

海南海药股份有限公司

2012 年 5 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>

海南海药股份有限公司

2012年5亿元公司债券2013年跟踪信用评级报告

本次跟踪信用评级结果：

本期公司债券跟踪信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余期限：48个月

债券剩余规模：5亿元

增信方式：股权质押

跟踪日期：2013年06月25日

首次信用评级结果：

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：60个月

债券规模：5亿元

增信方式：股权质押

跟踪日期：2012年05月07日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对海南海药股份有限公司（以下简称“海南海药”或“公司”）及其2012年发行的5亿元公司债券（以下简称“本期债券”）2013年跟踪评级结果为：维持本期债券信用等级为AA，维持发行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	2013年3月	2012年	2011年	2010年
总资产（万元）	291,795.02	276,151.18	201,975.63	110,212.10
归属于母公司所有者权益（万元）	145,869.19	139,557.02	131,440.16	43,034.69
有息债务（万元）	99,670.56	96,157.70	44,083.33	44,414.86
资产负债率	46.75%	46.06%	34.04%	54.45%
流动比率	1.86	2.18	2.51	0.99
速动比率	1.39	1.75	1.99	0.57
营业收入（万元）	34,546.79	94,988.77	72,184.75	61,318.96
利润总额（万元）	4,509.53	8,844.31	12,138.81	4,496.12
综合毛利率	31.53%	41.76%	36.32%	36.58%
总资产回报率	-	5.77%	9.65%	6.68%
EBITDA（万元）	-	16,932.47	17,529.88	8,454.12
EBITDA 利息保障倍数	-	3.42	5.98	4.20
经营活动现金流净额（万元）	5,957.65	236.79	5,777.64	4,454.37

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告以及未经审计的 2013 年 1-3 月财务报表

正面：

- 公司头孢类产品丰富，具备较强的市场竞争力，销售收入大幅增加；
- 公司中间体-原料药-制剂产业链得到进一步延伸，整体竞争力有望进一步提高；
- 公司建立起了三级研发体系，对研发投入较大，具备较强的研发实力；
- 公司已办妥股权质押登记，质押股权价值较有保障，能为本期债券的偿付提供一定的支撑。

关注：

- 抗生素分级管理政策正式实施，可能给公司带来一定的经营压力；
- 公司新收购的子公司经营情况一般，未来对其整合效果需进一步关注；
- 公司人工耳蜗业务盈利能力低于预期表现，一定程度影响公司盈利表现；
- 公司人工耳蜗建设项目进度较慢，未来该业务盈利表现仍存在不确定性；
- 近年公司加大了对外投资力度，扩张速度较快，需关注扩张过程中的资金风险及新业务风险；
- 公司初次涉足小额贷款领域，风险控制能力有待进一步观察；
- 医药行业竞争趋于激烈，公司部分产品价格存在下滑趋势，未来公司盈利情况有待观察；
- 公司经营活动净现金流表现不佳，投资活动资金需求量大，对筹资活动有一定的依赖性；
- 公司有息债务规模较大且存在持续增长可能，存在一定债务压力。

分析师

姓名：贺亮明 王一峰

电话：0755-82872242

邮箱：helm@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证监会《关于核准海南海药股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可【2012】726号文核准，2012年6月14日，公司公开发行5亿元公司债券，募集资金总额5亿元，扣除发行费用后，募集资金净额49,400万元。

本期债券为5年期固定利率债券，附第3年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券前3年利率为5.2%，在债券存续期内前3年固定不变，后2年根据第3年末公司是否上调票面利率以及上调幅度来确定。

本期债券的起息日为2012年6月14日，采用单利按年计息，不计复利，利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。2013年至2017年每年的6月14日为上一个计息年度的付息日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日）。本期债券本金兑付日期为2017年6月14日，如投资者行使回售选择权，则其回售部分债券的兑付日为2015年6月14日。（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日）。

截至2013年5月31日，本期债券募集资金已使用49,400万元，其中16,800万元偿还银行借款，32,600万元补充营运资金。

二、发行主体概况

2012年10月，经公司股东大会决议通过，公司以2012年6月30日总股本24,759.50万股为基数，以资本公积向全体股东10股转增10股，转增后公司总股本由24,759.50万股增至49,518.99万股。

三、经营与竞争

公司是以药品研发、生产和销售为主的医药企业，业务涉及抗生素制剂、抗肿瘤药、肠胃药、原料药及中间体四大领域。2012年公司实现主营业务收入94,904.38万元，同比增长31.53%，收入增长主要来源于头孢类系列抗生素产品，头孢类系列产品结构的变化和规模效应，使得2012年该产品毛利率有一定幅度的提升。2012年公司设立了原料药事业部，加大了原料药的销售力度，2013年1-3月原料药及其中间体销售收入有较大幅度增长，但由于原料药毛利率较低，一定程度上拉低了原料药及其中间体的整体毛利率。

公司其它产品主要为阿莫西林、注射用维生素 C、健阳片、红宝太和胶囊等普通药物和保健品，其中注射用维生素 C 为粉针剂型，近年来销售增长较快。

表 1 近年公司主营业务收入及毛利率分产品构成情况（单位：万元）

产品名称	2013 年 1-3 月		2012 年		2011 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
头孢类系列	6,950.96	34.41%	36,563.73	38.10%	24,733.76	31.92%
原料药及其中间体	17,636.51	18.03%	20,922.92	21.11%	21,942.02	23.20%
肠胃康	3,044.01	82.86%	10,750.21	85.18%	10,662.66	83.79%
紫杉醇	549.35	71.24%	3,942.96	79.12%	4,574.83	79.30%
其它	6,365.97	37.81%	227,24.55	39.43%	10,243.01	6.43%
合计	34,546.79	31.53%	94,904.38	41.71%	72,156.28	36.32%

资料来源：公司提供

公司头孢类产品丰富，具备较强的市场竞争力，跟踪期头孢类产品销售收入增幅较大，但抗生素分级管理政策可能给公司经营带来一定的压力

公司头孢类品种储备丰富，涵盖一代、二代、三代、四代头孢产品，可满足各类市场需求；主推品种头孢西丁钠和头孢唑肟钠具有较高的知名度和市场覆盖率。根据国家药监局南方医药数据研究所和医药工业信息中心两机构的样本医院销售统计数据，公司头孢西丁钠样本医院销售 2012 年排名在第一位；头孢唑肟钠样本医院销售 2012 年排名在第三位。特别是头孢西丁钠以其二代头霉菌素的优势，符合国家抗生素分级管理政策，此产品医院销售增长率达 25% 以上。受益于主要产品具备较强的市场竞争力，2012 年公司头孢类系列产品销售收入有较大幅度增长，同比增幅达到 47.83%。

2012 年 8 月，抗生素分级管理正式实施，抗生素分级管理将抗生素分为非限制类、限制类、特殊管理类，临床使用以上三类抗生素时必需按照规定执行。相应地，各省颁布了相应的抗菌药物使用分级管理目录。

此前国内抗生素使用相对较为混乱，抗生素分级管理将使得抗生素使用更为规范，原有市场格局必将打破，从而导致抗生素行业面临整合，市场竞争将进一步加剧。而公司抗生素产品种类众多，抗生素的分级管理将对公司产品原有市场格局产生影响，部分产品销售预计也将受到一定程度的影响，未来公司经营存在一定的压力。而公司能否在行业整合过程中继续保持或者提高市场竞争力，尚需进一步观察。

跟踪期，公司加大了股权收购力度，中间体-原料药-制剂产业链得到进一步延伸

跟踪期，公司完成了对台州市一铭医药化工有限公司（以下简称“台州一铭”）、盐城开元医药化工有限公司（以下简称“盐城开元”）股权的收购。台州一铭是一家以生产培南类

中间体为主的医药化工生产企业，经营范围包括：美罗培南、文拉法辛盐酸盐、索法酮、比阿培南、地西他滨中间体、多西紫杉醇侧链制造、批发、零售。台州一铭注册资本为 500 万元，公司通过子公司海口市制药厂有限公司持有其 50% 的股权。

盐城开元经营范围包括：化工产品(头孢母核 GCLE、头孢克肟、头孢唑肟及其中间体(3-OH、7-ANCA)、AE-活性酯、克肟活性酯)生产。盐城开元注册资本为 5,000 万元，公司通过子公司重庆天地药业有限责任公司（以下简称“天地药业”）持有其 75% 的股权。

通过收购台州一铭、盐城开元的股权，公司产业链得到了延伸，有望进一步增强头孢类、培南类产品的综合竞争力，并且从源头上保证产品质量，同时增强成本的可控性。

目前台州一铭、盐城开元经营状况一般，尤其台州一铭亏损幅度较大。根据公司年报显示，2012 年盐城开元实现营业收入 5,126.58 万元，净利润 146.95 万元；台州一铭实现营业收入 6,856.94 万元、净利润-1,262.59 万元。未来公司对台州一铭、盐城开元整合效果有待进一步关注，如果整合成功，将助推公司整体竞争力的进一步提升，否则将会给公司带来一定的不利影响。

跟踪期，公司人工耳蜗业务盈利能力低于股东盈利承诺，获得股东盈利补偿；在建人工耳蜗项目进度较慢，未来人工耳蜗业务盈利情况存在一定的不确定性

2011 年公司以募集资金 16,734.00 万元对上海力声特医学科技有限公司（以下简称上海力声特）增资。控股股东深圳市南方同正投资有限公司（以下简称“南方同正”）承诺：南方同正预计上海力声特 2011 年净利润应不低于 285 万元、2012 年净利润应不低于 1,210 万元、2013 年净利润应不低于 2,649 万元，若上海力声特在上述任一年度实际经营取得的净利润（以审计报告为准）低于上述预计净利润数额而导致公司作为上海力声特股东之应得收益减少，则南方同正将以现金方式补足公司作为上海力声特股东根据该年度预计净利润所应得收益的差额部分。根据天健会计师事务所（特殊普通合伙）出具的审计报告（天健渝审（2013）632 号），上海力声特 2012 年经审计的净利润为 306.17 万元，低于相应年度盈利承诺 903.83 万元。根据公司公告，截至 2013 年 5 月 24 日，公司已收到南方同正 903.83 万元补偿款。

上海力声特未实现盈利预测的原因主要是其生产的人工耳蜗属全新的具有自主知识产权的产品，消费者接受需要一定的过程，前期市场开拓较为谨慎；2012 年为上海力声特提供芯片的企业发生火灾，影响芯片供应，对销售也有一定的影响。

而上述募集资金投资项目人工耳蜗建设项目进度偏慢，该项目原计划 2013 年初投产，受建设进度影响，公司现在预计该项目将于 2013 年 12 月投产。

考虑到人工耳蜗建设项目进度延后，且公司人工耳蜗在国内市场接受情况仍有待检验，因此我们认为未来一段时间人工耳蜗业务盈利情况仍存在一定的不确定性。

表 2 截至 2012 年 12 月 31 日公司主要产能扩张项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	达到使用状态日期	进度未符合预期说明
年产 390 吨头孢中间体建设项目	49,933.65	17,304.46	2013 年 9 月	-
人工耳蜗建设项目	16,734.00	4,302.53	2013 年 12 月	上海力声特人工耳蜗扩建项目所在园区系新建，其园区相关土地手续、整体规划、配套建设速度较慢，因此项目开工时间较预期延后，导致未达到计划进度。

资料来源：公司 2012 年度年报

公司年产 390 吨头孢中间体建设项目进度基本符合预期，该项目预计 2013 年 9 月投产。

跟踪期，公司建立了三级研发体系，研发实力得到进一步提升

针对医药行业竞争趋于激烈，产品价格存在下降趋势，为进一步提升公司整体实力，跟踪期，公司加大了研发投入，2012 年研发费用投入达到 4,859.91 万元，占营业收入比重达到 5.12%，与 2011 年相比有较大幅度增长。

表 3 近年公司研发费用投入情况

	2013 年 1-3 月	2012 年	2011 年
研发投入金额（万元）	1,735.12	4,859.91	1,323.25
研发投入占营业收入比例	5.02%	5.12%	1.83%

资料来源：公司提供

2012 年公司建立起了三级研发平台：一级研发平台：美国研究所，统领公司研发体系；二级研发平台：现设有香港、上海、北京三个研究机构；三级研发平台：各成员企业下设的研发部门。三个平台间双向沟通、协作、互动，以创新为主、仿创结合的研发模式，聚焦医药领域，为不断推出新产品提供根本保障。

截至 2013 年 3 月 31 日，公司累计获得发明专利 9 项，外观设计专利 3 项，已申报受理待批的专利有 10 项。

整体看，公司具备较强研发能力，三级研发体系的建立，有望进一步提升公司研发水平。

表 4 截至 2013 年 3 月 31 日公司获得的专利或者已受理的专利情况

序号	专利名称	专利号/申请号	授权公告日/受理日期
1	多西他赛纳米脂质注射液其制备方法及其用途	ZL200910118761.6	2011-04-20

2	一种紫杉醇注射液的制备方法	ZL200910203243.4	2011-06-15
3	雷公藤红素纳米脂质注射液及其制备方法	ZL200910135568.3	2011-10-05
4	一种检测头孢西丁产品中杂质的方法	ZL200910137569.1	2012-01-25
5	无糖型枫蓼颗粒制剂、其用途及制备方法	ZL200910007606.7	2011-12-28
6	阿莫西林分散片包装盒	ZL201130113811.X	2011-11-16
7	头孢克洛颗粒包装盒	ZL201130113840.6	2011-12-28
8	肠胃康无糖颗粒包装盒	ZL2011301138270	2012-01-11
9	姜黄素纳米脂质注射液、其制备方法及用途	ZL200910009097.1	2012-04-25
10	紫杉醇及其衍生物在制药中的应用	ZL200810069882.1	2011-07-20
11	盐酸克林霉素注射液及其制备方法	ZL200910180626.4	2012-12-26
12	甲磺酸培氟沙星注射液、其制备方法及用途	ZL200910211210.4	2012-10-17
13	一种抗菌素组合物制备方法和用途（西丁他唑）	201010531963.6	2010-11-02
14	一种抗菌素组合物制备方法和用途（拉定他唑）	201010531961.7	2010-11-02
15	头孢唑肟钠关键中间体的制备及高含量头孢唑肟钠的制备	201110230202.1	2011-08-30
16	一种制备头孢西丁酸的方法	201010185323.4	2010-05-28
17	一种无水 β -氨基曲南的制备方法	201110253213.1	2011-08-30
18	一种无菌维生素C组合物的制备方法及其产品和应用	2012101219337	2012-04-24
19	一种美罗培南无菌组合物的制备及用途	201210305388.7	2012-08-24
20	一种注射用氨基曲南组合物的制备及用途	201210344967.2	2012-09-18
21	一种盐酸苯达莫司汀冻干粉针剂及其制备方法	2012105335040	2012-12-12
22	一种头孢孟多酯钠无菌组合物粉针的制备方法	2013100114332	2013-01-11

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四川华信（集团）会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2010-2011年的审计报告、经天健会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2012年度审计报告以及未经审计的2013年1-3月份财务报表。2011、2012年公司对于上年数据作了追溯调整，以下2010、2011年数据均为调整后数据。公司财务报告均采用新会计准则编制。

2012年公司财务报表合并范围新增3家公司，分别为盐城开元医药化工有限公司、重庆市忠县同正小额贷款有限责任公司（以下简称“同正小贷公司”）、哈德森生物医药有限公司。

表 5 截至 2012 年 12 月末公司报表合并范围（单位：万元）

子公司全称	注册资本	持股比例	经营范围
海口市制药厂有限公司	11,938.00	100.00%	粉针剂、小容量注射剂（含抗肿瘤药）、片剂、胶囊剂、颗粒剂、软胶囊剂、滴丸剂、原料药、产品开发、技术服务、中药前处理和提取、二类精神药品等
海南南方君合药业有限公司	150.00	70.00%	预包装食品批发兼零售、中成药、化学原料药及其制剂、抗生素原料药及其制剂、生化药品、化妆品、纺织品、消毒产品等的销售
海口多多之旅接待服务有限公司	30.00	80.00%	会议组织、接待服务企业管理服务
上海海药营销咨询有限公司	50.00	100.00%	市场营销策划，企业管理，投资咨询，生物科技专业的技术开发等
上海力声特神经电子科技有限公司	1,000.00	100.00%	生物医学神经电子技术及软件开发，医疗器械领域内的技术咨询、技术服务，一类医疗器械的销售，实业投资，投资咨询（除经纪），会展服务，从事货物及技术的进出口业务，物业管理
哈德森生物医药有限公司	300.00 万美元	70.00%	医药研发及销售
重庆天地药业有限责任公司	37,201.50	99.14%	生产颗粒剂、无菌原料药、医药中间体、植物提取物初加工、销售、货物进出口业务等
上海力声特医学科技有限公司	15,295.00	91.17%	医疗器械技术咨询、技术服务，医疗器械生产、销售（限分支机构经营）
盐城开元医药化工有限公司	5,000.00	75.00%	化工产品
重庆市忠县同正小额贷款有限责任公司	10,000.00	50.00%	办理各项贷款、票据贴现和资产转让

注：公司子公司天地药业持有重庆市忠县同正小额贷款有限责任公司50.00%的股份，同时公司实际控制人之关系密切家庭成员持有该公司10.00%，且公司在该公司董事会占多数表决权，对其具有实际控制权，故将其纳入合并财务报表范围。

资料来源：公司 2012 年审计报告

财务分析

跟踪期内，由于本期债券的成功发行以及经营积累，公司总资产规模有所增长；营业收入有所增长，受投资收益减少影响，盈利水平有所下滑；主要由于其他应收款占用资金增加，经营活动净现金流表现欠佳，投资活动现金流出较多；有息债务规模及资产负债率有所提高

跟踪期，由于本期债券的成功发行以及经营积累的增加，公司总资产规模保持增长态势，2012 年公司总资产规模 276,151.18 万元，较 2011 年末增加 36.73%。从资产构成看，2012

年末公司非流动资产占比有所提高，非流动资产增长主要来源于可供出售金融资产、发放贷款及委托垫款、固定资产、在建工程和无形资产的增加。

由于业务规模的增长，2012 年末公司应收票据余额大幅增加，新增部分主要为商业承兑汇票；2012 年末公司应收账款余额稍有下降，从账龄看，2012 年末应收账款账龄在一年以内占比 80.98%，2012 年末公司已计提 1,532.04 万元坏账准备；2012 年末其他应收款大幅增加，其他应收款主要是其他公司和个人的短期借款，公司相应可获得一定收益，但由于规模较大，应关注相关回收风险；2013 年 3 月末其他应收款减少，主要是收回部分借款。

近年随着销售规模的增长，公司存货余额持续增加，尤其 2013 年 3 月末存货余额增幅较大，达到 40,941.36 万元，存货周转效率偏低，占用资金量较大。

公司可供出售金融资产系购买华鑫国际信托有限公司发起设立的“华鑫信托-中国银泰贷款集合资金”信托产品，2 年期，购入成本为 15,000.00 万元，该信托资金用于向中国银泰投资有限公司发放流动资金贷款。2013 年 3 月末持有至到期投资系新增的一笔对外短期贷款；发放贷款及委托垫款主要系新增合并子公司同正小贷公司发放贷款增加所致，考虑到公司初次涉足小额贷款领域，应对风险控制情况予以关注。2013 年末公司长期股权投资余额增幅较大，主要系新增投资中国抗体制药有限公司、海南寰太股权投资基金管理有限公司等。

由于募投项目的持续投入以及收购子公司纳入合并范围，公司固定资产、在建工程、无形资产规模持续增长。

表 6 近年公司资产结构情况（单位：万元）

项目	2013 年 3 月		2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动资产	160,266.12	54.92%	167,714.13	60.73%	144,947.12	71.76%	58,279.94	52.88%
货币资金	66,522.39	22.80%	69,237.59	25.07%	72,488.09	35.89%	10,521.60	9.55%
应收票据	15,535.63	5.32%	16,447.45	5.96%	8,248.33	4.08%	3,869.61	3.51%
应收账款	18,651.21	6.39%	17,143.32	6.21%	19,171.87	9.49%	12,556.43	11.39%
预付款项	4,033.08	1.38%	4,141.58	1.50%	3,064.19	1.52%	2,741.01	2.49%
其他应收款	11,163.23	3.83%	24,180.70	8.76%	11,763.36	5.82%	3,085.51	2.80%
存货	40,941.36	14.03%	33,336.76	12.07%	30,211.27	14.96%	25,154.29	22.82%
非流动资产	131,528.90	45.08%	108,437.06	39.27%	57,028.51	28.24%	51,932.16	47.12%
可供出售金融资产	14,158.29	4.85%	15,783.29	5.72%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
持有至到期投资	8,000.00	2.74%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
发放贷款及委托垫款	15,986.00	5.48%	9,884.46	3.58%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
长期股权投资	12,236.84	4.19%	4,717.51	1.71%	3,478.97	1.72%	2,478.97	2.25%

固定资产	34,886.10	11.96%	34,469.61	12.48%	28,248.15	13.99%	27,124.07	24.61%
在建工程	13,668.09	4.68%	12,266.22	4.44%	5,398.11	2.67%	3,680.67	3.34%
无形资产	21,928.67	7.52%	21,970.69	7.96%	16,431.71	8.14%	16,279.03	14.77%
资产总计	291,795.02	100.00%	276,151.18	100.00%	201,975.63	100.00%	110,212.10	100.00%

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告及未经审计的 2013 年 1-3 月份财务报表

跟踪期，公司销售规模持续保持增长以及盐城开元医药化工有限公司等子公司合并进入公司报表等原因，2012 年实现营业收入 94,988.77 万元，同比增长 31.59%，近年公司加大收购、研发及产能扩张力度，未来一段时间公司营业收入有望保持持续增长。

公司毛利率水平相对较高，2012 年综合毛利率达到 41.76%。2013 年 1-3 月毛利率下降幅度较大，主要原因系公司成立了原料药事业部，2013 年 1-3 月原料药销售收入大幅增加，原料药毛利率相对较低。

2012 年公司投资收益下降幅度较大，主要原因系 2011 年公司转让子公司海南海药房地产开发有限公司产生投资收益 7,115.87 万元，但当年持有交易性金融资产损失 2,627.83 万元。受投资收益下降影响，2012 年公司营业利润有所下滑。但剔除投资收益影响，公司主营业务盈利水平有所提高。

2012 年公司期间费用率达到了 30.98%，主要原因系销售增加、对市场投入力度加大、人工成本增加、股票期权费用增加以及合并范围增加，导致销售费用及管理费用增加。

需关注的是，目前医药行业市场竞争激烈，公司部分产品销售价格存在下滑趋势，未来公司盈利能力仍存在一定的不确定性。

表 7 近年公司盈利能力指标（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
营业收入	34,546.79	94,988.77	72,184.75	61,318.96
投资收益	239.83	-20.42	4,489.24	23.73
营业利润	4,347.75	7,766.72	11,196.97	5,160.97
营业外收入	162.25	1,200.51	1,011.63	858.99
利润总额	4,509.53	8,844.31	12,138.81	4,496.12
净利润	4,018.12	7,913.00	10,913.34	3,692.18
综合毛利率	31.53%	41.76%	36.32%	36.58%
期间费用率	18.89%	30.98%	25.30%	26.02%
总资产回报率	-	5.77%	9.65%	6.68%

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告及未经审计的 2013 年 1-3 月份财务报表

从公司经营活动现金流指标来看，2012 年公司现金生成能力（FFO）有所增长，但由于其他应收款等占用资金增加，导致经营活动净现金流表现不佳。

从公司投资活动现金流来看，2012 年公司投资活动现金流出较多，主要系募投项目投入、信托等理财产品购买、收购子公司等。近年公司对外投资力度较大，预计后续资金需求量依然较大。

2012 年现金流入主要系收到本期债券募集资金 49,400 万元。公司在业务扩张过程中，经营活动净现金流难以满足投资需求，预计未来公司对筹资活动仍存在一定的依赖。

表 8 近年公司现金流指标（单位：万元）

项目	2013 年 1-3 月	2012 年	2011 年	2010 年
净利润	4,018.12	7,913.00	10,913.34	3,692.18
非付现费用	-	4,934.88	3,317.77	2,844.90
非经营损益	-	3,406.44	-2,285.51	2,821.68
FFO	-	16,254.32	11,945.60	9,358.76
营运资本变化	-	-16,017.54	-6,167.97	-5,148.85
其中：存货减少（减：增加）	-	-1,656.29	-5,375.60	-3,934.30
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-15,588.67	-12,080.22	-1,109.68
经营性应付项目增加（减：减少）	-	1,227.42	11,287.85	-104.87
其他	-	0.00	0.00	244.45
经营活动产生的现金流量净额	5,957.65	236.79	5,777.64	4,454.37
投资活动产生的现金流量净额	-12,181.58	-71,324.03	-16,723.99	-15,916.75
筹资活动产生的现金流量净额	3,508.73	45,211.17	74,276.91	16,474.96
现金及现金等价物净增加额	-2,715.20	-25,876.07	63,301.58	5,124.88

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告及未经审计的 2013 年 1-3 月份财务报表

截至 2012 年底，公司资产负债率为 46.06%，与 2011 年末相比稍有上升，主要系由于本期债券的成功发行，公司债务余额有所增长。

公司债务结构有所改善，2012 年末公司非流动负债占比有较大幅提高。

表 9 近年公司负债结构情况（单位：万元）

项目	2013 年 3 月		2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	85,968.60	63.02%	76,779.83	60.37%	57,738.91	83.98%	58,582.22	97.62%
短期借款	38,400.00	28.15%	34,605.00	27.21%	31,150.00	45.31%	27,200.00	45.33%
应付票据	2,085.76	1.53%	2,394.68	1.88%	3,033.33	4.41%	1,759.86	2.93%
应付账款	21,286.82	15.61%	16,205.00	12.74%	13,273.10	19.31%	6,983.23	11.64%
预收款项	2,584.81	1.89%	2,285.32	1.80%	3,887.96	5.65%	1,996.89	3.33%
其他应付款	6,971.92	5.11%	5,745.01	4.52%	2,349.76	3.42%	2,817.78	4.70%
一年内到期的非流动负债	9,700.00	7.11%	9,700.00	7.63%	0.00	0.00%	15,455.00	25.75%

非流动负债合计	50,437.65	36.98%	50,410.87	39.63%	11,013.80	16.02%	1,426.33	2.38%
应付债券	49,484.80	36.28%	49,458.02	38.88%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
负债总额	136,406.25	100.00%	127,190.70	100.00%	68,752.71	100.00%	60,008.54	100.00%

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告及未经审计的 2013 年 1-3 月份财务报表

2012 年末公司有息债务达到 96,157.70 万元，增长部分主要系本期债券资金。

表 10 近年公司有息债务情况（单位：万元）

项目	2013 年 3 月	2012 年	2011 年	2010 年
有息债务	99,670.56	96,157.70	44,083.33	44,414.86

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告及未经审计的 2013 年 1-3 月份财务报表

2012 年末公司流动比率、速动比率均表现较好。由于债务规模的增加，2012 年 EBITDA 利息保障倍数稍有下降。

整体看，由于 2011 年公司定向增发以及经营的积累，跟踪期公司偿债指标表现较好，目前债务偿还较有保障。但公司有息债务规模相对较大，预计后续公司债务规模仍将持续增加，未来偿债压力可能进一步增加。

表 11 近年公司偿债能力指标

项目	2013 年 3 月	2012 年	2011 年	2010 年
资产负债率	46.75%	46.06%	34.04%	54.45%
流动比率	1.86	2.18	2.51	0.99
速动比率	1.39	1.75	1.99	0.57
EBITDA（万元）	-	16,932.47	17,529.88	8,454.12
EBITDA 利息保障倍数	-	3.42	5.98	4.20

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告及未经审计的 2013 年 1-3 月份财务报表

五、本期债券担保分析

公司已办妥股权质押登记，股权价值较有保障，股权质押担保能为本期债券的偿还提供一定的支撑

为了保证本期债券按时足额还本付息，公司以持有的子公司天地药业 99.14% 股权向本期债券持有人提供质押担保。根据重庆市忠县工商行政管理局出具的（忠工商）股质登记设字 [2013] 第 00015 号《股权出质设立登记通知书》，公司已将该股权出质给广发证券股份有限公司（本期债券之债权代理人）。

2012 年末天地药业总资产 136,405.05 万元、所有者权益合计 84,645.96 万元，所有者权

益是本期债券本金的 1.69 倍。2012 年天地药业实现营业收入 35,526.53 万元，同比增长 19.02%，实现净利润 4,501.99 万元，同比增长 57.78%。

2012 年公司用于质押的天地药业盈利水平和净资产均有所提升，其股权价值较有保障，我们认为，股权质押担保为本期债券的偿还提供了一定的支撑。

表 12 2011-2012 年天地药业主要财务指标

项目	2012 年	2011 年
总资产（万元）	136,405.05	117,250.71
所有者权益合计（万元）	84,645.96	72,918.34
资产负债率	37.95%	37.81%
流动比率	1.72	2.77
营业收入（万元）	35,526.53	29,848.47
净利润（万元）	4,501.99	2,853.33
综合毛利率	18.56%	16.53%
经营活动现金流净额（万元）	-2,551.15	-11,743.96

资料来源：天地药业审计报告

六、评级结论

公司头孢类产品丰富，具备较强的市场竞争力，跟踪期公司销售收入有所增长，剔除非经常性损益影响，主营业务盈利水平有所提高；同时公司中间体-原料药-制剂产业链得到进一步延伸；公司建立起了三级研发体系，对研发投入较大，具备较强的研发实力；另外跟踪期公司已办妥股权质押登记，质押股权价值较有保障，能为本期债券的偿还提供一定的支撑。

但我们也关注到，医药行业竞争区域激烈，抗生素的分级管理、产品价格的下降给公司经营带来压力；公司人工耳蜗业务盈利能力低于预期表现，未来盈利情况仍存在不确定性；并且公司涉足小额贷款等其他领域，可能将给公司带来不确定性风险。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级 AA 和本期债券信用等级 AA，评级展望维持为稳定。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2013年3月	2012年	2011年	2010年
货币资金	66,522.39	69,237.59	72,488.09	10,521.60
交易性金融资产	2,000.00	2,000.00	0.00	351.48
应收票据	15,535.63	16,447.45	8,248.33	3,869.61
应收账款	18,651.21	17,143.32	19,171.87	12,556.43
预付款项	4,033.08	4,141.58	3,064.19	2,741.01
应收利息	671.00	386.80	0.00	0.00
其他应收款	11,163.23	24,180.70	11,763.36	3,085.51
存货	40,941.36	33,336.76	30,211.27	25,154.29
其他流动资产	748.23	839.93	0.00	0.00
流动资产合计	160,266.12	167,714.13	144,947.12	58,279.94
发放贷款及垫款	15,986.00	9,884.46	0.00	0.00
可供出售金融资产	14,158.29	15,783.29	0.00	0.00
持有至到期投资	8,000.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	12,236.84	4,717.51	3,478.97	2,478.97
固定资产	34,886.10	34,469.61	28,248.15	27,124.07
工程物资	8.94	8.94	8.94	0.00
在建工程	13,668.09	12,266.22	5,398.11	3,680.67
无形资产	21,928.67	21,970.69	16,431.71	16,279.03
开发支出	5,960.35	4,640.20	2,808.06	2,010.50
商誉	3,070.02	3,070.02	0.00	0.00
长期待摊费用	97.71	93.91	0.00	0.00
递延所得税资产	1,527.90	1,532.21	654.57	358.93
非流动资产合计	131,528.90	108,437.06	57,028.51	51,932.16
资产总计	291,795.02	276,151.18	201,975.63	110,212.10
短期借款	38,400.00	34,605.00	31,150.00	27,200.00
应付票据	2,085.76	2,394.68	3,033.33	1,759.86
应付账款	21,286.82	16,205.00	13,273.10	6,983.23
预收款项	2,584.81	2,285.32	3,887.96	1,996.89
应付职工薪酬	220.73	326.10	55.59	74.49
应交税费	2,262.72	3,712.87	3,591.66	1,887.69
应付利息	2,058.33	1,408.33	0.00	9.76
应付股利	397.52	397.52	397.52	397.52
其他应付款	6,971.92	5,745.01	2,349.76	2,817.78
一年内到期的非流动负债	9,700.00	9,700.00	0.00	15,455.00

流动负债合计	85,968.60	76,779.83	57,738.91	58,582.22
长期借款	0.00	0.00	9,900.00	0.00
应付债券	49,484.80	49,458.02	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	340.00	474.78
递延所得税负债	112.69	112.69	0.00	0.00
其他非流动负债	840.15	840.15	773.80	951.55
非流动负债合计	50,437.65	50,410.87	11,013.80	1,426.33
负债合计	136,406.25	127,190.70	68,752.71	60,008.54
实收资本	49,518.99	49,518.99	24,759.50	21,284.90
资本公积	67,965.85	67,965.85	89,857.82	16,085.71
盈余公积	2,388.09	2,388.09	2,263.96	1,860.96
未分配利润	25,996.26	19,684.08	14,558.88	3,803.12
归属于母公司所有者权益合计	145,869.19	139,557.02	131,440.16	43,034.69
少数股东权益	9,519.58	9,403.47	1,782.75	7,168.87
所有者权益合计	155,388.77	148,960.49	133,222.92	50,203.56
负债和所有者权益总计	291,795.02	276,151.18	201,975.63	110,212.10

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
一、营业总收入	34,546.79	95,138.75	72,184.75	61,318.96
其中：营业收入	34,546.79	94,988.77	72,184.75	61,318.96
利息收入	0.00	149.99	0.00	0.00
二、营业总成本	30,438.88	87,351.61	65,477.02	56,081.84
其中：营业成本	23,654.60	55,319.61	45,965.78	38,889.11
手续费及佣金支出	0.00	0.06	0.00	0.00
营业税金及附加	257.05	807.65	388.97	336.31
销售费用	3,454.68	19,328.63	10,929.65	8,941.83
管理费用	2,271.33	8,698.96	4,919.29	4,983.93
财务费用	801.21	1,399.19	2,416.97	2,031.79
资产减值损失	0.00	1,797.51	856.36	898.87
加：公允价值变动净收益（损失以“-”号填列）	0.00	0.00	0.00	-99.88
投资收益（损失以“-”号填列）	239.83	-20.42	4,489.24	23.73
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-137.62	-631.29	0.00	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	4,347.75	7,766.72	11,196.97	5,160.97
加：营业外收入	162.25	1,200.51	1,011.63	858.99
减：营业外支出	0.47	122.92	69.79	1,523.83
其中：非流动资产处置净损失	0.00	27.68	0.14	0.00
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	4,509.53	8,844.31	12,138.81	4,496.12
减：所得税费用	491.41	931.31	1,225.47	803.95
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	4,018.12	7,913.00	10,913.34	3,692.18
少数股东损益	16.82	187.72	405.81	392.34
归属于母公司所有者的净利润	4,001.30	7,725.28	10,507.53	3,299.84

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
销售商品、提供劳务收到的现金	32,753.56	102,794.78	83,828.22	67,373.46
收到的税费返还	169.61	222.34	0.00	122.42
收到其他与经营活动有关的现金	8,593.35	50,895.35	1,371.84	1,672.46
收回贷款收到的现金	0.00	575.00	0.00	0.00
收取利息、手续费及佣金的现金	0.00	117.15	0.00	0.00
经营活动现金流入小计	41,516.52	154,604.62	85,200.07	69,168.34
购买商品、接受劳务支付的现金	26,761.17	59,670.60	51,078.49	45,099.04
支付给职工以及为职工支付的现金	2,442.31	6,427.22	4,382.52	2,522.48
支付的各项税费	3,254.88	8,497.92	3,893.27	4,286.60
支付其他与经营活动有关的现金	3,100.51	73,187.04	20,068.15	12,805.84
支付利息、手续费及佣金的现金	0.00	0.06	0.00	0.00
发放贷款支付的现金	0.00	6,585.00	0.00	0.00
经营活动现金流出小计	35,558.87	154,367.83	79,422.43	64,713.97
经营活动产生的现金流量净额	5,957.65	236.79	5,777.64	4,454.37
收回投资收到的现金	7,502.44	68,502.75	5,958.68	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	2.80	5.83	1.20
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	344.56	0.20	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	20,247.44	499.99	0.00
投资活动现金流入小计	7,502.44	89,097.55	6,464.70	1.20
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,407.02	13,854.80	7,807.71	12,852.34
投资支付的现金	17,267.41	90,722.75	7,880.99	3,065.61
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	6,607.03	0.00	0.00
支付其他与投资有关的现金	9.60	49,237.00	7,500.00	0.00
投资活动现金流出小计	19,684.03	160,421.58	23,188.69	15,917.95
投资活动产生的现金流量净额	-12,181.58	-71,324.03	-16,723.99	-15,916.75
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	77,578.67	589.50
取得借款收到的现金	7,305.00	54,060.00	44,150.00	30,430.00
发行债券收到的现金	0.00	49,400.00	0.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	374.58	1,335.10	0.00
筹资活动现金流入小计	7,305.00	103,834.58	123,063.77	31,019.50
偿还债务支付的现金	3,010.00	52,605.00	45,755.00	11,900.00

分配股利、利润或偿付利息支付的现金	785.77	6,018.41	3,031.86	2,103.94
支付其他与筹资活动有关的现金	0.50	0.00	0.00	540.60
筹资活动现金流出小计	3,796.27	58,623.41	48,786.86	14,544.54
筹资活动产生的现金流量净额	3,508.73	45,211.17	74,276.91	16,474.96
汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	-28.97	0.00
现金及现金等价物净增加额	-2,715.20	-25,876.07	63,301.58	5,012.58

附录三-2 现金流量补充表（单位：万元）

项目	2012年	2011年	2010年
净利润	7,913.00	10,913.34	3,692.18
加：资产减值准备	1,797.51	856.36	898.87
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,359.64	1,953.04	1,437.98
无形资产摊销	766.54	508.37	508.05
长期待摊费用摊销	11.19	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失收益以“-”号填列)	21.35	0.14	410.27
公允价值变动损失（收益以“-”号填列)	0.00	0.00	99.88
财务费用（收益以“-”号填列)	4,077.24	2,499.23	2,103.94
投资损失（收益以“-”号填列)	20.42	-4,489.24	-23.73
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列)	-819.83	-295.64	231.32
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列)	107.26	0.00	0.00
存货的减少（增加以“-”号填列)	-1,656.29	-5,375.60	-3,934.30
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列)	-15,588.67	-12,080.22	-1,109.68
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列)	1,227.42	11,287.85	-104.87
其他	0.00	0.00	244.45
经营活动产生的现金流量净额	236.79	5,777.64	4,454.37

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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
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	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
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	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

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。