

浙江海翔药业股份有限公司

2012 年 3 亿元公司债券

2013 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：/ 

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

浙江海翔药业股份有限公司

2012年3亿元公司债券2013年跟踪信用评级报告

跟踪信用评级结果：

本期公司债券信用等级：AA-

主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

债券剩余期限：28个月

债券剩余规模：3亿元

评级日期：2013年06月04日

上次信用评级结果：

本期公司债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券期限：36个月

债券发行规模：3亿元

评级日期：2012年08月18日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对浙江海翔药业股份有限公司（以下简称“海翔药业”或“公司”）2012年发行的3亿元公司债券（以下简称“本期债券”）2013年的跟踪评级结果为：下调本期债券信用等级为AA-，下调公司主体长期信用等级为AA-，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2012年	2011年	2010年
总资产（万元）	191,801.86	143,513.51	114,031.86
所有者权益合计（万元）	73,804.61	73,696.15	63,803.74
有息债务（万元）	92,359.28	53,911.00	33,284.66
资产负债率	61.52%	48.65%	44.05%
流动比率	1.27	1.58	1.54
速动比率	0.82	1.00	0.93
营业收入（万元）	114,537.44	129,843.78	107,458.93
营业外收入（万元）	2,779.43	1,044.83	737.14
利润总额（万元）	2,459.68	12,688.90	10,033.35
综合毛利率	19.60%	24.02%	26.30%
总资产报酬率	3.22%	10.93%	10.38%
EBITDA（万元）	11,460.65	19,500.10	16,008.15
EBITDA利息保障倍数	3.20	11.06	15.18
经营活动现金流净额（万元）	18,072.73	9,261.97	18,088.00

资料来源：公司2010-2012年审计报告

正面:

- 公司积极延伸产业链，整合收购资源，产品线得到丰富；
- 公司定制业务不断发展，有利于海外销售的稳定性；
- 公司经营活动现金流表现较好，筹资渠道较为通畅。

关注:

- 跟踪期内，化学原料药行业整体市场低迷，市场竞争加剧，部分产品价格下跌，导致公司收入规模下降，盈利水平降幅较大；
- 培南类产品市场短期供需差距拉大，产品量价齐跌，公司在建项目产能利用率难以保证；
- 由于产品尚处于推广期，公司定制业务收入波动较大；
- 公司研发产品周期较长，未来能否形成收益存在不确定性；
- 公司投资支出较大，短期内将会面临资金压力；
- 跟踪期内，公司债务水平不断抬升，债务负担较重；
- 资产中存货占比较高，面临跌价风险；
- 公司产品以海外销售为主，存在一定的汇率及政策风险。

分析师

姓名：郑舟 祝超

电话：021-51035670

邮箱：zhengzh@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会《关于核准浙江海翔药业股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可【2012】1376号文核准，公司于2012年11月2日发行了票面利率为5.60%的3年期公司债券，共募集资金3亿元，扣除承销费840万元，募集资金净额为29,160.00万元。本期债券期限为3年，公司有权决定在本期债券存续期的第2年末上调本期债券后1年的票面利率，上调幅度为0至100个基点（含本数）。公司将于本期债券第2个计息年度付息日（即2014年10月31日）前的第20个工作日刊登关于是否上调本期债券票面利率以及上调幅度的公告。公司发出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券的第2个计息年度付息日将持有的本期债券按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有本期债券。

本期债券发行所募集资金中2亿元用于偿还银行贷款，剩余部分用于补充公司流动资金。截至2013年4月16日，偿还银行借款1.9亿元，补充流动资金1亿元。跟踪期内，本期债券未到首次付息日，本金及利息均未兑付。

二、发行主体概况

2012年8月，公司实施首期股票期权激励计划第二个行权期第一次行权，行权结束后公司总股本由322,925,000股增加至324,490,000股。截至2012年底公司第一大股东及实际控制人罗煜竑持有公司24.41%的股份，公司实际控制人未发生变化，公司高级管理人员未发生重大人事变更。

截至2012年12月31日，公司总资产191,801.86万元，归属于母公司所有者权益71,172.19万元，资产负债率61.52%；2012年度，公司实现营业收入114,537.44万元，净利润2,022.40万元，经营活动产生的现金流净额为18,072.73万元。

三、经营与竞争

目前公司的主要产品有：抗生素类、心血管类、降糖类及驱虫类药品的中间医药体和特色原料药，2012年公司新增精神类及制剂类产品，其中抗生素类药品及精细化学品类的医药中间体和特色原料药是公司收入和利润的主要来源。2012年受国内化学原料药行业整体

市场低迷影响，公司营业收入较 2011 年下降 11.79%，其中主营业务收入较 2011 年下降 13.06%。毛利率方面，受公司主导产品培南系列产品量价齐跌、毛利率下降影响，主营业务毛利率较 2011 年下降 4.28 个百分点。

表 1 公司 2010-2012 年主营业务收入构成和毛利率情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
抗生素类	84,646.22	17.48%	93,513.09	22.80%	68,156.35	25.69%
精细化学品类	15,347.56	33.28%	24,322.14	32.11%	28,804.14	29.84%
抗病毒类	4,166.16	-3.67%	4,393.98	5.77%	4,553.05	15.48%
降糖类	3,491.44	59.66%	2,266.51	67.23%	1,906.80	63.08%
精神类	548.12	55.08%	-	-	-	-
制剂	417.36	51.28%	-	-	-	-
驱虫类	165.90	42.17%	296.94	27.06%	530.03	33.93%
心血管类	3.09	-26.92%	345.78	45.97%	5.61	15.04%
其他	69.39	12.99%	65.15	0.18%	1.97	25.37%
合计	108,855.23	20.60%	125,203.60	24.88%	103,957.94	27.12%

资料来源：公司2010-2012年审计报告

据公司最新公告的 2013 年 1 季度财务报表显示，2013 年 1-3 月份公司实现收入 29,639.13 万元，较 2012 年同期的 33,933.81 万元下降 12.66%，实现净利润 171.75 万元，较 2012 年同期的 4,166.74 万元下降 95.88%，表明公司营业收入下降趋势短期内并未改善。

受行业短期产能过剩及境外需求减弱影响，公司部分抗生素类产品销售业绩下滑，整体营业收入和毛利率均有所下降

公司生产的抗生素类产品主要有：培南系列、克林霉素系列和氟苯尼考。目前公司这几类产品主要以生产医药中间体和原料药为主。2012 年公司抗生素类产品收入下滑，较 2011 年下降 9.01%。其中，培南类降幅较大，2012 年培南类实现收入 2.56 亿元，较 2011 年下降 37.47%，氟苯尼考系列收入规模也有所下降，而克林霉素系列近年均保持稳步增长，截至 2012 年底，已超过培南类产品的收入规模。

表 2 公司 2010-2012 年抗生素类各类原料药销售金额和增速（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	销售金额	增速	销售金额	增速	销售金额	增速
培南类	25,571	-37.47%	40,895	46.33%	27,948	81.82%
克林霉素系列	32,206	24.63%	25,841	20.05%	21,525	3.54%
氟苯尼考系列	18,976	-16.61%	22,756	32.57%	17,165	-19.32%
其他	7,894	123.59%	3,531	160.89%	1,353	41.28%

合计	84,646	-9.01%	93,023	36.82%	67,991	16.44%
----	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司提供

公司培南类产品主要为 4-AA(生产培南类药物的共同中间体),2011 年之前市场对 4-AA 普遍看好,市场上主要生产厂家纷纷扩产,导致 2012 年市场供应增幅较大,虽然下游市场需求也有所增加,但市场产能短期内的较大幅度扩张在一定程度上加剧了市场的竞争,导致 4-AA 产品价格从最高的 1,300 元/公斤单边下跌。同时,在 2012 年国内“限抗”政策影响下,抗生素类药物普受波及。虽然公司海外销售占比较高,但由于 2012 年欧债危机及汇率变动,海外市场增幅有限,难以弥补国内市场销售的下滑,未来受欧洲国家消减医疗保险支出的影响,公司外海销售还存在一定的不确定性。目前,公司 4-AA 产品设计产能达 400 吨,2012 年公司 4-AA 产品实际产量 134 吨,实现销量 114 吨。

表 3 公司 2010-2012 年抗生素类各类原料药产能产量销量情况 (单位:吨)

项目	2012 年		2011 年		2010 年	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
培南类(4-AA)	134	114	284	235	161	131
克林霉素系列	382	390	308	290	285	267
氟苯尼考系列	506	482	563	482	344	422
其他	164	237	45	137	56	55
合计	1,186	1,223	1,200	1,144	846	875

资料来源：公司提供

克林霉素是一种代替林可霉素的抗生素药物,目前,我国正处于用盐酸克林霉素、克林霉素磷酸酯和克林霉素棕榈酸酯替代林可霉素的推行阶段。在 2009 年公布的基本药物目录中,克林霉素替代林可霉素进入目录。目前克林霉素市场需求量基本上保持平稳增长状态,市场价格也保持着较为稳定的状态。跟踪期内,公司作为国内最大的克林霉素原料药供应商,产销量稳步增长,2012 年销量为 390 吨,较 2011 年增长明显。

近年来氟苯尼考市场需求量保持较为平稳的状态,但因生产厂商较多,市场竞争较为激烈,氟苯尼考整体市场盈利水平较低。氟苯尼考是公司早期的主要产品之一,目前公司仍是国内最大的氟苯尼考生产厂商,氟苯尼考设计产能为 525 吨,2012 年公司氟苯尼考销售 482 吨,氟苯尼考产品虽然为公司带来了较多的收入,但因其产品的整体盈利水平较低,所以在公司的战略体系中处于维持状态。

公司定制业务尚处于起步阶段,跟踪期内继续积极拓展和国际大制药公司的合作,但定制业务收入波动较大

公司与德国勃林格殷格翰集团的子公司德国勃林格殷格翰国际有限公司(以下简称

“BII”)于2008年8月签订了《战略生产联盟协议》，根据协议由BII公司提供专用知识和技术支持，公司为BII公司投资建设专用车间用于为BII公司生产合同产品。公司自2009年起为BII公司生产达比加群酯中间体，2010-2012年公司达比加群酯中间体分别实现收入12,801万元、6,863万元和5,924万元，同时公司为BII生产的达比加群酯定制产品毛利较高且较为稳定。但鹏元关注到：达比加群酯属于新药，目前正处于市场推广阶段，终端消费市场波动较大，近年受市场持续低迷影响，公司定制产品收入持续下降。

2012年7月，全球最大的原研药生产商辉瑞制药有限公司的下属子公司Pfizer Asia Manufacturing Pte.Ltd(以下简称“辉瑞亚洲”)与公司签订了长达20年的克林霉素系列产品合作协议，双方约定：1、由辉瑞亚洲提供生产技术和工艺(公司不享有该技术的专利所有权，只拥有使用权，并按所生产的产品数量向辉瑞亚洲支付使用费)帮助和指导公司对现有的技术和生产工艺进行改良；2、公司保证年产能不低于300吨，并长期向辉瑞亚洲供货。预计随着公司与辉瑞亚洲合作的开展，将有助于进一步提升公司的收入和利润。但同时我们也注意到，公司与辉瑞亚洲签订的仅是框架协议，未来具体的合作方式及合作对公司收入和利润的贡献度尚不确定。

目前公司定制业务尚处于起步阶段，BII是目前与公司合作的最主要厂商，而与辉瑞公司的合作刚签订合作协议，因此目前公司定制业务收入仍然较少占公司收入比重较小且具有不稳定性。未来随着公司与BII、辉瑞亚洲等国际知名厂商合作的进一步深入，将会带来定制业务的较快增长。同时也会形成示范效应，将有助于公司进一步开拓新的定制合作业务，目前公司与国际上前15家大型医药生产厂家已经建立了良好的合作关系，随着合作的逐步深入，将有助于公司定制业务的增长。

公司向生物发酵和制剂业务方向进行产业链延伸，拥有多领域、多产品的储备组合，有利于降低部分品种大幅波动的风险，提高公司经营的稳定性

目前公司正积极向生物发酵和制剂业务方向进行产业链延伸，通过新上一条林可霉素发酵生产线、收购苏州第四制药厂有限公司(以下简称“苏四公司”)向克林霉素制剂延伸等手段，丰富了公司的产品结构。

此外，公司后续产品储备较为丰富，有近30个品种处于小试、中试阶段，形成了较为完善的产品梯队，有效降低了部分品种大幅波动的风险，一定程度上提高了公司后续经营的稳定性，但新药研发及认证周期较长，未来能否有效形成效益存在不确定性。

截至 2012 年底，公司在建项目主要是克林霉素类、培南类及制剂类产品线，计划总投资 5.13 亿元，已投资 3.45 亿元，尚存在一定的资金压力。

表 4 截至 2012 年底，公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划投资	已投资	项目进度	预计完工时间
川南药业公司年产 300 吨盐酸克林霉素等项目	14,916.00	12,514.05	83.9%	2013 年
川南药业公司年产 4 吨培南类无菌原料药和 500 万支无菌粉针剂项目	14,082.10	4,517.13	32.08%	2014 年
川南药业公司年产 400 吨碳青霉烯类抗生素关键中间体 4-AA 技改项目	11,265.10	12,097.05	99.98%	2013 年
普健制药公司年产 8 亿片(粒)口服固体制剂项目	11,023.70	5,369.00	48.71%	2014 年
合计	51,286.90	34,497.23	-	-

资料来源：公司提供

四、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2010-2012 年度财务报告，公司的财务报表按照新会计准则编制。2012 年公司合并范围新增三家：HI-MEDA.S、苏四公司和苏州医药集团益友医药科技有限公司。

资产结构与质量

跟踪期内，公司资产规模不断增长，整体资产质量一般

2012 年公司总资产为 191,801.86 万元，较 2011 年增长 33.65%，保持了较快的增长速度，公司资产规模的增加主要为公司近几年正处于扩张期，资产性投入增加较多所致。

表5 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	19,460.31	10.15%	15,766.16	10.99%
应收账款	18,849.44	9.83%	17,235.67	12.01%
预付款项	12,774.67	6.66%	16,240.25	11.32%
存货	30,599.01	15.95%	31,135.20	21.69%
流动资产合计	86,683.40	45.19%	84,900.92	59.16%
固定资产	52,407.25	27.32%	39,533.40	27.55%
在建工程	37,559.54	19.58%	11,582.49	8.07%

非流动资产合计	105,118.46	54.81%	58,612.59	40.84%
资产总计	191,801.86	100.00%	143,513.51	100.00%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司资产结构发生变化，非流动资产占比上升，截至 2012 年底，公司流动资产和非流动资产占比分别为 45.19% 和 54.81%。跟踪期内，公司货币资产略有增加，占比变化不大，其中银行承兑汇票保证金为 7,304.03 万元，用于质押担保的定期存款为 165.00 万元，受限比例较高。跟踪期内，公司收入下降但应收账款略有增长，截至 2012 年底，公司应收账款中有 18,780.97 万元（占 99.64%）账龄在一年之内，主要应收对象及客户无变化。公司近几年正处于投资扩张期，截至 2012 年底公司预付账款中有 1.09 亿元为其支付临海生产基地建设土地使用权款、海域使用权款及基础设施配套款。跟踪期内，公司存货规模略有减少，但总量规模仍然偏大，主要是因为公司生产中间体及原料药主要采用化学合成法，生产周期较长，在产品金额较大，由于近期抗生素原药价格弱势震荡，公司存货面临一定的跌价风险。

公司非流动资产以固定资产和在建工程为主。固定资产主要为房屋建筑物和机器设备等，跟踪期内其结构变化不大。截至 2012 年底公司在建工程为 3.76 亿元，较 2011 年增长 224.28%，主要是由于公司目前正处于战略转型和向上下游扩展阶段，其临海及川南生产基地的投入较大所致。

总体上看，公司资产主要以应收款项、存货和固定资产为主，资产整体流动性及质量一般。

资产运营效率

公司应收账款及存货周转速度下降，整体资产运营效率下降

2012 年，由于公司营业收入下降，应收账款周转天数有所上升；由于公司生产周期较长，下游销售不旺，公司在产品及库存商品停库时间延长，存货周转天数上升较多；公司应付账款周转天数在行业景气度下降时也有所延长，整体上公司净营业周期有所变长，对营运资本的占用增加。

表 6 公司 2010-2012 年资产运营效率指标（单位：天）

项目	2012 年	2011 年
应收账款周转天数	56.71	46.05
存货周转天数	120.67	104.27

应付账款周转天数	59.29	44.66
净营业周期	118.09	105.66
流动资产周转天数	269.65	208.18
固定资产周转天数	144.49	108.69
总资产周转天数	526.96	357.03

资料来源：公司提供

2012 年，公司资产规模有了较大的增长，但营业收入有所下降，流动资产周转天数、固定资产周转天数及总资产周转天数均有所延长，整体资产运营效率下降。

总之，在收入下降影响下，公司应收账款及存货周转速度下降，整体资产运营效率有所下降。

盈利能力

受行业因素影响，公司营业收入规模及毛利率水平均有所下滑，利润规模偏小

2012 年，化学原料药行业整体市场低迷，增速放缓，市场竞争加剧。公司主导产品抗生素培南系列市场供应增多，而同时受欧债危机影响，需求没有同步增长，导致 2012 年公司培南系列产品量价齐跌；公司精细化学品部分产品销量也有所下降。在这些因素的影响下，2012 年公司营业收入较 2011 年下降 11.79%。2012 年，由于公司主导品种培南系列产品量价齐跌，导致毛利率下降 4.42 个百分点，同时受到财务费用、职工薪酬、研发投入、折旧以及新设子公司等费用增长较快的影响，2012 年公司整体盈利水平下滑较大，全年实现净利润 2,022.40 万元，较 2011 年下滑 80.56%，整体盈利规模偏小。

表7 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
营业收入	114,537.44	129,843.78
营业利润	332.46	12,088.33
利润总额	2,459.68	12,688.90
净利润	2,022.40	10,404.46
综合毛利率	19.60%	24.02%
期间费用率	18.19%	14.32%
总资产报酬率	3.22%	10.93%

资料来源：公司审计报告

现金流

公司经营活动现金流表现较好，但公司投资支出较大，短期内仍将会面临资金压力

2012 年，公司实现净利润 2,022.40 万元，经营获现能力受到影响，2012 年 FFO 为

11,457.54 万元，较 2011 年减少 6,029.74 万元。2012 年受生产规模缩小，对原材料的需求减少且应付项目增加较多导致公司经营活动现金流量净额得到较大幅度改善，2012 年经营活动现金流量净额为 18,072.73 万元，比 2011 年上升 95.13%。2012 年公司固定资产投入较多，导致投资活动现金流净流出规模较大，公司目前正处于扩张期，目前在建项目合计 4 项，其中 4-AA 技改扩能项目、300 吨盐酸克林霉素计划在 2013 年完工。公司目前存在 1.68 亿元的投资缺口，仍存在一定的资金压力。2012 年公司成功发行本期债券，长期银行借款增加，筹资活动现金流入较多，表明公司直接及间接融资渠道较为通畅。从表内数据来看，2012 年经营活动现金流净额和筹资活动现金流净额基本能够覆盖投资活动现金流净额，资金压力短期得到一定程度的缓解。

表 8 公司现金流量情况（单位：万元）

项 目	2012 年	2011 年
净利润	2,022.40	10,404.46
非付现费用	6,640.04	5,437.80
非经营损益	2,795.09	1,645.02
FFO	11,457.54	17,487.28
营运资本变化	6,615.20	-8,225.30
其中：存货减少（减：增加）	4,245.75	-6,974.82
经营性应收项目的减少（减：增加）	-2,915.78	-2,724.34
经营性应付项目增加（减：减少）	5,285.23	1,473.86
经营活动现金流量净额	18,072.73	9,261.97
投资活动的现金流量净额	-39,690.08	-21,389.30
筹资活动产生的现金流量净额	20,714.19	14,592.43

数据来源：公司审计报告

资本结构与财务安全性

跟踪期内，公司负债水平上升，有息负债规模较大，存在偿付压力

跟踪期内，公司资产负债率继续上升，截至 2012 年底，公司资产负债率为 61.52%，较 2011 年上升 12.87 个百分点，主要是公司近几年产能的扩张和产业链的延伸，导致固定资产投资较多；同时产能的扩张带来流动资金需求的增加，使得公司对融资活动需求较高，进而导致资产负债率有所上升。

从债务结构来看，短期负债占比较高，截至 2012 年底，流动负债占总负债的 57.74%，公司面临着较重的短期债务负担。截至 2012 年底公司有息债务达 92,359.28 万元，公司有息负债规模较大，存在本息的偿付压力。

表 9 公司近年主要负债结构（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	21,094.13	17.88%	23,502.61	33.66%
应付票据	19,259.07	16.32%	12,408.39	17.77%
应付账款	18,590.10	15.75%	11,743.02	16.82%
流动负债合计	68,128.16	57.74%	53,660.49	76.86%
长期借款	19,300.00	16.36%	16,000.00	22.92%
应付债券	29,206.08	24.75%	0.00	0.00%
非流动负债合计	49,869.09	42.26%	16,156.87	23.14%
负债合计	117,997.25	100.00%	69,817.36	100.00%

数据来源：公司审计报告

目前公司资产中存货占比较高，使得速动比率较低，公司短期偿债能力一般。2012 年，公司 EBITDA 出现下滑，2012 年 EBITDA 利息保障倍数下降为 3.20，表明随着公司经营业绩的下滑，公司盈利水平对利息支付的保障能力在下降。

表 10 公司偿债能力指标

项目	2012 年	2011 年
资产负债率	61.52%	48.65%
流动比率	1.27	1.58
速动比率	0.82	1.00
EBITDA（万元）	11,460.65	19,500.10
EBITDA 利息保障倍数	3.20	11.06

数据来源：公司审计报告

五、结论

公司是我国领先的医药中间体及原料药生产厂商之一，其生产的抗生素类产品在相关细分市场内占有份额较高，跟踪期内，公司通过整合、收购资源，产品种类有所丰富，定制业务继续发展。但受化学原料药行业整体市场低迷，市场竞争加剧，部分产品价格下跌等因素影响，2012 年公司营业收入有所下降，盈利水平降幅较大，利润规模偏小；此外，随着公司产能扩张及研发项目的推进，公司负债水平亦有所抬升，有息负债规模较大，且投资支出规模较大，面临一定的资金和偿债压力。

因此，鹏元决定下调本期债券信用等级为 AA-，下调公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2012年	2011年	2010年
货币资金	19,460.31	15,766.16	12,910.26
交易性金融资产	0.00	56.10	0.00
应收票据	653.49	2,739.84	2,432.69
应收账款	18,849.44	17,235.67	15,983.38
预付款项	12,774.67	16,240.25	5,381.77
应收利息	80.79	0.00	0.00
其他应收款	1,278.07	1,633.40	2,545.71
存货	30,599.01	31,135.20	26,015.76
其他流动资产	2,987.63	94.30	0.00
流动资产合计	86,683.40	84,900.92	65,269.57
长期股权投资	444.76	595.20	321.52
固定资产	52,407.25	39,533.40	38,867.00
在建工程	37,559.54	11,582.49	3,810.91
工程物资	1,620.42	684.88	485.55
无形资产	7,504.74	5,883.20	4,696.83
商誉	2,842.47	0.00	0.00
递延所得税资产	520.95	333.42	580.47
其他非流动资产	2,218.32	0.00	0.00
非流动资产合计	105,118.46	58,612.59	48,762.29
资产总计	191,801.86	143,513.51	114,031.86
短期借款	21,094.13	23,502.61	14,702.12
应付票据	19,259.07	12,408.39	9,772.54
应付账款	18,590.10	11,743.02	12,736.43
预收款项	482.96	179.26	774.62
应付职工薪酬	1,274.27	1,239.26	1,723.37
应交税费	346.48	801.90	229.74
应付利息	356.99	71.96	29.50
应付股利	205.14	205.14	205.14
其他应付款	3,019.01	1,508.96	1,111.33
一年内到期的非流动负债	3,500.00	2,000.00	1,000.00
流动负债合计	68,128.16	53,660.49	42,284.78
长期借款	19,300.00	16,000.00	7,810.00
应付债券	29,206.08	0.00	0.00
预计负债	133.33	133.33	133.33

递延所得税负债	0.00	23.54	0.00
其他非流动负债	1,229.68	0.00	0.00
非流动负债合计	49,869.09	16,156.87	7,943.33
负债合计	117,997.25	69,817.36	50,228.11
实收资本(或股本)	32,449.00	16,146.25	16,050.00
资本公积	9,955.74	25,403.66	23,401.92
盈余公积	3,674.34	3,437.99	3,188.44
未分配利润	25,092.87	27,895.05	20,848.16
外币报表折算差额	0.24	-0.04	0.00
归属于母公司所有者权益合计	71,172.19	72,882.91	63,488.53
少数股东权益	2,632.42	813.24	315.22
所有者权益合计	73,804.61	73,696.15	63,803.74
负债和所有者权益总计	191,801.86	143,513.51	114,031.86

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2012年	2011年	2010年
营业总收入	114,537.44	129,843.78	107,458.93
营业收入	114,537.44	129,843.78	107,458.93
营业总成本	113,998.43	117,761.76	97,425.53
营业成本	92,087.74	98,660.12	79,193.96
营业税金及附加	503.90	496.92	480.15
销售费用	1,694.74	1,692.60	1,834.83
管理费用	16,212.97	15,076.99	13,383.44
财务费用	2,928.80	1,820.18	1,591.99
资产减值损失	570.29	14.95	941.15
其他经营收益	-206.55	6.31	-50.26
公允价值变动净收益	-56.10	56.10	0.00
投资净收益	-150.44	-49.80	-50.26
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-150.44	28.68	-58.36
营业利润	332.46	12,088.33	9,983.14
加：营业外收入	2,779.43	1,044.83	737.14
减：营业外支出	652.21	444.25	686.93
其中：非流动资产处置净损失	147.11	130.06	440.25
利润总额	2,459.68	12,688.90	10,033.35
减：所得税	437.29	2,284.44	1,446.48
净利润	2,022.40	10,404.46	8,586.87
减：少数股东损益	-255.64	-101.98	24.05
归属于母公司所有者的净利润	2,278.04	10,506.44	8,562.83

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2012年	2011年	2010年
一、经营活动产生的现金流量：	-	-	-
销售商品、提供劳务收到的现金	119,084.29	135,655.76	115,434.59
收到的税费返还	5,028.81	5,948.86	4,699.03
收到其他与经营活动有关的现金	9,810.14	11,179.64	6,425.59
经营活动现金流入小计	133,923.25	152,784.26	126,559.21
购买商品、接受劳务支付的现金	80,272.27	110,367.54	83,512.40
支付给职工以及为职工支付的现金	11,174.77	10,110.11	6,734.60
支付的各项税费	5,050.29	5,401.94	4,331.18
支付其他与经营活动有关的现金	19,353.19	17,642.69	13,893.03
经营活动现金流出小计	115,850.52	143,522.29	108,471.22
经营活动产生的现金流量净额	18,072.73	9,261.97	18,088.00
二、投资活动产生的现金流量：	-	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	966.42	608.17	73.53
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	41.32
收到其他与投资活动有关的现金	2,022.08	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	2,988.50	608.17	114.85
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	42,678.58	21,752.48	14,650.61
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	245.00	0.00
投资活动现金流出小计	42,678.58	21,997.48	14,650.61
投资活动产生的现金流量净额	-39,690.08	-21,389.30	-14,535.76
三、筹资活动产生的现金流量：	-	-	-
吸收投资收到的现金	840.75	1,531.96	0.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	49.64	530.00	0.00
取得借款收到的现金	52,648.39	52,446.29	39,939.38
发行债券收到的现金	29,250.00	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	82,739.14	53,978.26	39,939.38
偿还债务支付的现金	53,856.87	34,455.81	40,458.32
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	7,913.08	4,930.02	2,661.97
支付其他与筹资活动有关的现金	255.00	0.00	0.00
筹资活动现金流出小计	62,024.95	39,385.83	43,120.29
筹资活动产生的现金流量净额	20,714.19	14,592.43	-3,180.90
四、汇率变动对现金的影响	0.29	-0.04	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	-902.87	2,465.05	371.34
加：期初现金及现金等价物余额	12,894.15	10,429.10	10,057.76
六、期末现金及现金等价物余额	11,991.28	12,894.15	10,429.10

附录三-2 合并现金流量补充表（单位：万元）

项目	2012年	2011年	2010年
净利润	2,022.40	10,404.46	8,586.87
加：资产减值准备	570.29	14.95	941.15
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5,738.12	5,278.49	4,809.63
无形资产摊销	331.64	144.36	110.50
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-126.21	-8.00	426.04
固定资产报废损失	13.42	0.38	0.00
公允价值变动损失	56.10	-56.10	0.00
财务费用	2,846.00	1,388.35	1,054.67
投资损失	150.44	49.80	50.26
递延所得税资产减少	-121.11	247.06	-189.49
递延所得税负债增加	-23.54	23.54	0.00
存货的减少	4,245.75	-6,974.82	-6,988.32
经营性应收项目的减少	-2,915.78	-2,724.34	742.54
经营性应付项目的增加	5,285.23	1,473.86	8,544.15
经营活动产生的现金流量净额	18,072.73	9,261.97	18,088.00
现金的期末余额	11,991.28	12,894.15	10,429.10
减：现金的期初余额	12,894.15	10,429.10	10,057.76
现金及现金等价物净增加额	-902.87	2,465.05	371.34

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{营业成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构 及财务安 全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货净额}) / \text{流动负债合计}$	
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障 倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	现金流流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
FFO	$\text{净利润} + \text{非付现费用} + \text{非经营损益}$	

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

二、债务人长期信用等级符号及定义

符 号	定 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。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

三：展望符号及定义

类 型	定 义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。