

# 跟踪评级公告

联合〔2019〕1591号

深圳市海普瑞药业集团股份有限公司：

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：

**深圳市海普瑞药业集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，  
评级展望为“稳定”**

**深圳市海普瑞药业集团股份有限公司公开发行的“16海普瑞”公  
司债券信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监： 

二〇一九年六月廿二日

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>

# 深圳市海普瑞药业集团股份有限公司

## 公司债券 2019 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
16 海普瑞	10 亿元	5 年	AA+	AA+	2018.6.22

跟踪评级时间: 2019 年 6 月 22 日

主要财务数据:

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额 (亿元)	129.14	131.89	136.55	134.43
所有者权益 (亿元)	80.89	76.87	62.45	67.40
长期债务 (亿元)	20.95	18.19	24.49	23.27
全部债务 (亿元)	38.94	47.09	49.16	42.07
营业收入 (亿元)	22.61	26.70	48.15	10.23
净利润 (亿元)	3.86	1.18	5.92	4.95
EBITDA (亿元)	7.26	3.07	11.58	-
经营性净现金流 (亿元)	3.46	-4.07	6.68	-1.38
营业利润率 (%)	30.92	23.36	39.65	35.60
净资产收益率 (%)	4.57	1.50	8.50	7.62
资产负债率 (%)	37.36	41.72	54.27	49.86
全部债务资本化比率 (%)	32.50	37.99	44.05	38.43
流动比率 (倍)	3.24	1.89	1.24	1.22
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.19	0.07	0.24	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.04	2.21	5.75	-
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.73	0.31	1.16	-

注: 1、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2、2019 年一季度财务数据未经审计, 相关财务指标未年化; 3、数据单位除特别说明外均为人民币; 4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点:

跟踪期内, 深圳市海普瑞药业集团股份有限公司 (以下简称“公司”或“海普瑞”) 作为全球产销规模领先的肝素钠原料药生产企业, 在行业地位、生产技术及规模、下游客户资源等方面仍具有较强的综合竞争优势。2018 年, 公司整体经营情况良好, 受益于上游肝素粗品供应充足、产品价格上涨、制剂子公司并表以及胰酶和 CDMO 业务陆续进入交付期等因素, 公司收入规模和毛利率水平均大幅提升, 净利润大幅增长, 经营活动现金流状况大幅改善, 盈利能力得到增强。同时, 联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 也关注到汇率波动、商誉规模较大且存在减值风险以及投资损失对营业利润存在一定侵蚀等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

随着公司进一步整合肝素全产业链业务, 并提升胰酶、CDMO 业务的交付能力, 未来公司下游制剂收入有望大幅增长, 盈利能力有望增强。

综上, 联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA+, 评级展望维持“稳定”; 同时维持“16 海普瑞”的债项信用等级为 AA+。

优势:

1. 公司作为全球产销规模领先的肝素钠原料药生产企业, 在生产技术、质量管理、客户资源方面优势明显。

2. 2018 年, 公司打通肝素产业链, 上游原材料供应充足, 产品价格大幅提升, 下游依诺肝素钠制剂欧盟首仿药优势保持良好, 市场份额和收入大幅增长

3. 公司胰酶、CDMO 业务进入初步交付期, 对公司利润形成有效补充。

## 关注

1. 2018年，公司产品结构逐步多元，但原料药业务占比仍较高，面临销售客户及产品集中的风险。

2. 公司产品主要出口，人民币汇率波动可能对公司产生不利影响。

3. 公司商誉规模较大，如未来被收购单位经营业绩未达预期，公司商誉将面临减值风险；长期股权投资损失对公司营业利润存在一定侵蚀。

## 分析师

侯珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@unitedratings.com.cn

范琴

电话：010-85172818

邮箱：fanq@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

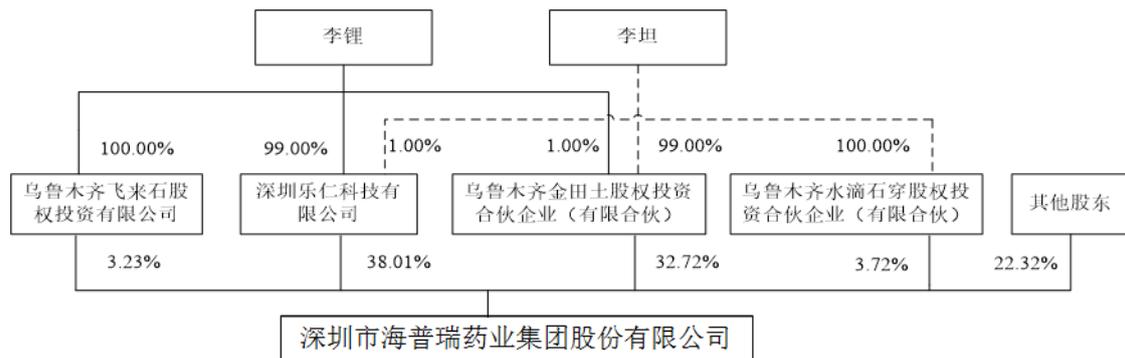
## 一、主体概况

深圳市海普瑞药业集团股份有限公司（以下简称“公司”或“海普瑞”）前身是1998年4月成立的海普瑞实业发展有限公司，注册资本200.00万元，其中李锂、李坦、单宇和深圳市冀枣玻璃钢有限公司分别持股51.00%、38.00%、10.00%和1.00%。后历经数次增资、股权转让以及公司名称变更，2007年12月，经商务部商资批[2007]2025号《关于同意深圳市海普瑞药业有限公司改制为外商投资股份有限公司的批复》批准，公司变更为股份有限公司，并更名为“深圳市海普瑞药业股份有限公司”。2010年5月，公司在深圳证券交易所上市，证券简称“海普瑞”，证券代码“002399.SZ”。经2016年度股东大会批准，公司于2017年2月更名为现用名。

经数次股权转让、变更以及增资，截至2019年3月底，公司注册资本124,720.17万元，其中乌鲁木齐飞来石股权投资有限公司持有3.23%股份，深圳市乐仁科技有限公司持有38.01%股份，乌鲁木齐金田土股权投资合伙企业（有限合伙）持有32.72%股份，乌鲁木齐水滴石穿股权投资合伙企业（有限合伙）持有3.72%股份，公司实际控制人为李锂、李坦夫妇。

截至2019年6月10日，公司已质押股权为0.27亿股，质押比例为2.20%。

图1 截至2019年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2018年底，公司经营范围较上年未发生变化。

截至2018年底，公司组织结构较上年未发生变化。拥有在职员工2,333人；截至2018年底，公司纳入合并范围的子公司共44家。

截至2018年底，公司合并资产总额136.55亿元，负债合计74.10亿元，所有者权益（含少数股东权益）62.45亿元，其中归属于母公司所有者权益60.68亿元。2018年，公司实现营业收入48.15亿元，净利润（含少数股东损益）5.92亿元，其中归属于母公司所有者净利润6.16亿元；经营活动产生的现金流量净额6.68亿元，现金及现金等价物净增加额-14.73亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额134.43亿元，负债合计67.03亿元，所有者权益（含少数股东权益）67.40亿元，其中归属于母公司所有者权益66.14亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入10.23亿元，净利润（含少数股东权益）4.95亿元，其中归属于母公司所有者净利润5.07亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.38亿元，现金及现金等价物净增加额-8.38亿元。

公司注册地址：深圳市南山区松坪山郎山路21号；法定代表人：李锂。

## 二、债券发行和募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会（证监许可[2016]2398号文）核准，公司发行《深圳市海普瑞药业股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券》，募集资金10亿元，于2016年11月10日发行完毕，票面利率3.19%。本次债券发行期限5年，附第3年末公司调整票面利率选择权及合格投资者回售选择权。本次债券已于2016年12月15日在深圳证券交易所挂牌交易，债券代码“112473.SZ”，债券简称“16海普瑞”。

截至2019年3月底，公司已累计使用“16海普瑞”募集资金9.91亿元，募集资金用途与募集说明书的承诺用途一致，用于补充流动资金。公司已于2018年11月8日支付“16海普瑞”上一计息期间的利息3,190万元。

## 三、行业分析

2018年，公司主要收入仍来自肝素钠原料药和制剂等，属于医药行业。

### 1. 行业现状

医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

2010年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长。2015-2017年，医药制造行业收入和利润规模保持持续增长。国家统计局发布的数据显示，2018年，中国医药行业收入增长依然稳定但利润增速有所放缓，全国规模以上医药制造业企业实现营业收入24,264.7亿元，同比增长12.4%；其中主营业务收入23,986.3亿元，同比增长12.6%；实现利润总额3,094.2亿元，同比增长9.5%。

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段，医保控费对行业增长的边际冲击已有所减缓，在需求端的刺激下，2016年起行业开始企稳回升；但从各子行业增速波动情况来看，行业开始表现出由总量增长向结构性增长转变，行业分化趋势愈加明显。

### 2. 行业关注

#### （1）行业集中度低，兼并重组步伐加快，需关注商誉减值风险

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低，市场较为分散。随着环保监管趋严、一致性评价等政策调控，行业内资源不断向优势企业集中。与此同时，企业在兼并重组过程中存在一定整合风险和商誉减值风险，一旦整合不达预期，较易发生计提商誉减值情形。2018年，多家医药行业上市公司发生商誉减值，对企业利润水平造成负面影响。

#### （2）研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿制药，新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。中国制药行业企业机制尚未形成，研发投入不足，严重制

约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

(3) 一致性评价进程加快，将加速企业间分化

自 2016 年一致性评价工作启动以来，国家陆续出台多项配套细则，保障一致性评价工作持续推进。在配套政策支持方面，通过一致性评价的品种，药品监管部门允许其在说明书和标签上予以标注，并将其纳入《中国上市药品目录集》；对同品种药品通过一致性评价的药品生产企业达到 3 家以上的，在药品集中采购等方面，原则上不再选用未通过一致性评价的品种。仿制药一致性评价未来仍将成为医药制造企业工作的重点；同时，随着其他配套政策的逐步落实，企业间市场份额、盈利能力和整体竞争力的分化将愈加明显。

3. 未来发展

未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求。同时，随着各项医改政策在生产端去产能和消费端调结构的各项医改政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，企业间分化将继续加大，具备规模优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升，行业将进入转型升级的新阶段。从中长期看，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

四、经营与竞争力

1. 业务与收入构成

2018 年，受益于收购子公司、上调产品售价、拓展新客户、完善交付订单能力等因素，公司当年营业收入、净利润和综合毛利率均大幅提升。

2018 年，公司仍主要从事肝素钠原料药研究、生产及销售，核心产品为肝素钠原料药。2018 年，公司实现营业收入 48.15 亿元，较上年增长 80.32%；主要系制剂收入大幅增长所致；实现净利润 5.92 亿元，较上年大幅增长 401.05%，主要系肝素钠原料药价格提升和毛利率较高的制剂业务占比提升所致。2018 年，公司实现主营业务收入 45.86 亿元，占营业收入的 95.24%，主营业务仍十分突出。

分产品类型来看，2018 年，由于一方面公司建立并实施新的肝素粗品采购和管理模式，保障了原料供应，另一方面公司主动上调产品售价，肝素钠（原料药）业务实现收入较上年增长 35.95% 至 27.68 亿元；占营业收入的比重下降 18.77 个百分点至 57.49%，仍为公司第一大收入来源。制剂方面，2018 年，公司收购深圳市多普乐实业发展有限公司<sup>1</sup>（以下简称“多普乐”），该业务收入大幅增长 13.71 倍至 10.30 亿元；占比提升 18.77 个百分点至 21.39%。CDMO 业务方面，公司 2018 年积极拓展新客户，订单数量大幅增长，收入增长 61.04% 至 5.24 亿元，占比小幅降低 1.29 个百分点至 10.90%；胰酶业务收入在营业收入中的占比仍较低，受 2018 年毛利率大幅提升影响，其对公司利润贡献度有一定提升，2018 年下半年，该业务具备初步交付能力，收入大幅增长 4.48 倍至 2.63 亿元。

表 1 近三年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
肝素钠（原料药）	17.43	77.11	39.51	20.36	76.26	29.91	27.68	57.49	40.42
制剂	0.46	2.01	26.20	0.70	2.62	46.13	10.30	21.39	55.81

<sup>1</sup> 自 2018 年第三季度起纳入合并范围。

胰酶	0.51	2.26	-34.70	0.48	1.81	-81.80	2.63	5.46	40.77
CDMO	3.45	15.28	10.63	3.26	12.19	13.48	5.25	10.90	17.69
其他	0.75	3.34	4.71	1.90	7.12	-3.05	2.29	4.76	15.95
合计	<b>22.61</b>	<b>100.00</b>	<b>31.99</b>	<b>26.70</b>	<b>100.00</b>	<b>23.97</b>	<b>48.15</b>	<b>100.00</b>	<b>40.09</b>

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2018年，公司业务综合毛利率40.09%，较上年提升16.12个百分点，主要系各业务板块毛利率均不同程度的提升所致。具体来看，2018年，公司肝素钠原料药业务毛利率为40.42%，较上年提升10.51个百分点，主要系公司上调产品售价所致；制剂业务毛利率提升9.68个百分点至55.81%，主要系制剂价格上涨所致；CDMO业务毛利率提升4.21个百分点至17.69%，主要系该业务服务能力提升，成本下降所致；胰酶业务当年开始交付，毛利率转正为40.77%。

从销售区域来看，2018年，公司国外收入为43.51亿元，同比增长78.53%；占营业收入的比重为90.37%，较上年提升4.65个百分点。

2019年1~3月，公司实现营业收入10.23亿元，同比增长6.65%，主要系合并范围变动所致，净利润4.95亿元，同比增长5.93倍，主要系处置子公司确认投资收益所致。

## 2. 肝素钠（原料药）业务

### （1）原材料采购

**2018年，公司自产和OEM采购占比上升，采购量有所增加。**

2018年，公司自产厂成都深瑞和山东瑞盛的日均小肠处理能力明显增加，收率稳步提高，粗品产量较2017年明显增加；公司优化粗品供应OEM管理模式，鼓励和支持有成本优势的OEM厂商提高产量，同比生产和采购量有较大幅度增加。

### （2）产品生产

**2018年，公司肝素钠（原料药）产能及生产模式无变化，产量大幅增长。**

公司2018年生产模式和产能较2017年均无变化。产量方面，2018年，公司自产厂和OEM厂商的处理能力均有所增加，因此原料肝素粗品供应充足，加之公司用于下游制剂生产的自用原料药需求增长，肝素钠（原料药）产量较上年增长34.28%至109,325.55亿单位，库存有所上涨是因公司在年底加大储备原材料所致。

表2 近三年公司肝素钠（原料药）产量和库存量（单位：亿单位）

项目	2016年	2017年	2018年
产量	79,383.58	81,414.10	109,325.55
库存量	7,074.10	8,634.95	9,471.33

资料来源：公司提供

### （3）产品销售

**2018年，公司肝素钠（原料药）销售量价齐涨。**

由于2017年上游肝素粗品行业整体供应不足，公司生产成本上涨，加之公司对下游客户具有一定话语权，主动上调产品售价。2018年，公司继续实施上调后的产品售价，均价由2.57万元/亿单位上涨33.46%至3.43万元/亿单位；同时，由于产品供应能力提升，当年销量增长1.81%至80,801.56亿单位。产销率下降23.58个百分点至73.91%。

表 3 近三年公司肝素钠（原料药）销售情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
销量（亿单位）	83,749.39	79,366.98	80,801.56
均价（万元/亿单位）	2.08	2.57	3.43
销售额（万元）	174,334.45	203,622.96	276,808.17
产销率（%）	105.50	97.49	73.91

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，2018 年，公司向前五大客户销售额合计 28.51 亿元，占公司总销售额的比例下降 9.17 个百分点至 59.21%，集中度下降，但仍处于较高水平。

### 3. 制剂业务

**2018 年，公司完成收购多普乐，制剂业务收入大幅增长 13.71 倍至 10.30 亿元；占比提升 18.77 个百分点至 21.39%，现为公司第二大业务。**

多普乐及其子公司深圳市天道医药有限公司（以下简称“天道医药”）已在波兰、意大利、德国、英国和西班牙建立营销团队，其依诺肝素制剂已经占有波兰药品零售市场较高的份额；在意大利多个区域招投标中中标并开始销售；德国主攻提高零售销量，并通过与医院采购集团签订合同推动医院销售及医院溢出，进一步提升零售销量；英国实行针对性的定价策略，积极拓展新客户，并努力驱动其他低分子肝素制剂品牌客户的转换。在西班牙积极进行市场推广，已赢取多家医院合同；在塞浦路斯积极参与招投标，目前已经有中标；同时还在欧洲和其他地区的多个国家与本地服务商紧密合作，积极推进进入相关国家销售相关的本地批准工作。

### 4. 经营效率

**2018 年，公司经营效率小幅提升。**

2018 年，受收入大幅增长影响，公司应收账款周转次数由 4.25 次提升至 5.13 次；存货周转次数由 2.56 次下降至 2.25 次；总资产周转次数由 0.20 次提升至 0.36 次。

### 5. 在建项目

**公司在建项目存在一定的资金需求，项目建成后，公司产能有望扩大，盈利有望增长。**

截至 2018 年底，公司主要在建工程项目 2 项，其中坪山医药生态园工程计划投资 13.09 亿元，已投资 6.09 亿元，未来尚需投资 7.00 亿元，预计完工时间为 2022 年；SPL 及赛湾生物生产线、设备改扩建工程计划投资 4.61 亿元，已投资 4.22 亿元，未来尚需投资 0.39 亿元，预计完工时间为 2019 年。

### 6. 重大事项

**公司完成收购多普乐，业务向下游制剂延伸。**

2018 年，公司完成对同一控制下企业多普乐的 100% 股权的收购。交易对方李锂、李坦、乐仁科技、金田土、水滴石穿、飞来石、单宇承诺，多普乐 2018 年、2019 年和 2020 年扣除非经常性损益后的净利润分别不低于 19,060.00 万元、28,680.00 万元和 34,080.00 万元。若多普乐未实现上述承诺的净利润，则前述交易对方分别以其获得的交易对价为限承担业绩补偿义务，并就前述补偿义务承担连带责任。

根据瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)出具的业绩承诺完成情况专项审核报告，多普乐 2018 年

度经审计归属于母公司的净利润 20,541.07 万元，扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润 20,042.84 万元，相当于 2018 年度承诺净利润 19,060.00 万元的 105.16%，已完成 2018 年度业绩承诺。

收购多普乐属于同一控制下企业合并直接冲减资本公积，不形成商誉，无需进行商誉减值测试。

#### 7. 经营关注

**2018 年以来，中美经济和贸易关系趋向复杂化，公司业务以出口为主，面临一定的政治风险和汇率变动风险；原料药行业市场化程度较高；公司制剂生产和下游市场较为复杂，面临产品质量风险和后续仿制药上市的冲击。**

##### (1) 贸易和汇率风险

2018 年以来，中美经济和贸易关系趋向复杂化，税收和技术壁垒陆续出台。公司产品绝大部分出口，尽管目前尚未出台针对公司主要产品的清单，但未来经济贸易环境如进一步恶化，税收和市场的不确定性将进一步增加。公司产品以出口为主，结算币种为美元和人民币为主，人民币汇率波动增加汇兑损失风险。

##### (2) 产品竞争风险

肝素原料药行业是一个市场化程度较高的行业，而肝素制剂行业已形成以国际品牌肝素制剂企业为主的较为固定的市场格局。公司凭借专有的肝素钠原料药提取和纯化技术在肝素原料药行业保持领先地位；由于欧洲各国制剂市场情况不一致，目前依诺肝素有二仿、三仿进入欧洲制剂市场销售，公司首仿药面临着原研药和其他品牌制剂的竞争，市场的复杂性将带来潜在的竞争风险。

##### (3) 产品质量风险

公司产品生产流程长、环节多、工艺复杂，作为人用注射制剂原料药、人用注射剂，任何环节出现事故都会导致产品质量问题进而可能造成医疗事故。

## 五、战略与管理

### 1. 未来发展

**公司依据自身经营优势和现有资源进行经营思路的调整，经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。**

公司一方面坚持以领先的工艺技术和严格的质量管理体系为基石，充分利用可靠安全的肝素资源，打造坚实的肝素原料药产业平台，充分发挥肝素全产业链一体化经营优势，做强做大肝素主业。另一方面，通过自主研发、借助产业基金等资本与合作平台，以自主创新、股权投资、并购和合作开发等模式，加快进入新药开发领域，努力实现由传统医药生产企业向新药开发型企业转型，重点开发领域是肿瘤治疗和循环系统（心脑血管）疾病治疗。

公司将充分发挥全产业链协同效应，进一步提升肝素业务在全球市场的竞争力。在肝素制剂营方面，将继续开拓欧洲国家，增加公司制剂在欧洲的市场份额；在欧洲和美国市场之外，战略布局和发全球其他有价值国际市场。在新产品领域，将加快完成已引入品种的临床开发与上市，加快引入中国市场的进度；同时还将在肿瘤、心血管、肝素产业链相关领域评估并选择合适新品种进行投资。

## 2. 组织管理

跟踪期内，公司核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作良好。

2018年，公司董事、监事及高级管理人员未发生变动，核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作良好。

## 六、财务分析

### 1. 信息披露与采纳原则

公司提供的2018年度财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2019年1~3月合并财务报表未经审计。2018年，财政部发布《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），公司财务报表中若干比较报表数据已经过重新编排以符合报告格式要求。2018年，公司纳入合并范围的子公司新增17家，减少1家；截至2018年底，公司纳入合并范围的子公司共44家，财务数据可比性尚可。

### 2. 资产质量

截至2018年底，公司资产规模略有下降，流动资产中货币资金和存货占比较大，非流动资产中可供出售的金融资产和商誉占比较大；公司资产流动性降低；公司资产受限规模较小，整体资产质量尚可。

截至2018年底，公司资产总额136.55亿元，较上年底下降1.55%。其中，流动资产占41.01%，较上年底下降5.46个百分点，非流动资产占58.99%，以非流动资产为主。

#### （1）流动资产

截至2018年底，公司流动资产合计56.00亿元，较上年底下降8.64%；公司流动资产主要由货币资金（占37.89%）、应收票据和应收账款（占19.38%）、存货（占27.32%）构成。

截至2018年底，公司货币资金21.22亿元，较上年底下降39.30%，主要系支付多普乐收购款所致，主要由银行存款构成（占98.64%），其余为库存现金和其他货币资金。截至2018年底，公司使用权受到限制的其他货币资金为人民币383.67万元（主要为保函保证金（373.17万元））。

截至2018年底，公司应收票据及应收账款账面价值10.85亿元，其中应收账款10.84亿元，较上年底增长42.55%，主要系天道医药及其欧洲子公司制剂销售规模增加导致应收账款增加所致。公司按账龄法计提坏账准备的应收账款占其账面余额的96.00%，其中账龄在一年以内的占99.75%，账龄较短，累计计提坏账准备26.26万元；公司单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款占其账面余额的1.62%，全额计提坏账准备；单项重大并单独计提坏账准备的应收账款占余额的2.38%，计提坏账794.36万元，计提比例30.00%。截至2018年底，公司应收账款前五名客户应收款项占应收账款余额的62.23%，公司应收账款客户集中度较高。

截至2018年底，公司存货账面价值15.30亿元，较上年底增长78.47%，主要系合并范围扩大加之年底备货所致；主要由原材料（占27.20%）、在产品（占19.83%）和库存商品（占45.64%）构成；公司对原材料、在产品和库存商品合计计提跌价准备0.96亿元，计提比例为5.91%。

#### （2）非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产合计80.55亿元，较上年底增长14.10%，主要系固定资产增加所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占19.92%）、固定资产（占19.96%）和商誉（占28.76%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 16.05 亿元，较上年底增长 9.79%，主要系新增对 CureMark, LLC 的 2.98 亿投资所致。其中按公允价值计量的和按成本计量的可供出售金融资产分别占可供出售金融资产账面价值的 24.22% 和 75.78%。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 16.08 亿元，较上年底增长 91.49%，主要系坪山医药生态园工程及子公司 SPL 的生产线建设工程部分达到预定可使用状态结转为固定资产所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 60.44%）和机器设备（占 34.55%）构成，符合公司制造业行业特性；累计计提折旧 6.77 亿元，固定资产成新率 69.21%，成新率一般。

截至 2018 年底，公司商誉 23.17 亿元，较上年底增长 5.04%，主要系汇率折算差异使得因合并 SPL 和赛湾生物产生的商誉增加所致，公司聘请了 KPMG LLP，采用收益法和市场法对 SPL 和赛湾生物的商誉进行减值测试，评估结果显示商誉无须计提减值。未来若被收购单位经营业绩未达预期，公司商誉仍将面临减值风险。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产共计 14.89 亿元，占资产总额的 10.91%，受限比例一般；主要由存货（占 20.31%）、固定资产（占 20.44%）、应收账款（占 15.32%）、可供出售金融资产（占 17.85%）和在建工程（占 14.38%）构成。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 134.43 亿元，较 2018 年底下降 1.55%，其中流动资产占 34.87%，非流动资产占 65.13%，流动资产占比进一步降低。

### 3. 资本结构

截至 2018 年底，公司负债大幅增长，以流动负债为主，整体债务负担仍处于合理水平；公司所有者权益因收购多普乐冲减资本公积有所减少，权益结构稳定性尚可。

#### （1）负债

截至 2018 年底，公司负债总额 74.10 亿元，较上年底大幅增长 34.66%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 60.79%，较上年底上升 1.72 个百分点，非流动负债占 39.21%，负债结构稳定。

截至 2018 年底，公司流动负债 45.04 亿元，较上年底大幅增长 38.57%，主要系短期借款和其他应付款增加所致；公司流动负债主要由短期借款（占 43.99%）、其他应付款（占 30.22%）和一年内到期的非流动负债（占 10.77%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 19.81 亿元，较上年底增长 45.59%，主要系为补充流动资金融资增加所致；公司短期借款由信用借款（占 47.31%）、保证借款（占 38.68%）构成。

截至 2018 年底，公司其他应付款（合计）13.61 亿元，其中，其他应付款为 13.42 亿元，较上年底增长 23.50 倍，主要系新增对多普乐的股权收购款 11.76 亿元所致。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 4.85 亿元，较上年底下降 68.20%，主要系偿还到期债务所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 29.06 亿元，较上年底增长 29.03%，主要系长期借款增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 50.07%）、应付债券（占 34.23%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 14.55 亿元，较上年底增长 76.01%，主要系合并范围扩大所致，其中保证及抵押贷款占 71.85%，其余为质押借款。截至 2019 年 3 月底，公司长期借款中，2020 年到期的为 4.28 亿元、2021 年到期的为 3.16 亿元，2022 年及以后到期的为 5.88 亿元；公司长期借款分布较为均匀，集中偿付压力一般。

截至 2018 年底，公司应付债券余额 9.95 亿元，较上年底变化不大，为“16 海普瑞”，到期日

为 2021 年 11 月，下一行权日为 2019 年 11 月 8 日。

截至 2018 年底，公司全部债务 49.16 亿元，较上年底增长 4.40%；其中短期债务占 50.17%，长期债务占 49.83%，债务结构较为均衡。截至 2018 年底，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 54.27%、44.05% 和 28.17%，分别较上年底上升 12.55 个百分点、6.06 个百分点和 9.03 个百分点，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 67.03 亿元，较 2018 年底下降 9.54%，其中流动负债占 57.25%，非流动负债占 42.75%，仍以流动负债为主。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务总额 42.07 亿元，较 2018 年底下降 14.42%，其中短期债务占 44.69%，长期债务占 55.31%；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 49.86%、38.43% 和 25.66%，分别较 2018 年底下降 4.40 个百分点、5.62 个百分点和 2.51 个百分点。

#### (2) 所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 62.45 亿元，较上年底下降 18.76%，主要系同一控制下合并冲减资本公积所致。从权益结构来看，归属于母公司所有者权益占所有者权益的 97.17%，以股本、资本公积、盈余公积和未分配利润为主，占比分别为 20.55%、37.15%、8.53% 和 31.97%，公司所有者权益结构稳定性尚可。截至 2018 年底，公司股本仍为 12.47 亿元；资本公积 22.54 亿元，较上年底下降 46.54%。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 67.40 亿元，较 2018 年底增长 7.93%，所有者权益结构较 2018 年底变化不大。

#### 4. 盈利能力

##### **2018 年，公司收入规模及净利润大幅增长，整体盈利能力明显提升。**

2018 年，公司实现营业收入 48.15 亿元，较上年增长 80.32%；营业成本 28.85 亿元，较上年增长 42.09%；实现净利润 5.92 亿元，较上年大幅增长 401.05%；归属于母公司所有者的净利润 6.16 亿元，较上年大幅增长 369.19%。

从期间费用看，2018 年，公司费用总额 9.46 亿元，较上年大幅增长 26.29%，主要系合并范围扩大后，销售费用增加所致。其中，销售费用 2.90 亿元（占 30.68%），较上年增长 356.53%，主要系合并范围扩大所致；管理费用 3.81 亿元（占 40.26%），较上年下降 6.40%；研发费用 1.87 亿元（占 19.75%）；其余为财务费用 0.88 亿元。2018 年，公司费用收入比为 19.65%，较上年下降 1.50 个百分点，期间费用对公司利润存在一定侵蚀。

2018 年，公司投资收益为由上年的 -0.51 亿元扩大为 -2.38 亿元，主要为权益法核算的长期股权投资收益，投资损失对营业利润侵蚀明显；其他收益 0.34 亿元，全部系政府补助；营业外收入为 0.10 亿元，较上年下降 34.74%，主要系财务报表项目调整所致。

从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率为 39.65%，较上年提升 16.28 个百分点；公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率较上年均有不同程度的提升，分别从 2017 年的 2.10%、1.09% 和 1.50% 提升了 4.63 个百分点、5.84 个百分点和 7.00 个百分点至 6.72%、6.93% 和 8.50%。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.23 亿元，同比增长 6.65%，主要系合并范围变动所致，净利润 4.95 亿元，同比增长 5.93 倍，主要系处置子公司确认投资收益所致。

#### 5. 现金流

##### **2018 年，公司经营活动现金流状况大幅改善，收入实现质量有所提高；投资活动现金仍为净流**

出状态，但净流出规模大幅下降；公司筹资活动现金由上年的净流入转为大额净流出。

经营活动方面，2018年，公司经营活动现金流入49.24亿元，较上年增长95.40%，主要系收入增长所致；经营活动现金流出42.58亿元，较上年大幅增长45.40%；受上述因素影响，经营活动产生的现金流由净流出4.07亿元转为净流入6.68亿元。2018年，公司现金收入比91.76%，较上年提升3.58个百分点，收入实现质量有所好转。

投资活动方面，2018年，公司投资活动现金流入8.94亿元，较上年下降45.20%，主要系赎回理财产品收到的现金减少所致；投资活动现金流出14.38亿元，较上年下降49.32%，主要系公司2018年对外投资支付的现金减少所致；受上述因素影响，投资活动产生的现金净流出5.44亿元，净流出额同比下降54.89%。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动现金流入40.14亿元，较上年增长32.34%，主要系借款增加所致；筹资活动现金流出56.30亿元，较上年增长128.07%，主要系偿还债务支付的现金及支付的其他与筹资活动有关的现金增加所致；受上述因素影响，筹资活动产生的现金由净流入5.64亿元转为净流出16.16亿元。

2019年1~3月，公司经营活动现金流净额为-1.38亿元，投资活动现金流量净额为-1.00亿元，筹资活动现金流量净额-5.94亿元。

#### 6. 其他信用事项

**公司过往履约情况良好，无对外担保事项和重大未决诉讼事项，未使用授信额度较大。**

截至2019年3月底，公司获得银行授信总额合计82.80亿元，其中未使用额度48.75亿元，公司间接融资渠道较为畅通；同时，公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

截至2019年3月底，公司无对外担保事项；无重大未决诉讼事项。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（机构信用代码：G10440305004477803），截至2019年5月7日，公司无已结清和未结清的关注及不良类贷款，过往债务履约情况良好。

### 七、公司债券偿债能力分析

**2018年，公司偿债能力指标表现尚可，同时考虑到公司经营活动现金流和现金类资产对债务保障程度较高，公司整体偿债能力仍属很强，其对“16海普瑞”的偿还能力很强。**

从短期偿债能力指标看，截至2018年底，受流动负债规模增长影响，公司流动比率由上年底的1.89倍下降至1.24倍，速动比率由上年底的1.62倍下降至0.90倍，流动资产对流动负债的保护程度减弱；公司现金短期债务比由上年底的1.26倍下降至0.89倍，现金类资产对短期债务的保障能力减弱。整体看，公司短期偿债能力仍较强。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为11.58亿元，较上年增长277.45%，主要系利润总额大幅增长所致；公司EBITDA由折旧（占13.84%）、摊销（占5.80%）、计入财务费用的利息支出（占17.23%）和利润总额（占63.12%）构成；EBITDA利息倍数由上年的2.21倍提升至5.75倍，EBITDA全部债务比由上年的0.07倍提升至0.24倍。整体看，公司长期偿债能力有所提升。

从资产情况来看，截至2019年3月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达13.91亿元，约为“16海普瑞”本金（10亿元）的1.39倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产达67.40亿元，约为“16海普瑞”本金（10亿元）的6.74倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16海普瑞”本金的按期偿付起到很强的保

障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司 EBITDA 为 11.58 亿元，约为“16 海普瑞”本金（10 亿元）的 1.16 倍，公司 EBITDA 对“16 海普瑞”本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 49.24 亿元，约为“16 海普瑞”本金（10 亿元）的 4.92 倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度很高。

## 八、综合评价

公司作为全球产销规模领先的肝素钠原料药生产企业，在行业地位、生产技术及规模、下游客户资源等方面仍具有较强的综合竞争优势。2018 年，公司整体经营情况良好，受益于上游肝素粗品供应充足、产品价格上涨、制剂子公司并表以及胰酶和 CDMO 业务陆续进入交付期等因素，公司收入规模和毛利率水平均大幅提升，净利润大幅增长，经营活动现金流状况大幅改善，盈利能力得到增强。同时，联合评级也关注到人民币汇率波动、商誉规模较大且存在减值风险以及投资损失对营业利润存在一定侵蚀等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。。

随着公司进一步整合肝素全产业链业务，并提升胰酶、CDMO 业务的交付能力，未来公司下游制剂收入有望大幅增长，盈利能力有望增强。。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA+，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 海普瑞”的债项信用等级为 AA+。

## 附件 1 深圳市海普瑞药业集团股份有限公司

### 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	129.14	131.89	136.55	134.43
所有者权益 (亿元)	80.89	76.87	62.45	67.40
短期债务 (亿元)	17.99	28.89	24.67	18.80
长期债务 (亿元)	20.95	18.19	24.49	23.27
全部债务 (亿元)	38.94	47.09	49.16	42.07
营业收入 (亿元)	22.61	26.70	48.15	10.23
净利润 (亿元)	3.86	1.18	5.92	4.95
EBITDA (亿元)	7.26	3.07	11.58	-
经营性净现金流 (亿元)	3.46	-4.07	6.68	-1.38
应收账款周转次数 (次)	4.73	4.25	5.13	-
存货周转次数 (次)	2.45	2.56	2.25	-
总资产周转次数 (次)	0.18	0.20	0.36	0.08
现金收入比率 (%)	95.24	88.18	91.76	91.41
总资本收益率 (%)	4.01	2.10	6.72	-
总资产报酬率 (%)	4.42	1.09	6.93	-
净资产收益率 (%)	4.57	1.50	8.50	7.62
营业利润率 (%)	30.92	23.36	39.65	35.60
费用收入比 (%)	15.66	21.15	19.65	30.04
资产负债率 (%)	37.36	41.72	54.27	49.86
全部债务资本化比率 (%)	32.50	37.99	44.05	38.43
长期债务资本化比率 (%)	20.58	19.14	28.17	25.66
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.04	2.21	5.75	-
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.19	0.07	0.24	-
流动比率 (倍)	3.24	1.89	1.24	1.22
速动比率 (倍)	2.96	1.62	0.90	0.81
现金短期债务比 (倍)	2.58	1.26	0.89	0.74
经营现金流流动负债比率 (%)	16.75	-12.52	14.83	-3.60
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.73	0.31	1.16	-

注：1、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2、2019 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化；3、数据单位除特别说明外均为人民币；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

## 附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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+销售费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本次公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
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/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据  
 长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款  
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期融资款+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。