

浙江海翔药业股份有限公司

2012 年公司债券 2015 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第
【71】号 01

债券剩余规模: 1.1 亿元

债券到期日期: 2015 年
10 月 31 日

债券偿还方式: 按年付
息, 到期一次还本, 附
投资者回售选择权

分析师

姓名:
赵婷 毕柳

电话:
021-51035670

邮箱:
zhaot@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

浙江海翔药业股份有限公司 2012 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA-
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	负面
评级日期	2015 年 05 月 08 日	2014 年 05 月 23 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对浙江海翔药业股份有限公司 (以下简称“海翔药业”或“公司”) 及其 2012 年 10 月 31 日发行的公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2015 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持为 AA-, 发行主体长期信用等级维持为 AA-, 评级展望调整为稳定。该评级结果是考虑到公司传统医药制造业务发展平稳, 新增的染料业务成为重要的收入来源, 且具有一定竞争优势, 有望继续提升公司收入和盈利水平, 同时公司资本实力增强、资产负债率大幅下降, 但同时我们也关注到了海翔药业新增业务板块仍需进行业务、人员及财务等诸多方面的整合、染料业务的高毛利率可持续性具有不确定性、公司集中到期的有息负债规模占比较高等风险因素。

正面:

- 公司医药制造业务发展平稳。2014 年, 公司医药制造业务实现营业收入 10.83 亿元, 与上年保持稳定, 毛利率为 25.69%, 同比增加约 5.75 个百分点。
- 新增染料业务带动公司收入和盈利水平显著提升。公司通过收购新增染料业务, 该业务具有一定竞争优势, 2014 年 4 季度产生收入 2.15 亿元, 实现净利润 5,894.48 万元, 公司得以扭亏为盈。2015 年染料业务全年收入和利润的并入有望继续大幅提升公司的收入和盈利水平。
- 非公开发行股票增强了公司资本实力, 缓解债务压力。2014 年, 公司合计发行股票 39,855.36 万股, 产生股本溢价 20.86 亿元, 资本实力大幅提升; 同时定向增发募集资金 6.3 亿元, 公司借以偿还部分银行借款, 资产负债率大幅降低至 23.73%。

关注：

- **业务、人员、财务等各方面的整合运营。**公司并入的染料业务与原有医药制造板块具有较为明显的差异，后续在业务、人员和财务等方面能否顺利整合需进一步关注。
- **公司染料业务的高毛利率持续性具有不确定性。**2014 年公司染料业务毛利率超过 60%，明显高于行业内其他上市公司，随着更多竞争者的加入和产能陆续投放、原材料价格的企稳，长期来看其高毛利率的持续性尚具有不确定性。
- **集中到期的有息负债规模占比较高。**截至 2014 年末，公司有息负债中短期借款占比较高，且本期债券将于 2015 年 10 月到期，有息负债主要集中于 1 年以内到期。

主要财务指标：

项目	2015 年 Q1	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	427,989.00	416,744.32	210,953.69	191,801.86
归属于母公司的所有者权益合计（万元）	350,523.02	318,435.67	62,311.22	71,172.19
有息债务（万元）	27,376.80	40,089.22	97,394.89	73,100.21
资产负债率	18.27%	23.73%	70.00%	61.52%
流动比率	2.18	1.55	0.93	1.27
速动比率	1.38	0.88	0.61	0.82
营业收入（万元）	62,041.11	131,913.57	116,069.07	114,537.44
营业利润（万元）	18,778.40	6,134.27	-10,271.41	332.46
利润总额（万元）	19,208.06	6,526.60	-9,806.78	2,459.68
综合毛利率	48.37%	31.14%	18.46%	19.60%
总资产回报率	-	3.94%	-2.67%	3.22%
EBITDA（万元）	-	24,163.84	2,903.46	11,460.65
EBITDA 利息保障倍数	-	3.99	0.53	3.20
经营活动现金流净额（万元）	9,535.23	19,156.18	6,085.06	18,072.73

资料来源：2012-2014 年公司审计报告及未经审计的 2015 年 1 季报，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会《关于核准浙江海翔药业股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可【2012】1376号文核准，公司于2012年10月31日发行了票面利率为5.60%的3年期公司债券，共募集资金3亿元，扣除承销费840万元，募集资金净额为29,160.00万元。本期债券的起息日为2012年10月31日，期限为3年，按年付息，到期一次还本，附第2年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。

跟踪期内，公司于2014年10月31日完成本期部分债券回售，并上调票面利率至6.50%，回售数量为1,897,458张，回售金额为18,974.58万元，回售完毕后，公司债券在深圳证券交易所上市并交易的数量为1,102,542张，票面总金额11,025.42万元。截至2014年末公司债券累计兑付情况如下：

表 1 截至 2014 年末公司债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金回售/兑付金额	利息支付	期末本金余额
2013 年 10 月 31 日	30,000	0	1,680.00	30,000
2014 年 10 月 28 日	30,000	18,974.58	1,062.58	11,025.42

资料来源：公司提供

本期债券发行所募集资金中2亿元计划用于偿还银行贷款，剩余部分用于补充公司流动资金。截至2014年12月31日，偿还银行借款2亿元，补充流动资金9,160万元，募集资金已使用完毕。

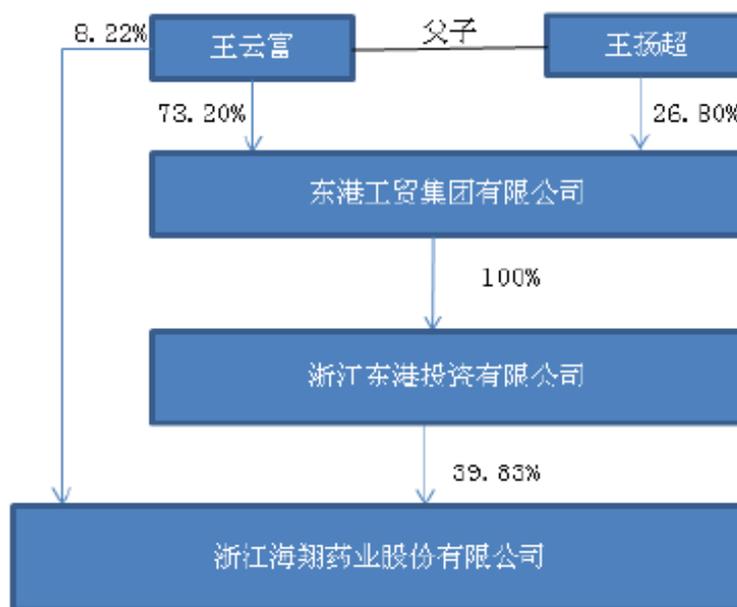
二、发行主体概况

跟踪期内，公司实际控制人未发生变更，仍为王云富。由于公司原有医药制造业务的发展自2012年以来出现较大的下滑，盈利能力降低、资产负债率及财务费用高企，为优化财务结构、提升盈利能力、扩大经营范围以改善经营现状，2014年10月，公司以发行股份购买资产的方式购买浙江东港投资有限公司（以下简称“东港投资”）持有的台州市前进化工有限公司（以下简称“台州前进”）90%股权、购买杭州勤进投资有限公司（以下简称“勤进投资”）持有的台州前进10%股权。

台州前进的主营业务为染料、染料中间体和颜料中间体的研发、生产和销售，其生产的主要产品为环保型活性艳蓝KN-R，属于发改委鼓励类产业范畴，且盈利能力较强，并购的成功使得海翔药业整体实力得以提升。

除发行股份购买资产外，公司同时向6家机构投资者（包括上海西子联合投资有限公司、申万菱信基金管理有限公司、财通基金管理有限公司、浙江新大集团有限公司、深圳市创新投资集团有限公司、东海基金管理有限责任公司）募集配套资金6.3亿元，合计发行股票398,553,615股，2014年末股份总数增加至723,043,615股。本次重组完成后，东港投资持股比例为39.83%，于2014年10月14日变更为首大股东。王云富持有东港工贸集团有限公司（以下简称“东港工贸”）73.20%的股权，东港工贸持有东港投资100%股权，因此王云富仍为公司实际控制人。

图1 2014年末海翔药业产权及控制关系示意图



资料来源：公司年报

跟踪期内，上述资产收购使得公司业务领域得以拓宽，在原有医药制造行业的基础上并入染料行业。2014年公司合并报表范围变动情况如下表所示：

表2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
台州市前进化工有限公司	100%	22,800	染料、染料中间体、溴盐制造、销售；货物及技术进出口	收购
台州市振港染料化工有限公司	100%	9,980	医药中间体及化工产品制造、销售；货物及技术进出口	收购
盐城市瓯华化学工业有限公司	100%	1,977.86	溴酸钠盐、DCB、1-氨基蒽醌生产	收购
台州东港化工贸易有限公司	100%	500	化工原料、化工机械及配件、五金批发、零售	收购

盐城市瓯华化工研究院有限公司	100%	108	技术研发	收购
----------------	------	-----	------	----

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
苏州第四制药厂有限公司	32.66%		医药制造	股权出售，控制权转移

注：新纳入合并范围的子公司为台州前进及其下属子公司。

资料来源：公司审计报告

截至2014年12月31日，公司资产总额为41.67亿元，归属于母公司的所有者权益为31.84亿元，资产负债率为23.73%；2014年度，公司实现营业收入13.19亿元，利润总额0.65亿元，经营活动现金流净额1.92亿元。

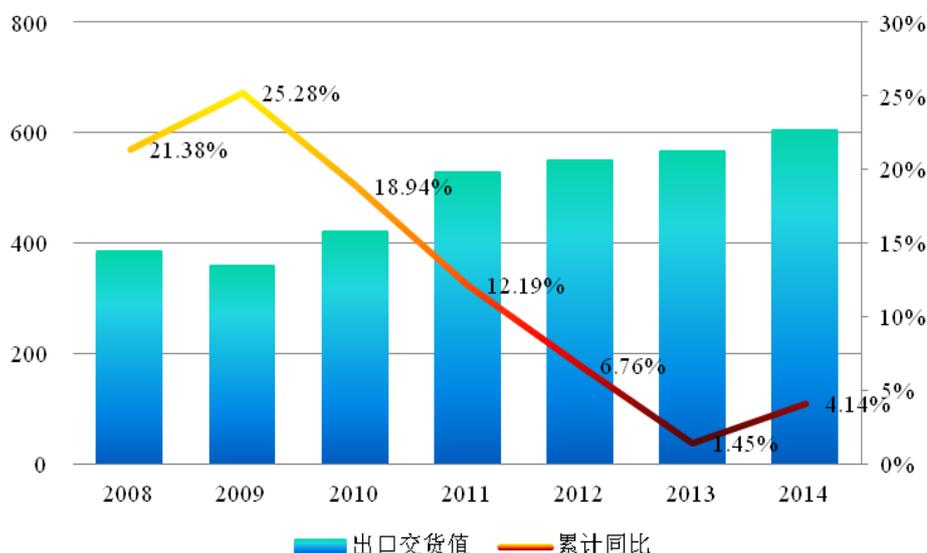
三、运营环境

医药制造行业持续增长，原料药制造行业效益有所复苏，但出口压力仍然较大，原料药出口增速处于较低水平

2014年，全球经济复苏依旧缓慢，部分国家货币贬值对我国出口造成竞争压力、国外贸易保护主义有所抬头、各国监管趋严等因素导致医药出口压力增大。与此同时，国内医药产业仍处于转型关键期，既有的比较优势正在丧失，而拉动贸易增长的新动力尚未显现。Wind资讯的数据显示，2014年，我国医药制造行业实现主营业务收入23,325.61亿元，同比增长12.94%，增速较上年下滑5.05个百分点；医药保健品进出口额为980亿美元，同比增长9.26%。其中，出口550亿美元，增长7.38%，进口430亿美元，增长11.77%，对外贸易顺差119亿美元，同比下降近6%。中国医药外贸步入中低速增长期。

医药制造行业中，2014年原药制造业企业共有1,249家，增加37家，实现主营业务收入合计4,240.35亿元，同比增长11.35%，增速略低于全行业水平；实现利润总额311.82亿元，同比增长12.32%，截至2014年末亏损企业158家，亏损面较上年降低，行业经济效益有所提升。出口方面，原料药一直是我国最具特色的医药出口品种，在世界原料药市场中占有绝对份额。2014年，我国西药出口313.70亿美元，同比增长9.28%，其中原料药出口258.57亿美元，占我国医药保健品出口总额的47.05%。但自2012年以来，我国原料药商品进出口贸易由两位数的高速增长转入了个位数的稳定增长轨道。随着国际市场竞争环境的持续恶劣，原料药出口交货值增速从2011年前的10%以上，骤降为2012年的6.76%，2013年降至1.45%，2014年虽有所回暖，增速升至4.14%，但仍处于较低水平。

图 2 化学药品原药制造行业出口交货情况（单位：亿元）



资料来源：wind 资讯，鹏元整理

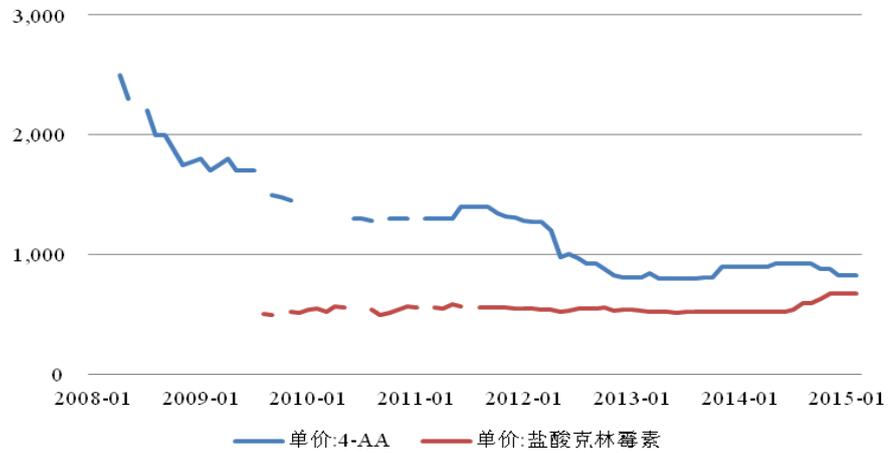
国家对原料药产业结构的持续调整、外需的疲软不振、国际市场对中国新兴医药产业的打压、欧美对中国进口原料药监管的日趋严格，以及中国原料药生产成本的提升造成国际竞争力下降等，均是我国原料药对外贸易增长低迷的重要原因。但医药市场的刚性需求，以及我国作为西药类产品，特别是原料药的最大供应国的地位仍未改变，诸多产品仍具有较强的国际竞争力，我国西药类产品出口在相当长一段时间内仍有望保持稳定增长。

2014年抗生素原料药、制剂价格较2013年的低点有所回升

从2014年1月起，抗生素化学原料药出口就表现出量价齐升的回暖趋势。据医药网相关资讯显示，2014年12月抗生素（制剂除外）的出口平均单价达到36,078.48美元/吨，较年初增长了6.00%。抗生素原料价格在2014年的集体反弹，一方面，此前在药品降价以及抗生素分级管理办法双重因素的影响下行业产能和渠道存货过剩，随着终端需求的见底回暖，原料价格有所回升；另一方面，2014年以来，整个抗生素药物上下游企业都在努力加快新GMP认证的过程，并且年中如河北、山东等地环保因素限产频繁，以及部分主要厂家打通上下游产业链而不对外供应产品等因素综合影响，在一定程度上造成开工率和产品供应远少于往年。目前来看，抗生素原料价格已经从最低点逐渐回归合理价格。

从国内的价格来看，仅以公司主要生产的抗生素类中间体4-AA类为例，2008年4-AA平均月单价在2,000元/千克以上，而2013年平均月单价维持在800元/千克以上，2014年以来则有所回升，全年均价约为900元/千克。此外，抗生素药物盐酸克林霉素的价格在2014年末、2015年初明显上升。

图3 抗生素类4-AA月单价走势（单位：元/千克）

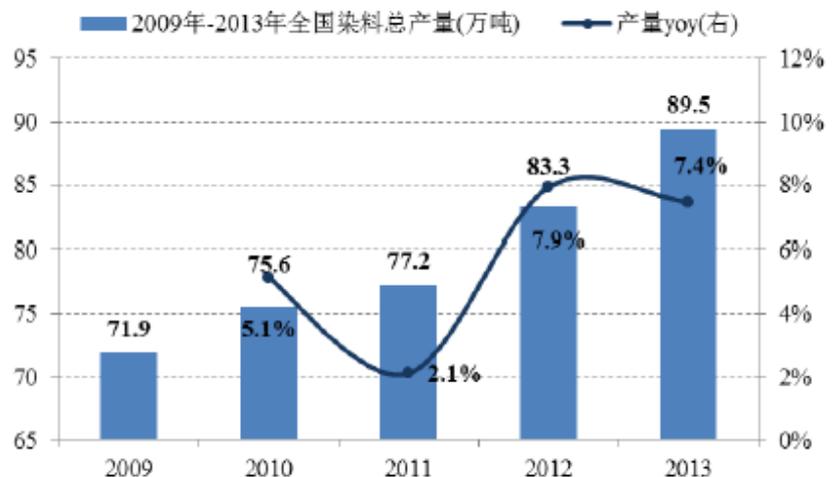


资料来源：wind资讯，鹏元整理

近年来活性染料产量逐年增长，在染料行业中的占比不断升高，价格也呈现上升趋势，景气度较高

公司2014年通过并购重组新增染料板块，主要产品为活性染料。近年来，我国染料行业发展迅速，已成为世界染料生产数量、贸易数量和消费数量的第一大国。2013年中国染料的总产量达到89.5万吨，同比增长7.44%，占世界染料总产量的60%左右。未来染料行业增长预计将维持5~10%的增速区间。

图4 近年全国染料总产量



资料来源：国泰君安证券

活性染料近年来产量持续增长，由于其色谱广、性能优异、适用性强，色相和性能基本与市场对纤维和衣料的要求相适应，在染料行业中的占比不断提高。

表 3 近年染料行业主要产品产量情况（单位：万吨）

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	产量	占比	产量	占比	产量	占比
活性染料	27.63	30.86%	21.51	25.80%	18.90	24.47%
分散染料	38.87	43.42%	41.44	49.70%	32.62	42.23%
硫化染料	7.98	8.92%	5.95	7.14%	10.50	13.59%
小计	74.48	83.20%	68.90	82.64%	62.02	80.29%
全国染料总产量	89.52	-	83.37	-	77.25	-

资料来源：国泰君安证券

从染料行业的发展来看，随着我国人民生活水平的提高，服装面料等需求不断增加，带动国内纺织品市场的好转和国内染料市场需求的大幅增长；《环境保护法》于2015年1月1日起正式施行，环保政策日趋严格，染料生产企业的环保成本不断提升，众多中小型染料生产企业被迫停产，使得染料行业的集中度有较为明显的提升；由于染料成本在下游纺织行业生产总成本中所占的比重较小，因此染料价格的波动对染料需求的影响并不明显。伴随着市场对环保政策和环保标准更趋严格的预期，在下游需求量保持稳定的前提下，市场预计未来染料供给将更为趋紧，因此染料的价格从2013年开始走入新一轮的上升通道。

国内染料的下游印染行业较为分散，全国有约2,000家企业，对上游染料供应商的议价能力较弱。与此同时，国内上游染料供应商闰土股份、浙江龙盛、吉华集团、楚原华丽等几家龙头企业几乎占到市场份额的一半，提价的话语权较强，从染料行业主要上市公司近年来毛利率的变动情况来看，2014年染料行业毛利率均有所提升，景气度处于上升阶段。

表 4 染料行业主要上市公司近年染料业务毛利率变动情况

公司简称	2014 年		2013 年	
	毛利率	同比增减	毛利率	同比增减
闰土股份	41.65%	9.24%	32.41%	11.19%
浙江龙盛	41.72%	6.91%	34.82%	11.42%
安诺其	33.96%	2.82%	31.14%	1.93%

资料来源：Wind资讯，鹏元整理

四、经营与竞争

公司原有传统业务为医药制造业，主要产品包括抗生素类、心血管类、降糖类及驱虫类药品的中间医药体和特色原料药，跟踪期内，公司通过重大资产重组收购了台州前进，新增染料业务，初步形成医药与染料两大业务板块。

2014年，公司实现主营业务收入12.98亿元，同比上升20.87%，主要是台州前进第四季度报表并入所致。其中，医药制造实现收入10.83亿元，同比增长0.85%，与上年基本保持

稳定，毛利率有所上升；染料业务实现收入2.11亿元，且毛利率显著高于公司传统业务，有效带动公司综合毛利率的提升。

由于2014年公司仅合并了台州前进4季度的财务报表，考虑到台州前进全年实现主营业务收入达到13.13亿元，未来染料业务在公司收入构成中的占比将大幅增加，成为公司重要的收入和利润来源。2015年第一季度，公司实现营业收入6.20亿元，同比增长129.50%，收入规模已达到2014年全年的约50%；利润总额1.92亿元，已大幅超过2014年全年水平，公司的收入及盈利情况均有明显提升。

表5 2013-2014年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
原料药	63,912.88	26.17%	68,402.08	21.72%
原料药中间体	44,180.64	24.93%	38,113.25	15.89%
制剂	247.06	40.26%	912.48	55.44%
染料	15,429.29	60.07%		
染料中间体	5,695.70	64.36%		
其他	378.47	2.60%		
合计	129,844.04	31.41%	107,427.80	19.94%

资料来源：公司提供

➤ 医药制造业

公司与客户建立了较为稳定的供销关系，跟踪期内主要产品产销量较为稳定，定制业务快速上升，医药业务毛利率有所提升

跟踪期内，公司医药制造业务的生产和采购模式未发生重大变化，成本结构基本稳定，制造费用同比上升1.33%，主要是新建工程完工投入使用，折旧增加所致；原材料成本是公司营业成本的主要构成部分，2014年占比81.98%，年度内原材料采购价格涨跌互现，总体变动幅度不大。

表6 公司医药制造业务主要原材料采购价格（单位：元/千克）

原材料名称	采购单价	
	2014年	2013年
氮杂甲酸	297.00	312.00
盐酸林可霉素	339.00	320.00
对氨基苯腈	210.00	201.00

资料来源：公司提供

2014年，公司主要产品仍为培南系列、克林霉素系列和氟苯尼考系列等抗生素类产品，公司主要产品的产能变化不大，在下游制剂产量增加的带动下，培南类、克林霉素系列产

品产量有所上升，销量及价格均与上年保持相对稳定，其中培南类产品的部分中间体公司自用加工，因此产销率偏低；氟苯尼考系列是公司早期的主要产品之一，整体盈利水平不高，在公司的战略体系中处于维持状态，受到外部环境的影响，2014年以来产销量均出现大幅下降。

表 7 公司医药制造主要产品销售情况（单位：吨、元/千克）

产品	项目	2014 年	2013 年
培南类	产量	451	400
	销量	202	204
	销售均价	1,728.16	1,738.53
	产销率	44.79%	51%
克林霉素系列	产量	464	438
	销量	430	429
	销售均价	944.13	913.20
	产销率	92.67%	97.95%
氟苯尼考系列	产量	272	375
	销量	253	377
	销售均价	413.63	351.43
	产销率	93.01%	100.53%

注：培南类产品包括 4-AA，其他中间体以及制剂等。

资料来源：公司提供

从产品结构来看，跟踪期内，公司将连续多年亏损的苏州第四制药厂有限公司（以下简称“苏州四药”）部分股权出售，相关业务不再并表，加之氟苯尼考系列的销量下降，公司抗生素类原料药销售额于2014年整体出现下滑，同比降幅为5.18%，在医药制造行业的收入占比同比下降5.21个百分点至81.93%。但得益于以心血管类产品为主的其他品类的快速发展，公司合计销售收入仍基本保持稳定。

表 8 公司各类医药产品销售金额和占比情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	销售金额	占比	销售金额	占比
培南类	34,870.92	32.19%	35,412.00	32.96%
克林霉素系列	40,624.23	37.50%	39,199.00	36.49%
氟苯尼考系列	10,461.28	9.66%	13,254.00	12.34%
其他	2,810.22	2.59%	5,752.00	5.35%
抗生素类小计	88,766.64	81.93%	93,617.00	87.14%
其他品类	19,573.93	18.07%	13,810.80	12.86%
合计	108,340.58	100.00%	107,427.80	100.00%

资料来源：公司提供

销售模式方面，公司自2009年起为德国勃林格殷格翰国际有限公司（以下简称“BII”）公司生产达比加群酯中间体，目前BII仍是与公司合作的最主要厂商。跟踪期内，BII的业务量大幅回升，带动公司定制加工业务规模的增加，在销售收入中的占比也由上年的4.86%上升至11.80%。国际上较大的医药生产商为保证其原料药的质量和合作的稳定性，一般会给予其供应商高于市场平均水平的盈利空间，因此公司定制加工业务毛利率高于其他产品，是2014年度医药制造业务毛利率上升的重要因素。此外，公司定制加工的业务品种以心血管类产品为主，也是当年公司销售收入的主要增长点。

表 9 2013-2014 年公司医药产品销售模式构成（单位：万元）

销售模式	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
定制加工	12,780.37	11.80%	5,222.02	4.86%
自行销售	95,560.21	88.20%	102,205.78	95.14%
合计	108,340.58	100.00%	107,427.8	100.00%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司继续以外销为主，2014年主营业务收入中，国外销售收入7.51亿元，与去年同期基本持平，占比达到69.31%。虽然公司海外销售占比较高，但目前，受到海外市场经济增速趋缓、欧洲国家削减医疗保险支出等因素影响，海外销售增幅有限，且定制加工业务收入近年来表现出一定波动性，而国内销售则呈现出逐年下滑的态势，2014年以来销售收入占比下滑约5个百分点，因此公司医药制造板块的未来收入增长尚具有一定不确定性。

➤ 染料业务

台州前进主要染料产品产销情况较为稳定，产品具有一定竞争优势和产业链整合优势，得益于染料行业景气度的上升，近年来收入规模和盈利水平不断攀升

跟踪期内，公司通过发行股份收购台州前进100%股权，从而新增染料业务。根据坤元资产评估有限公司出具的报告，台州前进的100%股权的账面价值为35,793.20万元，收益法评估值为189,186.00万元，评估增值153,392.80万元，增值率428.55%，增值率较高。

台州前进的主营业务为染料、染料中间体和颜料中间体的研发、生产、销售，主要产品包括活性艳蓝KN-R、活性蓝198、活性蓝220等系列染料，间位酯、氨基油等染料中间体以及颜料中间体DCB等，其中活性艳蓝KN-R的产销量均位于国内前列。近年来在染料行业景气度持续上升的背景下，台州前进营业收入持续增长，且活性艳蓝产品的市场需求持续上升，毛利率水平逐年攀升；进入2014年，随着经营的快速积累、负债规模的下降，截至2014年6月末，其资产负债率也有明显的下降。

表 10 并购前台州前进主要财务情况（单位：万元）

项目	2014年6月30日	2013年	2012年
资产总额	84,354.40	134,318.36	160,485.75
所有者权益	63,898.15	35,793.20	25,744.78
资产负债率	24.52%	73.35%	83.96%
营业收入	75,803.68	99,582.94	81,695.81
毛利率	59.69%	41.49%	30.82%
净利润	28,104.79	14,248.77	2,569.30

资料来源：公司公告，以上财务数据已经审计

生产方面，台州前进以合成蒽醌、硝基苯作为主要原料，通过氨基油、溴氨酸、间位酯等染料中间体，最终合成主要染料产品KN-R。由于生产流程较长，化学反应过程中产生的中间体种类较多，因此在产品分类中主要分为染料和染颜料中间体。台州前进全资子公司台州振港与盐城瓯华主要生产溴氨酸、氨基油等染料中间体，正是生产KN-R的主要原材料，即台州前进具有从最初的基础化工原材料到最终产品KN-R的完整产业链的生产和供应能力。

对于非标准产品，台州前进实行以销定产的生产管理模式，销售部在经过合同评审后签订供货合同，按合同要求由生产部门安排生产。对于常规产品，台州前进一般根据近期销售发货情况确定库存量，一般为10天至一个月的发货量，目前染料产品较为紧俏，周转速度相对较快。采购方面，采购部根据生产计划编制采购计划，正常采购量一般在一星期至半个月的生产用量。

2013年台州前进染料产能约为12,000吨，2014年以来未发生重大变化，目前其产能利用率处于较高水平，正在进行KN-R生产线的技术升级改造以满足下游需求的持续增长。

销售方面，台州前进直接面向全球市场独立销售，主要客户为印染企业、染料贸易商、染料生产厂家等。2014年台州前进染料产销量同比基本保持平稳，前五大客户合计销售收入占营业收入的比例为15.17%，客户集中度不高；染料中间体多数用于最终的生产加工，因此对外销售的比例不高，产销率维持在10%-20%；此外，加工过程中产生的颜料中间体基本用于对外销售，产销率有所下滑，但仍处于较好水平。2014年，台州前进外销比例约为6成，但大部分通过经销商对外销售，自行出口的占比相对较小，且通过远期结售汇业务锁定汇率，因此汇兑损益的规模不大。

跟踪期内，得益于染料行业景气度的上升，台州前进主要产品销售均价有所提升，染料的销售均价同比大幅上升52.61%，带动了销售收入的增长。

表 11 台州前进主要产品销售情况（单位：吨、元/吨）

产品	项目	2014 年	2013 年
染料	产量	11,591.08	11,619.38
	销量	11,580.19	11,773.75
	销售均价	90,500	59,300
	产销率	99.91%	101.33%
染料中间体	产量	15,062	14,056.20
	销量	1,809	2,103.33
	销售均价	66,950	-
	产销率	12.01%	14.96%
颜料中间体	产量	4,179.90	4,013.80
	销量	4,009.00	4,064.80
	销售均价	31,688.85	-
	产销率	95.91%	101.27%

资料来源：公司提供

台州前进下游原材料价格有所下降，毛利率水平同比明显上升，但高毛利率的持续性具有一定不确定性

跟踪期内，大宗化工品的价格仍然延续了震荡下行的态势，公司原材料采购单价同比有所下降，部分原材料下降幅度超过20%。公司主要供应商包括安徽、山东等地的化工企业，近年来前五大供应商集中度在30%及以下，对单一供应商的依赖性不高。

表 12 台州前进主要原材料采购价格（单位：万元/吨）

原材料名称	采购单价	
	2014 年	2013 年
合成蒽醌	1.88	2.03
邻硝基氯化苯	0.8	0.84
硝基苯	0.56	0.71

资料来源：公司提供

跟踪期内，在产品售价提升、上游原材料采购支出下降的双重影响下，台州前进的销售毛利率同比明显提升，2014年主要产品毛利率达到约60%，与同行业相比也处于较高水平。但其高毛利率主要是受到2013年以来环保政策趋严导致的停工停产增加、供给端减少、大宗商品价格下行、公司产品所属的高端环保型活性染料市场需求较高、公司具有一定产业链整合优势等综合因素影响，但在高收益的驱动下，未来行业内将吸引更多的进入者和产能投放、且随着世界经济的回暖大宗商品价格有望止跌企稳，综合而言，长期来看公司高毛利率的持续性具有一定不确定性。

➤ 未来发展

1. 在建项目

公司主要在建项目为新增染料业务，总体固定资产投资有所下降，资金压力减弱

跟踪期内，公司医药制造业务的固定资产投资明显减少，但台州前进并入后，公司通过非公开发行股票募集资金对现有活性艳蓝KN-R染料进行技术改造和相关配套产品升级改造，染料业务的投入相对较大。综合来看，2014年公司在建工程合计投入2.19亿元，同比下降23.16%。截至2014年末，主要在建项目概算总投资5.81亿元，尚需投入3.07亿元，公司资金压力尚可。

表 13 截至 2014 年末公司主要在建项目情况

项目名称	总投资	已投资	工程进度
台州前进公司环保型活性艳蓝 KN-R 及相关配套项目	33,000.00	11,517.52	35%
普健制药公司年产 8 亿片（粒）口服固体制剂项目	11,023.70	9,270.01	82%
川南药业公司年产 4 吨培南类无菌原料药和 500 万支无菌粉针剂项目	14,082.10	6,626.65	50%
合计	58,105.80	27,414.18	-

资料来源：公司提供

2. 研发情况

公司研发力度加大，新增多项发明专利，有助于未来业务发展

跟踪期内，公司加强了医药业务的研发力度，加之台州前进的并入，研发投入同比大幅上升54.56%，在营业收入中的占比明显增加。

表 14 公司研发投入占营业收入的比重情况（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
研发投入金额	8,328.84	5,388.88
研发投入占营业收入比例	6.31%	4.64%

资料来源：公司提供

2014年公司新增专利情况如下表所示，截至年末正在申请的专利12个。研发力度的加大、生产技术的提升有利于公司保持较高的竞争力、稳定与下游客户的合作关系从而支撑未来业务的发展。

表 15 2014 年公司新增专利情况

名称	专利号	专利类型	有效期
一种普拉格雷中间体 α -环丙基羰基-2-氟苄基溴的制备方法	ZL201010134912.X	发明	2031.09.21
一种 4-氨基-N,N-二甲基苄胺的制备方法	ZL201210500876.3	发明	2032.11.28
西他列汀的中间体及其制备方法	ZL20100579056.9	发明	2030.12.03
一种美罗培南的精制方法	ZL201210207184.X	发明	2032.10.03
一种在芳烃 β -羟乙基砜衍生物废水提取有效成分的方法	ZL201310173743.4	发明	2034.05.13

资料来源：公司提供

3. 业务整合

公司股票激励计划的实施有助于保持管理层和核心业务团队的稳定，但仍需关注其业务整合情况

2014年，随着公司实际控制人的变更、业务板块的增加，公司管理层相应的有一定变化调整，其中董事兼副总经理离任的有两位（包括原财务总监），监事离任一位，公司因此选举和聘任董事、监事和高级管理人员多名，但其核心技术团队未有变化。公司于2015年3月通过了限制性股票激励计划，对公司任职的董事、高级管理人员、中层管理人员、核心管理、技术和业务人员进行股票激励，共计授予限制性股票3,471.5万股，涉及333人，解锁期最长至5年。公司的股票激励计划有助于稳定中高层管理团队及核心业务人员，从而有利于公司业务整合和未来发展，但仍需关注其后续人员的流动情况。此外，本次股票激励计划授予完成后，公司股份总数由72,304.36万股增加至75,775.86万股，实际控制人仍为王云富。

目前公司已完成台州前进的并购重组，但公司的原有医药制造业务与台州前进在业务模式和生产管理方面均存在一定差异，重组完成后公司需要在业务体系、组织架构、管理制度、企业文化等方面进行整合；此外，染料行业发展的驱动因素与医药行业有所不同，周期性更强，且环保政策和安全生产情况有所区别，增加了公司管理和运作的复杂程度。总的来说，随着业务板块的增加，公司面临的管理难度加大，具有一定的业务整合风险。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013-2014年度审计报告，报告均采用新会计准则编制。2014年公司合并范围新增5家子公司，减少1家。

财务说明：根据财政部于2014年制定和修订的8项会计准则，公司对递延收益、其他非流动负债、其他综合收益和外币报表折算差额等多项科目进行重分类。为保持可比性，报告中2013年财务数据采用2014年审计报告期初数。

资产结构与质量

台州前进的并入使得公司资产规模大幅增长，流动资产质量尚好，但在总资产中的占

比下降幅度较大

跟踪期内，公司通过发行股票收购台州前进并配套募集资金，资产规模得以大幅上升，截至2014年公司资产总额为41.67亿元，同比增长97.55%，同时资产结构发生变化，流动资产占比较上年明显下降，非流动资产占比达到67.86%。

受到台州前进并入的影响，公司主要资产科目均明显增长。流动资产方面，截至2014年末，公司货币资金余额达到36,222.22万元，其中受限资金的比例为17.76%，主要包括银行承兑汇票、贷款及信用证的保证金。公司应收账款年末账面余额为30,402.82万元，其中账龄在一年以内的占比95.71%，按照5%的比例计提坏账准备，三年以上的占比2.76%，已全额计提坏账准备。前五位应收对象合计欠款占比27.46%，集中度较上年明显下降。跟踪期内，公司存货规模增加至59,266.87万元，其中库存商品的占比较上年增加5.96个百分点至51.64%，公司合计计提存货跌价准备1,769.75万元，账面价值为57,497.12万元。考虑到抗生素价格、染料价格近期均有一定的上升趋势，公司存货的跌价风险较上年有所缓解。

表 16 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	36,222.22	8.69%	16,793.59	7.96%
应收账款	27,961.33	6.71%	21,911.58	10.39%
存货	57,497.12	13.80%	31,209.81	14.79%
流动资产合计	133,925.61	32.14%	90,910.95	43.10%
固定资产	114,697.87	27.52%	84,046.66	39.84%
在建工程	32,153.00	7.72%	26,625.53	12.62%
无形资产	41,293.29	9.91%	7,296.65	3.46%
商誉	75,773.68	18.18%	0.00	0.00%
非流动资产合计	282,818.71	67.86%	120,042.74	56.90%
资产总计	416,744.32	100.00%	210,953.69	100.00%

资料来源：公司审计报告

除房屋建筑和机器设备等固定资产外，公司非流动资产主要包括在建工程、无形资产和商誉。跟踪期内，台州前进并入，其活性艳蓝KN-R及相关配套项目的投入资金较大，公司在建工程期末余额有所增加；公司无形资产增长465.92%，主要为台州前进的土地使用权和专利权；此外，2014年10月公司取得台州前进公司100.00%股权，合并成本18.91亿元与按股权比例享有的该公司购买日可辨认净资产公允价值份额11.33亿元之间的差额确认商誉7.58亿元。未来每年年度终了公司均需对商誉进行减值测试，如果台州前进未来经营状况弱于预期，则存在商誉减值的风险，从而可能对本公司合并报表的利润造成影响。

总体而言，台州前进的并入使得公司资产规模大幅增长，流动资产质量尚好，但在总

资产中的占比下降幅度较大。

盈利能力

公司营业收入有所增长，毛利率水平大幅回升，实现扭亏为盈

跟踪期内，化学原料药市场有一定回暖，公司剥离苏州四药对其业务收入有一定影响，但其主导产品产销平稳，且2014年定制加工业务大幅增长，医药制造业务收入基本保持稳定，毛利率则明显回升。台州前进于2014年10月并入，为公司新增染料业务，4季度实现主营业务收入2.11亿元，是营业收入增长的主要带动因素。此外，染料行业景气度较高，毛利率超过60%，公司综合毛利率因此大幅增加12.68个百分点。

受到传统业务转型升级、染料业务开发需求较大的影响，公司研发费用规模较高，且原有业务运行过程中利息负担较重，加之跟踪期内新增台州前进的折旧、无形资产摊销等上升幅度较大，公司期间费用率攀升至25.63%。虽然公司费用支出规模较大，但得益于台州前进较高的毛利水平，公司盈利状况大幅改善，营业利润率和总资产回报率分别上升13.5和6.61个百分点。根据公司年报披露，跟踪期内，台州前进自购入之日起至期末为公司贡献净利润合计5,894.48万元，占净利润的比重为110.14%，是公司实现扭亏为盈的主要原因。

2015年公司将并入台州前进全年的营业收入，考虑到台州前进2014年实现主营业务收入13.13亿元，净利润4.79亿元，若其经营情况较为稳定，届时公司收入规模和利润水平预期仍将大幅提升。

表 17 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2014年	2013年
营业收入	131,913.57	116,069.07
营业利润	6,134.27	-10,271.41
利润总额	6,526.60	-9,806.78
净利润	4,465.76	-9,926.56
综合毛利率	31.14%	18.46%
期间费用率	25.63%	22.98%
营业利润率	4.65%	-8.85%
总资产回报率	3.94%	-2.67%
净资产收益率	2.34%	-14.48%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流有明显好转，虽然新增染料业务板块的并入带来新的投资需求，

但随着原有业务的投资规模下降，总体投资支出压力减弱

跟踪期内，公司整体盈利能力上升，实现扭亏为盈，现金生成能力增强，FFO同比大幅增长190.33%；公司存货规模有所上升，应收项目增长较快，营运资本减少3,251.18万元，较上年进一步下降，主要是台州前进并入后公司营运资金需求增加所致。在盈利情况好转的带动下，2014年公司经营活动产生的现金流量净额大幅提升，净流入1.91亿元。

跟踪期内，公司医药制造业务的主要在建工程多数已进入尾声，部分结转固定资产，相应的投资支出减少，投资活动产生的现金净流出较上年明显下降。目前台州前进环保型活性艳蓝KN-R及相关配套项目已并入公司，预计未来该项目的持续投入将使得公司投资支出有所增加。筹资方面，跟踪期内公司为进行重大资产重组而发行股份募集配套资金，向特定投资者共发行股票7,855.36股，扣除发行费用后收到现金净额5.93亿元；公司于2014年回售本期债券约1.9亿元并偿还部分银行借款，筹资活动现金流出规模较大，筹资活动产生的净现金流为-282.07万元。

从公司跟踪期内的现金流状况来看，公司吸收权益性资本并偿还部分债务，同时原有业务的投资节奏放缓，有一定稳固经营的趋势；随着新增业务板块的发展，公司投资支出增加，但总体资金需求有所减弱。

表 18 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2014年	2013年
净利润	4,465.76	-9,926.56
FFO	22,407.36	7,717.86
营运资本变化	-3,251.18	-1,632.79
其中：存货减少（减：增加）	-12,141.05	-1,815.84
经营性应收项目的减少（减：增加）	14,657.26	-1,903.68
经营性应付项目的增加（减：减少）	-5,767.39	2,086.73
经营活动产生的现金流量净额	19,156.18	6,085.06
投资活动产生的现金流量净额	-1,035.05	-23,966.22
筹资活动产生的现金流量净额	-282.07	17,811.79
现金及现金等价物净增加额	17,873.01	-73.52

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

非公开发行股票使得公司资本实力大幅增强，负债水平显著降低，盈利对于利息支付的保障能力上升至较好水平，但存在一定的短期集中偿付压力

跟踪期内，为收购台州前进及募集配套资金，公司合计发行股票39,855.36万股，2014

年末股份总数增加至72,304.36万股，产生股本溢价20.86亿元，从而使得资本实力大幅提升。截至2014年末，公司所有者权益合计31.79亿元，同比增长402.33%，其中资本公积占比69.27%。此外，公司偿还部分银行借款并进行债券回售，负债规模明显下降，负债与所有者权益的比率由上年的233.37%下降至31.10%。

表 19 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2014年	2013年
负债总额	98,873.35	147,673.85
所有者权益	317,870.97	63,279.84
负债与所有者权益比率	31.10%	233.37%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

跟踪期内，公司负债结构有所变化，流动负债的占比大幅上升，年末为87.63%，是负债的主要构成部分。公司短期借款规模同比下降53.56%，主要是公司偿还部分借款所致；随着台州前进的并入，经营性应付项目略有增加；一年内到期的非流动负债系公司债券转入，将于2015年到期。非流动负债方面，除7,000万元保证借款外，公司子公司川南药业与远东国际租赁有限公司签订融资租赁合同，将培南类、克林系列生产设备及公用设施通过售后回租的方式取得3,500万元融资，截至2014年末因此产生长期应付款2,591.32万元。

表 20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	19,563.05	19.79%	42,123.68	28.52%
应付票据	12,792.31	12.94%	13,504.16	9.14%
应付账款	27,351.95	27.66%	26,169.87	17.72%
一年内到期的非流动负债	10,934.85	11.06%	7,490.00	5.07%
流动负债合计	86,642.13	87.63%	97,573.78	66.07%
长期借款	7,000.00	7.08%	18,310.00	12.40%
应付债券	0.00	0.00%	29,471.20	19.96%
长期应付款	2,591.32	2.62%	0.00	0.00%
非流动负债合计	12,231.23	12.37%	50,100.06	33.93%
负债合计	98,873.35	100.00%	147,673.85	100.00%
其中：有息债务	40,089.22	40.55%	97,394.89	65.95%

注：有息债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中的融资租赁款
 资料来源：公司审计报告，鹏元整理

跟踪期内，公司有息负债规模大幅下降，2014年末为52,881.52亿元，其中短期借款规模相对较高，且本期债券将于2015年到期偿还，短期内集中偿付的有息负债规模占比较高；长期有息负债的期限均在3年以内，但总额不高，集中偿付压力不高。

跟踪期内，得益于公司权益性资本的大幅增加，公司资产负债率显著降低，2014年末为23.73%，负债经营程度较低，资本结构的稳健性和财务安全性上升。公司流动资产有所增加，短期借款的偿还使得流动负债规模下降，因此流动比率、速动比率均有所上升。随着台州前进的并入，公司盈利情况好转，EBITDA大幅提升，对于利息支出的保障程度也显著增加。考虑到公司目前负债水平较低，未来利息支出进一步减少，而收入和盈利规模则有大幅增加的空间，公司的偿债能力有望继续提升。

表 21 公司偿债能力指标

指标名称	2014 年	2013 年
资产负债率	23.73%	70.00%
流动比率	1.55	0.93
速动比率	0.88	0.61
EBITDA（万元）	24,163.84	2,903.46
EBITDA 利息保障倍数	3.99	0.53
有息债务/EBITDA	1.66	33.54

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

六、评级结论

跟踪期内，公司医药制造业务收入规模较为平稳，其中抗生素类产品收入占比有所下降，但以心血管类产品为主的定制加工业务大幅增加，使得收入相对稳定，且毛利率同比增加约5.75个百分点。公司通过并购新增染料板块，得以扭亏为盈；2015年染料业务全年收入和利润的并入有望继续大幅提升公司的收入和盈利水平。公司为实施并购重组合计发行股票39,855.36万股，资本实力大幅提升，同时债务负担有所缓解，2014年末资产负债率大幅下降至23.73%。但同时需关注到，公司新增业务仍存在一定整合运营的风险；目前公司染料业务毛利率明显高于行业内其他上市公司，随着更多竞争者的加入和产能陆续投放、原材料价格的企稳，长期来看其高毛利率的持续性具有一定不确定性；此外，公司于2015年内需要偿还的有息负债相对较多，需关注其集中偿付情况。

综上所述，鹏元决定维持本期债券信用等级为AA-，维持公司主体长期信用等级为AA-，评级展望调整为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
货币资金	36,222.22	16,793.59	19,460.31
交易性金融资产	11.98	0.00	0.00
应收票据	3,944.70	1,409.47	653.49
应收账款	27,961.33	21,911.58	18,849.44
预付款项	1,644.52	12,578.19	12,774.67
应收利息	0.00	0.00	80.79
其他应收款	2,604.83	1,968.17	1,278.07
存货	57,497.12	31,209.81	30,599.01
其他流动资产	4,038.92	5,040.14	2,987.63
流动资产合计	133,925.61	90,910.95	86,683.40
可供出售金融资产	180.00	0.00	0.00
长期股权投资	2,657.49	439.83	444.76
投资性房地产	2,223.00	0.00	0.00
固定资产	114,697.87	84,046.66	52,407.25
在建工程	32,153.00	26,625.53	37,559.54
工程物资	557.77	402.37	1,620.42
无形资产	41,293.29	7,296.65	7,504.74
商誉	75,773.68	0.00	2,842.47
长期待摊费用	0.00	188.06	0.00
递延所得税资产	1,634.92	632.20	520.95
其他非流动资产	11,647.70	411.45	2,218.32
非流动资产合计	282,818.71	120,042.74	105,118.46
资产总计	416,744.32	210,953.69	191,801.86
短期借款	19,563.05	42,123.68	21,094.13
交易性金融负债	15.69	0.00	0.00
应付票据	12,792.31	13,504.16	19,259.07
应付账款	27,351.95	26,169.87	18,590.10
预收款项	1,311.05	103.98	482.96
应付职工薪酬	3,304.59	2,009.14	1,274.27
应交税费	9,095.37	410.85	346.48
应付利息	148.37	431.65	356.99
其他应付款	1,919.76	5,125.31	3,019.01
一年内到期的非流动负债	10,934.85	7,490.00	3,500.00

应付股利	205.14	205.14	205.14
流动负债合计	86,642.13	97,573.78	68,128.16
长期借款	7,000.00	18,310.00	19,300.00
应付债券	0.00	29,471.20	29,206.08
长期应付款	2,591.32	0.00	0.00
预计负债	133.33	133.33	133.33
递延所得税负债	2.99	0.00	0.00
递延收益-非流动负债	2,503.58	2,185.53	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	1,229.68
非流动负债合计	12,231.23	50,100.06	49,869.09
负债合计	98,873.35	147,673.85	117,997.25
股本	72,304.36	32,449.00	32,449.00
资本公积金	220,202.73	9,306.36	9,955.74
其他综合收益	20.14	-0.66	0.24
盈余公积金	4,794.91	3,674.34	3,674.34
未分配利润	21,113.54	16,882.18	25,092.87
少数股东权益	-564.70	968.62	2,632.42
归属于母公司所有者权益合计	318,435.67	62,311.22	71,172.19
所有者权益合计	317,870.97	63,279.84	73,804.61
负债和所有者权益总计	416,744.32	210,953.69	191,801.86

资料来源：公司审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
一、营业总收入	131,913.57	116,069.07	114,537.44
营业收入	131,913.57	116,069.07	114,537.44
二、营业总成本	125,337.09	126,135.55	113,998.43
营业成本	90,831.56	94,648.16	92,087.74
营业税金及附加	569.08	372.95	503.90
销售费用	2,391.36	1,721.32	1,694.74
管理费用	25,730.19	19,784.89	16,212.97
财务费用	5,688.95	5,170.86	2,928.80
资产减值损失	125.96	4,437.38	570.29
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益	-3.72	0.00	-56.10
投资净收益	-438.49	-204.93	-150.44
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-568.09	18.69	-150.44
四、营业利润	6,134.27	-10,271.41	332.46
加：营业外收入	850.07	1,799.70	2,779.43
减：营业外支出	457.75	1,335.06	652.21
其中：非流动资产处置净损失	96.13	541.44	147.11
五、利润总额	6,526.60	-9,806.78	2,459.68
减：所得税	2,060.84	119.78	437.29
六、净利润	4,465.76	-9,926.56	2,022.40
减：少数股东损益	-886.16	-1,715.87	-255.64
归属于母公司所有者的净利润	5,351.93	-8,210.69	2,278.04
加：其他综合收益	33.94	-4.50	0.29
七、综合收益总额	4,499.70	-9,931.06	2,022.68
减：归属于少数股东的综合收益总额	-873.02	-1,719.46	-255.64
归属于母公司普通股股东综合收益总额	5,372.72	-8,211.59	2,278.33
八、每股收益：			
(一)基本每股收益(元)	0.14	-0.25	0.07
(二)稀释每股收益(元)	0.14	-0.25	0.07

资料来源：公司审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	142,214.07	110,143.58	119,084.29
收到的税费返还	6,693.59	5,642.23	5,028.81
收到其他与经营活动有关的现金	14,866.16	13,994.36	9,810.14
经营活动现金流入小计	163,773.81	129,780.17	133,923.25
购买商品、接受劳务支付的现金	97,630.66	91,083.47	80,272.27
支付给职工以及为职工支付的现金	15,725.97	13,494.29	11,174.77
支付的各项税费	6,771.92	2,536.19	5,050.29
支付其他与经营活动有关的现金	24,489.07	16,581.15	19,353.19
经营活动现金流出小计	144,617.63	123,695.10	115,850.52
经营活动产生的现金流量净额	19,156.18	6,085.06	18,072.73
二、投资活动产生的现金流量：			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	139.03	2,709.98	966.42
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	445.00	0.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	37,899.67	1,702.75	2,022.08
投资活动现金流入小计	38,483.70	4,412.74	2,988.50
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	16,906.08	28,178.95	42,678.58
投资支付的现金	0.00	200.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	22,612.67	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	39,518.75	28,378.95	42,678.58
投资活动产生的现金流量净额	-1,035.05	-23,966.22	-39,690.08
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	62,438.48	55.70	840.75
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	2,600.00	55.70	49.64
取得借款收到的现金	73,271.93	70,581.26	52,648.39
收到其他与筹资活动有关的现金	15,420.00	11,190.33	0.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	29,250.00
筹资活动现金流入小计	151,130.41	81,827.29	82,739.14
偿还债务支付的现金	132,307.14	46,551.71	53,856.87
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5,382.87	5,138.42	7,913.08
支付其他与筹资活动有关的现金	13,722.47	12,325.36	255.00
筹资活动现金流出小计	151,412.48	64,015.50	62,024.95
筹资活动产生的现金流量净额	-282.07	17,811.79	20,714.19

四、现金及现金等价物净增加：			
汇率变动对现金的影响	33.94	-4.16	0.29
现金及现金等价物净增加额	17,873.01	-73.52	-902.87
期初现金及现金等价物余额	11,917.76	11,991.28	12,894.15
期末现金及现金等价物余额	29,790.77	11,917.76	11,991.28

资料来源：公司审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	4,465.76	-9,926.56	2,022.40
加：资产减值准备	125.96	4,437.38	570.29
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	10,727.45	7,843.10	5,738.12
无形资产摊销	1,061.78	438.35	331.64
长期待摊费用摊销	24.53	8.18	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-119.86	51.82	-126.21
固定资产报废损失	9.08	272.14	13.42
公允价值变动损失	3.72	0.00	56.10
财务费用	5,891.50	4,499.78	2,846.00
投资损失	438.49	204.93	150.44
递延所得税资产减少	-224.06	-111.26	-121.11
递延所得税负债增加	2.99	0.00	-23.54
存货的减少	-12,141.05	-1,815.84	4,245.75
经营性应收项目的减少	14,657.26	-1,903.68	-2,915.78
经营性应付项目的增加	-5,767.39	2,086.73	5,285.23
经营活动产生的现金流量净额	19,156.18	6,085.06	18,072.73

资料来源：公司审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年	2012年
综合毛利率	31.14%	18.46%	19.60%
期间费用率	25.63%	22.98%	18.19%
营业利润率	4.65%	-8.85%	0.29%
总资产回报率	3.94%	-2.67%	3.22%
净资产收益率	2.34%	-14.48%	-
FFO	22,407.36	7,717.86	11,457.55
营运资本变化	-3,251.18	-1,632.79	6,615.20
负债与所有者权益比率	31.10%	233.37%	159.88%
资产负债率	23.73%	70.00%	61.52%
流动比率	1.55	0.93	1.27
速动比率	0.88	0.61	0.82
EBITDA (万元)	24,163.84	2,903.46	11,460.65
EBITDA 利息保障倍数	3.99	0.53	3.20
有息债务/EBITDA	1.66	33.54	-

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录五 截至2014年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
浙江海翔川南药业有限公司	20,000	100%	医药制造及货物进出口
浙江海翔药业销售有限公司	3,000	100%	货物及技术进出口
浙江普健制药有限公司	2,000	100%	医药制造，建设期
江苏海阔生物医药有限公司	4,000	85%	化工产品销售
上海海翔医药科技发展有限公司	500	100%	医药化工技术开发
HI-MED A.S.	捷克克朗 800	50%	医药制造及贸易
GeneVida GmbH	欧元 2.5	100%	药品的研发
台州泉丰医药化工有限公司	美元 241.64	94.41%	生成销售环丙胺、环丙基乙炔、乙基哌嗪
台州市前进化工有限公司	22,800	100%	染料、染料中间体、溴盐制造、销售；货物及技术进出口
台州市振港染料化工有限公司	9,980	100%	医药中间体及化工产品制造、销售；货物及技术进出口
盐城市瓯华化学工业有限公司	1,977.86	100%	溴氨酸钠盐、DCB、1-氨基蒽醌生产
台州东港化工贸易有限公司	500	100%	化工原料、化工机械及配件、五金批发、零售
盐城市瓯华化工研究院有限公司	108	100%	化工产品研发及其技术转让

资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	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
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。