

报告编号：  
鹏信评【2017】跟踪第  
【101】号 01

增信方式：

股权质押

债券剩余规模：

4.92 亿元

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：

舒静 杨再昆

电话：

0755-82871612

邮箱：

shuj@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司化学制药企业主体长期信用评级方法，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](http://www.pyrating.cn)

## 海南海药股份有限公司 2012 年公司债券 2017 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       | 2017 年 05 月 18 日 | 2016 年 05 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 6 月 14 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 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 2016 年公司非公开发行股票，资本实力显著增强，公司医疗产业链趋于完善，子公司股权质押担保仍可为本期债券本息的偿付提供一定支撑；同时也关注到，抗生素药物政策监管压力较大且市场竞争激烈，主要产品价格均维持在低位，公司主要产品产能利用率不高，存在产能消化压力，公司在建项目投资规模较大，能否如期完工或者达成预期收益存在不确定性，公司近年对联营企业和合营企业的投资收益均为负值，产业链扩张管理及收益存在不确定性，期间费用对利润侵蚀较大和有息债务规模增长较快导致偿债压力加大等风险因素。

### 正面：

- **2016 年公司非公开发行股票，资本实力显著增强。**公司于 2016 年 9 月非公开发行股票合计 245,298,400 股，募集资金总计 30.00 亿元，2016 年末所有者权益达 56.30 亿元，同比增长 121.95%。
- **公司医疗产业链趋于完善。**截至 2016 年末，公司业务布局药品研发制造、生物医药、医疗器械、互联网医疗及医疗服务几大板块，向医疗产业上下游延伸。
- **子公司股权质押担保仍可为本期债券本息的偿付提供一定支撑。**公司以其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，2016年天地药业盈利能力下滑，但经营活动现金流好转，其股权质押担保仍可为本期债券本息的偿付提供一定的支撑。

## 关注：

- **抗生素药物政策监管压力较大且市场竞争激烈，主要产品价格均在低位运行。**2016年，国家卫生计生委、发改委等14部门联合印发《遏制细菌耐药国家行动计划（2016-2020年）》，对抗菌药物的研发、生产、流通、应用、环境保护等各个环节加强监管，另外抗生素原料药因污染问题是环境治理的重点对象之一；2016年以来，抗生素中间体及头孢类抗生素价格均在低位运行。
- **公司主要产品产能利用率不高，存在产能消化压力。**2016年，受“限抗令”等因素影响，公司头孢制剂系列产品产销规模有所下滑，实际产能利用率有所下降；原料药及中间体产能有所提升，但受停产等因素影响，整体产能利用率不高。
- **公司在建项目投资规模较大，能否如期完工或者达成预期收益存在不确定性。**截至2016年末，公司主要在建项目计划总投资合计38.70亿元，已投资4.59亿元。受实际工程进度、政府部门审批流程等因素影响，各项目能否如期完工达到可使用状态仍存在一定的不确定性，另外项目运营效益能否达到预期也存在不确定性。
- **公司近年对联营企业和合营企业的投资收益均为负值，产业链扩张管理及收益存在不确定性。**由于公司对中国抗体制药有限公司、江西华邦药业有限公司等企业的投资损失较大，近年对联营企业和合营企业的投资收益均为负值；公司通过参股、并购等方式进入投资和医疗服务领域，向医疗产业链上下游延伸布局，由此引发一定的集团化管理风险，未来收益也存在不确定性。
- **期间费用对利润侵蚀较大。**2016年公司期间费用率继续提升至39.38%，销售费用、管理费用和财务费用均有不同程度的增长，较高的期间费用对公司利润形成了较大侵蚀。
- **有息债务规模增长较快，偿债压力加大。**2016年以来，公司对各融资渠道的利用更加频繁，有息债务规模迅速扩大，2016年末有息债务为32.65亿元，占负债总额的82.09%。2017年3月末，有息债务规模进一步扩大至40.08亿元，占负债总额的86.97%。

## 主要财务指标：

| 项目      | 2017年3月      | 2016年      | 2015年      | 2014年      |
|---------|--------------|------------|------------|------------|
| 总资产（万元） | 1,039,779.43 | 960,728.80 | 488,219.92 | 367,337.29 |

|                       |            |            |            |            |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|
| 归属于母公司所有者权益合计<br>(万元) | 549,485.65 | 542,869.89 | 229,405.66 | 162,597.20 |
| 有息债务 (万元)             | 400,753.57 | 326,497.40 | 183,328.69 | 150,889.07 |
| 资产负债率                 | 44.32%     | 41.40%     | 48.04%     | 52.95%     |
| 流动比率                  | 1.89       | 2.27       | 1.74       | 1.59       |
| 速动比率                  | 1.78       | 2.14       | 1.49       | 1.37       |
| 营业收入 (万元)             | 40,654.78  | 150,895.35 | 164,382.26 | 134,321.61 |
| 营业利润 (万元)             | 7,341.31   | 15,887.21  | 22,184.32  | 17,787.62  |
| 利润总额 (万元)             | 7,448.03   | 19,559.40  | 23,753.12  | 20,623.49  |
| 综合毛利率                 | 53.39%     | 52.38%     | 42.41%     | 41.04%     |
| 总资产回报率                | -          | 4.36%      | 8.14%      | 8.67%      |
| EBITDA (万元)           | -          | 40,188.40  | 40,404.40  | 35,667.05  |
| EBITDA 利息保障倍数         | -          | 2.49       | 2.87       | 3.34       |
| 经营活动现金流净额 (万元)        | -6,711.23  | -1,772.90  | 14,160.00  | 1,498.32   |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季报，鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2012年6月14日公开发行5年期5亿元公司债券，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，募集资金扣除发行费用后计划用于偿还银行借款和补充营运资金。

截至2016年底，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。

## 二、发行主体概况

公司于2016年5月以股份总数545,340,432股为基数，以资本公积向全体股东每10股转增10股，转增后公司股份总数由545,340,432股增至1,090,680,864股。公司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”）于2016年1-7月通过二级市场增持了公司少量股份。经中国证监会“证监许可【2016】1353号”文件核准，公司于2016年9月12日向南方同正和其他投资者非公开发行股份合计245,298,400股，募集资金总计30.00亿元。截至2017年3月31日，公司股份总数为1,335,979,264股，注册资本13.36亿元。南方同正持有公司股份比例增至34.08%，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，公司控股股东及实际控制人未发生变化。

2016年公司主营业务未发生重大变化，仍以药品研发、生产和销售为主。2016年，公司财务报表合并范围增加8家子公司，其中通过协议购买取得2家，公开竞买取得1家，新设成立5家；另外，因股权转让合并范围减少2家子公司。

**表 1 2016 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

### 1、新纳入公司合并范围的子公司情况

| 子公司名称           | 持股比例   | 注册资本    | 主营业务               | 取得方式 |
|-----------------|--------|---------|--------------------|------|
| 力声特美国股份有限公司     | 100%   | 100 万美元 | 软件开发               | 设立   |
| 郴州市第一人民医院东院有限公司 | 51%    | 10,050  | 医疗服务               | 协议购买 |
| 海南海药投资有限公司      | 100%   | 10,000  | 实业投资、投资咨询          | 设立   |
| 鄂州康禾医院管理有限公司    | 100%   | 8,000   | 医院管理的技术咨询和服务       | 公开竞买 |
| 湖南柳城中药饮片有限公司    | 51%    | 200     | 中药饮片的生产            | 协议购买 |
| 湖南养身堂贸易有限公司     | 60%    | 1,000   | 中药材、中药饮片、保健品销售     | 设立   |
| 湖南海怀茯苓有限公司      | 77.48% | 5,000   | 茯苓品种中药材规模化种植、加工和销售 | 设立   |

|                   |      |       |                |    |
|-------------------|------|-------|----------------|----|
| 湖南海涟湘玉中药材产业发展有限公司 | 100% | 5,000 | 中药材种植、生产、加工、销售 | 设立 |
|-------------------|------|-------|----------------|----|

## 2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

| 子公司名称             | 持股比例 | 注册资本   | 主营业务                          | 不再纳入合并报表的原因 |
|-------------------|------|--------|-------------------------------|-------------|
| 海南南方君合药业有限公司      | 0%   | 150    | 预包装食品批发零售、中成药、化学原料药及制剂、抗生素原料药 | 股权转让        |
| 重庆市忠县同正小额贷款有限责任公司 | 20%  | 10,000 | 小额贷款                          | 股权转让        |

资料来源：公司提供

截至2016年12月31日，公司资产总额为96.07亿元，归属于母公司所有者权益合计为54.29亿元，资产负债率为41.40%；2016年度，公司实现营业收入15.09亿元，利润总额1.96亿元，经营活动现金流净额为-1,772.90万元。

截至2017年3月31日，公司资产总额为103.98亿元，归属于母公司所有者权益合计为54.95亿元，资产负债率为44.32%；2017年一季度，公司实现营业收入4.07亿元，利润总额7,448.03万元，经营活动现金流净额-6,711.23万元。

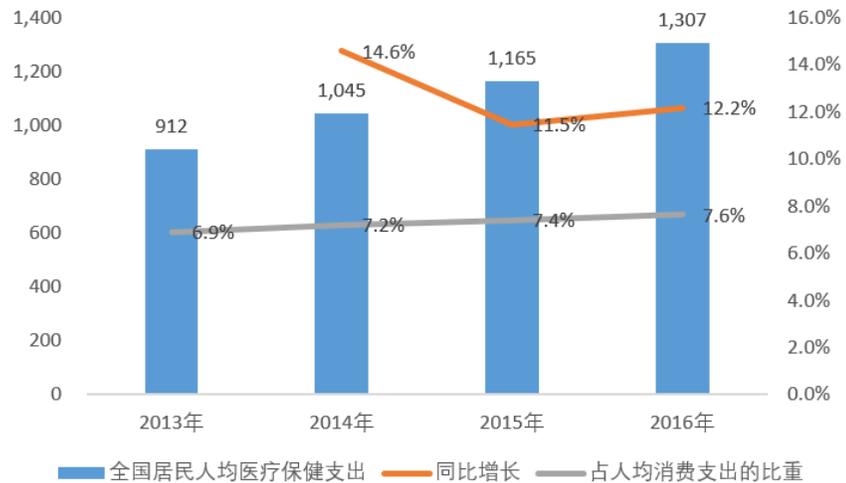
## 三、运营环境

**随着人口老龄化的加剧和收入水平的提高，全国医疗卫生支出和人均医疗保健支出持续增长**

近年来医药行业已经成为国民经济中重要的组成部分，并被列入到“十二五”战略性新兴产业发展规划、“中国制造 2025”等多项规划中，在未来将成为中国经济一个新的增长点。同时，在我国进入老龄化社会大背景之下，随着社会对于医药医疗需求的增加，医药行业也迎来了更大的发展机遇和需求空间。

近年我国人口老龄化程度不断加大。2016 年末全国大陆总人口 138,271 万人，其中 60 周岁及以上人口数为 23,086 万人，占比达 16.7%，较 2015 年末提升 0.6 个百分点。另外，我国居民人均收入水平持续增长。2016 年人均国内生产总值 53,980 元，比上年增长 6.1%。2016 年全国居民人均可支配收入 23,821 元，比上年增长 8.4%，扣除价格因素，实际增长 6.3%；全国居民人均可支配收入中位数 20,883 元，增长 8.3%。人口老龄化和人均收入水平的提升推高了个人消费——特别是医疗保健支出的水平。2016 年全国居民人均消费支出 17,111 元，比上年增长 8.9%，扣除价格因素，实际增长 6.8%；其中医疗保健支出为 1,307 元，占比 7.6%。

图1 2013-2016年全国居民人均医疗保健支出情况（单位：元）



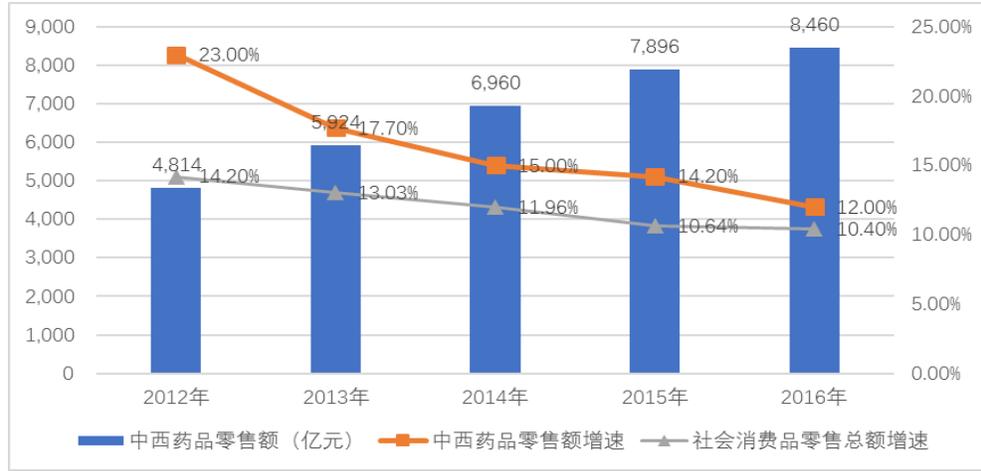
资料来源：2013-2016年中华人民共和国国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

医疗卫生方面的财政支出规模继续扩大，养老保险和医疗保险覆盖范围继续延伸，也为整个医药行业的发展提供了良好契机。2016年中国全国财政医疗卫生支出（含计划生育）13,154亿元，是医改启动之前2008年（3,182亿元）的4.1倍，比2015年增长10%，医疗卫生支出占财政支出的比重提高到7.0%。2016年末全国参加城镇职工基本养老保险人数37,862万人，比上年末增加2,501万人。参加城乡居民基本养老保险人数50,847万人，增加375万人。参加城镇基本医疗保险人数74,839万人，增加8,257万人。

### 我国医药行业整体增长强劲，但中西药品零售额增速持续放缓

近年来国内中西药品零售额保持较快增长，但增速持续放缓。2016年国内中西药品零售额为8,460亿元，较上年增长12.00%；其中国内中成药产量保持增长，2016年产量达3,611,000吨，较上年增长6.20%。近年来受国内消费品零售总额增速持续放缓的影响，国内中西药品零售的增速放缓，其中2016年较上年放缓2.20个百分点；但国内中西药品近年来的增速仍高于社会消费品零售总额的增速，其中2016年高1.6个百分点。

图 2 近年来国内中西药品零售情况



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

2016 年 1-12 月我国医药行业收入增长 19.8% 至 17,083 亿元，利润总额增长 19.8% 至 1,732 亿元，行业整体毛利率 29.6%。子行业中，化学制剂药（收入增长 22.5%/利润增长 25.3%）、医疗设备及器械（21.4%/24.4%）、中药饮片（24.2%/27.5%）以及卫材及医药用品（19.8%/27.2%）表现优于行业整体水平，而化学原料药（13.9%/15.9%）、生物药品（18.8%/14.3%）、中成药（21.4%/16.5%）、兽用药品（17.1%/16.6%）表现逊于行业整体水平。除了中药饮片，其余子行业的毛利率均出现上升趋势。

**政府各部门继续出台各项监管措施以推进医疗卫生体系改革，仿制药质量和疗效一致性评价、“两票制”等成为近期工作重点**

2016 年以来，为继续推动医疗卫生体系改革，国家食品药品监督管理总局（CFDA）、人力资源和社会保障部、卫生和计划生育委员会（以下简称“卫计委”）等多部门相继出台了各项监管和改革措施。主要包括：开展仿制药质量和疗效一致性评价、建立药品追溯体系、规范疫苗流通和预防接种管理、推行“两票制”改革、加强抗菌药物管理等。

2016 年 2 月 6 日，国务院办公厅印发《关于开展仿制药质量和疗效一致性的意见》，明确了评价对象和时限。2018 年底之前，我国有 289 个固体口服制剂需要完成一致性评价工作。据初步统计，一致性评价的市场规模约为 500 亿元。由于国内化学制剂药仍以仿制药为主，且时限较紧，一致性评价工作将成为化学药品制剂企业今后一两年内工作的重点。部分企业新药研究国内外同时进行并同步申报，另外有一部分药企则到海外市场寻求并购机会以作为利润增长点的新选择。

表 2 2016 年以来我国医药行业重点政策

| 政策名称 | 主要内容 | 主要影响 |
|------|------|------|
|------|------|------|

|  |  |  |
|--|--|--|
| 《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》                                   | 化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价。国家基本药物目录(2012年版)中2007年10月1日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂(共289个)，应在2018年底前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应在2021年底前完成一致性评价；逾期未完成的，不予再注册 | 提升我国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性，促进医药产业升级和结构调整，增强国际竞争能力              |
| 《关于修改〈药品经营质量管理规范〉的决定》                                    | 一是对药品流通环节中药品经营企业如何执行药品追溯制度提出了操作性要求；二是将关于疫苗经营企业的相关规定修改为疫苗配送企业的要求；三是规范首营企业需要查验的证件  | 建立药品追溯体系，实现药品来源可查、去向可追、责任可究                                  |
| 《药品上市许可持有人制度试点方案》  | 北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、四川等10省(市)试点，试点区域内的药品研发机构或者科研人员可以作为药品注册申请人，提交药物临床试验申请、药品上市申请，申请人取得药品上市许可及药品批准文号的，可以成为药品上市许可持有人   | 有利于药品研发机构和科研人员积极创制新药，有利于产业结构调整和资源配置，促进专业分工，提高产业集中度，避免重复投资和建设 |
| 《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》、《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见(试行)》 | 医改试点省份要在全范围内推广两票制，鼓励一票制，医院和药品生产企业的直接结算货款，药企和配送企业计算配送费用   | 降低药品价格，维持医院的良性运转，促进医药产业转型升级                                  |
| 《医药工业发展规划指南》   | 医药工业提高国际化发展水平，鼓励开展新药、化学仿制药、中药、生物类似药国际注册，实现3-5个新药和200个以上化学仿制药在发达国家市场上市  | 明确了当下我国医药工业存在的不足与困难，为行业发展做出明确规划                              |
| 《遏制细菌耐药国家行动计划(2016-2020年)》                               | 鼓励抗菌药物研发；加强抗菌药物供应保障管理、抗菌药物应用和耐药控制体系建设；完善抗菌药物应用和细菌耐药监测体系；提高专业人员细菌耐药防控能力；加强抗菌药物环境污染防治  | 加强抗菌药物管理，遏制细菌耐药，抗菌药物生产企业将受到更严格管制                             |

资料来源：公开资料，鹏元整理

### 抗生素类药物市场基础较好，但近年来政策监管压力较大且市场竞争激烈，主要产品价格呈下行趋势

随着抗菌药的大量使用，细菌耐药性在全球范围内迅速上升，近年来多重耐药菌(MDR)、广泛耐药菌(XDR)、泛耐药菌(PDR)不断出现，给全球公共卫生领域和临床医学带来巨大挑战。抗生素制剂作为一种基础用药，临床使用广泛，目前我国各类别用药市场中规模较大的一个品类。近年来，过度使用抗生素和抗菌药物静脉注射制剂，在我国成为严重的社会问题。据世界卫生组织(WHO)调查，目前，中国门诊感冒患者约有75%应用抗生素，外科手术则高达95%。中国住院患者抗生素药物使用率高达80%，其中使用广谱抗生素和联合使用两种以上抗生素的占58%，远高于30%的国际水平。

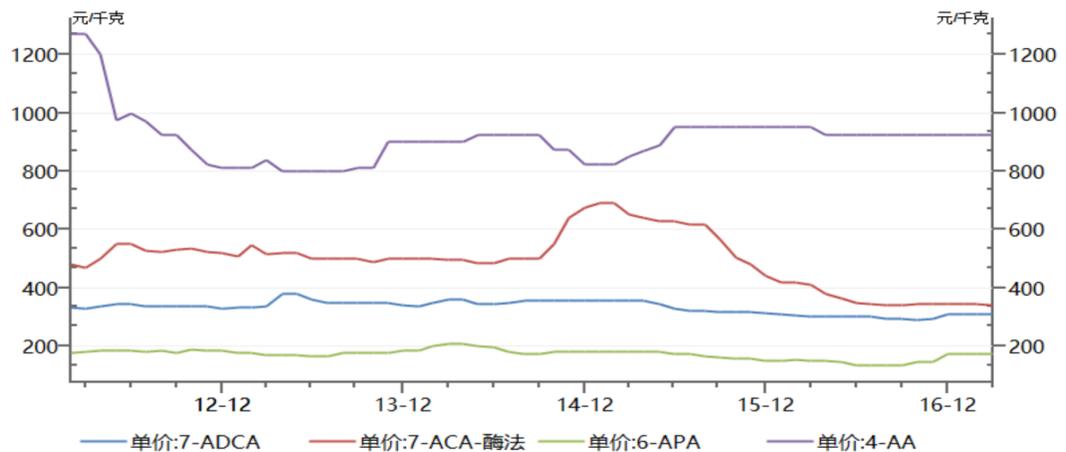
2016年8月，国家卫生计生委、发改委等14部门联合印发《遏制细菌耐药国家行动计划(2016-2020年)》，对抗菌药物的研发、生产、流通、应用、环境保护等各个环节加强监管，加强宣传教育和国际交流合作，应对细菌耐药带来的风险挑战。到2020年，

实现在新药研发、凭处方售药、监测和评价、临床应用、兽药使用和培训教育共 6 个方面的具体指标。

另外，近年来空气质量下降、污染问题突出，环保政策趋严，而制药产业中维生素、抗生素原料药行业由于发酵产生，对环境污染严重，一直是治理的重中之重。

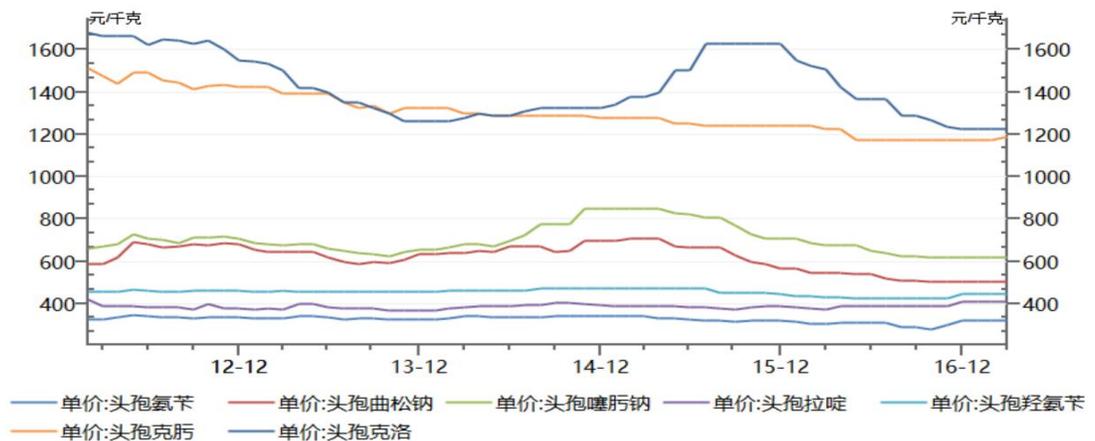
抗生素包含 13 个子类，以头孢菌素类、青霉素类、大环内酯类为主。CFDA 数据显示，我国头孢菌素类药品共有 5,617 个，而通用名只有 46 个，可见市场竞争十分激烈。受限抗令、环保等政策因素和市场参与者数量等市场因素影响，近年来抗生素整体价格呈走低态势，特别是 2015 年底以来，抗生素中间体及头孢类抗生素价格均在低位运行。

图 3 抗生素中间体价格走势图



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

图 4 头孢类抗生素价格走势图



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

## 四、经营与竞争

公司业务布局药品研发制造、生物医药、医疗器械、互联网医疗及医疗服务几大板块，目前以药品及医疗器械研发、生产和销售为主。公司主要产品包括六个系列，分别为头孢制剂系列、肠胃药系列、肿瘤药系列、人工耳蜗系列、原料药和中间体系列及其他产品。

**表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

| 项目        | 2016 年            |               | 2015 年            |               |
|-----------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
|           | 金额                | 毛利率           | 金额                | 毛利率           |
| 其他品种      | 56,222.39         | 69.97%        | 41,255.89         | 59.53%        |
| 原料药及中间体   | 35,785.28         | 20.26%        | 65,519.47         | 17.03%        |
| 头孢制剂系列    | 35,657.68         | 44.97%        | 36,239.80         | 43.91%        |
| 肠胃康       | 17,215.74         | 83.21%        | 20,275.90         | 85.18%        |
| 医疗器械      | 2,100.16          | 69.90%        | 960.24            | 70.07%        |
| 医疗服务费     | 1,785.53          | 1.31%         | -                 | -             |
| 其他        | 2,128.56          | -             | 130.97            | -             |
| <b>合计</b> | <b>150,895.35</b> | <b>52.38%</b> | <b>164,382.26</b> | <b>42.41%</b> |

注：因未核实到其他业务成本，此处未计算其他业务毛利率。

资料来源：公司提供

**2016年公司营业收入受肠胃康、原料药及中间体影响有所下滑；医疗器械收入增长较快，毛利率水平较高，整体发展较好**

2016年，公司营业收入仍主要来自肠胃康、头孢制剂系列、原料药及中间体以及其他品种，其他品种主要包括紫杉醇、注射用氨曲南和注射用维生素C等。2016年公司实现营业收入150,895.35万元，同比下滑8.20%，主要是肠胃康和原料药及中间体收入下滑导致。2016年，肠胃康收入下滑主要是因为国内部分区域招标延迟开标；原料药及中间体收入下滑主要是因为原有原料药板块出于环保监察压力有停产现象；其他品种产销规模有所扩大；医疗器械收入主要来自人工耳蜗产品，2016年公司在多地设立临床中心，加大了产品推广力度及渠道建设力度，产销规模随之增长。另外，2016年公司因购买鄂州康禾医院管理有限公司而新增了医疗服务费收入。

2016年，因成本控制取得一定成效，公司其他品种毛利率有明显提高，原料药及中间体业务毛利率有所提升，其他业务毛利率水平相对稳定，综合毛利率受其他品种收入规模和毛利率变化影响而有所提高。

公司医疗器械收入主要来自REZ- I型人工耳蜗产品，主要用于重度、极重度感音性成人语后耳聋，由上海力声特医学科技有限公司负责研发、生产和销售。2016年，由于人

工耳蜗产品逐步在市场推广，公司实现医疗器械收入2,100.16万元，同比增长118.71%，毛利率接近70%。2017年，公司将加快推进人工耳蜗第二代产品的临床试验。

#### 公司制剂系列产品产销规模整体有所下滑，实际产能利用率有所下降，目前产能利用率处于较低水平

生产方面，公司生产实行以销定产的方式，生产计划按照客户需求、销售计划及安全库存标准制定。各子公司对产品的制造过程、工艺纪律、卫生规范、质量控制按照法律法规及规章制度进行管理。

制剂系列产品，2016年公司各剂型产品产能与上年保持一致。受“限抗令”等因素影响，产销规模有所下滑，实际产能利用率有所下降。

**表 4 公司制剂系列各剂型产品产销情况**

| 项目       | 年产能       | 2016 年    |           | 2015 年    |           |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|          |           | 产量        | 销量        | 产量        | 销量        |
| 头孢粉针（万支） | 13,000.00 | 8,773.30  | 8,459.55  | 10,547.94 | 10,990.28 |
| 普通粉针（万支） | 17,000.00 | 11,264.31 | 11,595.07 | 13,054.81 | 12,833.16 |
| 颗粒剂（万袋）  | 20,000.00 | 16,926.85 | 16,734.24 | 19,601.58 | 19,258.89 |
| 片剂（万片）   | 32,500.00 | 20,162.92 | 23,375.34 | 27,928.10 | 25,762.10 |
| 胶囊剂（万粒）  | 13,000.00 | 10,336.48 | 11,621.89 | 11,430.45 | 10,946.56 |

注：近年公司每年都有库存备货情况，导致部分产品销量高于产量。

资料来源：公司提供，鹏元整理

原料药及中间体方面，公司生产的原料药及中间体部分自用，部分外销。2016年除头孢西丁钠年产能由6万千克提升至8万千克外，其余产品产能与上年保持一致。2016年该业务板块出于环保监察压力有停产现象，另外原料药及中间体产销规模易受下游制剂厂商需求影响，导致2016年各产品产销量相对2015年波动较大。头孢西丁钠和7-ANCA产销规模有所提升；美罗培南产量有所下降而销量有所提升；其他产品产销规模出现不同程度的下滑。整体来看，原料药及中间体2016年产能利用率不高。

**表 5 公司原料药及中间体产销情况（单位：千克）**

| 项目     | 2016 年     |           |           | 2015 年     |           |           |
|--------|------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|
|        | 年产能        | 产量        | 销量        | 年产能        | 产量        | 销量        |
| 头孢西丁钠  | 80,000.00  | 55,713.82 | 52,191.31 | 60,000.00  | 47,028.10 | 45,256.89 |
| 头孢唑肟钠  | 130,000.00 | 13,020.54 | 11,668.66 | 130,000.00 | 14,151.96 | 12,785.09 |
| 头孢噻吩钠  | 140,000.00 | 798.40    | 450.30    | 140,000.00 | 2,172.66  | 1,506.60  |
| 美罗培南   | 50,000.00  | 6,767.49  | 6,860.73  | 50,000.00  | 7,288.48  | 5,939.41  |
| 氨曲南    | 110,000.00 | 49,243.85 | 46,544.20 | 110,000.00 | 49,464.60 | 55,665.10 |
| 7-ANCA | 100,000.00 | 69,625.80 | 74,100.00 | 100,000.00 | 49,971.60 | 47,027.00 |

|       |           |           |           |           |           |           |
|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 头孢西丁酸 | 60,000.00 | 10,051.00 | 16,150.00 | 60,000.00 | 23,534.00 | 17,631.50 |
|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|

注：此表产量和销量包含自用和外销部分，以上产品为粗品。

资料来源：公司提供，鹏元整理

### 公司采购集中度和销售集中度均有所下降，但采购集中度仍较高

采购方面，公司以销售预算、生产计划及原材料安全库存量为依据编制采购计划，向市场招标进行采购，通过比质比价择优采购。物料验收合格后，采购部门核对单据无误后通过ERP系统启动结算流程。

2016年，公司整体采购规模减少，供应商集中度有所降低，但仍处于较高水平，前五大供应商采购金额合计2.49亿元，占比42.04%。

**表 6 公司主要供应商合作情况（单位：万元）**

| 序号 | 2016 年           |                  |               | 2015 年 |                  |               |
|----|------------------|------------------|---------------|--------|------------------|---------------|
|    | 供应商名称            | 采购金额             | 占比            | 供应商名称  | 采购金额             | 占比            |
| 1  | 湖南省医药有限公司        | 15,001.80        | 25.31%        | 供应商 1  | 27,117.46        | 24.94%        |
| 2  | 华北制药河北华民药业有限责任公司 | 2,987.30         | 5.04%         | 供应商 2  | 7,868.76         | 7.24%         |
| 3  | 浙江海翔川南药业有限公司     | 2,586.72         | 4.36%         | 供应商 3  | 7,776.38         | 7.15%         |
| 4  | 浙江省医药工业有限公司      | 2,266.00         | 3.82%         | 供应商 4  | 5,986.27         | 5.51%         |
| 5  | 重庆大渡口华越化工有限公司    | 2,070.76         | 3.49%         | 供应商 5  | 5,258.85         | 4.84%         |
| 合计 | -                | <b>24,912.58</b> | <b>42.04%</b> | 合计     | <b>54,007.72</b> | <b>49.68%</b> |

资料来源：公司提供

销售方面，公司各产品销售模式有所不同。制剂及中成药产品，公司直接参与各地区药品招标，中标后公司通过经销商进行销售或配送商进行配送。公司一级经销商、二级分销商遍布全国，形成了较为完整的营销网络。公司部分肠胃康药品以与国外经销商合作的形式对外出口。

原料药及中间体产品，公司主要通过参展、拜访等方式，对公司产品进行市场推广，征集客户需求，直接参与下游客户就某些采购量较大的原材料组织的招标活动。目前，公司医药原料药和中间体已经积累了一定的知名度和市场信誉，公司部分原料药和中间体产品向国外贸易商或制药公司出口。

人工耳蜗产品主要采用直销和分销相结合的销售模式。截至2016年底，子公司上海力声特医学科技有限公司（以下简称“上海力声特”）已在上海、北京、湖南、江苏、山东等省市设立数十家人工耳蜗临床中心，直接负责人工耳蜗销售及维护、升级工作。此外，上海力声特在江苏、安徽、河南、山东等十几个省份目标市场建立办事处网点，加大了产品推广力度；在直销覆盖区域外通过经销商销售。在渠道建设方面，力声特加大公益项目

开发力度，开展人工耳蜗救助项目，推广设立“启聪助听”康复基地。

2016年，公司客户集中度有明显下降，前五大客户销售额合计3.85亿元，占比25.86%，同比下降13.05个百分点。另外，最大客户销售占比由2015年的21.37%降至2016年的7.79%，公司对单一客户依赖程度降低。

**表 7 公司主要客户合作情况（单位：万元）**

| 序号 | 2016 年           |                  |               | 2015 年 |                  |               |
|----|------------------|------------------|---------------|--------|------------------|---------------|
|    | 客户名称             | 销售额              | 占比            | 客户名称   | 销售额              | 占比            |
| 1  | 重庆恒韵医药有限公司       | 11,585.85        | 7.79%         | 客户 1   | 35,104.63        | 21.37%        |
| 2  | 重庆医药集团药特分有限责任公司  | 10,801.99        | 7.26%         | 客户 2   | 11,203.96        | 6.82%         |
| 3  | 中国医药投资有限公司       | 10,530.73        | 7.08%         | 客户 3   | 8,570.60         | 5.22%         |
| 4  | 齐鲁安替制药有限公司       | 2,810.26         | 1.89%         | 客户 4   | 6,074.68         | 3.70%         |
| 5  | 华北制药河北华民药业有限责任公司 | 2,746.58         | 1.85%         | 客户 5   | 2,963.33         | 1.80%         |
| 合计 | -                | <b>38,475.40</b> | <b>25.86%</b> | 合计     | <b>63,917.20</b> | <b>38.91%</b> |

资料来源：公司提供

#### 2016年公司研发支出增长明显，新药研发等工作推进较快

研发方面，2016年公司研发人员数量和研发支出规模均有明显增长，研发支出增长主要是因为新增伐地那非原料及制剂的临床前研究等研发项目，另外头孢拉宗钠及注射用头孢拉宗钠、多立培南原料及注射用多立培南、人工耳蜗技术开发、孟鲁司特钠片、咀嚼片的研制等项目投入增加。

截至2016年末，公司生物制品新药单克隆抗体产品类风湿性关节炎适应症已完成II期临床试验，即将开展III期临床试验；治疗肿瘤的新化合物MDM2抑制剂已申请美国专利和PCT专利，正在中美同步开展临床前研究；公司继续开展化药新复方制剂2项，仿制药研究12项，一致性评价研究5项；取得化药1.1类氟非尼酮、化药3.1类多立培南、化药3.1类替比培南酯临床批件3个；化药6类仿制药BE试验批件2项（以品种计）。截至2016年末，公司已取得各项专利82项，其中2016年新获得发明专利3项。

**表 8 公司研发情况**

| 项目          | 2016 年   | 2015 年   |
|-------------|----------|----------|
| 研发人员数量（人）   | 116      | 91       |
| 研发支出（万元）    | 6,139.82 | 3,687.38 |
| 研发支出/营业收入   | 4.07%    | 2.24%    |
| 有效期内专利数量（项） | 82       | 71       |

资料来源：公司提供

公司在建项目投资规模较大，已通过非公开发行股票等方式筹集项目建设资金和营运

### 资金，未来仍有一定融资需求，项目能否如期完工或者达成预期收益存在不确定性

截至2016年末，公司主要在建项目有天地药业100吨头孢克洛粗品建设项目、盐城开元100吨头孢克洛粗品建设项目和郴州东院一期工程项目等6个项目，计划总投资合计38.70亿元，已投资4.59亿元，资金来源包括自筹、金融机构贷款和募集资金。截至2016年公司主要在建项目尚需投入资金合计约34.11亿元。

公司两条头孢克洛粗品生产线建设项目原预计于2017年3月达到可使用状态，由于园区规划调整，污水处理厂尚未建设，另外公司根据产品市场情况进行工艺升级、另行选购定制设备，项目未能如期投产，已延期至2017年12月。受实际工程进度、政府部门审批流程等因素影响，各项目能否如期完工达到可使用状态仍存在一定的不确定性，另外项目运营效益能否达到预期也存在不确定性。

**表 9 截至 2016 年末公司主要在建项目投资情况（单位：万元）**

| 项目名称                 | 总投资               | 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         | 8,157.61         | 2017 年 12 月 | 募集资金      |
| 盐城开元 100 吨头孢克洛粗品建设项目 | 14,100.00         | 5,494.77         | 2017 年 12 月 | 募集资金、自筹   |
| 郴州东院一期工程项目           | 58,093.71         | 27,672.15        | 2017 年 10 月 | 金融机构贷款、自筹 |
| 远程医疗服务平台项目           | 170,258.00        | 386.85           | 2019 年 8 月  | 募集资金      |
| 海南海药生物医药产业园项目        | 72,076.84         | 786.71           | 2019 年 2 月  | 募集资金      |
| 湖南廉桥药都中药材仓储物流交易中心项目  | 60,948.26         | 3,366.53         | 2019 年 2 月  | 募集资金      |
| <b>合计</b>            | <b>386,976.84</b> | <b>45,864.62</b> | -           | -         |

资料来源：公司提供

近年来，公司频繁通过银行间市场和证券交易所进行直接融资活动。公司于2016年9月12日完成非公开发行股票工作，募集资金总额为30亿元，用于建设远程医疗服务平台项目等3个项目。截至2016年末，公司2016年非公开发行股票募集资金除用于项目投资外，有12亿元闲置资金暂时用于购买银行理财产品，另外部分资金以货币资金形式存在。

远程医疗服务平台项目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、远程B超、远程DR、远程病理分析、远程会诊等诊断平台，为基层医疗机构提供远程诊断诊疗服务。项目将在四川、重庆、湖南、江苏、湖北、江西、广西、海南、西藏、云南、河南和河北等地分批推广实施。建设周期36个月，实施主体为公司全资子公司海药大健康管理（北京）有限公司，由公司向其增资的方式实施。截至2017年3月31日，该项目已投资额较少，目前关于互联网医疗服务的监管政策尚不明朗，该项目能否如期推

进及建成后能否产生预期收益存在一定的不确定性。

**表 10 截至 2016 年末公司 2016 年非公开发行股票募集资金使用情况（单位：万元）**

| 项目名称                | 投资总额              | 拟投入募集资金           | 已使用募集资金         | 计划完工日期     |
|---------------------|-------------------|-------------------|-----------------|------------|
| 远程医疗服务平台项目          | 170,258.00        | 170,000.00        | 386.85          | 2019 年 8 月 |
| 海南海药生物医药产业园项目       | 72,076.84         | 70,000.00         | 786.71          | 2019 年 2 月 |
| 湖南廉桥药都中药材仓储物流交易中心项目 | 60,948.26         | 60,000.00         | 2,641.15        | 2019 年 2 月 |
| <b>合计</b>           | <b>303,283.10</b> | <b>300,000.00</b> | <b>3,814.71</b> | -          |

资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

截至2017年3月31日，公司拟分期发行不超过20亿元非公开定向债务融资工具，已在中国银行间市场交易商协会注册成功但尚未发行；另外，公司拟向合格投资者公开发行总额不超过17亿元公司债券，已获得中国证监会核准批复但尚未发行。

**表 11 截至 2017 年 3 月 31 日公司直接融资情况（单位：亿元）**

| 证券名称         | 证券类别  | 发行日期       | 到期日期       | 发行规模 | 票面利率  |
|--------------|-------|------------|------------|------|-------|
| 12 海药债       | 公司债   | 2012-06-14 | 2017-06-14 | 5.00 | 5.80% |
| 17 海药 SCP001 | 短期融资券 | 2017-03-21 | 2017-09-18 | 5.00 | 5.28% |
| 16 海药 MTN001 | 中期票据  | 2016-09-01 | 2019-09-02 | 5.00 | 4.30% |

资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

**公司通过参股、并购等方式进入投资和医疗服务领域，向医疗产业链上下游延伸布局，但由此引发一定的集团化管理风险，未来收益也存在不确定性**

2016年，公司与上海烽康医疗投资有限公司、东方资产管理（中国）有限公司签署合作框架协议，拟共同发起设立医药产业投资基金、医院产业投资基金和海南创业投资基金。为增强公司资源储备，公司参与投资长沙市昭阳资本管理有限公司、盐城海药烽康投资管理中心、上海杏泽兴禾投资管理中心，心医国际数字医疗系统（大连）有限公司；出资设立全资子公司海南海药投资有限公司，便于整合公司投资资源，加强对子公司及参股公司的投资和管理，充分发挥公司资源整合优势及各子公司的整体协同效应。

2016年，公司与泰州市姜堰区人民政府、银康（上海）健康发展有限公司共同签署了《战略合作协议》，三方共同整合泰州市姜堰区域医疗机构资源，以扩大集聚区医疗服务能力及规模；公司受让郴州市第一人民医院东院有限公司（以下简称“郴州东院”）51%股权，与郴州市第一人民医院合作共同建设公司首个医院投资项目；另外，公司通过竞买鄂州康禾医院管理有限公司（以下简称“鄂州医院管理公司”）取得三级乙等综合医院鄂钢医院100%股权。

公司于2015年设立了海药大健康管理（北京）有限公司，用于经营互联网医疗业务，截至2016年底，公司的联营企业亚德科技、金圣达均已开展互联网医疗相关业务。公司通过上述产业布局积累了行业经验和业务能力，将加快推进互联网医疗业务的发展。

公司所处医药及医疗行业处于快速发展和变革阶段，市场竞争日益激烈，机遇与挑战并存。随着新业务板块布局实施，公司资产和业务规模快速扩张，公司的管理跨度也增大，对管理层的管理与协调能力，以及公司在文化及资源融合方面、技术开发、市场开拓方面提出了更高的要求。同时，公司投资的新业务在未来能否产生预期收益也存在不确定性。

## 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、2016年审计报告及未经审计的2017年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。

2016年，公司财务报表合并范围新增8家子公司，另外减少2家子公司，如表1所示。截至2016年12月31日，公司有23家子公司纳入财务报表合并范围。

### 资产结构与质量

公司资产规模增长较快，流动资金充裕，但部分应收款项账期较长，存在一定回收风险

2016年公司完成非公开发行股票、2016年度第一期非公开定向债务融资工具和中期票据的发行，总资产规模迅速扩大，2016年末达到96.07亿元，同比增长96.78%。公司资产仍以流动资产为主，2016年末公司流动资产占比提高16.31个百分点至67.81%。

表 12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

| 项目    | 2017年3月    |        | 2016年      |        | 2015年      |        |
|-------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|
|       | 金额         | 占比     | 金额         | 占比     | 金额         | 占比     |
| 货币资金  | 327,030.96 | 31.45% | 314,377.88 | 32.72% | 122,212.11 | 25.03% |
| 应收票据  | 29,712.82  | 2.86%  | 28,634.84  | 2.98%  | 28,456.95  | 5.83%  |
| 应收账款  | 59,143.61  | 5.69%  | 50,274.12  | 5.23%  | 37,627.75  | 7.71%  |
| 其他应收款 | 59,404.02  | 5.71%  | 51,621.37  | 5.37%  | 12,683.66  | 2.60%  |
| 存货    | 39,880.42  | 3.84%  | 36,155.76  | 3.76%  | 35,802.13  | 7.33%  |

|                |                     |                |                   |                |                   |                |
|----------------|---------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
| 其他流动资产         | 150,080.09          | 14.43%         | 154,594.58        | 16.09%         | 9,823.18          | 2.01%          |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>684,106.81</b>   | <b>65.79%</b>  | <b>651,502.96</b> | <b>67.81%</b>  | <b>251,437.89</b> | <b>51.50%</b>  |
| 发放贷款及垫款        | -                   | -              | -                 | -              | 23,400.64         | 4.79%          |
| 可供出售金融资产       | 54,689.71           | 5.26%          | 51,278.25         | 5.34%          | 44,031.11         | 9.02%          |
| 长期股权投资         | 50,222.65           | 4.83%          | 24,804.96         | 2.58%          | 15,901.58         | 3.26%          |
| 固定资产           | 111,427.23          | 10.72%         | 101,505.64        | 10.57%         | 90,089.60         | 18.45%         |
| 在建工程           | 20,777.01           | 2.00%          | 19,646.21         | 2.04%          | 3,783.50          | 0.77%          |
| 无形资产           | 43,188.09           | 4.15%          | 43,612.67         | 4.54%          | 25,905.42         | 5.31%          |
| 商誉             | 29,204.56           | 2.81%          | 29,204.56         | 3.04%          | 3,070.02          | 0.63%          |
| 其他非流动资产        | 25,921.26           | 2.49%          | 20,168.48         | 2.10%          | 14,824.82         | 3.04%          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>355,672.62</b>   | <b>34.21%</b>  | <b>309,225.85</b> | <b>32.19%</b>  | <b>236,782.03</b> | <b>48.50%</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>1,039,779.43</b> | <b>100.00%</b> | <b>960,728.80</b> | <b>100.00%</b> | <b>488,219.92</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度，鹏元整理

公司流动资产仍由货币资金、应收票据、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产等构成。由于收到非公开发行股票等募集资金，2016年末公司货币资金余额增至31.44亿元，以银行存款为主；受到限制的货币资金包含15.02亿元到期日3个月以上且拟持有至到期的定期存款和781.76万元的票据保证金。2016年末，公司应收票据金额与上年基本持平，主要为银行承兑汇票，年末有868.20万元商业承兑汇票因出票人未履约而转为应收账款。2016年末公司应收账款同比增长33.61%，主要系新增合并企业鄂州医院管理公司、郴州东院等子公司及应收票据到期转应收账款所致，应收账款账龄0-1年的占比约67%，金额前五名合计占比49.64%，对象为华北制药河北华民药业有限责任公司、重庆医药集团药特分有限责任公司、重庆金赛医药有限公司、四川制药制剂有限公司和山东睿鹰先锋制药有限公司。公司部分应收账款集中度较高，且部分账款账期偏长，存在一定的坏账风险。2016年末公司其他应收款大幅增长，主要是因为子公司天地药业转让其持有的重庆市忠县同正小额贷款有限公司（以下简称“同正小贷”）30%股权，股权转让后同正小贷期末不再纳入合并财务报表范围，子公司天地药业原向同正小贷提供的借款转其他应收款；其他应收款账龄一年以内的占比82.77%；其他应收款含单位往来款3.82亿元、经销商往来款1.24亿元和少量的备用金、保证金及押金、其他款项，金额前五名合计占比67.94%，其中与同正小贷往来款账面余额2.84亿元，账龄在0-2年，计划于2017年6月30日前结清。公司存货规模相对稳定，主要为原材料和库存商品；其他流动资产增长较快，主要为利用非公开发行股票募集资金及自有资金购买的银行理财产品。

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和无形资产等。2016年，公司因转让小贷业务，至年末不再有发放贷款及垫款。公司可供出售金融资产主

要为可供出售权益工具且主要按成本计量，2016年末投资对象主要包括海南银行股份有限公司、常州平盛股权投资基金合伙企业（有限合伙）和上海联创永沂二期股权投资基金合伙企业（有限合伙）等单位，持股比例均在20%以内。公司长期股权投资包括对联营企业和合营企业的投资，投资对象包括中国抗体制药有限公司、重庆亚德科技股份有限公司和江西华邦药业有限公司等单位。公司固定资产主要为房屋及建筑物和机器设备，2016年有所增长，主要系天地药业和开元医药100吨头孢克洛粗品建设项目、单克隆抗体技改工程等项目完工转固及新增企业合并所致。2016年末公司在建工程大幅增长，主要系郴州东院一期工程、湖南廉桥中药材仓储物流交易中心等项目投建所致；无形资产增长主要系新增郴州东院等并表单位及子公司购买土地、内部研发转无形资产所致。2016年末公司商誉新增部分来自鄂州康禾医院管理有限公司、郴州市第一人民医院东院有限公司和湖南柳城中药饮片有限公司，经测试未发生商誉减值。公司其他非流动资产含技术转让费、长期资产购置款和预付投资款，2016年末增长部分来自子公司对外股权投资款，被投资方工商变更尚未完成，暂作其他非流动资产列示。

截至2016年末，公司固定资产受限部分账面价值3.35亿元，主要为利用房产和机器设备为借款提供抵押担保所致；无形资产受限部分账面价值8,494.61万元，主要为利用土地使用权为借款提供抵押担保所致。

### 资产运营效率

**随着资产规模的迅速扩大及收入的下降，公司整体资产运营效率降低**

2016年，随着公司并购和新设子公司带来合并范围的扩大，应收账款规模增长较快，存货和应付账款亦有所增长，而营业收入和营业成本同比有所下滑，导致应收账款周转天数、存货周转天数和应付账款周转天数均有不同程度的延长。综合来看，公司净营业周期有明显延长，另外，流动资产、固定资产和总资产周转天数受营业收入下滑拖累而增长。整体上，公司资产运营效率有明显降低。

**表 13 公司资产运营效率指标（单位：天）**

| 项目       | 2016年    | 2015年  |
|----------|----------|--------|
| 应收账款周转天数 | 104.86   | 64.42  |
| 存货周转天数   | 180.25   | 121.67 |
| 应付账款周转天数 | 132.72   | 84.27  |
| 净营业周期    | 152.39   | 101.82 |
| 流动资产周转天数 | 1,077.10 | 492.86 |
| 固定资产周转天数 | 228.55   | 165.52 |

|         |          |        |
|---------|----------|--------|
| 总资产周转天数 | 1,728.42 | 936.84 |
|---------|----------|--------|

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

## 盈利能力

### 2016年公司营业收入下滑，盈利能力有所下降，期间费用对盈利形成了较大侵蚀

2016年公司营业收入受肠胃康、原料药及中间体产销规模下滑影响出现回落；资产减值损失同比大幅提升，一方面，受合并范围变化和部分款项账期延长等因素影响，公司对应收账款和其他应收款的坏账准备计提增加，另一方面，因部分被投资对象经营业绩不理想，公司对长期股权投资计提了较多的减值准备；公司营业利润受营业收入下滑和资产减值损失增加等因素影响而规模下降；毛利率较高的其他产品产销规模扩大，带来综合毛利率的提升。

2016年公司期间费用率继续提升至39.38%，销售费用、管理费用和财务费用均有不同程度的增长。销售费用方面，公司加大了对终端市场的开拓和掌控，减少市场中间环节，增加销售费用投入；管理费用方面，增长主要来自技术开发费、无形资产摊销增加及购买鄂州医院管理公司支付产权交易手续费；财务费用因有息债务规模扩大而增长。近年来公司业务扩张较快，建设和投资项目较多，预计未来期间费用仍将维持较高水平。

2016年公司营业外收入增长较快，增长部分主要来自政府补助，2016年公司收到政府补助合计3,870.39万元，包含公司和子公司所在地政府给予的工业发展专项资金、研发补贴和其他补贴资金。政府补助对公司盈利水平有一定的补充。

整体来看，公司盈利能力有所削弱，需关注较高的期间费用对盈利的侵蚀。

**表 14 公司主要盈利指标（单位：万元）**

| 项目     | 2016年      | 2015年      |
|--------|------------|------------|
| 营业收入   | 150,895.35 | 164,382.26 |
| 资产减值损失 | 6,364.41   | 1,146.12   |
| 营业利润   | 15,887.21  | 22,184.32  |
| 营业外收入  | 3,962.74   | 1,709.77   |
| 利润总额   | 19,559.40  | 23,753.12  |
| 净利润    | 15,933.36  | 19,769.25  |
| 综合毛利率  | 52.38%     | 42.41%     |
| 期间费用率  | 39.38%     | 30.87%     |
| 营业利润率  | 10.53%     | 13.50%     |
| 总资产回报率 | 4.36%      | 8.14%      |
| 净资产收益率 | 3.90%      | 9.27%      |

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

## 现金流

**受往来资金规模变动影响，公司经营活动现金流表现不佳；另外投资活动现金流出较多，对外部融资依赖性增强**

2016年，由于合并范围变化较大，公司经营性应收项目大于经营性应付项目的增长幅度，带来营运资本规模快速增长。公司2016年往来资金规模增长较快，其他应收款增长规模大于其他应付款，经营活动现金流因而表现不佳，由2015年的净流入转为净流出。

投资活动方面，公司出于战略考虑，对医疗产业链各环节的其他单位权益投资活动较为频繁，2016年购买较多理财产品，投资活动现金持续净流出且流出规模有明显增长。

筹资活动方面，公司为应对投资活动等方面的资金压力，融资需求较为强烈，通过非公开发行股票、发行定向融资工具和中期票据等途径进行筹资活动，导致筹资活动现金流大幅净流入。截至2016年末，公司主要在建项目计划总投资合计38.70亿元，已投资4.59亿元，尚需投入资金合计约34.11亿元。

**表 15 公司现金流情况（单位：万元）**

| 项目                   | 2016年              | 2015年             |
|----------------------|--------------------|-------------------|
| 净利润                  | 15,933.36          | 19,769.25         |
| 营运资本变化               | -42,618.12         | -19,956.94        |
| 其中：存货减少（减：增加）        | -7.43              | -7,737.37         |
| 经营性应收项目的减少（减：增加）     | -60,230.80         | -20,782.14        |
| 经营性应付项目的增加（减：减少）     | 17,620.11          | 8,562.57          |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b> | <b>-1,772.90</b>   | <b>14,160.00</b>  |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b> | <b>-372,240.40</b> | <b>-65,392.54</b> |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b> | <b>422,449.09</b>  | <b>85,310.79</b>  |
| 现金及现金等价物净增加额         | 48,909.94          | 34,507.81         |

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

**公司所有者权益继续快速增长，资产负债率有所降低；有息债务规模增长较快，偿债压力加大**

公司在利用权益工具与债务工具继续扩张的同时，负债总额与所有者权益均快速增长，2016年末分别为39.77亿元和56.30亿元，因所有者权益增幅更大，2016年末公司负债与所有者权益比率降至70.64%。

**表 16 公司资本结构情况（单位：万元）**

| 指标名称       | 2017年3月    | 2016年      | 2015年      |
|------------|------------|------------|------------|
| 负债总额       | 460,783.33 | 397,717.14 | 234,559.52 |
| 所有者权益      | 578,996.10 | 563,011.66 | 253,660.40 |
| 负债与所有者权益比率 | 79.58%     | 70.64%     | 92.47%     |

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季报，鹏元整理

债务结构方面，公司债务仍以流动负债为主，流动负债占比有所提高，2016年末为72.20%。公司流动负债主要由短期借款、应付款项、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。2016年末，公司短期借款较上年增加较多，系银行贷款增加所致；应付票据明显减少，全部为银行承兑汇票；应付账款为未支付的货款和工程款；其他应付款包括往来款、保证金、预提销售费用和其他；一年内到期的非流动负债含一年内到期的长期借款、应付债券（本期债券）、长期应付款和其他非流动负债；其他流动负债为2016年1月发行的一年期非公开定向债务融资工具（16海药PPN001），发行总额5亿元，票面利率5.50%，债券期限365天。2017年3月，公司完成了2017年度第一期超短期融资券（17海药SCP001）的发行，发行总额5亿元，票面利率5.28%，将于2017年9月18日到期，其他非流动负债相应增至9.90亿元。

表 17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

| 项目             | 2017年3月           |                | 2016年             |                | 2015年             |                |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
|                | 金额                | 占比             | 金额                | 占比             | 金额                | 占比             |
| 短期借款           | 146,800.00        | 31.86%         | 113,500.00        | 28.54%         | 34,030.00         | 14.51%         |
| 应付票据           | 585.69            | 0.13%          | 781.76            | 0.20%          | 5,276.12          | 2.25%          |
| 应付账款           | 27,724.42         | 6.02%          | 28,579.21         | 7.19%          | 24,404.06         | 10.40%         |
| 其他应付款          | 10,554.63         | 2.29%          | 17,298.74         | 4.35%          | 8,652.00          | 3.69%          |
| 一年内到期的非流动负债    | 59,619.99         | 12.94%         | 57,755.62         | 14.52%         | 6,245.00          | 2.66%          |
| 其他流动负债         | 99,900.17         | 21.68%         | 50,000.00         | 12.57%         | 49,987.50         | 21.31%         |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>361,261.61</b> | <b>78.40%</b>  | <b>287,143.94</b> | <b>72.20%</b>  | <b>144,882.85</b> | <b>61.77%</b>  |
| 长期借款           | 29,900.00         | 6.49%          | 31,600.00         | 7.95%          | 26,300.00         | 11.21%         |
| 应付债券           | 0.00              | 0.00%          | 0.00              | 0.00%          | 48,960.07         | 20.87%         |
| 长期应付款          | 2,415.21          | 0.52%          | 2,415.21          | 0.61%          | 0.00              | 0.00%          |
| 其他非流动负债        | 61,532.51         | 13.35%         | 70,444.81         | 17.71%         | 12,530.00         | 5.34%          |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>99,521.73</b>  | <b>21.60%</b>  | <b>110,573.21</b> | <b>27.80%</b>  | <b>89,676.67</b>  | <b>38.23%</b>  |
| <b>负债合计</b>    | <b>460,783.33</b> | <b>100.00%</b> | <b>397,717.14</b> | <b>100.00%</b> | <b>234,559.52</b> | <b>100.00%</b> |
| <b>其中：有息债务</b> | <b>400,753.57</b> | <b>86.97%</b>  | <b>326,497.40</b> | <b>82.09%</b>  | <b>183,328.69</b> | <b>78.16%</b>  |

注：有息债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款+其他非流动负债。

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季报，鹏元整理

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券和其他非流动负债。2016年末，随着银

行贷款规模的增长，长期借款余额增加至3.16亿元，含抵押借款1.09亿元和保证借款2.07亿元。本期债券由应付债券结转为一年内到期的应付债券，将于2017年6月14日到期。2016年末公司其他非流动负债含2016年9月1日发行的2016年度第一期中期票据（16海药MTN001，发行总额5亿元，票面利率4.30%，期限3年）、中国农发重点建设基金有限公司对子公司天地药业的股权投资款9,300万元（持股比例14.75%，不参与经营也不享有表决权，投资期限13年，年化收益1.2%）、国开发展基金有限公司和海南交控汇金股权投资有限公司对公司的股权投资款合计7,430万元（投资期限至2025年12月20日，年化收益1.2%，不参与公司利润分配与经营）以及远东国际租赁有限公司贷款3,848.29万元。

2016年以来，公司对各融资渠道的利用更加频繁，有息债务规模迅速扩大，2016年末有息债务为32.65亿元，占负债总额的82.09%。2017年3月末，有息债务规模进一步扩大至40.08亿元，占负债总额的86.97%；其中短期有息债务30.69亿元，长期有息债务9.38亿元。

2016年末，公司资产负债率降低至41.40%，流动资产的增幅超过流动负债，带来流动比率和速动比率的提升。2016年，公司税息折旧及摊销前利润（EBITDA）变化不大，而利息支出规模增加，导致EBITDA利息保障倍数有所降低，EBITDA对有息债务保障程度下降。

**表 18 公司偿债能力指标**

| 指标名称          | 2017年3月 | 2016年     | 2015年     |
|---------------|---------|-----------|-----------|
| 资产负债率         | 44.32%  | 41.40%    | 48.04%    |
| 流动比率          | 1.89    | 2.27      | 1.74      |
| 速动比率          | 1.78    | 2.14      | 1.49      |
| EBITDA（万元）    | -       | 40,188.40 | 40,404.40 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -       | 2.49      | 2.87      |
| 有息债务/EBITDA   | -       | 8.12      | 4.54      |

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度，鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

**2016年天地药业盈利能力下滑，但经营活动现金流好转，其股权质押担保仍可为本期债券本息的偿付提供一定的支撑**

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。

天地药业主营业务为原料药、中间体及制剂的生产，原子公司同正小额贷款主营小额贷款业务。2016年天地药业转让持有的同正小额贷款部分股权，同正小额贷款不再纳入其合并报表。受此影响，天地药业2016年营业收入和利润水平出现了明显下滑。

根据公司提供的天地药业2016年审计报告，2016年末天地药业总资产23.69亿元，所有者权益合计12.30亿元，资产负债率为48.09%，所有者权益是本期债券剩余本金的2.50倍。2016年天地药业实现营业收入6.32亿元，同比减少27.06%，实现净利润2,810.22万元，同比减少74.85%。2016年度，天地药业经营活动现金流净额为5.12亿元，较上年有明显好转。

2016年，天地药业所有者权益略有减少，资产负债率上升，营业收入和净利润同比均有大幅减少，但经营活动现金流表现较好，其股权质押担保仍可为本期债券本息的偿付提供一定的支撑。

**表 19 天地药业主要财务指标表**

| 项目            | 2016年      | 2015年      |
|---------------|------------|------------|
| 总资产（万元）       | 236,883.09 | 180,927.22 |
| 所有者权益合计（万元）   | 122,969.23 | 126,283.21 |
| 资产负债率         | 48.09%     | 30.20%     |
| 流动比率          | 1.62       | 2.09       |
| 营业收入（万元）      | 63,179.73  | 86,615.84  |
| 净利润（万元）       | 2,810.22   | 11,171.67  |
| 综合毛利率         | 15.40%     | 18.18%     |
| 经营活动现金流净额（万元） | 51,197.36  | -23,721.24 |

资料来源：天地药业 2016 年审计报告

## 七、或有事项分析

截至2016年底，除公司内担保以外，公司本部及子公司作为担保方对外担保余额合计16,361.11万元。其中，对江西华邦药业有限公司担保金额合计1,861.11万元，于2017-2018年间到期；对重庆亚德科技股份有限公司担保金额合计14,500.00万元，全部于2017年到期。担保对象均为参股公司，存在一定的或有负债风险。

**表 20 截至 2016 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     | 担保到期日      | 是否有反担保 |
|--------------|----------|------------|--------|
| 江西华邦药业有限公司   | 1,161.11 | 2018/7/15  | 否      |
|              | 470.00   | 2017/8/10  | 否      |
|              | 230.00   | 2017/11/15 | 否      |
| 重庆亚德科技股份有限公司 | 5,000.00 | 2017/8/3   | 否      |
|              | 4,500.00 | 2017/4/26  | 否      |
|              | 3,000.00 | 2017/11/25 | 否      |

|           |                  |           |   |
|-----------|------------------|-----------|---|
|           | 2,000.00         | 2017/6/27 | 否 |
| <b>合计</b> | <b>16,361.11</b> | -         | - |

资料来源：公司提供

## 八、评级结论

2016年公司非公开发行股票30亿元，资本实力显著增强；公司医疗产业链趋于完善；公司流动资金充裕，资产状况较好；子公司股权质押担保仍可为本期债券本息的偿付提供一定支撑。

我们也关注到，抗生素药物政策监管压力较大且市场竞争激烈，主要产品价格均在低位运行；公司在建项目投资规模较大，能否如期完工或者达成预期收益存在不确定性；公司近年对联营企业和合营企业的投资收益均为负值，产业链扩张管理及收益存在不确定性；2016年营业收入下滑、期间费用率较高且经营活动现金流表现不佳；公司有息债务规模增长较快。

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             | 2017年3月             | 2016年             | 2015年             | 2014年             |
|----------------|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>流动资产：</b>   |                     |                   |                   |                   |
| 货币资金           | 327,030.96          | 314,377.88        | 122,212.11        | 95,374.59         |
| 交易性金融资产        | 5,077.30            | 5,036.62          | 0.00              | 0.00              |
| 应收票据           | 29,712.82           | 28,634.84         | 28,456.95         | 21,506.77         |
| 应收账款           | 59,143.61           | 50,274.12         | 37,627.75         | 21,200.77         |
| 预付款项           | 12,762.96           | 10,336.65         | 3,857.07          | 5,935.47          |
| 应收利息           | 1,014.63            | 471.13            | 975.05            | 565.18            |
| 其他应收款          | 59,404.02           | 51,621.37         | 12,683.66         | 24,478.70         |
| 存货             | 39,880.42           | 36,155.76         | 35,802.13         | 28,194.94         |
| 其他流动资产         | 150,080.09          | 154,594.58        | 9,823.18          | 1,398.67          |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>684,106.81</b>   | <b>651,502.96</b> | <b>251,437.89</b> | <b>198,655.10</b> |
| <b>非流动资产：</b>  |                     |                   |                   |                   |
| 发放贷款及垫款        | 0.00                | 0.00              | 23,400.64         | 25,461.10         |
| 可供出售金融资产       | 54,689.71           | 51,278.25         | 44,031.11         | 3,526.37          |
| 长期股权投资         | 50,222.65           | 24,804.96         | 15,901.58         | 8,434.51          |
| 固定资产           | 111,427.23          | 101,505.64        | 90,089.60         | 61,072.03         |
| 在建工程           | 20,777.01           | 19,646.21         | 3,783.50          | 21,767.46         |
| 工程物资           | 307.13              | 340.34            | 174.94            | 375.77            |
| 固定资产清理         | 1.75                | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| 无形资产           | 43,188.09           | 43,612.67         | 25,905.42         | 22,495.79         |
| 开发支出           | 16,344.23           | 15,587.73         | 13,284.44         | 15,051.41         |
| 商誉             | 29,204.56           | 29,204.56         | 3,070.02          | 3,070.02          |
| 长期待摊费用         | 983.63              | 852.61            | 289.76            | 215.74            |
| 递延所得税资产        | 2,605.37            | 2,224.39          | 2,026.21          | 1,675.84          |
| 其他非流动资产        | 25,921.26           | 20,168.48         | 14,824.82         | 5,536.17          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>355,672.62</b>   | <b>309,225.85</b> | <b>236,782.03</b> | <b>168,682.20</b> |
| <b>资产总计</b>    | <b>1,039,779.43</b> | <b>960,728.80</b> | <b>488,219.92</b> | <b>367,337.29</b> |
| <b>流动负债：</b>   |                     |                   |                   |                   |
| 短期借款           | 146,800.00          | 113,500.00        | 34,030.00         | 23,530.00         |
| 应付票据           | 585.69              | 781.76            | 5,276.12          | 3,931.59          |
| 应付账款           | 27,724.42           | 28,579.21         | 24,404.06         | 19,922.15         |
| 预收款项           | 1,494.27            | 3,011.15          | 1,862.20          | 2,031.49          |
| 应付职工薪酬         | 651.88              | 656.68            | 489.72            | 610.82            |
| 应交税费           | 9,312.39            | 10,193.28         | 8,744.00          | 6,814.36          |

|                   |                     |                   |                   |                   |
|-------------------|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 应付利息              | 4,220.64            | 4,969.98          | 4,794.72          | 4,910.69          |
| 应付股利              | 397.52              | 397.52            | 397.52            | 397.52            |
| 其他应付款             | 10,554.63           | 17,298.74         | 8,652.00          | 6,817.52          |
| 一年内到期的非流动负债       | 59,619.99           | 57,755.62         | 6,245.00          | 5,680.00          |
| 其他流动负债            | 99,900.17           | 50,000.00         | 49,987.50         | 49,967.78         |
| <b>流动负债合计</b>     | <b>361,261.61</b>   | <b>287,143.94</b> | <b>144,882.85</b> | <b>124,613.92</b> |
| <b>非流动负债：</b>     |                     |                   |                   |                   |
| 长期借款              | 29,900.00           | 31,600.00         | 26,300.00         | 18,100.00         |
| 应付债券              | 0.00                | 0.00              | 48,960.07         | 49,679.70         |
| 长期应付款             | 2,415.21            | 2,415.21          | 0.00              | 0.00              |
| 递延所得税负债           | 28.51               | 16.56             | 6.99              | 6.65              |
| 递延收益-非流动负债        | 5,645.49            | 6,096.62          | 1,879.61          | 2,088.09          |
| 其他非流动负债           | 61,532.51           | 70,444.81         | 12,530.00         | 0.00              |
| <b>非流动负债合计</b>    | <b>99,521.73</b>    | <b>110,573.21</b> | <b>89,676.67</b>  | <b>69,874.45</b>  |
| <b>负债合计</b>       | <b>460,783.33</b>   | <b>397,717.14</b> | <b>234,559.52</b> | <b>194,488.36</b> |
| <b>所有者权益：</b>     |                     |                   |                   |                   |
| 股本                | 133,597.93          | 133,597.93        | 54,534.04         | 49,518.99         |
| 资本公积              | 331,922.98          | 331,922.98        | 114,106.98        | 70,270.79         |
| 其它综合收益            | 213.20              | 211.77            | 90.31             | 24.20             |
| 盈余公积              | 5,137.89            | 5,137.89          | 2,630.42          | 2,630.42          |
| 未分配利润             | 78,613.65           | 71,999.33         | 58,043.91         | 40,152.80         |
| 归属于母公司所有者权益合计     | 549,485.65          | 542,869.89        | 229,405.66        | 162,597.20        |
| 少数股东权益            | 29,510.45           | 20,141.77         | 24,254.74         | 10,251.73         |
| <b>所有者权益合计</b>    | <b>578,996.10</b>   | <b>563,011.66</b> | <b>253,660.40</b> | <b>172,848.93</b> |
| <b>负债和所有者权益总计</b> | <b>1,039,779.43</b> | <b>960,728.80</b> | <b>488,219.92</b> | <b>367,337.29</b> |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度报

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

| 项目                   | 2017年3月          | 2016年             | 2015年             | 2014年             |
|----------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>一、营业总收入</b>       | <b>40,654.78</b> | <b>154,398.04</b> | <b>167,827.93</b> | <b>138,474.74</b> |
| 其中：营业收入              | 40,654.78        | 150,895.35        | 164,382.26        | 134,321.61        |
| 利息收入                 | 0.00             | 3,502.69          | 3,444.47          | 4,145.33          |
| 手续费及佣金收入             | 0.00             | 0.00              | 1.20              | 7.80              |
| <b>二、营业总成本</b>       | <b>33,766.20</b> | <b>139,923.21</b> | <b>148,014.78</b> | <b>121,331.81</b> |
| 其中：营业成本              | 18,949.71        | 71,856.89         | 94,675.20         | 79,198.61         |
| 手续费及佣金支出             | 0.00             | 0.00              | 0.25              | 0.36              |
| 税金及附加                | 440.08           | 2,272.42          | 1,449.28          | 1,388.93          |
| 销售费用                 | 7,066.24         | 32,934.54         | 28,220.48         | 19,542.32         |
| 管理费用                 | 4,340.91         | 17,201.48         | 13,599.20         | 11,976.72         |
| 财务费用                 | 2,828.10         | 9,293.47          | 8,924.25          | 7,482.58          |
| 资产减值损失               | 141.16           | 6,364.41          | 1,146.12          | 1,742.30          |
| 加：公允价值变动收益           | 40.68            | 36.62             | 0.00              | 0.00              |
| 投资收益                 | 412.04           | 1,375.76          | 2,371.17          | 644.70            |
| 其中：对联营企业和合营企业的投资收益   | -660.56          | -1,439.48         | -1,838.18         | -1,609.92         |
| <b>三、营业利润</b>        | <b>7,341.31</b>  | <b>15,887.21</b>  | <b>22,184.32</b>  | <b>17,787.62</b>  |
| 加：营业外收入              | 305.60           | 3,962.74          | 1,709.77          | 3,503.17          |
| 其中：非流动资产处置利得         | 0.00             | 6.26              | 13.11             | 202.60            |
| 减：营业外支出              | 198.88           | 290.55            | 140.97            | 667.30            |
| 其中：非流动资产处置损失         | 5.52             | 27.75             | 105.21            | 37.69             |
| <b>四、利润总额</b>        | <b>7,448.03</b>  | <b>19,559.40</b>  | <b>23,753.12</b>  | <b>20,623.49</b>  |
| 减：所得税                | 1,073.32         | 3,626.05          | 3,983.87          | 3,562.23          |
| <b>五、净利润</b>         | <b>6,374.71</b>  | <b>15,933.36</b>  | <b>19,769.25</b>  | <b>17,061.26</b>  |
| 少数股东损益               | -239.61          | -529.54           | 242.12            | 782.82            |
| 归属于母公司所有者的净利润        | 6,614.32         | 16,462.90         | 19,527.13         | 16,278.44         |
| <b>六、其他综合收益的税后净额</b> | <b>-1.77</b>     | <b>164.63</b>     | <b>75.41</b>      | <b>17.00</b>      |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度

**附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）**

| 项目                        | 2017年1-3月         | 2016年              | 2015年             | 2014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            | 23,074.95         | 114,975.98         | 119,473.98        | 96,502.73         |
| 收取利息、手续费及佣金的现金            | 0.00              | 1,910.48           | 1,913.28          | 4,091.11          |
| 收回贷款收到的现金                 | 0.00              | 0.00               | 0.00              | 22,503.00         |
| 收到的税费返还                   | 5.36              | 182.79             | 334.50            | 253.73            |
| 收到其他与经营活动有关的现金            | 11,340.96         | 81,622.00          | 22,039.11         | 26,370.62         |
| <b>经营活动现金流入小计</b>         | <b>34,421.27</b>  | <b>198,691.25</b>  | <b>143,760.86</b> | <b>149,721.19</b> |
| 购买商品、接受劳务支付的现金            | 9,252.85          | 37,951.40          | 58,476.75         | 43,409.10         |
| 客户贷款及垫款净增加额               | 0.00              | 14,855.00          | -2,057.77         | 6,997.00          |
| 支付利息、手续费及佣金的现金            | 0.00              | 0.00               | 0.25              | 0.36              |
| 支付给职工以及为职工支付的现金           | 5,344.80          | 12,915.39          | 12,099.58         | 10,184.42         |
| 支付的各项税费                   | 6,145.72          | 17,804.86          | 14,201.01         | 12,618.02         |
| 支付其他与经营活动有关的现金            | 20,389.13         | 116,937.49         | 46,881.04         | 52,510.97         |
| <b>经营活动现金流出小计</b>         | <b>41,132.51</b>  | <b>200,464.14</b>  | <b>129,600.86</b> | <b>125,719.87</b> |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b>      | <b>-6,711.23</b>  | <b>-1,772.90</b>   | <b>14,160.00</b>  | <b>1,498.32</b>   |
| <b>二、投资活动产生的现金流量：</b>     |                   |                    |                   |                   |
| 收回投资收到的现金                 | 47,561.37         | 334,790.00         | 149,831.25        | 103,200.00        |
| 取得投资收益收到的现金               | 300.83            | 2,759.68           | 3,427.73          | 4,505.94          |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 | 0.99              | 10.74              | 77.90             | 365.73            |
| 处置子公司及其他营业单位收到的现金净额       | 15.00             | 3,760.55           | 0.00              | 0.00              |
| 收到其他与投资活动有关的现金            | 15,367.76         | 10,925.36          | 15,804.31         | 6,965.84          |
| <b>投资活动现金流入小计</b>         | <b>63,245.95</b>  | <b>352,246.33</b>  | <b>169,141.18</b> | <b>115,037.51</b> |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金   | 26,435.59         | 17,508.08          | 16,926.63         | 22,598.96         |
| 投资支付的现金                   | 75,779.00         | 506,022.33         | 213,386.25        | 61,228.00         |
| 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额       | 0.00              | 38,726.91          | 0.00              | 0.00              |
| 支付其他与投资活动有关的现金            | 17,679.50         | 162,229.41         | 4,220.84          | 7,575.70          |
| <b>投资活动现金流出小计</b>         | <b>119,894.09</b> | <b>724,486.73</b>  | <b>234,533.72</b> | <b>91,402.66</b>  |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b>      | <b>-56,648.14</b> | <b>-372,240.40</b> | <b>-65,392.54</b> | <b>23,634.84</b>  |
| <b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>     |                   |                    |                   |                   |
| 吸收投资收到的现金                 | 311.50            | 296,964.94         | 62,240.06         | 0.00              |
| 其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金       | 0.00              | 165.00             | 14,500.00         | 0.00              |

|                       |                   |                   |                   |                   |
|-----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 取得借款收到的现金             | 60,600.00         | 202,985.00        | 73,030.00         | 86,530.00         |
| 收到其他与筹资活动有关的现金        | 99,887.50         | 123,520.07        | 67,760.10         | 52,309.54         |
| <b>筹资活动现金流入小计</b>     | <b>160,799.00</b> | <b>623,470.01</b> | <b>203,030.16</b> | <b>138,839.54</b> |
| 偿还债务支付的现金             | 26,000.00         | 128,460.00        | 53,765.00         | 79,120.00         |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金     | 4,672.54          | 11,629.74         | 13,111.75         | 11,805.49         |
| 其中：子公司支付给少数股东的股利、利润   | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 780.00            |
| 支付其他与筹资活动有关的现金        | 51,080.27         | 60,931.19         | 50,842.62         | 50,000.00         |
| <b>筹资活动现金流出小计</b>     | <b>81,752.80</b>  | <b>201,020.92</b> | <b>117,719.37</b> | <b>140,925.49</b> |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b>  | <b>79,046.20</b>  | <b>422,449.09</b> | <b>85,310.79</b>  | <b>-2,085.95</b>  |
| <b>四、汇率变动对现金的影响</b>   | <b>24.41</b>      | <b>474.15</b>     | <b>429.56</b>     | <b>21.13</b>      |
| <b>五、现金及现金等价物净增加额</b> | <b>15,711.23</b>  | <b>48,909.94</b>  | <b>34,507.81</b>  | <b>23,068.34</b>  |
| 加：期初现金及现金等价物余额        | 163,435.86        | 114,525.92        | 80,018.11         | 56,949.77         |
| <b>六、期末现金及现金等价物余额</b> | <b>179,147.10</b> | <b>163,435.86</b> | <b>114,525.92</b> | <b>80,018.11</b>  |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度报

### 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

| 项目                      | 2016年      | 2015年      | 2014年      |
|-------------------------|------------|------------|------------|
| 净利润                     | 15,933.36  | 19,769.25  | 17,061.26  |
| 加：资产减值准备                | 6,364.41   | 1,146.12   | 1,742.30   |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 | 6,872.58   | 4,559.35   | 3,789.12   |
| 无形资产摊销                  | 1,540.98   | 955.29     | 881.70     |
| 长期待摊费用摊销                | 184.82     | 63.37      | 32.89      |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失   | 21.48      | 92.10      | -202.60    |
| 固定资产报废损失                | 0.00       | 0.00       | 37.69      |
| 公允价值变动损失                | -36.62     | 0.00       | 0.00       |
| 财务费用                    | 12,030.62  | 10,253.00  | 9,072.38   |
| 投资损失                    | -1,375.76  | -2,371.17  | -644.70    |
| 递延所得税资产减少               | -699.81    | -350.37    | -46.02     |
| 递延所得税负债增加               | 9.15       | 0.00       | -337.70    |
| 存货的减少                   | -7.43      | -7,737.37  | 2,337.85   |
| 经营性应收项目的减少              | -60,230.80 | -20,782.14 | -26,551.02 |
| 经营性应付项目的增加              | 17,620.11  | 8,562.57   | -5,674.83  |
| 经营活动产生的现金流量净额           | -1,772.90  | 14,160.00  | 1,498.32   |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

| 项目           | 2017年3月 | 2016年     | 2015年     | 2014年     |
|--------------|---------|-----------|-----------|-----------|
| 应收账款周转天数     | -       | 104.86    | 64.42     | 54.46     |
| 存货周转天数       | -       | 180.25    | 121.67    | 132.82    |
| 应付账款周转天数     | -       | 132.72    | 84.27     | 97.70     |
| 净营业周期(天)     | -       | 152.39    | 101.82    | 89.58     |
| 流动资产周转天数     | -       | 1,077.10  | 492.86    | 489.33    |
| 固定资产周转天数     | -       | 228.55    | 165.52    | 147.00    |
| 总资产周转天数      | -       | 1,728.42  | 936.84    | 957.52    |
| 资产负债率        | 44.32%  | 41.40%    | 48.04%    | 52.95%    |
| 流动比率         | 1.89    | 2.27      | 1.74      | 1.59      |
| 速动比率         | 1.78    | 2.14      | 1.49      | 1.37      |
| 综合毛利率        | 53.39%  | 52.38%    | 42.41%    | 41.04%    |
| 期间费用率        | 35.01%  | 39.38%    | 30.87%    | 29.04%    |
| 营业利润率        | 18.06%  | 10.53%    | 13.50%    | 13.24%    |
| 总资产回报率       | -       | 4.36%     | 8.14%     | 8.67%     |
| 净资产收益率       | -       | 3.90%     | 9.27%     | 10.28%    |
| 负债与所有者权益比率   | 79.58%  | 70.64%    | 92.47%    | 112.52%   |
| EBITDA(万元)   | -       | 40,188.40 | 40,404.40 | 35,667.05 |
| EBITDA利息保障倍数 | -       | 2.49      | 2.87      | 3.34      |
| 有息债务/EBITDA  | -       | 8.12      | 4.54      | 4.23      |

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季报，鹏元整理

## 附录五 截至2016年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

| 公司名称                       | 注册资本        | 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   |
| 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）   |
| 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   |
| 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                | 500.00      | 90.00%  | 技术推广服务，销售 II 类医疗器械  |

|                            |             |         |   |
|----------------------------|-------------|---------|---|
| 限责任公司                      |             |         |   |
| 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）   |
| 力声特美国股份有限公司                | 100 万美元     | 100.00% | 软件开发  |
| 郴州市第一人民医院东院有限公司            | 10,050      | 51.00%  | 医疗服务  |
| 海南海药投资有限公司                 | 10,000      | 100.00% | 实业投资、投资咨询   |
| 鄂州康禾医院管理有限公司               | 8,000       | 100.00% | 医院管理的技术咨询和服务  |
| 湖南柳城中药饮片有限公司               | 200         | 51.00%  | 中药饮片的生产   |
| 湖南养身堂贸易有限公司                | 1,000       | 60.00%  | 中药材、中药饮片、保健品销售  |
| 湖南海怀茯苓有限公司                 | 5,000       | 77.48%  | 茯苓品种中药材规模化种植、加工和销售  |
| 湖南海涟湘玉中药材产业发展有限公司          | 5,000       | 100.00% | 中药材种植、生产、加工、销售  |

资料来源：公司提供，鹏元整理

## 附录六 主要财务指标计算公式

|            |               |  |
|------------|---------------|--|
| 资产运营效率     | 固定资产周转天数      | $[(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] / \text{营业收入} * 360$                      |
|            | 应收账款周转天数      | $[(\text{期初应收账款账面价值} + \text{期末应收账款账面价值}) / 2] / \text{营业收入} * 360$                  |
|            | 存货周转天数        | $[(\text{期初存货账面价值} + \text{期末存货账面价值}) / 2] / \text{营业成本} * 360$                      |
|            | 应付账款周转天数      | $[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / \text{营业成本} * 360$                      |
|            | 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       | $[(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] / \text{营业收入} * 360$                          |
|            | 流动资产周转天数      | $[(\text{本年流动资产总额} + \text{上年流动资产总额}) / 2] / \text{营业收入} * 360$                      |
| 盈利能力       | 综合毛利率         | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} * 100\%$                                  |
|            | 营业利润率         | $\text{营业利润} / \text{营业收入} * 100\%$  |
|            | 净资产收益率        | $\text{净利润} / ((\text{本年股东权益} + \text{上年股东权益}) / 2) * 100\%$                         |
|            | 总资产回报率        | $(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) * 100\%$ |
|            | 期间费用率         | $(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} * 100\%$                    |
| 现金流        | 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  |
|            | 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 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$                              |
| 资本结构及财务安全性 | 资产负债率         | $\text{负债总额} / \text{资产总额} * 100\%$  |
|            | 流动比率          | $\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$  |
|            | 速动比率          | $(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$  |
|            | 长期有息债务        | 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 + 其他非流动负债  |
|            | 短期有息债务        | 短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的长期有息债务 + 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。 |