中，药品（含试剂）毛利率小幅提高；保健品的毛利率同比增加 4.41 个百分点至 67.09%，主要由于太太口服液配方升级后恢复销售所致。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”）；2016 年，煤炭行业景气度有所回升，该业务毛利率为 46.97%。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，2016 年，部分子公司经营亏损导致毛利

率为负。

2017 年 1~3 月，公司产品销售保持良好势头，营业收入同比增长 17.77%至 27.97 亿元；综合毛利率为 63.43%。

总体看，跟踪期内，公司收入持续增长，毛利率保持较高水平，整体经营情况良好。

表 4　公司营业收入构成及毛利率情况

类别	营业收入（万元）			毛利率（%）		
	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
保健品	26644.49	21760.68	7248.03	62.68	67.09	62.76
药品（含试剂）	820603.58	941774.82	266861.70	61.31	62.54	64.77
其中：制剂药	532522.00	622975.64	182345.93	79.94	81.13	81.41
原料药	241120.94	261941.69	71517.75	21.23	19.68	23.95
诊断试剂及设备	46960.64	56857.49	12998.02	55.81	56.27	55.89
煤炭及相关产品	19518.25	16306.36	3690.13	-8.23	46.97	51.46
其他	19698.45	11835.07	1904.44	20.15	-41.84	-98.84
合计	**886464.78**	**991676.94**	**279704.30**	**58.91**	**61.14**	**63.43**

资料来源：公司提供

2. 生产与销售

跟踪期内，公司生产和销售模式无重大变化，仍以市场需求为导向组织生产。

（1）化学原料药

公司化学原料药生产平台包括丽珠集团、深圳市海滨制药有限公司（以下简称“海滨制药”）、焦作健康元生物制品有限公司（以下简称“焦作健康元”）。

产能利用方面，2016年，公司苯丙氨酸产量较上年有所增长，产能利用率保持较高水平；海滨制药通过改进工艺，控制费用，加大销售力度等措施，使得其美罗培南系列产品继续保持增长态势，产能利用率较上年明显提升；7-ACA和粘杆菌素的产量则有所下降。2017年一季度，主要化学原料药产量和产能利用情况与上年同期相比变化不大。

跟踪期内，公司主要化学原料药的产销率总体保持较高水平，其中美伐他汀产销率达172.14%。公司美罗培南产品在欧盟市场的认可度不断提升，2016年，公司出口客户数量大幅增加，美罗培南混粉销量同比增长19.81%。2017年1~3月，公司主要化学原料药的销量整体继续保持增长。

表 5　近年来公司主要化学原料药生产情况

类别	产能			产量		
	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
美罗培南混粉(吨)	30.00	30.00	7.50	17.03	23.56	3.65
7-ACA(吨)	1600.00	1800.00	450.00	1431.23	1374.98	338.57
头孢曲松钠(吨)	500.00	582.00	216.00	448.75	554.56	188.24
头孢呋辛钠(吨)	150.00	187.50	46.88	124.45	125.17	38.82
苯丙氨酸(吨)	7000.00	7000.00	2048.92	6798.20	8458.10	2046.00
美伐他汀(吨)	400.00	300.00	82.29	126.52	106.73	75.84
粘杆菌素（千十亿）	54000.00	40800.00	1020.00	45082.20	34147.71	814.23

资料来源：公司提供

注：美罗培南混粉的产量统计中包含部分制剂产品。

表 6　近年来公司主要化学原料药销售情况

类别	销量			产销率（%）		
	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
美罗培南混粉(吨)	16.91	20.26	5.94	99.31	86.01	163.04
7-ACA(吨)	1312.84	1408.74	419.83	91.73	102.46	124.00
头孢曲松钠(吨)	421.76	560.88	166.39	93.99	101.14	88.39
头孢呋辛钠(吨)	83.82	121.26	28.64	67.35	96.88	73.78
苯丙氨酸(吨)	7057.05	7254.18	2438.25	103.81	85.77	119.17
美伐他汀(吨)	154.82	183.72	25.26	122.37	172.14	33.31
粘杆菌素（千十亿）	46452.43	32530.40	6987.84	103.04	95.26	858.21

资料来源：公司提供

跟踪期内，除 7-ACA 和粘杆菌素外，公司主要化学原料药收入保持增长。7-ACA、头孢曲松钠和苯丙氨酸是公司原料药最主要收入来源；2016 年，公司 7-ACA、头孢曲松钠和苯丙氨酸三种产品销售收入分别占原料药收入的 10.52%、14.42%和 8.69%。因产能过剩等原因，7-ACA 市场整体竞争依然激烈；2016 年，公司 7-ACA 产品销售收入大幅下降，主要系其平均销售价格同比下跌约 30%所致。

表 7　近年来公司主要原料药收入情况（万元）

类别	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
美罗培南混粉	15741.23	18077.36	4886.79
7-ACA	41871.08	27551.47	7945.04
头孢曲松钠	22552.95	37758.91	9921.72
头孢呋辛钠	6620.22	9248.55	2106.15
苯丙氨酸	22416.56	22766.01	7430.65
美伐他汀	9559.36	10909.72	1489.20
粘杆菌素	14591.41	9752.61	2586.08

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子公司海滨制药及丽珠集团，中药制剂药生产平台主要是丽珠集团下属子公司四川光大制药有限公司和丽珠集团利民制药厂。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。

产能利用方面，跟踪期内，公司化学制剂产能利用率较低，主要由于生产这些品种的生产线属于多品种生产线，公司根据市场行情制定生产计划，对单品种产能进行调整，从而导致单品种产能利用率偏低。2016 年，公司主要化学制剂药倍能、尿促卵泡素和康丽能（0.5g）的产量分别同比增长 31.27%、40.61%和 33.63%。中药制剂方面，2016 年公司推进终端渠道下沉，同时老厂技改完成，参芪扶正注射液和抗病毒颗粒的产销量大幅提升，带动产能利用率达到近年来最好水平（105.79%和 56.76%）。

表 8　近年来公司主要制剂药生产情况

类别	产能			产量		
	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
化学制剂：						
倍能（万支）	1625.00	1625.00	406.25	755.38	991.62	294.34
速能（万支）	1250.00	1250.00	312.50	29.25	32.90	8.84

尿促卵泡素（万支）	2306.00	2305.00	576.50	397.69	559.20	91.40
康丽能折 0.5g(万支)	2187.00	2511.00	753.30	815.71	1090.00	363.53
丽扶欣折 0.75g(万支)	2187.00	2511.00	753.30	259.07	41.25	--
丽珠得乐冲剂折 56 包（万盒）	816.40	816.40	441.00	272.77	282.20	66.00
丽珠得乐胶囊折 40 粒（万盒）	3138.00	3138.00	504.00	198.72	235.79	31.04
丽珠肠乐折 20 粒（万盒）	1232.00	1232.00	327.60	95.70	135.00	60.00
中药制剂：						
参芪扶正注射液(万瓶)	1500.00	1678.00	418.00	1417.53	1775.22	224.78
抗病毒颗粒(万盒)	4490.00	4550.00	1188.25	1384.87	2582.76	992.50
前列安栓(万盒)	840.00	840.00	210.00	153.44	128.41	23.98

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司通过整合渠道、终端资源，加强细分市场的推广，重点产品保持了优势地位。2016年，公司主要化学制剂药及中药制剂产品的销量稳中有升，产销率维持较高水平。其中，倍能和尿促卵泡素的销量分别同比增长27.34%和27.65%；中药制剂中，参芪扶正注射液和抗病毒颗粒的销量分别同比增长11.30%和13.78%。

表 9　近年来公司主要化学制剂药销售情况

类别	销量			产销率（%）		
	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
化学制剂：						
倍能（万支）	809.93	1031.37	359.38	107.22	104.01	122.10
速能（万支）	27.48	29.65	9.63	93.94	90.11	108.90
尿促卵泡素（万支）	386.93	493.92	90.76	97.29	88.33	99.30
康丽能折 0.5g(万支)	755.65	887.59	257.84	92.64	81.43	70.93
丽扶欣折 0.75g(万支)	237.47	212.11	47.44	91.66	514.20	--
丽珠得乐冲剂折 56 包（万盒）	307.00	315.08	129.48	112.55	111.65	196.18
丽珠得乐胶囊折 40 粒（万盒）	204.21	230.25	91.99	102.76	97.65	296.35
丽珠肠乐折 20 粒（万盒）	117.00	112.58	36.88	122.26	83.39	61.47
中药制剂：						
参芪扶正注射液(万瓶)	1372.61	1527.69	367.74	96.83	86.06	163.60
抗病毒颗粒(万盒)	2148.65	2444.84	1189.24	155.15	94.66	119.82
前列安栓(万盒)	155.58	156.87	41.49	101.39	122.17	173.02

资料来源：公司提供

倍能作为公司重点发展及培养的产品之一，销售收入持续增长，2016 年达到 7.58 亿元，同比增长 29.06%。公司消化道用药“丽珠得乐”系列品牌优势明显，市场份额较高，2016 年销售收入 1.23 亿元，同比增长 9.35%。

生殖领域方面，2016 年，公司注射用尿促卵泡素、注射用醋酸亮丙瑞林微球和注射用尿促性素(HMG)和分别实现销售收入 5.44 亿元、3.86 亿元和 1.93 亿元，分别同比增长 25.82%、31.01%和 26.44%；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。2017 年 1~3 月，上述三种产品分别实现销售收入 0.98 亿元、1.47 亿元和 0.37 亿元。

参芪扶正注射液近年来始终保持高市场份额，销售收入稳定增长，2016 年达 16.80 亿元，同比增长 9.31%。另一优势产品抗病毒颗粒 2016 年实现销售收入 2.67 亿元，同比增长 16.08%。

表 10　近年来公司主要制剂药收入情况

类别	营业收入（万元）		
	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
参芪扶正注射液	153662.62	167963.45	39546.66
倍能	58734.18	75799.72	25754.94
注射用尿促卵泡素	43238.46	54404.14	9843.70
注射用醋酸亮丙瑞林微球	29492.38	38639.11	14650.79
抗病毒颗粒	23001.00	26698.69	13231.94
注射用尿促性素(HMG)	15276.62	19315.38	3689.94
得乐系列	11273.08	12327.52	5115.76
丽珠胃三联片	12531.53	14967.00	4349.36
速能	2238.11	2098.05	642.97

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。2016 年，公司诊断试剂及设备实现营业收入 5.69 亿元。

（4）保健品

公司保健品板块业务主要集中在深圳太太药业有限公司（以下简称“太太药业”）和健康药业（中国）有限公司（以下简称“健康药业”），拥有“太太”、“静心”、“鹰牌”等知名品牌。2016 年，国内保健品行业增长整体放缓，公司保健品业务营业收入下滑至 2.18 亿元，但太太口服液恢复销售，毛利率回升至 67.09%。未来，公司将加大新品开发力度，并配合新媒体传播战略，通过整合线上、线下的业务模式全面提升保健品在连锁药店的销售额。

3. 经营效率

2016 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数分别为 3.63 次、2.80 次、0.45 次。总体看，公司经营效率有待提高。

4. 未来发展

公司未来 5~10 年的发展定位是成为具有国内领先自主创新能力以及在生产、技术、管理等方面具备国际竞争力的制药企业集团。原料药方面，公司将进一步完善产业链条、成为一家拥有先进工艺水平和品种的特色原料药企业；化学制剂方面，公司将扩大现有产品的市场份额，成为拥有良好品牌、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 2017 年 3 月底，公司在建项目为海滨坪山新厂项目，该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。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。截至 2017 年 3 月底，该项目已投入资金 1.22 亿元。公司在建项目总投资规模较大，但每年计划投资金额较小，可由公司经营性净现金流覆盖，公司资金压力尚可。

表 11　截至 2017 年 3 月底公司在建项目未来投资计划（单位：万元）

项目名称	计划投资额	截至 2017 年 3 月底已投金额	未来资金投入计划		
			2017 年 4-12 月	2018 年	2019 年
深圳市滨海制药有限公司医药用碳青霉烯类系列产品产业化基地项目（一期）	53700	12163	3000	12000	20000

资料来源：公司提供

十、财务分析

公司提供了 2016 年财务报告，该财务报告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；公司 2017 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2016 年公司合并范围内子公司共 30 家，新增深圳太太云商科技有限公司，减少世纪星源；2017 年一季度公司合并范围未发生变化。总体看，合并范围变动较小，对公司财务报表影响不大。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 235.27 亿元，所有者权益 121.38 亿元（含少数股东权益 79.91 亿元）；2016 年公司实现营业收入 99.17 亿元，利润总额 9.14 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 253.79 亿元，所有者权益 126.94 亿元（含少数股东权益 83.66 亿元）；2016 年 1~3 月公司实现营业收入 27.97 亿元，利润总额 3.19 亿元。

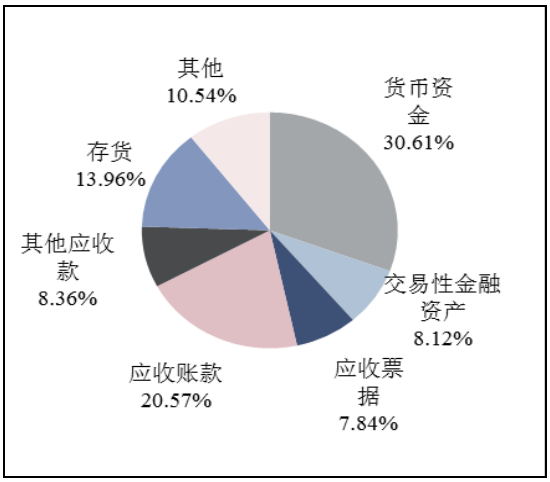
1. 资产质量

跟踪期内，随着经营业务的发展，公司资产总额持续增长，截至 2016 年底为 235.27 亿元，同比增长 12.98%；其中流动资产占 43.43%，非流动资产占 56.57%。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产 102.17 亿元，同比增长 13.55%，主要由货币资金、应收账款和存货构成。

图 1　截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信整理

截至 2016 年底，公司货币资金同比增长 12.14%至 31.27 亿元，其中使用受限的货币资金 1.92 亿元，主要系环境治理保证金、信用证保证金、银行承兑汇票保证金和保函。

截至 2016 年底，公司交易性金融资产 8.30 亿元（其中股票 8.28 亿元），同比下降 35.18%，主要系公司持有的股票公允价值变动所致，不存在投资变现的重大限制。

跟踪期内，公司应收票据和应收账款伴随公司销售规模的增加而增长。截至 2016 年底，公司应收票据和应收账款分别为 8.01 亿元和 21.01 亿元，分别同比增长 18.31%和 11.96%。2016 年，公司对应收账款计提坏账准备 1.62 亿元，计提比例 7.15%，计提较为充分；应收账款账龄在 1 年以内的占 96.31%，账龄短；从集中度来看，应收账款前五名金额合计 4.82 亿元，占应收账款总额的 21.30%，集中度一般。

公司其他应收款主要是存出投资款、股权转让款和往来款项。截至 2016 年底，公司其他应收款 8.54 亿元，同比增长 6.66%；计提坏

账准备 0.69 亿元，计提比例 7.51%；其中深圳市鑫荣源发展有限公司应付公司股权转让款 4.20 亿元（转让世纪星源），董事长朱保国先生增持子公司健康元股票产生应收款 1.64 亿元。从账龄来看，账龄在 1 年以内的占 33.63%，1~2 年的占 37.18%，账龄较长；从集中度来看，其他应收款前五名金额合计 7.66 亿元，占其他应收款的 82.88%，集中度高。

截至 2016 年底，公司存货 14.26 亿元，同比增长 7.80%，计提跌价准备 0.66 亿元；其中原材料占 24.78%，在产品及自制半成品占 26.27%，产成品及库存商品占 45.14%。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产 133.10 亿元，同比增长 12.54%；主要由可供出售金融资产（占 23.68%）、固定资产（占 34.82%）和无形资产（占 23.70%）构成。

公司股权投资主要投向为大健康和金融领域。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 31.52 亿元，同比大幅增长 93.53%，主要新增对 Apricot Forest, Inc.（杏树林）投资 2.09 亿元、对上海云锋新呈投资中心（有限合伙）投资 8.58 亿元、对宁波梅山保税港区挚微股权投资合伙企业投资 1.31 亿元。

截至 2016 年底，公司固定资产账面原值 82.56 亿元，累计折旧 35.00 亿元，计提减值准备 1.21 亿元，固定资产净额 46.34 亿元，较上年变动不大；其中机器设备占 42.90%，房屋及建筑物占 51.78%。

截至 2016 年底，公司无形资产原值 39.42 亿元，累计摊销和减值准备合计 7.88 亿元，无形资产账面价值 31.54 亿元，同比下降 3.44%；其中采矿权 27.01 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 253.79 亿元，较上年底增长 7.87%，资产结构较上年底变动不大。其中，货币资金增长至 44.79 亿元，主要由于公司发行超短期融资券和中期票据，使用受限的货币资金 0.47 亿元；由于董事长朱保国先生继续增持健康元，其他应收款较 2016 年底增长 19.61%至 10.22 亿元。

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

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 121.38 亿元，同比增长 18.28%，主要由于少数股东权益增长至 79.91 亿元；归属于母公司的权益中，资本公积占 50.93%，未分配利润占 46.44%。截至 2017 年 3 月底，公司少数股东权益继续增长，为 83.66 亿元，占所有者权益的 65.90%；公司所有者权益合计 126.94 亿元，较上年底增长 4.58%。

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，权益稳定性一般。

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 113.89 亿元，同比增长 7.82%；其中流动负债占 67.79%，非流动负债占 32.21%，非流动负债占比较上年有所提高。

截至 2016 年底，公司流动负债 77.20 亿元，同比下降 4.54%，主要由应付账款（占 8.62%）、其他应付款（占 28.39%）和其他流动负债（占 43.39%）构成；非流动负债 36.69 亿元，同比增长 48.22%，主要由应付债券（占 73.53%）和递延所得税负债（占 20.24%）构成。

跟踪期内，公司调整融资方式，债券融资逐步代替银行借款，且中长期债券规模增长较快。截至 2016 年底，公司短期借款和长期借款分别下降至 2.00 亿元和 70.00 万元，其他流动负债（短期融资券及超短期融资券）和应付债券增加至 33.50 亿元和 26.91 亿元，分别同比增长 15.52%和 107.86%。截至 2016 年底，公司其他应付款 21.92 亿元，同比增长 10.70%，其中由于尚未支付而结存的市场开发费及推广费为 9.69 亿元，账龄在 1 年以内的占 87.56%。

截至 2017 年 3 月底，受发行中期票据影

响，公司负债总额 126.85 亿元，较 2016 年底增长 11.38%，负债结构较上年底变动不大；其中其他流动负债和应付债券分别为 30.50 亿元和 36.88 亿元。

有息债务方面，截至 2016 年底，将其他流动负债中的有息债务调整计入全部债务后，公司全部债务 68.87 亿元（调整前为 35.37 亿元），同比增长 7.29%；其中短期债务和长期债务分别占 60.91%和 39.09%。截至 2016 年底，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 48.41%、36.20%和 18.15%。截至 2017 年 3 月底，公司调整后全部债务 77.47 亿元（调整前为 46.97 亿元），较 2016 年底增长 12.49%；其中短期债务占 52.39%，长期债务占 47.61%，短期债务占比有所下降。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 49.98%、37.90%和 22.51%，均较上年底有所上升。

总体看，跟踪期内，公司债务规模持续增长，整体债务水平适宜，仍存在一定短期支付压力。

3. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 99.17 亿元，同比增长 11.87%；其中药品板块的增长对营业收入的支撑作用较为明显。2016 年，公司营业成本 38.54 亿元，同比增长 5.79%。同期，公司营业利润率为 59.26%，较上年有所提升。

2016 年，公司产生期间费用 51.16 亿元，同比增长 15.38%，占营业收入的比重为 51.59%，较上年略有上升；其中销售费用 37.66 亿元，同比增长 18.64%。总体看，期间费用对公司利润侵蚀明显。

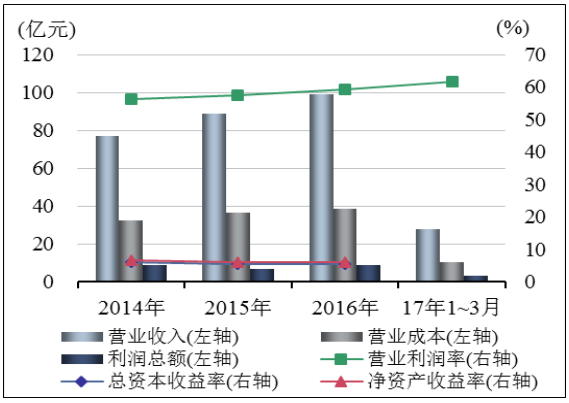
2016 年，公司公允价值变动净收益由上年的亏损 4.22 亿元变为收益 0.54 亿元；公司持有的权益工具的浮盈/亏对公司利润产生一定影响。2016 年公司实现投资收益 0.78 亿元，较上年大幅减少；其中交易性金融资产产生投资亏损 1.31 亿元，可供出售金融资产产生投资收益 1.89 亿元。2016 年，公司实现营业外收入 1.51 亿元，其中政府补助 1.40 亿元。

受公允价值变动收益影响，2016 年公司实现利润总额 9.14 亿元，同比增长 37.17%。

从盈利指标来看，2016 年，公司净资产收益率和总资本收益率分别为 6.17%和 5.60%，均较上年小幅提高。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 27.97 亿元，同比增长 17.77%；同期，公司期间费用 13.93 亿元，同比增长 16.67%，占营业收入的比重为 49.81%。2017 年 1~3 月，公司实现利润总额 3.19 亿元，同比增长 36.91%；同期公司营业利润率为 61.80%，较上年有所提升。

图 2 公司盈利情况



资料来源：根据公司财务报表整理

总体看，跟踪期内公司收入及利润规模有所增长，期间费用对利润形成一定侵蚀，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，2016 年，受益于产品销售收入的增加，公司经营活动产生的现金流入量同比增长 12.13%至 115.49 亿元；其中销售商品、提供劳务收到的现金为 100.79 亿元；收到其他与经营活动有关的现金 14.06 亿元，主要系往来款。同期，公司现金收入比为 101.64%，整体收入实现质量有所提高。公司经营活动现金流出主要由购买商品、接受劳务支付的现金

和支付其他与经营活动有关的现金构成；2016年，公司经营活动现金流出规模为100.93亿元，同比增长10.02%，其中支付其他与经营活动有关的现金51.44亿元，同比增长10.67%，主要系支付的产品运作费及业务费增加所致。2016年，公司经营活动现金流量净额为14.56亿元，同比增长29.25%。

投资活动方面，2016年，公司投资活动现金流入量为8.03亿元，主要系收回投资收到的现金6.03亿元；公司投资活动现金流出量为33.36亿元，其中投资支付的现金27.83亿元。2016年，公司投资活动现金流量净额为-25.32亿元。

公司经营活动获取的现金尚不能补足投资活动现金的缺口，公司存在对外融资需求。公司筹资活动以银行借款和发行债券为主。2016年，公司筹资活动现金流入量88.73亿元，其中吸收投资收到的现金14.22亿元，主要系丽珠集团增发所致；取得借款和发行债券收到的现金分别为51.06亿元和23.44亿元。同期，公司筹资活动现金流出规模75.95亿元，主要用于偿还债务。2016年，公司筹资活动现金流量净额为12.78亿元。

2017年1~3月，公司经营活动现金流入量为28.32亿元，同比增长15.36%，其中销售商品、提供劳务收到的现金27.39亿元；经营活动现金流出量为25.70亿元，同比增长9.97%，其中支付其他与经营活动有关的现金12.50亿元。公司经营活动现金流量净额为2.62亿元。同期，公司现金收入比为97.93%。2017年1~3月，公司投资活动产生的现金流量净额为5.50亿元；筹资活动产生的现金流量净额5.44亿元。

总体看，跟踪期内，随着销售规模的扩大，公司经营活动净现金流不断增长，但尚不能满足投资需求，公司存在一定筹资压力。

5. 偿债能力

截至2016年底，公司流动比率和速动比率分别为132.34%和113.87%，分别较上年增加21.09个百分点和18.97个百分点；公司经营现金流动负债比上升至18.85%。截至2017年3月底，公司流动比率和速动比率分别上升至147.79%和129.99%。总体看，公司短期偿债能力较强。

长期偿债能力方面，2016年公司EBITDA为19.08亿元，调整后全部债务/EBITDA为3.61倍，EBITDA利息倍数为6.00倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至2017年3月底，公司对外担保余额1.30亿元，担保比率为1.02%，系焦作健康元和健康元对焦作金冠嘉华电力有限公司（为公司的参股企业）的贷款分别提供担保0.30亿元和1.00亿元。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2017年3月底，公司共获得银行授信额度合计人民币83.78亿元，其中已使用额度6.50亿元，尚未使用额度77.28亿元，间接融资渠道畅通；此外，公司拥有两家上市公司（健康元和丽珠集团），具备直接融资渠道。

6. 母公司财务情况分析

截至2016年底，母公司资产总额46.69亿元，主要由其他应收款（25.46亿元）和可供出售金融资产（11.27亿元）构成；负债合计37.13亿元，其中其他流动负债和应付债券分别为24.00亿元和9.98亿元。截至2016年底，母公司资产负债率为79.52%，调整后全部债务35.88亿元，其中短期债务26.00亿元。截至2017年3月底，母公司资产总额49.55亿元，构成仍以其他应收款（26.60亿元）和可供出售金融资产（11.27亿元）为；货币资金为2.76亿元；负债合计40.24亿元，资产负债率81.21%，调整后全部债务39.47亿元，其中短期债务规模24.50亿元。

盈利能力方面，2016年，母公司未产生营业收入；受有息债务规模较大影响，财务费用

支出 1.68 亿元；实现投资收益 1.79 亿元；利润总额-0.10 亿元。2017 年 1~3 月，母公司仍未产生营业收入，财务费用 0.46 亿元，公允价值变动收益 0.22 亿元，利润总额-0.25 亿元。

总体看，母公司货币资金规模较小，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。考虑到母公司持有大量交易性金融资产和可供出售金融资产，且对其持有的上市公司股票的质押率低，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2017年6月2日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

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

十一、存续期内债券偿还能力分析

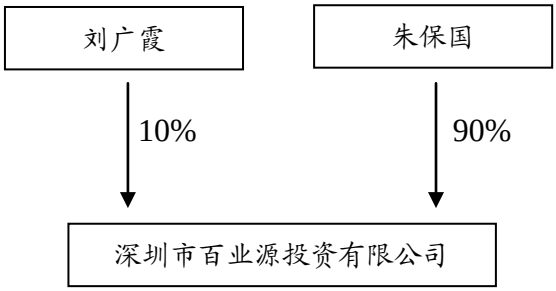
公司“15 百业源 MTN001”、“16 百业源 MTN001”和“17 百业源 MTN001”（以下简称“待偿还债券”）发行规模合计 15 亿元。2016 年，公司 EBITDA 为 19.08 亿元，对待偿还债券的保障倍数为 1.27 倍；经营活动现金流入量为 115.49 亿元，对待偿还债券的保障倍数为 7.70 倍。

总体看，公司EBITDA和经营活动现金流入量对“15百业源MTN001”、“16百业源MTN001”和“17百业源MTN001”的保障能力较强。

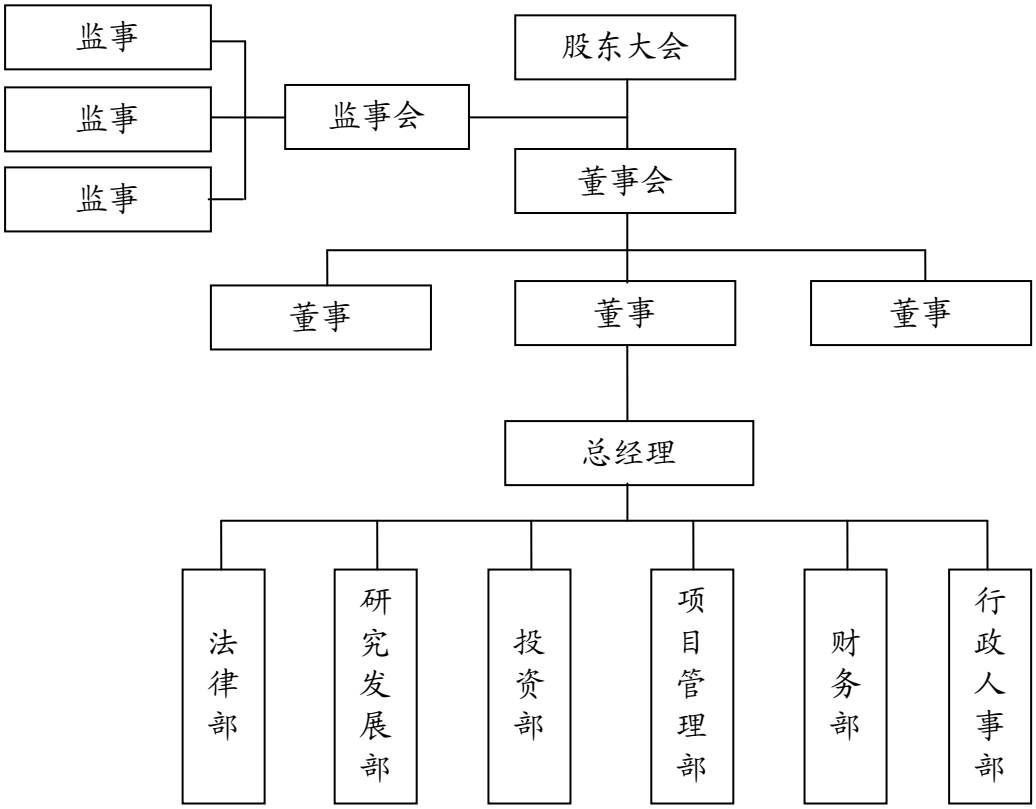
十二、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定，并维持“15 百业源 MTN001”、“16 百业源 MTN001” 和“17 百业源 MTN001” AA^+的信用等级。

附件 1-1　截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2017 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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	30.00	47.46	47.58	64.32
资产总额(亿元)	196.95	208.24	235.27	253.79
所有者权益(亿元)	110.44	102.62	121.38	126.94
短期债务(亿元)	23.58	20.16	8.45	10.09
长期债务(亿元)	16.83	15.03	26.92	36.88
全部债务(亿元)	40.41	35.19	35.37	46.97
调整后全部债务(亿元)	49.41	64.19	68.87	77.47
营业收入(亿元)	77.25	88.65	99.17	27.97
利润总额(亿元)	8.83	6.67	9.14	3.19
EBITDA(亿元)	16.81	16.14	19.08	--
经营性净现金流(亿元)	9.62	11.26	14.56	2.62
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.47	3.66	3.63	--
存货周转次数(次)	3.22	3.00	2.80	--
总资产周转次数(次)	0.42	0.44	0.45	--
现金收入比(%)	100.94	98.95	101.64	97.93
营业利润率(%)	56.31	57.41	59.26	61.80
总资本收益率(%)	6.06	5.53	5.60	--
净资产收益率(%)	6.73	6.00	6.17	--
长期债务资本化比率(%)	13.23	12.78	18.15	22.51
全部债务资本化比率(%)	26.79	25.54	22.56	27.01
调整后全部债务资本化比率(%)	30.91	38.48	36.20	37.90
资产负债率(%)	43.92	50.72	48.41	49.98
流动比率(%)	120.14	111.25	132.34	147.79
速动比率(%)	100.06	94.90	113.87	129.99
经营现金流动负债比(%)	17.48	13.92	18.85	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.52	5.05	6.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.40	2.18	1.85	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	2.94	3.98	3.61	--

注：1. 公司 2017 年一季度财务数据未经审计；

2. 调整后全部债务包括其他流动负债中的有息债务。

附件 3　主要财务指标的计算公式

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

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。