

海南海药股份有限公司

**2012 年 5 亿元公司债券  
2014 年跟踪信用评级报告**



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

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。



## 海南海药股份有限公司

### 2012年5亿元公司债券2014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：37个月

债券剩余规模：5亿元

增信方式：股权质押

跟踪日期：2014年05月09日

上次跟踪信用评级结果：

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：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

#### 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”）2014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	2012年	2011年
总资产（万元）	347,191.60	276,151.18	201,975.63
归属于母公司所有者权益（万元）	148,477.91	139,557.02	131,440.16
有息债务（万元）	142,683.64	96,157.70	44,083.33
资产负债率	54.21%	46.06%	34.04%
流动比率	1.22	2.18	2.51
速动比率	1.00	1.75	1.99
营业收入（万元）	101,848.36	94,988.77	72,184.75
利润总额（万元）	12,754.83	8,844.31	12,138.81
综合毛利率	42.20%	41.76%	36.32%
总资产回报率	6.65%	5.77%	9.65%
EBITDA（万元）	24,995.40	16,932.47	17,529.88
EBITDA利息保障倍数	3.14	3.42	5.98
经营活动现金流净额（万元）	18,180.51	236.79	5,777.64

资料来源：公司审计报告

### 正面：

- 公司主导产品依然具备较强的竞争力，产销规模保持增长态势；
- 公司加大了研发投入的力度，具备较强的研发实力；
- 公司收入和利润保持增长态势，经营活动净现金流有所改善；
- 公司用于本期债券质押担保的股权价值较有保障，能为本期债券的偿付提供一定的支撑。

### 关注：

- 医药行业竞争较为激烈，药品价格下降的趋势将给公司带来一定的经营压力；
- 公司 2012 年新收购的子公司仍处于亏损状态，后续整合效果需进一步关注；
- 公司人工耳蜗项目建设进度较慢，相关产品盈利能力低于预期，未来新增产能能否被市场有效消化存在较大不确定性；
- 公司其他应收款及可供出售金融资产余额较大，其可能存在的回收风险需要进一步关注；
- 公司有息债务规模及资产负债率有一定幅度的增长，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）。

上一跟踪期，公司募集资金已经使用完毕。2013年6月14日公司已经按期支付了本期债券第一期利息。

**表1 截至2014年3月31日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）**

本息兑付日期	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2013.6.14	0	2,600	50,000

资料来源：公司提供

## 二、发行主体概况

跟踪期，公司股本、控股股东和实际控制人均未发生变化。

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，跟踪期公司主营业务未发生重大变化。

2013年公司报表合并范围新增子公司海南寰太股权投资基金管理有限公司。

**表2 截至2013年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	子公司层级	经营范围
海口市制药厂有限公司	22,954.66	100.00%	二级	粉针剂（含头孢菌素类）、冻干粉针剂、小容量注射剂（含抗肿瘤药）、片剂、胶囊剂、颗粒剂（均含头孢菌素类、青霉素类）、软

				胶囊剂、滴丸剂、原料药（紫杉醇、醋氨己酸锌、甘草酸二铵、炎琥宁）、产品开发、技术服务、中药前处理和提取、硬胶囊剂保健食品、二类精神药品（地西洋片）
海南南方君合药业有限公司	150.00	100.00%	二级	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、消毒产品的销售
海口多多之旅接待服务有限公司	30.00	80.00%	二级	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%	二级	市场营销策划，企业管理，投资咨询（除经纪），生物科技专业（除专项）的技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务
上海力声特神经电子科技有限公司	1,000.00	100.00%	三级	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%	二级	医药研发及销售
海南寰太股权投资基金管理有限公司	1,000.00	80.00%	二级	受委托管理股权投资基金企业，从事投资管理及相关咨询服务
重庆天地药业有限责任公司	37,201.50	99.14%	二级	许可经营项目：生产：颗粒剂（头孢菌素类）、无菌原料药（头孢曲松钠、头孢噻吩钠、头孢西丁钠、氨曲南、美罗培南、头孢唑肟钠、多西他赛、头孢拉宗钠、多尼培南、替比培南）；一般经营项目：医药中间体（不含化学危险品和药品）；植物提取物初加工、销售；货物进出口业务
上海力声特医学科技有限公司	15,295.00	91.17%	二级	医疗器械技术咨询、技术服务，医疗器械生产，从事货物及技术的进出口业务
盐城开元医药化工有限公司	5,000.00	75.00%	三级	许可经营项目：化工产品（头孢母核 GCLE）生产。一般经营项目：化工产品（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）批发，自营和代理各类商品和技术的进出口业务
重庆市忠县同正小额贷款有限责任公司	10,000.00	50.00%	三级	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间的关系密切家庭成员持有该公司10.00%股份，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 2013 年审计报告

### 三、经营与竞争

2013 年公司实现主营业务收入 101,158.79 万元，同比增长 6.59%。头孢制剂系列是公司传统产品，是公司收入主要来源，2013 年头孢制剂系列产品销售收入受价格下降影响有所下滑，但由于公司原料药及中间体<sup>1</sup>生产能力得到提升，相应地头孢制剂系列产品成本有所下降，因此 2013 年头孢制剂系列产品毛利率相比 2012 年提升 2.94 个百分点；2012 年公司设立了原料药事业部后，加大了原料药的销售力度，2013 年原料药及其中间体销售收入有较大幅度增长，规模效应使得 2013 年原料药及其中间体毛利率稍有提升；肠胃康是近年公司发展的重点产品，2013 年公司加大了该产品的营销力度，因此销售收入有所增长，同样由于价格的下滑，2013 年毛利率相比 2012 年稍有下降；2013 年由于市场上紫杉醇价格明显下降，有一段时间公司停止发货，导致该产品销售收入和毛利率有较大幅度下滑。

公司其他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，2013 年销售收入保持增长趋势。

**表 3 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		2012 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
肠胃康	14,927.59	79.29%	10,815.24	81.48%
紫杉醇	1,726.78	43.79%	3,942.96	69.00%
头孢制剂系列	34,489.61	45.14%	36,556.73	42.20%
原料及中间体	24,069.64	11.38%	20,836.53	10.71%
其他	25,945.18	43.90%	22,752.92	45.68%
<b>合计</b>	<b>101,158.79</b>	<b>41.81%</b>	<b>94,904.38</b>	<b>41.71%</b>

资料来源：公司审计报告

**公司主导产品依然具备较强的竞争力，产销规模保持增长态势，但医药行业竞争激烈，给公司经营带来了一定的压力**

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，公司头孢西丁钠样本医院销售近年排名保持在第一位；头孢唑肟钠样本医院销售近年排名保持在第三位。

公司拥有的枫蓼肠胃康颗粒剂是自主研发的国家中药保护品种，是国家中成药急诊治疗小组推荐使用的产品，属于医保独家剂型和优质优价产品，当前枫蓼肠胃康颗粒入选广东、贵州、湖北、安徽等省基药目录。

<sup>1</sup> 原料药及中间体是头孢制剂系列产品上游原材料。

公司拥有的紫杉醇注射液是国内紫杉醇注射液中首家研发和首家上市销售的品种，曾荣获国家科技进步三等奖。

2013 年，公司根据市场变化、政策导向作调整，从枫蓼肠胃康等重点产品为突破口，加大了产品营销力度，产品销售量具有一定幅度的增长。

**表 4 公司产品按行业分产销情况**

分类	项目	2013 年	2012 年	同比增长
医药制剂	销售量（万瓶/万盒/万片）	25,463	24,059	5.84%
	生产量（万瓶/万盒/万片）	26,297	24,777	6.13%
医药原料药	销售量(Kg)	298,892.38	195,343.86	53.01%
	生产量(Kg)	300,852.66	191,945.4	56.74%

资料来源：公司 2013 年报

2013 年，国家公布新版基本药物目录及新版 GMP 认证等导致行业内分化明显，未进入基本药物目录的药品生产企业以及无法通过新版 GMP 认证的企业面临被市场淘汰的风险；随着新版基本药物目录的公布，各地开始对基药进行集中招标，投标企业间竞相压价的情况时有发生，药品整体呈现降价趋势在所难免。整体看，2013 年医药行业竞争进一步加剧，未来几年将是医药行业整合的关键时期，预计行业集中度将进一步提升。

公司产品基本进入了国家公布新版基本药物目录，并已通过新版 GMP 认证，有利于公司后续发展。

但也应该看到，2013 年药品价格下降对公司业绩产生了一定的不利影响，部分产品毛利率出现一定的下滑。未来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。

**公司人工耳蜗业务盈利能力仍低于股东盈利承诺，将继续获得股东盈利补偿，人工耳蜗业务未来仍有待市场检验，产能扩张项目能否得到市场充分消化存在较大不确定性**

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。

2013 年上海力声特净利润为 745.82 万元，未能达到股东盈利承诺，股东将以现金补足



1,903.18 万元差额。

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，但由于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，跟踪期，人工耳蜗建设项目达到预计使用状态日期调整为 2014 年 9 月。需关注的是，上海力声特人工耳蜗项目设计产能为年产 1 万套人工耳蜗，而上海力声特 2013 年仅销售人工耳蜗 791 套，未来其新增产能能否得到市场充分消化存在较大的不确定性。

上海力声特人工耳蜗在国内市场接受情况仍有待检验，而未来随着新增产能项目的投产，人工、固定资产折旧等成本、费用可能会明显增加，未来上海力声特盈利能否明显改善存在较大不确定性。

**表 5 截至 2013 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	预期达到使用状态日期
上海力声特人工耳蜗扩建项目	16,734.00	9,945.96	2014 年 9 月
年产 390 吨头孢中间体建设项目	49,933.65	26,258.41	2014 年 9 月

资料来源：公司提供

公司年产 390 吨头孢中间体建设项目中子项目头孢噻吩酸项目达到预定可使用状态，已进行预转固；子项目年产 140 吨 7-ACCA 项目受拆迁进度影响，项目开工时间较预期延后，导致达到可使用状态日期也相应有所延后。

此外，公司 2012 年收购完成的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”），2013 年业绩表现欠佳，盐城开元 2013 年净利润为-429.36 万元，台州一铭 2013 年净利润为-726.00 万元，盈利表现低于公司预期，2014 年公司已通过外派管理团队等方式加大了对其管理力度，未来上述 2 家公司盈利能否得到改善需进一步观察。

#### 公司对研发投入有所加大，研发实力相对较强

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，2013 年研发费用投入达到 8,283.90 万元，占营业收入比重达到 8.13%，与 2012 年相比有较大幅度增长。

**表 6 近年公司研发费用投入情况**

项目	2013 年	2012 年
研发投入金额（万元）	8,283.90	4,859.91

研发投入占营业收入比例	8.13%	5.12%
-------------	-------	-------

资料来源：公司提供

跟踪期，公司三级研发平台在创新药物研发、改进工艺、降低成本等方面取得了一定的效果。其中，一类新药治疗肝肾纤维化的药品“氟非尼酮”已获国家药监局临床受理；参股公司中国抗体制药有限公司已开发特异靶点的治疗性抗体创新药物，重组人 CD22 单克隆抗体在治疗非霍奇金淋巴瘤、系统性红斑狼疮、类风湿性关节炎三个适应症已经开展 I、II 期临床试验，实验室建设及中试车间项目如期进行；控股子公司美国哈德森公司开展抗肿瘤原创新药的研发进展顺利；公司将以上海力声特拟参股美国仿生眼技术有限公司为契机，进一步发展电子眼产品，从而推进上海力声特拓宽产品线，丰富医疗器械产品布局。

截至 2013 年末，公司已获得或已被受理的专利共 24 项，2013 年新增 5 项，具体见下表：

**表 7 2013 年公司新增获专利或者已被受理的专利情况**

名称	类型	证书编号/申请号	授权或受理时间
一种抗菌素组合物、其制备方法和用途（西丁他唑）	发明专利	ZL201010531963.6	2013-11-13
一种抗菌素组合物、其制备方法和用途（拉定他唑）	发明专利	ZL201010531961.7	2013-11-13
一种制备头孢西丁酸的方法	发明专利	ZL 201010185323.4	2013-8-14
一种头孢孟多酯钠的精制方法，该产品及应用	发明专利	201310011433.2	2013-01-11
一种头孢克洛颗粒的药物组合物、其制备方法及应用	发明专利	201310199690.3	2013-05-24

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2012-2013年度审计报告。公司财务报告均采用新会计准则编制。2013年公司报表合并范围见表2。

### 财务分析

由于非公开定向债务融资工具的成功发行以及经营积累，公司总资产规模有所增长；营业收入和盈利水平均有所增长；经营活动净现金流有所改善，但投资活动现金流出较多，筹资需求依然较大，有息债务规模及资产负债率有所提高，存在一定的债务压力

跟踪期，由于 5 亿元非公开定向债务融资工具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，2013 年末公司总资产规模 347,191.60 万元，同比增加 25.73%，其中可供出售金融资产、发放贷款及垫款、固定资产等非流动资产增长幅度较大。

公司流动资产科目余额变化相对不大。2013 年末公司应收账款相比 2012 年末增长 13.38%，原因主要是业务规模增长，应收对象比较分散，前五大应收对象占比为 33.04%。

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，2013 年由收回部分借款，期末其他应收款余额稍有下降，但由于规模依然较大且 2013 年账龄相比 2012 年稍有延长，需关注相关款项的回收风险。

公司可供出售金融资产主要系购买华鑫国际信托有限公司发起设立的“华鑫单信字 2013336 号”信托产品、“华鑫单信字 2013337 号”信托产品，购入成本为 45,000.00 万元，持有期间确认投资收益 2,251.32 万元，该信托产品为 1 年期保本型。2013 年末信托产品余额大幅增加，其相应的回收风险需要关注。发放贷款及垫款主要系子公司重庆市忠县同正小额贷款有限责任公司发放贷款增加所致。2013 年末公司长期股权投资余额增幅较大，主要系新增对中国抗体制药有限公司的投资。由于募投项目的持续投入，公司固定资产、在建工程规模持续增长。

**表 8 近年公司资产结构情况（单位：万元）**

项目	2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重
<b>流动资产合计</b>	<b>166,501.91</b>	<b>47.96%</b>	<b>167,714.13</b>	<b>60.73%</b>
货币资金	73,118.20	21.06%	69,237.59	25.07%
应收票据	15,081.03	4.34%	16,447.45	5.96%
应收账款	19,437.27	5.60%	17,143.32	6.21%
预付款项	8,502.98	2.45%	4,141.58	1.50%
其他应收款	18,716.37	5.39%	24,180.70	8.76%
存货	30,245.10	8.71%	33,336.76	12.07%
<b>非流动资产合计</b>	<b>180,689.69</b>	<b>52.04%</b>	<b>108,437.06</b>	<b>39.27%</b>
可供出售金融资产	47,310.13	13.63%	15,783.29	5.72%
发放贷款及垫款	19,693.73	5.67%	9,884.46	3.58%
长期股权投资	10,283.97	2.96%	4,717.51	1.71%
固定资产	48,623.61	14.00%	34,469.61	12.48%

在建工程	15,528.34	4.47%	12,266.22	4.44%
无形资产	22,181.85	6.39%	21,970.69	7.96%
<b>资产总计</b>	<b>347,191.60</b>	<b>100.00%</b>	<b>276,151.18</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司审计报告

2013 年公司总资产周转天数为 1,101.65 天，周转效率相比 2012 年稍有下滑。受存货周转效率较低影响，公司净营业周期较长，2013 年净营业周期相比 2012 年虽有所缩短，但依然达到 138.99 天，资金运营存在一定的压力。

**表9 近年公司资产运营效率情况（单位：天）**

项目	2013 年	2012 年
应收账款周转天数	64.65	68.82
存货周转天数	194.42	206.77
应付账款周转天数	120.08	95.92
净营业周期	138.99	179.67
流动资产周转天数	590.67	592.48
固定资产周转天数	146.85	118.85
总资产周转天数	1,101.65	906.03

资料来源：公司审计报告

在重点产品销售的带动下，公司销售收入保持增长趋势，2013 年公司实现营业收入 101,848.36 万元，同比增长 7.22%，综合毛利率为 42.20%，相比 2012 年上升 0.44 个百分点。虽然 2013 年公司头孢制剂系列等产品销售价格整体呈下滑趋势，但公司产品前端原材料——原料药及中间体的生产能力得到提升，因此公司产品成本相应得到有效控制。

2013 年公司实现投资收益 3,437.01 万元，主要是持有的可供出售金融资产在持有期间取得的收益。

2013 年公司期间费用率为 35.48%，相比 2012 年增加 4.5 个百分点，主要由于业务规模扩张中销售费用、管理费用增加，同时债务规模的增长导致财务费用增长幅度较大。

2013 年公司净利润 10,177.23 万元，同比增长 28.61%，盈利能力得到了一定的提升。但需关注的是，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，未来公司盈利水平能否保持增长存在不确定性。

**表 10 近年公司盈利能力指标（单位：万元）**

项目	2013 年	2012 年
营业收入	101,848.36	94,988.77
投资收益	3,437.01	-20.42
营业利润	11,907.84	7,766.72

营业外收入	911.95	1,200.51
利润总额	12,754.83	8,844.31
净利润	10,177.23	7,913.00
综合毛利率	42.20%	41.76%
期间费用率	35.48%	30.98%
总资产回报率	6.65%	5.77%

资料来源：公司审计报告

从公司经营活动现金流指标来看，由于盈利能力的提升，2013 年公司现金生成能力（FFO）有所增长，同时由于应付供应商货款增加使得自身营运资金需求减少，因此 2013 年公司经营活动净现金流有明显改善。

从公司投资活动现金流来看，2013 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、对外借款等。近年公司对外投资力度较大，预期后续公司仍会加大股权并购等对外投资力度，预计后续资金需求量依然较大。

2013 年筹资活动现金流入主要系成功发行 5 亿元非公开定向融资工具收到的资金及银行借款增加。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 11 近年公司现金流指标（单位：万元）**

项目	2013 年	2012 年
净利润	10,177.23	7,913.00
非付现费用	4,842.23	4,934.88
非经营损益	3,161.58	3,406.44
<b>FFO</b>	<b>18,181.04</b>	<b>16,254.32</b>
营运资本变化	-0.53	-16,017.54
其中：存货减少（减：增加）	2,927.11	-1,656.29
经营性应收项目的减少（减：增加）	-13,484.19	-15,588.67
经营性应付项目增加（减：减少）	10,556.55	1,227.42
经营活动产生的现金流量净额	18,180.51	236.79
投资活动产生的现金流量净额	-40,908.79	-71,324.03
筹资活动产生的现金流量净额	33,514.29	45,211.17
现金及现金等价物净增加额	10,762.52	-25,876.07

资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司资产负债率为 54.21%，与 2012 年末相比有所上升，主要系由于 5 亿元非公开定向债务融资工具的成功发行，公司债务余额有所增长。2013 年末其他流动负债 49,951.11 万元，即公司发行的非公开定向债务融资工具。



**表 12 近年公司主要负债情况（单位：万元）**

项目	2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重
<b>流动负债合计</b>	136,075.95	72.29%	76,779.83	60.37%
短期借款	39,900.00	21.20%	34,605.00	27.21%
应付票据	3,264.45	1.73%	2,394.68	1.88%
应付账款	23,064.36	12.25%	16,205.00	12.74%
预收款项	1,992.45	1.06%	2,285.32	1.80%
其他应付款	8,865.36	4.71%	5,745.01	4.52%
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00%	9,700.00	7.63%
其他流动负债	49,951.11	26.54%	0.00	0.00%
<b>非流动负债合计</b>	52,152.01	27.71%	50,410.87	39.63%
应付债券	49,568.08	26.33%	49,458.02	38.88%
<b>负债总额</b>	188,227.95	100.00%	127,190.70	100.00%

资料来源：公司审计报告

2013 年末公司有息债务达到 142,683.64 万元，有息债务余额增长幅度较大。

**表 13 近年公司有息债务情况（单位：万元）**

项目	2013 年	2012 年
有息债务	142,683.64	96,157.70

注：有息债务包括其他流动负债中的非公开定向债务融资工具。

资料来源：公司审计报告

由于债务规模增长幅度较大，2013 年末流动比率、速动比率表现有所下滑。2013 年 EBITDA 利息保障倍数为 3.14，相比 2012 年稍有下降。

整体看，跟踪期公司偿债指标表现有所下滑，目前公司有息债务规模相对较大，存在一定的偿债压力。

**表 14 近年公司偿债能力指标**

项目	2013 年	2012 年
资产负债率	54.21%	46.06%
流动比率	1.22	2.18
速动比率	1.00	1.75
EBITDA（万元）	24,995.40	16,932.47
EBITDA 利息保障倍数	3.14	3.42

资料来源：公司审计报告

## 五、本期债券担保分析

用于本期债券质押担保的股权价值较有保障，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重庆天地药业有限责任公司（以下简称“天地药业”）99.14%股权为本期债券提供质押担保。上一跟踪期，公司已办妥股权质押登记手续。

2013 年末天地药业总资产 170,105.92 万元、所有者权益合计 91,356.98 万元，所有者权益是本期债券本金的 1.83 倍。2013 年天地药业实现营业收入 44,819.07 万元，同比增长 26.16%，实现净利润 6,719.02 万元，同比增长 49.25%。

2013 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 15 2012-2013 年天地药业主要财务指标**

项目	2013 年	2012 年
总资产（万元）	170,105.92	136,405.05
所有者权益合计（万元）	91,356.98	84,645.96
资产负债率	46.29%	37.95%
流动比率	1.30	1.72
营业收入（万元）	44,819.07	35,526.53
净利润（万元）	6,719.02	4,501.99
综合毛利率	17.68%	18.56%
经营活动现金流净额（万元）	11,268.00	-2,551.15

资料来源：天地药业审计报告

## 六、评级结论

公司主导产品依然具备较强的竞争力，产销规模保持增长态势；公司加大了研发投入的力度，具备较强的研发实力；公司收入和利润保持增长态势，经营活动净现金流有所改善；公司用于本期债券质押担保的股权价值较有保障，能为本期债券的偿付提供一定的支撑。

但我们也关注到，医药行业竞争较为激烈，药品降价给公司带来一定的经营压力；公司 2012 年新收购的子公司仍处于亏损状态，人工耳蜗建设项目进度较慢，盈利低于预期，未来新增产能能否被市场有效消化存在较大不确定性；同时公司其他应收款及可供出售金融资产余额较大，其可能存在一定的回收风险；公司有息债务规模及资产负债率有一定幅度的增长，存在一定债务压力。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为 AA 和本期债券信用等级为 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	2013年	2012年	2011年
货币资金	73,118.20	69,237.59	72,488.09
交易性金融资产	0.00	2,000.00	0.00
应收票据	15,081.03	16,447.45	8,248.33
应收账款	19,437.27	17,143.32	19,171.87
预付款项	8,502.98	4,141.58	3,064.19
应收利息	259.16	386.80	0.00
其他应收款	18,716.37	24,180.70	11,763.36
存货	30,245.10	33,336.76	30,211.27
其他流动资产	1,141.80	839.93	0.00
<b>流动资产合计</b>	<b>166,501.91</b>	<b>167,714.13</b>	<b>144,947.12</b>
发放贷款及垫款	19,693.73	9,884.46	0.00
可供出售金融资产	47,310.13	15,783.29	0.00
长期股权投资	10,283.97	4,717.51	3,478.97
固定资产	48,623.61	34,469.61	28,248.15
工程物资	1,030.39	8.94	8.94
在建工程	15,528.34	12,266.22	5,398.11
无形资产	22,181.85	21,970.69	16,431.71
开发支出	11,177.80	4,640.20	2,808.06
商誉	3,070.02	3,070.02	0.00
长期待摊费用	160.05	93.91	0.00
递延所得税资产	1,629.81	1,532.21	654.57
<b>非流动资产合计</b>	<b>180,689.69</b>	<b>108,437.06</b>	<b>57,028.51</b>
<b>资产总计</b>	<b>347,191.60</b>	<b>276,151.18</b>	<b>201,975.63</b>
短期借款	39,900.00	34,605.00	31,150.00
应付票据	3,264.45	2,394.68	3,033.33
应付账款	23,064.36	16,205.00	13,273.10
预收款项	1,992.45	2,285.32	3,887.96
应付职工薪酬	518.06	326.10	55.59
应交税费	4,422.82	3,712.87	3,591.66
应付利息	3,699.83	1,408.33	0.00
应付股利	397.52	397.52	397.52
其他应付款	8,865.36	5,745.01	2,349.76
一年内到期的非流动负债	0.00	9,700.00	0.00
其他流动负债	49,951.11	0.00	0.00

流动负债合计	136,075.95	76,779.83	57,738.91
长期借款	0.00	0.00	9,900.00
应付债券	49,568.08	49,458.02	0.00
长期应付款	0.00	0.00	340.00
递延所得税负债	341.72	112.69	0.00
其他非流动负债	2,242.21	840.15	773.80
非流动负债合计	52,152.01	50,410.87	11,013.80
负债合计	188,227.95	127,190.70	68,752.71
实收资本	49,518.99	49,518.99	24,759.50
资本公积	69,994.65	67,965.85	89,857.82
盈余公积	2,549.51	2,388.09	2,263.96
未分配利润	26,431.22	19,684.08	14,558.88
外币报表折算差额	-16.45	0.00	0.00
归属于母公司所有者权益合计	148,477.91	139,557.02	131,440.16
少数股东权益	10,485.74	9,403.47	1,782.75
所有者权益合计	158,963.65	148,960.49	133,222.92
负债和所有者权益总计	347,191.60	276,151.18	201,975.63



## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、营业总收入	105,228.80	95,138.75	72,184.75
其中：营业收入	101,848.36	94,988.77	72,184.75
利息收入	3,380.44	149.99	0.00
二、营业总成本	96,757.97	87,351.61	65,477.02
其中：营业成本	58,866.61	55,319.61	45,965.78
手续费及佣金支出	8.40	0.06	0.00
营业税金及附加	1,189.88	807.65	388.97
销售费用	20,374.79	19,328.63	10,929.65
管理费用	10,455.10	8,698.96	4,919.29
财务费用	5,302.32	1,399.19	2,416.97
资产减值损失	560.87	1,797.51	856.36
加：投资收益（损失以“-”号填列）	3,437.01	-20.42	4,489.24
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-652.56	-631.29	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	11,907.84	7,766.72	11,196.97
加：营业外收入	911.95	1,200.51	1,011.63
减：营业外支出	64.97	122.92	69.79
其中：非流动资产处置净损失	0.25	27.68	0.14
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	12,754.83	8,844.31	12,138.81
减：所得税费用	2,577.60	931.31	1,225.47
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	10,177.23	7,913.00	10,913.34
少数股东损益	792.74	187.72	405.81
归属于母公司所有者的净利润	9,384.50	7,725.28	10,507.53

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
销售商品、提供劳务收到的现金	110,151.98	102,794.78	83,828.22
收到的税费返还	219.96	222.34	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	15,319.97	50,895.35	1,371.84
收回贷款收到的现金	31,511.00	575.00	0.00
收取利息、手续费及佣金的现金	3,304.34	117.15	0.00
经营活动现金流入小计	160,507.25	154,604.62	85,200.07
购买商品、接受劳务支付的现金	49,522.20	59,670.60	51,078.49
支付给职工以及为职工支付的现金	8,295.80	6,427.22	4,382.52
支付的各项税费	10,408.37	8,497.92	3,893.27
支付其他与经营活动有关的现金	32,603.97	73,187.04	20,068.15
支付利息、手续费及佣金的现金	8.40	0.06	0.00
发放贷款支付的现金	41,488.00	6,585.00	0.00
经营活动现金流出小计	142,326.74	154,367.83	79,422.43
经营活动产生的现金流量净额	18,180.51	236.79	5,777.64
收回投资收到的现金	75,650.00	68,502.75	5,958.68
取得投资收益收到的现金	2,553.32	2.80	5.83
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	136.92	344.56	0.20
收到其他与投资活动有关的现金	51,477.82	20,247.44	499.99
投资活动现金流入小计	129,818.06	89,097.55	6,464.70
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	27,787.35	13,854.80	7,807.71
投资支付的现金	110,939.50	90,722.75	7,880.99
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
支付其他与投资有关的现金	32,000.00	49,237.00	7,500.00
投资活动现金流出小计	170,726.85	160,421.58	23,188.69
投资活动产生的现金流量净额	-40,908.79	-71,324.03	-16,723.99
吸收投资收到的现金	200.00	0.00	77,578.67
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	200.00	0.00	0.00
取得借款收到的现金	42,900.00	54,060.00	44,150.00
发行债券收到的现金	0.00	49,400.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	50,703.83	374.58	1,335.10
筹资活动现金流入小计	93,803.83	103,834.58	123,063.77
偿还债务支付的现金	47,305.00	52,605.00	45,755.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,134.54	6,018.41	3,031.86
支付其他与筹资活动有关的现金	4,850.00	0.00	0.00

筹资活动现金流出小计	60,289.54	58,623.41	48,786.86
筹资活动产生的现金流量净额	33,514.29	45,211.17	74,276.91
汇率变动对现金的影响	-23.50	0.00	-28.97
现金及现金等价物净增加额	10,762.52	-25,876.07	63,301.58

**附录三-2 合并现金流量补充表（单位：万元）**

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	10,177.23	7,913.00	10,913.34
加：资产减值准备	560.87	1,797.51	856.36
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,410.12	2,359.64	1,953.04
无形资产摊销	845.26	766.54	508.37
长期待摊费用摊销	25.98	11.19	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)	-47.93	21.35	0.14
财务费用（收益以“-”号填列）	6,513.68	4,077.24	2,499.23
投资损失（收益以“-”号填列）	-3,437.01	20.42	-4,489.24
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-97.60	-819.83	-295.64
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	230.44	107.26	0.00
存货的减少（增加以“-”号填列）	2,927.11	-1,656.29	-5,375.60
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-13,484.19	-15,588.67	-12,080.22
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	10,556.55	1,227.42	11,287.85
经营活动产生的现金流量净额	18,180.51	236.79	5,777.64

## 附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{融资租赁款}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
现金流	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入净额}$
	FFO	$\text{净利润} + \text{非付现费用} + \text{非经营收益}$
	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	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$



## 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发行主体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,在受评债券存续期内发行主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。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,本评级机构将依据发行主体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,并决定是否调整发行主体信用等级。

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发行主体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(www.pyrating.cn)公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。