

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）

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100281】

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)

17 海药 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2018 年 6 月 22 日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2017 年 7 月 20 日

首次评级: AA/稳定/AA/2016 年 11 月 14 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	2.15	1.58	0.76	0.63
刚性债务	11.70	22.99	35.49	34.97
所有者权益	16.57	48.76	43.25	43.11
经营性现金净流入量	3.02	-3.89	-2.36	0.66
合并口径数据及指标:				
总资产	48.82	96.07	105.47	104.50
总负债	23.46	39.77	54.70	53.93
刚性债务	17.56	30.62	46.33	45.96
所有者权益	25.37	56.30	50.77	50.57
营业收入	16.44	15.09	18.25	6.57
净利润	1.98	1.59	0.81	0.71
经营性现金净流入量	1.42	-0.18	5.26	-0.79
EBITDA	4.04	4.02	4.32	—
资产负债率[%]	48.04	41.40	51.86	51.61
权益资本与刚性债务 比率[%]	144.46	183.86	109.59	110.04
流动比率[%]	173.55	226.89	192.45	193.77
现金比率[%]	91.97	120.87	133.63	112.88
利息保障倍数[倍]	3.03	2.58	1.39	—
净资产收益率[%]	9.27	3.90	1.52	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	10.51	-0.82	17.88	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-23.88	-118.31	-2.42	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.52	3.28	1.84	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.17	0.11	—

注: 根据海南海药经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、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

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对海南海药股份有限公司(简称海南海药、发行人、该公司或公司)2017 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)跟踪评级反映了 2017 年以来海南海药在产品竞争、产业链、研发能力等方面的所取得的积极变化,同时也反映了公司在对外投资、政策环境、产能释放、债务偿付、股权质押、内部治理、或有风险等方面继续面临压力。

主要优势:

- **产品竞争优势。**海南海药主要产品头孢西丁、肠胃康等产品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。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。

主要风险:

- **投资风险。**跟踪期内,海南海药对外股权投资、理财产品投资规模仍大,且在建项目较多。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。**海南海药的业务经营受政策因素影响较大,近年来限抗令升级、政府药品管制、药品招标、两票制等政策的实施均对公司经营产生一定影响。
- **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。公司现有制剂产能尚

- 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。
- **偿付压力。**跟踪期内，海南海药刚性债务大幅增加，存在一定债务偿付压力。
 - **股权质押风险。**海南海药控股股东南方同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。
 - **内部管理有待加强。**跟踪期内，海南海药因未按规定披露重大对外担保事项和关联交易事项收到了监管部门的处罚，暴露出公司内部治理结构方面存在的问题，公司管理有待加强。
 - **或有负债风险。**截至 2018 年 3 月末，海南海药共计为参股公司提供 1.50 亿元对外担保，存在一定或有负债风险。
 - **盈利稳定性较弱。**跟踪期内，海南海药盈利对非经常性损益科目依赖较大，盈利稳定性值得关注。

评级关注

- **重大资产重组事项的进展情况。**海南海药于 2018 年 5 月公布了重大资产购买预案，拟以 21.42 亿元收购奇力制药 100% 股权。本次收购已构成重大资产重组，收购事项所需资金规模较大，需关注收购进展及资金支付压力。
- **监管处罚、立案调查事项对公司的影响。**除监管处罚外，海南海药子公司海药投资及相关高管于 2018 年 5 月收到证监会的《调查通知书》，需持续关注事项进展、内部治理规范性。同时需关注监管处罚、立案调查事项对公司融资渠道及信用质量带来的影响。

➤ 未来展望

通过对海南海药及其发行的本期公司债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期公司债券还本付息安全性很高，并维持本期公司债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



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）

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照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）（简称 17 海药 01）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据海南海药提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对海南海药的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司已发行债券情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司已发行债券概况

债券简称	上市日期	期限	发行金额	发行利率	兑付情况
17 海药 01	2017.6	5 (2+2+1) 年	13 亿元	7.00%	尚未到期且未到付息期
16 海药 MTN001	2016.9	3 年	5 亿元	4.30%	尚未到期且正常兑付
17 海南海药 PPN002	2017.5	365 天	5 亿元	6.50%	已兑付
17 海药 SCP001	2017.3	180 天	5 亿元	5.28%	已兑付
17 海南海药 PPN001	2017.1	90 天	5 亿元	5.50%	已兑付
16 海药 PPN001	2016.1	365 天	5 亿元	5.50%	已兑付
15 海药 PPN001	2015.1	365 天	5 亿元	7.30%	已兑付
14 海药 PPN001	2014.2	365 天	5 亿元	8.35%	已兑付
13 海药 PPN001	2013.4	365 天	5 亿元	6.05%	已兑付
12 海药债	2012.6	5 年	5 亿元	5.20%	已兑付

资料来源：海南海药

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联

储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不断拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控

框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我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国际不确定性因素的冲击性风险。

医药制造行业是一个具有刚性需求、弱周期特性的成长性行业。近年来，国家陆续出台了一系列促进医药产业发展的政策，政府医疗卫生的投入持续加大，并扩大基本医疗保险的受益面。随着医保覆盖面扩大、支付水平提升，有利于进一步释放医药需求并为制药企业带来新的机遇。但另一方面，受到宏观经济大势以及医药监管政策的影响，医药行业同时也面临医保控费、药审制度趋严、药品招标降价多重因素影响。

(2) 行业因素

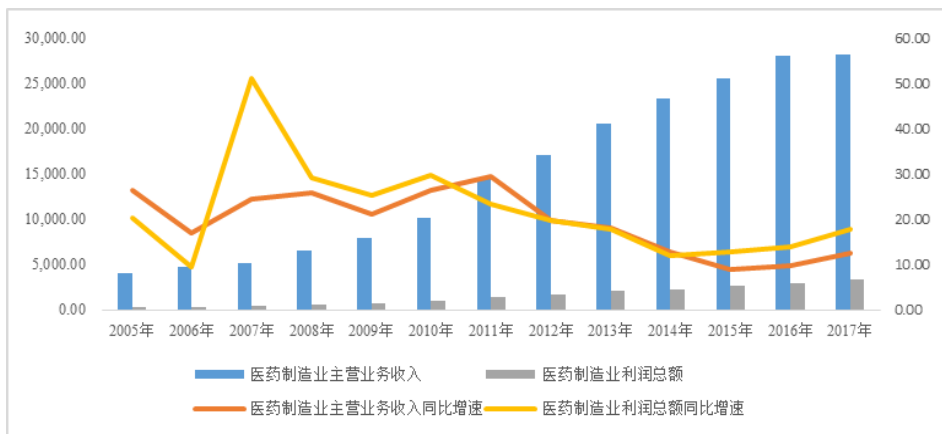
医药制造业属于典型的弱周期行业，近年来收入及利润仍呈现持续增长趋势。受医保控费、药品招标降价及药审制度趋严等因素影响，增速有所放缓，但支撑行业较高景气程度的基本因素并未发生改变。抗感染药物是中国药品市场份额最大的类别，其中头孢类药物是抗感染药物中的核心。我国正在逐步治理抗生素滥用问题，限抗和抗生素分级分类管理对该公司造成一定程度的影响。

A. 行业概况

我国经济不断发展，城镇化水平不断提高。据相关统计分析，城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，我国老龄化人口占比上升较快，研究表明医疗保健支出与年龄呈正相关性，老龄

化趋势的不断提高同样促进医药需求。新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容刺激了抑制的医药需求，促进医药行业不断发展。近年来，我国医药制造业主营业务收入及利润总额持续增长，但增速有所波动，整体呈现放缓态势。2011~2017 年度，我国医药制造业的主营业务收入从 14,522.05 亿元增至 28,185.50 亿元，年复合增长率为 11.69%；利润总额从 1,494.30 亿元增至 3,314.10 亿元，年复合增长率为 14.20%。其中，2017 年我国医药制造业实现主营业务收入¹28,185.50 亿元，同比增长 12.50%；利润总额 3,314.10 亿元，同比增长 17.80%，较 2016 年的收入增速和利润增速均有所回升。

图表 2. 2005 年以来我国医药制造业销售收入及盈利情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、国家统计局

从医药制造业未来发展趋势来看，人口老龄化、人均收入持续增长以及城镇化等因素保证了我国医药行业刚性需求的稳步增长，加之医疗改革和国家政策的不断深化推进，医药行业发展前景仍保持良好。根据国务院办公厅 2013 年 9 月下发的《国务院关于加强发展养老服务业的若干意见》，2020 年我国 60 周岁以上老年人口预计将达到 2.43 亿，2025 年或将突破 3 亿。随着人口结构的老龄化，未来中国医药市场将持续扩容，刚性需求逐步上升。同时，目前我国农村居民医疗保健水平较低，远低于城镇居民的平均水平，而城镇化将促进其医疗、养老、社会保障等多方面与城市接轨，进而带动基层、县医院的发展，为医药消费带来巨大增量。

图表 3. 2011 年以来我国医药制造业重要影响因素变化情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
我国人口数（亿人）	13.47	13.54	13.61	13.68	13.75	13.83	13.90
60 岁以上人口占比（%）	13.74	14.33	14.89	15.55	16.10	16.70	17.30
城镇基本医疗保险参保人数（亿人）	4.73	5.36	5.71	5.97	6.66	7.44	—
城镇基本医疗保险支出（亿元）	4,431.37	5,543.62	6,801.03	8,133.59	9,312.11	10,767.09	—
城镇居民人均可支配	2.18	2.46	2.70	2.88	3.12	3.36	3.64

¹ 由于医药制造业企业范围每年发生变化，为保证数据可比性，计算各项指标同比增速所采用的同期数与本期的企业统计范围相一致，和上年数据存在口径差异。

项目	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
收入(万元)							
医疗机构诊疗人次及入院人数(亿人次)	62.71	68.88	73.14	76.02	76.93	79.30	66.10
卫生费用(亿元)	24,345.91	28,119.00	31,668.95	35,312.40	40,974.64	46,344.88	—

数据来源: Wind、新世纪评级整理

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。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。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。

B. 政策环境

近年来国内医保支出准增长,但增速呈下降趋势。其中,城镇基本医疗保险统筹基金总支出增速已由 2011 年的 26.50% 下降至 2016 年的 15.60%。医药行业控费压力较大,药品招标降价短期趋势不变,终端销售价格下降则不断挤压着医药制造企业的利润空间;加之仿制药一致性评价、新版 GMP 认证等政策的陆续出台,增加了企业营运负担²;另外,由于两票制的推行,减少了医药流通企业的利润空间,也加大了医药制造企业的药品推广难度。短期而言,一般药企运营效率难言好转。长期来看,医药制造企业将重新洗牌,拥有大病种领域重磅产品、产品结构好的企业拥有较好价格维护能力;拥有较强研发实力的医药制造企业有望在后续经营中获得较多业绩补充;拥有较强推广实力的医药制造企业有望获得更高的终端覆盖度,以上资质较为优秀的药企有望在长期发展中脱颖而出。

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

² 一致性评价政策出台后,单一药品仿制药评价成本由原来的 50 万元左右提高至了 500 万元以上。

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盈利性构成一定程度的不利影响。

C. 竞争格局/态势

我国医药制造企业数量较多、行业整体集中度不高，市场较为分散。随着我国政府对环境保护和食品安全重视程度日益提升，以及相关监管政策的出台，行业内资源将不断向拥有完整产业链、较高品牌资源优势、较强规模效应及稳定的供销渠道的大型药企转移，行业内落后产能淘汰力度有所加大，行业集中度将进一步提升。同时，为快速提高研发实力、完善产品阶梯结构、实现规模化生产，并购整合手段也将成为医药制造企业提高市场集中度的主要手段之一。

图表 4. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标			核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	主营业务	总资产	资产负债率	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
丽珠集团	85.31	63.86	化学制剂药品中含抗生素、消化、心脑血管药品	158.98	29.34	16.94	44.88	13.16
华北制药	77.09	31.70	抗感染药物、心脑血管药物、肾病及免疫调节类药物、肿瘤治疗药物、维生素及营养保健品等	171.52	69.21	0.60	0.14	2.87
鲁抗医药	25.99	27.29	抗生素类、氨基酸类、心脑血管类、半合成抗生素类原料药、生物药品	52.02	59.65	1.07	1.29	2.76
联邦制药	68.45	36.60	抗生素和原料药的生产销售	141.12	61.44	—	0.82	—
亚太药业	10.83	44.55	抗生素、非抗生素类药品、原料药等	27.38	13.47	32.89	2.03	1.28
普洛药业	55.52	30.84	原料药及中间体、制剂	56.91	46.41	2.24	2.57	2.10
海南海药	18.25	48.11	头孢类抗生素药品、原料药及中间体	105.47	51.86	1.09	0.81	5.26

资料来源：新世纪评级整理

D. 风险关注

该公司所处行业风险主要来自（1）医药制造行业受政府管制、药品招标等等药政政策影响较大；（2）医药原料药及制剂生产企业日益增多，竞争日益激烈；（3）原料药的生产过程涉及化学危险品，环保及安全生产的压力较大，且面临持续的产品质量控制压力；（4）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相关医药生产造成一定程度的影响。

2. 业务运营

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。跟踪期内，公司受两票制影响调整了头孢制剂系列的开票方式；新增原料药及中间体贸易业务；受限抗令影响，其他类药品受销售收入小幅下滑；在以上综合因素影响下营业收入有所增长。公司近年对外投资规模较大，投资回报存在较大的不确定性，投资效果有待进一步观察。未来，公司拟通过收购奇力制药提升综合实力。此外，为集中资源于医药主营业务，公司拟逐步控制医疗服务及相关股权投资业务板块投资规模，需持续关注战略实施进展。

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、肠胃药及抗生素原料药、中间体等领域。公司产品较为丰富，其主要产品头孢西丁、肠胃康均具有原研资格，主要产品中头孢西丁市场占有率较高；肠胃康为公司经营多年的产品，盈利空间大。此外，公司通过向产业链上游拓展使得公司具备了一定的抗风险能力。但受限抗令升级、政府药品管制、药品招标、环保要求提升、两票制等国家政策影响，公司盈利水平呈一定波动。此外，公司对外投资规模较大，一定程度上增加了公司运营成本，降低了公司的利润空间。

2015~2017年及2018年第一季度，该公司营业收入分别为16.44亿元、15.09亿元、18.25亿元和6.57亿元。公司近年营业收入存一定波动，主要系子公司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”）因环保监察要求于2016年7-8月停产及原料药粗加工大宗产品需求减小，原料药及中间体2016年收入下滑；2017年以来，公司头孢制剂产品在两票制实施区域陆续展开了价格政策调整³，并新增了原料药及中间体贸易业务，收入规模有所上升；2018年第一季度，伴随着两票制在全国的全面开展，头孢制剂价格调整对收入的贡献愈发明显。

该公司具有生产头孢中间体技术，并形成了“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。目前，原料药及中间体已成为公司收入贡献度较高的产品；肠胃药方面，枫蓼肠胃康为公司传统产品，也是国内首家上市品种，具有较高的品牌知名度，近年保持了较高的毛利水平。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。2015~2017年及2018年第一季度，公司综合毛利率分别为42.41%、52.38%、48.11%和53.60%。2017年，公司综合毛利率较低，主要原因系2017年新增的原料贸易业务和医疗服务业务毛利水平较低所致；2018年第一季度，公司头孢制剂系列全面开展两票制下的价格调整政策，致使公司综合毛利率有所回

³ 2017年各地陆续展开了两票制，公司受此影响，销售头孢制剂系列原主要按底价出厂开票销售，逐渐调整为以各地实际中标价或“两票制”政策下的价格开票销售。

升。

图表 5. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围	基础运营模式	业务的核心驱动因素
医药制造	国内区域	纵向一体化	规模/市场/技术

资料来源：海南海药

该公司近两年拓展了医疗器械和医疗服务，以期构建“大健康产业体系”，但相关业务开展情况欠佳。医疗器械方面，主要为人工耳蜗产品。目前在销产品主要为 REZ-I 型，2015-2017 年及 2018 年第一季度，人工耳蜗产品实现销售收入 0.10 亿元、0.21 亿元、0.15 亿元和 0.04 亿元。医疗服务方面，公司于 2016 年以 0.57 亿元受让了郴州市第一人民医院东院 51% 股权（以下简称“郴州东院”）⁴，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；并抓住公立医院改革契机，以 3.40 亿元竞购鄂州康禾医院管理公司 100% 股权，取得三级乙等综合医院鄂钢医院的经营管理权⁵。2016-2017 年及 2018 年第一季度，公司医疗服务业务收入分别为 0.18 亿元、1.23 亿元和 0.31 亿元。受国家产业政策改革、医疗资源整合压力、项目风险控制压力等因素影响，公司计划未来逐步控制医疗服务业务板块投资规模。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	16.44	100.00	15.09	100.00	18.25	100.00	6.57	100.00
医药产品	16.33	99.34	14.49	96.01	16.54	90.65	6.13	93.20
其中：肠胃康	2.08	12.33	1.72	11.41	1.65	9.03	0.32	4.89
头孢制剂系列	3.62	22.05	3.57	23.63	5.43	29.74	2.36	35.97
其他品种	4.13	25.10	5.62	37.26	4.60	25.23	2.38	36.22
原料药及中间体	6.55	39.86	3.58	23.72	4.86	26.66	1.06	16.16
医疗器械	0.10	0.58	0.21	1.39	0.15	0.80	0.04	0.64
医疗服务	-	-	0.18	1.18	1.23	6.71	0.31	4.75
其他业务	0.01	0.08	0.21	1.41	0.33	1.83	0.09	1.41
毛利率	42.41		53.39		48.11		53.60	
医药产品	42.33		52.73		51.28		56.45	
其中：肠胃康	85.18		83.21		80.62		80.22	
头孢制剂系列	43.91		44.97		62.28		82.40	
其他品种	51.93		69.13		74.17		49.00	
原料药及中间体	17.03		20.26		7.40		8.22	

⁴ 郴州市第一人民医院东院 2017 年末资产总额为 3.68 亿元，负债总额为 3.04 亿元；2017 年共实现营业收入 0.02 亿元，实现净利润-0.07 亿元。

⁵ 2017 年，鄂钢医院实现门诊挂号 7.6 万人次，同比增长 14.81%；出院人数 0.96 万人次，同比增长 24.62%；手术 1765 人次，同比增长 63.27%；营业收入 12250.68 万元，同比增长 41.31%；利润 103.75 万元，同比增长 355.62%。

项目	2015年	2016年	2017年	2018年第一季度
医疗器械	70.07	69.90	62.79	74.61
医疗服务	-	1.31	9.44	6.93
其他业务	100.00	100.00	26.59	12.45

资料来源：海南海药

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剂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。2015-2017年及2018年第一季度公司肠胃康产品分别实现收入2.08亿元、1.72亿元、1.65亿元和0.32亿元，同期该产品毛利率分别为85.18%、83.21%、80.62%和80.22%，为公司盈利能力最强的产品。近年，公司肠胃康产品收入及毛利率有所下滑，主要系受国内部分区域招标延迟开标；两票制背景下代理商逐步降低产品备货量等医药环境政策影响所致。

头孢制剂方面，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。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，具有较高的市场知名度。2015-2017年及2018年第一季度公司头孢制剂销售收入分别为3.62亿元、3.57亿元、5.43亿元和2.36亿元；同期，毛利率分别为43.91%、44.97%、62.28%和82.40%。公司2015年及2016年头孢制剂产品销售收入较低，主要系受“限抗令”升级因素影响，产品销量减少所致；2017年以来，受两票制医药政策影响，头孢制剂系列药品调整出厂价格政策，带动头孢制剂系列药品收入及毛利率水平逐步上升。

图表 7. 近年来主要头孢类制剂产品收入构成情况表（单位：亿元）

产品名称	2015年	2016年	2017年	2018年第一季度
注射用头孢西丁钠	2.05	2.03	3.58	1.58
注射用头孢唑肟钠	0.53	0.54	0.86	0.47
注射用头孢呋辛钠	0.26	0.17	0.15	0.07
头孢克洛颗粒	0.28	0.25	0.29	0.06
注射用头孢孟多酯钠	0.15	0.01	0.05	0.06
合计	3.27	3.00	4.94	2.24

数据来源：海南海药

其它药品方面公司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。近年，在环保因素停产及下游制剂厂商需求减少等因素影响，公司其他产品产销规模出现不同程度的下滑。此外，国家卫生计生委办公厅于2017年3月发

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。

布了《关于进一步加强抗菌药物临床应用管理遏制细菌耐药的通知》，强调要加强抗菌药物管理，减少碳青霉烯类抗菌药物等特殊使用级抗菌药物使用。2017年，碳青霉烯类抗菌药物注射用美罗培南产品受国家限制抗菌药物政策升级影响收入出现明显下滑。

图表 8. 其他类药品近年来收入构成情况表（单位：亿元）

产品名称	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
注射用美罗培南	1.31	3.51	1.60	0.79
注射用氨曲南	1.10	1.00	1.14	0.42
注射用维生素 C	0.54	0.41	0.47	0.10
阿莫西林胶囊	0.09	0.10	0.12	0.04
阿莫西林分散片	0.04	0.04	0.05	0.01
其他产品	1.05	0.56	1.22	1.02
合计	4.13	5.62	4.60	2.38

数据来源：海南海药

该公司原料药及中间体主要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。2015~2017年及2018年第一季度，公司原料药及中间体销售收入分别为6.55亿元、3.58亿元、4.86亿元和2.38亿元；同期毛利率分别为17.03%、20.26%、7.40%和8.22%。受市场需求变化及盐城开元、天地药业2016年环保检查停产影响，2016年原料药及中间体销售收入较上年度大幅下降；2017年公司发挥协同作用新增毛利水平较低的原料药及中间体贸易业务所致，使得当年该板块收入规模上升而毛利率出现大幅下滑。2017年及2018年第一季度，公司原料药贸易业务收入为2.61亿元和0.51亿元，销售产品主要为公司及从其他原料药生产企业所采购的原料药，货款结算方式为银行承兑、电汇，结算周期为发货后3个月内。

规模因素

该公司主要有位于重庆的天地药业和海口制药厂两个生产基地：其中天地药业主要从事原料药和中间体等药品的生产⁷；海口市制药厂主要从事头孢类抗生素制剂和枫蓼肠胃康制剂的生产⁸。公司头孢制剂系列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，但2016年公司产品产能利用率出现不同程度下滑，主要原因系受“分级诊疗”、“限抗令”、“招投标制”等医药环境变化及客户需求转变影响，公司产品需求结构及销售策略出现不同程度变动，致使公司头孢粉针、普通粉针等产品销量下滑；另外，受天地药业及盐城开元停产因素影响，原料药产量下降造成产能利用不足。由于公司产品生产实行以销定

⁷ 截至2017年末公司，天地药业已形成头孢西丁酸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2,000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。

⁸ 截至2017年末，海口市制药厂已形成注射用头孢粉针剂13,000万支、普通粉针17,000万支、紫杉醇注射液500万支、颗粒剂20,000万袋、片剂32,500万片和胶囊剂13,000万粒的产能。

产的方式，2017年，公司加大了在基层医疗推广力度，整体药品产销量均有所增加，相关产能利用情况均有所恢复。2018年第一季度，公司产能利用率有所下降主要系受春节停产停工及设备检修影响所致。

图表 9. 公司产能利用率情况（单位：%）

	2015年		2016年		2017年		2018年第一季度	
	产能	产能利用率	产能	产能利用率	产能	产能利用率	产能	产能利用率
头孢粉针(万支)	13,000	89.57	13,000	67.30	13,000	70.45	3,250	59.20
普通粉针(万支)	17,000	83.99	17,000	66.30	17,000	81.04	4,250	62.27
颗粒剂(万袋)	20,000	88.65	20,000	83.70	20,000	86.77	5,000	70.46
片剂(万片)	32,500	88.80	32,500	62.70	32,500	78.16	8,750	50.68
胶囊剂(万粒)	13,000	87.83	13,000	79.00	25,000	83.28	6,250	65.69

数据来源：海南海药

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和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海芬达生物科技有限公司、河北合佳医药科技集团股份有限公司、山西新宝源制药有限公司、山西希伯尔商贸有限公司和台州一铭厂等，2017年前五大供应商占年度采购金额的30.34%，占比情况较为稳定。

市场因素

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存在差异。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个区域销售总额占比一直维持在90%左右，整体销售情况良好。

图表 10. 公司 2015 年以来制药业务分地区情况（单位：亿元、%）

地区	2015 年		2016 年		2017 年	
	营收	占比	营收	占比	营收	占比
华北地区	5.70	33.97	2.98	20.01	5.64	31.50
华东地区	4.74	28.25	3.82	25.70	4.95	27.66
西南地区	2.57	15.35	4.11	27.60	2.30	12.83
中南地区	2.38	14.19	2.49	16.72	2.77	15.47
其他	1.38	8.24	1.48	9.97	2.25	12.54
合计	16.77	100.00	14.88	100.00	17.91	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。此外，为适应分级诊疗等医药政策下不断增长的基层医疗需求，2017 年以来公司加大了对基层医疗的销售支持和力度，产品销量有所增加。

技术因素

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，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。2015-2017 年，公司研发投入分别为 0.37 亿元、0.61 亿元和 0.62 亿元，分别占营业收入比重的 2.24%、4.07% 和 3.41%。

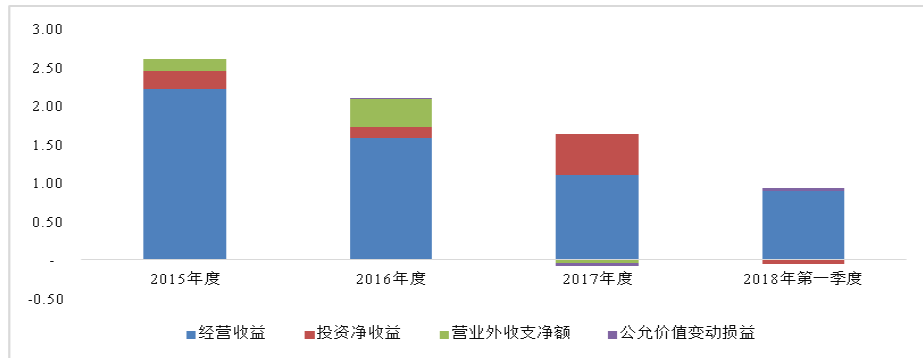
该公司现阶段的研发重点主要在抗肿瘤药领域，主要研发主体系公司参股的香港的中国抗体制药有限公司（简称“中国抗体”）和美国新泽西科技园的哈德森生物医药有限公司（简称“哈德森医药”）为公司的两大研发基地。目前公司中国抗体公司生物制品新药单克隆抗体产品类风湿性关节炎适应症已进入 III 期临床试验；淋巴瘤、红斑狼疮两适应症新药已进入 II 期临床；治疗肿瘤 1.1 类新药 SM09、SM06、TNF2、N009、N004 等已完成临床前研究；治疗肿瘤的新化合物 MDM2 抑制剂已申请美国专利和 PCT 专利，正在中美同步开展临床前研究；抗癌药盐酸苯达莫司汀已进入 II 期临床入组；抗十二指肠溃疡新剂型奥美拉唑已完成全部临床研究，即将进入报批生产阶段。此外，公司还有头孢西丁钠、紫杉醇注射液、美罗培南、氨曲南等注射剂处于一致性评价的药学研究中，关注产品一致性评价对公司经营业绩产生的影响。

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。2017 年度公司进行枫蓼肠胃康颗粒剂上市后再评价 1 项，申报各类补充申请 6 项，出口注册新申报 3 个国家 5 个品种。获得发明专利证书 5 项，再注册批件 7 项，补充申请备案 6 项。除了多年以前研发成功的头孢西丁、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。

(2) 盈利能力

图表 11. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据海南海药所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

近年来该公司收入呈波动趋势，2015~2017 年及 2018 年第一季度公司实现营业收入 16.44 亿元、15.09 亿元、18.25 亿元和 6.57 亿元。公司积极调整产品结构，高毛利产品占比有所提高，整体毛利水平呈增长趋势。同期，公司毛利率分别为 42.41%、52.38%、48.11% 和 53.60%。其中 2017 年毛利率下降主要系新增的原料贸易业务和医疗服务业务毛利水平较低所致。

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，2015~2017 年及 2018 年第一季度，公司投资收益分别为 0.24 亿元、0.14 亿元、0.54 亿元和 -0.05 亿元，呈现了较大的波动性。2017 年投资收益规模较大，其中理财收益为 5,046.20 万元、转让江西华邦药业有限公司 40% 股权、重庆市忠县同正小额贷款有限责任公司（简称“同正小贷”）20% 股权、海南赛乐敏生物科技有限公司 25% 股权取得的投资收益合计为 2,689.67 万元及权益法核算的长期股权投资收益为 -3,030.84 万元。近年，公司长期股权投资参股企业经营业绩较差，权益法核算的长期股权投资呈亏损状态。按照未来规划，公司未来将逐步退出相关投资项目，需关注公司投资损益情况。2015~2017 年及 2018 年第一季度，公司营业外收入分别为 0.17 亿元、0.40 亿元、0.03 亿元和 0.00 亿元，主要来源于政府补助。由于 2017 年度会计政策变更，公司将政府补助计入了其他收益科目。2016 年及 2017 年公司其他收益分别为 0.38 亿元和 0.01 亿元。

图表 12. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	16.44	15.09	18.25	6.57
毛利 (亿元)	6.97	7.90	8.78	3.52
期间费用率 (%)	30.87	39.38	45.33	37.99
其中: 财务费用率 (%)	5.43	6.16	7.59	6.96
全年利息支出总额 (亿元)	1.15	1.22	2.35	-
其中: 资本化利息数额 (亿元)	0.04	0.02	0.14	-

资料来源: 根据海南海药所提供数据整理

该公司期间费用规模以销售费用和管理费用为主, 财务费用支出较少。2015~2017 年及 2018 年 1-3 月销售费用分别为 2.82 亿元、3.29 亿元、4.82 亿元和 1.45 亿元, 呈增长趋势, 主要系公司加大了终端市场的开拓, 及两票制背景下, 中间市场环节减少, 销售投入增加所致。同期末, 公司管理费用分别为 1.36 亿元、1.72 亿元、2.06 亿元和 0.59 亿元, 主要系职工薪酬、技术开发费等费用增加及新增并表单位所致。同期末, 公司财务费用分别为 0.89 亿元、0.93 亿元、1.38 亿元和 0.46 亿元, 随行公司银行借款及发行债券的增加呈增长趋势。同期末, 公司期间费用率分别为 30.87%、39.38%、45.33% 和 37.99%, 处于较高水平, 基本呈逐年增长趋势。

图表 13. 影响公司盈利的其他因素分析 (单位: 万元)

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
投资净收益	2,371.17	1,375.76	5,366.05	-491.01
其中: 权益法核算的长期股权投资收益	-1,838.18	-1,439.48	-3,030.84	-585.39
处置长期股权投资产生的投资收益	—	125.77	2,689.67	—
理财收益	4,177.65	3,689.47	5,046.20	—
营业外收入	1,709.77	3,956.48	257.75	33.29
其中: 政府补助	1,591.06	3,870.39	—	—
其他收益	—	—	3,846.22	86.83
公允价值变动损益	—	36.62	-321.36	387.01
其中: 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资	—	36.62	-321.36	387.01

资料来源: 根据海南海药所提供数据整理

从盈利构成来看, 该公司盈利主要来自经营收益及投资净收益、政府补助 (主要计入营业外收入或其他收益等科目) 等非经常性损益科目。近年来公司投资净收益、政府补助规模较大, 相关盈利实现易受公司经营规划、政府政策变动影响, 稳定性不足。近年, 公司期间费用规模较大, 一定程度上弱化了公司的利润空间, 致使公司营业利润呈下滑趋势。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月, 公司实现营业利润分别为 2.22 亿元、1.59 亿元、1.10 亿元和 0.89 亿元; 净利润分别为 1.98 亿元、1.59 亿元、0.81 亿元和 0.71 亿元。

(3) 运营规划/经营战略

该公司未来业务将围绕医药制造主业展开相关工作。目前主要在建项目主要包括年产 200 吨头孢克洛粗品生产线建设项目、海南海药生物医药产业园项目⁹、湖南廉桥药都中药材仓储物流交易中心项目¹⁰及郴州东院一期工程项目等。目前，公司在建项目计划总投资金额 21.68 亿元，截至 2018 年 3 月末已投资 10.24 亿元，资金来源包括募集资金、自筹及金融机构贷款等。公司后续仍有较多资金投入需求，需关注相关资金获取压力。

图表 14. 截至 2018 年 3 月末公司在建项目情况（单位：万元）¹¹

在建项目	计划投资金额	已投资	预计 2018 年投入	预计 2019 年投入	预计 2020 年投入	计划完工时间	投资进度	投资资金来源
天地药业 100 吨头孢克洛粗品建设项目	11,500.03	4,181.44	1,500.00	4,000.00	1,820.00	2018/12	36.36%	募集资金
盐城开元 100 吨头孢克洛粗品建设项目	14,100.00	6,910.05	5,901.15	8,000.00	—	2018/12	49.01%	募集资金、自筹
郴州东院一期工程项目	58,093.71	39,468.83	19,932.16	—	—	2018/12	67.94%	金融机构贷款、自筹
海南海药生物医药产业园项目	72,076.84	20,788.89	50,250.34	4,035.80	—	2019/02	28.84%	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	31,046.05	34,549.25	—	—	2018/06	50.94%	募集资金
合计	216,718.84	102,395.26	112,132.90	16,035.80	1,820.00	—	—	—

数据来源：海南海药

此外，该公司将在未来择机进行远程医疗服务平台项目¹²的建设，该项目原预计资金总额为 17.03 亿元，已投入金额为 0.26 亿元，资金来源为 2016 年非公开发行募集资金。公司拟将原募集资金项目“远程医疗服务平台项目”暂未投入的全部募集资金 17.23 亿元的用途变更为收购奇力制药股份有限公司（以下简称“奇力制药”），目前方案尚需股东大会审议通过。公司于 2018

⁹ 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、氨曲南 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。

¹⁰ 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。

¹¹ 年产 200 吨头孢克洛粗品生产线建设项目，原预计达到预定可使用状态日期为 2017 年 12 月，由于工业园区规划调整，其污水处理厂尚未建设，以及公司需根据产品市场情况进行工艺升级、另行选购定制设备，该建设项目无法按计划投产，项目周期延长至 2018 年 12 月。

¹² 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。

年5月公布了重大资产购买预案，拟以21.42亿元¹³自有及自筹资金收购海口奇力制药100%股权，其中2018-2020年分别需支付12.85亿元、6.43亿元和2.14亿元。奇力制药主要从事各类化学制剂及中成药的生产和销售工作。公司拟通过收购奇力制药丰富产品结构，提升技术储备与研发能力。截至2017年末，奇力制药资产总额为15.80亿元，所有者权益为6.02亿元；2017年经营活动现金流净额为2.05亿元，实现营业收入12.01亿元，实现归属于母公司所有者的净利润1.05亿元。本次交易未安排业绩承诺事项。公司虽计划更改募集资金用途用于奇力制药的收购，但该方案尚未经股东大会通过，存在一定不确定性。此外，本次收购构成重大资产重组及所需资金规模较大，需关注收购进展及资金支付压力。

该公司近年积极布局了医疗服务机构、生物医药等医药相关领域，合计出资3.97亿元投资设立了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”）、盐城海药烽康投资管理中心（有限合伙）（简称“盐城海药”）以及昭阳医疗产业(长沙)股权投资合伙企业（有限合伙）（简称“昭阳医疗”）。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；昭阳医疗投资方向为医疗产业；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。目前以上投资平台均处于投资初期，尚未产生投资收益。公司计划未来集中资源回归医药制造主业，待以上投资平台到期后逐步退出。

该公司预计2018-2020年资本性支出资金需求为26.06亿元、10.83亿元和6.04亿元，主要用于在建项目、研发投入及分期购买的奇力制药股权等；同期，公司营运资金需求分别为30.00亿元、40.00亿元和65.00亿元，呈增长趋势，主要系预计2019-2020年新药及仿制药集中上市所需维护费用增加、收购奇力制药以后业务范围扩大、原料药贸易业务规模增加所需运营增加所致。公司计划更改2016年非公开发行股票原投入“远程医疗服务平台项目”且暂未使用的17.23亿元募集资金用于收购奇力制药。此外，公司在建项目项目资金来源主要为募集资金，但公司预计未来营运资金及研发投入仍存在一定资金缺口，公司计划通过自有资金、银行借款、发行债券等债务性融资、出售长期股权等金融资产等满足运营需求。随着业务范围的增大，财务杠杆可能进一步上升。

¹³ 开元资产评估有限公司采用收益法与市场法对奇力制药进行评估，最终采用收益法的评估结果作为最终结论。截至评估基准日（2017年12月31日），奇力制药未经审计的净资产账面价值为6.03亿元，预估值为20.44亿元，预估增值14.41亿元，增值率238.89%。经交易各方协商，奇力制药100%股份交易作价暂定为21.42亿元。

图表 15. 公司 2018 年~2020 年投融资规划

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度
资本性支出计划 (亿元)	26.06	10.83	6.04
其中: 在建项目 (亿元)	11.21	1.60	0.40
研发费用 (亿元)	2.00	2.80	3.50
购买海口奇力制药股份有限公司股份 (亿元)	12.85	6.43	2.14
营运资金需求 (总额, 亿元)	30.00	40.00	65.00
融资安排 (总额, 亿元)	38.00	43.00	50.00
其中: 权益类融资 (亿元)	1.00	1.50	2.00
债务类融资 (亿元)	37.00	41.50	48.00

资料来源: 根据海南海药所提供数据整理

管理

该公司系南方同正控制的民营上市公司, 股权结构较清晰。跟踪期内, 公司收到《海南证监局关于对海南海药股份有限公司采取责令改正措施的决定》、子公司收到《中国证券监督管理委员会调查通知书》暴露了内部管理及信息披露方面存在的部分问题, 需持续关注相关事项对公司融资渠道及信用质量带来的影响。

跟踪期内该公司股权结构保持稳定, 深圳市南方同正投资有限公司 (以下简称“南方同正”) 仍为公司控股股东, 自然人刘悉承通过南方同正间接控股公司。截至 2018 年 3 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 27.87%, 因此刘悉承家族为公司实际控制人。跟踪期内, 南方同正持股比例有所下降, 主要系以公司 0.83 亿股份 (占公司总比例的 6.21%) 为担保物发行了 8.00 亿元“17 同正 EB”所致。截至 2018 年 3 月末, 南方同正持有的公司股权中, 已有 99.57% 办理了质押登记, 质押用途主要为增持公司股份。南方同正质押公司股权比例很高, 存在控股股东股权变更风险。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¹⁴企业进行实体经营, 产业涉及医药、能源、电池等行业。截至 2017 年末, 南方同正 (合并报表口径) 总资产为 136.41 亿元, 净资产为 31.20 亿元; 2017 年南方同正实现营业收入 25.85 亿元, 净利润为-2.05 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庆万里新能源股份有限公司 (上交所上市公司万里股份, 股票代码 600847.SH), 万里股份主要从事铅酸蓄电池的生产销售业务。公司实际控制人旗下的其他公司均处于亏损

¹⁴ 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。

或微利状态，需关注公司与关联方之间的资金往来对公司业务运营的影响。

图表 16. 公司实际控制人主要产业核心财务数据表（单位：亿元）

公司名称	资产总额	净资产	营业收入	净利润	经营活动现金流量净额
南方同正	36.82	0.18	0.00	-0.40	-3.51
万里股份	8.47	6.83	4.53	0.15	-0.13
海药地产	3.46	-0.34	0.00	-0.15	0.26
特瑞电池	11.62	4.59	2.94	0.19	-2.34
长帆新能源	3.35	0.27	0.13	-0.32	-0.75
金渝矿业	0.01	0.00	0.00	-0.01	-0.26

数据来源：以上数据来源于各公司 2017 年年报或财务报表，由海南海药提供

该公司日常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。2017 年公司在采购环节形成关联交易金额 0.39 亿元，占采购总额的 4.14%；销售环节关联交易金额为 0.05 亿元。此外，公司还存在部分产股权关联交易。

此外，该公司还存在关联应收款项、关联担保等关联事项。2017 年末，公司应收台州市一铭医药公司、湖南普瑞康医药有限公司、深圳赛乐敏生物有限公司、同正小贷等关联单位往来款项 1.78 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司共计为重庆亚德科技股份有限公司¹⁵提供对外担保余额为 1.50 亿元，期末担保比率为 2.97%。

图表 17. 2018 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）

担保对象名称	担保金额	起始日期	到期日
重庆亚德科技股份有限公司	4,500.00	2017/4/12	2018/10/9
	3,500.00	2017/9/13	2018/9/12
	5,000.00	2017/8/31	2019/8/30
	2,000.00	2017/8/11	2018/8/11

资料来源：海南海药

2018 年 5 月 17 日，该公司及刘悉承、王伟、周庆国、任荣波、林健、张晖收到中国证券监督管理委员会海南监管局《中国证券监督管理委员会海南监管局行政处罚决定书》（[2018]2 号），由于公司未按规定披露重大担保事项、未按规定披露关联交易事项等构成违法行为，对海南海药及相关负责人给予警告，并处以一定罚款¹⁶，其中以上涉及违规的对外担保合计金额 4.5 亿元；涉及违规的关联交易合计金额 2.8 亿元、涉及违规的控股股东资金占用 1 亿元，上述几件违规事项主要参与方均为公司客户重庆金赛医药有限公司，该事项已记入资本市场诚信信息数据库。公司虽进行了整改，但相关内控和信

¹⁵ 截至 2017 年末，重庆亚德科技股份有限公司资产总额为 4.05 亿元，负债总额为 2.02 亿元；2017 年实现营业收入 2.85 亿元，实现净利润 0.06 亿元。

¹⁶ 对海南海药给予警告，并处以 30 万元罚款；对刘悉承、王伟给予警告，并分别处以 10 万元罚款；对周庆国给予警告，并处以 5 万元罚款；对任荣波、林健、张晖给予警告，并分别处以 3 万元罚款。

息披露相关制度的落实有待加强，规范运作水平有待提高。

2018年5月，该公司全资子公司海南海药投资有限公司（以下简称“海药投资”）及相关董事、高级管理人员¹⁷收到了中国证券监督管理委员会《调查通知书》，由于公司涉嫌超比例持有“人民同泰”股票未及时公告、在限制期买卖“人民同泰”股票、短线交易“人民同泰”股票，根据《中华人民共和国证券法有关规定》需对海药投资及相关高管进行立案调查，需持续关注被监管处罚及立案调查事项对公司融资渠道及信用质量带来的影响。

根据该公司提供的《企业信用报告》（2018年5月10日）及相关资料，公司近三年不存在未结清违约记录及重大诉讼情况。此外，根据公开信息披露，公司债券偿付正常，无违约事项。

图表 18. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018/5/10	无	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2018/6/10	不涉及	正常	不涉及	不涉及
重大诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台/公司情况说明	2018/5/19	无	无	无	无
工商	国家企业信用信息公示系统	2018/6/10	无	无	无	无
安全	公司情况说明	—	无	无	无	无

资料来源：根据海南海药所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

跟踪期内，该公司收入水平进一步提升，但期间费用高企，弱化了公司盈利水平，且公司负债规模有所上升，存在一定债务期限结构错配。但公司2017年以来公司经营性现金流情况转好，且货币资金存量充裕，可为即期债务偿付提供一定保障。此外，公司近年在建项目、金融类理财等投资规模较大，需关注相关投资风险及资金支付压力。

1. 数据与调整

天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的2015年至2017年度财务报表进行了审计，并对2015-2016年财务报表出具了标准无保留意见。由于公司因涉嫌信息披露违法违规于2017年11月收到中国证券监督管理委员会

¹⁷ 张晖、林健、张伟、李昕昕、刘悉承等。

会海南监管局《调查通知书》(琼证调查字 2017031 号)。截至审计报告日(2018 年 4 月 24 日),中国证券监督管理委员会对公司涉嫌违反证券法律法规的事项尚在调查过程中。因此,天健会计师事务所(特殊普通合伙)对公司出具了带强调事项段无保留意见的内部控制审计报告。公司执行企业会计准则(2006 版)及其补充规定。2017 年,公司按照财政部新颁布的《关于印发<企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营>的通知》(财会[2017]13 号)和《关于印发修订<企业会计准则第 16 号——政府补助>的通知》(财会[2017]15 号)对会计政策进行变更。公司 2018 年第一季度财务报告未经审计。

2015 年末,该公司合并范围共 18 个子子公司;2016 年,公司合并范围增加 8 家子公司,分别为力声特美国股份有限公司、郴州市第一人民医院东院有限公司、海南海药投资有限公司、鄂州康禾医院管理有限公司、湖南柳城中药饮片有限公司、湖南养身堂贸易有限公司、湖南海怀茯苓有限公司及湖南海涟湘玉中药材产业发展有限公司;另外因股权转让,合并范围减少海南南方君合药业有限公司及同正小贷¹⁸ 家子公司;2017 年,公司合并范围新增海药国际集团有限公司、南京云杏医疗管理有限公司、广州瑞海医药研究有限公司、湖南省弘华中药饮片有限公司、云杏科技(天津)有限公司、昆明烽康医疗管理有限公司、湖南海药鸿星堂医药有限公司、湖南佰成仓储物流有限公司 8 家子公司,因注销减少海口多多之旅接待服务有限公司 1 家子公司,合并范围增加至 31 家子公司。公司近年来投资并购活动较频繁,业务扩张较快,财务数据变化较大。

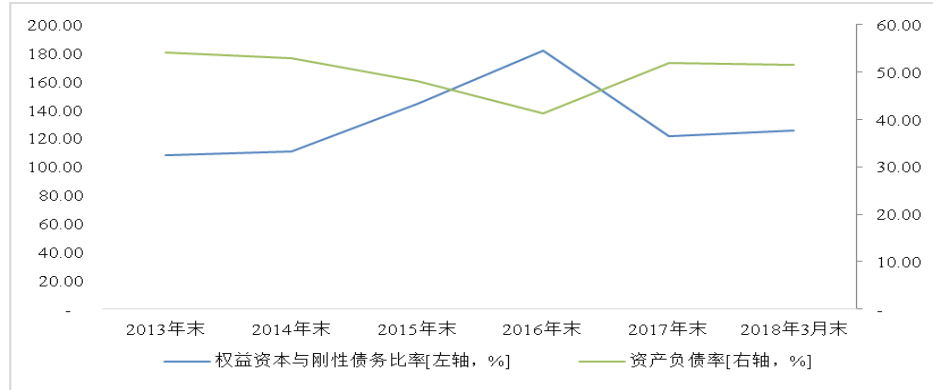
此外,该公司拟以 21.42 亿元交易作价收购奇力制药 100% 股权。收购完成后,公司资产及收入规模预计将进一步扩大。

¹⁸ 公司原包含金融服务业务,经营主体为同正小贷,后因经营战略调整,公司已于 2016 年 12 月将同正小贷 30% 股权以 0.37 亿元交易作价转出,转出后同正小贷成为海南海药参股公司。公司 2015~2017 年金融服务业务收入分别为 0.34 亿元、0.35 亿元和 0.00 亿元。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据海南海药所提供数据绘制

随着在建项目投入的增加,该公司资金需求增加,2015~2017年末及2018年3月末,公司负债总额分别为23.46亿元、39.77亿元、54.70亿元和53.93亿元。同期,公司资产负债率分别为48.04%、41.40%、51.86%和51.61%,呈波动趋势,主要系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总额5.00亿元及30.00亿元;2017年以来对外投资项目增加负债增加,回购股票进行股权激励减少库存股5.08亿元¹⁹、进行现金分红导致的所有者权益减少所致。

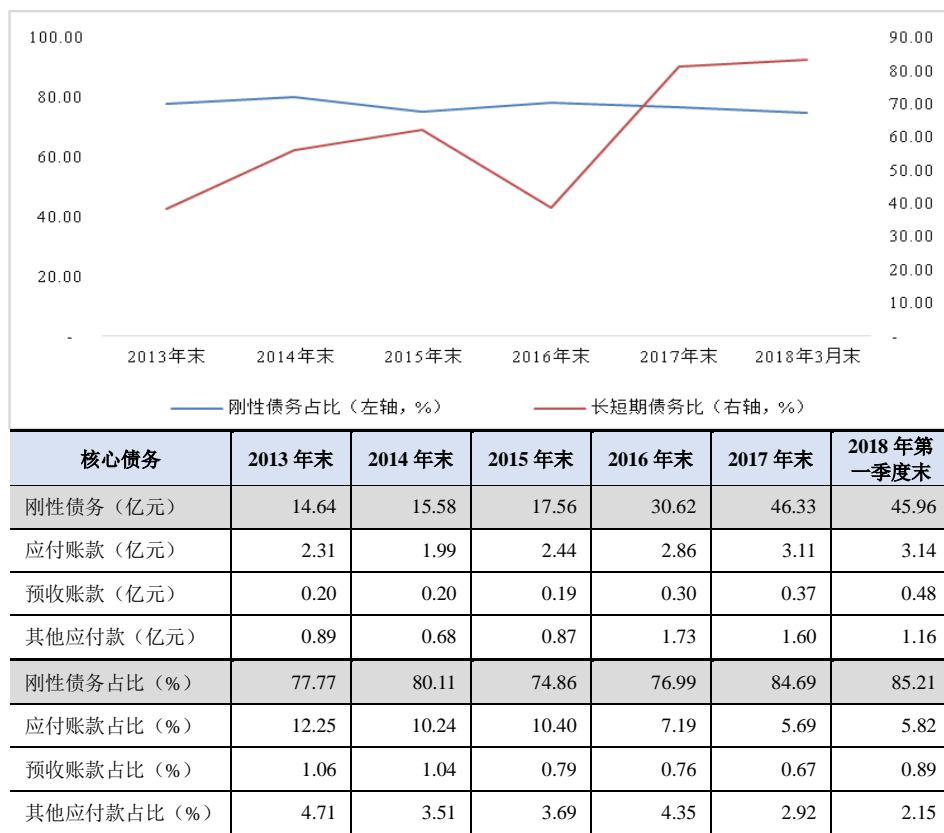
根据该公司利润分配政策²⁰,现阶段每年进行现金分红,公司现金分红规模较大,2015~2017年分别分红0.00亿元、2.00亿元和1.28亿元,在归属于上市公司普通股股东的净利润占比分别为0.00%、121.73%和149.77%。

¹⁹ 2017年9月15日,公司2017年第一次临时股东大会审议通过《关于以集中竞价交易方式回购股份的议案》,同意公司以集中竞价交易方式回购股份作为拟实施的股权激励计划之标的股份,回购股份的资金总额不低于人民币4亿元,不超过人民币6亿元,实施期限自公司股东大会审议通过之日起6个月内。截至2017年末,公司累计回购股份38,614,138股,总金额509,769,297.43元。

²⁰ 公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的,进行利润分配时,现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到20%。

(2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据海南海药所提供数据绘制

该公司债务主要由刚性债务和应付账款构成。2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司刚性债务分别为 17.56 亿元、30.62 亿元、46.33 亿元和 45.96 亿元，分别占负债总额的 74.86%、76.99%、84.69% 和 85.21%，在负债中占比较高。同期，应付账款余额分别为 2.44 亿元、2.86 亿元、3.11 亿元和 3.14 亿元，主要应付供应商货款。

(3) 刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2013 年 末	2014 年 末	2015 年 末	2016 年 末	2017 年 末	2018 年 第一 季度 末
短期刚性债务合计	9.68	8.80	10.03	22.23	23.64	23.18
其中：短期借款	3.99	2.35	3.40	11.35	16.98	16.56
一年内到期的长期借款	-	0.57	0.62	0.40	0.28	0.18
应付短期债券	5.00	5.00	5.00	9.91	5.00	5.00
应付票据	0.33	0.39	0.53	0.08	0.64	0.33
其他短期刚性债务	0.37	0.49	0.48	0.50	0.75	1.11
中长期刚性债务合计	4.96	6.78	7.53	8.39	22.69	22.78
其中：长期借款	—	1.81	2.63	3.16	4.17	4.25

刚性债务种类	2013年末	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年第一季度末
应付债券	—	4.97	4.90	—	12.89	12.90
应付融资租赁费	—	—	—	0.24	0.65	0.65
应付中期票据	—	—	—	4.99	4.98	4.98
综合融资成本(年化, %)	5.84	6.79	5.98	5.00	5.30	5.64

资料来源：根据海南海药所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

近年来，该公司债务规模随公司业务范围的扩大及并表范围的增加呈增长趋势。2017年末公司刚性债务总额为46.33亿元，主要由银行借款、应付债券、应付短期融资券等构成。2017年末，公司银行借款为21.43亿元，借款结构偏短期，其中保证借款为9.52亿元、信用借款为8.92亿元、抵押借款为1.19亿元、质押借款为1.80亿元，抵押及质押物为应收账款、无形资产、固定资产等（详见图表31）；其他刚性债务主要为公司发行的各类债券。

图表 22. 截至 2017 年末公司银行借款构成（单位：亿元）

银行借款	保证借款	抵押借款	质押借款	信用借款	合计
短期借款	5.35	1.19	1.52	8.92	16.98
一年内到期的长期借款	0.21	—	0.07	—	0.28
长期借款	3.96	—	0.21	—	4.17
合计	9.52	1.19	1.80	8.92	21.43

资料来源：海南海药

近三年，该公司综合融资成本约保持在5-6%左右，处于合理区间。截至2017年末，公司1年以内、1-2年（不含2年）、2-3年（不含3年）、3-5年（不含5年）和5年及以上刚性债务占比分别为49.86%、17.27%、1.34%、28.68%和2.85%，结构偏短期。

图表 23. 公司 2017 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构

综合融资成本或利率区间\到期年份	1年以内	1~2年(不含2年)	2~3年(不含3年)	3~5年(不含5年)	5年及以上
3%以内	—	—	—	—	—
3%~4% (不含4%)	—	—	—	—	—
4%~5% (不含5%)	15.25	7.13	—	—	1.28
5%~6% (不含6%)	1.30	—	—	—	—
6%~7% (不含7%)	5.37	0.63	—	—	—
7%及以上	0.49	—	0.60	12.89	—
合计	22.41	7.76	0.60	12.89	1.28

资料来源：海南海药

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期 (天)	257.19	189.88	188.68	289.07	277.35
营业收入现金率 (%)	139.09	71.84	72.68	76.20	81.27
业务现金收支净额 (亿元)	3.22	3.05	3.50	4.65	8.34
其他因素现金收支净额 (亿元)	-1.40	-2.90	-2.09	-4.83	-3.07
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	1.82	0.15	1.42	-0.18	5.26
EBITDA (亿元)	2.50	3.74	4.04	4.02	4.32
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.17	0.25	0.24	0.17	0.11
EBITDA/全部利息支出 (倍)	3.14	3.50	3.52	3.28	1.84

资料来源：根据海南海药所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2015~2017 年，该公司营业周期分别为 188.68 天、289.07 天和 277.35 天。2016 年以来，公司营业周期增长，主要系公司合并范围扩大及部分到期应收票据因出票人未履约转入应收账款所致。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。2015-2017 年及 2018 年第一季度，经营性现金流量净额分别为 1.42 亿元、-0.18 亿元、5.26 亿元和 -0.79 亿元。公司经营活动现金流量净额波动较大，主要系 2015 年原料药及中间体销售收入增长；2016 年同正小贷发放贷款净额比上年同期增加；2017 年同正小贷转出后公司无发放贷款支出及随营业收入的增长，货款回款相应增长所致。

该公司近年盈利水平较稳定，但债务规模不断增大，EBITDA 对债务的覆盖程度呈下降趋势。2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 4.04 亿元、4.02 亿元和 4.32 亿元，同期，EBITDA 对利息支出的保障倍数分别为 3.52 倍、3.28 倍和 1.84 倍；EBITDA 对刚性债务的保障倍数分别为 0.24 倍、0.17 倍和 0.11 倍。

(2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-3.53	4.20	-6.36	-17.12	1.63	-3.34
其中：理财产品投资回收与支付净额	-0.02	-0.08	-1.00	-14.50	13.33	-3.23
其中：与主业有关的投资净额	-3.51	4.27	-5.36	-2.62	-11.71	-0.11
购建与处置固定资产、无形资产	-2.77	-2.22	-1.68	-1.75	-7.69	-1.13

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
及其他长期资产形成的净流入额						
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.95	-0.06	1.16	-15.13	-0.95	-0.61
投资环节产生的现金流量净额	-4.09	2.36	-6.54	-37.22	-6.41	-5.13

资料来源：根据海南海药所提供数据整理

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。2015~2017年及2018年1~3月，投资性现金流量分别为-6.54亿元、-37.22亿元、-6.41亿元和-5.13亿元，呈净流出状态，主要系公司2015年对外股权投资增加；2016年购买了较多理财产品；2017年对多家子公司增资并赎回了较多理财产品所致。公司在建项目规模较大，预计未来仍有较多投资活动资金需求。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
权益类净融资额	0.02	-	6.22	29.70	1.34	0.02
债务类净融资额	-0.44	0.74	1.93	7.45	14.42	-0.53
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	4.59	0.23	1.69	6.26	-6.46	-0.00
筹资环节产生的现金流量净额	3.35	-0.21	8.53	42.24	5.27	-0.78

资料来源：根据海南海药所提供数据整理

该公司主要融资渠道主要包括非公开发行股票、银行借款和发行债券。2015年及2016年，公司通过非公开发行股票筹集资金，致使当年度筹资活动获得的净现金流入量较大，2017年公司筹资渠道主要为银行借款和发行债券，筹资活动现金净流量有所下降。2015-2017年及2018年1-3月公司筹资活动产生的现金流量净额分别为8.53亿元、42.24亿元、5.27亿元和-0.78亿元。

4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013年 末	2014年 末	2015年 末	2016年 末	2017年 末	2018年 第一季 度末
流动资产(亿元,在总资产中占比)	16.65	19.87	25.14	65.15	58.10	57.06
	47.96%	54.08%	51.50%	67.81%	55.08%	54.60%
其中:货币资金(亿元)	7.31	9.54	12.22	31.44	36.76	30.36
应收票据(亿元)	1.51	2.15	2.85	2.86	0.65	0.50
交易性金融资产(亿元)	-	-	-	0.50	2.93	2.87
应收款项(亿元)	1.94	2.12	3.76	5.03	5.96	6.89

主要数据及指标	2013年末	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年第一季度末
存货(亿元)	3.02	2.82	3.58	3.62	5.07	4.82
其他应收款(亿元)	1.87	2.45	1.27	5.16	2.91	4.57
其他流动资产(亿元)	0.11	0.14	0.98	15.46	2.43	4.90
非流动资产(亿元,在总资产中占比)	18.07	16.87	23.68	30.92	47.38	47.44
	52.04%	45.92%	48.50%	32.19%	44.92%	45.40%
其中:固定资产(亿元)	4.86	6.11	9.01	10.15	11.19	11.04
在建工程(亿元)	1.55	2.18	0.38	1.96	6.39	6.91
可供出售金融资产(亿元)	5.08	0.35	4.40	5.13	13.31	13.34
无形资产(亿元)	2.22	2.25	2.59	4.36	4.67	4.64
长期股权投资(亿元)	0.68	0.84	1.59	2.48	3.89	3.78
商誉(亿元)	0.31	0.31	0.31	2.92	3.00	3.02
其他非流动资产(亿元)	-	0.55	1.48	2.02	2.45	2.01
期末全部受限资产账面金额(亿元)	5.45	4.00	5.90	19.30	19.54	16.68
期末抵押融资余额(亿元)	2.51	2.83	3.29	3.04	2.08	3.56
受限资产账面余额/总资产(%)	15.71	10.88	12.09	20.09	18.53	15.96

资料来源:根据海南海药所提供数据整理

近年来,随着多次非公开发行股票募集资金及业务规模的扩大,该公司资产规模快速扩张,2015-2017年及2018年3月末公司资产总额分别为48.82亿元、96.07亿元、105.47亿元和104.50亿元。公司资产以流动资产为主,2017年末流动资产和非流动资产占比分别为55.08%和44.92%。

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、其他应收款和其他流动资产。2015-2017年及2018年3月末,公司货币资金分别为12.22亿元、31.44亿元、36.76亿元和30.36亿元,其中2016年以来公司货币资金规模较大,主要系非公开发行募集资金到位所致。其中2017年末,公司受限货币资金16.36亿元,主要为到期日3个月以上且拟持有至到期的定期存款;同期末,公司存货分别为3.58亿元、3.62亿元、5.07亿元和4.82亿元,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;应收款项分别为3.76亿元、5.03亿元、5.96亿元和6.89亿元,呈增长趋势主要系公司合并范围增长及公司提高了票据收入的比例,整体的销售信用期延长所致。公司应收账款的账期一般在3个月左右,公司主要通过收到的部分票据进行贴现或背书转让以缓解资金压力;公司的其他应收款分别为1.27亿元、5.16亿元、2.91亿元和4.57亿元,主要为往来款及提供给代理商的拆借款。近年公司其他应收款规模较大,主要系对同正小贷和深圳赛乐敏生物科技有限公司的单位往来款规模较大及2018年第一季度增加对重庆亚德科技股份有限公司、湖南金圣达空中医院信息服务有限公司等联营企业财务资助所致。

该公司通过多次非公开发行补充了资本实力,但由于募集资金为专款专

用资金，不能补充日常公司运营，公司近年不断通过证券投资、银行理财产品投资等减轻公司财务成本。截至 2017 年末，公司共使用自有资金投资了 5.99 亿元证券产品²¹和 3.75 亿元银行理财产品²²（其中信托理财产品 0.85 亿元、银行理财产品 2.90 亿元），并使用了 1.20 亿元募集资金购买理财产品²³。公司购买的信托产品、理财产品均期限均在一年以内，其中信托产品主要系中信信诚资产管理有限公司的资产管理计划，收益率约为 8%；理财产品以银行理财为主，收益率在 2%-5% 之间。公司近年证券投资、委托理财等金融类资产规模较大，主要集中于可供出售金融资产、交易性金融资产、其他流动资产等科目。

2015-2017 年及 2018 年 3 月末，该公司其他流动资产分别为 0.98 亿元、15.46 亿元、2.43 亿元和 4.90 亿元，主要以银行理财产品为主，近年随理财产品的购买与赎回呈波动趋势；交易性金融资产分别为 0.00 亿元、0.50 亿元、2.93 亿元和 2.87 亿元，主要包括证券投资及银行理财等产品。2017 年，公司理财产品投资收益分别为 5,046.20 万元；证券投资产品公允价值变动损益为 -242.74 万元，投资损益为 49.79 万元。2015-2017 年及 2018 年 3 月末，公司可供出售金融资产分别为 4.40 亿元、5.13 亿元、13.31 亿元和 13.34 亿元，其中按公允价值计量的金融资产分别为 0.00 亿元、0.01 亿元、5.05 亿元和 4.23 亿元，主要为证券投资资产、信托理财等，其价值波动较为剧烈，需关注相关资产收益情况。按成本计量的可供出售权益工具主要投资单位主要包括对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)²⁴和上海联创永沂二期股权投资基金合伙企业(有限合伙)的投资²⁵等，持股比例均在 20% 以内（详见图表 28）。

图表 28. 截至 2017 年末，公司证券投资明细（单位：亿元）

证券代码	证券简称	最初投资成本	2017 年购买金额	2017 年出售金额	账面价值	会计核算科目
600829	人民同泰	4.26	4.26	0.91	3.37	可供出售金融资产
300281	金明精机	1.93	1.93	0.19	1.76	可供出售金融资产
000937	冀中能源	1.62	1.62	1.40	0.17	交易性金融资产
0415	东洋药业	0.33	0.33	0	0.36	交易性金融资产

²¹ 2017 年 7 月，该公司董事会通过了《关于使用自有资金进行证券投资的议案》，拟在一年内循环使用不超过 6 亿元自有资金，投资于新股配售或申购、证券回购、股票投资等证券项目。

²² 2017 年 4 月公司董事会通过了《关于以自有资金进行委托理财的议案》，拟在一年内以使用不超过 20 亿元自有资金进行委托理财，投资于委托商业银行、信托公司、资产管理公司等风险可控的投资理财；

²³ 2017 年 9 月，公司股东大会审议通过了《关于使用部分闲置募集资金购买保本型理财产品的议案》，同意子公司海口市制药厂有限公司、海药大健康管理（北京）有限公司和湖南廉桥药都医药有限公司在一年内使用部分闲置募集资金购买银行保本理财产品，额度分别不超过 1.50 亿元、14.00 亿元、和 4.50 亿元。

²⁴ 常州平盛股权投资基金合伙企业(有限合伙)投资方向为医疗健康产业及相关领域内的创新型企业 and 成长期企业进行股权投资，2017 年尚未产生投资收益。

²⁵ 上海联创永沂二期股权投资基金合伙企业(有限合伙)主要投资于医疗健康、稀缺资源、现代农业、新型服务业、节能环保、高端制造等领域，2017 年尚未产生投资收益。

证券代码	证券简称	最初投资成本	2017年购买金额	2017年出售金额	账面价值	会计核算科目
01385	上海复旦	0.07	0.07	0	0.07	交易性金融资产
000919	金陵药业	0.23	0.23	0.03	0.19	交易性金融资产
无	其他	5.52	5.52	5.48	0.05	交易性金融资产
合计		13.97	13.97	8.02	5.97	--

资料来源：根据海南海药所提供数据整理

该公司非流动资产主要包括长期股权投资、可供出售金融资产、固定资产、在建工程、无形资产、商誉和其他非流动资产。2015-2017年及2018年3月末，公司长期股权投资分别为1.59亿元、2.48亿元、3.89亿元和3.78亿元，主要为对联营企业的投资，投资对象包括中国抗体、重庆亚德科技股份有限公司、海南赛乐敏生物科技有限公司等，公司长期股权投资规模较大，被投资企业经营状况将对公司盈利带来一定影响；同期末，公司固定资产分别为9.01亿元、10.15亿元、11.19亿元和11.04亿元，随着在建项目的不断转固及合并范围的增加呈增长趋势；在建工程分别为0.38亿元、1.96亿元、6.39亿元和6.91亿元，主要包括郴州东院一期工程项目、中药材仓储物流交易中心项目和盐城开元100吨头孢克洛粗品建设项目等，2017年增幅较大，主要系新增合并子公司郴州东院所致；同期末，商誉分别为0.31亿元、2.92亿元、3.00亿元和3.02亿元，主要为收购鄂州康禾医院管理有限公司及盐城开元医药化工有限公司等公司的溢价，公司每年对商誉资产进行减值测试。经评估，2017年无需计提减值准备；同期末，公司其他非流动资产分别为1.48亿元、2.02亿元、2.45亿元和2.01亿元，主要由长期资产购置款、技术转让费和预付海南寰太生物医药产业创业投资基金合伙企业（有限合伙）、海药大健康管理（北京）有限公司的投资款构成。

图表 29. 2017年以来公司按成本核算的主要对外投资情况（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	2017年投资收益
中国抗体制药有限公司	生物制药	2,919.25	-2,206.70
湖南金圣达空中医院信息服务有限公司	远程医疗	1,429.77	-100.95
湖南普瑞康医药有限公司	化学药品	1,003.66	-64.74
重庆亚德科技股份有限公司	互联网医疗	11,797.12	223.75
盐城海药烽康投资管理中心(有限合伙)	股权投资	9,577.57	-89.45
北京清睿智能科技有限公司	软件开发	2,951.90	-48.10
武汉泰乐奇信息科技有限公司	软件开发	2,938.69	-61.31
四川四凯计算机软件有限公司	软件开发	5,047.78	47.78
浙江浙商产融股权投资基金合伙企业（有限合伙）	股权投资	25,000.00	—
海南银行股份有限公司	商业银行	21,000.00	—
上海杏泽兴禾投资管理中心(有限合伙)	股权投资	5,600.00	—
常州平盛股权投资基金合伙企业(有限合伙)	股权投资	5,000.00	—
上海联创永沂二期股权投资基金合伙企业(有限合伙)	股权投资	5,000.00	—
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	—

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	2017年投资收益
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	—
重庆亚德云信科技有限公司	互联网和物联网技术的开发等	2,000.00	—
重庆市金科金融保理有限公司	金融保理	1,571.00	—
重庆市金科商业保理有限公司	商业保理	1,429.00	—
上海怡同信息科技有限公司	软件开发	1,000.00	—
上海北卡医药技术有限公司	信息技术	1,000.00	—

资料来源：海南海药

注：2018年5月，公司以1.00亿元出售了中国抗体10%的股权，转让完成后共持有其21.01%的股权。

图表 30. 2017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	12,685.17	-6,053.63	-	-5,720.66	-4,086.90
台州市一铭医药化工有限公司	3,545.44	-1,643.93	3,891.93	84.04	-97.58
重庆亚德科技股份有限公司	40,548.63	20,333.76	28,522.43	607.41	7,023.42
湖南金圣达空中医院信息服务有限公司	6,343.60	3,261.23	1,890.79	-403.17	39.83

资料来源：海南海药

截至2017年末，该公司受限资产合计为19.54亿元，主要为借款抵质押的固定资产、无形资产、应收账款及受限货币资金等。

图表 31. 受限资产情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	16.39	到期日3个月以上且拟持有至到期的定期存款、票据保证金
固定资产	2.66	为公司借款提供抵押担保
无形资产	0.35	为公司借款提供抵押担保
应收账款	0.17	为公司借款提供质押担保
合计	19.54	--

资料来源：海南海药

5. 流动性/短期因素

图表 32. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013年末	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末
流动比率（%）	122.36	159.42	173.55	226.89	192.45
速动比率（%）	93.88	132.03	146.17	210.70	171.93
现金比率（%）	60.49	86.14	91.97	120.87	133.63

资料来源：根据海南海药所提供数据整理

2015~2017年末，该公司流动比率分别为173.55%、226.89%、192.45%；速动比率分别为146.17%、210.70%和171.93%，呈波动趋势，主要系公司于2016年通过非公开发行股票募集资金提升了公司资本实力、发行中期票据调

整了债务结构；2017 年赎回较多理财投资及短期借款规模增大所致。公司目前资产流动性较好，但后续资本性支出仍较大，需关注融资压力及流动性风险。

6. 表外事项

截至 2018 年 3 月末，该公司无未决诉讼事项。

截至 2018 年 3 月末，该公司对外担保余额为 1.50 亿元，期末担保比率为 2.97%。

7. 集团本部财务质量

该公司本部主要从事原料药及中间体生产及贸易工作。此外，还能获得控股公司的投资收益补充经营业绩。2017 年，公司本部收入为 5.20 亿元，净利润为 1.68 亿元；同期，公司本部共获得投资收益 1.77 亿元，主要为控股公司的投资收益；同期，公司本部经营活动现金流净额为-2.36 亿元；投资活动现金流净额为-1.96 亿元。截至 2017 年末，本部资产总额为 88.64 亿元、负债总额为 45.39 亿元，其中刚性债务为 35.49 亿元。本部资产负债率为 51.20%，存在一定债务偿付压力。

外部支持因素

截至 2018 年 3 月末，该公司共计获得银行授信 28.17 亿元，其中尚未使用规模 7.18 亿元。

图表 33. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模 /余额	利率区间	附加条件/ 增信措施
全部（亿元）	28.17	28.17	20.99	4.35%-8.27%	保证、信用、 抵押、质押
其中：国家政策性金融机构（亿元）	—	—	—	—	—
工农中建交五大商业银行（亿元）	6.83	6.83	1.26	4.57%-5.00%	保证、信用、 抵押、质押
其中：大型国有金融机构占比（%）	24.25%	24.25%	6.00	—	—

资料来源：根据海南海药所提供数据整理（截至 2018 年 3 月 31 日）

附带特定条款的债项跟踪分析

17 海药 01：利率选择权和投资者回售选择权

该债权期限为 5 年（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)，存在利率调整及提前兑付的可能，面临一定的即期债务偿付压力。

跟踪评级结论

医药制造业属于典型的弱周期行业，近年来收入及利润仍呈现持续增长趋势。受医保控费、药品招标降价及药审制度趋严等因素影响，增速有所放缓，但支撑行业较高景气程度的基本因素并未发生改变。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。

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。跟踪期内，公司受两票制影响调整了头孢制剂系列的开票方式；新增原料药及中间体贸易业务；受限抗令影响，其他类药品受销售收入小幅下滑，在以上因素综合影响下营业收入有所增长。公司近年投资规模较大，投资回报存在较大的不确定性，投资效果有待进一步观察。未来，公司拟通过收购奇力制药提升综合实力。此外，为集中资源于医药主营业务，公司拟逐步控制医疗服务及相关股权投资业务板块，需持续关注战略实施进展。

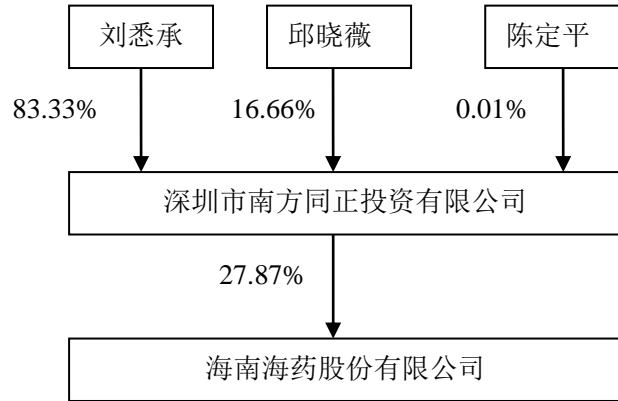
该公司系南方同正控制的民营上市公司，股权结构较清晰。跟踪期内，公司收到《海南证监局关于对海南海药股份有限公司采取责令改正措施的决定》、子公司收到《中国证券监督管理委员会调查通知书》暴露了内部管理及信息披露方面存在的部分问题。需持续关注被监管处罚和立案调查事项对公司融资渠道和信用质量造成的影响。

跟踪期内，该公司收入水平进一步提升，但期间费用高企，弱化了公司盈利水平，且公司负债规模有所上升，存在一定债务结构错配。但公司 2017 年以来公司经营性现金流情况转好，且货币资金存量充裕，可为即期债务偿付提供一定保障。此外，公司近年在建项目、金融类理财等投资规模较大，需关注相关投资风险及资金支付压力。

此外，该公司拟以 21.42 亿元自有及自筹资金收购海口奇力制药 100% 股权，企图通过收购奇力制药丰富产品结构，提升技术储备与研发能力。公司虽计划更改募集资金用途用于奇力制药的收购，但该方案尚未经股东大会通过，存在一定不确定性。此外，本次收购构成重大资产重组及所需资金规模较大，需关注收购进展及资金支付压力。

附录一：

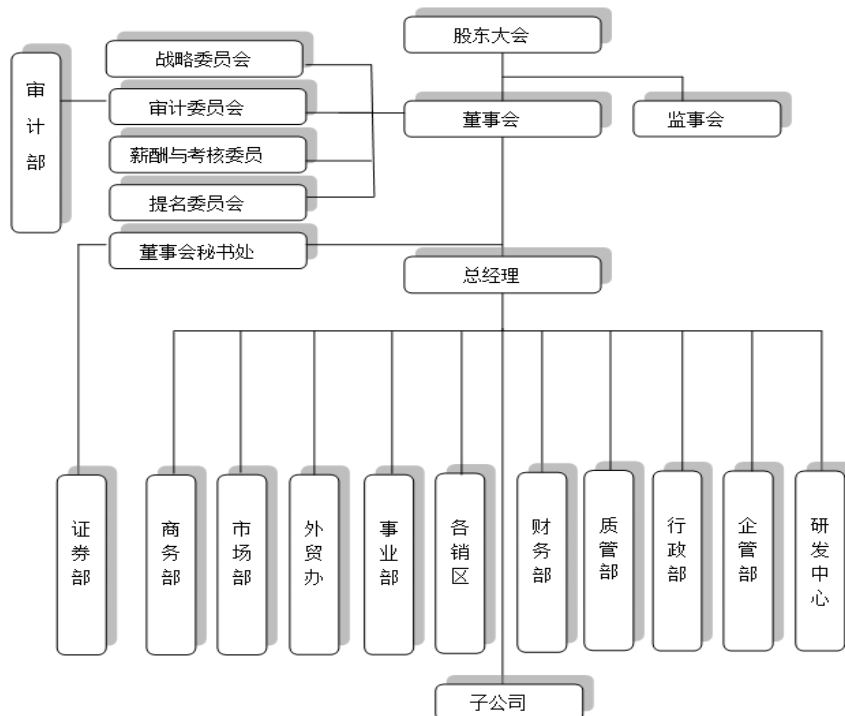
公司与实际控制人关系图



注：根据海南海药提供的资料绘制（截至 2018 年 3 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 2018 年 3 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流量	EBITDA	
海南海药股份有限公司	海南海药	本部	—	医药生产及销售	35.49	43.25	5.20	1.68	-2.36	1.66	
海口市制药厂有限公司	海口市制药厂	子公司	100.00	医药生产及销售	3.90	14.38	11.32	0.90	2.56	3.21	
重庆天地药业有限责任公司	天地药业	子公司	99.27	医药生产及销售	1.91	12.13	4.54	0.90	-3.07	1.33	
海药大健康管理(北京)有限公司	海药大健康	子公司	100.00	远程医疗及健康管理服务平台	-	17.19	0.00	0.16	1.31	0.36	
盐城开元医药化工有限公司	开元医药	子公司	100.00	医药生产及销售	1.52	1.32	2.27	-0.14	0.83	0.13	
海南海药投资有限公司	海药投资	子公司	100.00	实业投资、投资咨询、技术咨询及服务	-	0.85	0.02	-0.16	8.49	0.00	
上海力声特医学科技有限公司	上海力声特	子公司	91.17	医疗器械技术服务、咨询服务	-	2.11	0.11	-0.10	-0.00	-0.02	

注：根据海南海药 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	48.82	96.07	105.47	104.50
货币资金 [亿元]	12.22	31.44	36.76	30.36
刚性债务 [亿元]	17.56	30.62	46.33	45.96
所有者权益 [亿元]	25.37	56.30	50.77	50.57
营业收入 [亿元]	16.44	15.09	18.25	6.57
净利润 [亿元]	1.98	1.59	0.81	0.71
EBITDA [亿元]	4.04	4.02	4.32	—
经营性现金净流入量 [亿元]	1.42	-0.18	5.26	-0.79
投资性现金净流入量 [亿元]	-6.54	-37.22	-6.41	-5.13
资产负债率[%]	48.04	41.40	51.86	51.61
权益资本与刚性债务比率[%]	144.46	183.86	109.59	110.04
流动比率[%]	173.55	226.89	192.45	193.77
现金比率[%]	91.97	120.87	133.63	112.88
利息保障倍数[倍]	3.03	2.58	1.39	—
担保比率[%]	7.09	2.91	2.95	2.97
营业周期[天]	188.68	289.07	277.35	—
毛利率[%]	42.41	52.38	48.11	53.60
营业利润率[%]	13.50	10.51	6.05	13.61
总资产报酬率[%]	8.14	4.36	3.24	—
净资产收益率[%]	9.27	3.90	1.52	—
净资产收益率*[%]	9.96	4.26	1.68	—
营业收入现金率[%]	72.68	76.20	81.27	82.76
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	10.51	-0.82	17.88	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-23.88	-118.31	-2.42	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.52	3.28	1.84	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.17	0.11	—

注：表中数据依据海南南海药经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]) + 365/(报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/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%
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

附录五：

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。

评级声明

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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《医药制造行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）