

报告编号:

鹏信评【2016】跟踪第  
【166】号+01

增信方式:

股权质押

债券剩余规模:

49,157.38 万元

债券到期日期:

2017 年 06 月 14 日

债券偿还方式:

按年付息, 到期一次还本; 附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权

分析师

姓名:

杨再昆 董斌

电话:

0755-82872836

邮箱:

yangzk@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司公司债券评级方法, 该评级方法已披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

## 海南海药股份有限公司 2012 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2016 年 05 月 25 日	2015 年 05 月 19 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 06 月 14 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2016 年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为 AA, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到 2015 年公司向大股东非公开发行股份, 资本实力有所提升; 公司新增产能逐渐释放, 原料及中间体产品销售收入大幅增长; 且公司用于本期债券质押担保的股权价值稳定, 仍能为本期债券的偿付提供一定的保障。同时我们也关注到了公司原料及中间体和人工耳蜗产品产能利用率较低, 在建、拟建项目新增产能后续能否顺利消化存在不确定性; 头孢制剂系列产品营业收入小幅下滑; 公司在建、拟建远程医疗服务平台和生物医药项目投资规模较大, 可能会加大公司的资金压力; 公司有息债务规模较大, 未来存在一定债务偿付压力; 公司有一定金额的对外担保, 存在一定的或有负债风险。

### 正面:

- **2015 年公司向大股东非公开发行股份, 资本实力有所提升。**2015 年, 公司向大股东深圳市南方同正投资有限公司完成非公开发行股份 50,150,484 股, 募集资金 50,000.03 万元, 所有者权益同比增长 46.75%, 公司资本实力有所提升。
- **公司新增产能逐渐释放, 原料及中间体产品销售收入大幅增长。**2015 年, 随着原料及中间体产能的扩张及销售力度的加大, 公司原料及中间体产品销售收入大幅增长, 2015 年原料药及中间体实现销售收入 65,519.47 万元, 同比增长 56.57%。

- **质押股权价值稳定，仍能为本期债券的偿付提供一定保障。**公司以其持有的子公司重庆天地药业有限责任公司 99.14% 股权为本期债券提供质押担保。2015 年重庆天地药业有限责任公司营业收入及净利润分别同比增长 34.39%、39.34%，净资产同比增长 28.06%，净资产为本期债券本金的 2.57 倍，股权质押担保为本期债券的偿还提供了一定的保障。

## 关注：

- **2015 年公司原料及中间体产能大幅增加，后续产能能否顺利消化存在不确定性。**2015 年公司主要原料及中间体产能达到 90.00 万 KG，同比增长 172.73%，原料及中间体产能利用率<sup>1</sup>为 47.50%，目前产能利用偏低，后续可能需要一定时间消化，能否顺利消化存在不确定性。
- **受外部市场环境的影响，公司头孢制剂系列产品营业收入小幅下滑。**2015 年受“限抗令”、仿制药一致性评价等医药政策的影响，公司头孢制剂系列产品实现销售收入 36,239.80 万元，同比下降 9.66%。
- **人工耳蜗产品产能利用率较低，后续该产品能否顺利拓展市场存在不确定性。**2015 年公司恢复了人工耳蜗产品的生产与销售，但产能利用率仅为 9.30%，营业收入为 960.24 万元，规模较小，未来该业务能否顺利拓展市场并产生预期效益存在不确定性。
- **在建、拟建远程医疗服务平台和生物医药项目产能规模较大，后续新增产能能否顺利消化，存在不确定性。**截至 2015 年底，公司主要在建、拟建项目较多、预计将于 2016 年至 2019 年相继投产，后续新增产能能否顺利消化存在不确定性。
- **资金压力较大。**截至 2015 年底，公司主要在建、拟建项目计划总投资 343,133.13 万元，已完成投资 17,274.40 万元，后续尚需投资 325,858.73 万元，规模较大，未来项目运营需配套资金投入，可能会对公司现有资金形成一定消耗，加大公司的资金压力，公司计划非公开发行股份募集相关项目资金。
- **公司有息债务规模较大，未来存在债务偿付压力。**截至 2015 年底公司有息债务合计 183,328.70 万元，规模较大，公司未来面临一定的债务偿付压力。
- **公司有一定金额的对外担保，存在一定的或有负债风险。**截至 2015 年底，公司对外担保金额为 17,500 万元，占 2015 年末净资产的 6.90%，存在一定的或有负债风险。

<sup>1</sup> 由于未获得全部原料及中间体产能，以主要原料及中间体产能计算原料及中间体产能利用率，计算公式为：原料及中间体产能利用率=全部原料及中间体产量/主要原料及中间体产能。

**主要财务指标:**

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
总资产(万元)	500,692.28	488,219.92	367,337.29	347,191.60
所有者权益合计(万元)	259,658.55	253,660.40	172,848.93	158,963.65
有息债务(万元)	193,859.55	183,328.70	150,889.07	142,683.63
资产负债率	48.14%	48.04%	52.95%	54.21%
流动比率	1.78	1.74	1.59	1.22
营业收入(万元)	37,489.85	164,382.26	134,321.61	101,848.36
营业利润(万元)	6,225.31	22,184.32	17,787.62	11,907.84
利润总额(万元)	7,060.85	23,753.12	20,623.49	12,754.83
综合毛利率	45.79%	42.41%	41.04%	42.20%
总资产回报率	-	8.14%	8.67%	6.65%
EBITDA(万元)	-	40,404.40	35,667.05	24,995.40
EBITDA利息保障倍数	-	3.52	3.34	3.14
经营活动现金流净额(万元)	1,499.61	14,160.00	1,498.32	18,180.51

资料来源:公司2014-2015年审计报告及未经审计的2016年1-3月财务报表,鹏元整理

## 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。2015年5月4日，公司发布公告决定上调后两年债券票面利率60个BP至5.8%，投资者可选择是否将其持有的本期债券全部或部分回售给公司。截至2015年5月11日，合计登记回售的本期债券数量为84,262张，回售金额为8,426,200元，回售后本期债券剩余本金为49,157.38万元。

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）。

公司募集资金已使用完毕，其中16,800万元用于偿还银行借款；32,600万元用于补充营运资金。截至2016年3月31日，公司已经按期足额支付了本期债券第一、第二、第三期利息。

**表1 截至2016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	0.00	2,600	50,000
2014.6.14	0.00	2,600	50,000
2015.6.14	842.62	2,591.24	49,157.38

资料来源：公司提供

## 二、发行主体概况

经中国证监会“证监许可【2015】85号”文件核准，公司于2015年3月6日向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”）非公开发行新增股份50,150,484股，发行完成后公司股份增加至545,340,432股，其中南方同正持有公司股份比例为29.61%，仍为公司第一大股东，且南方同正实际控制人仍为刘悉承先生，故2015年公司控股股东及实际控制人未发生变化。

**表 2 2015 年公司前 5 名股东持股变化情况（单位：万股）**

股东名称	本年增加股数	年末持股数	持股比例
深圳市南方同正投资有限公司	5,015.05	16,146.22	29.61%
全国社保基金四一三组合	100.01	2,300.01	4.22%
海口富海福投资有限公司	0.00	2,143.76	3.93%
君康人寿保险股份有限公司-万能保险产品	1,574.48	1,574.48	2.89%
中国银行股份有限公司-工银瑞信医疗保健行业股票型证券投资基金	977.03	1,348.75	2.47%
<b>合计</b>	<b>7,666.56</b>	<b>23,513.22</b>	<b>43.12%</b>

资料来源：公司 2015 年审计报告

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，2015 年公司主营业务未发生重大变化。

2015 年纳入合并报表范围的重要子公司有海口市制药厂有限公司、重庆天地药业有限责任公司（以下简称“天地药业”）、盐城开元医药化工有限公司（以下简称“开元医药”）等，新纳入公司合并范围子公司四家，无减少，具体情况如表 3 所示。

**表 3 2015 年公司合并报表范围新增子公司情况（单位：万元）**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
湖南廉桥药都医药有限公司	51.00%	2,550.00	对廉桥药材产业园的投资建设	设立
海南寰太生物医药产业创业投资基金合伙企业（有限合伙）	52.00%	13,000.00	对外投资	设立
恒佳医疗科技（北京）有限责任公司	90.00%	450.00	医疗服务	设立
海药大健康管理（北京）有限公司	100.00%	10,000.00	健康管理、技术服务	设立

注：截至 2016 年 4 月 30 日，海药大健康管理（北京）有限公司注册资本金尚未到账。

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月 31 日，公司资产总额为 50.07 亿元，所有者权益合计为 25.97 亿元，资产负债率为 48.14%；2015 年度，公司实现营业收入 16.44 亿元，利润总额 2.38 亿元，经营活动现金流净额 1.42 亿元。2016 年 1-3 月，公司实现营业收入 37,489.85 万元，利润总额 7,060.85 万元，经营活动现金流净额 1,499.61 万元。

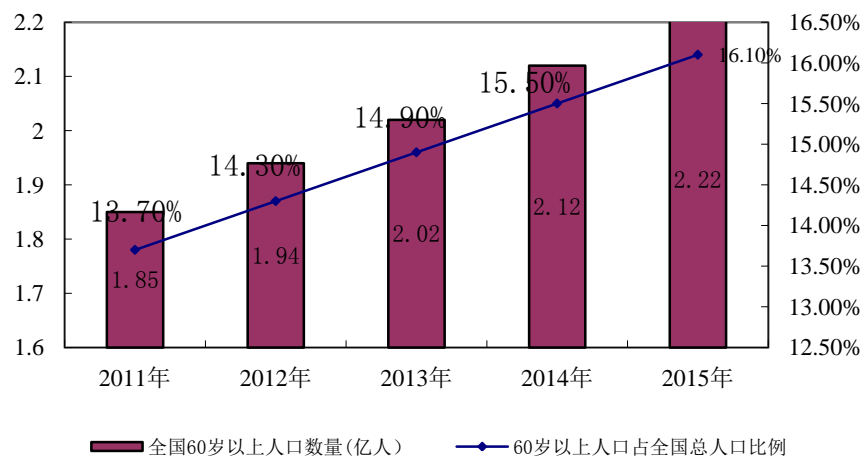
### 三、运营环境

我国人口基数大、人口结构老龄化加速等因素加大药品的市场需求，同时，居民收入和医疗消费能力的提高为医药消费带来广阔的市场，医药制造行业发展较快

近年我国人口数量不断增长、人口结构加重老龄化以及居民卫生保健意识逐步增强，不断推动对医药的市场需求。根据国家统计局数据显示，截至 2015 年末我国人口数量为

13.74亿，2011-2015年人口自然增长率分别为4.79%、4.95%、4.92%、5.21%、4.96%，人口基数大、人口的不断增长是健康产业需求旺盛的基本条件。同时，随着生活水平和医疗条件的提高，我国人口平均寿命不断增长，人口老龄化呈加速趋势，根据国家统计局人口普查数据显示，2011年至2015年期间，我国60岁以上老年人口从1.85亿人增加至2.22亿人，占人口比重从13.7%上升至16.1%，上升了2.4个百分点。由于老年人群体抵抗力低下，易患多种疾病，对于药品的绝对需求相对更多。

图1 2011-2015年我国60岁以上人口数量及其占全国总人口比例情况



资料来源：国家统计局，鹏元整理

随着我国经济增长，国民收入水平不断上升，居民人均可支配收入不断增长，为医药消费提供了较大增长空间。根据国民经济和社会发展统计公报数据显示，2015年我国居民人均可支配收入为21,966元，相较于2013年增长了19.96%。生活质量的不断提高不断推动人们健康意识的提升，人均医疗保健方面支出不断增加，根据中华人民共和国国家卫生和计划生育委员会公布的《我国卫生和计划生育事业发展统计公报》显示，2013-2014年我国人均医疗费用从2,326.8元增加至2,586.5元，增长率为11.16%。不仅居民个人在医疗方面消费逐步增加，政府对于民生建设越来越重视，国家对医疗卫生的投入亦不断加大，2014年我国财政医疗卫生与计划生育支出为10,086亿元，同比增长9.8%。

**抗生素生产厂商众多，产品竞争日趋激烈，随着“限抗令”的落实、升级，抗生素市场可能受到一定影响**

抗生素种类众多，目前已达几千种，在临床上常用的亦有几百种，抗生素主要从微生物的培养液中提取或者用合成、半合成方法制造。抗生素类药分为作为抗菌剂使用的抗生素类药和既不是微生物分泌物又不是其类似物的人工全合成抗生素类药。其中作为抗菌剂使用的抗生素类药有以下几个主要类别： $\beta$ -内酰胺类抗生素（主要包括青霉素类与头孢菌

素类等)、氨基糖苷类抗生素、大环内酯类抗生素、四环素类抗生素以及氯霉素(全合成抗生素);既不是微生物分泌物又不是其类似物的人工全合成抗生素类药主要有喹诺酮和磺胺类药物。

头孢类抗生素又叫头孢菌素类抗生素,曾译先锋霉素,属于 $\beta$ -内酰胺类抗生素。根据开发年代的先后和抗菌性能的不同而分为一、二、三、四代,具体如表4所示。总体来说,随着更新换代和技术进步,头孢菌素类对 $\beta$ -内酰胺酶更加稳定,对肾的毒性逐步降低;前三代头孢类药物,对革兰氏阳性菌的抗菌力逐步下滑,对革兰氏阴性菌的抗菌力则平稳提升;而第四代头孢对革兰氏阳性、阴性菌的抗菌力都较强,第四代头孢类抗生素功效较为明显。2014年国内重点城市样本医院临床使用的头孢类药物已有45个品种,品种多、生产厂家众多,抗生素产品竞争日趋激烈。

**表 4 头孢类抗生素的分类情况**

分类	特点	代表品种
第一代	1.对革兰氏阳性菌包括耐青霉素革兰阳性菌抗菌活性较第二、三代强;2.对革兰阴性菌的 $\beta$ -内酰胺酶的抵抗力较弱,因此,革兰阴性菌对本代抗生素较易耐药;3.对肾脏具有一定毒性,与氨基糖甙类抗生素或强效利尿剂合用时加重其毒性。	注射剂:头孢唑林、头孢噻吩、头孢拉定 口服制剂:头孢拉定、头孢氨苄和头孢羟氨苄
第二代	1.对革兰阴性菌和多数肠杆菌同具有相当活性。对革兰阳性菌的抗菌效能与第一代相近或较低;2.对各 $\beta$ -内酰胺酶较稳定;3.抗菌谱广,第二代头孢菌素的抗菌谱较第一代有所扩大;4.对肾脏毒性小;5.对绿脓杆菌无效。	注射剂:头孢呋辛、头孢替安等 口服制剂:头孢克洛、头孢呋辛酯和头孢丙烯
第三代	1.对革兰阳性菌效能普遍低于第一代,对革兰阴性菌的作用较第二代头孢菌素更为优越。2.抗菌活性,抗菌谱更广,对第一、二代无效者均有效;3.耐酶性能强;4.对肾脏基本无毒。	注射剂:头孢噻肟、头孢曲松、头孢他啶、头孢哌酮 口服制剂:头孢克肟、头孢泊肟酯
第四代	对多种 $\beta$ -内酰胺酶的稳定性很好;与第三代头孢菌素相比,对革兰氏阳性菌的抗菌作用有了相当大的提高(但仍未有第一、第二代头孢菌素强),对革兰氏阴性菌的作用也不比第三代头孢菌素差	头孢匹罗、头孢唑南

资料来源:公开资料,鹏元整理

随着该类药物的广泛使用,部分耐药菌株的传播及变迁,需要不断新的治疗药物替代,目前全球正在致力于研发第五代抗生素产品。同时,抗生素每代产品都有各自的临床特点,耐药现象本身有地区差异,为减缓耐药现象的快速发展和合理用药,因此很多老品种并未被淘汰,在医药市场均发挥着各自的优势。

据世界卫生组织2014年的数据显示,中国是世界上滥用抗生素问题最严重的国家之一。由于抗生素滥用,在中国,细菌整体的耐药率,要远远高于欧美国家,高耐药性的细菌的不断出现,增加了患者治愈风险。为进一步加强医疗机构抗菌药物临床应用管理,促进抗菌药物合理使用,有效控制细菌耐药,保证医疗质量和医疗安全,2011年4月卫生部发布了《2011年全国抗菌药物临床应用专项整治活动方案》;2012年8月卫生部实施《抗菌药

物临床应用管理办法》，“最严限抗令”的出台和实施一定程度上提升了行业用药规范。

2015年，卫生部进一步升级“限抗令”，分别于2015年7月底下发《关于进一步加强抗菌药物临床应用管理工作的通知》，2015年8月印发《抗菌药物临床应用指导原则（2015年版）》。目前江苏省卫计委已要求自2016年7月1日起，江苏全省二级以上医院（除儿童医院）全面停止门诊患者静脉注射抗菌药物，随着实施范围扩大，未来抗生素市场可能受到一定影响。

#### 仿制药一致性评价等政策的出台，加速行业产品技术升级以及企业间兼并重组

近年医药卫生体制改革成为我国全面深化改革工作的重点领域，国家相继出台了《国家基本药物目录》、《关于做好常用低价药品供应保障工作的意见》、《药品生产质量管理规范（2010年修订）》、《关于开展仿制药质量一致性评价工作的通知》等一系列具体改革措施，覆盖基本药物制度、仿制药一致性评价等重大改革领域，对化学制药行业产生了较为深远的影响。

2015年以来，国家对往年医改工作成果进行了进一步巩固完善，主要政策有《国家基本药物目录管理办法》、《关于发布化学药品注册分类改革工作方案的公告》、《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》等，政策内容要求在规定期限内完成生产线或车间的升级改造，对已经批准上市的仿制药品开展仿制药质量和疗效一致性评价工作。伴随着基本药物制度、仿制药一致性评价等相关政策的出台，拥有独家产品、研发实力强且产品质量高的化学制药企业将在市场竞争中扩大竞争优势，而产品技术水平相对较低的企业只有通过技术升级改造才能降低被兼并重组的风险，化学制药行业集中度有望提升。

## 四、经营与竞争

2015年公司营业收入及利润构成未发生重大变化，原料药及中间体、头孢制剂系列、其他品种、肠胃康、紫杉醇等仍是公司收入和利润的主要来源，其他品种收入主要为阿莫西林、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业务收入。2015年公司营业收入为164,382.27万元，同比增长22.38%，主要由原料及中间体、其他品种、肠胃康、紫杉醇等产品收入增长导致。2014-2015年公司营业收入构成及毛利率如表5所示。

**表5 2014-2015年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2015年		2014年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
原料及中间体	65,519.47	17.03%	41,846.55	12.50%
头孢制剂系列	36,239.80	43.91%	40,114.59	47.29%
其他品种	32,271.17	51.93%	30,976.38	44.87%



肠胃康	20,275.90	85.18%	18,687.30	84.14%
紫杉醇	8,984.72	86.85%	2,114.73	54.16%
医疗器械	960.24	70.07%	-	-
其他收入	130.97	-	582.07	-
<b>合计</b>	<b>164,382.26</b>	<b>42.41%</b>	<b>134,321.61</b>	<b>41.04%</b>

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

### 2015年，公司新增产能逐渐释放，原料及中间体产品销售收入大幅增长，但产能利用率较低，未来产能能否充分利用存在不确定性

公司原料及中间体产品主要为头孢西丁钠、头孢西丁酸、氨曲南、美罗培南、头孢唑肟钠等产品。2015年子公司天地药业头孢中间体建设项目、开元医药原料药扩建项目已分别于2015年4月和7月完工投入使用，分别新增产能51.00万KG和10.00万KG，公司原料及中间体产品产能大幅增长。同时，公司加强了与石药集团、华北制药集团、哈药集团等的战略合作，推动了原料及中间体销售的增长。2015年公司原料及中间体产品销量为41.95万KG，同比增长24.93%，实现销售收入65,519.47万元，同比增长56.57%。原料及中间体销售收入增长幅度较大主要受公司产能提升和公司加大国内市场营销力度及国际市场的开发的影响，其主要市场在国内。由于原料及中间体销售收入大幅增长，2015年公司原材料备货量增加，原料及中间体营业成本也相应提升，公司原材料供应商及购进价格未发生大的变动。

**表 6 2014-2015 年公司原料及中间体产品情况（单位：万 KG、万元）**

项目	2015 年	2014 年
产量	42.75	35.03
销量	41.95	33.58
收入	65,519.47	41,846.55
毛利率	17.03%	12.50%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

2015年，公司主要原料及中间体产能达到90.00万KG，受公司新增产能释放的影响，公司原料及中间体成本占收入比率下降，2014年原料及中间体营业成本为36,616.97万元，营业收入为41,846.76万元，营业成本占营业收入比率为87.50%，2015年原料及中间体营业成本为54,362.03万元，营业收入为65,519.47万元，营业成本占营业收入比率为82.97%，营业成本占营业收入比率下降4.53个百分点，从而导致原料及中间体整体毛利率增长4.53个百分点，同时主要原料及中间体价格有所下降。其中，头孢西丁酸收入为24,983.64万元，同比增长113.30%，毛利率增长2.58个百分点。但是，2015年公司主要原料及中间体产能达到90.00万KG，产量为30.21万KG，产能利用率为33.57%，整体产能利用率偏低。2017

年开元原料药扩建项目将完工，将进一步增加原料及中间体产能，后续产能能否充分利用存在不确定性。

### **2015年公司头孢制剂系列产品营业收入受外部环境影响小幅下滑**

公司目前主要的头孢类制剂系列产品有注射用头孢西丁钠、注射用头孢唑肟钠、海克洛（R）头孢克洛、注射用头孢呋辛钠等，产品主要以市场占主流的二三代抗生素为主，其中注射用头孢西丁钠和注射用头孢唑肟钠具有较高的知名度和市场覆盖率。2015年，公司部分头孢类系列产品竞标进入省份数量增加，其中注射用头孢西丁钠新增入选四川省、安徽省非基药目录；注射用头孢呋辛钠新增入选广东省、湖南省、四川省非基药目录；海克洛（R）头孢克洛新增入选山西省、浙江省基药目录和湖南省、四川省、安徽省、福建省非基药目录；注射用头孢唑肟钠新增入选湖南省、四川省、浙江省非基药目录。但是，由于2015年市场环境发生变化，“限抗令”、仿制药一致性评价等医药政策陆续出台，公司抗生素在部分省份限制在医院门诊使用，公司低价药增加，主要头孢制剂系列产品平均销售价格发生下降。公司头孢制剂系列产品2015年实现销售收入36,239.80万元，同比下降9.66%，其中主导产品注射用头孢西丁钠收入同比下降5.85%，注射用头孢唑肟钠收入同比下降29.53%。

### **2015年公司加大了市场推广力度，其他品种产品、肠胃康、紫杉醇等产品产销规模保持增长态势**

公司其他品种产品收入主要为阿莫西林、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业务收入，2015年其他品种收入为32,271.17万元，同比增长4.18%，主要系其他产品销量上涨导致。

2015年公司肠胃康产品实现销售收入20,275.90万元，同比增长8.50%，产品毛利率同比提升1.24个百分点，主要系销售产品结构发生变化，肠胃康8g\*9袋销售收入比重上升导致。

2015年，公司加大了市场推广力度，紫杉醇竞标进入省份新增湖南省、四川省和浙江省，其中新增入选浙江省基药目录，其他新增入选省份为非基药目录。2015年公司紫杉醇产品实现销售收入8,984.72万元，同比增长324.86%，紫杉醇产品毛利率为86.85%，较2014年毛利率增加32.69个百分点，主要系紫杉醇售价及销量较2014年上涨导致。

### **2015年公司启动人工耳蜗产品的生产和销售，产品市场正在逐渐恢复，但后续该产品能否顺利拓展市场，并充分利用产能存在较大的不确定性**

2011年公司非公开发行股票募集资金16,734万元增资上海力声特医学科技有限公司（以下简称“上海力声特”）用于上海力声特人工耳蜗扩建项目，2014年10月该项目已达

到预订可使用状态，产能达到2,000台，2015年产销量分别为186台和129台，产能利用率为9.30%，产能利用程度较低。2015年公司医疗器械销售收入为960.24万元，规模较小，主要来自于人工耳蜗的销售收入。

因媒体质疑事件和配合相关部门现场检查，2014年初至2014年10月公司暂停了人工耳蜗产品的生产和销售，2015年公司恢复了人工耳蜗产品的生产与销售，目前仍处于市场推广及产品升级期间。人工耳蜗产品价格相对较高，且需要手术植入，消费者对人工耳蜗产品尤其国产人工耳蜗产品的需求尚需进一步培育，且多数重度耳聋患者家庭经济贫困，未来医保补贴范围扩大对市场的推动有重要影响，后续该类产品的市场拓展情况，尚有待观察。目前公司新增人工耳蜗产品产能规模较大，未来该部分产能能否顺利消纳，存在较大的不确定性。

#### **公司后续主要在建、拟建项目投资规模较大，后续存在一定的资金压力**

截至2015年底，公司主要在建项目计划总投资343,133.13万元，已完成投资17,274.40万元，后续尚需投资325,858.73万元，规模较大，随着公司在建、拟建项目的继续投资及项目开始运营后所需配套资金的投入，可能会对公司现有资金形成较大消耗，加大公司资金压力。

同时，2016年3月8日，公司第八届董事会第四十二次会议，审议并通过了《关于再次调整公司非公开发行A股股票方案的议案》。2016年3月24日，公司2016年第一次临时股东大会审议通过了上述相关议案。此次非公开发行股票募集资金总额不超过300,000万元，扣除发行费用后，募集资金净额拟投资于远程医疗服务平台项目、海南海药生物医药产业园项目、湖南廉桥药都中药材仓储物流交易中心项目等。

2017年公司计划完工项目较多，将新增大量医药制剂产品产能，后续该产能能否顺利消化存在较大不确定性。2015年公司拟建项目有远程医疗服务平台项目、海南海药生物医药产业园项目和湖南廉桥药都中药材仓储物流交易中心项目，其中远程医疗服务平台项目主要是基于云计算与云存储技术、物联网技术、移动互联网技术、远程医学诊断与监测分析技术，集成软件系统、医疗设备物联网终端和优质医疗资源，建设远程心电诊疗平台、远程B超诊疗平台、远程DR诊疗平台、远程病理分析平台、远程会诊平台、远程药学服务平台、远程医疗教育平台、云平台后台服务支撑体系等，为基层医疗机构提供远程诊断诊疗服务，资金主要用于建设和设备购置；海南海药生物医药产业园项目主要是建设生物制药、抗生素制剂及普通制剂等的车间、生产设备、综合仓库、办公、质检及公用辅助设施设备，配套建设给排水、电气、消防、道路、停车场、绿化等工程；湖南廉桥药都中药材仓储物流交易中心项目主要是建设一个集仓储、物流、商贸为一体的组织化、现代化的中

药材交易中心。由于远程医疗服务平台项目属于公司新涉足业务，存在一定的经营风险。

**表 7 截至 2015 年末公司主要在建、拟建项目情况（单位：万元）**

项目	计划投资额	已投资	计划完工日期	资金来源
天地药业 100 吨头孢克洛粗品建设项目	11,500.03	2,102.21	2017 年 3 月	募集资金
单克隆抗体技改工程	6,250.00	5,186.88	2016 年 3 月	募集资金、自筹
盐城开元原料药扩建项目	8,000.00	7,911.20	2017 年 3 月	金融机构贷款、自筹
盐城开元 100 吨头孢克洛粗品建设项目	14,100.00	2,074.11	2017 年 3 月	募集资金、自筹
远程医疗服务平台项目	170,258.00	0.00	2019 年 1 月	募集资金、自筹
海南海药生物医药产业园项目	72,076.84	0.00	2017 年 7 月	募集资金、自筹
湖南廉桥药都中药材仓储物流交易中心项目	60,948.26	0.00	2017 年 7 月	募集资金、自筹
<b>合计</b>	<b>343,133.13</b>	<b>17,274.40</b>	-	-

资料来源：公司提供

#### 公司具备一定的研发实力，但 2015 年研发支出发生大幅下降

医药行业竞争趋于激烈，产品价格存在下降趋势，为提升综合竞争力，公司持续投入对化学药品、生物医疗器械、生物制药三大板块的研发。公司建立了原研药、仿制药及现有药品生产工艺三级研发体系，具备一定的研发实力，但 2015 年公司研发支出 2,597.95 万元，同比下降 54.93%，占净资产 1.02%，占营业收入 1.58%，主要是公司研发分阶段进行，很多研发产品处于临床前阶段导致。公司研发投入将随着后续研发项目的推进而加大。

**表 8 2014-2015 年公司研发支出情况（单位：万元）**

项目	2015 年	2014 年
研发支出	2,597.95	5,764.69
研发支出/净资产	1.02%	3.34%
研发支出/营业收入	1.58%	4.29%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

2015 年公司获得 3.1 类新药多立培南原料及注射用多立培南和头孢拉宗钠剂注射用头孢拉宗钠的临床实验批件，获得 3 种不同规格孟鲁司特钠咀嚼片的 6 类仿制药生物等效性批件。开展新药研发项目 16 项，申报补充申请 32 项，申报再注册 115 个。完成苯达莫司汀及奥美拉唑碳酸氢钠干混悬剂 I 期临床试验。截至 2015 年末，公司及控股子公司累计获得发明专利 28 项。2015 年公司新获授权发明专利 5 项，如表 13 所示。

**表 9 2015 年公司新获授权的发明专利情况**

名称	证书编号/申请号	授权或受理时间
一种 7-氨基-3-氯-3-头孢环-4 羧酸	ZL201310300159.0	2015.02.25
一种降低电子耳蜗功耗的方法	ZL201310120936.3	2015.01.21
一种头孢孟多酯钠的精致方法、该产品及应用	ZL201310011433.2	2015.04.29

一种含氨曲南的注射用药物组合物及其制备方法和用途	ZL201210344967.2	2015.04.29
一种头孢克洛颗粒的药物组合物、其制备方法及应用	ZL201310199690.3	2015.11.18

资料来源：公司提供

## 五、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2015年审计报告以及未经审计的2016年1-3月财务报表，公司财务报表采用新会计准则编制。为保持数据可比性，2014年财务数据采用2015年审计报告年初数。

### 资产结构与质量

**2015年公司资产规模大幅增长，资金充裕，主要以流动资产为主，整体资产状况表现良好**

2015年公司向大股东完成非公开发行股份、设立了员工持股计划，公司资产总额有所增长，截至2015年底公司资产总计488,219.92万元，同比增长32.91%，其中流动资产占比52.33%。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	69,186.52	13.82%	122,212.11	25.03%	95,374.59	25.96%
应收票据	33,907.78	6.77%	28,456.95	5.83%	21,506.77	5.85%
应收账款	39,985.81	7.99%	37,627.75	7.71%	21,200.77	5.77%
其他应收款	18,830.91	3.76%	12,683.66	2.60%	24,478.70	6.66%
存货	31,995.27	6.39%	35,802.13	7.33%	28,194.94	7.68%
其他流动资产	59,254.46	11.83%	9,823.18	2.01%	1,398.67	0.38%
<b>流动资产合计</b>	<b>262,008.84</b>	<b>52.33%</b>	<b>251,437.89</b>	<b>51.50%</b>	<b>198,655.10</b>	<b>54.08%</b>
发放贷款及垫款	22,900.64	4.57%	23,400.64	4.79%	25,461.10	6.93%
可供出售金融资产	43,404.82	8.67%	44,031.11	9.02%	3,526.37	0.96%
长期股权投资	16,591.02	3.31%	15,901.58	3.26%	8,434.51	2.30%
固定资产	90,020.32	17.98%	90,089.60	18.45%	61,072.03	16.63%
在建工程	3,760.14	0.75%	3,783.50	0.77%	21,767.46	5.93%
无形资产	27,920.27	5.58%	25,905.42	5.31%	22,495.79	6.12%
<b>非流动资产合计</b>	<b>238,683.43</b>	<b>47.67%</b>	<b>236,782.03</b>	<b>48.50%</b>	<b>168,682.20</b>	<b>45.92%</b>
<b>资产总计</b>	<b>500,692.28</b>	<b>100.00%</b>	<b>488,219.92</b>	<b>100.00%</b>	<b>367,337.29</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

截至2015年末，公司货币资金为122,212.11万元，主要为银行存款，其中3,465.35万元票据保证金及4,220.84万元定期存款流动性受限；应收票据为28,456.95万元，其中17,417.18万元为商业承兑汇票，497.00万元银行承兑汇票已质押；应收账款为37,627.75万元，同比增长77.48%，增幅较大，主要系公司为了拓展市场调整了销售回款政策导致，其中公司给普药产品客户的信用额度不超过年销售额的10%，年末清零，公司胃肠药事业部给客户三个半月到四个半月的信用期。公司应收账款余额的50.55%源于前五名客户，其中应收华北制药河北华民药业有限责任公司9,733.99万元，应收中国医药工业有限公司5,600.18万元，应收山东睿鹰先锋制药有限公司2,056.79万元，应收安徽华源医药股份有限公司1,636.40万元，应收重庆赛诺生物药业股份有限公司1,425.10万元。公司应收账款全部采用账龄分析法计提坏账准备，截至2015年底，应收账款账面余额为40,458.10万元，账龄在一年以内的37,186.24万元，占比91.91%，合计计提坏账准备2,830.36万元，计提坏账比例为9.03%，后续应收账款的增长规模及收回情况仍需要进一步关注。2015年底，公司其他应收款为12,683.66万元，同比下降48.18%，主要系2015年公司收回山东润泽制药有限公司债权以及收回参股海南银行股份有限公司的投资保证金及筹建成本等所致。2015年12月31日，公司存货为35,802.13万元，主要为原材料及库存商品，同比增长26.98%，主要系公司销售规模增加引起原材料备货增加所致。公司其他流动资产为9,823.18万元，其中9,000.00万元系购买的重庆市农村商业银行股份有限公司发行的“天添金”2015年第1173期人民币保本浮动收益型理财产品。同时，由于公司2016年一季度购买投资理财产品增加，公司一季度其他流动资产较2015年期末增加503.21%。

2015年底公司发放贷款及垫款为23,400.64万元，同比下降8.09%，主要系子公司重庆市忠县同正小额贷款有限责任公司（以下简称“同正小额贷”）发放贷款减少所致，截至2015年底同正小额贷注册资本为1亿元；可供出售金融资产为44,031.11万元，占总资产9.02%，年投资规模为2014年的12.49倍，主要是投资海南银行股份有限公司21,000.00万元，投资北京春风百润股权投资合伙企业（有限合伙）2,500.00万元，投资上海联创永沂二期股权投资基金合伙企业（有限合伙）2,500.00万元，投资重庆亚德云信科技有限公司2,000.00万元，投资重庆市金科金融保理有限公司1,571.00万元，投资重庆市金科商业保理有限公司1,429.00万元以及购买理财产品所致；长期股权投资为15,901.58万元，占总资产3.26%，同比增长88.53%，主要原因是公司对湖南金圣达空中医院信息服务有限公司、湖南普瑞康医药有限公司、重庆亚德科技股份有限公司等追加投资。2015年由于天地药业头孢中间体建设项目、开元医药原料药扩建项目、力声特人工耳蜗建设项目等完工转固定资产，公司

产能大幅增加，后续产能的充分利用存在不确定性。2015年底公司固定资产同比增长47.51%，在建工程同比减少82.62%。2015年公司无形资产同比增长15.16%，主要系取得美罗培南1g生产批件，开发支出转入无形资产所致。

总体来看，2015年公司资产规模大幅增长，资金充裕，公司对股权投资和理财产品的投资力度较大。

### 资产运营效率

**受应收账款及存货规模大幅增加的影响，2015年公司净营业周期拉长，资产运营效率有所降低**

2015年，公司营业总收入为167,827.93万元，同比增长21.20%，但销售回款政策的调整导致2015年末应收账款为37,627.75，同比增长77.48%，从而导致应收账款周转天数大幅增加；2015年公司加大了市场拓展力度，存货及营业成本均有所增长，但由于存货平均增幅小于营业成本，存货周转天数有所缩短；另外公司应付账款平均增幅小于营业成本增幅，应付账款周转天数下降。受以上因素的影响，公司净营业周期有所拉长，公司资产运营效率有所降低。

**表 11 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	63.10	52.82
存货周转天数	121.67	132.82
应付账款周转天数	84.27	97.70
净营业周期	100.50	87.95
总资产周转天数	917.61	928.80

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

### 盈利能力

**2015年公司营业收入增长的同时销售费用也大幅增加，整体盈利水平较为稳定**

2015年，公司加大了市场开拓力度，肠胃康、紫杉醇等传统产品销售收入均有一定程度的增长，同时受外部环境的影响，公司头孢制剂系列产品营业收入发生了小幅下滑；随着新产能的增加，公司原料及中间体销售业务规模效应明显，销售收入大幅攀升；另外公司组建了OTC及保健品营销事业部，加强了第三终端市场的开发，推动公司阿莫西林、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销售收入的增加。受以上因素的推动，公司营业总收入增幅较大，2015年公司实现营业总收入167,827.93万元，同比增

长21.20%。

2015年，随着产业链整合及原料药、中间体产能的释放，提升了公司原料及中间体产品的盈利空间，2015年公司综合毛利率为42.41%，较2014年上升1.37个百分点，其中原料药及中间体毛利率为17.03%，同比增加4.53个百分点。

2015年，公司销售费用、管理费用、财务费用均有所增加，期间费用率同比增长2.07个百分点，其中销售费用28,220.48万元，同比增长44.41%，主要系为适应激烈的市场竞争，加大销售推广力度，公司增加市场投入所致。2015年公司收到政府补助1,591.06万元，在一定程度上增加了公司净利润水平。受以上两方面因素的影响，2015年公司营业净利率同比下降0.54%，公司整体盈利能力尚可。

**表 12 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2015 年	2014 年
营业总收入	167,827.93	138,474.74
营业利润	22,184.32	17,787.62
利润总额	23,753.12	20,623.49
净利润	19,769.25	17,061.26
综合毛利率	42.41%	41.04%
期间费用率	30.24%	28.17%
营业净利率	11.78%	12.32%
总资产回报率	8.14%	8.67%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

## 现金流

**2015年受公司经营活动及筹资活动现金净流入的影响，公司整体净现金流较好；但公司营运资本对现金占用较大，后续主要在建、拟建项目投资规模较大，公司仍存在一定的资金压力**

2015年，公司净利润同比增长15.87%，FFO相应有所提升，同时受存货增加，应收账款、应收票据等经营性应收项目大幅增加的影响，营运资本对现金占用较大，从而导致公司现金流入相对不足，但公司整体经营活动产生的现金流量净额情况较去年有所改善。

2015年，公司投资活动产生的现金流量出较大，主要系报告期内公司增加对外投资所致，其中包括对湖南金圣达空中医院信息服务有限公司、湖南普瑞康医药有限公司、重庆亚德科技股份有限公司、海南银行股份有限公司、北京春风百润股权投资合伙企业（有限合伙）、上海联创永沂二期股权投资基金合伙企业（有限合伙）、重庆市金科金融保理有限公司、重庆市金科商业保理有限公司等公司的投资和购买理财产品两个方面。



2015年公司筹资活动产生的现金流量净额为85,310.79万元，为2014年筹资净额的40.9倍，主要系2015年公司非公开发行股票募集资金及银行借款增加所致。整体来看，2015年受公司经营活动及筹资活动现金净流入的影响，公司整体净现金流较好。

截至2015年底，公司主要在建项目计划总投资343,133.13万元，已完成投资17,274.40万元，后续尚需投资325,858.73万元，规模较大，随着公司在建、拟建项目的继续投资及项目开始运营后所需配套资金的投入，可能会对公司现有资金形成较大消耗，加大公司资金压力。

**表 13 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2015 年	2014 年
净利润	19,769.25	17,061.26
非付现费用	6,724.13	6,446.01
非经营损益	7,623.56	7,879.05
<b>FFO</b>	<b>34,116.94</b>	<b>31,386.32</b>
营运资本变化	-19,956.94	-29,888.00
其中：存货减少（减：增加）	-7,737.37	2,337.85
经营性应收项目的减少（减：增加）	-20,782.14	-26,551.02
经营性应付项目的增加（减：减少）	8,562.57	-5,674.83
经营活动产生的现金流量净额	14,160.00	1,498.32
投资活动产生的现金流量净额	-65,392.54	23,634.84
筹资活动产生的现金流量净额	85,310.79	-2,085.95
现金及现金等价物净增加额	34,507.81	23,068.34

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

2015年，公司所有者权益大幅增加，资产对债务的保障程度有所提高；公司有息债务规模较大，未来面临一定的债务偿付压力

2015年，公司向控股股东非公开发行股份，所有者权益大幅增加，产权比率有所下降，公司所有者权益对负债的保障程度有所提升。从负债结构来看，流动负债仍然是公司负债主要部分。

**表 14 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
负债总额	241,033.73	234,559.52	194,488.36
所有者权益	259,658.55	253,660.40	172,848.93
产权比率	92.83%	92.47%	112.52%

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

公司有息负债主要包括短期借款、应付票据、其他流动负债、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券、其他非流动负债等，截至2015年末，规模达183,328.70万元，占同期负债总额比重为78.16%，有息负债规模较大。其中，短期有息债务95,538.62万元，包括短期借款34,030.00万元、应付票据5,276.12万元、一年内到期的非流动负债6,245.00万元和其他流动负债49,987.50万元，规模较大，公司存在一定的短期偿还压力。2015年底，公司应付账款为24,404.06万元，主要是应付一年以内的购货款，账龄一年以上的重要应付账款有应付俞力强773.60万元，应付郭文武191.72万元，应付揭阳市同德药业有限公司138.08万元，应付海南普瑞思医药有限公司114.95万元。截至2015年底，公司长期有息债务包括长期借款、应付债券和其他非流动负债，其中长期借款为26,300.00万元，应付债券48,960.07万元，其他非流动负债12,530.00万元。公司应付债券于2017年6月14日到期，规模较大，公司未来面临一定的债务偿付压力。其他非流动负债主要是收到交银国际信托有限公司设立的“交银国信·稳健933号单一资金信托”投资项目项下贷款资金7,400.00万元和国开发展基金有限公司以现金人民币5,130.00万元对子公司海口市制药厂有限公司增资导致，其中国开发展基金有限公司对子公司的投资按投资额的1.2%享有固定收益。此外，公司未使用银行授信额度为25,800.00万元，将缓解部分偿债压力。

**表 15 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	40,530.00	16.82%	34,030.00	14.51%	23,530.00	12.10%
应付票据	4,620.54	1.92%	5,276.12	2.25%	3,931.59	2.02%
应付账款	23,248.57	9.65%	24,404.06	10.40%	19,922.15	10.24%
一年内到期的非流动负债	8,645.00	3.59%	6,245.00	2.66%	5,680.00	2.92%
其他流动负债	49,887.50	20.70%	49,987.50	21.31%	49,967.78	25.69%
<b>流动负债合计</b>	<b>147,524.29</b>	<b>61.20%</b>	<b>144,882.85</b>	<b>61.77%</b>	<b>124,613.92</b>	<b>64.07%</b>
长期借款	26,355.00	10.93%	26,300.00	11.21%	18,100.00	9.31%
应付债券	48,991.50	20.33%	48,960.07	20.87%	49,679.70	25.54%
其他非流动负债	14,830.00	6.15%	12,530.00	5.34%	-	-
<b>非流动负债合计</b>	<b>93,509.44</b>	<b>38.80%</b>	<b>89,676.67</b>	<b>38.23%</b>	<b>69,874.45</b>	<b>35.93%</b>
<b>负债合计</b>	<b>241,033.73</b>	<b>100.00%</b>	<b>234,559.52</b>	<b>100.00%</b>	<b>194,488.36</b>	<b>100.00%</b>
有息债务	193,859.55	80.43%	183,328.70	78.16%	150,889.07	77.58%

资料来源：公司2015年审计报告及未经审计的2016年1-3月财务报表，鹏元整理

截至2015年底，受非公开发行股票募集资金影响，公司所有者权益大幅增加，资产负债率同比下降4.91个百分点，债务压力有所缓解。流动比率与速动比率有所提高，流动资

产对流动负债的保障程度有所改善。同时公司利润规模有一定增长，EBITDA对利息支付及有息债务偿还的保障程度均小幅增强。

**表 16 公司偿债能力指标**

指标名称	2016年3月	2015年	2014年
资产负债率	48.14%	48.04%	52.95%
流动比率	1.78	1.74	1.59
速动比率	1.56	1.49	1.37
EBITDA（万元）	-	40,404.40	35,667.05
EBITDA 利息保障倍数	-	3.52	3.34
有息债务/EBITDA	-	4.54	4.23

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

用于本期债券质押担保的股权价值较有保障，股权质押担保仍能为本期债券的偿还提供一定的支撑

公司以其持有的子公司天地药业99.14%股权为本期债券提供质押担保。

根据公司提供的天地药业2015年审计报告，2015年末天地药业总资产18.09亿元、所有者权益合计12.63亿元，资产负债率为30.20%，所有者权益是本期债券本金的2.57倍。2015年天地药业实现营业收入9.01亿元，同比增长34.39%，实现净利润1.12亿元，同比增长39.34%。

2015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，股权质押担保为本期债券的偿还提供了一定的支撑。

**表 17 天地药业主要财务指标**

项目	2015年	2014年
总资产（万元）	180,927.22	172,497.96
所有者权益合计（万元）	126,283.21	98,609.62
资产负债率	30.20%	42.83%
流动比率	2.09	1.20
营业收入（万元）	90,061.51	67,015.05
净利润（万元）	11,171.67	8,017.72
综合毛利率	18.18%	15.05%
经营活动现金流净额（万元）	-23,721.24	14,784.22

资料来源：天地药业 2015 年审计报告，鹏元整理

## 七、或有事项分析

### 公司未决诉讼已获得法院受理并执行保全措施，有助于减少未来可能发生的损失

公司子公司同正小额贷款向重庆云河金属材料有限公司、重庆云河专用汽车有限公司、重庆中远特种车辆有限公司发放贷款合计3,000.00万元，由重庆云河房地产信息咨询服务有限责任公司以其位于重庆市北碚区碚峡路7号的3111m<sup>2</sup>办公楼提供抵押担保，同时由郭云河、蒋琼莲提供信用保证。截至2015年底，前述借款3,000.00万元到期未收回。同正小额贷款已于2015年2月3日向重庆市第二中级人民法院对前述债务人及保证人提起诉讼，并申请对保证人3,600.00万元价值为限的资产采取查封或冻结保全措施，已获法院受理并执行保全措施。已采取保全措施的财产情况如下：（1）查封重庆云河房地产信息咨询服务有限责任公司位于重庆市北碚区碚峡路7号的3111m<sup>2</sup>办公楼，评估价值为1590.03万元；（2）查封重庆云河专用汽车有限公司所有的位于忠县复兴镇水坪村工业用房两幢（房地证号：311-2012-004006、房地证号：311-2012-004005）、土地（房地证号：311D-2013-0063、房地籍号：71-1-1-5-（5）），价值未评估。公司预计该项诉讼胜诉并执行的可能性为基本确定，并已对上述借款本金计提了贷款损失准备900.00万元。截至2015年底，该诉讼尚未了结。

### 截至2015年底，公司对外担保存在一定的或有负债风险

截至2015年12月底，公司为17,094.44万元借款提供担保，其中为参股企业江西华邦药业有限公司2,594.44万元借款提供担保，担保金额为3,000万元，为参股企业重庆亚德科技股份有限公司14,500.00万元借款提供担保，担保金额为14,500万元，合计对外担保金额为17,500万元，占2015年末净资产比例6.90%，存在一定的或有负债风险。

**表 18 截至 2015 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保起始日	担保期限
江西华邦药业有限公司	1,000	2015/5/25	1 年
	2,000	2015/7/15	3 年
重庆亚德科技股份有限公司	4,500	2015/4/30	1 年
	2,000	2015/5/29	1 年
	5,000	2015/8/4	1 年
	3,000	2015/12/31	1 年
<b>合计</b>	<b>17,500</b>	-	-

资料来源：公司 2015 年审计报告

## 八、评级结论

2015年，公司向大股东非公开发行股份，进一步提升了公司的资本实力；公司新增产能释放，原料药及中间体产品销售收入大幅增加，同时公司产品整体产销规模保持增长态势，营业收入和利润大幅增长，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稳定，仍能为本期债券的偿付提供一定的支撑。

但我们也关注到，2015年，公司原料及中间体产能大幅增加，后续产能能否顺利消化存在不确定性；受外部市场环境的影响，公司头孢制剂系列产品营业收入小幅下滑；人工耳蜗产品产能利用率较低，后续该产品能否顺利拓展市场存在较大的不确定性；公司在建、拟建远程医疗服务平台和生物医药项目投资规模较大，可能会对公司现有资金形成较大消耗，加大公司资金压力，且后续新增产能能否顺利消化存在较大不确定性；公司有息债务规模较大，存在一定债务压力；公司有一定金额的对外担保，存在一定的或有负债风险。

基于以上情况，经综合评定，鹏元维持公司主体长期信用等级AA，本期债券信用等级AA，评级展望为稳定。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
货币资金	69,186.52	122,212.11	95,374.59	73,118.20
应收票据	33,907.78	28,456.95	21,506.77	15,081.03
应收账款	39,985.81	37,627.75	21,200.77	19,437.27
预付款项	6,892.72	3,857.07	5,935.47	8,502.98
应收利息	1,955.38	975.05	565.18	259.16
其他应收款	18,830.91	12,683.66	24,478.70	18,716.37
存货	31,995.27	35,802.13	28,194.94	30,245.10
其他流动资产	59,254.46	9,823.18	1,398.67	1,141.80
<b>流动资产合计</b>	<b>262,008.84</b>	<b>251,437.89</b>	<b>198,655.10</b>	<b>166,501.91</b>
发放贷款及垫款	22,900.64	23,400.64	25,461.10	19,693.73
可供出售金融资产	43,404.82	44,031.11	3,526.37	50,760.13
长期股权投资	16,591.02	15,901.58	8,434.51	6,833.97
固定资产	90,020.32	90,089.60	61,072.03	48,623.61
在建工程	3,760.14	3,783.50	21,767.46	15,528.34
工程物资	161.61	174.94	375.77	1,030.39
无形资产	27,920.27	25,905.42	22,495.79	22,181.85
开发支出	13,775.44	13,284.44	15,051.41	11,177.80
商誉	3,070.02	3,070.02	3,070.02	3,070.02
长期待摊费用	270.18	289.76	215.74	160.05
递延所得税资产	2,134.58	2,026.21	1,675.84	1,629.81
其他非流动资产	14,674.40	14,824.82	5,536.17	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>238,683.43</b>	<b>236,782.03</b>	<b>168,682.20</b>	<b>180,689.69</b>
<b>资产总计</b>	<b>500,692.28</b>	<b>488,219.92</b>	<b>367,337.29</b>	<b>347,191.60</b>
短期借款	40,530.00	34,030.00	23,530.00	39,900.00
应付票据	4,620.54	5,276.12	3,931.59	3,264.45
应付账款	23,248.57	24,404.06	19,922.15	23,064.36
预收款项	2,256.18	1,862.20	2,031.49	1,992.45
应付职工薪酬	471.52	489.72	610.82	518.06
应交税费	9,308.30	8,744.00	6,814.36	4,422.82
应付利息	2,662.64	4,794.72	4,910.69	3,699.83
应付股利	397.52	397.52	397.52	397.52
其他应付款	5,496.52	8,652.00	6,817.52	8,865.36
一年内到期的非流动负债	8,645.00	6,245.00	5,680.00	0.00
其他流动负债	49,887.50	49,987.50	49,967.78	49,951.11

<b>流动负债合计</b>	<b>147,524.29</b>	<b>144,882.85</b>	<b>124,613.92</b>	<b>136,075.95</b>
长期借款	26,355.00	26,300.00	18,100.00	0.00
应付债券	48,991.50	48,960.07	49,679.70	49,568.08
递延收益	3,327.49	1,879.61	2,088.09	2,242.21
递延所得税负债	5.45	6.99	6.65	341.72
其他非流动负债	14,830.00	12,530.00	0.00	0.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>93,509.44</b>	<b>89,676.67</b>	<b>69,874.45</b>	<b>52,152.01</b>
<b>负债合计</b>	<b>241,033.73</b>	<b>234,559.52</b>	<b>194,488.36</b>	<b>188,227.95</b>
股本	54,534.04	54,534.04	49,518.99	49,518.99
资本公积	114,107.05	114,106.98	70,270.79	69,969.91
其他综合收益	85.76	90.31	24.20	8.28
盈余公积	2,630.42	2,630.42	2,630.42	2,549.51
未分配利润	63,944.39	58,043.91	40,152.80	26,431.22
归属于母公司所有者权益合计	235,301.66	229,405.66	162,597.20	148,477.91
少数股东权益	24,356.88	24,254.74	10,251.73	10,485.74
<b>所有者权益合计</b>	<b>259,658.55</b>	<b>253,660.40</b>	<b>172,848.93</b>	<b>158,963.65</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>500,692.28</b>	<b>488,219.92</b>	<b>367,337.29</b>	<b>347,191.60</b>

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
<b>一、营业总收入</b>	<b>38,489.52</b>	<b>167,827.93</b>	<b>138,474.74</b>	<b>105,228.80</b>
其中：营业收入	37,489.85	164,382.26	134,321.61	101,848.36
利息收入	999.67	3,444.47	4,145.33	3,380.44
手续费及佣金收入	0.00	1.20	7.80	0.00
<b>二、营业总成本</b>	<b>32,444.96</b>	<b>148,014.78</b>	<b>121,331.81</b>	<b>96,757.97</b>
其中：营业成本	20,322.32	94,675.20	79,198.61	58,866.61
手续费及佣金支出	0.00	0.25	0.36	8.40
营业税金及附加	494.79	1,449.28	1,388.93	1,189.88
销售费用	5,754.21	28,220.48	19,542.32	20,374.79
管理费用	3,359.19	13,599.20	11,976.72	10,455.10
财务费用	2,173.29	8,924.25	7,482.58	5,302.32
资产减值损失	341.16	1,146.12	1,742.30	560.87
加：投资收益（损失以“-”号填列）	180.75	2,371.17	644.70	3,437.01
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-380.16	-1,838.18	-1,609.92	-652.56
<b>三、营业利润（亏损以“-”号填列）</b>	<b>6,225.31</b>	<b>22,184.32</b>	<b>17,787.62</b>	<b>11,907.84</b>
加：营业外收入	836.04	1,709.77	3,503.17	911.95
其中：非流动资产处置利得	0.00	13.11	202.60	48.18
减：营业外支出	0.50	140.97	667.30	64.97
其中：非流动资产处置损失	0.00	105.21	37.69	0.25
<b>四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）</b>	<b>7,060.85</b>	<b>23,753.12</b>	<b>20,623.49</b>	<b>12,754.83</b>
减：所得税费用	1,054.84	3,983.87	3,562.23	2,577.60
<b>五、净利润（净亏损以“-”号填列）</b>	<b>6,006.01</b>	<b>19,769.25</b>	<b>17,061.26</b>	<b>10,177.23</b>

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表



**附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）**

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
<b>一、经营活动产生的现金流量：</b>	-	-	-	-
销售商品、提供劳务收到的现金	22,908.98	119,473.98	96,502.73	110,151.98
收取利息、手续费及佣金的现金	19.34	1,913.28	4,091.11	3,304.34
收回贷款收到的现金	10,500.00	0.00	0.00	31,511.00
收到的税费返还	13.13	334.50	253.73	219.96
收到其他与经营活动有关的现金	6,240.06	22,039.11	26,370.62	15,319.97
经营活动现金流入小计	39,681.50	143,760.86	127,218.19	160,507.25
购买商品、接受劳务支付的现金	8,747.09	58,476.75	43,409.10	49,522.20
客户贷款及垫款净增加额	0.00	-2,057.77	6,997.00	-
支付利息、手续费及佣金的现金	0.00	0.25	0.36	8.40
发放贷款支付的现金	10,000.00	0.00	0.00	41,488.00
支付给职工以及为职工支付的现金	3,211.14	12,099.58	10,184.42	8,295.80
支付的各项税费	4,614.76	14,201.01	12,618.02	10,408.37
支付其他与经营活动有关的现金	11,608.91	46,881.04	52,510.97	32,603.97
经营活动现金流出小计	38,181.89	129,600.86	125,719.87	142,326.74
经营活动产生的现金流量净额	1,499.61	14,160.00	1,498.32	18,180.51
<b>二、投资活动产生的现金流量：</b>	-	-	-	-
收回投资收到的现金	60,581.01	149,831.25	103,200.00	75,650.00
取得投资收益收到的现金	809.64	3,427.73	4,505.94	2,553.32
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	77.90	365.73	136.92
收到其他与投资活动有关的现金	46,939.39	15,804.31	6,965.84	51,477.82
投资活动现金流入小计	108,330.04	169,141.18	115,037.51	129,818.06
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	4,547.77	16,926.63	22,598.96	27,787.35
投资支付的现金	82,257.76	213,386.25	61,228.00	110,939.50
支付其他与投资活动有关的现金	80,389.62	4,220.84	7,575.70	32,000.00
投资活动现金流出小计	167,195.14	234,533.72	91,402.66	170,726.85
投资活动产生的现金流量净额	-58,865.10	-65,392.54	23,634.84	-40,908.79
<b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>	-	-	-	-
吸收投资收到的现金	2,300.00	62,240.06	0.00	200.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	14,500.00	0.00	200.00
取得借款收到的现金	32,385.00	73,030.00	86,530.00	42,900.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	49,850.07	67,760.10	52,309.54	50,703.83

筹资活动现金流入小计	84,535.07	203,030.16	138,839.54	93,803.83
偿还债务支付的现金	23,430.00	53,765.00	79,120.00	47,305.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4,729.00	13,111.75	11,805.49	8,134.54
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	0.00	0.00	780.00	0.00
支付其他与筹资活动有关的现金	50,001.96	50,842.62	50,000.00	4,850.00
筹资活动现金流出小计	78,160.96	117,719.37	140,925.49	60,289.54
筹资活动产生的现金流量净额	6,374.11	85,310.79	-2,085.95	33,514.29
<b>四、汇率变动对现金及现金等价物的影响</b>	<b>17.63</b>	<b>429.56</b>	<b>21.13</b>	<b>-23.50</b>
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-50,973.75</b>	<b>34,507.81</b>	<b>23,068.34</b>	<b>10,762.52</b>

注：公司 2014 年、2015 年收回贷款收到的现金与发放贷款支付的现金合并为客户贷款及垫款净增加额  
 资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表

## 附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
净利润	19,769.25	17,061.26	10,177.23
加：资产减值准备	1,146.12	1,742.30	560.87
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4,559.35	3,789.12	3,410.12
无形资产摊销	955.29	881.70	845.26
长期待摊费用摊销	63.37	32.89	25.98
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)	92.10	-202.60	-47.93
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)	0.00	37.69	0.00
财务费用（收益以“-”号填列）	10,253.00	9,072.38	6,513.68
投资损失（收益以“-”号填列）	-2,371.17	-644.70	-3,437.01
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-350.37	-46.02	-97.60
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	0.00	-337.70	230.44
存货的减少（增加以“-”号填列）	-7,737.37	2,337.85	2,927.11
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-20,782.14	-26,551.02	-13,484.19
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	8,562.57	-5,674.83	10,556.55
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>14,160.00</b>	<b>1,498.32</b>	<b>18,180.51</b>

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
有息债务(万元)	193,859.55	183,328.70	150,889.07	142,683.63
资产负债率	48.14%	48.04%	52.95%	54.21%
产权比率	92.83%	92.47%	112.52%	118.41%
流动比率	1.78	1.74	1.59	1.22
速动比率	1.56	1.49	1.37	1.00
EBITDA(万元)	-	40,404.40	35,667.05	24,995.40
EBITDA 利息保障倍数	-	3.52	3.34	3.14
综合毛利率	45.79%	42.41%	41.04%	42.20%
期间费用率	29.32%	30.24%	28.17%	34.34%
总资产回报率	-	8.14%	8.67%	6.65%
营业净利率	15.60%	11.78%	12.32%	9.67%
应收账款周转天数	-	63.10	52.82	62.57
存货周转天数	-	121.67	132.82	194.42
应付账款周转天数	-	84.27	97.70	120.08
净营业周期(天)	-	100.50	87.95	136.92

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

## 附录五 截至2015年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
海口市制药厂有限公司	30,825.28	93.38%	粉针剂、冻干粉针剂、小容量注射剂等生产
重庆天地药业有限责任公司	43,991.64	99.27%	无菌原料药生产, 植物提取物初加工、销售
重庆市忠县同正小额贷款有限责任公司	10,000.00	50.00%	在重庆市范围内开展各项贷款、票据贴现、资产转让和以自有资金进行股权投资
盐城开元医药化工有限公司	12,725.00	90.18%	化工产品生产, 化工产品及其中间体批发
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
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
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
恒佳医疗科技(北京)有限责任公司	500.00	90.00%	技术推广服务, 销售 II 类医疗器械
哈德森生物医药有限公司	300.00 (万美元)	70.00%	生物医药产品研发
海南寰太股权投资基金管理有限公司	1,000.00	80.00%	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
海南寰太生物医药产业创业投资基金合伙企业(有限合伙)	25,000.00	52.00%	创业投资业务
海南南方君合药业有限公司	150.00	100.00%	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
湖南廉桥药都医药有限公司	10,000.00	66.00%	精细化工产品、化学原材料、中药材、中药成药、西药成药、中药饮片、保健品、药用辅料、化工原料及产品生产、批发、零售、代购
海药大健康管理(北京)有限公司	10,000.00	100.00%	健康管理(须经审批的诊疗活动除外)

资料来源: 公司提供

## 附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	应收账款周转天数（天）	$360 / \{ \text{营业总收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2 ] \}$
	存货周转天数（天）	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
	应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2 ] \}$
	净营业周期（天）	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	总资产周转天数（天）	$360 / \{ \text{营业总收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业总收入} \times 100\%$
	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	$(\text{管理费用} + \text{财务费用} + \text{销售费用}) / \text{营业总收入} \times 100\%$
现金流	非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧 + 无形资产摊销 + 投资性房地产摊销 + 长期待摊费用摊销 + 预提费用增加 + 待摊费用减少
	非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
	FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
	营运资本变化	存货减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加
	EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
资本结构及财务安全性	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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	产权比例	负债总额 / 所有者权益
	资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
	流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款 + 应付债券 + 其他非流动负债
	短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的长期借款 + 其他流动负债
有息债务	长期有息债务 + 短期有息债务	

## 附录七 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	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

### 二、债务人主体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（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。

### 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。