

海南海药股份有限公司

2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2016)011002】

评级对象: 海南海药股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(本次债券/债项)

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA(未安排增级)

评级时间: 2016 年 11 月 14 日

计划发行: 不超过 17 亿元(含 17 亿元)

本期发行: 基础发行规模 3 亿元,可超额配售不超过 14 亿元(含 14 亿元)

发行目的: 优化债务结构,补充流动资金

存续期限: 5(2+2+1)年

偿还方式: 每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一起支付

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 前三季度
金额单位:人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	1.61	1.34	2.15	1.74
刚性债务	12.37	11.37	11.70	19.06
所有者权益	12.03	11.87	16.57	46.19
经营性现金净流入量	0.04	-3.17	3.02	-5.06
合并数据及指标:				
总资产	34.72	36.73	48.82	89.39
总负债	18.82	19.45	23.46	32.41
刚性债务	14.27	15.09	17.08	25.79
所有者权益	15.90	17.28	25.37	56.98
营业收入	10.18	13.43	16.44	10.14
净利润	1.02	1.71	1.98	1.75
经营性现金净流入量	1.82	0.15	1.42	-4.88
EBITDA	2.50	3.57	4.04	—
资产负债率[%]	54.21	52.95	48.04	36.26
权益资本与刚性债务比率[%]	111.41	114.55	148.51	220.95
流动比率[%]	122.36	159.42	173.55	249.71
现金比率[%]	60.49	86.14	91.97	142.21
利息保障倍数[倍]	2.60	2.90	3.03	—
净资产收益率[%]	6.61	10.28	9.27	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	11.53	0.78	6.60	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-14.41	13.13	-23.88	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.14	3.34	3.52	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.24	0.25	—

注:根据海南海药经审计的 2013~2015 年及未经审计的 2016 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师

贾飞宇 jfy@shxsj.com
王婷亚 wty@shxsj.com
Tel:(021)63501349 Fax:(021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势/机遇:

- **产品竞争优势。**海南海药主要产品头孢西丁、肠胃康和紫杉醇在其细分市场领域均具有较强的竞争优势并保持了较强的盈利能力。
- **产业链优势。**海南海药已经形成了相对完整的头孢中间体-原料药-制剂产业链和紫杉醇产业链。公司产业链的延伸不仅能够提高竞争能力和盈利能力,还能够对自身的原料供应和产品质量起到保障作用。
- **研发能力较强。**海南海药有较强的技术研发能力,近年来推出的多个产品已实现了较好的销售业绩。
- **融资渠道畅通,资本结构优化。**除银行借款和发行债券外,2015 年及 2016 年海南海药多次通过定向增发募集资金,资本实力得到增强,资本结构进一步优化。

主要风险/关注:

- **投资风险。**2015 年以来海南海药拟进入互联网医疗领域,目前在推进中,同时公司对外股权投资规模大幅增加。若相关投资回报无法达到预期,可能会对公司偿债和盈利能力产生负面影响。
- **政策风险。**国家发改委不断出台各类药品降价政策,对海南海药药品的出厂价格调整造成一定的压力。另外不排除未来国家进一步出台更严厉限抗措施的可能。
- **产能释放压力大。**海南海药原料及中间体在

建、拟建产能规模较大，考虑到公司现有产能暂未充分利用，后续新增产能能否顺利消化存在一定的不确定性。

- **经营性现金流波动风险。**海南海药经营性现金回笼情况有所波动，对债务的保障稳定性不强。
- **刚性债务偿付压力大。**海南海药现有刚性债务规模较大，面临一定的偿债压力。
- **股权质押风险。**海南海药控股股东东南方正已将其持有的几乎全部公司股权办理了质押，需关注股权质押可能导致的公司实际控制人变更风险。
- **理财风险。**海南海药理财投资规模较大，截至 2016 年 9 月末非保本理财产品投资额为 4.30 亿元，关注相关理财后续收益及变现情况。
- **或有负债风险。**截至 2016 年 9 月末，海南海药共计为参股公司提供 1.74 亿元对外担保，存在一定或有负债风险。

➤ 未来展望

通过对海南海药及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很高，并给予本次债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《中国医药制造业信用评级方法》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

海南海药股份有限公司

2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

一、公司概况

该公司前身为海口市制药厂，成立于 1965 年。1992 年 8 月，经海南省股份制试点领导小组琼股办字[1992]10 号文批准，公司在原海口市制药厂基础上改组设立股份有限公司。1993 年 12 月经中国证券监督管理委员会证监发审字[1993]115 号文复审通过、深圳证券交易所深证所字[1994]第 002 号文审核批准，公司发行人民币普通股 2500 万股，并于 1994 年 5 月在深圳证券交易所上市流通，股票代码 000566，发行后的注册资本为 10000 万元。经过历年的分红送股、转增股本、增资配股等（股本变化过程如图表 1 所示），截至 2016 年 9 月末公司总股本增至 133597.93 万股，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”）持股 34.08%。

图表 1. 1994 年至 2016 年 9 月末公司股本变更过程（单位：万股）

时间	事件	期末总股数
1994 年 12 月	发行前老股东 10 股送 2.5 股、转增 2.5 股；发行后新股东 10 股转增 2 股	14250.00
1995 年 9 月	以 1994 年末总股本为基数配股 1079.47 万股	15329.47
1996 年 5 月	10 股转增 1 股	16862.42
1997 年 5 月	10 股转增 2 股	20234.90
2008 年 11 月	股权激励对象行权，增发 750 万股	20984.90
2009 年 5 月	股权激励对象行权，增发 150 万股	21134.90
2010 年 10 月	股权激励对象行权，增发 150 万股	21284.90
2011 年 8 月	定向增发 3474.60 万股	24759.50
2012 年 10 月	10 股转增 10 股	49518.99
2015 年 3 月	定向增发 5015.05 万股	54534.04
2016 年 5 月	10 股转增 10 股	109068.09

时间	事件	期末总股数
2016年9月	定向增发 24529.84 万股 ¹	133597.93

资料来源：海南海药

该公司是以药品研发、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、抗生素原料药和中间体等领域，主要产品包括头孢类抗生素制剂、紫杉醇注射液、枫蓼肠胃康、各种原料药和中间体等。截至 2015 年末，公司纳入合并范围的子公司 15 家，包括 3 家全资子公司和 12 家控股子公司。

二、债项概况

（一）本次债券概况

该公司申请公开发行不超过 17 亿元（含 17 亿元）的公司债券，本期债券为 5（2+2+1）年期，附第 2 年末和第 4 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期募集资金拟用于优化债务结构和补充流动资金。

图表 2. 拟发行的本次债券概况

债券名称：	海南海药股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
总发行规模：	不超过 17 亿元人民币（含 17 亿元）
本期发行规模：	基础发行规模 3 亿元，可超额配售不超过 14 亿元（含 14 亿元）
本次债券期限：	5（2+2+1）年期，附第 2 年末和第 4 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权
债券利率：	本次公司债券票面利率由发行人和主承销商通过市场询价协商确定，在债券存续期的前 3 年固定不变。如发行人行使上调票面利率选择权，未被回售部分债券存续期限后 2 年票面年利率为债券存续期限前 3 年票面年利率加上调基点，在债券存续期限后 2 年固定不变。如发行人未行使上调票面利率选择权，则未被回售部分债券在存续期限后 2 年票面利率仍维持原有票面利率不变。债券的利率将不超过国务院限定的利率水平。
定价方式：	按面值发行
偿还方式：	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

¹ 2016年7月，公司非公开发行股票方案获中国证监会《关于核准海南海药股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2016]1353号）批复，公司拟向深圳市南方同正投资有限公司等9名特定对象非公开发行不超过5.10亿股新股，募集资金不超过30.00亿元，该募集资金将用于远程医疗服务平台项目、海南海药生物医药产业园项目及湖南廉桥药都中药材仓储物流中心项目。

增级安排：无

资料来源：海南海药

截至本报告日，该公司发行债券本金余额为 15 亿元，为公司发行的 5 亿元公司债券、5 亿元非公开定向债务融资工具和 5 亿元中期票据。

图表 3. 公司已发行债券概况

债券简称	起息日	兑付日	发行金额	发行利率	兑付情况
12 海药债	2012.6.14	2017.6.14	5 亿元	5.2%	未兑付
16 海药 PPN001	2016.1.07	2017.1.07	5 亿元	5.5%	未兑付
16 海药 MTN001	2016.9.02	2019.9.02	5 亿元	4.3%	未兑付
15 海药 PPN001	2015.1.26	2016.1.26	5 亿元	7.3%	已兑付
14 海药 PPN001	2014.2.26	2015.2.26	5 亿元	8.35%	已兑付
13 海药 PPN001	2013.4.01	2014.4.01	5 亿元	6.05%	已兑付

资料来源：中国债券信息网

（二）本次债券募集资金用途

该公司拟将本次公司债券募集资金用于优化债务结构及补充流动资金。

三、宏观经济和政策环境

2016 年上半年，中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。美国经济经历复苏过程后正逐渐企稳，但外部环境波动性的增加导致其加息进程趋于谨慎。美国货币政策的转向对全球资本流动、汇率波动和证券市场的震动有所减弱。在量化宽松政策的刺激下，欧盟经济总体上保持温和复苏的态势，并且主权信用风险有所缓解。但是英国脱欧公投等事件的扰动增加了欧盟经济复苏过程中的不确定性。日本的宽松货币政策对经济的刺激效应有所下降，并且其经济的结构性问题短期内尚难解决。

2016 年上半年，国际石油价格保持低迷，石油输出国的经济处于疲软状态、国家风险上升，全球以石油为基础的行业风险上升。新兴经济体中，印度维持了中高速增长态势，俄罗斯在因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁、石油价格下跌等双重因素影响下，经济仍然处于衰退状态，但是程度有些微收敛；巴西的经济风险和国别风险仍然较高。

在复杂的国际经济背景下，美国回归常规货币政策的步伐近期偏于保守；在经济不确定性增加的情况下，欧元区为了促进经济增长、缓解

主权债务风险和银行业的结构性危机，将继续维持量化宽松的货币政策；日本将继续推行量化宽松和低利率货币政策，并有可能加大财政刺激的力度。新兴经济体将总体维持相对宽松的货币政策和积极的财政政策以刺激经济的增长。

2016 年上半年，中国对外开放水平继续提高，人民币国际使用不断扩大、国际地位继续增强，资本项目可兑换进程持续推进。“一带一路”战略及与欧美的信息技术协议谈判增强了贸易、资本和技术往来。中国的这些区域和全球性的战略推进，将进一步推动中国经济和金融深度融入世界经济体系，为中国和世界经济增长发展提供了良好的政策、制度基础和组织保证。在中国提高对外开放水平的同时，国内长江经济带、京津冀协同发展等区域和省市经济建设、自贸区建设等都与对外开放进行了衔接。

2016 年上半年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策。在财政政策上，财政部继续推动各省市和计划单列的地方政府债券发行，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，中国地方政府债务的风险总体上仍然可控；在积极的财政思路下，本年中国财政赤字率升至 3%。在货币政策上，在进一步降息、降准空间有限的背景下，中国央行适当增加了基础货币投放的力度，但是流动性注入实体经济的过程略显不畅，未来的经济政策力度可能更加偏向财政政策。

在复杂的国际环境、对外开放水平不断提高、积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策下，2016 年第二季度中国国内生产总值同比增速为 6.7%，与第一季度持平，说明经济下行压力虽然存在但近期有一定程度的缓和。从行业来看，以钢铁、水泥、有色金属、煤炭等为代表的产能过剩行业和以石油为基础的化工行业的风险仍然较高，信用风险和违约事件有所扩散，但总体依然可控。

中国经济本年仍将保持一定的下行压力，在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下，中国债券市场的信用风险和违约事件将呈现增加态势；在中国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下，证券市场的波动对金融系统和实体经济的冲击会有所提高，但不至于引发系统性风险。

从中长期看，随着中国对外开放的不断提高，在中国供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大的条件下，中国经济仍将保持中高速增长；在国际经济、金融

形势尚未完全稳定的外部环境下，在中国国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中，中国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险，以及证券市场波动对金融、经济的冲击性风险。

四、公司所处行业及区域经济环境

国内医药行业的刚性需求、城镇化进程和消费升级继续推动制药行业持续稳定的发展，近年来我国医药制造业销售收入及利润总体均呈持续增长趋势。现阶段我国医疗/医药大产业链领域政策调整力度较大，新医改政策的实施在一定程度上影响了相关医药企业的盈利，但有利于医药行业的规范及长远发展。

医药行业是按国际标准划分的 15 个国际化产业之一，是国民经济的重要组成部分，与人民群众生命健康和生活质量等切身利益密切相关。医药行业需求具有刚性，抵御经济周期性风险能力较强。随着我国经济的发展，国民收入水平及其医疗支付能力持续提升，同时在我国医疗保险制度改革全面推进、城镇化水平不断提高及人口老龄化加快等因素影响下，医疗服务及药品的市场需求快速增长。目前我国是全球医药行业增长速度最快的地区之一，2005~2015 年我国医药制造业销售收入增长了 6.35 倍。其中 2015 年我国医药制造业实现营业收入和利润总额分别为 2.55 万亿元和 0.26 万亿元，同比分别增长 9.10% 和 12.90%，虽然受国内外需求不振，以及医保控费、药品价格调整等不确定因素影响，行业增速回落，但总体仍保持在较高水平。

图表 4. 我国医药制造行业收入和利润增长情况（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局、Wind 资讯

图表 5. 医疗制造业营业收入增速与应收账款增速 (单位: %)



数据来源: Wind 资讯

随着医疗体制改革的进一步深化,人口城镇化率和人民生活水平的提高,人口寿命的延长以及老龄化趋势的增强,我国医药行业有着继续稳步增长的空间。但近年来国内医改工作不断纵深推进,医药行业的相关政策进入密集出台与加紧落实阶段。医疗体系改革、基本药物目录扩容、药品价格调整、新版 GMP 实施、行业竞争加剧等因素加大了医药企业经营的压力。从近几年医药制造业整体营业收入增速与应收账款增速之间的差额变成负值可以推断,行业竞争较前几年更为激烈。

图表 6. 2013 年以来医药行业主要的行业政策

发布时间	政策名称
2013 年 2 月 19 日	卫生部发布《药品经营质量管理规范》
2013 年 2 月 20 日	国务院办公厅发布《国务院办公厅关于巩固完善基本药物制度和基层运行新机制的意见》
2013 年 3 月 15 日	卫生部发布《国家基本药物目录(2012 年版)》
2014 年 4 月 12 日	卫计委《关于印发做好常用低价药品供应保障工作意见的通知》
2014 年 5 月 12 日	国家发展改革委发布《关于改进低价药品价格管理有关问题》
2015 年 2 月 28 日	国务院《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》
2015 年 3 月 31 日	国务院《全国医疗卫生服务体系规划纲要(2015-2020 年)》
2015 年 4 月 14 日	卫计委等《国家基本药物目录管理办法》
2015 年 5 月 4 日	国家发展改革委、卫计委发布《关于印发推进药品价格改革意见的通知》
2015 年 5 月 8 日、5 月 17 日	国务院办公厅发布《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》、《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》。
2015 年 6 月 15 日	国务院办公厅印发《关于促进社会办医加快发展若干政策措施》
2015 年 7 月 22 日	国家食品药品监督管理总局发布《国家食品药品监督管理总局关于开展药物临床实验数据自查核查工作的公告》

发布时间	政策名称
2015年8月2日	国务院办公厅发布《国务院办公厅关于全面实施城乡居民大病保险的意见》
2015年8月18日	国务院办公厅发布《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》
2015年8月27日	国家卫生和计划生育委员会发布《关于印发抗菌药物临床应用指导原则（2015年版）的通知》和《关于进一步加强抗菌药物临床应用管理工作的通知》
2015年9月11日	国务院办公厅发布《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》
2015年11月11日	国家食品药品监督管理总局发布《国家食品药品监督管理总局关于药品注册审评审批若干政策的公告（2015年第230号）》
2016年2月26日	食品药品监管总局发布《总局关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》；国务院发布《国务院关于印发中医药发展战略规划纲要（2016—2030年）》
2016年3月5日	国务院办公厅发布《国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》
2016年3月11日	国务院办公厅发布《国务院办公厅关于促进医药产业健康发展的指导意见》
2016年3月23日	国家食品药品监督管理总局发布《医疗器械临床试验质量管理规范》
2016年4月26日	国务院办公厅发布《国务院办公厅关于印发深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务的通知》

资料来源：根据公开资料整理

总体来看，医药行业趋于集中，制度规范和行业结构对大型医药企业形成利好。虽然该公司拥有数个较为突出的产品，也已完成部分生产线的新版GMP改造，但在收入规模上与一线药企存在较大差距，进一步扩增收入规模、扩大产品线、延伸产业链将是公司未来较长一段时间内的主要发展路径。

抗感染药物是中国药品市场份额最大的类别，其中头孢类药物是抗感染药物中的核心。我国正在逐步治理抗生素滥用问题，限抗和抗生素分级分类管理对该公司造成一定程度的影响。然而通过向上游产业链的扩展，公司头孢类药物仍具有较强的市场竞争力和抗风险能力。

抗感染类药物是医院用药市场中使用金额占比较大的品种，种类包括β内酰胺类（如青霉素、头孢菌素）、氨基糖苷类（如庆大霉素）、大环内酯类（如红霉素、阿奇霉素）及喹诺酮类等。根据生产方式的不同可分为发酵合成和全合成，根据分子结构的不同又可分为青霉素6-APA、头孢7-ADCA、头孢7-ACA、硫红霉素和碳青霉烯类等。公司已实现了从中间体到基础原料药，再到多品种制剂的产业链生产，有利于发挥公司整体技术优势和产品结构优势，增强其市场竞争力和抗风险能力。

我国存在较严重的抗生素滥用问题，卫生部数据曾显示，我国68.9%的住院病人使用抗菌药物，37.0%的病人联合使用抗菌药物，平均100个

患者 1 天消耗 80.1 人份的抗菌药物，是世界卫生组织发布的全球平均值的一倍多。重复和不合理使用抗生素不仅会对用药个体造成不良影响，同时还会导致病菌产生耐药性。因此近年来我国采取了多项措施治理抗生素滥用问题，《抗菌药物临床应用指导原则》和《卫生部办公厅关于抗菌药物临床应用有关问题的通知》等政策的出台，在一定程度上遏制了抗生素的滥用。2012 年 8 月，《抗菌药物临床应用管理办法》（市场称其为“限抗令”）的正式实施标志我国抗菌药物临床应用正式进入分级管理阶段，2015 年 8 月国家卫生和计划生育委员会发布《关于印发抗菌药物临床应用指导原则（2015 年版）的通知》和《关于进一步加强抗菌药物临床应用管理工作的通知》，对抗菌药物的临床应用管理进一步升级。“限抗令”的颁布实施，有助于规范抗生素药物市场，对抗生素药物市场影响巨大，会对大部分类别的抗菌药物市场增长起到抑制作用，尤其是使用过于广泛的广谱品种或安全性较差的品种，如青霉素类等。限抗令的实施以及抗生素药品降价对该公司的抗生素业务销售和产品盈利性构成一定程度的不利影响。

伴随着限抗政策的出台，我国抗生素市场用药金额下滑明显，但由于抗生素是医药市场上的重点产品，有着刚性需求，近年限抗政策影响逐步减小。目前，我国在抗菌药物使用管理、医疗结构调整以及医院和零售药店自律方面均有了明显改善，抗感染药物市场得到有效规范，副作用较大的老药被逐渐淘汰，抗生素市场步入新常态化的良性发展轨道。根据医药经济报数据显示，2014 年国内重点城市样本医院全身用抗细菌药用药金额为 142.77 亿元，同比上一年增长 9.85%，未来有望保持稳定的增长趋势。

图表 7. 2011-2014 年样本医院抗生素用药金额及年增长率



资料来源：医药经济报

根据中国医药工业信息中心 PDB 数据库数据，近年来头孢类抗生素是国内抗生素第一大品种，市场份额占比保持在 40%左右，市场销售额由 2005 年的 38 亿元增长到 2013 年的 80 亿元。2009 年以来随着国家加强对抗生素使用的管理，头孢类抗生素在 2011 年-2012 年间销售出现了下滑，但随着市场管理的逐步规范，头孢类抗生素的市场发展趋于正常和稳定。据国家药监局南方医药经济研究所米内网数据库资料显示，2014 年，国内重点城市公立医院头孢类及其复方头孢抗生素销售额达 72 亿元，同比上一年增长了 7.26%。

从产品的市场竞争地位看，该公司头孢西丁钠、头孢唑肟钠、肠胃康颗粒、紫杉醇等产品在行业内排名靠前，公司目前通过向上游延伸产业链，进一步增强自身的市场竞争力。

五、公司自身素质

（一）公司产权状况

该公司系南方同正控制的民营医药类上市公司，股权结构清晰，产权关系较稳定。

该公司前身为海口市制药厂，2002 年经过第二次重组后，南方同正入主公司。2005 年自然人刘悉承受让南方同正 83.33%股权，并在此后一直通过南方同正间接控股公司。截至 2016 年 9 月末，刘悉承持有南方同正 83.33%股权，其妻子邱晓薇持有南方同正 16.66%股权，而南方同正作为公司控股股东持股 34.08%，因此刘悉承家族为公司实际控制人²。公司产权状况详见附录一。

南方同正成立于 2001 年，目前主要通过直接或间接控股的 6 家³企业进行实体经营，产业涉及医药、能源、电池等行业。截至 2015 年末，南方同正（合并报表口径）总资产为 57.86 亿元，净资产为 19.23 亿元；2015 年南方同正实现营业收入 23.60 亿元，净利润为 4.27 亿元。该公司为南方同正旗下的核心经营实体。除公司外，南方同正还实际控制了重

² 根据公司 2016 年 1 月 30 日发布的公告显示，南方同正持有的公司股权中，已有 99.998%办理了质押登记。2016 年 3 月 29 日，公司公告显示，股东南方同正出具了《关于不减持海南海药股份有限公司股票的承诺》（有效期至公司本次非公开发行股票完成后六个月内）。

³ 分别为海南海药、重庆万里新能源股份有限公司、重庆特瑞电池材料股份有限公司、会东县南方同正金渝矿业有限责任公司、海南海药房地产开发有限公司和重庆长帆新能源汽车有限公司。

庆万里新能源股份有限公司⁴（上交所上市公司，股票代码 600847，简称“万里股份”），万里股份主要从事铅酸蓄电池的生产销售业务，截至 2015 年末资产总额 8.93 亿元，净资产 7.10 亿元，2015 年实现营业收入 2.49 亿元，净利润-0.2 亿元。

（二）公司法人治理结构

该公司按照上市公司的要求实施公司治理，目前法人治理结构较健全，激励机制较好，日常性关联交易操作较规范。

自上市以来，该公司根据《公司法》、《证券法》等有关法律法规和《公司章程》的要求，不断建立并完善公司法人治理结构，并制定了相应的内部控制体系，公司已建立了由股东大会、董事会、监事会、经营班子各司其职、各尽其责、相互协调、相互制衡的法人治理结构和内部控制架构。董事会下设审计委员会、薪酬与考核委员会、战略发展委员会、提名委员会等四个专门委员会，为董事会提供专业决策支持。

该公司已经建立了较有效的绩效评价和激励约束机制，为适应公司高效、快速发展的需要，实施了《股票期权激励计划》，调动了激励对象的积极性和创造性。公司制定了《高级管理人员薪酬与绩效考核管理制度》，对公司高级管理人员的考评，依据年度经营结果和年初经营目标的完成情况，由董事会进行考评。

针对关联交易，该公司制定了关联交易管理制度，明确了关联交易的范围、决策程序和权限，以确保关联交易不损害公司和全体股东的利益。公司关联交易类型涵盖与日常经营相关的交易、资产购置与出售以及资金往来等多个方面。

该公司日常关联交易主要体现为向合营企业台州市一铭医药化工有限公司（简称“台州一铭”）采购原材料形成的关联交易。2015 年公司在采购环节形成关联交易金额 3036.65 万元，占同类交易的比例为 3.21%。公司的关联交易在同类交易中的占比不大，交易价格为参考市场价格的协议价。此外，公司还存在部分产权关联交易，但总体看来公司关联交易来自于合理业务需求，且操作较为规范，未对公司经营产生重大负面

⁴ 2016 年 1 月 21 日，万里股份披露重大资产重组预案，拟收购经内部整合后 Soufun Holdings Limited（搜房控股有限公司，简称“搜房控股”）旗下互联网房产及家居广告营销业务相关资产，预计收购完成后，搜房控股的实际控制人莫天全先生将成为万里股份的实际控制人。由于搜房控股的商标及域名存在商标纠纷，上交所于 2016 年 5 月 12 日针对该事项向万里股份发出问询函，目前该资产重组事项仍在进行中。2016 年 7 月 5 日万里股份发布公告，刘悉承辞去公司总经理一职，保留董事长职务。

影响。

图 8. 公司与关联企业之间交易情况 (单位: 万元)

关联方名称	与公司关系	2014 年度	2015 年度
销售环节关联交易金额合计	—	207.38	747.95
其中: 台州市一铭医药化工有限公司	同一实际控制人	195.07	704.25
采购环节关联交易金额合计	—	5310.09	3036.65
其中: 台州市一铭医药化工有限公司	同一实际控制人	4986.39	3036.65
上海龙翔生物医药开发有限公司	同一实际控制人	323.70	--

资料来源: 海南海药 2015 年审计报告

2015 年以来该公司陆续为参股公司江西华邦药业有限公司、重庆亚德科技股份有限公司 (简称“亚德科技”) 的借款提供担保, 截至 2016 年 9 月末公司对外担保额度为 1.74 亿元, 期末担保比率为 3.05%。公司对外担保金额较小, 且被担保企业经营情况正常, 或有损失风险相对可控。

图 9. 2016 年 9 月末公司对外担保情况 (单位: 万元)

担保对象名称	担保金额	担保类型	到期日
江西华邦药业有限公司	2200	连带责任保证	2018 年 7 月 15 日
	470	连带责任保证	2017 年 8 月 10 日
	230	连带责任保证	2016 年 11 月 19 日
重庆亚德科技股份有限公司	5000	连带责任保证	2017 年 8 月 3 日
	4500	连带责任保证	2017 年 4 月 25 日
	3000	连带责任保证	2016 年 12 月 30 日
	2000	连带责任保证	2017 年 6 月 27 日

资料来源: 海南海药

(三) 公司管理水平

该公司经营管理制度较健全, 组织架构设置及其职责分工基本能够满足其经营需要。

该公司自上市以来逐步健全和完善其内部管理和控制制度, 以促进公司制度化、规范化运作。目前公司按照各部门的职责分工以及运作流程需要, 建立了较为全面的管控制度体系。整体来看, 公司组织架构设置较为精简, 各部门之间分工较为明确且各司其职。公司组织架构详见附录二。

在财务管理方面，该公司建立了包括资金、财务报告、信息披露和对外担保等方面的规章制度。公司设有资金管理平台，对下属子公司通过资金统一监管系统进行资金统一管理，并统筹安排对外融资。在对外担保方面，公司实行统一管理，未经公司董事会或股东大会批准，任何人无权以公司名义签署对外担保的合同、协议或其他类似的法律文件。

在对外投资管理方面，该公司明确要求控股子公司在经营计划、风险管理程序等事项上，履行公司报告流程和审议程序，及时向公司分管负责人报告重大业务事项；同时定期向公司办公室、财务部上报财务和经营情况书面资料。公司办公室、财务部等其它职能部门共同负责对控股子公司进行绩效管理和考核，基本保证了对子公司日常营运和经营风险的控制。

产品质量方面，该公司除遵循上市公司相关要求外，还设置了较为完善的质量保证体系，实行全面质量管理模式，质量管理部下设 QA、QC，从原辅料进厂到生产各工序直至成品出厂到用户使用情况进行全过程监控。公司空心胶囊生产使用的原料明胶从广东罗赛洛明胶有限公司和包头东宝生物技术股份有限公司等正规企业购进，每批明胶进厂均委托专业机构检验“铬”，确保原料质量符合要求。

（四）公司经营状况

该公司主要从事抗生素制剂、抗生素原料药和中间体、抗肿瘤药、肠胃药等产品的产销业务，其核心产品头孢制剂具有产业链优势。随着产业链的延伸和下游市场需求的扩大，近年来公司营业收入逐年稳步增长，但公司产品相对集中，市场地位仍有限，较易受到医药政策调整的影响。公司目前积极通过多元化的渠道筹集资金，业务领域已拓展到医疗器械、互联网医疗板块，公司未来投资规模较大，投资效果有待进一步观察。

该公司现有医药产品种类包括抗生素制剂（主要是头孢类制剂）、抗肿瘤药、肠胃药、抗生素原料药和中间体等。此外公司还生产维生素、小柴胡、红宝太和胶囊、健阳片等其他规模相对较小的品种。2013-2015年及2016年前三季度分别为10.45亿元、13.79亿元、16.77亿元和10.35亿元。近年来在主要产品产销量扩张的带动下，公司主要产品销售收入逐步增长。2016年前三季，除盐城开元医药化工有限公司（简称“盐城开元”）及重庆天地药业有限责任公司（简称“天地药业”）分别受G20

和产能扩建停产影响，产品产量小幅下滑外，整体而言公司销售收入逐年增长。

图表 10. 公司 2013-2016 年前三季度收入情况 (单位: 万元)

产品类别	产品名称	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 前三季度
医药	头孢制剂系列	34489.61	40114.59	36239.80	27431.41
	原料药及中间体	24069.64	41846.55	65519.47	32352.46
	肠胃康	14927.59	18687.3	20275.90	14528.63
	紫杉醇	1726.78	2114.73	8984.72	2086.31
	其他品种 ⁵	23510.79	30976.38	32271.17	23706.14
医疗器械	人工耳蜗	2434.39	--	960.24	876.21
金融服务	小额贷款	3380.44	4145.33	3445.67	2555.04
合计		104539.24	137884.88	167696.97	103536.20

数据来源: 海南海药

除医药业务外，该公司还涉足医疗器械和金融服务板块，但相关业务开展情况欠佳，现阶段公司收入仍主要来源于医药销售收入。

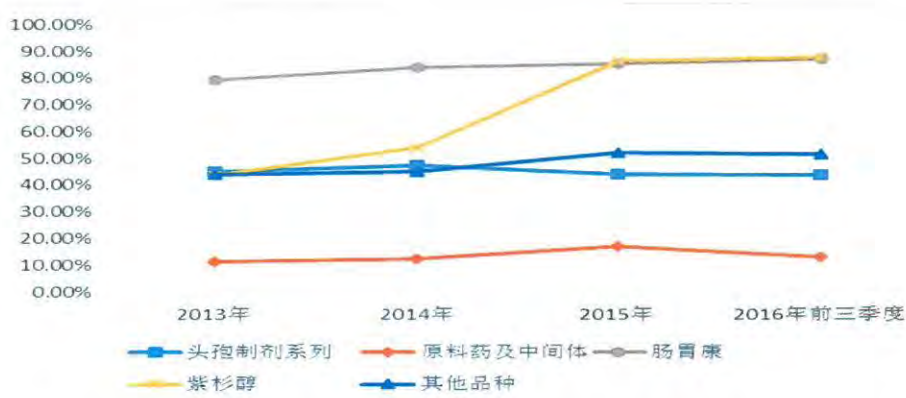
1. 医药

(1) 主要产品

该公司目前已具备生产关键头孢中间体技术，使其主要头孢产品头孢西丁钠和头孢唑肟钠产业链能进一步延伸，形成“中间体—原料药—制剂”的产业链；公司生产的原料药及中间体除满足自身生产所需外还将富余产品对外销售，2014 年以来原料药及中间体已超过头孢制剂系列成为公司收入贡献度最高的产品；在抗肿瘤药领域公司还形成了“植物提取—粗品—原料—制剂”的紫杉醇产品链。通过将产业链向上游延伸，在市场竞争日趋激烈，药品价格不断下降的情况下，公司主营产品均保持了较强的盈利能力，毛利率水平保持稳定。

⁵ 非头孢类抗生素如氨曲南、美罗培南等产品销售收入计入其他品种。

图表 11. 公司主要产品毛利率变动情况



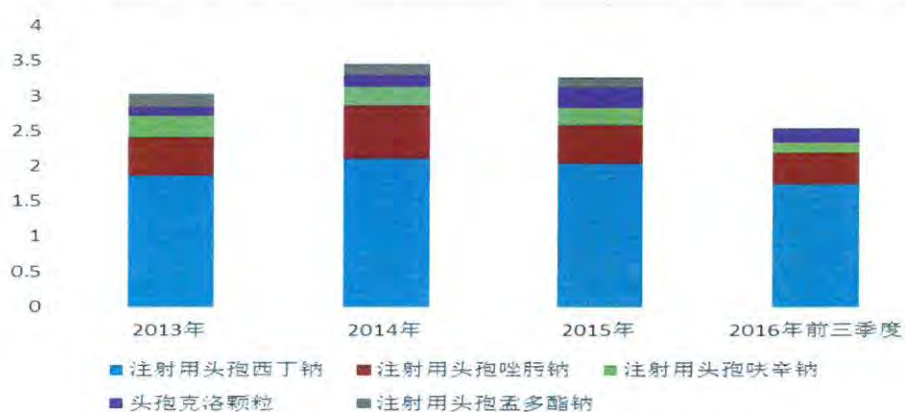
资料来源：海南海药

A. 头孢类制剂、原料药及中间体

该公司在抗生素领域经营多年，目前已拥有 50 个抗生素制剂文号，10 个抗生素原料文号，产品涵盖头孢系列、阿莫西林、氨曲南、美罗培南等，其中头孢类制剂为公司最主要的抗生素产品。

该公司头孢类制剂包括注射用头孢西丁钠、注射用头孢唑肟钠、海克洛（R）头孢克洛、注射用头孢呋辛钠、注射用头孢孟多酯钠等，其中注射用头孢西丁钠和注射用头孢唑肟钠近年来占公司头孢类制剂收入的 70% 左右，具有较高的市场占有率和市场知名度。为应对激烈的市场竞争，2014 年公司在招标环节主动调低了部分头孢制剂的销售价格，使得产品竞标进入的省份数量增加，头孢制剂销售收入有所扩大，而 2015 年“限抗令”升级影响了头孢制剂产品的销售，2013-2015 年及 2016 年前三季度公司头孢制剂销售收入分别为 3.45 亿元、4.01 亿元、3.62 亿元和 2.74 亿元。

图表 12. 近年来主要头孢类制剂产品收入构成情况表（单位：亿元）



数据来源：海南海药

该公司原料药和中间体产品包括头孢曲松钠、头孢噻吩酸、头孢西丁钠、氨曲南、美罗培南、头孢唑肟钠等。近年来公司相继通过增资、收购、自建生产线等方式向上游产业链拓展，2011年12月，公司收购台州一铭50%股权，以完善美罗培南产业链。2012年8月，公司收购盐城开元5%股权，实现年产80吨7-ANCA的产能，进一步完善公司头孢唑肟钠的产业链。2015年建成投产的年产390吨头孢中间体建设项目主要用于生产头孢中间体7-ACA、头孢噻吩酸等，为原料药头孢西丁钠、头孢克洛提供原料。原料药和中间体产能的扩张带动了产品销售收入的提升，2013-2015年及2016年前三季度公司原料药及中间体销售收入分别为2.41亿元、4.18亿元、6.55亿元和3.24亿元。

利润方面，产品结构的调整和头孢产业链的延伸、完善带动了该公司产品利润空间的扩大，而2014年头孢制剂产品低价竞争对公司盈利带来的不利影响在2015年开始显现，2013-2015年及2016年前三季度头孢制剂毛利率分别为45.14%、47.29%、43.91%和43.79%，原料药及中间体毛利率分别为11.38%、12.50%、17.03%和13.05%。

B. 肠胃药和抗肿瘤药

肠胃药方面，枫蓼肠胃康为该公司传统产品，其中枫蓼肠胃康颗粒⁶为国内首家上市品种，具有较高的品牌知名度。近年来肠胃康入选多地基药目录，销售规模逐年扩大。2013-2015年及2016年前三季度公司肠胃康产品分别实现收入1.49亿元、1.87亿元、2.03亿元和1.45亿元，同期该产品毛利率分别为79.29%、84.14%、85.18%和86.89%，为公司盈利能力最强的产品。

抗肿瘤药方面，该公司是紫杉醇⁷的原研企业和国内首家上市企业。公司是通过国家GMP认证的紫杉醇原料药和注射液成品的生产厂家，产品质量受到普遍认可，在国内具有较高的市场占有率。目前公司已具有紫杉醇原料的萃取和提纯能力，并与周边林户建立红豆杉种植合作关系，保证了原料的稳定供应。

近年来该公司紫杉醇产品持续受到市场竞争加剧以及抗肿瘤药降价措施的影响，销售单价持续下降。2013年由于市场上紫杉醇价格明显下降，有一段时间公司停止发货，导致该产品销售收入和毛利率与以前年

⁶ 肠胃康对于急慢性肠胃炎、溃疡性结肠炎和肠易激综合症（IBS）有良好的疗效，其中颗粒剂型为肠胃康系列产品中吸收最快、效果最明显的剂型。

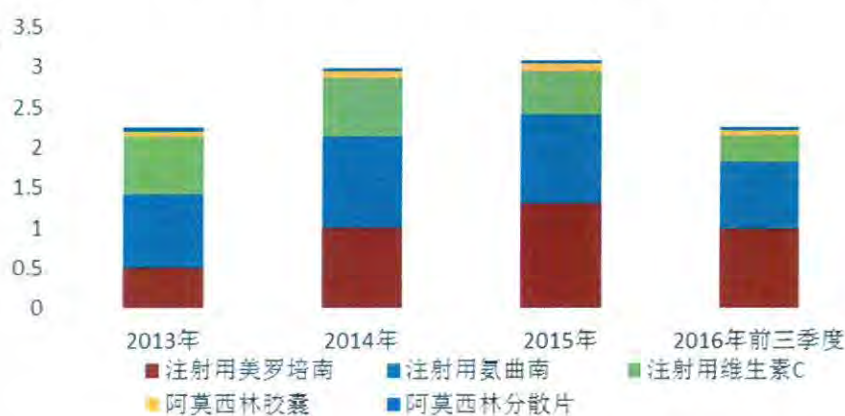
⁷ 紫杉醇是治疗卵巢癌、乳腺癌、肺癌、鼻咽癌等实体肿瘤的一线用药，以红豆杉为原料提取加工而成。

度相比有较大幅度下滑；2014 年开始公司对紫杉醇产品实行降价销售，销售量开始回升；2015 年产品销售与前两年相比已有明显好转，2013-2015 年及 2016 年前三季度紫杉醇产品营业收入分别为 0.17 亿元、0.21 亿元、0.90 亿元和 0.21 亿元。

C. 其他药品

该公司其它产品主要涵盖注射用美罗培南、注射用氨曲南、注射用维生素 C 粉针制剂、阿莫西林、健阳片、红宝太和胶囊等普药和保健品等。其中注射用美罗培南和注射用氨曲南属于抗生素类产品，依托公司内部充足的原材料供应和成本优势，这两种产品销售情况较好，营业收入呈增长态势。维生素 C 粉针为大宗临床用药产品，具有比水针更稳定、比片剂疗效更快、剂量调节更灵活的特点，应用前景较好，被认为是水针剂的替代产品，产品销量预计可进一步扩大。

图表 13. 其他类药品近年来收入构成情况表（单位：亿元）



数据来源：海南海药

(2) 生产、采购

该公司主要有两个生产基地：其中位于重庆的天地药业主要从事原料药和中间体生产、紫杉醇植物提取等，截至 2015 年末公司已形成 7-ANCA100 吨、头孢曲松钠 90 吨、头孢西丁酸 550 吨、头孢唑肟钠 130 吨、头孢噻吩酸 90 吨、氨曲南 110 吨、紫杉醇粗品 500 公斤的产能，已具备头孢类原料药主要品种的生产技术和工艺装备。另一个是位于海口的海口市制药厂，主要从事头孢类抗生素制剂、紫杉醇制剂和枫蓼肠胃康制剂的生产，截至 2015 年末已形成注射用头孢粉针剂 42000 万支、紫杉醇注射液 2000 万支、颗粒剂 20000 万袋、片剂 50000 万片和胶囊剂 15000 万粒的产能。公司头孢制剂系列和紫杉醇制剂所需的原料药和粗

品等原料基本由天地药业生产并供货，天地药业剩余产能主要用于对外销售。近年公司整体产能利用情况较高，2016年天地药业及盐城开元生产基地进行产能扩建后，产能利用效率小幅下滑。

图表 14. 公司产能利用率情况 (单位: %)

产品名称	2013年	2014年	2015年	2016年 前三季度
头孢粉针 (万支)	85.47	91.87	89.57	67.63
普通粉针 (万支)	82.26	86.20	83.99	55.76
颗粒剂 (万袋)	104.48	125.02	88.65	85.67
片剂 (万片)	71.60	77.65	88.80	62.78
胶囊剂 (万粒)	96.91	124.91	87.83	73.55

数据来源: 海南海药

该公司现阶段的主要在建项目包括天地药业头孢克洛粗品建设项目和盐城开元头孢粗品建设项目。公司拟建立头孢克洛生产线以丰富抗生素产品种类、完善产业链结构、提高综合实力及市场竞争力。

图表 15. 截至 2016 年 9 月末公司在建项目情况⁸ (单位: 万元)

在建项目	计划投资 金额	截至 2015 年末 已投资金额	截至 2016 年 9 月 末已投资金额	投资资金 来源	计划完 工时间
天地药业 100 吨头孢克洛粗品建设项目	11,500.03	2,101.70	3,689.12	募集资金	2017/6/1
单克隆抗体技改工程	6,250.00	5,186.88	6,216.80	募集资金、自筹	2016/6/1
盐城开元原料药扩建项目	8,000.00	11,735.25	11,735.25	金融机构贷款	2015/7/1
盐城开元 100 吨头孢克洛粗品建设项目	14,100.00	2,326.55	4,026.11	募集资金、自筹	2017/2/1
合计	39,850.03	21,350.38	25,667.28	--	--

数据来源: 海南海药

采购方面，该公司根据年度生产计划，对原材料（主要是生产中间体所用的工业用盐等化工产品及部分尚不能自产的医药中间体）、包装材料等物料的全年需求进行统计，从而制定年度采购、生产计划。对于自产不能满足的原材料和包材，公司主要通过质量、价格、售后服务等多方面进行综合比较后确定主要供应商进行采购。公司现有供应商中比较大的有上海华方科泰医药有限公司、湖南省医药有限公司、台州一铭、哈药集团制药总厂等，2015年前五大供应商占年度采购金额的 49.68%。

⁸ 单克隆抗体技改工程、盐城开元原料药扩建项目目前已完成建工，目前尚未，因此尚未结转。

(3) 销售

该公司针对不同类型的产品设立了普药、招商（抗生素）、肿瘤药、OTC、原料药五大销售事业部，同类型产品中各细分产品根据其产品在销售方式上也会有所差异。公司目前在市场营销方面采取了代理分销、临床学术推广销售、零售终端销售和国际贸易销售四种方式。其中代理分销为主要的销售方式（目前占比在 50% 以上），即公司实行统一招投标挂网，建立招商销售管理队伍，借助区域代理商的地域优势，分品种、分区域进行细化市场销售，寻找拥有终端医院客户的经销商；代理分销模式打破了一、二、三级的传统代理制，这有利于公司在参与市场竞争中及时调整销售策略和设计符合市场的价格政策等。新特药（指紫杉醇和肠胃康颗粒）以医院终端销售为重点，通过学术推广，按省级行政区域建立办事处进行销售推广活动。低端药品主要通过零售终端销售，公司通过在全国设立的 30 多个办事处，可以将药品直接销售给药店、社区诊所和乡村医院等终端。另外，公司设立了国际业务部，通过选择国外优势经销商合作，开展药品出口业务，但目前出口业务收入仍占比较小。公司目前产品销售区域主要集中于西南、华东、中南和华北地区，该 4 个区域近年来销售占比一直维持在 90% 左右，整体销售情况良好。

图表 16. 公司 2013 年以来制药业务分地区情况（单位：亿元、%）

地区	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1-9 月	
	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比	主营业务收入	占比
华北地区	3.60	34.44	3.22	23.32	5.70	33.97	2.73	27.00
华东地区	2.47	23.62	4.19	30.37	4.74	28.25	3.20	31.69
西南地区	0.89	8.48	2.25	16.33	2.57	15.35	1.27	12.61
中南地区	2.88	27.54	2.92	21.17	2.38	14.19	1.89	18.67
其他	0.62	5.92	1.22	8.82	1.38	8.24	1.01	10.02
合计	10.45	100.00	13.79	100.00	16.77	100.00	10.10	100.00

资料来源：海南海药

销售结算上，该公司产品销售账款一般为 3 个月，少量销往乡镇市场的低端药品则以现款结算，近年来为应对激烈的市场竞争，公司实际销售账期有所拉长，同时票据结算规模扩大，使得公司面临了较大的资金压力。

(4) 研发

该公司重视科技创新，自有科研人员 120 余名，建成了海南省级技术中心，并获得国家级高新技术企业资质。公司目前建立了三级研发体

系：一级研发平台为公司在美国设立的研究所，统领公司研发体系；二级研发平台为设在香港、上海、北京的三个研究机构；三级研发平台为各成员企业下设的研发部门。三个平台间双向沟通、协作、互动，以创新为主、仿创结合的研发模式，为不断推出新产品提供保障。

除垂直研发体系外，该公司还建立了以“头孢类抗生素”为代表的新药仿制平台，以“难溶性抗肿瘤药物体系”为代表的自主创新研发平台以及以“肠胃康系列产品”为代表的科研技术转化平台，三大系统平台互为补充、相辅相成。公司近年来研发投入不断增加，通过采用国际先进的科研管理体系，研究开发具有自主知识产权的医药产品，保证了产品技术和研发的先进性和连续性。

该公司核心技术人员近年先后申请了多项新产品、新技术发明专利，并取得专利申请号或授权。截至 2015 年末公司共拥有国家发明专利 28 项，已授权的外观专利 9 项，正在申请的发明专利 6 项。公司拥有在研产品共 37 项，其中新药 16 项，仿制药品 8 项，新药有 2 项正在进行临床试验，有 7 项正在申报临床试验。除了多年以前研发成功的头孢西丁、紫杉醇、肠胃康等产品外，近年来公司新研发的注射用维生素 C、注射用氨曲南、注射用美罗培南等产品也实现了较好的销售业绩。

该公司现阶段的研发重点主要在抗肿瘤药领域，香港的中国抗体制药有限公司（简称“中国抗体”）和美国新泽西科技园的哈德森生物医药有限公司（简称“哈德森医药”）为公司的两大研发基地。其中中国抗体已开发特异靶点的治疗性抗体创新药物，重组人 CD22 单克隆抗体在治疗非霍奇金淋巴瘤、系统性红斑狼疮、类风湿性关节炎三个适应症已经开展 I、II 期临床试验，实验室建设及中试车间项目如期进行；哈德森医药开展的抗肿瘤原创药研发进展顺利，目前产品已通过美国专利局注册，处于临床试验的申请阶段。此外公司与中南大学合作研发，用于治疗肝肾纤维化的一类新药“氟非尼酮”临床研究注册申请近期获得 CFDA⁹ 的正式受理，很快将进行一期临床试验。

2. 医疗器械

除医药产品外，该公司还涉足医疗器械领域，产品为人工耳蜗和仿生眼（目前处于规划期），开发主体均为公司下属的上海力声特医学科技有限公司（简称“上海力声特”）。上海力声特于 2011 年 3 月取得人工耳蜗 REZ-I 型医疗器械批件，成为首家人工耳蜗获 CFDA 批准的非外资企

⁹ 中国国家食品药品监督管理局。

业，也是全球第四家进入人工耳蜗市场的企业。REZ-I型人工耳蜗于2011年四季度开始正式销售，产品面世后受市场接受度不高和原材料供应不足影响，销售情况一直弱于预期。

受2014年媒体质疑¹⁰及2015年厂房搬迁影响，近两年该公司人工耳蜗生产出现阶段性停滞，直到2015年下半年才开始全面恢复生产，2015年人工耳蜗产品仅实现销售收入0.1亿元。目前生产厂区同时生产REZ-I和REZ-II型产品。人工耳蜗产品由于单价较高，产品销售在一定程度上依赖于国家医保的覆盖面，销售情况有待进一步观察。

3. 金融服务

该公司金融服务板块的收入全部来源于子公司重庆市忠县同正小额贷款有限责任公司（简称“同正小贷”），2013-2015年公司金融服务业务取得的营业收入分别为0.34亿元、0.42亿元和0.34亿元。同正小贷的放贷客户主要为重庆忠县当地的企业或个人，放贷客户与公司没有关联关系或上下游业务关系，2015年末同正小贷放贷余额2.34亿元。同正小贷的放贷政策较为激进，2014年公司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（三家客户相互之间存在关联关系）发放的3000万元借款到期未能正常收回，同正小贷已向法院提起诉讼，虽该诉讼目前尚未了结¹¹，但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900万元。为聚焦公司战略，专注医药及医疗大健康业务，公司于2015年12月发布公告，拟向股东南方同正转让同正小贷全部股权，转让价格不低于0.62亿元，目前该事项仍在进行中。

4. 互联网医疗及其他

2016年7月26日，该公司非公开发行股票预案获得中国证监会《关于核准海南海药股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2016]1353号）。截至报告日，公司已完成非公开发行股票工作、新增股份上市，此次定向增发募集资金30亿元，除扩建产业基地以巩固主业外，

¹⁰ 2014年1月2日，央视《院士造假遭举报》事件调查》、《“院士造假遭举报”事件真相》等新闻引述举报人王宇澄说法称，中科院院士王正敏的“自主知识产权的国产人工耳蜗”其实是“克隆”国外人工耳蜗样机，该产品的生产者上海力声特。根据公司2014年审计报告显示，上海力声特当年接受发改委、药监局等多个主管部门现场检查，未发现异常情况。

¹¹ 同正小贷于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3600万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）云河地产位于重庆市北碚区碚峡路7号的3111m²办公楼，评估价值1590.03万元；（2）郭云河、蒋琼莲所持重庆云河水电股份有限公司27.00%的股份，所冻结股份享有净资产的账面价值为6591.73万元。

公司计划进入互联网医疗领域及中药材市场，进一步拓宽业务范围。本次非公开发行的拟投资项目包括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将在四川、重庆、西藏、云南等地分批推广实施，项目建设周期 36 个月，总投资 17.03 亿元，经测算，项目财务内部收益率为 15.04%，投资回收期 7.97 年，建设成功后将为基层医疗机构提供远程诊断诊疗服务，促进省级医疗技术资源下沉，有效提高基层医疗机构专业技术水平和服务能力。

海南海药生物医药产业园项目将在海口市制药厂有限公司原有厂区内实施，建设内容包括生物制药、抗生素制剂及普通制剂等车间、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。其中生产线共计 9 条，建工完成后将新增注射用头孢西丁钠及注射用头孢唑肟钠年产 8000 万支、头孢呋辛钠 8000 万支、注射用维生素 C8000 万支、安曲南 8000 万支、单克隆抗体冻干粉针剂 5 万份、盐酸苯达莫司汀冻干粉针剂 200 万支、紫杉醇注射液 200 万瓶、注射用美罗培南 500 万支、其他培南类 500 万支的产能。根据可研报告，该项目建设期为 24 个月，总投资 7.21 亿元，项目建成后第一年即可达产 80%，第二年达产。

湖南廉桥药都中药材仓储物流交易中心项目将在湖南省邵阳市邵东县内实施，建工完成后将建设成一个集仓储、物流、商贸为一体的组织化、现代化的中药材交易中心，通过建设的市场交易系统及物流仓储系统，提升中药材流通、储存、交易等流程中对中药材质量安全保障能力，加快药品流通速度，提高市场交易活跃度。该项目总投资金额为 6.09 亿元，建设周期 24 个月。经测算，项目财务内部收益率为 17.18%，投资回收期 7.28 年。

互联网医疗方面，该公司现阶段与部分省市的医疗机构达成了初步合作意向，并投入了少量前期资金，其余资金等募集资金到位后再逐步投入，医药产业园和中药材物流中心目前均处于初步投入状态。

图表 17. 公司募集资金拟投资情况（单位：亿元）

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金金额
1	远程医疗服务平台项目	17.03	17.00
2	海南海药生物医药产业园项目	7.21	7.00
3	湖南廉桥药都中药材仓储物流交易中心项目	6.09	6.00

合计		30.33	30.00
----	--	-------	-------

数据来源：海南海药

为整合公司资源，该公司积极拓展医疗服务机构、生物医药等医药相关领域，拟分别出资 1.00 亿元、0.125 亿元、0.80 亿元和 1.73 亿元投资设立海南海药投资有限公司（简称“海药投资”，经营范围为实业投资及投资咨询等）、长沙市昭阳资本管理有限公司（简称“昭阳资本”）、上海杏泽兴禾投资管理中心（有限合伙）（简称“杏泽兴禾”）以及盐城海药烽康投资管理中心（有限合伙）（简称“盐城海药”）。其中昭阳资本主要投资湖南地区的医院；盐城海药主要投资于华东地区的医院；杏泽兴禾主要投资于生物医药领域；海药投资则作为公司的对外投资平台，负责其他重大投资项目。此外，公司引入中国农发重点建设基金有限公司（简称“农发基金”）¹²的资金，对天地药业实施年产 65 吨医药原料药项目的投资，以加快公司医药产业发展步伐，进一步扩大产能。

整体看，该公司现阶段对外拟投资项目较多，投资规模较大，投资回收期较长，项目能否实现预期收益尚存在不确定性，使得公司面临了一定的投资风险。

（五）公司财务质量

天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2013 年至 2015 年度财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则（2006 版）》及其补充规定。

截至 2015 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 48.82 亿元，所有者权益为 25.37 亿元（其中归属于母公司所有者权益 22.94 亿元）；2015 年实现营业收入 16.44 亿元，实现净利润 1.98 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 1.95 亿元）。

截至 2016 年 9 月末，该公司未经审计的合并口径资产总额为 89.39 亿元，所有者权益为 56.98 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 54.24 亿元）；2016 年 1-9 月实现营业收入 10.14 亿元，实现净利润 1.75 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 1.69 亿元）。

得益于下游市场需求的扩大和该公司营销力度的加强，近年来公司收入规模逐年稳步增长，利润空间保持稳定。公司目前主导产品均已形

¹² 公司同天地药业、农发基金及忠县人民政府签署了《投资协议》。农发基金以现金方式对天地药业进行单方面增资，增资金额为 9,300 万元，增资完成后其持有天地药业 17.45% 的股权。上述增资款主要用于年产 65 吨医药原料药项目建设，农发基金投资期内的年化投资收益率为 1.2%，并且其不直接参与天地药业日常经营管理，投资期内忠县人民政府或海南海药按照协议约定回购农发基金持有的天地药业股权。

成了较为完善的产业链，具有较高的市场知名度和市场占有率。公司资产流动性较好，货币资金存量充足，能够为即期债务的偿付提供一定保障。

六、公司财务分析

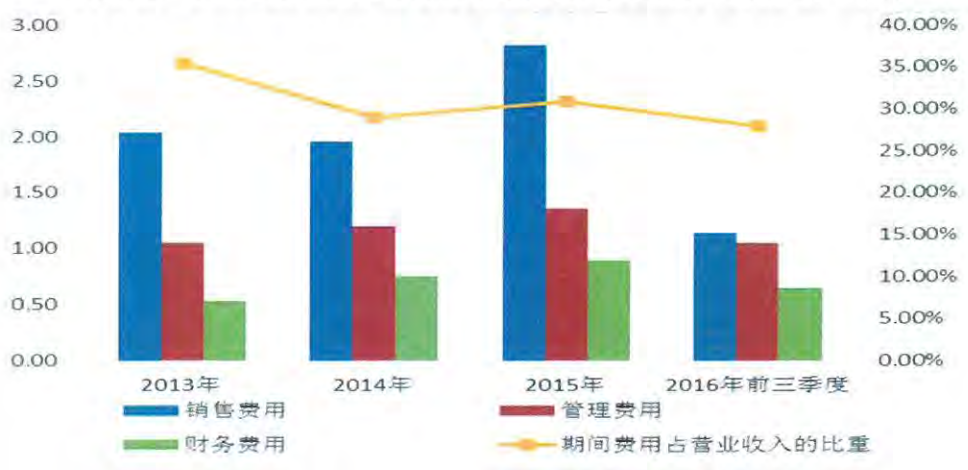
（一）公司盈利能力

近年来该公司收入稳步增长，产业链持续完善，整合效果已有所显现，在当前激烈的市场竞争环境中公司利润空间仍保持稳定，体现了较强的盈利能力。

近年来该公司加大了市场开拓力度，主要传统产品销售收入得到增长；且随着产能的增加，公司原料及中间体销售收入增幅明显；另外公司组建了 OTC 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。受以上因素推动，2013-2015 年及 2016 年前三季度公司实现营业收入 10.18 亿元、13.43 亿元、16.44 亿元和 10.14 亿元。公司整体利润空间保持相对稳定，2013-2015 年及 2016 年前三季度综合毛利率分别为 42.20%、41.04%、42.41%和 43.29%。

该公司近年来业务扩张较快，生产线建设带来的融资费用和产品推广产生的销售费用较多，使得公司期间费用规模较大，一定程度上侵蚀了公司的利润空间，2013-2015 年及 2016 年 1-9 月，期间费用占营业收入的比重分别为 35.48%、29.04%、30.87%和 27.95%。

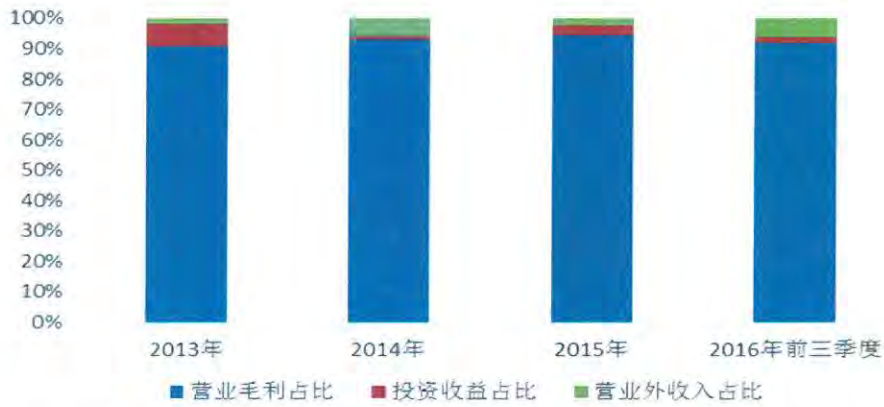
图表 18. 公司 2013 年以来单位收入期间费用变化情况（单位：亿元）



资料来源：海南海药

投资收益和政府补助为该公司的盈利提供了一定的补充，其中投资收益主要来源于公司购买理财产品的收益和对合营、联营企业的投资收益，受理财产品投资规模、收益率和被投资企业经营情况变动影响，2013-2015 年公司投资收益分别为 0.34 亿元、0.06 亿元和 0.24 亿元，呈现了较大的波动性。2015 年公司共取得营业外收入 0.17 亿元，主要来源于政府补助。

图表 19. 公司 2013 年以来盈利贡献构成情况



资料来源：海南海药

得益于良好的主业盈利状况，该公司 2013~2015 年及 2016 年 1~9 月实现营业利润分别为 1.19 亿元、1.78 亿元、2.22 亿元和 1.72 亿元，净利润分别为 1.02 亿元、1.71 亿元、1.98 亿元和 1.75 亿元，呈现逐年增长态势。从资产获利情况来看，近三年公司总资产报酬率分别为 6.65%、8.67% 和 8.14%，净资产收益率分别为 6.61%、10.28% 和 9.27%，盈利能力较好。

图表 20. 公司 2013~2015 年及 2016 年 1~9 月主要盈利指标 (单位: %)

指标名称	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
营业利润率	11.69	13.24	13.50	17.00
净利润率	9.99	12.70	12.03	17.27
总资产报酬率	6.65	8.67	8.14	--
净资产收益率	6.61	10.28	9.27	--

注：根据海南海药提供的数据计算

(二) 公司偿债能力

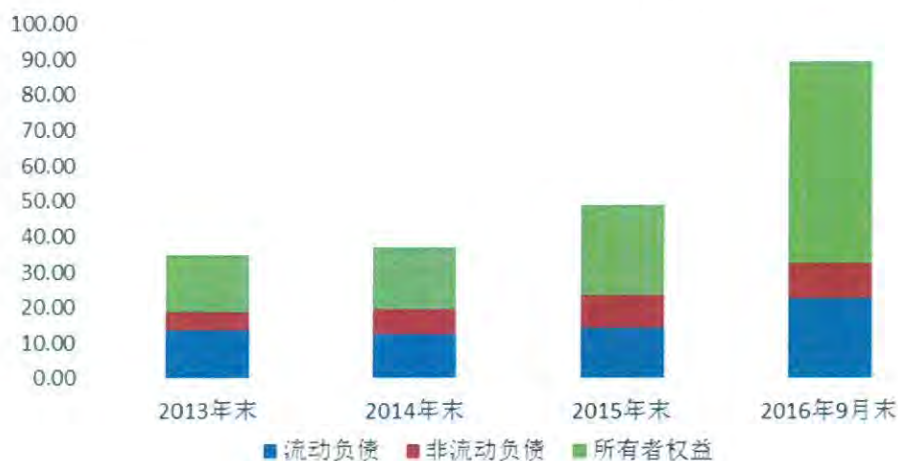
近年来随着项目建设的不断推进，该公司资产规模持续增长。公司资产流动性较好，且货币资金存量充足，可为即期刚性债务的偿付提供较好的保障。2015 年及 2016 年公司通过非公开发行股票募集资金，补充了资本实力，财务杠杆有所下降。2015 年以来公司对外投资规模较以前

年度大幅上升，给公司带来了一定的资金压力和投资风险。

1. 债务分析

随着业务规模的扩大，该公司资金需求增加，除债务融资外，公司通过在资本市场筹集资金，使得财务杠杆得以控制在合理水平，2013-2015年末及2016年9月末，公司负债总额分别为18.82亿元、19.45亿元、23.46亿元和32.41亿元；2015年3月及2016年9月，公司通过非公开发行股份分别募集资金4.70亿元及30.00亿元，使得资本实力得到增强，财务杠杆进一步下降，2013-2015年及2016年9月末公司资产负债率分别为54.21%、52.95%、48.04%和36.26%。

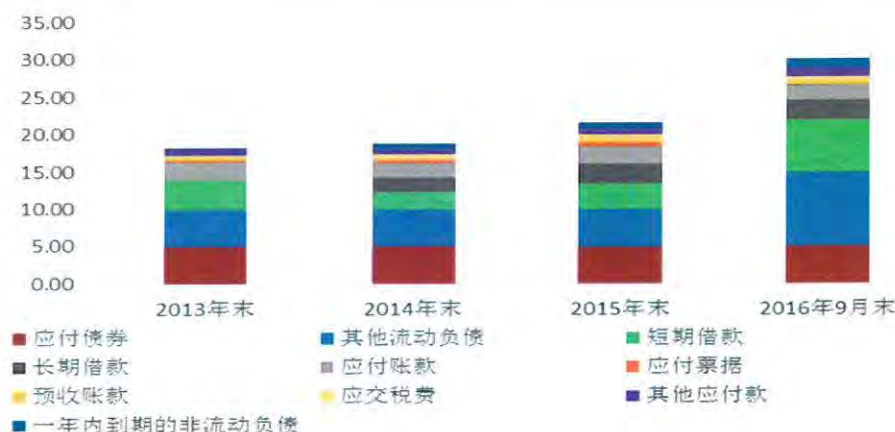
图表 21. 公司 2013 年以来负债和所有者权益构成情况（单位：亿元）



资料来源：海南海药

债务融资目前是该公司的重要融资渠道，2013-2015年末及2016年9月末，公司银行借款合计分别为3.99亿元、4.73亿元、6.66亿元和10.82亿元，在负债总额中的占比分别为21.20%、24.33%、28.38%和33.38%。借款规模逐年增大系公司业务规模扩大及并表范围增加所致。近年公司根据宏观形势的变化及其融资能力的提高，相应调整债务结构，公司成功发行了12海药债及16海药MTN001，合计发行10.00亿元。此外公司2013年成功发行5亿元一年期非定向债务融资工具，并通过滚动发行弥补流动资金不足。公司现阶段刚性债务规模较大，面临了一定的偿债压力。

图表 22. 公司 2013 年以来债务构成情况 (单位: 亿元)



资料来源: 海南海药

除银行借款和债券等刚性债务以外, 该公司其他负债主要为应付账款和其他应付款, 2013-2015 年末及 2016 年 9 月末, 公司应付账款分别为 2.31 亿元、1.99 亿元、2.44 亿元和 2.01 亿元, 由于公司采购结算政策较为稳定, 其应付账款规模变化不大。同期末公司其他应付款余额分别为 0.89 亿元、0.68 亿元、0.87 亿元和 1.21 亿元, 主要包括对外往来款, 交易保证金和预提销售费用。2016 年 9 月末, 公司其他应付款规模增长较大, 主要原因系子公司天地药业收到中国农发重点建设基金有限公司增资款, 未完成变更手续所致。

(1) 公司借款情况

2015 年末, 该公司银行借款余额 6.66 亿元, 其中短期借款 3.40 亿元, 一年内到期的长期借款 0.62 亿元, 长期借款 2.64 亿元。公司借款中短期借款和一年内到期的长期借款占借款总额的 60.36%。

图表 23. 2015 年末公司银行借款情况 (单位: 亿元)

种类	保证借款	抵押借款	质押借款	信用借款	合计
短期借款	1.50	0.55	1.00	0.35	3.40
一年内到期的长期借款	0.62	--	--	--	0.62
长期借款	--	0.82	--	1.82	2.64
合计	2.12	1.37	1.00	2.17	6.66

资料来源: 海南海药

2016 年 9 月末, 该公司银行借款余额为 10.82 亿元, 其中短期借款 6.99 亿元, 一年内到期的长期借款 1.19 亿元, 长期借款 2.64 亿元。

(2) 或有负债

1) 未决诉讼

2014 年该公司向三家借款客户发放的 3000 万元借款到期未能正常收回，同正小贷已向法院提起诉讼，该诉讼目前尚未了结，公司预计该项诉讼胜诉并执行的可能性为基本确定，或有损失风险较小。

2) 对外担保

截至 2016 年 9 月末，该公司对外担保余额为 1.74 亿元，期末担保比率为 3.05%。公司对外担保金额较小，且被担保企业经营情况正常，或有损失风险相对可控。

3) 公司过往债务履约情况

根据公开市场信息、审计报告披露信息、发行人提供的信息等，截至 2016 年 9 月末该公司不存在违约记录。

2. 现金流分析

2013-2015 年及 2016 年前三季度，该公司营业收入现金率分别为 139.09%、71.84%、72.68%和 85.83%，2014 年以来营业收入现金率持续下滑系公司在销售环节票据结算规模扩大及应收账款大幅增加所致。受经营规模扩张及往来款变动影响，公司经营活动产生的现金净流量波动较为明显，2013-2015 年及 2016 年 1-9 月分别为 1.82 亿元、0.15 亿元、1.42 亿元和-4.88 亿元。2016 年 1-9 月，经营活动现金流净额为负，主要原因系公司孙公司同正小额贷款发放贷款净增加额增加所致。

近年来，该公司在项目建设、理财投资、股权投资方面存在持续资本性支出，投资现金流出量较大，2013-2015 年及 2016 年 1-9 月投资性现金净流量分别为-4.09 亿元、2.36 亿元、-6.54 亿元和-18.07 亿元，其中 2014 年投资性现金流净额为正系购买的华鑫国际信托有限公司信托产品到期，当年收回投资规模较大所致。2015 年公司对外股权投资增加，使得当期投资性现金流出量较大。2016 年前三季度，随着对外投资理财的增加，公司投资性现金流净流出规模进一步扩大。

2013 年以来该公司主要通过银行借款和发行私募债券满足经营及投资性活动的需要，2015 年及 2016 年 1-9 月，公司通过非公开发行股票筹集资金，致使得当期筹资活动获得的净现金流入量较大。2013-2015 年及 2016 年 1-9 月公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 3.35 亿元、-0.21 亿元、8.53 亿元和 37.98 亿元。

2013-2015 年，该公司 EBITDA 对利息支出的保障倍数分别为 3.14 倍、3.34 倍和 3.52 倍；EBITDA 对刚性债务的保障倍数分别为 0.22 倍、

0.24 倍和 0.25 倍。近年来受票据结算规模变化，公司往来款变动影响，公司经营性现金流波动较大，对流动负债和负债总额的保障程度欠稳定。

图表 24. 2013~2015 年公司 EBITDA 及经营性现金净流量对债务覆盖情况

指标名称	2013 年	2014 年	2015 年
EBITDA (亿元)	2.50	3.57	4.04
EBITDA/利息支出[倍]	3.14	3.34	3.52
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.24	0.25
经营性现金净流入量 (亿元)	1.82	0.15	1.42
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	17.08	1.15	10.51
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	11.53	0.78	6.60

资料来源：海南海药

3. 资产质量分析

近年来，随着业务规模的不断扩大，该公司资产规模快速扩张，2013-2015 年末公司资产总额分别为 34.72 亿元、36.73 亿元和 48.82 亿元。公司资产分布较为均匀，2015 年末流动资产和非流动资产占比分别为 51.50%和 48.50%。

该公司流动资产主要包括货币资金、应收票据、应收账款、存货和其他应收款，2015 年末分别为 12.22 亿元、2.85 亿元、3.76 亿元、3.58 亿元和 1.27 亿元。存货方面，公司基本以销定产，因此近年来库存规模相对平稳，但公司 50%左右存货为原材料，可能存在一定原材料价格波动风险。应收款项方面，公司应收账款的账期一般在 3 个月左右，2014 年以来考虑到自身的资金状况提高了票据收入的比例，整体的销售信用期因此有所延长，公司对于收到的部分票据进行贴现或背书转让以缓解资金压力（2015 年票据贴现和背书转让金额合计 1.59 亿元）。公司的其他应收款除往来款外，主要为公司提供给代理商的拆借款，2015 年末余额较上年末下降 48.16%。2015 年末公司流动比率和速动比率分别为 173.55%和 146.17%，资产流动性较好，且公司年末账面资金留存较多（几乎全部为可动用货币资金），可对即期债务的偿付提供较好的保障。

2016 年 9 月末，该公司完成非公开发行，资产总额由年初的 48.82 亿元增长至 89.39 亿元，货币资金随之增长 162.00%至 32.02 亿元；公司销售账期进一步延长，应收账款由年初的 3.76 亿元增长 34.15%至 5.05 亿元；同期末，由于预付中药材项目合作款及预付工程款、预付采购款增加，公司预付账款增长 214.00%至 1.21 亿元；公司近年投资并购活动较多，支付相关保证金增加致使其他应收款增长 147.80%至 3.14 亿元；

2016年初公司以自有资金购买理财产品，9月末合计购买理财产品10.95亿元，理财产品规模增长致使其他流动资产余额由上年末的0.98亿元上升至10.87亿元。公司购买的理财产品包括非固定收益和固定收益两类，其中非固定收益类余额为4.30亿元，预期收益率为2.35%-8.0%不等，产品期限以短期为主，公司近期购买理财产品规模较大，关注相关投资收益风险。

图表 25. 理财产品投资明细

理财产品	投向明细	
理财产品 1	理财产品名称	建设银行重庆分行 2016039 批保本理财产品，金额 2 亿元
	起息日及到期日	1 年
	付息方式	到期付
	预期收益率	保本理财产品，无固定收益率
理财产品 2	理财产品名称	平安银行理财产品，金额 3.3 亿元
	起息日及到期日	无固定期限
	付息方式	赎回付息
	预期收益率	2.35%
理财产品 3	理财产品名称	中信信诚资产管理（信盈 1 号），金额 9981.85 万元
	产品投向	现金类资产、债券类金融资产、其他固定收益类金融资产
	起息日及到期日	2016 年 2 月 3 日-2017 年 2 月 3 日
	付息方式	年付
	预期收益率	8%
理财产品 4	理财产品名称	广发银行“益满钵盈”日日盈理财产品，4.65 亿元
	起息日及到期日	无固定期限
	付息方式	赎回付息
	预期收益率	保本浮动收益型产品

资料来源：海南海药

2015 年末，该公司非流动资产主要包括发放贷款及垫款、长期股权投资、可供出售金融资产、固定资产和在建工程。其中发放贷款及垫款为 2.34 亿元，较上年末同比下降 8.24%，主要为子公司同正小贷发放贷款减少所致。2015 年公司新增了对湖南金圣达空中医院信息服务有限公司（简称“湖南金圣达”）、重庆亚德科技股份有限公司、海南银行股份有限公司（简称“海南银行”）、北京春风百润股权投资合伙企业（有限合伙）等公司（简称“春风百润”）的投资，年末长期股权投资余额增至 1.59 亿元，可供出售金融资产增至 4.40 亿元。2015 年以来公司对外投资规模较大，公司将面临因对外投资带来的资金压力，同时被投资企业经营状况也将对公司盈利带来一定影响。

图表 26. 2015 年以来公司主要对外投资情况 (单位: 万元)

被投资企业	被投资企业主营业务或投资方向	期末投资余额(截至 2016 年 9 月末)	2015 年投资收益
中国抗体制药有限公司	生物制药	6,007.78	-702.03
江西华邦药业有限公司	中间体	1,536.28	-541.19
湖南金圣达空中医院信息服务有限公司	远程医疗	1,604.94	-31.15
湖南普瑞康医药有限公司	化学药品	1,052.37	
重庆亚德科技股份有限公司	互联网医疗	5,799.56	-154.54
台州市一铭医药化工有限公司	中间体、美罗培南粗品	-	-409.28
海南赛乐敏生物科技有限公司	生物制品的研究开发及有关的技术咨询	5,273.07	
海南银行股份有限公司	商业银行	21,000.00	--
北京春风百润股权投资合伙企业(有限合伙)	股权投资	2,500.00	--
上海联创永沂二期股权投资基金合伙企业	股权投资	3,750.00	--
中信信诚资产管理有限公司	特定客户资产管理业务以及中国证监会许可的其他业务	10,537.55	3,929.78
重庆市金科商业保理有限公司	商业保理	1,429.00	
重庆市金科金融保理有限公司		1,571.00	
重庆云信医疗科技有限公司	互联网和物联网技术的开发等	2,000.00	
重庆市沙坪坝区新世纪小额贷款股份有限公司	信贷	2,200.00	--

资料来源: 海南海药

图表 27. 2015 年(末)公司主要对外投资企业核心财务数据 (单位: 万元)

被投资企业	资产总额	净资产	总收入	净利润	经营性活动净现金流
中国抗体制药有限公司	8,299.22	847.51	--	-1,755.07	-1,291.20
江西华邦药业有限公司	19,292.71	3,826.16	11,486.29	-1,352.98	-1,314.35
湖南金圣达空中医院信息服务有限公司	1741.99	1420.5	246.73	-497.58	-1121.89
湖南普瑞康医药有限公司	9890.42	2888.93	15650.25	438.17	-1137.71
重庆亚德科技股份有限公司	36905.61	9896.36	7220.3	-743.75	-16958.05
台州市一铭医药化工有限公司	6127.47	-198.87	3577.1	-900.45	1358.36

资料来源: 海南海药

固定资产和在建工程方面，随着天地药业头孢中间体、力声特人工耳蜗、单克隆抗体工程等项目建设的推进，其中部分已实现阶段性投产并转入固定资产，2015年末该公司在建工程余额由上年末的2.18亿元下降至0.38亿元，同时固定资产余额由上年末的6.11亿元上升至9.01亿元。

2016年9月末，由于新增合并子公司郴州东院，在建工程 and 无形资产分别增长319.13%和50.86%至1.59亿元、3.91亿元；同期末，随着同正小贷发放贷款的增加，可放贷款及垫款较年初增长229.40%至7.71亿元；公司对海南赛乐敏、重庆维智畅云信息技术服务有限公司、天喆（北京）国际文化传媒有限公司、金圣达、湖南柳城中药饮片有限公司等公司的投资增加，致使长期股权投资进一步增长至2.30亿元；其他科目无明显变化。

七、公司抗风险能力/外部支持

（一）自身抗风险能力

该公司产品较为丰富，研发能力较强，融资渠道通畅，加之近年来持续的向产业链上游拓展使得公司具备了一定的抗风险能力。

1. 产品优势

该公司现主要产品头孢西丁、肠胃康、紫杉醇均具有原研资格，主要产品中头孢西丁市场占有率较高，收入和利润水平持续增长；肠胃康和紫杉醇都是公司经营多年的产品，盈利空间大。

2. 产业链优势

该公司已具备头孢类原料药主要品种的生产技术和工艺装备，已经形成了头孢中间体-原料药-制剂的产业链。另外，公司还形成了紫杉醇植物提取-粗品-原料-制剂的产业链，并建立了相应的技术储备。公司产业链的延伸不仅能够提高竞争能力和盈利能力，还能够对自身的原料供应和产品质量起到保障作用。

3. 研发优势

该公司的新产品研发建立在与清华大学医学院等十余所国内医药研究所长期稳定的技术交流与合作关系的基础上；新药研究（仿制、改进）工作则是与国内有丰富研发经验的几个研究中心合作，公司近年来推出

的多个产品已实现了较好的销售业绩。

4. 融资渠道畅通，资本结构优化

除银行借款和发行债券外，2015年该公司通过定向增发募集资金，2016年公司再次定向增发拟募集资金30亿元，目前该事项已获得证监会批复且募集资金已增资到位。定向增发募集资金使得公司资本实力持续增强，资本结构得到优化。

（二）外部支持

该公司与多家银行保持了良好合作关系，通过间接融资获得资金周转与补充的渠道畅通，具有较强的融资能力。截至2016年9月末，公司共获得银行授信合计人民币15.13亿元，其中尚未使用授信额度合计人民币2.51亿元，后续仍有一定融资空间。公司作为上市公司，可充分利用国内资本市场的融资便利，融资方式更为多样，融资渠道也相对更宽。

八、本次债券偿付保障分析

（一）盈利保障分析

该公司为我国知名医药制造企业之一，其核心产品头孢制剂具有一定产业链优势。公司盈利能力较强，近三年毛利水平维持在40%左右。公司2013-2015年营业收入分别为10.18亿元、13.43亿元和16.44亿元，同期实现净利润1.02亿元、1.71亿元和1.98亿元，可持续的盈利积累可对本期债券的偿还提供一定支持。

（二）偿债资金来源保障分析

该公司资信状况较好，在直接和间接融资市场的融资能力均较强，融资渠道通畅，截至2016年9月末，公司已获得的银行借款综合授信额度为15.13亿元，其中已使用授信额度为12.62亿元，尚未使用的综合授信额度为2.51亿元，可为本期债券本息的到期偿付提供一定的缓冲。此外，公司资产流动性较好，货币资金存量充足，同时公司近年多次公开发行人股票，资本实力不断提升，财务结构较为稳健，为偿还债务形成一定资金保障。

九、结论

该公司为民营上市公司，主要从事抗生素制剂、抗生素原料药和中间体、抗肿瘤药、肠胃药等产品的产销业务，其核心产品头孢制剂具有产业链优势。随着产业链的延伸和下游市场需求的扩大，近年来公司营业收入逐年稳步增长，但公司产品相对集中，市场地位仍有限，较易受到医药政策调整的影响。公司目前积极通过多元化的渠道筹集资金，业务领域已拓展到医疗器械、互联网医疗板块，公司未来投资规模较大，投资效果有待进一步观察。

近年来随着项目建设的不断推进，该公司资产规模持续增长。公司资产流动性较好，且货币资金存量充足，可为即期刚性债务的偿付提供较好的保障。2015年公司对外投资规模较以前年度大幅上升，给公司带来了一定的资金压力和投资风险。2015年及2016年，公司多次通过非公开发行股票募集资金，资本实力不断增强，财务杠杆有所下降，财务结构较为稳健。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

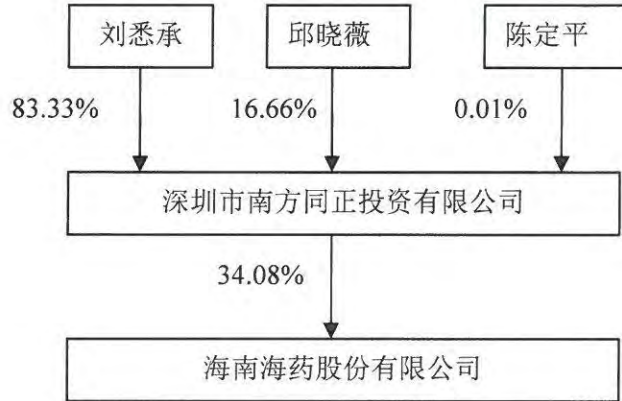
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

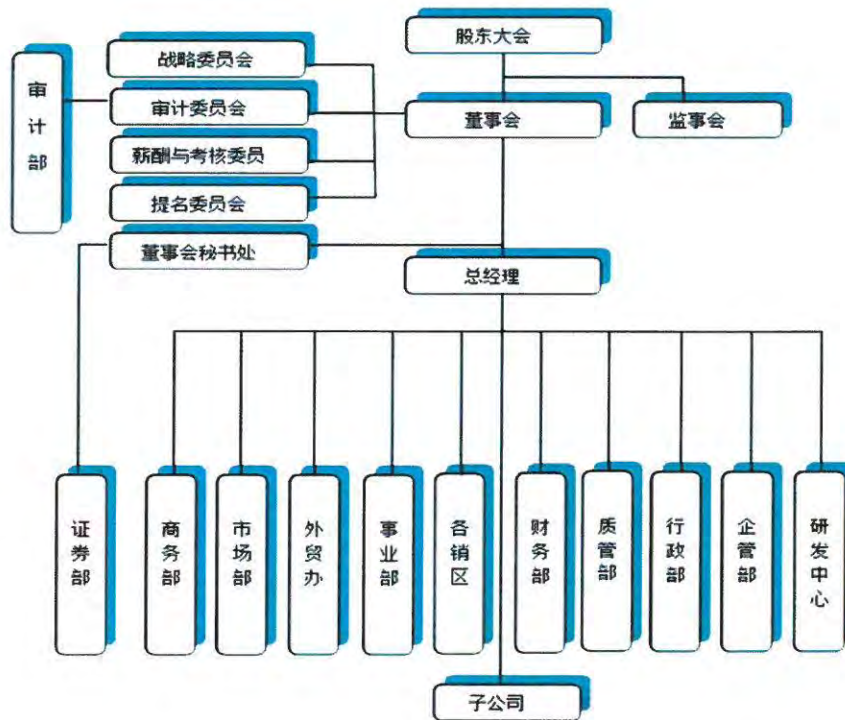
公司与实际控制人关系图



注：根据海南海药提供的资料绘制（截至2016年9月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据海南海药提供的资料绘制（截至2016年9月末）

附录三:

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称		母公司持股比例 (%)	主营业务	2015年(末)主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金流量净流入量 (亿元)	
海口市制药厂有限公司	海口制药厂	93.38	药品生产	10.25	7.86	9.01	0.94	0.59	
重庆天地药业有限责任公司	天地药业	99.27	药品生产	2.94	12.63	9.01	1.12	-2.37	
上海力声特医学科技有限公司	上海力声特	91.17	医疗器械生产	--	2.20	0.10	-0.07	0.03	

注: 根据海南海药下属公司 2015 年审计报告或财务报表整理

附录四：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013年	2014年	2015年	2016年 前三季度
资产总额 [亿元]	34.72	36.73	48.82	89.39
货币资金 [亿元]	7.31	9.54	12.22	32.02
刚性债务[亿元]	14.27	15.09	17.08	25.79
所有者权益[亿元]	15.90	17.28	25.37	56.98
营业收入[亿元]	10.18	13.43	16.44	10.14
净利润[亿元]	1.02	1.71	1.98	1.75
EBITDA[亿元]	2.50	3.57	4.04	—
经营性现金净流入量[亿元]	1.82	0.15	1.42	-4.88
投资性现金净流入量[亿元]	-4.09	2.36	-6.54	-18.07
资产负债率[%]	54.21	52.95	48.04	36.26
长期资本固定化比率[%]	85.59	69.50	68.96	48.65
权益资本与刚性债务比率[%]	111.41	114.55	148.51	220.95
流动比率[%]	122.36	159.42	173.55	249.71
速动比率 [%]	93.88	132.03	146.17	231.06
现金比率[%]	60.49	86.14	91.97	142.21
利息保障倍数[倍]	2.60	2.90	3.03	—
有形净值债务率[%]	140.94	132.24	104.53	61.71
营运资金与非流动负债比率[%]	58.34	105.96	118.82	356.67
担保比率[%]	1.89	0.58	7.09	3.05
应收账款周转速度[次]	5.57	6.61	5.59	—
存货周转速度[次]	1.85	2.71	2.96	—
固定资产周转速度[次]	2.45	2.45	2.17	—
总资产周转速度[次]	0.33	0.38	0.38	—
毛利率[%]	42.20	41.04	42.41	43.29
营业利润率[%]	11.69	13.24	13.50	17.00
总资产报酬率[%]	6.65	8.67	8.14	—
净资产收益率[%]	6.61	10.28	9.27	—
净资产收益率*[%]	6.52	10.47	9.96	—
营业收入现金率[%]	139.09	71.84	72.68	85.83
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	17.08	1.15	10.51	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	11.53	0.78	6.60	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-21.36	19.28	-38.02	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-14.41	13.13	-23.88	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.14	3.34	3.52	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.24	0.25	—

注：表中数据依据海南海药公司经审计的 2013~2015 年度及未经审计的 2016 年前三季度财务数据整理、计算。

附录五:

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1: 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2: 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3: EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人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级	发行人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级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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级	发行人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级	发行人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级	发行人不能偿还债务

注：除AAA、CCC及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除AAA级，CCC级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。