

报告编号：
鹏信评【2016】跟踪第
【620】号 02

债券剩余规模：
2 亿元
债券到期日期：
2019 年 4 月 25 日
债券偿还方式：
每年付息四次，到期一
次还本，附第 3 年末公
司上调票面利率选择权
和投资者回售选择权

分析师

姓名：
胡亮亮 董斌

电话：
0755-82873175

邮箱：
hull@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

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

深圳翰宇药业股份有限公司 2014 年非公开发行 公司债券（第一期）2016 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	稳定
评级日期	2016 年 6 月 29 日	2015 年 4 月 21 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对深圳翰宇药业股份有限公司（以下简称“翰宇药业”或“公司”）及其 2014 年 4 月 25 日非公开发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2016 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-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期内公司收入规模和盈利能力大幅提升；公司继续加大研发投入力度，产品技术水平进一步提升；公司经营现金流表现良好，负债水平较低，整体偿债能力较强；但我们也关注到公司面临一定的产品降价风险和失标风险、技术开发风险以及技术外泄风险等风险因素。

正面：

- **公司收入规模和盈利能力大幅提升。**随着国内外市场的开拓以及甘肃成纪生物药业有限公司（以下简称“成纪药业”）的收购，2015 年公司实现营业收入 7.68 亿元、利润总额 3.38 亿元，分别同比增长 83.17%、81.58%。
- **公司继续加大研发投入力度，产品技术水平进一步提升。**2015 年，公司研发支出达到 5,178.63 万元，同比增长 12.51%；2015 年公司获得授权发明专利 24 项，外观设计专利 2 项，实用新型专利 2 项。2016 年 1-4 月，公司新增发明专利 13 项，实用新型专利 2 项。截至 2016 年 4 月底，公司已获得授权专利 171 项、新药证书 9 个、药品批准文号 50 个。
- **公司经营现金流表现良好，负债水平较低，整体偿债能力较强。**公司盈利能力较强，为经营活动现金生成能力提供了较有力的保障，2015 年公司实现经营活动现金净流入 1.39 亿元。截至 2016 年 3 月底，公司资产负债率为 25.88%，整体偿债

能力较强。

关注：

- **公司面临一定的产品降价风险和失标风险。**我国医药产品研发和创新能力不足，药品降价将成趋势，若未来公司不能采取相应措施应对药品价格下调，将对公司整体盈利能力形成一定影响。另外，药品集中招标采购制度的实施，也使得公司面临一定的失标风险。
- **公司面临一定的资金压力。**截至 2015 年底，公司武汉生物医药生产基地项目尚需投资约 10 亿元，面临一定的资金压力。
- **成纪药业销售集中度和区域集中度均较高。**2015 年成纪药业前五大客户销售占比为 78.26%，华北、华西片区销售占比分别为 53.75%、38.31%。
- **公司存在一定的技术开发风险。**多肽药物行业具有“高投入、高风险、高产出、长周期”的特点，公司存在一定的技术开发风险。
- **公司存在一定的技术外泄风险。**公司掌握的一系列核心技术是公司核心竞争力的重要体现，如核心技术外泄，将给公司带来一定的经营风险。

主要财务指标：

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	366,079.32	354,599.94	169,746.33	128,868.43
所有者权益合计（万元）	271,320.24	263,731.51	129,614.64	112,420.70
有息债务（万元）	60,787.73	49,775.10	19,875.72	0.00
资产负债率	25.88%	25.63%	23.64%	12.76%
流动比率	2.31	2.34	8.39	8.73
营业收入（万元）	16,748.72	76,826.38	41,942.82	30,140.48
利润总额（万元）	6,280.71	33,835.90	18,633.87	14,785.66
综合毛利率	77.07%	80.90%	82.84%	84.67%
总资产回报率	-	14.18%	13.27%	12.26%
EBITDA（万元）	-	45,837.81	23,165.65	16,290.28
EBITDA 利息保障倍数	-	13.70	19.75	-
经营活动现金流量净额（万元）	-6,000.68	13,884.05	15,342.59	15,347.59

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表，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（以下简称“中国证监会”）证监许可[2013]1384 号文件核准，公司获准非公开发行面值总额不超过 4 亿元（含 4 亿元）公司债券，本次债券分期发行，其中公司于 2014 年 4 月 25 日非公开发行第一期 2 亿元公司债券，票面利率为 8.50%。

本期债券为 5 年期，起息日是 2014 年 4 月 25 日，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券采用单利按季度计息，不计复利。每年付息四次，即每年的 1 月 25 日、4 月 25 日、7 月 25 日、10 月 25 日付息，节假日顺延，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

截至 2016 年 4 月底，本期债券本息兑付情况见表 1。

表 1 截至 2016 年 4 月底本期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	本金兑付/ 回售金额	利息支付	期末本金余额
2014年07月25日	20,000.00	0.00	425.00	20,000.00
2014年10月27日	20,000.00	0.00	425.00	20,000.00
2015年01月26日	20,000.00	0.00	425.00	20,000.00
2015年04月27日	20,000.00	0.00	425.00	20,000.00
2015年07月27日	20,000.00	0.00	425.00	20,000.00
2015年10月26日	20,000.00	0.00	425.00	20,000.00
2016年01月25日	20,000.00	0.00	425.00	20,000.00
2016年04月25日	20,000.00	0.00	425.00	20,000.00

注：2014 年 10 月 25 日、2015 年 01 月 25 日、2015 年 04 月 25 日、2015 年 07 月 25 日、2015 年 10 月 25 日均为法定休息日，付息日顺延至其后第一个交易日。

资料来源：公司提供，鹏元整理

本期债券募集资金用途为补充公司营运资金。截至 2015 年底，本期债券募集资金已按照指定用途使用完毕。

二、发行主体概况

2015 年 2 月，公司向成纪药业全体股东发行 2,700.49 万股股份（折合对价 6.60 亿元）和支付现金 6.60 亿元，以收购其持有的成纪药业 100% 股权，并向曾少贵、曾少强、曾少彬等 3 名公司股东非公开发行 1,800.33 万股股份以募集配套资金 4.40 亿元。

2015 年 4 月，公司以资本公积转增股本 4.45 亿元；使得公司注册资本和实收资本均增至 8.90 亿元。截至 2015 年底，公司注册资本和实收资本均为 8.90 亿元，控股股东和实际控制人均未发生变化，公司控股股东和实际控制人仍然是自然人曾少贵、曾少强、曾少彬，

上述三人系兄弟关系，合计直接持股比例为49.31%，较2014年末下降0.83个百分点。截至2015年底，公司前五大股东情况如表2所示。

表 2 截至 2015 年底公司前五大股东情况

股东名称	股东性质	持股比例
曾少贵	境内自然人	25.64%
曾少强	境内自然人	19.56%
张有平	境内自然人	5.46%
曾少彬	境内自然人	4.11%
新疆丰庆股权投资合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	3.02%
合计	-	57.79%

资料来源：公司 2015 年年度报告

2015 年公司收购成纪药业 100%股权，主营业务新增医药器械的研发、生产、销售业务。2015 年公司纳入财务报表合并范围的一级子公司增加 1 家，具体情况如表 3 所示。

表 3 2015 年公司新纳入财务报表合并范围的一级子公司情况（单位：万元）

单位名称	单位简称	注册资本	持股比例	主营业务	取得方式
甘肃成纪生物药业有限公司	成纪药业	22,909.00	100%	药品、医药器械的研发、生产、销售	收购

资料来源：公司 2015 年年度报告，鹏元整理

截至2015年底，公司资产总额35.46亿元，所有者权益合计26.37亿元，资产负债率为25.63%。2015年度公司实现营业收入7.68亿元，利润总额3.38亿元，经营活动现金净流入1.39亿元。

截至2016年3月底，公司资产总额36.61亿元，所有者权益合计27.13亿元，资产负债率为25.88%。2016年1-3月公司实现营业收入1.67亿元，利润总额0.63亿元，经营活动现金净流出0.60亿元。

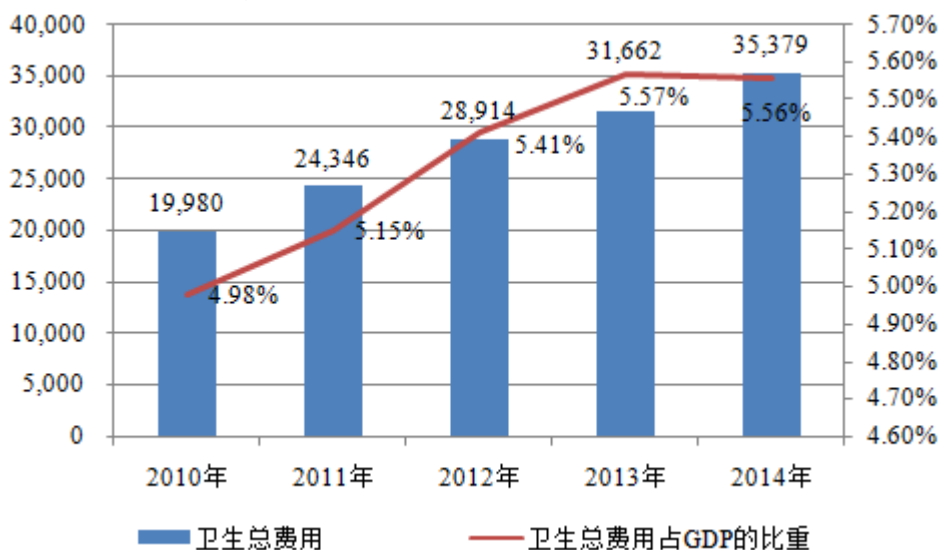
三、运营环境

我国卫生投入增加、人口老龄化加剧以及城镇化率提高等因素为化学制药、医疗器械行业发展提供了良好的外部环境

根据国家卫生和计划生育委员会（以下简称“国家卫计委”）公布的数据，2014 年我国卫生总费用达到 3.54 万亿元，占 GDP 的比重为 5.56%，2010-2014 年卫生总费用年均复合增长率达到 15.35%。另外，根据《2014 年中国卫生和计划生育统计年鉴》，2012 年我国卫生总费用占 GDP 的比重仅为 5.4%，而同期德国、法国、日本的该数据分别为 11.3%、

11.8%、10.1%，我国卫生总费用占 GDP 的比重与主要发达国家相比仍存在较大差距。从卫生支出结构来看，2014 年我国卫生总费用中，政府卫生支出 10,591 亿元、社会卫生支出 13,043 亿元、个人卫生现金支出 11,745 亿元，三者占比分别为 29.9%、36.9%、33.2%。近年政府不断增加医疗卫生支出，2010-2014 年政府卫生支出年均复合增长率为 16.59%。综上，近年我国社会各方面的卫生投入不断增加，但与国外相比仍存在一定的提升空间。

图 1 2010-2014 年我国卫生总费用及占 GDP 的比重情况（单位：亿元）



资料来源：公开资料，鹏元整理

据历年我国国民经济和社会发展统计公报显示，2010 年末我国 60 周岁及以上人口占比为 13.26%，比 2000 年上升 2.93 个百分点；2015 年末我国 60 周岁及以上人口占比达到 16.10%，较 2010 年上升 2.84 个百分点；人口老龄化呈加速上升趋势。按目前老龄化增速，预计到 2050 年我国老年人口有可能占总人口的 30%。

人口老龄化程度的加剧，将促进医疗保健需求的快速增长人口老龄化将致高血压、糖尿病、骨质疏松、恶性肿瘤等疾病发病率增加和医疗需求增加，同时寿命延长也将使终身用药性疾病的药品消费增加，如高血压、糖尿病等。统计表明老年人口人均药品消费需求是其他人群的 3-5 倍。具体表现为：（1）老年人的患病率大大提高。60 岁以上老人慢性病的患病率是全部人口的 3.2 倍。（2）老年人的消费能力逐渐提升。随着国家养老保险制度覆盖面的扩大，越来越多的老年人将实现“老有所养”。另外，老人的医疗报销比例高于年轻人，医疗保健消费能力更强。（3）老年人储蓄意愿明显下降。老年人的消费支出尤其是医疗保健方面的支出意愿大大加强，老年人消耗的卫生资源是全部人口平均消耗资源的 1.9 倍。

近年随着城市化进程的加速，我国城镇化率不断提高。2015 年末我国城镇常住人口

为 7.71 亿人，占总人口比重为 56.10%，比上年末提高 1.33 个百分点。受城镇居民医疗保健意识较强、城镇医疗保健基础设施建设较完备、城镇医疗保障覆盖面更广等因素影响，城镇人口平均医药卫生费用支出大约是农村人口的 3-4 倍，未来城镇化率的进一步提高预计将带来医药费用的增长。

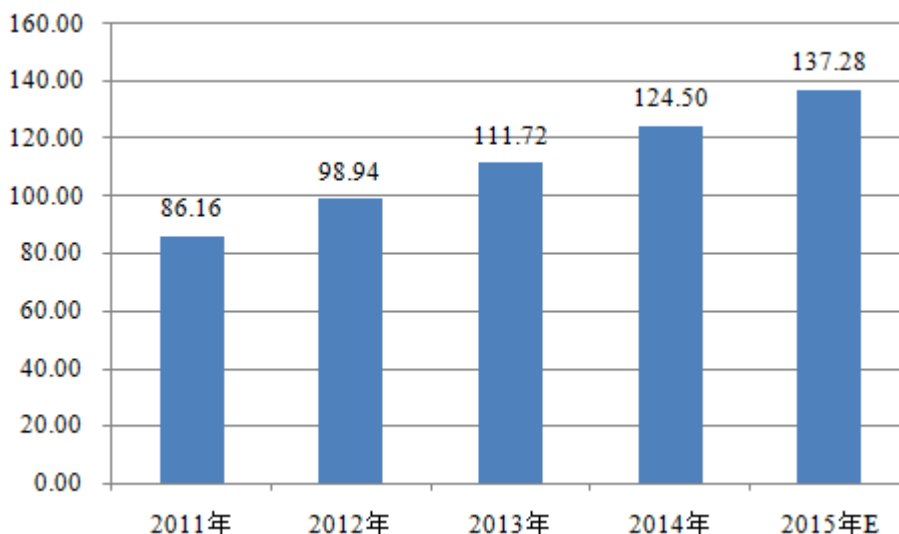
近年来受益于良好的外部环境，我国化学药品、医疗器械销售需求增长迅速，目前我国已经成为全球化学药品、医疗器械消费增速最快的地区之一。根据国家统计局统计数据显示，近年我国化学制药行业主营业务收入保持快速增长的态势。2011-2014 年，我国化学制药行业主营业务收入由 7,155.16 亿元上升至 10,544.06 亿元，年均复合增长率为 13.80%，2015 年 1-10 月化学制药行业主营业务收入为 9,237.59 亿元，同比增长 8.41%。根据中国医药物资协会统计数据显示，近年我国医疗器械行业市场规模保持快速增长的态势。2011-2015 年，我国医疗器械行业市场规模由 1,470 亿元上升至 3,080 亿元，年均复合增长率为 20.31%。

近年我国化学合成多肽药物市场规模快速增长，未来增长潜力大

多肽是小于 100 个氨基酸的肽链，是比较小的“蛋白”，作为药物具有来源于自然，生物活性高；在人体内不结存，副作用小；疗效好；用量少、吸收快等优点，对癌症、自身免疫性疾病、高血压和某些心血管及代谢等疾病有较好的疗效。

近年来，我国化学合成多肽药物的市场销售额保持较快增长的势头。根据 SFDA 南方所的数据显示，按照实际零售价统计，我国化学合成多肽药物销售额由 2011 年的 86.16 亿元上升至 2014 年的 124.50 亿元，年均复合增长率达到 13.05%。根据 SFDA 南方所预测，2015 年我国化学合成多肽药物销售额有望达到 137.28 亿元，同比增长约 10%。目前在我国上市的化学合成多肽药物有 26 个品种，其中 17 种已实现国产，与国际市场相比（全球已上市 68 个，多肽类药物国际市场规模约为 190 亿美元），我国尚处于起步阶段，未来增长潜力大。

图2 近年我国化学合成多肽药物市场规模及走势（单位：亿元）



资料来源：SFDA 南方所，鹏元整理

由于多肽类药物的适应症广泛且疗效显著，而且较传统药物开发成功率高，是新药开发的热点领域之一，并且目前我国国产的多肽药物均为仿制国外已过专利保护期或未在我国申请专利的多肽药物。发达国家的化学合成多肽药物的专利保护期将在未来5至10年陆续到期，将为多肽仿制药带来较好的发展机遇。

我国医药产品研发和创新能力不足，药品降价将成趋势

我国大部分医药产品技术含量低，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。我国制药行业以企业为主的研发机制尚未形成，研发投入不足，这些严重制约了我国医药制造业国际竞争力的提高。

目前，我国药品定价采取政府定价、政府指导价、市场调节价三种定价方式，其中：列入国家基本医疗保险目录的1,000多种药品与医保药品目录以外具有垄断性生产、经营的药品实行政府定价和指导价；其他药品实行市场调节价。医院和药商之间的非法回扣直接造成了医药价格虚高。近年，国家发改委多次对药品分批降价。但由于医药产品特殊的价值分配关系，国家对医药零售价格的下调不可避免地转嫁给医药生产企业。从长期看，国家发改委将着手从体制上解决药品虚高的问题，预计未来医药的出厂价和零售价均会呈下降趋势。

我国医疗器械行业集中度较低，产品附加值不高；但在国家政策支持下，国内医疗器械行业有望获得进一步发展

目前我国医疗器械行业生产企业众多，行业集中度较低。根据中国医药物资协会医疗器械分会发布的《2015中国医疗器械行业发展蓝皮书》统计，2015年国内医疗器械行业市场规模达到3,080亿元，生产企业16,000余家，平均业务规模不到2,000万元。截至2015年底，国内医疗器械上市公司有27家，当年实现营业收入合计309.60亿元，仅占当年医疗器械行业市场规模的10.05%。

我国医疗器械产业基础较为薄弱，绝大部分国产医疗器械产品为低端耗材和家用检测器材，如输注器械、消毒灭菌、辅助器械、心脏支架等，上述产品的国产化程度较高；而跨国企业在高端市场占据明显优势，如MRI、CT等高端影像诊断设备等，该类产品市场基本被跨国企业所垄断。

2015年，国家陆续出台多项政策，鼓励国产医疗设备和器械的发展和应用。具体而言：

(1) 2015年3月、5月，国务院办公厅先后发布《全国医疗卫生服务体系规划纲要》、《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》，建议逐步提高国产医用设备配置水平，降低医疗成本；鼓励县级公立医院使用国产设备和器械。(2) 2015年5月，国务院发布《中国制造2025》计划提高医疗器械的创新能力和产业化水平，重点发展影像设备、医用机器人等高性能诊疗设备，全降解血管支架等高值医用耗材，可穿戴、远程诊疗等移动医疗产品。(3) 2015年8月，国务院发布《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》将拥有产品核心技术发明专利、具有重大临床价值的创新医疗器械注册申请，列入特殊审评审批范围，予以优先办理；及时修订医疗器械标准，提高医疗器械国际标准的采标率，提升国产医疗器械产品质量；通过调整产品分类，将部分成熟的、安全可控的医疗器械注册审批职责由食品药品监管总局下放至省级食品药品监管部门。(4) 2015年11月，中共中央发布《十三五规划建议》明确社保、健康、养老、生育四大领域将进行深化改革，构建生物医药及高性能医疗器械产业新体系。

四、经营与竞争

2015年2月，公司顺利收购成纪药业，并将其纳入财务报表合并范围，公司主营业务由原先的多肽类药物扩展至医疗器械领域。2015年，公司积极开拓国内外市场以及收购成纪药业，使得营业收入大幅增长，其中成纪药业贡献营业收入25,793.21万元。从收入结构来看，2015年公司收入主要来源于制剂业务以及成纪药业相关业务，上述业务收入合计占比81.74%。受部分原材料成本上升以及收购成纪药业等因素影响，公司综合毛利率略有下

滑，但仍保持在80%以上。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
制剂	41,058.95	80.47%	32,673.92	80.79%
其中：注射用胸腺五肽	13,474.15	84.72%	14,468.18	82.41%
注射用生长抑素	9,189.23	71.37%	5,625.79	66.31%
醋酸去氨加压素注射液	2,540.53	46.90%	3,017.05	52.14%
注射用特利加压素	13,263.20	98.05%	9,213.33	98.66%
其他制剂	2,591.84	33.49%	349.58	23.39%
原料药	5,265.16	82.34%	2,763.70	93.37%
客户肽	8,442.34	85.86%	6,280.97	88.27%
技术服务费	321.65	100.00%	224.22	100.00%
小计	55,088.10	81.59%	41,942.82	82.84%
药品组合包装产品	10,329.81	72.98%	-	-
器械类	11,107.97	89.20%	-	-
固体类	300.49	-79.60%	-	-
小计	21,738.28	79.16%	-	-
合计	76,826.38	80.90%	41,942.82	82.84%

注：公司多肽类产品包括注射用胸腺五肽、注射用生长抑素、醋酸去氨加压素注射液、注射用特利加压素等多肽类制剂产品以及多肽类原料药、客户肽等。

资料来源：公司 2014-2015 年年度报告，鹏元整理

跟踪期内，公司积极开拓国内外市场，多肽类产品产销规模及业务收入稳步提升，且购销渠道较畅通，公司多肽类业务发展仍较为稳健

公司目前研发和生产多肽类原料药、客户肽的车间在深圳市南山区高新技术工业园中区，多肽类制剂生产车间在深圳市坪山新区，公司主要按照“以销定产”方式安排生产。公司制剂主要内销，原料药以出口和自用为主，客户肽主要供应国外药企。

2015年，公司积极开拓国内市场，实现制剂生产量2,089.49万支、销售量2,248.68万支，分别同比增长38.67%、45.13%，产销率上升4.80个百分点。2015年末公司制剂年产能达到8,700.00万支，同比增长383.33%，主要系深圳坪山项目二车间投产所致；由于深圳坪山项目二车间于2015年7月底正式投产，故2015年公司产能未完全释放，产能利用率为24.02%。2015年公司主要制剂产品销售价格较稳定¹，但售价较低的制剂产品销售量占比有所增加，导致公司制剂业务收入增速低于销售量增速。公司坪山项目二车间的投产进一步提高了公司制剂产品的产能，为未来业绩扩张奠定基础。但我们也注意到，2015年公司产能利用率

¹ 2015 年公司注射用胸腺五肽销售均价下降 9.90%，但注射用生长抑素、醋酸去氨加压素注射液、注射用特利加压素等制剂产品销售均价均稳中有升。

仅为24.02%，由于多肽类药物属于较专业化的行业，市场开拓人员既需要丰富的销售经验，又需要具备一定的专业知识，如果不能招聘或培养出足够的专业销售服务人员，公司存在因市场推广不力、销售力量跟不上公司发展需要导致的新增产能不能及时消化的风险。

2015年，公司积极开拓国外市场，实现原料药销售量901.45万毫克，同比增长198.88%，由于部分原料药用于生产制剂产品，故近年公司原料药产销率较低。2015年公司原料药销售均价有所下降，导致公司原料药业务收入增速低于销售量增速。另外，公司根据国外药企需求开发科研用多肽类产品，实现客户肽销售量1,911.50万毫克、销售收入8,442.34万元，分别同比增长18.94%、34.41%。

表 5 公司多肽类产品的产销情况

产品类型	项目	2015 年	2014 年	增减幅度
制剂	产能（支/年）	87,000,000.00	18,000,000.00	383.33%
	生产量（支）	20,894,946.00	15,068,412.00	38.67%
	销售量（支）	22,486,793.00	15,493,727.00	45.13%
	产销率	107.62%	102.82%	4.80 个百分点
	产能利用率	24.02%	83.71%	-59.70 个百分点
原料药	生产量（毫克）	52,840,686.00	12,855,701.00	311.03%
	销售量（毫克）	9,014,504.00	3,016,050.00	198.88%
	产销率	17.06%	23.46%	-6.40 个百分点
客户肽	生产量（毫克）	19,768,923.25	13,183,823.22	49.95%
	销售量（毫克）	19,114,985.68	16,071,119.21	18.94%
	产销率	96.69%	121.90%	-25.21 个百分点

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司主要通过经销商渠道销售多肽类产品，近年公司多肽类业务销售集中度较低，2015年前五大客户销售占比为24.80%。公司下游客户多为大型流通企业，其经营规模较大，议价能力较强，一般要求公司给予3-12个月不等的信用期。

公司多肽类产品市场覆盖国内及欧美地区，制剂主要内销，原料药以出口和自用为主，客户肽主要供应国外药企。2015年，公司华西区销售规模下降明显，主要系胸腺五肽、生长抑素等产品在华西部分省份未中标所致；华南区销售规模略有下降；其他区域销售规模均有不同程度的扩大。总体来看，公司多肽类产品销售市场较为分散，对单一区域的依赖程度不高。同时我们注意到，近年国家医药政策调整措施频繁出台，特别是《药品价格管理办法（征求意见稿）》、《药品流通环节价格管理暂行办法（征求意见稿）》等控制药品价格政策逐步出台，以及自2009年起以省为单位实行药品集中招标采购，我国药品价格总体呈下降趋势，公司面临一定的产品降价风险和失标风险。

表 6 公司多肽类产品销售区域分布情况（单位：万元）

2015 年	2014 年
--------	--------

项目	金额	销售占比	项目	金额	销售占比
华东区	6,499.52	12.36%	华东区	4,495.27	10.72%
华北区	9,463.76	18.00%	华北区	7,852.33	18.72%
华中区	12,321.41	23.44%	华中区	3,485.17	8.31%
华西区	5,170.45	9.83%	华西区	10,734.57	25.59%
华南区	5,237.64	9.96%	华南区	6,110.39	14.57%
国外	13,883.56	26.41%	国外	9,265.09	22.09%
合计	52,576.34	100.00%	合计	41,942.82	100.00%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司在多肽行业内经营多年，采购渠道较畅通，多数供应商保持相对稳定。近年公司多肽类业务采购集中度较低，2015年前五大供应商采购占比为30.26%。公司多肽类业务原材料采购一般采用“月结”方式，付款期在1个月左右，部分情况下还需预付一定的货款。

公司多肽类业务营业成本中原材料、人工工资、制造费用(含折旧)占比分别约为30%、10%、60%，由于Fmoc-Arg(Pbf)-OH等原材料价格有所上涨，导致2015年公司多肽类业务毛利率略有下滑，但仍保持在80%以上。

表 7 公司多肽类产品主要原材料采购均价情况

原材料名称	采购均价	
	2015 年	2014 年
西林瓶（元/只）	0.27	0.27
胶塞（元/个）	0.09	0.09
Fmoc-Arg(Pbf)-OH（元/克）	3.87	2.48

资料来源：公司提供，鹏元整理

生产布局方面，2015年公司积极推进翰宇药业武汉生物医药生产基地项目（以下简称“武汉基地项目”）建设，该项目计划总投资10亿元，占地面积342亩，总体规划建筑面积25万平方米，主要包括“多肽原料药生产基地”、“高端固体制剂生产基地”、“国家级生物药研发生产基地”和“行政生活服务中心”四大部分，并且按照cGMP标准设计兴建，项目建设资金主要由公司自筹。截至2015年底，武汉基地项目尚处于办理建筑项目工程规划许可阶段，主体建设工程尚未开工。另外，2015年公司在深圳市龙华新区以1.12亿元竞得2.90万平方米土地使用权，计划投资建设公司总部、实验中心及慢性病管理产业研发基地。同时我们注意到，截至2015年底，公司武汉基地项目尚需投资约10亿元，面临一定的资金压力。

2015年成纪药业经营基本正常，公司产业链整合效果初步显现

成纪药业主要从事医疗器械、化学药品、药械组合包装产品的研发、生产和销售业务，生产基地位于甘肃省天水市甘铺工业示范区，主要按照“以销定产”方式安排生产。成纪

药业医疗器械产品主要包括卡式注射器、一次性使用无菌溶药器，其中卡式注射器进一步细分为卡式注射架、卡式全自动注射笔、卡式半自动注射笔和可调式注射笔等四类产品；化学药品包括单硝酸异山梨酯注射液、氟罗沙星注射液、灭菌注射用水、注射用单磷酸阿糖腺苷、注射用胸腺五肽、小儿氨酚烷胺颗粒等产品；药械组合包装产品包括“二合一”产品（由一次性使用无菌溶药器和灭菌注射用水组合包装而成）、“三合一”产品（由一次性使用无菌溶药器、灭菌注射用水和冻干粉针剂组合包装而成）。2015年，成纪药业积极拓展国内市场，分别实现药品组合包装产品生产量447.42万盒、销售量429.05万盒、销售收入1.03亿元，器械类产品生产量102.70支、销售量98.68万支、销售收入1.11亿元，固体类产品生产量124.89万盒、销售量138.54万盒、销售收入300.49万元，整体产销情况良好。

成纪药业主要通过经销商渠道销售产品，近年成纪药业销售集中度较高，2015年前五大客户销售占比为78.26%。成纪药业下游客户多为大型流通企业，其经营规模较大，议价能力较强，一般要求给予3-12个月不等的信用期。基于成本效益等因素考虑，成纪药业的产品市场主要集中于华北、华西片区，2015年上述两个区域销售占比分别为53.75%、38.31%，对单一区域的依赖程度较高。

成纪药业在业内经营多年，采购渠道较畅通，多数供应商保持相对稳定。近年成纪药业采购集中度适中，2015年前五大供应商采购占比为53.23%。成纪药业原材料采购一般采用“月结”方式，付款期在1个月左右。成纪药业产品技术含量较高，近年业务毛利率保持在80%左右。

通过整合，公司将利用成纪药业的生产规模优势和成本优势，实现生产基地的全国化布局；公司还将充分利用自身的业务渠道与客户资源，挖掘成纪药业的品种潜力，扩大销售规模，进一步提升公司的整体实力和盈利水平。目前公司正积极开展注射用胸腺五肽、注射用生长抑素和注射用特利加压素等主打产品与成纪药业“二合一”产品的结合；公司的冻干粉针剂与成纪药业的“二合一”产品结合后，将实现无菌配药和给药，较大地提升用药安全及便利性；将具备同类药品所没有的特殊优势，有利于强化公司上述产品业已拥有的竞争优势，延长产品生命周期，进一步提升盈利水平。公司正积极采取一系列整合措施，最大程度地发挥协同效应，实现公司与成纪药业的共同发展。

根据有关约定，成纪药业原股东张有平承诺成纪药业2014年度、2015年度经审计的归属于母公司所有者的净利润分别不低于1.1亿元、1.485亿元；曾少贵、曾少强、曾少彬承诺成纪药业2016年度、2017年度经审计的归属于母公司所有者的净利润分别不低于1.93亿元、2.413亿元，如未达目标，则由承诺人补足差额。根据立信会计师事务所（特殊普通

合伙)对成纪药业2015年度财务报表的审计结果,成纪药业2014年度、2015年度经审计后实现的归属于母公司股东的扣除非经常性损益后的净利润分别为11,572.80万元、11,350.26万元,故张有平应向公司补偿现金2,926.94万元。根据公司公告,截至2016年5月底,公司已收到上述补偿款。

跟踪期内,公司继续加大研发投入力度,产品技术水平进一步提升,但存在一定的技术开发风险和核心技术外泄风险

2015年,公司继续加大研发投入力度,研发支出达到5,178.63万元,同比增长12.51%,占营业收入的6.74%。2015年公司获得授权发明专利24项,外观设计专利2项,实用新型专利2项。2016年1-4月,公司新增发明专利13项,实用新型专利2项。截至2016年4月底,公司已获得授权专利171项。2015年10月,公司获批设立博士后科研工作站,有利于公司引进高层次人才和培养高素质的人才队伍,进一步提升产品技术水平。截至2016年4月底,公司在研项目有45个,其中比伐卢定、格拉替雷、利拉鲁肽已获得美国DMF注册号,依替巴肽(爱啡肽)、奈西立肽等5个产品已通过国外药监部门现场检查;卡贝缩宫素及卡贝缩宫素注射液、布美他尼注射液、注射用甲磺酸加贝酯获批注册,替可克肽及替可克肽锌混悬注射液、齐考诺肽及齐考诺肽鞘内输注液等11个产品已获得临床批件。截至2016年4月底,公司已取得新药证书9个、药品批准文号50个。

总之,公司重视科技创新,已获得授权专利较多,研发储备进一步丰富,较大程度上保证了公司产品技术水平的不断提升以及新产品的逐步投放,为未来业绩增长奠定基础。同时我们注意到,公司所属的多肽药物行业,是典型的“高投入、高风险、高产出、长周期”行业。在产品的开发、注册和认证阶段,需要持续投入巨额资金,进行大量的实验研究,周期长、成本高,存在开发失败的可能性。即使开发成功后,要取得药品批准文号并通过药品生产质量管理规范认证也存在一定的不确定性。因此,公司存在一定的技术开发风险。另外,公司作为国家级高新技术企业,对技术的依赖性非常强。公司掌握的一系列核心技术是公司核心竞争力的重要体现。如核心技术外泄,将给公司带来一定的经营风险。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析是基于公司提供的经立信会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2014-2015年审计报告及未经审计的2016年第一季度财务报表。公司财务报表均采用新会计准则编制。2015年,公司纳入财务报表合并范围的一级子公司增加1家,

即成纪药业。

资产结构与质量

公司资产规模大幅增长，非流动资产占比较大，资产质量较好

2015年，受收购成纪药业等因素影响，公司资产规模大幅增长。截至2015年底，公司资产总额为35.46亿元，同比增长108.90%。从资产结构来看，受收购成纪药业影响，公司货币资金大幅下降，固定资产、无形资产、商誉等非流动资产大幅提升，导致2015年末非流动资产占比增至72.38%。

公司流动资产以货币资金、应收账款和存货为主。2015年末公司货币资金主要是银行存款，其中114.40万元为信用证保证金，流动性受限；货币资金余额大幅缩减，主要系收购成纪药业以及增加对外投资所致。2015年末应收账款主要是应收客户的货款，账龄主要集中于1年以内；前五大债务人账面余额占比合计41.30%，公司应收账款对象多为合作多年且信誉较佳的经销商，应收账款整体回收风险不大；2015年末公司按信用风险特征组合计提坏账准备3,585.01万元；应收账款余额大幅增长，主要系公司收购成纪药业以及回款期较慢的海外市场销售规模扩大所致。2015年末公司存货以库存商品、原材料、在产品为主，考虑到公司目前主要采用“以销定产”的方式安排生产且销售渠道较畅通，存货变现较有保障；存货余额大幅增长，主要系收购成纪药业所致。

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产和商誉构成。2015年末公司长期股权投资对象是上海健麾信息技术有限公司、Prediktor Medical AS，用权益法进行后续计量，2015年确认投资收益669.43万元。2015年末公司固定资产以生产经营用房（4.35亿元）、机器设备（3.79亿元）为主，其余额大幅增长，主要系收购成纪药业以及坪山项目投产所致。2015年末公司在建工程主要是博士后工作站、坪山项目扫尾工程等，其余额大幅减少，主要系坪山项目投产所致。2015年末公司无形资产主要是土地使用权（2.46亿元）、专利技术权（0.33亿元）、药品文号（0.71亿元）等，其余额大幅增长，主要系收购成纪药业以及购入深圳市龙华新区地块（2.9万平方米、账面价值1.12亿元）所致。2015年末公司商誉系收购成纪药业所形成的。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年 3 月		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	105,958.87	28.94%	97,937.84	27.62%	99,066.15	58.36%
货币资金	17,596.98	4.81%	18,690.31	5.27%	70,005.60	41.24%
应收账款	69,391.34	18.96%	61,753.67	17.42%	18,577.64	10.94%

存货	13,413.46	3.66%	12,102.43	3.41%	4,856.22	2.86%
非流动资产合计	260,120.44	71.06%	256,662.10	72.38%	70,680.19	41.64%
长期股权投资	10,874.73	2.97%	10,884.44	3.07%	0.00	0.00%
固定资产	83,069.46	22.69%	84,592.76	23.86%	34,978.19	20.61%
在建工程	11,449.28	3.13%	7,169.39	2.02%	18,791.30	11.07%
无形资产	37,774.30	10.32%	37,339.77	10.53%	1,156.36	0.68%
商誉	92,979.92	25.40%	92,979.92	26.22%	0.00	0.00%
资产总计	366,079.32	100.00%	354,599.94	100.00%	169,746.33	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表，鹏元整理

资产运营效率

公司生产经营模式较为成熟，资产运营效率有进一步提高的空间

公司经营多年，已形成了较为成熟的经营模式。公司下游客户一般为大型流通企业，其经营规模较大，议价能力较强，一般要求公司给予3-12个月不等的信用期，导致近年公司应收账款周转天数较长。公司从事多肽原料药、制剂以及客户肽等多种产品的生产，出于成本效益考虑，公司各产品共用生产线情况较普遍，为缩短更换生产品种过程中设备清洗等工序的耗时，公司保持较高的存货储备，导致公司2014年存货周转天数较长。2015年公司收购成纪药业以及海外市场扩张，使得存货规模进一步扩大，公司存货周转天数有所上升。公司原材料采购一般采用“月结”方式，付款期在1个月左右，其中多肽类业务原材料采购还需支付一定的预付款；2015年公司业务规模扩张明显，使得应付账款周转天数明显提升。公司收付款账期严重不匹配且存货占用资金较多，使得公司净营业周期较长。2015年公司收购成纪药业以及增加对外投资，货币资金余额大幅下降，公司流动资产周转天数下降明显。公司固定资产以生产经营用厂房、机器设备为主，其增幅低于营业收入的增幅，使得公司固定资产周转天数有所下降。

总体看，公司经营模式较为成熟，尽管公司净营业周期较长，但公司的营业利润率高，且资金回收情况良好，因而资金运营压力不大，但未来随着公司经营规模的进一步扩大，营运资金需求将增加。未来随着新建生产线的逐步达产，公司资产运营效率存在进一步提高的空间。

表 9 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	162.77	141.76
存货周转天数	208.01	192.20
应付账款周转天数	27.95	-22.60

净营业周期	342.83	356.56
流动资产周转天数	461.57	711.48
固定资产周转天数	280.15	296.12
总资产周转天数	1,228.51	1,281.52

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司收入规模大幅增长，盈利能力不断增强

2015年，随着国内外市场的开拓以及成纪药业的收购，公司收入规模和盈利能力大幅提升。2015年公司实现营业收入7.68亿元、利润总额3.38亿元，分别同比增长83.17%、81.58%。由于公司产品技术含量较高，且行业进入门槛较高，目前行业内竞争环境较好，近年公司综合毛利率维持在80%左右。近年公司市场开拓、产品研发支出较多，加之外部融资规模扩大，公司期间费用率较高。同时我们注意到，随着国家推行药品降价的力度不断加大，公司部分产品存在降价风险，从而影响公司的综合毛利率。

表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年
营业收入	16,748.72	76,826.38	41,942.82
营业利润	6,160.04	32,893.48	18,331.43
利润总额	6,280.71	33,835.90	18,633.87
净利润	5,861.30	30,534.20	17,156.17
综合毛利率	77.07%	80.90%	82.84%
期间费用率	36.99%	35.09%	37.41%
总资产回报率	-	14.18%	13.27%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，但在建项目投资规模较大，公司对外部融资仍存在一定的依赖

2015 年公司盈利能力大幅提升，加之固定资产折旧等非付现费用较多，公司实现 FFO4.32 亿元，同比增长 97.85%；尽管此期间公司应收账款大幅增长，但公司仍凭借其较高的盈利水平以及占用部分供应商资金，从而实现经营活动现金流量净额 1.39 亿元。

投资活动方面，2015 年公司收购成纪药业、增加对外投资以及购买土地，使得公司投资活动现金流表现为大额净流出。筹资活动方面，2015 年公司外部融资规模进一步攀

升，公司筹资活动现金流表现为净流入。考虑到武汉基地项目尚需投资约 10 亿元，公司经营现金流尚不足以满足尚需投资需求，公司对外部融资仍存在一定的依赖。

表 11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
净利润	30,534.20	17,156.17
非付现费用	10,547.07	3,609.31
非经营损益	2,113.18	1,066.71
FFO	43,194.45	21,832.19
营运资本变化	-29,310.39	-6,489.60
其中：存货的减少（减：增加）	-1,819.68	-2,028.05
经营性应收项目的减少（减：增加）	-36,389.01	-8,369.50
经营性应付项目的增加（减：减少）	8,898.30	3,907.95
经营活动产生的现金流量净额	13,884.05	15,342.59
投资活动产生的现金流量净额	-112,305.39	-8,516.40
筹资活动产生的现金流量净额	46,680.33	18,410.00
现金及现金等价物净增加额	-51,429.70	25,214.07

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司整体负债水平较低，整体偿债能力较强

随着经营活动利润积累以及增资扩股，截至 2015 年底，公司所有者权益合计 26.37 亿元，同比增长 103.47%；而公司外部融资规模扩大，负债总额增至 9.09 亿元，同比增长 126.43%，导致公司负债与所有者权益比率增至 34.45%。

表 12 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
负债总额	94,759.07	90,868.43	40,131.70
所有者权益	271,320.24	263,731.51	129,614.64
负债与所有者权益比率	34.93%	34.45%	30.96%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表，鹏元整理

从负债结构来看，截至2015年底，公司流动负债占比有所提升，流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款构成。2015年末公司短期借款主要由信用借款和保证借款构成，均为流动资金借款；应付账款主要是应付供应商货款；预收款项主要系预收供应商货款；其他应付款主要是坪山项目尾款、市场保证金以及向定向增发股票对象收取的保证金，即时偿付压力不大。2015年末上述科目余额均有所增加，主要系收购成纪药业所致。公司非流动负债主要是应付债券和递延收益。2015年末应付债券即本期债券以及

公司2015年发行的2亿元公司债券；递延收益主要系与资产相关的政府补助，将逐步摊销。截至2016年3月底，公司有息债务为6.08亿元。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年 3 月		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	45,911.19	48.45%	41,909.11	46.12%	11,814.29	29.44%
短期借款	21,000.00	22.16%	10,000.00	11.00%	0.00	0.00%
应付账款	3,081.60	3.25%	2,645.05	2.91%	373.22	0.93%
预收款项	10,578.36	11.16%	14,571.46	16.04%	5,685.94	14.17%
其他应付款	7,210.15	7.61%	6,533.29	7.19%	2,844.01	7.09%
非流动负债合计	48,847.89	51.55%	48,959.32	53.88%	28,317.41	70.56%
应付债券	39,787.73	41.99%	39,775.10	43.77%	19,875.72	49.53%
递延收益	8,629.41	9.11%	8,753.48	9.63%	8,441.69	21.03%
负债合计	94,759.07	100.00%	90,868.43	100.00%	40,131.70	100.00%
其中：有息债务	60,787.73	64.15%	49,775.10	54.78%	19,875.72	49.53%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表，鹏元整理

近年公司资产负债率保持在25%左右，截至2016年3月底，公司资产负债率为25.88%，整体负债水平较低。近年公司EBITDA利息保障倍数虽有下降但仍保持在较高水平，公司自身经营能够满足借款利息的支付。

综上，公司整体负债水平较低，加之经营现金流表现良好，公司整体偿债能力较强。

表 14 公司偿债能力指标

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
资产负债率	25.88%	25.63%	23.64%
流动比率	2.31	2.34	8.39
速动比率	2.02	2.05	7.97
EBITDA（万元）	-	45,837.81	23,165.65
EBITDA 利息保障倍数	-	13.70	19.75

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表，鹏元整理

六、评级结论

跟踪期内，公司积极开拓国内外市场以及收购成纪药业，使得收入规模和盈利能力大幅提升；公司继续加大研发投入力度，产品技术水平进一步提升；公司经营现金流表现良好，负债水平较低，整体偿债能力较强。

同时我们注意到，公司面临一定的产品降价风险和失标风险、技术开发风险以及技术外泄风险；公司面临一定的资金压力；成纪药业销售集中度和区域集中度均较高。

基于上述情况，鹏元将公司主体长期信用等级维持为 AA-，本期债券信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
货币资金	17,596.98	18,690.31	70,005.60	44,748.65
应收票据	2,962.27	4,326.20	5,072.11	2,601.15
应收账款	69,391.34	61,753.67	18,577.64	14,791.99
预付款项	900.84	492.89	246.61	1,508.20
应收利息	23.64	23.44	35.85	36.09
其他应收款	1,550.51	503.54	265.17	205.99
存货	13,413.46	12,102.43	4,856.22	2,828.18
一年内到期的非流动资产	119.83	45.24	6.94	0.00
其他流动资产	0.00	0.12	0.00	0.00
流动资产合计	105,958.87	97,937.84	99,066.15	66,720.25
可供出售金融资产	2,534.07	2,544.21	0.00	0.00
长期股权投资	10,874.73	10,884.44	0.00	0.00
固定资产	83,069.46	84,592.76	34,978.19	34,021.79
在建工程	11,449.28	7,169.39	18,791.30	16,202.17
无形资产	37,774.30	37,339.77	1,156.36	1,178.62
开发支出	9,590.10	9,364.91	5,113.57	4,449.80
商誉	92,979.92	92,979.92	0.00	0.00
长期待摊费用	9,317.88	9,447.97	6,137.18	4,821.22
递延所得税资产	1,917.05	1,917.05	1,466.65	1,474.57
其他非流动资产	613.63	421.68	3,036.93	0.00
非流动资产合计	260,120.44	256,662.10	70,680.19	62,148.18
资产总计	366,079.32	354,599.94	169,746.33	128,868.43
短期借款	21,000.00	10,000.00	0.00	0.00
应付账款	3,081.60	2,645.05	373.22	478.14
预收款项	10,578.36	14,571.46	5,685.94	2,323.91
应付职工薪酬	1,196.14	1,763.33	1,107.43	862.33
应交税费	1,933.06	5,412.60	1,111.33	1,385.91
应付利息	481.94	495.90	306.94	0.00
其他应付款	7,210.15	6,533.29	2,844.01	2,310.19
其他流动负债	429.93	487.47	385.42	279.00
流动负债合计	45,911.19	41,909.11	11,814.29	7,639.48
应付债券	39,787.73	39,775.10	19,875.72	0.00
长期应付款	350.00	350.00	0.00	0.00
递延所得税负债	80.74	80.74	0.00	0.00

递延收益	8,629.41	8,753.48	8,441.69	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	8,808.25
非流动负债合计	48,847.89	48,959.32	28,317.41	8,808.25
负债合计	94,759.07	90,868.43	40,131.70	16,447.72
股本	89,001.64	89,001.64	40,000.00	40,000.00
资本公积	99,595.53	99,595.53	41,727.17	41,727.17
其它综合收益	825.90	960.86	-201.89	0.00
盈余公积	6,756.53	6,756.53	4,575.74	3,595.75
未分配利润	75,140.64	67,416.95	43,513.61	27,337.44
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	-239.66
归属于母公司所有者权益合计	271,320.24	263,731.51	129,614.64	112,420.70
所有者权益合计	271,320.24	263,731.51	129,614.64	112,420.70
负债和所有者权益总计	366,079.32	354,599.94	169,746.33	128,868.43

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016 年 1-3 月	2015 年	2014 年	2013 年
一、营业总收入	16,748.72	76,826.38	41,942.82	30,140.48
营业收入	16,748.72	76,826.38	41,942.82	30,140.48
二、营业总成本	10,636.68	44,649.55	23,611.39	15,918.50
营业成本	3,839.79	14,675.34	7,196.57	4,621.01
营业税金及附加	223.49	1,124.70	473.05	92.51
销售费用	2,458.79	10,955.30	7,401.28	5,951.49
管理费用	2,788.84	13,006.22	8,152.96	5,745.21
财务费用	947.10	2,996.05	137.32	-760.10
资产减值损失	378.67	1,891.95	250.20	268.38
加：投资收益	48.00	716.65	0.00	0.00
三、营业利润	6,160.04	32,893.48	18,331.43	14,221.98
加：营业外收入	124.53	1,248.01	405.59	724.43
减：营业外支出	3.86	305.58	103.15	160.74
四、利润总额	6,280.71	33,835.90	18,633.87	14,785.66
减：所得税	419.41	3,301.70	1,477.70	1,792.59
五、净利润	5,861.30	30,534.20	17,156.17	12,993.07
归属于母公司所有者的净利润	5,861.30	30,534.20	17,156.17	12,993.07

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
销售商品、提供劳务收到的现金	9,206.71	57,853.93	43,970.63	29,115.47
收到的税费返还	0.16	26.93	14.34	57.62
收到其他与经营活动有关的现金	99.56	1,827.19	1,450.03	5,664.43
经营活动现金流入小计	9,306.43	59,708.05	45,435.00	34,837.52
购买商品、接受劳务支付的现金	1,627.44	10,287.79	5,325.35	3,976.87
支付给职工以及为职工支付的现金	3,100.66	7,950.91	5,597.43	4,674.46
支付的各项税费	6,041.82	10,658.82	6,090.46	3,043.31
支付其他与经营活动有关的现金	4,537.19	16,926.48	13,079.17	7,795.29
经营活动现金流出小计	15,307.11	45,824.00	30,092.41	19,489.93
经营活动产生的现金流量净额	-6,000.68	13,884.05	15,342.59	15,347.59
取得投资收益收到的现金	48.00	51.00	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	15.63	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	48.00	66.63	0.00	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	5,143.49	35,898.32	8,516.40	30,285.27
投资支付的现金	0.00	76,473.70	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	5,143.49	112,372.02	8,516.40	30,285.27
投资活动产生的现金流量净额	-5,095.49	-112,305.39	-8,516.40	-30,285.27
吸收投资收到的现金	0.00	42,360.00	0.00	0.00
取得借款收到的现金	11,000.00	19,230.00	0.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	4,351.30	0.00	0.00
发行债券收到的现金	0.00	19,860.00	19,860.00	0.00
筹资活动现金流入小计	11,000.00	85,801.30	19,860.00	0.00
偿还债务支付的现金	0.00	31,640.00	0.00	0.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	988.41	7,430.41	850.00	1,892.29
支付其他与筹资活动有关的现金	0.04	50.57	600.00	0.00
筹资活动现金流出小计	988.45	39,120.97	1,450.00	1,892.29
筹资活动产生的现金流量净额	10,011.55	46,680.33	18,410.00	-1,892.29
汇率变动对现金的影响	-8.70	311.32	-22.12	-52.64
现金及现金等价物净增加额	-1,093.33	-51,429.70	25,214.07	-16,882.62

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
净利润	30,534.20	17,156.17	12,993.07
加：资产减值准备	1,891.95	250.20	268.38
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5,537.99	2,979.72	1,288.91
无形资产摊销	2,704.47	26.64	26.39
长期待摊费用摊销	412.66	352.75	189.32
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-8.08	7.69	-0.01
固定资产报废损失	7.48	0.00	51.29
财务费用	3,162.34	1,051.10	0.00
投资损失	-716.65	0.00	0.00
递延所得税资产减少	-251.17	7.92	-460.83
递延所得税负债增加	-80.74	0.00	0.00
存货的减少	-1,819.68	-2,028.05	-626.48
经营性应收项目的减少	-36,389.01	-8,369.50	-3,481.67
经营性应付项目的增加	8,898.30	3,907.95	5,099.23
经营活动产生的现金流量净额	13,884.05	15,342.59	15,347.59

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
综合毛利率	77.07%	80.90%	82.84%	84.67%
期间费用率	36.99%	35.09%	37.41%	36.29%
总资产回报率	-	14.18%	13.27%	12.26%
非付现费用	-	10,547.07	3,609.31	1,773.00
非经营损益	-	2,113.18	1,066.71	-409.55
FFO	-	43,194.45	21,832.19	14,356.52
负债与所有者权益比率	34.93%	34.45%	30.96%	14.63%
资产负债率	25.88%	25.63%	23.64%	12.76%
流动比率	2.31	2.34	8.39	8.73
速动比率	2.02	2.05	7.97	8.36
EBITDA（万元）	-	45,837.81	23,165.65	16,290.28
EBITDA 利息保障倍数	-	13.70	19.75	-

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	应收账款周转天数(天)	$360 \times [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额} - \text{期初预收款项余额} - \text{期末预收款项余额}) / 2] / \text{营业收入}$
	存货周转天数(天)	$360 \times (\text{期初存货余额} + \text{期末存货余额}) / 2 / \text{营业成本}$
	应付账款周转天数(天)	$360 \times [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额} - \text{期初预付款项余额} - \text{期末预付款项余额}) / 2] / \text{营业成本}$
	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
	流动资产周转天数(天)	$360 \times (\text{期初流动资产总额} + \text{期末流动资产总额}) / 2 / \text{营业收入}$
	固定资产周转天数(天)	$360 \times (\text{期初固定资产总额} + \text{期末固定资产总额}) / 2 / \text{营业收入}$
	总资产周转天数(天)	$360 \times (\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2 / \text{营业收入}$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2) \times 100\%$
现金流	非付现费用	资产减值准备+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失+固定资产报废损失+公允价值变动损失+财务费用+投资损失+递延所得税资产减少+递延所得税负债增加
	FFO	净利润+非付现费用+非经营损益
	营运资本变化	存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加
资本结构及财务安全性	负债与所有者权益比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
	资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	长期有息债务	长期借款+应付债券
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录六 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。