

跟踪评级公告

联合[2018]1314号

华邦生命健康股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

华邦生命健康股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

华邦生命健康股份有限公司公开发行的“14华邦01”和“15华邦债”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监

二零一八年八月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

华邦生命健康股份有限公司 公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
14 华邦 01	8 亿	5 年	AA+	AA+	2017/6/13
15 华邦债	7 亿	5 年	AA+	AA+	2017/6/13

跟踪评级时间：2018 年 6 月 26 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额 (亿元)	242.28	290.90	293.24
所有者权益 (亿元)	107.04	132.97	133.79
长期债务 (亿元)	26.97	55.01	54.44
全部债务 (亿元)	118.71	132.75	129.19
营业收入 (亿元)	70.93	91.09	26.97
净利润 (亿元)	6.12	5.94	1.67
EBITDA (亿元)	14.28	16.37	--
经营性净现金流 (亿元)	5.12	5.91	-0.45
营业利润率 (%)	32.14	31.12	34.85
净资产收益率 (%)	5.79	4.95	1.25
资产负债率 (%)	55.82	54.29	54.38
全部债务资本化比率 (%)	52.58	49.96	49.13
流动比率 (倍)	1.18	1.47	1.47
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.12	0.12	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.72	2.93	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.95	1.09	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。3、2018 年一季报财务数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

跟踪期内，华邦生命健康股份有限公司（以下简称“公司”或“华邦健康”）各业务板块经营状况良好，收入和资产规模保持增长，毛利率仍处于较高水平，经营现金流状况良好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到环保政策趋严、原材料价格上涨、商誉规模较大、汇兑损失对营业利润侵蚀显著以及投资收益对利润贡献较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着投资项目的建成投产，公司营业收入及盈利规模有望进一步扩大；“大华邦医疗联盟”下各家医院逐步建成并投入运营，公司产业链将进一步完善，公司规模和竞争力有望增强。

综上，联合评级维持公司主体信用级别为“AA+”，评级展望“稳定”；并维持“14华邦01”、“15华邦债”债项评级为“AA+”。

优势

1. 跟踪期内，我国环保政策趋严，农药行业落后产能逐步出清，公司农化板块面临较好的发展局面。

2. 跟踪期内，公司注重研发投入，提升自身核心竞争力，提高产品在市场的竞争优势，继续保持行业领先水平。

3. 跟踪期内，公司主营业务经营状况较好，收入和资产规模增长较快，毛利率仍处于较高水平，经营活动现金流保持净流入。

关注

1. 跟踪期内，国家对安全环保监管日趋严厉，使公司未来经营中面临环保投入增加、生产经营成本提高的风险。

2. 跟踪期内，公司农化板块及原料药产品以出口为主，与客户直接结算以美元为主，汇

兑损失对公司利润侵蚀显著，公司存在一定汇率波动风险；此外，公司利润也对投资收益依赖较大。

3. 跟踪期内，公司商誉规模较大，若未来子公司经营不善，存在一定减值风险。

分析师

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

蒲雅修

电话：010-85172818

邮箱：puyx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师： |

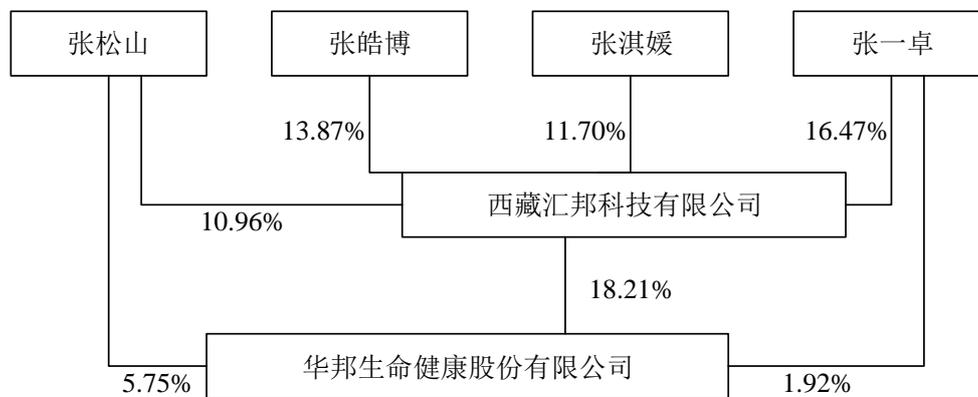
联合信用评级有限公司



一、主体概况

华邦生命健康股份有限公司（以下简称“公司”或“华邦健康”）前身为1992年3月成立的重庆华邦生化技术有限公司。2001年9月，经重庆市经济委员会渝经企指【2001】13号文批准，由张松山、重庆渝高科技产业（集团）股份有限公司和潘新明等37名发起人，将其整体变更为重庆华邦制药股份有限公司。2004年6月，经中国证券监督管理委员会批准，公司首次公开发行2,200万股股票，并在深圳中小企业板上市交易，股票代码为“002004.SZ”，股票简称“华邦制药”。2015年9月，公司正式更名为现名，股票简称“华邦健康”。经过历次增资扩股，截至2017年底，公司注册资本20.35亿元，股权结构如下图所示，公司第一大股东为西藏汇邦科技有限公司（以下简称“西藏汇邦”），实际控制人为张松山先生。

图1 截至2017年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

注：西藏汇邦股东张一卓、张淇媛、张皓博为股东张松山的子女，张一卓已将持有的西藏汇邦得股权委托张松山管理，张淇媛、张皓博的共同监护人赵丹琳女士（张松山之配偶）已同意将张淇媛、张皓博所持有西藏汇邦股权委托张松山管理，张松山通过直接持有和受托管理西藏汇邦股权合计53.00%，为西藏汇邦的实际控制人。

跟踪期内，公司营业范围、组织结构较上年无变化；合并范围内二级子公司18家；拥有在职员工10,505人。

截至2017年底，公司合并资产总额290.90亿元，负债合计157.93亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计132.97亿元，其中归属母公司所有者权益94.93亿元。2017年公司实现营业收入91.09亿元，净利润（含少数股东损益）5.94亿元，归属于母公司的净利润为5.08亿元；经营活动产生的现金流量净额5.91亿元，现金及现金等价物净增加额18.45亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额293.24亿元，负债合计159.46亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计133.79亿元，其中归属母公司所有者权益95.55亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入26.97亿元，净利润（含少数股东损益）1.67亿元，归属于母公司的净利润为0.96亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.45亿元，现金及现金等价物净增加额-9.35亿元。

公司注册地址：重庆市渝北区人和星光大道69号；法定代表人：张松山。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可【2014】507号”文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值不超过15亿元的公司债券，本次债券分期发行。

1. 14 华邦 01

首期债券于 2014 年 6 月 12 日发行，额度为 8 亿元，发行价格为每张人民币 100 元，发行期限为 5 年，利息每年支付一次、到期一次还本，最终票面利率 6.58%，于 2014 年 6 月 21 日在深圳证券交易所挂牌交易，债券简称为“14 华邦 01”，证券代码为“112208.SZ”，该债券无担保。该债券于 2014 年 6 月 13 日开始计息，并于 2015 年 6 月 13 日完成第一次利息支付。公司于 2017 年 6 月 13 日足额支付了 2016 年 6 月 13 日至 2018 年 6 月 12 日期间的利息。根据“14 华邦 01”相关条款约定，本期债券在第 3 年末设置利率上调选择权和投资者回售选择权，2017 年 5 月 12 日公司发布提示性公告（公告编号：2017022），公告称根据公司的实际情况以及当前的市场环境，公司选择不上调本期债券的票面利率，即本期债券存续期后 2 年的票面利率，仍维持 6.58% 不变。2017 年 5 月 23 日，公司发布公告称：根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司提供的债券回售申报数据，“14 华邦 01”的回售数量为 0 张，回售金额为人民币 0 元。本期债券募集资金已用于调整债务结构、置换银行贷款，募集资金已使用完毕。

2. 15 华邦债

2015 年 8 月 14 日，公司完成第二期公司债券的发行，发行规模为 7 亿元，发行价格为每张人民币 100 元，发行期限为 5 年，利息每年支付一次，到期一次还本，最终票面利率 4.72%，于 2015 年 10 月 14 日在深圳证券交易所挂牌交易，债券简称为“15 华邦债”，证券代码为“112270.SZ”，债券于 2015 年 8 月 14 日开始计息。公司于 2016 年 8 月 15 日足额支付了 2015 年 8 月 14 日至 2016 年 8 月 13 日期间的利息；公司于 2017 年 8 月 14 日足额支付了 2016 年 8 月 14 日至 2017 年 8 月 13 日期间的利息。本期债券公司用于调整债务结构、补充流动资金，募集资金已使用完毕。

三、行业分析

1. 农药行业

随着全球农产品价格回升，农药需求回暖，2017 年全球农药行业市场规模为 547 亿美元，同比增长 2.15%，实现了自 2015 年以来的首次正增长。

随着全球经济一体化的发展，全球农药生产逐渐从发达国家向中国等新兴国家转移，我国农药出口量逐年增长，目前已成为世界第一大生产国、第三大出口国。2017 年，中国农药出口 163 万吨，同比增长 6.93%，出口金额 47.64 万美元，同比增长 20.37%，其中，原药出口金额占比 56.3%，原药出口数量占比 34.5%。受到原药价格大幅提升的影响，出口金额回升幅度大幅高于出口量回升幅度。目前国内农药企业大都是以生产专利到期农药为主，与国外农药巨头相比，市场竞争能力相对较弱，因此，我国农药企业亟需发展技术水平更高、附加值更高的制剂类产品，以维持市场占有率，提高自身在国际市场的竞争力。

2017 年，受供给侧结构性改革持续推进以及环保监管趋严的影响，全国农药原药产量为 294.09 万吨，同比下降 22.16%。近几年，全国农药使用量保持在 180 万吨左右，作为农药出口大国，我国农药使用量远小于生产量；同时农药消费存在一定结构性问题，出现了高效、低毒、无公害新品种农药供不应求的情况。

上游方面，2017 年前三季度，国际油价处于区间震荡格局；2017 年四季度以来，受美元指数破位下行及地缘政治突发事件的影响，国际油价震荡走强，截至 2017 年 12 月底，布伦特原油期货结算价为 66.87 美元/桶，较年初上涨 20.55%。

下游方面，我国农业生产能力稳步提升，粮食产量连续三年超过 6 亿吨，综合生产能力超过 5.5 亿吨。根据国家统计局数据，2017 年，全国粮食播种面积 168,329 万亩，比 2016 年减少 1,222 万亩，同比下降 0.7%；全国粮食总产量 61,791 万吨，比 2016 年增加 166 万吨，同比增长 0.3%；全国粮食单位面积产量 367 公斤/亩，比 2016 年增加 3.6 公斤/亩，同比增长 1.0%。未来，随着我国政府对农业支持力度的加大以及农业供给侧改革的逐步落实，全国粮食单位面积产量持续增长，现代化农业集约化经营、农业种植收益提高、农业互联网模式变革对农药的需求有望增长，带动了农药行业的发展。

行业竞争方面，2017 年，在环保限产等行业政策的推动下，农药产品价格大幅上涨，行业景气度明显提升，原药市场部分品种供不应求。农药百强企业 2017 年实现销售总额 1,542.574 亿元，同比大幅增长 40.40%，增幅比去年高出 34.59 个百分点；行业前十名销售总额达 610.472 亿元，同比大幅增长 90.82%，增幅超越百强整体，销售总额占百强销售总额的近 40%。百强排名前十的企业销售额上升到 30 亿元，销售额超过 10 亿元的企业达 50 家，较上年增加 11 家，占百强企业数量的 50%，行业集中度有所提升。

行业政策方面，2017 年 2 月，国务院将修订后的《农药管理条例》（国令第 677 号）（以下简称“条例”）公布，并于 2017 年 6 月 1 日起实施，条例立足农药管理工作实际情况，针对当前存在的问题，顺应行政体制改革和行业发展要求，对农药管理的体制、制度、措施等进行了重要调整；进一步加强农药管理，保障农产品质量安全，推动建设资源节约、环境友好的现代农业，提供有力的法律依据。2017 年 8 月 1 日起，我国开始实施《农药经营许可管理办法》，对农药经营者的专业知识和经营能力提出了更高的要求，目的是提高农药经营门槛，引导农药行业的经营模式向更专业的方向发展。2018 年 3 月 28 日，国务院常务会议确定自 2018 年 5 月 1 日起将增值税税率由 17%、11%、6% 调整为 16%、10%、6%。2018 年 4 月 4 日，关于税率调整的文件《财政部税务总局关于调整增值税税率的通知》（财税〔2018〕32 号）正式下发，目前我国农药行业享受农药产品 10% 的增值税税率优惠，低于普通化工产品的税率。同时，国家支持农药行业出口，出口的部分农药产品享受出口“免、抵、退”税政策，农药制剂、原药、中间体的出口退税率分别为 5%、9% 和 11%。政策的支持为农药企业降低了税收成本，减轻企业的税收负担。

未来发展方面，国内全面禁止甲胺磷、对硫磷、甲基对硫磷、久效磷、磷胺五种高毒农药在农业生产中使用。国家加大新品种开发和产业化力度，重点支持高效、安全、环境友好新品种的开发和产业化进度，一批新烟碱类、拟除虫菊酯类、杂环类等高效、安全、环境友好的杀虫剂得到进一步发展。杀菌剂的品种发生了较大变化，效果更好、残留更低的杂环类、三唑类和甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂品种得到快速发展，已经成为我国杀菌剂的骨干品种。随着有机磷类、磺酰脲、磺酰胺和杂环类除草剂的发展，它们的市场占有率迅速上升，从而改变了过去除草剂以二苯醚类、苯氧羧酸类、三嗪类等为主的局面。高效、低毒、低残留的农药不断取代老品种将成为一个长期趋势，这为生产低毒农药、规模较大、生产工艺和技术领先的厂家提供了扩大市场份额、提升技术水平和创新能力的良好机会，有利于我国农药行业整体的产品升级和技术进步。

总体看，2017 年受供给侧结构性改革持续推进以及环保监管趋严的影响，我国农药原药总产量同比减少，同时出现了高效、低毒、无公害新品种农药供不应求的情况，得益于全球农业回暖农药出口量及金额有所回升。

2. 医药行业

在收入规模及盈利方面，医药制造行业受医保控费、药品招标降价等因素的影响，全行业整体

的收入规模及盈利水平增速放缓，但由于支持药品需求的核心因素未发生改变，2017年我国医药制造行业仍维持了较高的景气度，2017年，规模以上医药企业主营业务收入29,826.0亿元，同比增长12.2%，增速较2016年提高2.3个百分点，恢复至两位数增长；其中，化学药品制剂制造主营业务收入8,340.6亿元，同比增长12.9%。近年来，新版药品GMP认证工作接近尾声，一致性评价等产品质量提升工作加速推进，部分企业选择放弃部分品种、项目或延缓评价中品种的项目建设，对固定资产投资产生一定影响。同时，随着医药产业结构调整不断深化，2017年，规模以上企业实现利润总额3,519.7亿元，同比增长16.6%，增速提高1.0个百分点；其中，化学药品制剂制造利润总额1,170.3亿元，同比增长22.1%。未来国内和国际市场对药品市场需求和消费将继续增加，这将使得医药行业大力发展，在国民经济中的地位进一步提升。

在行业下游方面，受相关控费制度的影响，我国医药行业流通规模增速继续下行，但由于药品需求的增长和政府财政投入的支撑，医药行业流通及销售规模进一步扩大。同时随着我国逐步进入人口老龄化阶段，慢性病发病人数增长及我国公共医疗投入力度加强等因素，均可对医药行业销售规模的发展提供持续支持。

总体看，受医保控费、招标限价等政策措施的影响，近年来增速呈现下滑趋势，但2017年增速有所回升；作为与居民健康密切相关的周期性行业，预计在经过前期高速增长后行业将逐步进入稳定增长阶段，未来我国医药制造业仍将保持良好的发展态势。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事、高级管理人员无变动，公司管理团队较稳定，公司内部管理较为完善，公司管理制度连续，管理运作良好。

五、经营分析

1. 经营概况

2017年，公司主营业务及产品未发生重大变化，主营业务仍以医药产品和农药化工为主。2017年公司实现营业收入91.09亿元，较上年增长28.42%，主要系农药化工业务收入大幅增加所致；实现归属母公司所有者的净利润5.08亿元，较上年下降10.40%，主要系农化产品因美元持续贬值出现较大汇兑损失所致。2017年，公司主营业务收入占营业收入的比重为99.19%，较上年变化不大，主营业务仍十分突出。

表1 2016~2017年公司业务收入情况（单位：亿元、%）

产品	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
医药产品	19.81	27.93	66.87	19.08	20.94	72.68
农药化工	48.13	67.86	19.11	65.08	71.45	17.38
其他	2.98	4.21	32.09	6.93	7.61	57.12
合计	70.93	100.00	32.99	91.09	100.00	31.99

资料来源：公司年报

注：1、上表中“其他”为占公司营业收入或营业利润10%以下的产品或服务包含茶叶销售、技术服务、旅游服务等。2、本表中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于报告采取用亿元单位核算以及四舍五入造成的，之后的表格同比表，不赘述此原因。

从收入构成来看，2017年，公司农药化工收入65.08亿元，较上年增长35.20%，主要系贸易产

品销售增加及合并范围扩大所致；占营业收入比重 71.45%，较上年变化不大。公司医药产品收入 19.08 亿元，较上年下降 3.69%，变化不大；占营业收入比重 20.94%，较上年下降 6.98 个百分点，主要系农化产品及其他业务收入增加所致。其他业务收入 6.93 亿元，较上年大幅增长 132.21%，主要系合并范围扩大所致；占营业收入比重 7.61%，较上年上升 3.40 个百分点。

毛利率方面，2017 年，农药化工板块毛利率为 17.38%，较上年下降 1.73 个百分点，变化不大；公司医药产品毛利率 72.68%，较上年提高 5.81 个百分点，主要系公司自产制剂销售占比增加所致；其他业务毛利率 57.12%，较上年提高 25.03 个百分点，主要系服务费收入增加所致。受上述因素影响，公司综合毛利率 31.99%，较上年下降 1.00 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 26.97 亿元，较上年同期增长 33.23%，主要系销量增加及合并范围扩大所致；净利润 1.67 亿元，与上年同期基本持平。

总体来，跟踪期内，得益于合并范围扩大及农化贸易收入增加，公司收入进一步增长，受汇兑损失的影响盈利规模小幅下降，盈利水平维持在较高水平，毛利率基本稳定。

2. 业务运营

跟踪期内，公司主要经营业务未发生改变，仍以农药化工和医药制剂药产品的生产和销售为主，前五大客户合计销售金额 34.07 亿元，占年度销售总额比例 37.40%，客户集中度较高，存在一定的客户集中风险；前五大供应商合计采购金额 10.54 亿元，占年度采购总额比例 14.28%，供应商采购集中度较低。公司为了保持产品竞争力和技术领先优势，公司较为重视研发投入，2017 年研发投入 2.73 亿元，同比增长 10.02%，占营业收入的 3.00%。

跟踪期内，国家环保监管趋严，公司高度重视环境保护情况，建立了日常环保管理机构以及严格的环境保护制度。公司下属各生产企业环保设施与生产设施同步运转，加强生产过程中产生的废水、废气、废渣的处理，各子公司污染物达标排放。

(1) 农药化工板块

公司农化事业部负责公司农药化工板块的生产和销售，公司农化事业部主要包括北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司（以下简称“颖泰生物”）、山东福尔有限公司（以下简称“山东福尔”）和山东凯盛新材料有限公司，以及公司持股的农化业务公司等。产品主要为农药中间体、原药及农药制剂产品。

公司原材料主要通过招标或协商定价的方式进行采购，由供应商负责运输到生产工厂。2017 年，由于原油价格上涨，加上环保政策趋严，公司主要原材料采购均价均有不同程度上涨，其中主要原材料氯乙酰氯、2,6-甲基苯胺和 3,4-二氯三氟甲苯，分别较上年上涨 6.78%、19.01% 和 2.29%；2017 年，公司农药业务发展较快，主要原材料采购量较上年均有所增长，其中氯乙酰氯、2,6-甲基苯胺和 3,4-二氯三氟甲苯采购量分别较上年增长 1.68%、8.17% 和 4.17%。

农化事业部通过技术支持营销的方式开拓市场，大部分的营销服务工作主要在小试研发、中试生产与大生产设计阶段，公司在研发的过程中，通过与客户的交流和沟通，将客户的要求、标准融入整个研发和设计过程中，满足客户的需求，从而开拓业务，保持了经营业绩的稳定增长。

2017 年公司农药化工板块产销均有明显增长，其中，产量总计 21.79 万吨，同比增长 27.75%，主要系下游需求增加及合并范围扩大所致；销量达 35.11 万吨，同比增长 58.22%，主要系贸易销售量增加所致。2017 年公司农药化工板块（不包括技术服务）实现收入 65.08 亿元，较上年增长 35.20%，其中农药销售中自产销售占比 53.29%，贸易销售占比 46.12%，收入构成较上年变化不大；其中，公司自产销售的农药产品毛利率由 2016 年的 28.31% 降至 2017 年的 26.40%，主要系原材料价格上涨导

致自产农药毛利率下降所致。

表 2 2016~2017 年公司农药化工板块各业务模式收入和盈利情况 (单位: 亿元、%)

项目	2016 年			2017 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
自产销售	26.46	54.68	28.31	34.89	53.29	26.40
贸易销售	21.68	44.80	8.54	30.19	46.12	6.97
技术服务	0.25	0.52	72.51	0.39	0.59	80.53
合计	48.39	100.00	19.68	65.47	100.00	17.76

资料来源: 公司提供
注: 此表中农药业务包括技术服务。

从销售分区来看, 2017 年, 公司农药产品国内销售市场扩展良好, 实现销售额 27.41 亿元, 较上增长约 59.45%; 国外销售收入 38.48 亿元, 收入较为稳定, 国际销售占比下降至 58.40%, 2017 年, 公司农药产品销售渠道仍以国际销售为主。

表 3 2016~2017 年公司农药化工产品分地区销售情况 (单位: 亿元、%)

项目	2016 年		2017 年	
	销售额	占比	销售额	占比
国内销售	17.19	35.45	27.41	41.60
国外销售	31.30	64.55	38.48	58.40

资料来源: 公司提供
注: 此表中“销售额”为营业收入, 包含其他杂项收入, 与表 2 略有差异。

公司农药产品销售客户主要为国际大型农化企业, 公司农药产品与国外客户之间的结算以美元为主, 2017 年, 人民币升值对公司农药出口产生了一定不利影响。

总体看, 2017 年, 公司农药板块原材料采购成本上升, 产品盈利能力有所下降。得益于公司销售开拓, 产销量均有不同程度增长, 国内销售市场收入增长较快, 但产品仍以外销为主, 汇率波动对公司的盈利能力有一定的影响。

(2) 医药板块

公司医药事业部负责公司医药制剂药及原料药的研发、生产与销售, 代理产品的学术推广。公司经营制剂药的子公司主要包括重庆华邦制药有限公司 (以下简称“华邦制药”) 及其子公司、西藏林芝百盛药业有限公司 (以下简称“百盛药业”) 及其子公司、公司持股的医药业务公司等; 原料药主要由子公司陕西汉江药业集团股份有限公司。

制剂方面, 公司在皮肤科、结核科、心脑血管和肿瘤科 (乳腺癌) 等细分领域的临床用药市场有较强的品牌优势和较高的市场占有率, 长期保持细分领域的行业龙头地位。截至 2017 年底, 公司拥有较多国内首仿和独家皮肤科药物 (见下表)。此外, 在抗肿瘤、呼吸系统疾病、循环系统疾病方面也有品种储备, 产品种类较为丰富。2017, 公司获得生产批件 4 个, 临床批件 3 个, 多个品种在审/在研, 研发管线中除传统强势皮肤领域品种外, 在抗感染、男科领域亦有市场空间为 5~10 亿的品种有望在近年获批。

表 4 截至 2017 年底公司皮肤科主要产品及用途

商品名	通用名	主要用途	医保情况	技术地位
力言卓	地奈德乳膏	适用于对皮质类固醇治疗有效的各种皮肤病	乙类	独家 (制剂专利)

必亮	萘替芬酮康唑乳膏	适用于治疗真菌性皮肤病	否	独家（一类新药）
孚松	卤米松乳膏	脂溢性皮炎、接触性皮炎、异位性皮炎、局限性神经性皮炎、钱币状皮炎和寻常型银屑病	乙类	首仿（原料药专利）
金银迪	卡泊三醇软膏	适用于寻常型银屑病的局部治疗	乙类	首仿（多项专利技术、重大专项）
乐肤松	他扎罗汀倍他米松乳膏	适用于治疗慢性斑块型银屑病	否	独家（一类新药/专利）
明之欣	他克莫司软膏	适用于不宜使用传统疗法、或对传统疗法反应不充分、或无法耐受传统疗法的中到重度特应性皮炎患者，作为短期或间歇性长期治疗	乙类	首仿
方希	阿维 A 胶囊	适用于严重的银屑病，其中包括红皮病型银屑病、脓疱型银屑病等，其它角化性皮肤病	乙类	首仿（原料药专利）
迪皿	左西替利嗪片	治疗荨麻疹、过敏性鼻炎、湿疹、皮炎、皮肤瘙痒症等	乙类	首仿（原料药专利）
	左西替利嗪口服溶液	治疗季节性过敏性鼻炎、常年性过敏性鼻炎、慢性特发性荨麻疹等过敏症状	乙类	独家（制剂专利）

资料来源：公司年报

原料药方面，在持续改进现有技术、重点研发甾体类药物的同时，形成比较合理的产品结构，以甾体激素类原料药产品为重点，兼顾人用原料药的研发及生产，保障兽用原料药及 PMP 产品的正常生产，在拓展原料药市场的同时，充分利用汉中本地绿色资源扩大国内市场。公司原料药的客户以出口为主。目前公司 2 个产品在美国 FDA 获得注册和销售，7 个产品在欧洲药典委员会注册拿到 CEP 证明，产品远销欧美、亚太、澳洲等 120 多个国家和地区。公司在质量管理和 EHS 方面，先后通过了 ISO9001、ISO14001 和 OHSMS18001 体系的认证。

生产方面，公司建立了完整的 GMP 管理系统，生产车间均通过 GMP 认证，在生产过程控制工作方面下设质量保证（QA）部和质量控制（QC）部。在环保方面，公司废气、废水、废渣等主要污染物排放均达到了国家规定的排放标准。

表 5 2016~2017 年公司医药产品生产、销售及库存情况（单位：吨、万瓶/万支/万盒）

产品		2016 年	2017 年
医药原料药	销售量	258.81	370.23
	生产量	266.82	506.56
	库存量	274.69	411.03
医药制剂	销售量	15,751.24	17,030.75
	生产量	13,848.53	15,478.71
	库存量	3,597.64	2,931.69

资料来源：公司年报

注：上表中原料药的销量、产量及库存量均为公司自产医药产品；医药制剂的销量及库存量中含代理制剂的销量及库存量。

产销方面，2017 年，公司医药制剂产量 15,478.71 万瓶/万支/万盒，较上年增长 11.77%，主要系公司加大自产医药制剂的销售力度，需求增加所致；医药制剂销量 17,030.75 万瓶/万支/万盒，较上年增长 8.12%；库存量 2,931.69 万瓶/万支/万盒，较上年下降 18.51%。原料药产量 506.56 吨，较上年大幅增长 89.85%，库存量 411.03 吨，较上年增长 49.63%，主要系一方面客户订单增加，另一方面投入生产备货增加所致；销量 370.23 吨，较上年增长 43.05%，主要系客户订单增加所致。

公司医药制剂药不仅包括医药制剂药的生产销售，还有部分代理销售，公司通过取得医药代理权的方式，实现药品代理销售收入，公司一般选择“独、特、佳”的国内独家或国内首仿药为代理药品，以质量、疗效占领市场，在特定应用领域中拥有特殊地位。公司每年选择代理销售的药品后，

通过与药品的代理商或生产商签订年度代理销售合同，约定具体药品的销售条款及扣点。2017年自产产品和代理产品营销的优势互补，其中自产销售较上年有所提高，代理销售较上年有所下降，主要系公司加强自产产品销售力度，适度减少代理销售所致；盈利能力增强，其中医药制剂药-自产毛利率为76.25%，较上年上升2.51个百分点；医药制剂药-代理毛利率为49.40%，较上年变化不大。

表6 2016~2017年公司制剂药产品销售及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年		2017年	
	销售额	毛利率	销售额	毛利率
医药制剂药-自产	14.20	73.74	16.54	76.25
医药制剂药-代理	5.60	49.45	2.54	49.40
合计	19.81	66.87	19.08	66.87

资料来源：公司提供

结算方面，公司对于医药原料药和制剂药中的小客户基本采用先款后货的方式以电汇或承兑形式结算；对于部分采用先货后款方式结算的大客户一般信用期不超过90天。

总体看，2017年，公司制剂药产品系列丰富，保持较强的竞争力，自产产品和代理产品营销的优势互补，自产剂药销售规模有所增长，毛利率保持较高水平。

3. 在建工程

截至2018年3月底，公司重大在建项目（见下表）总预算17.25亿元，计划以自有资金投入4.82亿元，募集资金12.43亿元。截至2018年3月底已投资8.07亿元，仍需投资9.18亿元。公司目前在建项目主要为完善公司现有产业链，提升公司规模和竞争力。

表7 截至2018年3月底公司重大投资项目及概况（单位：亿元）

项目名称	项目立项、土地、环保等批文	预算金额	资金筹措方案			截至2018年3月末投资金额
			贷款	自有	募集	
山东福尔氯化、氟化物生产基地项目	龙口市发改委登记备案号1206810006；烟环审[2012]40号；在原有厂房内进行新建，无新土地证。	4.27	--	2.96	1.31	4.33
山东凯盛12,000吨/年芳纶聚合单体（间/对苯二甲酰氯）项目	发改委登记备案号（2013）3号；淄博市国土局淄国用（2013）第C04142号；淄博市环保局淄环审（2013）68号；淄博市规划局建字第370303（2013）052号	2.60	--	1.86	0.74	1.51
水土医药产业基地	渝（两江）环准[2016]103号；两江新区经济运行局备案号：0057912；重庆市两江新区2015字第72号	10.38	--	--	10.38	2.23
合计	—	17.25	--	4.82	12.43	8.07

资料来源：公司提供

注：山东福尔项目实际投资超过预计总投资。

总体看，目前，公司在建投资项目规模较大，考虑到公司现有资金实力及公司作为上市公司具备的直接融资渠道，未来公司的资本支出压力不大。公司投资项目的建设将进一步扩大公司生产能力及综合竞争力。

4. 重大事项

2017年4月28日，公司与关联方西藏汇邦签订《股权转让协议》，以自筹资金15,998.02万元的价格受让西藏汇邦持有的丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司（以下简称“雪山公司”）全部13.65%股权。本次股权转让完成后，公司将持有雪山公司33.86%的股权，西藏汇邦将不再持有雪山开发公司的股权。

2017年4月28日，公司与关联方西藏汇邦科技有限公司（以下简称“汇邦科技”）签订《股权转让协议》，以自筹资金13,938.75万元的价格受让西藏汇邦持有的丽江山峰旅游商贸投资有限公司（以下简称“山峰公司”）全部48.28%股权。本次股权转让完成后山峰公司将成为公司参股公司。

2017年11月27日，公司以自有资金5,241.60万元增资山峰公司，本次增资完成后，公司在山峰公司的出资比例由48.28%增至56.23%，成为其控股股东。山峰公司持有雪山公司20.50%股权，公司此前直接持有雪山公司33.86%股权，本次增资完成后，公司控制雪山公司54.36%股权，成为雪山公司的控股股东。雪山公司持有丽江玉龙旅游股份有限公司（以下简称“丽江旅游”）15.73%股权，公司此前直接持有丽江旅游9.26%股权，公司一致行动人张一卓直接持有丽江旅游5.00%股权，本次增资完成后，公司及其一致行动人张一卓合计控制丽江旅游29.99%股权看，公司通过直接和间接控制的方式，成为丽江旅游的控股股东，公司的实际控制人张松山先生成为丽江旅游的最终实际控制人。

2017年，受云南旅游市场规范整治影响，丽江旅游市场出现短期下滑。受此影响，公司三条索道全年总计接待游客357.14万人次，同比下降10.94%。同时，因演艺市场竞争加剧和旅行社调整旅游产品或线路，2017年印象丽江共演出535场（同比下降28.66%），销售门票99.72万张（同比下降35.36%），实现营业收入1.05亿元（同比下降36.19%），但未来随着整治结束，丽江市旅游市场景气度有望回升，公司旅游板块相关收入有望增长。

总体看，公司积极布局旅游产业，通过收购、增资等方式并表雪山公司、山峰公司及丽江旅游有助于提升公司规范化管理；未来随着云南旅游市场整治结束，丽江地区旅游市场景气度有望回升，未来发展潜力较大。

5. 经营关注

（1）未来产品价格下降，影响公司盈利能力

2017年，公司主营业务经营状况总体稳定，但是，未来随着医保支付价改革的逐渐深入，若重点产品价格的被动下调，将影响公司医药制剂的业务收入和利润；医院全面推行零差价等带来的二次议价，将进一步导致价格走低，也将影响公司的盈利能力。

（2）环保压力加大

跟踪期内，国家重视安全环保问题，一定程度上将加大化工、医药行业企业的环保投入压力。

（3）汇率风险

2017年，公司海外业务规模较大，公司与国际客户之间的结算以美元、欧元为主，未来出口政策变化或汇率降低或将对公司的盈利能力产生不利影响。

（4）非相关多元化经营风险

公司布局旅游产业，跨行业和跨地区经营增加了公司在资源统筹及经营管理方面的风险。在并购及发展旅游产业的过程中，公司需要投入较大规模的运营资金，并且跟踪期内，丽江地区旅游产业景气度下降，该产业对公司运营资金占用较大。未来，若丽江地区旅游景气度不能改善，或子公司经营不善，公司存在较大商誉减值的风险。

6. 未来发展

为顺应我国医疗服务市场发展的趋势，公司将抓住公立医院混合所有制改革机遇，落实重庆市照母山华邦健康医疗服务产业园区招商建设，探索将德国莱茵河谷康复医院和瑞士巴拉塞尔医院等优质医疗资源引入中国大陆地区的路径，积极向全国推广华邦医美（玛恩皮肤）品牌，借助新型的互联网沟通传播方式等多方资源落实“大华邦医疗联盟”战略。

医药事业部方面：提升自主创新能力，集中资源保证现有产品的一致性评价工作和在研项目的快速递出；加快在建项目建设，年内完成华邦制药水土医药产业基地 GMP 认证和外用制剂试生产，完成明欣产业基地项目全部土建结构工程，原料药厂迁建相关工作的有序推进；加深专业化推广影响力，在获取更多优质代理产品的基础上探索代理体系全国推广的道路。

农化事业部方面：公司着力将颖泰生物建设成为服务于全球市场的农药原药、制剂产品综合提供商，将山东福尔建设成为国际领先的精细化工中间专业品牌制造商，将凯盛新材建设为新材料和精细化学品的生产商。面对安全环保监管日趋严厉，公司将不断提升常规产品技术水平，提高产品生产能力，规范危险固体废物产生环节及储存仓库管理，及时办理新建项目安全、环保手续，保证生产经营活动的顺利进行。

原料药事业部在现有发展基础之上，继续深耕于原料药的研发和生产领域，加快新产品研发和市场开拓进程，围绕市场，重点开发甾体激素类高附加值原料药及中间体，加速企业产品结构转型；开展甾醇替代黄姜皂素的工艺路线研究，为后期激素类产品的开发降本增效提供技术保障，同时，加强市场开拓和营销创新，继续拓展国内和海外产品市场，确保经营收入稳健增长。

总体看，公司经营计划体现了一定延续性，具体措施结合了公司实际情况，公司未来发展规划切实可行。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017 年审计报告经四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2018 年 1~3 月财务报表未经审计。

2017 年 5 月 10 日，财政部发布了关于印发修订《企业会计准则第 16 号——政府补助》的通知（财会【2017】15 号），对相关准则进行了修订，自 2017 年 6 月 12 日起施行，对于 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助，要求采用未来适用法处理；对 2017 年 1 月 1 日至本准则施行日之间新增的政府补助根据本准则进行调整，根据《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会【2017】30 号），将原归集于营业外收入、营业外支出的非流动资产处置损益调整至资产处置收益单独列报，2017 年度的比较财务报表按新口径追溯调整；2017 年 4 月 28 日，财政部发布了关于印发《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），自 2017 年 5 月 28 日施行，对于施行日存在的持有待售的非流动资产、处置组和终止经营，采用未来适用法处理；本次会计政策变更仅对财务报表项目列示产生影响，对公司当期损益、总资产和净资产不产生影响，公司对比较财务报表按新口径追溯调整，故本报告采用 2017 年期初数或上年数。

2017 年，公司合并报表范围新增 11 家子公司，处置减少 1 家子公司，公司主营业务未发生改变，但由于合并范围变动较大，财务数据可比性一般。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 290.90 亿元，负债合计 157.93 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 132.97 亿元，其中归属母公司所有者权益 94.93 亿元。2017 年公司实现营业收入 91.09

亿元，净利润（含少数股东损益）5.94 亿元，归属于母公司的净利润为 5.08 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.91 亿元，现金及现金等价物净增加额 18.45 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 293.24 亿元，负债合计 159.46 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 133.79 亿元，其中归属母公司所有者权益 95.55 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 26.97 亿元，净利润（含少数股东损益）1.67 亿元，归属于母公司的净利润为 0.96 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.45 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.35 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司合并资产总额 290.90 亿元，较年初大幅增长 20.07%，其中流动资产和非流动资产均有较大幅度的增加。截至 2017 年底，公司资产中流动资产和非流动资产分别占 50.49% 和 49.51%。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产 146.89 亿元，较年初增长 17.24%，主要系应收账款和其他流动资产增长所致，公司流动资产主要由货币资金（占 52.46%）、应收账款（占 18.18%）、存货（占 13.17%）和其他流动资产（占 9.12%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金余额为 77.06 亿元，较年初增长 27.74%，主要系销售规模扩大、回款增加所致；其中，银行存款占比 66.39%，其他货币资金占比 33.54%。截至 2017 年底，公司受限货币资金余额为 26.84 亿元，受限资金占比货币资金比例为 34.83%，受限比例较高。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值 26.70 亿元，较年初增长 16.92%，主要系合并范围扩大及销售规模增加所致。公司对应收账款累计计提坏账准备 1.07 亿元，计提比例 3.86%。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额 23.23 亿元（占 83.63%），其中 1 年以内占比 80.06%，账龄较短；截至 2017 年底，公司前 5 大客户应收账款占应收账款比例为 37.52%，集中度较高。

截至 2017 年底，公司存货账面价值达 19.34 亿元，较年初增长 28.70%，主要系 2017 年公司销量增加致生产投入加大备货增加所致；公司对存货计提跌价准备 0.25 亿元，计提比例 1.29%，计提较为合理。公司存货主要由库存商品（占 60.85%）、原材料（占 24.07%）、在产品（占 9.12%）和自制半成品（占 4.54%）构成。

截至 2017 年底，公司其他流动资产 13.40 亿元，较年初减少 21.75%，主要系 2017 年公司购买理财产品减少所致。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 144.01 元，较年初增长 23.10%，主要系固定资产增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 14.88%）、固定资产（占 30.96%）、在建工程（占 5.20%）、无形资产（占 9.97%）和商誉（占 25.04%）构成。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 21.43 亿元，较年初减少 25.85%，主要系对部分长期股权投资的公司转为子公司进入公司合并范围所致。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 44.59 亿元，较年初增长 78.11%，主要系合并范围扩大所致；公司固定资产以房屋建筑物（占 59.68%）和机器设备（占 32.93%）为主，截至 2017 年底公司对固定资产计提累计折旧 27.41 亿元；累计计提减值准备 0.21 亿元。公司固定资产成新率为 61.75%，成新率较低。

截至 2017 年底，在建工程账面价值 7.50 亿元，较年初增长 18.94%，主要系新增旅游板块相关的月光城项目、巴塘假日酒店等。

截至 2017 年底，公司无形资产账面价值达 14.35 亿元，较年初增长 13.66%，主要系合并范围扩大所致。截至 2017 年底，公司无形资产累计摊销 3.09 亿元。

截至 2017 年底，公司商誉为 36.06 亿元，较年初增长 15.43%，主要系公司进行了部分投资和收购形成的商誉。公司商誉规模较大，如被收购单位经营业绩未能实现预期，将存在一定减值风险。

截至 2017 年底，公司合计 43.67 亿元的资产受限，受限资产占当期期末总资产的 15.01%，受限资产占比较高。

表 8 截至 2017 年底公司所有权或使用权受限的资产（单位：万元、%）

项目	期末账面价值	占比	受限原因
货币资金	268,425.12	9.23	各类保证金等
应收票据	4,000.00	0.14	质押取得银行承兑汇票及借款
固定资产	39,936.63	1.37	抵押借款
无形资产	15,038.39	0.52	抵押借款
应收账款	6,074.88	0.21	保理、质押借款
生产性生物资产	1,474.52	0.05	抵押借款
长期股权投资	101,108.24	3.48	质押借款
投资性房地产	655.73	0.02	抵押借款
合计	436,713.52	15.01	--

资料来源：公司年报

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 293.24 亿元，较年初增长 0.80%；其中，流动资产合计 148.57 亿元（占 50.67%），非流动资产 144.67 亿元（占 49.33%），较年初变化不大。

总体看，2017 年底，随着主营业务的发展以及公司合并报表扩大，公司资产规模增长较快；流动资产中货币资金充足；非流动资产中固定资产和商誉占比较高，资产受限比例较高，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 157.93 亿元，较年初增长 16.78%，主要系随着公司合并范围扩大，以及公司借款规模的增加所致；其中，公司流动负债 99.83 亿元（占 63.21%），非流动负债 58.10 亿元（占 36.79%），流动负债占比下降 15.32 个百分点，但仍以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债 99.83 亿元，较年初减少 6.01%，主要系其他流动负债大幅减少所致。截至 2017 年底，公司流动负债主要由短期借款（占 55.18%）、应付票据（占 10.70%）、应付账款（占 8.90%）、其他应付款（占 6.14%）和其他流动负债（占 7.01%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款 55.09 亿元，较年初增长 7.17%；公司应付票据 10.68 亿元，较年初增长 9.16%，全部为银行承兑汇票；公司应付账款 8.88 亿元，较年初增长 18.09%，主要系经营规模扩大所致；公司其他应付款 6.13 亿元，较年初增长 76.09%，主要系其他费用及往来款大幅增加所致；公司其他流动负债合计 7.00 亿元，较年初减少 63.16%，全部为银行间市场短期融资券。

截至 2017 年底，公司非流动负债 58.10 亿元，较年初增长 100.16%，主要系长期借款大幅增加所致。截至 2017 年底，公司长期借款 21.21 亿元，较年初增加 315.04%，主要系公司收购子公司需要的现金增加所致，从偿还期限来看，偿付期限在 1~2 年的占比 34.36%，2~3 年的占比 64.84%，其余为 3 年及以上，偿付期限较为集中，存在一定集中偿付压力；应付债券 33.79 亿元，较年初增长

54.68%，主要系 2017 年子公司发行公司债“17 颖泰 01”（12.00 亿元）所致；其中 2019 年到期的债券余额 14.94 亿元，2020 年到期的债券余额 6.96 亿元，2022 年到期的债券余额 11.89 亿元，偿付期限较为均匀，集中偿付压力较小。

从债务负担来看，截至 2017 年底，公司全部债务总额为 132.75 亿元，较年初增长 11.83%，主要系新增长期借款和公司债券所致；其中，短期债务 77.74 亿元（占 58.56%），长期债务 55.01 亿元（占 41.44%），债务结构有所改善，但仍以短期债务为主。截至 2017 年底，公司资产负债率为 54.29%，较年初下降 1.53 个百分点；全部债务资本化比率为 49.96%，较年初下降 2.63 个百分点；受公司长期借款及应付债券增长的影响，公司长期债务资本化比率较年初上升 9.14 个百分点至 29.26%，公司债务负担较年初变化不大。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 159.46 亿元，与年初基本持平，公司负债结构较年初变化不大；公司全部债务为 129.19 亿元，较年初变化不大；其中，短期债务 74.74 亿元（占 57.86%），长期债务 54.44 亿元（占 42.14%），债务结构较年初变化不大；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 54.38%、49.13% 和 28.92%，与年初基本持平。

总体看，2017 年底，随着公司生产经营规模扩大，公司负债增长较快，债务负担变化不大，债务结构有所改善。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 132.97 亿元，较年初增长 24.22%，主要系未分配利润大幅增长所致；其中归属于母公司所有者权益为 94.93 亿元，占比 71.39%。归属于母公司的所有者权益中，股本占 21.44%、资本公积占 53.73%、盈余公积占 2.47%、未分配利润占 22.41%。所有者权益中股本和资本公积占比较高，公司所有者权益稳定性尚可。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 133.79 亿元，较年初增长 0.62%，各项权益占比较年初变动很小。

总体看，2017 年底，得益于未分配利润的大幅增加，公司所有者权益有所增长，其中股本和资本公积占比仍较高，公司所有者权益稳定性尚可。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 91.09 亿元，同比增长 28.42%，主要系公司农药化工板块贸易收入增加以及合并范围扩大所致；2017 年，公司营业成本 61.95 亿元，同比增长 30.35%，增速略高于营业收入。2017 年，公司实现营业利润为 7.10 亿元，同比增长 9.11%；净利润为 5.94 亿元，同比下降 2.94%，主要系 2017 年美元持续贬值导致出现较大汇兑损失所致。

从期间费用看，由于公司生产经营规模扩大，各项费用支出相应增长，2017 年，期间费用为 25.22 亿元，同比增长 53.94%；销售费用 10.91 亿元（占 43.23%），同比增长 46.32%，主要系公司业务拓展相应的费用增加以及合并范围扩大所致；管理费用 8.67 亿元（占 34.37%），同比增长 24.76%，主要系合并范围扩大所致；财务费用 5.65 亿元（占 22.39%），同比增长 184.86%，主要系美元持续贬值导致出现较大汇兑损失及融资规模增加所致；公司费用构成较上年变动不大。2017 年，公司费用收入比由 23.10% 上升至 27.69%，公司费用控制能力有待加强，费用对公司利润侵蚀仍显著。

2017 年，公司投资收益 2.68 亿元，同比大幅增长 239.04%，主要系权益法核算的长期股权投资收益大幅增加所致，占营业利润的比重为 37.80%，营业利润对投资收益依赖较大；其他收益 0.49 亿元，主要为与公司经营相关的政府补助，具有一定持续性，占利润总额的 7.22%；公司营业外收入 0.17 亿元，占利润总额的 2.56%；利润总额对其他收益及营业外收入依赖程度较低。

从盈利指标看，2017 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.57%、4.54% 和 4.95%，较上年变化不大。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 26.97 亿元，较上年同期增长 33.23%，归属于母公司所有者的净利润 0.96 亿元，较上年同期下降 0.68%，主要系一方面公司医疗事业部前期投入增加，另一方面为公司以外销出口为主的农化事业部受汇率波动影响，汇兑损失增加所致。

总体看，2017 年，随着合并范围的扩大公司收入随之增长；营业利润对投资收益依赖较大，受汇兑损失的影响公司盈利能力有所下降，期间费用对公司利润侵蚀仍显著。

5. 现金流

从经营活动来看，2017 年，随着公司生产经营规模扩大，公司经营活动产生的现金流入量和流出量增加。2017 年公司经营活动产生的现金流入 90.34 亿元，同比增长 38.19%，主要系 2017 年销售回款增加以及合并范围扩大所致；经营活动产生的现金流出 84.42 亿元，同比增长 40.12%，主要系购买商品支付的现金增加以及合并范围扩大所致。近两年公司经营活动产生的现金均呈净流入状态，2016~2017 年，分别为净流入 5.12 亿元和 5.91 亿元。从收入实现质量来看，2017 年公司的现金收入比由 84.81% 上升至 93.61%，现金收入质量仍有待提高。

从投资活动来看，2017 年，公司投资活动现金流入 90.09 亿元，同比大幅增长 137.89%，主要系公司利用暂时闲置自有资金购买理财产品到期赎回，以及合并范围扩大所致；公司投资活动现金流出 86.67 亿元，同比增长 27.21%，主要系购买理财产品所致；受上述因素影响，2017 年，公司投资活动产生的现金净流入 3.43 亿元，由净流出转为净流入。

从筹资活动来看，2017 年，公司筹资活动现金流入 139.89 亿元，同比增长 47.87%，主要系发行债券收到的现金增加以及收回融资性保证金增加所致；公司筹资活动现金流出 129.57 亿元，同比增长 70.10%，主要系偿还债务以及支付融资性保证金增加所致。受上述因素影响，2017 年公司筹资活动产生的现金净流入 10.32 亿元，同比下降 44.00%。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金净流出 0.45 亿元，投资活动产生的现金净流出 2.36 亿元，筹资活动产生的现金净流出 5.88 亿元。

总体看，2017 年，公司经营活动、投资活动现金流均呈净流入状态，公司融资需求减小，现金收入质量仍有待提高。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，随着公司流动资产的增加及流动负债的减少，公司流动比率和速动比率均有所上升，分别从年初的 1.18 倍和 1.04 倍上升至 1.47 倍和 1.28 倍。随着短期债务的减少，公司现金短期债务比由年初的 0.69 倍上升至 1.03 倍，公司短期偿债能力有所增强。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 为 16.37 亿元，同比增长 14.60%，主要系计入财务费用的利息支出增加所致；其中折旧占比 19.99%、摊销占比 6.01%、计入财务费用的利息支出占比 32.35%、利润总额占比 41.65%，仍主要以利润和计入财务费用的利息支出为主。受公司债务规模扩大的影响，2017 年公司 EBITDA 利息倍数由上年的 3.72 倍下降至 2.93 倍，EBITDA 全部债务比为 0.12 倍，与上年持平。整体看，2017 年公司 EBITDA 对利息保障程度有所减弱，公司长期偿债能力变化不大。

截至 2018 年 3 月底，公司累计获得的银行授信总额为人民币 102.22 亿元，尚未使用的授信额度为 29.21 亿元；公司间接融资渠道畅通。作为深圳中小企业板上市公司，公司直接融资渠道畅通。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G1050011200104420P），截至 2018 年 3 月 30 日，公司未结清的不良信贷信息记录，已结清中 1 笔不良、关注类贷款，主要系 2007 年公司于到期日偿还贷款，但银行系统延迟 1 天到账所致。公司过往履约情况较好。

截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保事项。

截至 2018 年 3 月底，公司不存在重大未决诉讼或仲裁事项。

总体看，跟踪期内，公司整体偿债能力仍很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 76.20 亿元，约为“14 华邦 01”和“15 华邦债”本金合计（15.00 亿元）的 5.08 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达 133.79 亿元，约为债券本金合计（15.00 亿元）的 8.92 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“14 华邦 01”、“15 华邦债”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 16.37 亿元，约为债券本金合计（15.00 亿元）的 1.09 倍，公司 EBITDA 对债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 90.34 亿元，约为债券本金合计（15.00 亿元）的 6.02 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，公司对“14 华邦 01”、“15 华邦债”的偿还能力很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司各业务板块经营状况良好，收入和资产规模保持增长，毛利率仍处于较高水平，经营现金流状况良好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到环保政策趋严、原材料价格上涨、商誉规模较大、汇兑损失对营业利润侵蚀显著以及投资收益对利润贡献较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着投资项目的建成投产，公司营业收入及盈利规模有望进一步扩大；“大华邦医疗联盟”下各家医院逐步建成并投入运营，公司产业链将进一步完善，公司规模和竞争力有望增强。

综上，联合评级维持公司主体信用级别为“AA+”，评级展望“稳定”；并维持“14 华邦 01”、“15 华邦债”债项评级为“AA+”。

附件 1 华邦生命健康股份有限公司 主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额 (亿元)	242.28	290.90	293.24
所有者权益 (亿元)	107.04	132.97	133.79
短期债务 (亿元)	91.74	77.74	74.74
长期债务 (亿元)	26.97	55.01	54.44
全部债务 (亿元)	118.71	132.75	129.19
营业收入 (亿元)	70.93	91.09	26.97
净利润 (亿元)	6.12	5.94	1.67
EBITDA (亿元)	14.28	16.37	--
经营性净现金流 (亿元)	5.12	5.91	-0.45
应收账款周转次数 (次)	3.65	3.67	--
存货周转次数 (次)	3.43	3.53	--
总资产周转次数 (次)	0.32	0.34	0.09
现金收入比率 (%)	84.81	93.61	85.31
总资本收益率 (%)	4.74	4.57	--
总资产报酬率 (%)	4.88	4.54	--
净资产收益率 (%)	5.79	4.95	1.25
营业利润率 (%)	32.14	31.12	34.85
费用收入比 (%)	23.10	27.69	29.27
资产负债率 (%)	55.82	54.29	54.38
全部债务资本化比率 (%)	52.58	49.96	49.13
长期债务资本化比率 (%)	20.13	29.26	28.92
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.72	2.93	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.12	0.12	--
流动比率 (倍)	1.18	1.47	1.47
速动比率 (倍)	1.04	1.28	1.27
现金短期债务比 (倍)	0.69	1.03	1.02
经营现金流动负债比率 (%)	4.82	5.92	-0.45
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.95	1.09	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。3、2018 年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化。

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。