

浙江海正药业股份有限公司
及其发行的 15 海正 01 与 16 海正债

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪(2018)100090】

评级对象： 浙江海正药业股份有限公司及其发行的 15 海正 01 与 16 海正债

	15 海正 01	16 海正债
主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪：	AA+/稳定/AA+/2018 年 5 月 24 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 5 月 24 日
前次跟踪：	AA+/稳定/AA+/2017 年 5 月 17 日	AA+/稳定/AA+/2017 年 5 月 17 日
首次评级：	AA+/稳定/AA+/2015 年 4 月 17 日	AA+/稳定/AA+/2016 年 2 月 29 日

主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	8.27	12.49	10.04	8.07
刚性债务	38.11	43.90	46.84	44.96
所有者权益	63.56	62.91	63.06	63.50
经营性现金净流入量	3.65	6.47	5.53	1.45
合并口径数据及指标：				
总资产	191.74	207.58	216.36	217.47
总负债	110.09	127.19	137.61	137.39
刚性债务	87.76	102.90	108.17	105.73
所有者权益	81.65	80.39	78.75	80.08
营业收入	87.67	97.33	105.72	28.22
净利润	1.26	0.62	2.32	1.31
经营性现金净流入量	7.36	7.76	12.41	2.85
EBITDA	10.02	10.98	13.32	—
资产负债率[%]	57.42	61.27	63.60	63.18
权益资本与刚性债务比率[%]	93.04	78.13	72.81	75.75
流动比率[%]	105.19	98.30	85.93	85.72
现金比率[%]	37.94	38.95	30.78	23.66
利息保障倍数[倍]	1.07	1.04	1.38	—
净资产收益率[%]	1.54	0.76	2.91	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	12.25	11.14	16.08	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-17.18	-3.93	-3.38	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.38	2.33	2.81	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.12	0.13	—
担保人数据与指标：				
总资产	202.13	219.29	227.87	228.62
刚性债务	101.38	118.83	124.38	126.01
所有者权益	79.81	77.40	75.60	77.45
担保比率[%]	0.04	0.03	0.03	—

注：根据海正药业经审计的 2015~2017 年及 2018 年第一季度财务数据整理、计算。担保人数据根据海正集团经审计的 2015~2017 年及 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

熊梓 xh@shxsj.com
贾飞宇 jfy@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对浙江海正药业股份有限公司（简称海正药业、发行人、该公司或公司）及其发行的 15 海正 01、16 海正债的跟踪评级反映了 2017 年以来海正药业在产品组合、销售渠道及技术与研发等方面所取得的积极变化，同时也反映了公司在债务规模及期限结构、新建项目效益、资产减值和环保及安全生产等方面继续面临压力。

主要优势：

- **产品组合优势。**海正药业具有较为多元化的产品组合，可以缓冲部分品种的波动影响且提高其竞争力。同时公司具有从原料药到制剂一体化优势，有利于增强盈利能力和经营稳定性。
- **销售渠道优势。**海正药业通过对制剂销售平台实施整合，形成了以海正辉瑞为主体的品牌差异化平台和以省医药公司为主体的普药代理平台，为适应两票制全面实施新增海坤医药，多平台的销售渠道有利于其良性发展。
- **技术与研发优势。**海正药业持续重视新产品的研究和技术创新，近年来研发投入均较大，并取得一定阶段性进展，丰富的产品储备可为后续发展提供良好基础。
- **经营业绩有所好转。**跟踪期内，得益于原研产品特治星恢复供应、FDA 进口警示解除以及 CMO 业务的拓展，海正药业业绩有所恢复。

主要风险/关注：

- **受政策影响较大。**海正药业的业务经营受政策因素影响较大，近年来政府对药品管制、药品招标以及两票制、一致性评价等政策的实施均对公司经营产生一定影响。
- **债务规模持续扩大。**海正药业债务规模持续增长，流动性风险有所加大。资金多用于固定资

产投资，存在一定的债务期限错配。此外公司后续资本性支出仍较大，同时面临较大的融资压力。

- **新建项目效益不确定性。**海正药业大量资金沉淀在建项目，且项目建设周期有所延迟，使得投资成本增加，进而也影响了项目产生效益进度。此外，在建工程转固后高额的折旧将摊薄公司的利润水平。
- **资产减值风险。**受 FDA、欧盟禁令影响，海正药业 2016 年及 2017 年度存货跌价准备规模较大。此外，收购的云南生物近年亏损持续扩大，2016 及 2017 年度分别造成商誉减值损失 2,448.00 万元和 2,722.72 万元，且存在继续减值的风险。
- **环保及安全生产风险。**海正药业原料药的生产过程涉及化学危险品，环保及安全生产的压力较大。同时，医药产品关系国计民生，公司面临持续的产品质量控制压力。

评级关注

- **导明医药增资扩股事项。**跟踪期内，海正药业子公司导明医药完成了增资扩股及债转股事项，公司持股比例由 73% 稀释为 40%，因丧失控制权产生的投资收益部分暂挂预计负债。公司对导明医药在约定条件下存在回购义务，如公司履行回购义务将对其经营及财务情况产生重大影响。
- **定向增发事项。**海正药业 2018 年非公开发行 A 股股票预案已于 2018 年 4 月获公司股东大会审议通过，拟募集资金总额不超过 9.41 亿元。该事项尚需获得中国证监会核准，若成功发行将有利于降低公司负债水平。

未来展望

通过对海正药业及其发行的上述两期公司债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债券还本付息安全性很高，并维持 15 海正 01 与 16 海正债债项 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



浙江海正药业股份有限公司

及其发行的 15 海正 01 与 16 海正债

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照浙江海正药业股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）、2016 年公司债券（简称“15 海正 01”、“16 海正债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据海正药业提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对海正药业的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2015 年 7 月在中国证监会成功注册了 20 亿元公司债券发行额度，有效期至 2017 年 7 月 15 日。公司分别于 2015 年 8 月发行了 8.00 亿元的 15 海正 01，于 2016 年 3 月发行了 12.00 亿元的 16 海正债。公司上述债券付息情况正常，尚未到期债券注册发行债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司未到期债券注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况	备注
15 海正 01	8.00	5 (3+2)	3.97	2015 年 8 月	20 亿元/2015 年 7 月	正常付息，尚未到期	附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权
16 海正债	12.00	5 (3+2)	3.20	2016 年 3 月		正常付息，尚未到期	

资料来源：海正药业

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供供给侧结构性改革为主的各类改革措施不

断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不断拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

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

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

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

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

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

我国医药制造业与人民群众健康生活密切相关，而且受人口老龄化、经济发展、城镇化进程、人均可支配收入以及自我保健意识等刚性需求推动不断发展，行业景气波动受宏观经济周期影响小，是典型的弱周期行业。但是医药制造业子行业化学原料药主要以出口为主，较易受到国际贸易摩擦等因素影响，其发展情况与全球经济周期趋势变动较为一致。

（2）行业因素

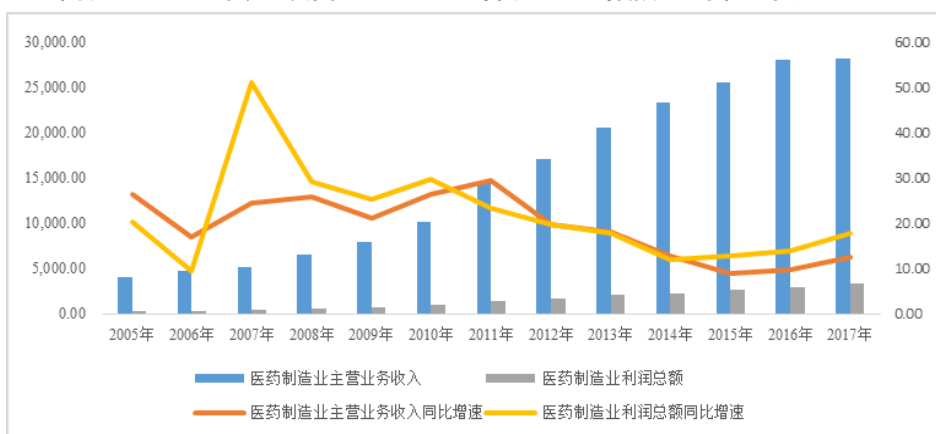
医药制造业属于典型的弱周期行业，近年来收入规模及利润总额持续增长。行业环境变化或使得医药制造企业面临短期阵痛，但研发实力强、产品结构合理、营销能力强的优质药企有望脱颖而出。优胜劣汰的行业竞争中，行业集中度有望持续提升，其中并购整合将成为主要手段之一。我国医药商业行业快速发展，近年来流通规模维持较快增长，但增速有所趋缓。此外，国家医药产业相关政策的实施、“医药分离”持续推进会对医药流通行业发展产生一定影响。整体而言，我国医药行业具有良好的发展基础，后续具备一定成长空间；加之良好的政策环境和较强的主业现金回笼能力，行业风险相对较低。

A. 行业概况

我国经济不断发展，城镇化水平不断提高。据相关统计分析，城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，我国老龄化人口占比上升较快，研究表明医疗保健支出与年龄呈正相关性，老龄化趋势的不断提高同样促进医药需求。新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容刺激了抑制的医药需求，促进医药行业不断发展。近年来，我国医药

制造业主营业务收入及利润总额持续增长，但增速有所波动，整体呈现放缓态势。2011~2017 年度，我国医药制造业的主营业务收入从 14,522.05 亿元增至 28,185.50 亿元，年复合增长率为 11.69%；利润总额从 1,494.30 亿元增至 3,314.10 亿元，年复合增长率为 14.20%。其中，2017 年我国医药制造业实现主营业务收入¹28,185.50 亿元，同比增长 12.50%；利润总额 3,314.10 亿元，同比增长 17.80%，较 2016 年的收入增速和利润增速均有所回升。

图表 2. 2005 年以来我国医药制造业销售收入及盈利情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、国家统计局

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

图表 3. 2011 年以来我国医药制造业重要影响因素变化情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
我国人口数（亿人）	13.47	13.54	13.61	13.68	13.75	13.83	13.90
60 岁以上人口占比（%）	13.74	14.33	14.89	15.55	16.10	16.70	17.30
城镇基本医疗保险参保人数（亿人）	4.73	5.36	5.71	5.97	6.66	7.44	—
城镇基本医疗保险支出（亿元）	4,431.37	5,543.62	6,801.03	8,133.59	9,312.11	10,767.09	—
城镇居民人均可支配收入（万元）	2.18	2.46	2.70	2.88	3.12	3.36	3.64
医疗机构诊疗人次及	62.71	68.88	73.14	76.02	76.93	79.30	66.10

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

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
入院人数（亿人次）							
卫生费用（亿元）	24,345.91	28,119.00	31,668.95	35,312.40	40,974.64	46,344.88	—

数据来源：Wind、新世纪评级整理

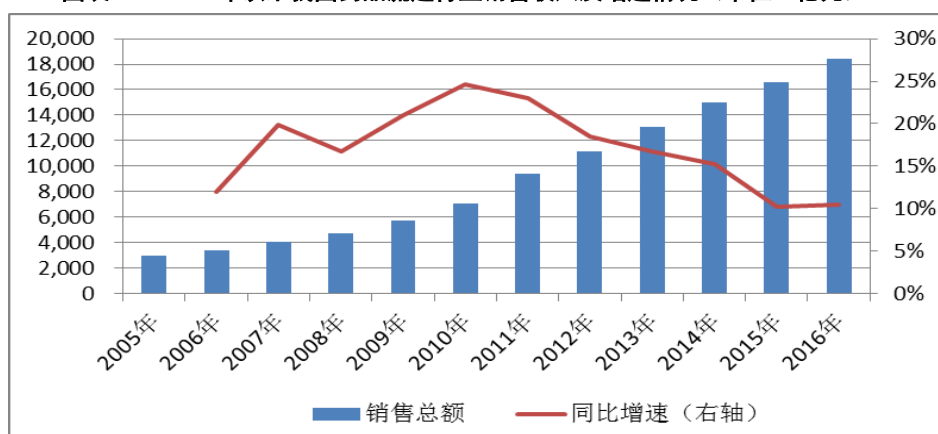
由于专利药价格高昂，政府及医疗保险机构为压缩药品费用支出，大力支持和鼓励发展非专利药，从而促使非专利药市场发展迅速。受益于非专利药市场的扩大，与非专利药相关的特色原料药的需求也实现了相应增长。同时，非专利药生产厂商为控制成本，逐步将原料药的生产外包给具有成本优势的原料药企业生产。印度、中国、中欧与东欧的部分特色原料药领先企业，由于能够生产符合药政市场要求的高质量特色原料药，从而推动了非专利药厂扩大在低成本地区的采购量。其中，中国原料药企业发展迅速，销售额逐年增长，远高于全球增长率，逐渐成为了特色原料药的主要外包转移地区，但随着竞争对手的增多，行业竞争趋于激烈。

此外，全球医药行业出现了从原料药到制剂的纵向一体化发展趋势。首先，全球主流特色原料药生产商纷纷向高端的制剂药、专利药市场发展，制药企业之间的竞争主要是制剂产品的竞争，而制剂产品的竞争又主要是仿制药的竞争。其次，国内医药行业尚处于行业集中度较低的阶段，我国制药企业的行业整合和产业升级还有很大的发展空间，未来参与全球制剂市场竞争将成为长期发展趋势。未来数年，大量重磅药品的专利集中到期，仿制药需求将成倍增加，仿制药行业或将出现爆发式增长，但是目前国内能通过国际规范市场认证的仿制药产品数量并不多，大部分仿制药产品都掌握在行业内具备顶尖技术和研发创新的优势企业手中，而新进入该行业的企业因竞争能力和盈利水平相对较弱，存在技术研发方面的短板。

药品流通行业包括药品批发业务和药品零售业务，根据商务部统计，两类业务占比约为 80%和 20%。近年来，我国药品流通市场需求活跃，行业购销稳步增长，但由于国家宏观经济增速放缓、医保控费日趋严格等因素影响，药品流通行业销售总额增速趋缓。根据商务部《2016 年药品流通行业运行统计分析报告》数据显示，2016 年我国药品流通行业销售总额²18,393 亿元，同比增长 10.4%，增幅上升 0.2 个百分点，其中药品零售市场 3,679 亿元，同比增长 9.5%，增幅上升 0.9 个百分点。2016 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 13,994 亿元，同比增长 11.6%，增幅上升 0.7 个百分点；实现利润总额 322 亿元，同比增长 10.9%，增幅上升 0.3 个百分点。

² 销售总额为含税值，包括了七大类医药商品。本段中同比增幅均扣除不可比因素。

图表 4. 2005 年以来我国药品流通行业销售收入及增速情况（单位：亿元）



资料来源：Wind

B. 政策环境

医药制造方面，近年来国内医保支出准增长，但增速呈下降趋势。其中，城镇基本医疗保险统筹基金总支出增速已由 2011 年的 26.50% 下降至 2016 年的 15.60%。医药行业控费压力较大，药品招标降价短期趋势不变，终端销售价格下降则不断挤压着医药制造企业的利润空间；加之仿制药一致性评价、新版 GMP 认证等政策的陆续出台，增加了企业营运负担³；另外，由于两票制的推行，减少了医药流通企业的利润空间，也加大了医药制造企业的药品推广难度。短期而言，一般药企运营效率难言好转。长期来看，医药制造企业将重新洗牌，拥有大病种领域重磅产品、产品结构好的企业拥有较好价格维护能力；拥有较强研发实力的医药制造企业有望在后续经营中获得较多业绩补充；拥有较强推广实力的医药制造企业有望获得更高的终端覆盖度，以上资质较为优秀的药企有望在长期发展中脱颖而出。

医药流通方面，2013 年 6 月新修订的《药品经营质量管理规范》开始实施，对药品流通监管政策的较大调整，规定全面提升了药品流通企业的软硬件标准和要求，提高了准入门槛，将对行业发展带来深刻影响。药价方面，2015 年 5 月，国家发改委、卫生计生委等部门联合发布《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，决定从 2015 年 6 月 1 日起除麻醉药品和第一类精神药品外，取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成。短期来看，放开的药品零售价将使部分品种价格反弹，但中长期看，受药品招标、医保控费等综合影响，预计上涨空间有限。此外，同年 5 月，国务院办公厅先后发布《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》及《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》，旨在推进公立医院医药分开的实现。2017 年 1 月，国务院医改办会同国家卫生计生委、食品药品监管总局、国家发展改革委、工业和信息化部、商务部、国家税务总局和国家中医药管理局等部门印发了《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》，“两票制”是指药品从生产企业

³ 一致性评价政策出台后，单一药品仿制药评价成本由原来的 50 万元左右提高至了 500 万元以上。

到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票，目的是减少药品流通环节，使中间加价透明化，进一步推动降低药品虚高价格，“两票制”的推行将有助于规范医药流通行业秩序，对提升行业集中度有积极作用，大型医药流通企业有望受益。

C. 竞争格局/态势

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

图表 5. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称		核心经营指标 (产品或业务类别)		核心财务数据（合并口径）				
		营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
医药制造	天士力	160.94	36.29	215.32	58.32	1.00	14.02	-8.23
	人福医药	154.46	38.08	354.06	53.10	1.21	23.18	0.38
	恒瑞医药	138.36	86.63	180.39	11.62	—	32.93	25.47
	哈药股份	120.18	25.88	136.99	45.39	5.21	4.64	1.49
	海正药业	105.72	31.52	216.36	63.60	0.73	2.32	12.41
	华北制药	77.09	31.70	171.52	69.21	0.60	0.14	2.87
医药流通	上海医药	1,308.47	12.78	943.44	57.95	1.90	40.58	26.49
	华东医药	278.32	26.12	159.87	44.90	5.06	18.88	16.61
	英特集团	189.07	6.06	90.83	79.03	0.64	1.91	1.58

资料来源：新世纪评级整理

D. 风险关注

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

2. 业务运营

该公司系一家集原料药、制剂研发、生产和销售为一体的综合性制药企业，主营产品涉及抗肿瘤、抗感染、心血管、抗寄生虫、内分泌等领域。跟踪

期内，公司继续围绕转型升级开展业务，并重点发展生物药、创新药等高附加值领域。依托药政注册体系、质量控制体系和 EHS 体系等方面的竞争优势，公司保持了其在国际药政市场中的竞争地位。

跟踪期内，得益于原研产品特治星恢复供货、FDA 禁令解除以及原料药 CMO（合同定制）业务客户拓展，该公司营收规模有所增长，业绩较之前年度有所恢复。销售方面，为适应两票制全面实施，公司自产制剂产品的国内推广业务由省医药公司转为海坤医药。公司对研发持续投入并取得一点阶段进展，当期新获得临床和 BE 批件 11 个，4 个制剂获批 ANDA。此外，辉瑞公司已将海正辉瑞股权转让，需持续关注辉瑞股权处置对公司经营业绩和财务质量方面的影响。

该公司是一家集研产销全产业链、多地域发展的综合性制药企业，主营业务涵盖医药制造业和医药商业。近年来，公司依托原料药业务的研发能力和质量保证向下游制剂延伸，公司实施从原料药向高端制剂、从化学药向生物药、从仿制向自主创新的业务转型和产业升级，着力推进盈利模式从“生产型”向“研发营销型”转型，产业模式从“API 为主”向“制剂为主”转型，逐步实现了由原料药为主的制药企业向综合性国际品牌制药企业的转变。

该公司医药制造业包含化学原料药业务、制剂业务和生物药业务。公司原料药以外销和合同定制生产两大模式为主，销售市场以欧美规范药政市场为主；制剂业务涵盖抗肿瘤、抗感染、抗结核、保肝利胆等治疗领域，自有品牌制剂的销售以国内市场为主，并逐步开拓国际市场；生物药业务产品涵盖自身免疫疾病、抗肿瘤、糖尿病等治疗领域。

医药商业方面，该公司的全资子公司浙江省医药工业有限公司（简称“省医药公司”）主要从事第三方药品的纯销、分销及零售业务（含连锁药房、电子商务等），随着两票制的全面实施，目前以浙江省内医药的配送为主。此外，还包括海正辉瑞制药有限公司（简称“海正辉瑞”）在过渡期内分销和推广按照合资协议由辉瑞公司拟注入海正辉瑞相关产品的业务（该业务在过渡期结束后将转为公司的自产制剂业务）。

图表 6. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
医药制造	全球/国内	纵向一体化	产品/销售/研发/管理/品牌等
医药流通	国内	横向规模化	规模/成本

资料来源：海正药业

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 7. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

营业收入	2015 年度		2016 年度		2017 年度		2018 年 第一季度	
	营收	占比	营收	占比	营收	占比	营收	占比
医药生产	29.91	34.12	33.10	34.01	43.06	40.73	12.97	45.95
其中：原料药（自产外销）	12.27	13.99	10.14	10.42	10.85	10.26	2.72	9.65
原料药 CMO（合同定制）	2.98	3.40	2.74	2.82	4.36	4.12	0.89	3.15
成品药	14.66	16.73	20.22	20.77	27.85	26.35	9.35	33.15
医药商业	56.21	64.11	62.62	64.33	60.38	57.11	14.51	51.44
其他业务	1.55	1.77	1.61	1.65	2.28	2.16	0.74	2.62
营业收入合计	87.67	100.00	97.33	100.00	105.72	100.00	28.22	100.00
毛利率	2015 年度		2016 年度		2017 年度		2018 年 第一季度	
	营收	占比	营收	占比	营收	占比	营收	占比
医药生产	53.13		51.28		53.12		56.33	
其中：原料药（自产外销）	38.35		30.03		28.11		22.87	
原料药 CMO（合同定制）	34.31		32.84		28.52		35.28	
成品药	69.31		64.45		66.70		68.08	
医药商业	14.61		15.53		16.50		16.27	
综合毛利率	27.83		27.67		31.52		35.18	

资料来源：海正药业

2017 年度，该公司实现营业收入 105.72 亿元，同比增长 8.61%；较 2016 年度增加 8.39 亿元，主要是原料药和成品药收入规模均有所增长。其中，原料药的收入增长，主要是 CMO（合同定制）业务的增长以及 FDA 解禁⁴带来的产品销售增量；成品药主要是抗感染类（美罗、亚胺西司针）、心血管类及其他类（伊索佳、腺苷针等价格上升）销售收入增加，同时部分原辉瑞产品地产化后归类至该项目致销售额增加；医药商业方面，特治星恢复供货后收入亦有所增长。但是，由于 2017 年以来药品流通两票制全面实施，公司医药商业分销业务营收规模有所减少。

依托药政注册体系、质量控制体系和 EHS 体系等方面的竞争优势，该医药生产业务保持了较高的毛利水平，仍是公司利润的主要来源。其中，公司自产外销原料药以特色原料药为主，2017 年度实现销售收入 10.85 亿元，同比增长 7.00%。跟踪期内，公司于 2017 年 5~6 月先后收到 FDA 官方正式通知，解除了对公司人用原料药的进口禁令（共涉及阿卡波糖等 9 个产品）及

⁴ 通知函告知：FDA 已经完成了对公司在 2015 年 12 月 31 日警告信中提出的缺陷的整改措施的评估，认为公司对警告信中提出的缺陷已做出相应地整改行动，因此关闭对公司台州工厂的警告信。未来，FDA 会持续检查和监管这些整改措施的充分性和可持续性。

4 个兽用原料药的进口禁令⁵。由此公司在美国注册批准的全部产品将正常出口至美国市场，但在近年部分原料药 FDA 禁令期间，由于部分客户转向新的供应商，客户仍有所流失。原料药 CMO（合同定制）业务实现收入 4.36 亿元，同比增长 59.12%，主要客户包括陶氏化学、辉瑞制药和默沙东等，目前该业务尚处于培育期，经营规模增长较快。公司成品药包含了生物药、创新药和仿制药等不同梯度的产品，当期实现销售收入 27.85 亿元，同比增长 37.73%，占公司主营业务收入的比例逐年上升，当期抗感染类和心血管类药物收入规模增幅较大。

在产品方面，该公司现已形成多系列、多元化的产品组合，不仅有效降低了依赖单一产品或单一治疗领域的经营风险，而且有利于满足国际客户多样化的产品需求，为公司经营的稳定性以及业务的成长提供保障。目前，公司生产 100 多个产品，拥有进入小试、中试的在研产品 150 余种，形成了较为完善的产品梯队，可以有效缓冲部分品种价格波动对整体业绩产生的不利影响。

按治疗领域划分，该公司医药生产的产品主要是抗肿瘤药、抗感染药、心血管药、抗寄生虫药及兽药和内分泌药等。2017 年度，公司抗肿瘤药实现销售收入 7.62 亿元，同比下降 6.68%，主要是注射用盐酸表柔比星和部分原料药产品销量下降所致；抗感染药实现销售收入 11.86 亿元，同比增长 42.89%，主要是达托、美罗、亚胺西司等产品销售增加，同时原辉瑞产品盐酸米诺环素胶囊实现地产业化后，计入该分类；心血管药实现销售收入 6.87 亿元，同比增长 122.97%，主要是原辉瑞产品氨氯地平阿托伐他汀钙片地产业化后，计入该分类；抗寄生虫药及兽药实现销售收入 7.58 亿元，同比增长 17.96%，主要是由于 FDA 解禁后，部分原料药产品销量恢复所致。

图表 8. 公司医药生产业务按治疗领域细分产品经营情况（单位：亿元、%）

医药生产	2015 年度		2016 年度		2017 年度	
	营收	毛利率	营收	毛利率	营收	毛利率
抗肿瘤药	5.74	79.22	8.17	78.06	7.62	73.27
抗感染药	6.73	60.28	8.30	58.41	11.86	56.81
心血管药	2.86	21.61	3.08	20.46	6.87	45.30
抗寄生虫药及兽药	7.18	45.03	6.42	38.48	7.58	35.10
内分泌药	2.44	22.65	2.07	9.36	2.14	5.34
其他药品	4.95	58.17	5.06	48.56	6.99	66.68
合计	29.91	53.13	33.10	51.28	43.06	53.12

资料来源：海正药业

⁵ 海正药业于 2015 年 9 月 10 日收到美国 FDA 的进口警示函，进入美国市场的 29 个原料药品种中 13 个原料药将暂时不能进入美国市场，16 个原料药豁免被允许进入美国市场销售，允许进入美国市场的产品需委托第三方实验室检测合格后方可放行。根据公司财务部测算，上述进口警示影响 2015 年 9~12 月销售额 7,241 万元，毛利 4,744 万元。2016 年进口警示涉及的 13 个品种仍无法实现出口到美国市场。2016 年至 2017 年 5 月，公司无法获得美国 FDA 解除所有受进口限制的产品期间的美国采购商的采购订单，故无法测算因进口警示对公司 2016~2017 年业绩的影响。

在销售方面，跟踪期内该公司自产制剂产品的国内推广业务由省医药公司转为浙江海坤医药有限公司（简称“海坤医药”）承担。目前，公司医药生产的销售平台为海坤医药、海正辉瑞和上海百盈医药科技有限公司（简称“上海百盈”）。海坤医药定位为承担公司自产制剂品种的合作推广业务，目前已建有完整的组织架构，包括市场、招商、商务和运营管理部门，员工总数为 80 多人。省医药公司原经销的海正产品推广业务于 2017 年下半年向海坤医药过渡；海正辉瑞销售海正药业和辉瑞合资时双方注入的品种；上海百盈定位是公司生物药和未来创新药的销售平台，负责公司产品安佰诺及达托霉素的销售。

在研发方面，该公司聚焦于发展高技术附加值、高毛利的抗肿瘤药产品以及高端重症抗感染药产品，近年来则逐步向生物药和创新药倾斜。目前，公司在大分子药物领域建立了具有较高竞争力的产品梯队，而创新药的研发则有助于公司从仿制向自主创新转型。2017 年度，公司研发投入 8.44 亿元，占当期医药生产收入总额的 19.61%，其研发投入占比在国内同业中较为领先，接近于印度、欧美同类企业的研发支出比重。公司当期新获得临床和 BE 批件 11 个，3 个品种通过现场动态核查，4 个制剂获批 ANDA，新申报 1 个 ANDA。目前，公司研发团队的研发力量较强，许多骨干研发人员曾在海外著名医药企业从事研究开发工作，并在各自研究领域取得过重大成果。

图表 9. 公司 2015 年以来费用化研发支出情况表

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年度
研发投入（亿元）	8.28	7.75	8.44
其中：费用化研发投入（亿元）	4.46	4.11	4.39
资本化研发投入（亿元）	3.82	3.64	4.05
医药生产的销售收入（亿元）	29.91	33.10	43.06
研发投入占当期医药生产收入比重（%）	27.68	23.42	19.61

资料来源：海正药业

在管理方面，该公司在药政注册体系、质量控制体系和 EHS 体系等方面具有竞争优势，使其能够在高进入壁垒、高利润的国际药政市场中不断拓展业务，与礼来、先灵保雅、诺华、山德士、赛诺菲安万特、雅赛利、泰华等国际知名的原研药、仿制药企业建立了长期合作关系，成为全球著名制剂生产企业在华的首选原料药合作伙伴之一。截至 2017 年末，公司已有 50 多个产品通过了美国 FDA、欧盟 EDQM、澳大利亚 TGA 等认证。近年来，公司陆续拓展了波兰、土耳其、罗马尼亚、埃及等 17 个国家的近 30 家终端客户，目前公司已有 90 多个品种出口到全球 79 个国家和地区。

在品牌方面，该公司拥有“海正”、“HISUN”两个中国驰名商标。公司先后荣获“出入境检验检疫信用管理 AA 级企业”、“2016 年中国制药工业百强”、“2017 中国化学制药行业创新型优秀企业品牌”、“2017 中国化学制药行业原料药出口型优秀企业品牌”、“2017 中国化学制药行业制剂出口型优秀企业品牌”、“2016 年度浙江省高新技术企业百强”、“2016 年度浙江省高新技术行业十强—生物与新医药”等称号，品牌价值相对较高。

医药商业方面，2017 年及 2018 年第一季度，该公司分别实现营业收入 60.38 亿元和 14.51 亿元。公司医药商业的主要经营主体为省医药公司，业务模式为接受制药企业或其他医药销售代理商的委托，向其采购药品后销售给浙江省内的医疗机构、药品零售商与批发商。公司主要作为部分制药企业在浙江省的总代理或一级代理商从事第三方业务，客户包括辉瑞、杨森、强生等跨国企业以及浙江仙琚制药股份有限公司等国内制药企业。

2017 年度，省医药公司拓展了经销产品，新增品种 900 多个；组建了 OTC 推广团队，深挖药品零售市场，已覆盖浙江省主要大型连锁药店及零售药店 4,000 多家；开拓了民营医院市场，已与 250 多家民营医院建立了业务关系。当期省医药公司实现销售收入 51.22 亿元，同比减少 1.56%；归属母公司净利润 0.29 亿元，同比减少 55.38%。2018 年第一季度，省医药公司实现销售收入 13.00 亿元，同比减少 9.72%；归属母公司净利润 0.04 亿元，同比减少 56.08%。2017 年以来，省医药公司销售收入有所下降，主要是受 2017 年下半年实施的两票制影响，分销业务规模下滑，同时将原经销的海正产品推广业务转移至海坤医药所致。

近年来，该公司医药商业收入规模有所波动。除上述因素外，还受到子公司原研产品特治星供货不足因素影响⁶，特治星是公司控股子公司海正辉瑞销售的一个重要品种，受到辉瑞的意大利工厂供货影响，导致该产品销售量大幅下降。根据公司提供的资料，截至 2017 年 6 月已全面恢复正常生产，并将 2017 年的中国市场（即向海正辉瑞供货）作为辉瑞特治星全球供应优先级别最高的市场。2017 年度，公司特治星实现销售收入（含税）3.65 亿元，同比增加 3.18 亿元，但较 2014 年 10.09 亿元的峰值仍有较大差距。由于产品断供的影响，特治星恢复销售量将是一个渐进的过程。

图表 10. 公司 2014 年以来特治星产品销售情况

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年	2018 年 第一季度
供货量	540.85 万支	17.97 万支	26.57 万支	182.07 万支	27.47 万支
销售量	540.55 万支	17.15 万支	26.89 万支	176.23 万支	33.28 万支
销售收入（含税）	10.09 亿元	0.20 亿元	0.47 亿元	3.65 亿元	1.01 亿元

资料来源：海正药业

根据该公司 2017 年 11 月公告，Pfizer Luxembourg Sarl（简称“辉瑞”）已将其在海正辉瑞 49%的权益转让给了其关联方 HPPC Holding S.à.r.l（简称“HPPC”）。HPPC 又将股权转让给了境外买方 SAPPHIRE I (HK) HOLDINGS LIMITED（简称“外方”）。辉瑞股权处置完成后，高瓴资本⁷管理的基金将通

⁶ 由于辉瑞卢森堡公司（持有海正辉瑞 49%股权）注入海正辉瑞特治星供应短缺造成公司经营业绩下滑，辉瑞卢森堡公司已于 2016 年及 2017 年分别给予了公司 0.66 亿元及 1.01 亿元的补偿款（计入营业外收入），该笔款项主要针对的是 2015 年及 2016 年特治星供应短缺相关的补偿。

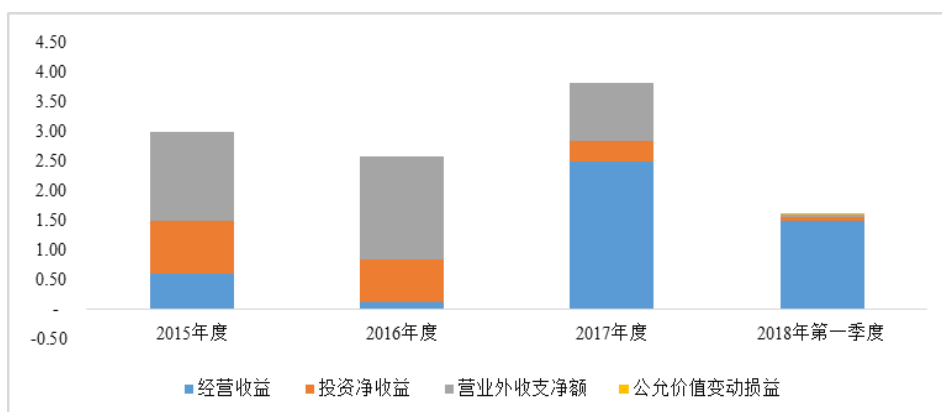
⁷ 高瓴资本创立于 2005 年，是一家专注于长期结构性价值投资的公司，投资覆盖医疗健康、消费与零售、互联网、人工智能、先进制造、金融及企业服务等领域。

过外方间接持有海正辉瑞 49%的股权。辉瑞股权处置完成后，辉瑞不再直接或间接持有海正辉瑞任何股权权益，海正药业仍持有海正辉瑞 5%的股权，海正杭州仍持有海正辉瑞 46%的股权，外方将间接持有海正辉瑞 49%的股权。辉瑞股权处置后，合资公司的公司治理将延续此前的公司治理结构和原则⁸。

2017 年度，海正辉瑞实现销售收入 39.78 亿元，同比增长 12.72%；净利润 4.85 亿元，同比增长 40.99%。2018 年第一季度，海正辉瑞实现营业收入 10.45 亿元，同比增长 2.65%；净利润 2.10 亿元，同比增长 33.76%。辉瑞与合资公司仍将继续多层面的合作，包括直接或通过其关联方间接向海正辉瑞转移指定辉瑞产品的技术、许可指定辉瑞产品的知识产权以及继续供应指定辉瑞产品等。此外，辉瑞股权处置完成后，海正辉瑞将逐步停止使用带有“辉瑞”字眼的名称标识，需持续关注辉瑞股权处置对公司经营业绩和财务质量方面的影响。

(2) 盈利能力

图表 11. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据海正药业所提供数据绘制

整体而言，该公司利润主要来自于主营业务及投资收益，此外营业外收入也可对公司盈利形成了一定补充。2015~2017 年及 2018 年第一季度，公司营业利润分别为 0.60 亿元、0.12 亿元、2.49 亿元和 1.48 亿元，总体呈现增长趋势。其中 2017 年营业利润增幅较大，主要系随着该公司销售架构已调整完成，FDA 进口禁令亦在近期消除，公司盈利能力有所好转。同期，公司投资收益分别为 8,898.13 万元、7,151.23 万元、3,543.39 万元和 707.64 万元，公司近年投资收益较多，分别为 2015 年浙江云开亚美医药科技股份有限公司增资扩股溢价、2016 年转让联营子公司浙江云开亚美医药科技股份有限公司 14%的股权和 2017 年联营企业获得的投资收益及银行短期理财获得的投资收益等。

⁸ 辉瑞股权处置后，合资公司的公司治理将延续此前的公司治理结构和原则。合资公司的董事会是最高权力机关，有权决定公司的所有重大事项。董事会将继续由 5 名董事组成，其中 1 名由公司委派、2 名由海正杭州委派、2 名由 HPPC 委派。辉瑞及其相关公司将不在董事会拥有任何代表。辉瑞股权处置后，合资公司作为公司的控股子公司的地位保持不变。高瓴资本与公司在制药领域的合资具有互补性与协同效应，双方的合作将会对公司带来较大影响。

2015~2017 年及 2018 年第一季度，该公司营业外收入分别为 1.72 亿元、1.87 亿元、1.05 亿元和 0.04 亿元，主要由政府补助和非流动资产处置利得构成，其中政府补助分别为 1.68 亿元、1.14 亿元、0.00 亿元和 0.00 亿元，其中 2017 年度由于会计政策变更，转入其他收益所致。此外 2016 年及 2017 年公司分别获得补偿款 0.66 亿元⁹和 1.01 亿元¹⁰。

图表 12. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	87.67	97.33	105.72	28.22
毛利（亿元）	2.44	2.69	3.33	0.99
期间费用率（%）	27.56	26.47	28.07	29.61
其中：财务费用率（%）	2.18	2.71	2.93	3.09
全年利息支出总额（亿元）	4.21	4.72	4.75	—
其中：资本化利息数额（亿元）	1.79	1.68	1.66	—

资料来源：根据海正药业所提供数据整理

该公司期间费用水平总体较为稳定，期间费用率分别为 27.56%、26.47%、28.07%和 29.61%。公司营业收入增长较快，2015~2017 年及 2018 年第一季度，分别为 87.67 亿元、97.33 亿元、105.72 亿元和 28.22 亿元。公司期间费用规模以销售费用和管理费用为主，近年由于公司逐步加大营销网络铺垫及制剂、生物药、创新药研发投入，致使销售费用及管理费用规模较大。同期，公司销售费用分别为 11.71 亿元、12.89 亿元、15.99 亿元和 5.17 亿元，主要是公司市场推广业务费、职工薪酬及销售部门经费等。此外，在两票制推广后，产品销售价格提升，同时市场推广业务费不断增长，进一步推动了销售费用的增长；公司管理费用分别为 10.55 亿元、10.24 亿元、10.58 亿元和 2.31 亿元，主要系人员工资费用及研发费用等；同期，财务费用分别为 1.91 亿元、2.64 亿元、3.10 亿元和 0.87 亿元，主要系银行借款利息支出、汇兑损益等，受负债增加及汇率变化因素影响呈增长趋势；公司资产减值损失分别为 0.14 亿元、1.14 亿元、1.12 亿元和 0.19 亿元，公司 2016 年及 2017 年资产减值损失规模较大，主要是计提的坏账损失、存货跌价损失¹¹和商誉减值损失¹²等。公司近年存货跌价

⁹ 该公司政府补助主要为子公司海正辉瑞、海正杭州收到的政府补贴项目等；非流动资产处置损益主要为子公司省医药公司当期处置了部分持有的云开亚美股权，获得收益 4,036.26 万元；2016 年 8 月 24 日，海正药业收到辉瑞卢森堡公司因其注入海正辉瑞产品特治星供应短缺造成公司业绩影响而给予公司 1,000 万美元的补偿款，折合人民币 0.66 亿元。

¹⁰ 该公司于 2017 年 11 月 24 日收到辉瑞卢森堡公司因特治星供应短缺给予的补偿款 1,500 万美元的补偿款，折合人民币 1.01 亿元。

¹¹ 2016 年，因 FDA、欧盟禁令影响，原料药市场售价降低，导致存货跌价准备增加，减少当年利润分别为 4,215 万元和 999 万元。

¹² 2016 年及 2017 年，该公司计提云南生物制药有限公司（简称“云生公司”）商誉减值准备，分别计提减值 2,448 万元、2,723 万元。云生公司经营未达预期，主要是受到老厂搬迁后部分员工离职、管理层也进行了调整及疫苗销售政策改变等因素影响。年审会计师对云生公司现场审计后，建议公司聘请专业的第三方评估公司进行减值测试。经评估师的测试，云生公司存在商誉减值情况。公司同意评估师评估预估值，相应确认了商誉减值准备并进行了公告。

准备及商誉减值规模较大，需持续关注相关资产减值风险。

图表 13. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.89	0.72	0.35	0.07
其中：理财产品（亿元）	0.18	0.15	0.13	0.07
合营企业（亿元）	0.20	0.16	0.14	-
处置长期股权投资产生的投资收益（亿元）	0.51	0.40	0.09	-
营业外收入（亿元）	1.72	1.87	1.05	0.04
其中：专项补助（亿元）	1.68	1.14	0.55	0.04
补偿款所得（亿元）	-	0.66	1.01	-
公允价值变动损益（亿元）	-0.00	-	-0.00	0.00

资料来源：根据海正药业所提供数据整理

该公司多元化的产品线、上下游的一体化和核心领域的竞争优势，使其保持了良好的盈利能力和创现能力。近年受子公司原研产品特治星供货不足、FDA 进口警示而暂时不能进入美国市场销售及内部销售架构调整等因素影响，公司营业收入出现下滑。目前，公司销售架构调整完成、FDA 进口禁令消除，盈利能力有所恢复，但仍需持续关注特治星供应及销售恢复进展情况、较高的费用化研发支出以及在建工程转固后高额的折旧对公司利润水平的摊薄及辉瑞股权转让对公司经营业绩及财务质量的影响。2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司分别实现净利润 1.26 亿元、0.62 亿元、2.32 亿元和 1.31 亿元，其中 2016 年净利润规模较小，主要是主业经营业绩下滑以及当期公司资产减值损失 1.14 亿元所致；2017 年，公司盈利能力有所恢复，净利润出现了增长。

（3）运营规划/经营战略

根据战略规划，未来该公司将继续推进“原料药向高端制剂转型、化学药向生物药转型、仿制向自主创新转型、生产向研发营销型转型、产品经营向产业与资本相结合转型”五大转型；向治疗的两端即保健和预防延伸；进军欧美高端制剂市场，进而遍及全球市场。公司新投入在建工程主要围绕原料药向制剂转型展开，根据公司“生产一代，储备一代，研制一代”的产品开发思路，公司已建立了多系列治疗领域与多品种梯队组合的丰富产品线，后续可以配合生产公司新研发的上市产品。

目前，该公司项目建设主要围绕产品生产线、质检及研发等展开，在建项目主要包括新建生物工程二期项目、年产 760 吨辛伐他汀等 21 个原料药生产项目、年产 20 亿片固体制剂、4,300 万支注射剂项目等。公司计划投资额约为 71.36 亿元，其中计划使用自有资金 40.14 亿元，债务融资 31.23 亿元，期末已投资金额为 42.85 亿元。由于项目建设周期有所延迟，使得投资成本增加，进而也影响了项目产生效益进度。公司预计 2018~2020 年仍需分别投入 13.19 亿

元、8.43 亿元和 2.04 亿元用于项目建设，资金来源为自有资金、债务融资¹³等，需重点关注后续资金压力、产能释放情况及 GMP 认证情况。此外，公司每年约投入医药生产营收总额的 20%用于药品研发，整体资金需求较大。

图表 14. 截至 2017 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）¹⁴

项目名称	预计完成时间	实施主体	计划投资额	资金来源		截至 2017 年末已完成投资	截至 2017 年末在建工程科目余额	预计剩余需投入金额		
				自有资金	债务融资			2018 年	2019 年	2020 年
岩头西区冻干制成品车间技改项目	2020 年	海正台州	2.30	2.30	0.00	0.23	0.23	0.75	1.20	0.00
国家战略性药品创新及产业化平台项目	2020 年	北京军海	6.48	1.94	4.54	2.79	2.31	1.08	1.11	0.15
新建生物工程二期项目	2019 年	海正杭州	15.17	8.65	6.52	13.58	10.78	1.53	0.85	0.35
年产 760 吨辛伐他汀等 21 个原料药生产项目	2019 年	海正南通	13.00	5.20	7.80	10.86	6.29	1.35	0.80	0.00
年产 20 亿片固体制剂、4300 万支注射剂项目	2020 年	海正台州	8.17	8.17	0.00	5.22	1.28	2.10	1.47	0.00
抗肿瘤固体制剂技改项目	2020 年	海正台州	3.16	3.16	0.00	1.51	1.51	1.10	0.07	0.00
企业研究院项目	2019 年	海正杭州	4.28	1.28	3.00	2.08	2.24	0.63	0.50	0.50
干粉吸入剂生产线项目	2019 年	海正杭州	4.73	1.98	2.75	3.55	3.08	0.65	0.50	0.15
口服固体制剂连续化生产线项目	2019 年	海正杭州	4.99	1.50	3.50	2.08	2.00	0.00	0.00	0.00
海正辉瑞注射剂扩建生产项目(特治星地产化项目)	2021 年	海正辉瑞	4.63	4.63	0.00	0.76	0.39	2.06	0.33	0.14
扩建海正生物单抗类药物原液和制剂生产线	2021 年	海正杭州	4.45	1.33	3.12	0.19	—	1.94	1.60	0.75
合计	—	—	71.36	40.14	31.23	42.85	30.12	13.19	8.43	2.04

资料来源：海正药业

该公司为地方国有上市公司，融资渠道较畅通，可通过银行借款、发行债券等方式融资。此外，公司非公开发行 A 股股票预案已于 2018 年 4 月获公司

¹³ 该公司于 2014 年完成了非公开发行股票事项，募集资金总额为 19.88 亿元，其中 7.65 亿元用于年产 20 亿片固体制剂、4300 万支注射剂项目，3.15 亿元用于抗肿瘤固体制剂技改项目，8.65 亿元用于二期生物工程项目。公司其他债务融资主要靠银行借款实现。

¹⁴ 扩建海正生物单抗类药物原液和制剂生产线为拟建项目，由于前期建设（基因 D 楼土建完工、设备进场安装）已投入一定资金，因此尚未在 17 年末在建工程科目体现。此外，公司富阳制剂出口基地建设项目、富阳年产 1500 万支注射剂生产项目、新建基因药物项目、行政管理及培训中心、建设基因药物车间配套公用工程项目、动物保健品及出口制剂项目、富阳基地公用工程、岩头 108 提取车间技术改造项目及其他工程已于 2017 年末完成项目建设，但由于未完全通过 GMP 认证不能转固，因此尚在在建工程科目中，2017 年末以上项目合计在在建工程账面价值为 24.15 亿元。

股东大会审议通过，并已获得中国证券监督管理委员会受理。此次非公开发行的对象为白骅先生、台州海畅投资管理中心（有限合伙）、台州汇纳投资管理中心（有限合伙）以及员工持股计划¹⁵。公司本次非公开发行拟募集资金总额不超过 9.41 亿元（不超过 1 亿股股份），其中 2.30 亿元拟用于岩头西区冻干制成品技改项目，7.34 亿元用于偿还银行贷款，尚需获得中国证监会核准。本次非公开发行完成后，如按照发行 1 亿股计算，公司总股本将增至 10.66 亿股，其中海正集团持有公司 30.11% 股权，仍为公司的控股股东。

管理

该公司为地方国有上市公司，控股股东为海正集团，实际控制人为椒江区国资公司，股权结构较稳定。跟踪期内，公司收到了中国证券监督管理委员会及上海证券交易所的警示函及纪律处分决定书，相关内控及信息披露制度的落实有待加强。

该公司控股股东为海正集团，截至 2018 年 3 月末，持有公司 33.22% 的股权。台州市椒江区国有资产经营有限公司（简称“椒江区国资公司”）为海正集团的控股股东，系经台州市椒江区人民政府批准设立，由椒江区政府直属的投资控股型（国有独资）国有资产运营管理机构。其在椒江区政府授权范围内管理区属国有企事业单位经营性资产，行使国有资本出资人的职责，承担着国有资产保值增值责任。公司的实际控制人为椒江区国资公司。

因经营及管理需要，该公司与股东及其他关联方之间存在一定关联交易。公司关联交易主要包括与日常经营相关的购买与销售商品、关联租赁等，主要以市场价格公平交易，交易金额不大，对公司业务影响较小。2017 年度，公司关联交易中采购商品和接受劳务的金额合计 7,630.53 万元；公司出售商品和提供劳务的金额合计 11,660.04 万元。

图表 15. 公司 2017 年采购商品和接受劳务的关联交易（单位：万元）

关联方	关联交易内容	本期交易金额	上期交易金额
台州市椒江热电有限公司	蒸汽	4,229.39	3,715.47
浙江云开亚美大药房连锁有限公司	市场推广服务	2,336.90	1,104.26
上海医度迅健康咨询有限公司	市场推广服务	217.70	917.18
江苏海正医药化工有限公司	原辅料	40.76	-346.37
IMDNaturalSolutionsGmbH	购买服务	—	8.86
海正化工南通股份有限公司	原辅料	—	0.39
PharmTak, Inc	技术研发服务	805.78	—

¹⁵ 白骅先生为公司董事长，海畅投资、汇纳投资的出资者为公司部分董事、高级管理人员和其他核心的管理及技术人员，员工持股计划的参加人员由公司中基层管理、研发、销售等骨干员工构成。白骅先生、海畅投资、汇纳投资以及员工持股计划认购上市公司非公开发行股票的行为构成关联交易。

关联方	关联交易内容	本期交易金额	上期交易金额
合计	—	7,630.53	5,399.79

资料来源：海正药业

图表 16. 公司 2017 年出售商品和提供劳务的关联交易（单位：万元）

关联方	关联交易内容	本期交易金额	上期交易金额
海正化工南通股份有限公司	动力能源等	4,186.73	2,677.76
雅赛利（台州）制药有限公司	原辅料、三废、水电气等	2,718.96	2,391.83
浙江云开亚美大药房连锁有限公司	产成品	3451.11	1,816.00
上海云开亚美大药房有限公司	产成品	50.94	547.61
海南健生爱民医药有限公司	产成品	290.97	351.40
浙江海正生物材料股份有限公司	原辅料、三废、水电气等	430.51	322.11
中兴海正生物科技(台州)有限公司	原辅料	179.12	—
浙江海正化工股份有限公司	原辅料、产成品	64.63	63.27
海旭生物材料有限公司	原辅料、三废、水电气等	3.99	5.27
IMDNaturalSolutionsGmbH	服务费	283.08	209.10
合计	—	11,660.04	8,384.35

资料来源：海正药业

另外，该公司向海正化工等三家关联方企业出租房屋和设备，2017 年此类关联出租收益合计 392.88 万元。同时，公司向雅赛利（台州）制药有限公司承租房屋，2017 年确认的租赁费 248.19 万元。

该公司于 2017 年 2 月和 2017 年 4 月收到中国证券监督管理委员会浙江监管局《关于对浙江海正药业股份有限公司采取出具警示函措施的决定》（【2017】9 号¹⁶和【2017】22 号¹⁷），还于 2017 年 12 月收到上海证券交易所纪律处分决定书《关于对浙江海正药业股份有限公司及有关责任人予以纪律处分的决定》（【2017】74 号¹⁸）。公司在信息披露相关事项中存在违反《上市

¹⁶ 海正药业于 2017 年 2 月 8 日收到中国证券监督管理委员会浙江监管局《关于对浙江海正药业股份有限公司采取出具警示函措施的决定》（【2017】9 号）。决定书中指出：监管局检查发现，特治星的供货尚未全面恢复，且与当初披露情况不符。同时，海正药业在特治星供货情况发生变化，且与原先披露不符的情况下未及时进行持续性披露，相关事项上存在信息披露违规问题。

¹⁷ 海正药业于 2017 年 4 月 24 日收到中国证券监督管理委员会浙江监管局《关于对浙江海正药业股份有限公司采取出具警示函措施的决定》（【2017】22 号）。决定书中指出：公司 2016 年业绩预告存在重大更正，后次公告与此前的业绩预告存在重大差异；公司与三家公司签署了相关产品的独家销售协议，对当期损益的影响金额为 11,737 万元，约占公司最近一期经审计净利润的 840%，公司未及时披露上述重大合同的签署情况，相关事项上存在信息披露违规问题。

¹⁸ 海正药业于 2017 年 12 月 14 日收到上海证券交易纪律处分决定书《关于对浙江海正药业股份有限公司采取出具警示函措施的决定》（【2017】74 号）。决定书中指出：经上交所查明，海正药业在业绩预告及重大合同信息披露方面，有关责任人在职责履行方面存在违规行为。上交所做出如下纪律处分决定：对海正药业和时任董事会秘书邓久发、时任财务总监旭华予以公开谴责，对时任董事长白骅、时任总裁林剑秋、时任审计委员会召集人孟晓俊予以通报批评。对于上述纪律处分，上交所将通报中国证监会和浙江省人民政府，并将记入上市公司诚信档案。

公司信息披露管理办法》的现象，公司内控和信息披露相关制度的落实有待加强，规范运作水平有待提高。

根据该公司提供的《企业信用报告》（2018 年 4 月 17 日）及相关资料，公司近三年不存在未结清违约记录及重大诉讼情况。此外，根据公开信息披露，公司债券偿付正常，无违约事项。

图表 17. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018/4/17	无	无	无	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2018/4/23	正常	正常	不涉及	不涉及
重大诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台/公司情况说明	2018/4/23	无	无	无	无
工商	国家企业信用信息公示系统	2018/4/23	无	无	无	无
安全	公司情况说明	—	无	无	无	无

资料来源：根据海正药业所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

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

财务

跟踪期内，该公司持续的资本性支出带动债务规模进一步增长，且相关投入对短期借款有较大比例占用。由于大量资金沉淀在建项目，且项目建设周期有所延迟，使得投资成本增加，进而也影响了项目产生效益进度。公司资产以非流动性资产为主，流动性偏弱；计提的坏账、存货跌价和商誉减值损失亦对其业绩产生一定负面影响。整体而言，公司已积聚了较大的债务负担，并面临一定的短期偿债压力。此外，关注导明医药增资扩股事项后，若公司履行回购义务将对其经营及财务情况产生的重大影响。

1. 数据与调整

天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2015 年至 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。2017 年，公司按照财政部新颁布的《关于印发〈企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营〉的通知》（财会[2017]13 号）和《关于印发修订〈企业会计准则第 16 号——政府补助〉的通知》（财会[2017]15 号）对会计政策进行变更。

从该公司合并范围变化情况来看，截至 2015 年末及 2016 年末，公司纳入合并范围子公司均为 21 家；截至 2017 年末，公司纳入合并范围子公司增至 25 家，其中新设立海坤医药、浙江海正投资管理有限公司、海晟药业（杭州）有限公司、瑞海国际有限公司和正康国际贸易有限公司等 5 家子公司。此外，为了解决资金紧缺问题，推动创新药的继续研发及未来上市筹划工作，处置了子公司浙江导明医药科技有限公司¹⁹（简称“导明医药”）。

目前，导明医药已通过少数股增资的形式完成股权融资事项²⁰，本次股权处置价款为 4.00 亿元。本次事项完成后海正药业对导明医药持股比例由 73.40% 下降到 40.04%，不再对其拥有控制权²¹，对其长期股权投资由成本法改按权益法核算，不再将其纳入合并报表范围。但由于公司是否需履行回购义务²²存在不确定性，且合资合同中回购条款所对应的其他义务人在协议约定的回购触发时是否具备履行回购义务的能力具有不确定性。因此公司对浙

¹⁹ 导明医药是新模式创新、去产能、全部委托研发与生产的小微企业，以口服小分子原创小药与“全球新”的复方新药的研发为核心业务，也是海正药业以股权合作方式引进高层次人才的一种方式。截至 2017 年 9 月末，导明医药资产总额为 1.17 亿元、负债总额为 0.86 亿元；2017 年前三季度无营业收入，实现净利润-0.10 亿元。

²⁰ 导明医药增资按照估值 4.8 亿元人民币为基础，共引进等值 3 亿元增资款及债转股 1 亿元款项，本次增资及债转股事项的最终入股价格为每股 4.8 元，其中 Growth River Investment Limited 和 Empire Gateway Investment Limited 通过挂牌方式对其认购 4,587.50 万元、1,662.50 万元增资金额，成交价格分别为 22,020 万元、7,980 万元人民币；松禾成以 1 亿元债权认购了 2,083.33 万出资额。本次增资扩股及债转股事项完成后，海正药业、DTRM Innovation LLC、Growth River Investment Limited、Empire Gateway Investment Limited、深圳市松禾成长一号股权投资合伙企业(有限合伙)分别对其持股 40.04%、14.51%、25.02%、9.07% 和 11.36%。

²¹ 导明医药此次增资及债转股后，导明医药董事会将有 7 名成员构成，其中海正药业委派 2 名、何伟控制的 DTRM Innovation LLC 委派 2 名、尚城资本委派 2 名、松禾资本委派 1 名。海正药业在导明医药完成本次交易后的董事会成员中占比将低于二分之一，无法通过行使表决权来决定导明医药的财务和经营政策，因此公司丧失对导明医药的控制权。

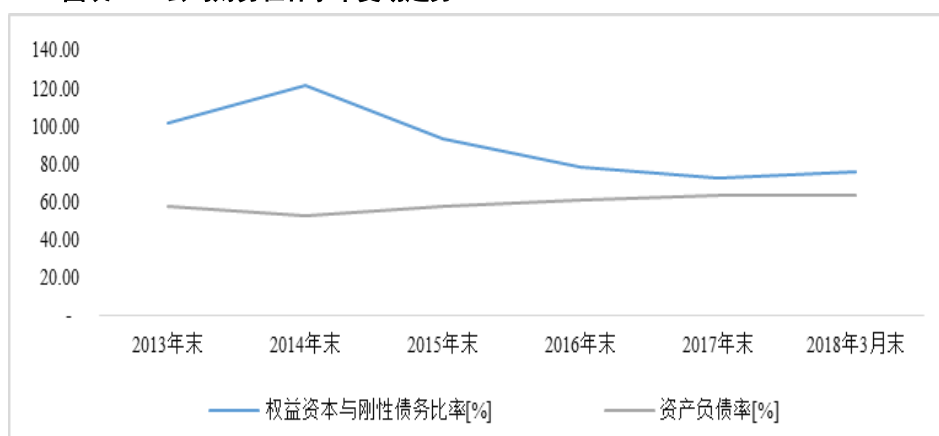
²² 导明医药由海正药业与自然人何伟共同出资设立于 2011 年，注册资本人民币 1 亿元，海正药业持股比例为 73.4%；何伟持股比例为 26.6%。之后何伟将其持有股份转至其持有的独资公司 DTRM Innovation LLC。根据合资合同，导明医药若不存在重大方面违反合资合同的陈述、保证、承诺、责任的情形，投资方于五年之内无权启动回购条款。随着导明医药临床的进展，预期导明医药的估值会持续增高，同时未来导明医药亦考虑再进行融资。再融资是否能使导明医药或海正药业和 DTRM Innovation LLC 具有回购股权的能力，存在不确定性，目前无法判断。如果导明医药或 DTRM Innovation LLC 出现无法履约情形，海正药业需承担连带责任，根据合资合同条款约定，投资方有权要求导明医药或海正药业和 DTRM Innovation LLC 回购其所持有的导明医药全部或者部分股权，如投资方行使回购权，海正药业需承担的最大的回购额为增资和债转股金额按 6% 的年复利利率计算的金额，即 $40,000 \times (1+0.06)^5 = 53,529$ 万元。根据海正药业与 DTRM Innovation LLC 确认，若发生投资方向原股东要求行使回购权的情况，海正药业和 DTRM Innovation LLC 的回购责任将按照 2017 年底增资前各自在导明医药的股权比例分担。双方进一步承诺，若一方原因造成触发了回购条款，该方将承担回购责任；其他情况，若一方实际承担的回购责任超出其股权比例应承担的责任，另一方应对其作出足额补偿。但出现下列情形时，公司不再需要履行回购义务 1) 合资公司导明医药在重大方面未违反合资合同的陈述、保证、承诺、责任，且在合资合同签订之日起六十（60）个月内，即 2022 年 12 月前，合资公司完成合格上市或合格并购；2) 合资公司导明医药在重大方面未违反合资合同的陈述、保证、承诺、责任，在合资合同签订之日起满六十（60）个月后，合资公司未能完成合格上市或合格并购，但各方投资者明确无需公司履行回购义务；3) 合资公司导明医药在重大方面违反合资合同的陈述、保证、承诺、责任，但各方投资者明确无需公司履行回购义务。

江导明医药科技有限公司投资核算方法转换所对应的处置收益尚无法确定已经实现。按企业会计准则规定计算确认因丧失控制权产生的投资收益部分暂挂预计负债，待各方投资者明确回购事项不会发生或回购事项发生但其他方实际履行回购义务后再转入投资收益科目。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 18. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据海正药业所提供数据绘制

该公司为丰富产品组合，并实现从原料药向制剂业务的转型升级，近年来对固定资产、在建工程、无形资产等非流动资产的投入有所增加。同时，随着公司经营规模的扩大，流动资金需求也相应增长，从而推动了债务规模不断增大，财务杠杆不断提高。2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司资产负债率分别为 57.42%、61.27%、63.60%和 63.18%。此外，公司非公开发行股票方案尚需获得中国证监会核准，若发行成功将有利于降低公司负债水平。

该公司近年盈余公积金及未分配利润较稳定。该公司于 2014 年 9 月成功完成了非公开发行股票，募集资金总额 19.88 亿元，补充了资本实力；此外，公司拟募集资金总额不超过 9.41 亿元的非公开发行股票在证监会审理中，权益补充途径多样。根据利润分配政策，现阶段每年进行现金分红，公司现金分红规模较大，2015~2017 年分别分红 6,758.72 万元、4,827.66 万元和 4,827.66 万元，在归属于上市公司普通股股东的净利润占比较大。

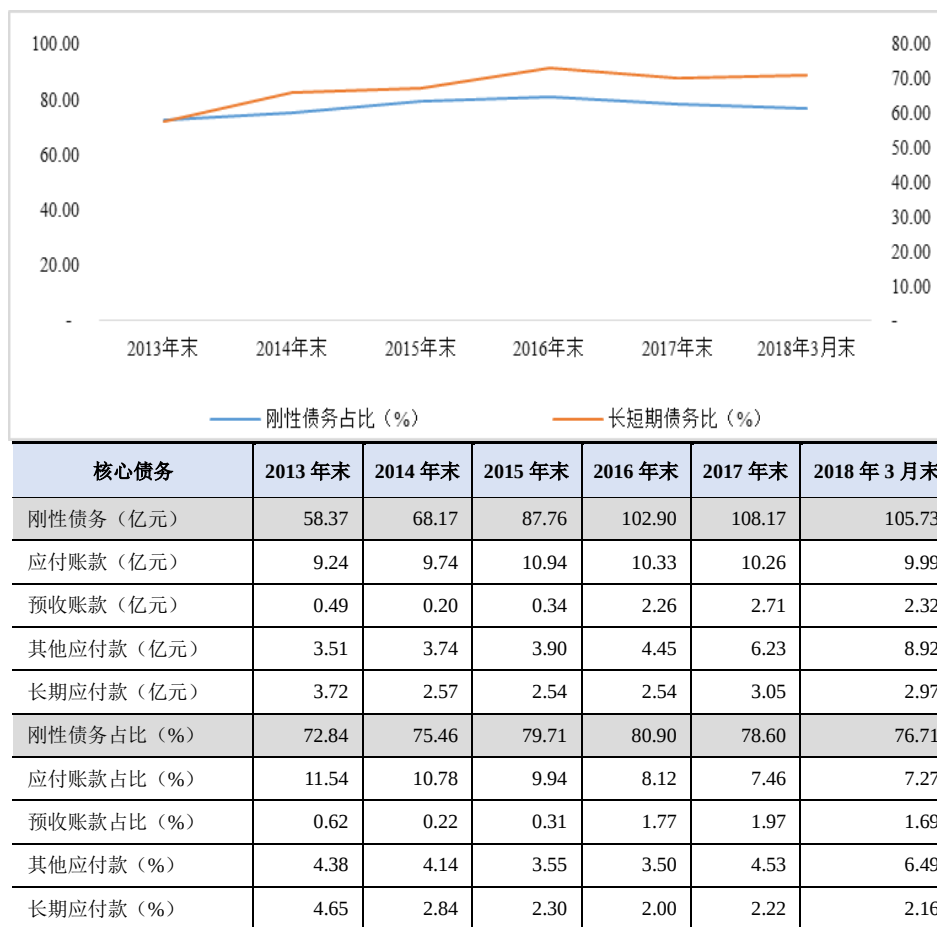
图表 19. 公司近年分红情况

核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
现金分红数 (万元)	9,236.80	10,620.85	6,758.72	4,827.66	4,827.66
分红年度合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润 (万元)	30,185.74	30,789.67	1,356.62	-9,442.81	1,356.67
占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率(%)	30.53	34.49	355.86	—	498.18

资料来源：根据海正药业所提供数据绘制

(2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据海正药业所提供数据绘制

该公司债务主要由刚性债务及应付账款、其他应付款、长期应付款等构成。2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司刚性债务分别为 87.76 亿元、102.90 亿元、108.17 亿元和 105.73 亿元；分别占债务总额的 79.71%、80.90%、78.60% 和 76.71%。应付账款余额分别为 10.94 亿元、10.33 亿元、10.26 亿元和 9.99 亿元，主要为应付经营性采购款及应付长期资产购置款等。同期，其他应付款分别为 3.90 亿元、4.45 亿元、6.23 亿元和 8.92 亿元，主要是因为公司加大了市场销售力度，从而相应增加应付市场推广等业务费；此外，公司长期应付款同期分别为 2.54 亿元、2.54 亿元、3.05 亿元和 2.97 亿元，主要是海正集团的财务资助款²³。

²³ 该公司控股股东海正集团将发行的中期票据募集资金提供给海正药业及海正杭州用于补充营运资金及归还银行借款，利率按中期票据利率和发行的承销费率确定，其中 2015 年及 2016 年资金使用费率为 5.78%（包含 13 海正 MTN001 发行利率每年 5.48% 及发行承销费率每年 0.30%）；2017 年及 2018 年第一季度，资金使用费率为 5.99%（包含 17 海正 MTN001 发行利率每年 5.69% 及发行承销费率每年 0.30%）。

(3) 刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
短期刚性债务合计	34.59	36.62	47.87	53.45	58.55	56.64
其中：短期借款	28.10	30.02	35.43	43.77	52.77	52.16
一年内到期长期借款	4.67	4.42	1.87	8.17	4.33	3.20
应付票据	1.48	1.81	2.11	0.97	0.90	0.95
其他短期刚性债务	0.34	0.36	8.45	0.55	0.55	0.33
中长期刚性债务合计	23.78	31.55	39.89	49.44	49.61	49.09
其中：长期借款	15.82	23.58	31.96	29.59	29.73	29.19
应付债券	7.96	7.97	7.92	19.85	19.89	19.90
综合融资成本（年化，%）	6.02	5.87	5.66	4.57	4.34	4.36

资料来源：根据海正药业所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算

近年来，该公司债务规模随公司业务范围的扩大持续增长。2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司刚性债务总额分别为 87.76 亿元、102.90 亿元、108.17 亿元和 105.73 亿元。公司刚性债务主要由银行借款、应付债券构成。同期末，公司银行借款分别为 69.26 亿元、81.53 亿元、86.83 亿元和 84.55 亿元，以保证借款、信用借款及抵押借款为主，借款结构偏短期，其中短期借款主要用于在建工程及研发，长期借款均用于在建工程及固定资产投资；应付债券分别为 7.92 亿元、19.85 亿元、19.89 亿元和 19.90 亿元，主要由 15 海正 01 和 16 海正债构成。

图表 22. 截至 2017 年末公司银行借款构成（单位：亿元）

银行借款	抵押借款	保证借款	信用借款	合计
短期借款	5.95	32.31	14.50	52.77
一年内到期的长期借款	0.53	3.80	—	4.33
长期借款	6.31	23.41	—	29.73
合计	12.79	59.52	14.50	86.83

资料来源：海正药业

该公司综合融资成本约保持在 5%左右，处于较合理空间。其中 2015 年以来有所下降，主要系央行降准降息融资成本降低所致。截至 2018 年 3 月末，公司 1 年以内、1-2 年（不含 2 年）、2-3 年（不含 3 年）、3-5 年（不含 5 年）和 5 年及以上刚性债务占比分别为 47.07%、26.78%、17.71%、5.47%和 2.96%，结构偏短期。此外，2018 年 8 月，公司 8 亿元 15 海正 01 可能面临回售，存在一定集中偿付压力。

图表 23. 公司 2018 年 3 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3%以内	1.45	0.10	0.20	0.40	1.07
3%~4%（不含 4%）	2.40	0.77	16.31	—	—
4%~5%（不含 5%）	60.77	35.56	8.21	7.05	3.10
5%~6%（不含 6%）	1.20	0.84	—	—	—
6%~7%（不含 7%）	0.39	0.39	0.19	0.25	—
7%及以上	—	—	—	—	—
合计	66.21	37.66	24.91	7.70	4.17

资料来源：海正药业

3. 现金流量

（1）经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期（天）	147.87	134.15	159.28	149.90	148.04
营业收入现金率（%）	97.24	95.06	103.50	101.43	97.88
业务现金收支净额（亿元）	29.39	32.28	32.84	35.05	42.08
其他因素现金收支净额（亿元）	-24.12	-26.56	-25.48	-27.29	-29.67
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	5.27	5.71	7.36	7.76	12.41
EBITDA（亿元）	11.43	14.42	10.02	10.98	13.32
EBITDA/刚性债务（倍）	0.20	0.23	0.13	0.12	0.13
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.88	3.44	2.38	2.33	2.81

资料来源：根据海正药业所提供数据整理

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

该公司经营创现能力较好，且应收账款管理较好。近年随销售结构调整及应收账款管理政策的不断实施，公司营运周期呈缩短趋势。2015~2017 年，公司营业周期分别为 159.28 天、149.90 天和 148.04 天。2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 90.74 亿元、98.72 亿元、103.48 亿元和 26.05 亿元；经营性现金流量净额分别为 7.36 亿元、7.76 亿元、12.41 亿元和 2.85 亿元。

2015~2017 年，该公司 EBITDA 分别为 10.02 亿元、10.98 亿元和 13.32 亿元，随利润总额变化呈增长趋势。2017 年，公司固定资产折旧、列入财务费用的利息支出及利润总额在 EBITDA 中占比分别为 45.75%、23.18%和 26.07%。公司 EBITDA 对刚性债务的覆盖程度相对较低。

(2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	1.28	-2.76	-5.02	4.86	1.21	-1.40
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-20.72	-21.58	-19.11	-17.47	-14.61	-2.90
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.15	0.26	-0.46	0.19	-3.49	0.52
投资环节产生的现金流量净额	-19.29	-24.07	-24.58	-12.42	-16.88	-3.79

资料来源：根据海正药业所提供数据整理

为丰富产品线、调整产品结构以及提高生产能力，该公司近年来持续扩大项目建设投入，随着富阳制剂基地出口建设项目、年产 1500 万支注射剂生产项目以及产品结构调整技改项目的不断推进，导致其投资活动产生的现金流量净额均为较大金额的负数。2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司投资活动现金流量净额分别为-24.58 亿元、-12.42 亿元、-16.88 亿元和-3.79 亿元，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 19.28 亿元、17.67 亿元、14.62 亿元和 2.90 亿元。公司在建项目规模较大，且多集中于 2019-2021 年完工，预计未来仍有较多投资活动资金需求。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
权益类净融资额	4.02	18.76	-2.25	-1.18	0.58	—
债务类净融资额	15.59	2.72	16.78	9.75	0.66	-3.31
其中：现金利息支出	3.69	5.04	3.06	5.13	5.24	1.04
筹资环节产生的现金流量净额	19.60	21.49	14.53	8.56	1.23	-3.31

资料来源：根据海正药业所提供数据整理

2015~2017 年及 2018 年第一季度，该公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 14.53 亿元、8.56 亿元、1.23 亿元和-3.31 亿元。其中 2016 年公司发行了“16 海正债”收到了现金 11.90 亿元，并偿还了 8.00 亿元“11 海正债”和部分银行借款。2018 年第一季度，公司筹资活动现金流净额呈净流出状态，主要系当期归还部分银行所致。整体而言，公司良好的经营创现能力和筹资能力满足了公司投资性活动的需要。

4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 第一季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	56.49 40.43%	69.14 39.97%	69.24 36.11%	72.21 34.79%	69.44 32.09%	68.84 31.65%
其中：现金类资产（亿元）	24.99	27.61	24.97	28.62	24.87	19.01
应收款项（亿元）	11.26	14.62	10.75	12.78	12.93	16.15
存货（亿元）	15.42	16.74	20.17	20.63	20.49	20.35
其他流动资产(亿元)	3.96	8.26	11.86	8.51	8.33	8.79
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	83.23 59.57%	103.84 60.03%	122.50 63.89%	135.37 65.21%	146.92 67.91%	148.63 68.35%
其中：固定资产（亿元）	26.70	47.63	58.36	64.16	67.93	68.92
在建工程（亿元）	44.99	43.87	46.90	51.00	53.32	52.33
无形资产（亿元）	6.62	7.27	8.14	8.48	7.97	8.09
开发支出（亿元）	—	0.60	3.34	6.48	10.30	11.32
其他非流动资产（亿元）	2.54	2.53	1.85	1.54	2.34	2.32
长期股权投资（亿元）	0.89	0.94	2.08	1.88	3.28	3.35
其中：所持联营企业股权（亿元）	0.89	0.94	2.08	1.88	3.28	3.35
商誉(亿元)	0.12	0.12	0.93	0.68	0.41	0.41
期末全部受限资产账面金额（亿元）	1.99	3.09	2.36	4.19	2.48	1.33
期末抵押融资余额（亿元）	1.94	5.81	10.65	8.14	12.26	11.25
受限资产账面余额/总资产（%）	1.94	1.79	1.23	2.02	1.15	0.61

资料来源：根据海正药业所提供数据整理

随着投资项目的不断建设，该公司资产规模增速较快，2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司资产总额分别为 191.74 亿元、207.58 亿元、216.36 亿元和 217.47 亿元。公司资产以非流动性资产为主，流动性偏弱。

该公司非流动资产以固定资产、在建工程、无形资产和开发支出为主。公司近年聚焦于升级制造方式，持续推进产能建设及生产认证，建设项目较多，固定资产及在建工程均有所增长。2015-2017 年及 2018 年 3 月末，公司固定资产分别为 58.36 亿元、64.16 亿元、67.93 亿元和 68.92 亿元，以房屋、建筑物和机械设备为主；在建工程分别 46.90 亿元、51.00 亿元、53.32 亿元和 52.33 亿元，主要包括新建生物工程二期项目、年产 760 吨辛伐他汀等 21 个原料药生产项目、年产 20 亿片固体制剂、4300 万支注射剂项目等²⁴。公司在建项目建工速度较慢，主要系国家对于药品研发和生产质量的要求日益提高，公司在新的生产线设计、建设过程中，对产品的生产工艺、质量控制等进行了细致论证，有些为满足工艺和装备要求，在项目建设过程中存在局部调整、完善设计方案的情况；此外，关键进口设备交货周期长、安装调试难

²⁴ 在建项目明细见报告运营规划/经营战略板块。

度大，两个原因导致公司在建项目的建设期限延长。按照公司公告，公司单个项目中包含多条生产线，部分生产线已投产并结转固定资产²⁵，部分生产线仍处于设备调试、验证或申报 GMP 认证的不同阶段。海正药业大量资金沉淀在建项目，且项目建设周期有所延迟，使得投资成本增加，进而也影响了项目产生效益进度。此外，在建工程转固后高额的折旧将摊薄公司的利润水平。同期末，公司无形资产分别为 8.14 亿元、8.48 亿元、7.97 亿元和 8.10 亿元，主要是土地使用权和非专利技术等；开发支出分别为 3.34 亿元、6.48 亿元、10.30 亿元和 11.32 亿元，主要是公司进入临床期间的产品投入增加所致。其中 2017 年以来开发支出规模较大，主要系多项药物在 2017 年进入临床 II 期和 III 期，临床所需病人数多、费用大，因此研发支出较以往年度增加较为明显；其他非流动资产分别为 1.85 亿元、1.54 亿元、2.34 亿元和 2.32 亿元，主要是预付长期资产购置款，包括预付购房款和工程款等。长期股权投资分别为 2.08 亿元、1.88 亿元、3.28 亿元和 3.35 亿元，主要系对联营企业的投资款，2017 年规模较大，主要系导明医药增资扩股后，公司对导明医药的持股比例由 73.40% 稀释为 40.04%，丧失了对其的控制权，改按权益法核算，相应调增长期股权投资 1.71 亿元所致。同期，公司商誉分别为 0.93 亿元、0.68 亿元、0.41 亿元和 0.41 亿元，其中由于云南生物制药有限公司²⁶经营业绩未达预期，公司分别于 2016 年及 2017 年对其计提减值 2,448 万元和 2,723 万元，需关注公司商誉资产继续减值风险。

该公司流动资产以货币资金、应收账款、存货和其他流动资产为主，应收票据和预付账款的余额也相对较大。2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司货币资金分别为 22.64 亿元、26.91 亿元、23.14 亿元和 19.01 亿元，2017 年末货币资金中银行承兑汇票保证金及保函保证金合计 0.35 亿元。同期末，公

²⁵ 在建工程转固政策方面：1) 同行业必康股份、复星医药、同仁堂、科伦药业等可比公司的在建工程转固政策中，在建工程按实际发生的成本计量。自营建筑工程按直接材料、直接工资、直接施工费等计量；出包建筑工程按应支付的工程价款等计量；设备安装工程按所安装设备的价值、安装费用、工程试运转等所发生的支出等确定工程成本。在建工程成本还包括应当资本化的借款费用和汇兑损益。在建工程在达到预定可使用状态之日起，根据工程预算、造价或工程实际成本等，按估计的价值结转固定资产，次月起开始计提折旧，待办理了竣工决算手续后再对固定资产原值差异进行调整。同行业公司针对在建工程转固时点的政策依据为达到预定可使用状态，但未明确达到预定可使用状态的具体条件。2) 该公司所购建的固定资产达到预定可使用状态是指资产已经达到购买方或建造方预定的可使用状态。具体从以下几个方面判断，并一贯执行：工程项目的实体建造(包括安装)工作已经全部完成或者实质上已经完成；工程项目与设计要求、合同规定相符或者基本相符；预计继续发生在所购建的工程项目上的支出金额很少或者几乎不再发生医药生产线等项目一般都需要进行试生产，在试生产结果表明能够正常生产出合格产品时，认为该医药生产线等项目已经达到预定可使用状态。由于公司主要医药品种均需有对应医药生产线，在该生产线获得 GMP 证书后方可生产和销售，因此该等在建工程的结转固定资产时点为获得 GMP 证书后，产品可进行生产并销售。

²⁶ 云南生物制药有限公司主营动物疫苗的生产和销售，由于其产品品种比较少且竞争激烈（其产品在全国有五六十家企业生产），同时其有竞争力的灭活疫苗还未开始生产，市场化销售队伍还在建立中，因此 2016 年和 2017 年都亏损。2015 年-2017 年末，净资产规模分别为 4,794 万元、6,620 万元和 6,877 万元；2015-2017 年分别实现营业收入 1,118 万元、4,993 万元和 3,913 万元；实现净利润-1,887 万元、-319 万元和 1,088 万元。目前，云南生物制药有限公司正在研发、引进灭活疫苗/基因工程疫苗、耐热保护剂活疫苗等有竞争力的产品，争取早日实现扭亏为盈。

司应收账款分别为 10.75 亿元、12.78 亿元、12.93 亿元和 16.15 亿元，余额随着公司销售规模呈现一定波动，其中 2018 年 3 月末规模较大主要系公司药品销售业务账期相对较长，且存在一定周期性，当期末尚未回笼的款项较多所致；存货分别为 20.17 亿元、20.63 亿元、20.49 亿元和 20.35 亿元，以库存商品和在产品为主，近年存货余额的增长，主要是新生产线的投放、公司为开拓市场而扩大新产品生产以及为降低成本对多品种小批量的产品根据年度销售计划和定单安排采取一次性连续生产方式有关，2017 年新增计提存货跌价准备 0.93 亿元，主要是部分产品产能利用率下降，使得成本有所上升，导致成本高于售价或可变现净值等；其他流动资产分别为 11.86 亿元、8.51 亿元、8.33 亿元和 8.79 亿元，主要由待抵扣增值税、理财产品、预缴企业所得税构成；应收票据分别为 2.33 亿元、1.71 亿元、1.73 亿元和 1.33 亿元，主要由银行承兑汇票构成；预付账款分别为 0.98 亿元、1.33 亿元、1.69 亿元和 2.29 亿元，主要是海正辉瑞为进口的辉瑞产品提前支付的关税。

截至 2017 年末，该公司受限资产账面价值合计 2.48 亿元，主要由开立保证金受限的货币资金、开立银行承兑汇票质押的应收票据、开立银行借款抵押的固定资产、无形资产和投资性房地产等构成。

图表 28. 公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	金额	原因
货币资金	0.35	保证金受限
应收票据	0.08	开立银行承兑汇票质押
固定资产	0.86	银行借款抵押
无形资产	1.20	银行借款抵押
投资性房地产	0.03	银行借款抵押
合计	2.48	—

资料来源：根据海正药业所提供数据整理

5. 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动比率（%）	111.06	127.09	105.19	98.30	85.93
速动比率（%）	79.65	93.93	73.04	68.40	58.48
现金比率（%）	49.14	50.75	37.94	38.95	30.78

资料来源：根据海正药业所提供数据整理

近年来，该公司持续的资本性支出带动债务规模进一步增长，且相关投入对短期借款有较大比例占用。公司流动资产对流动负债占比有所下降，公司流动性风险加大。2015~2017 年末，流动比率分别为 105.19%、98.30%和 85.93%，速动比率分别为 73.04%、68.40%和 58.48%，呈逐年下降趋势。截至 2017 年末，公司货币资金规模为 23.14 亿元，但由于部分资金属于专款专用资金，需投入研发及固定资产投资方面，导致可自由动用于日常经营的

资金²⁷相应减少。此外公司后续资本性支出仍较大，面临一定的融资压力及流动性风险。但公司经营创现能力较好，且为地方国有上市公司，融资渠道较为畅通。此外，公司仍有一定规模尚未使用银行授信，具有一定融资空间，可为债务偿付形成一定保障。

6. 表外事项

截至 2018 年 3 月末，该公司无重大未决诉讼。

截至 2018 年 3 月末，该公司无对外担保事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要从事医药生产、经营活动。资产以较难变现的非流动资产为主，债务结构偏短期，存在一定资金偿付压力。

该公司本部资产以非流动资产为主，截至 2017 年末，该公司本部资产总额为 121.78 亿元，其中流动资产 26.81 亿元，非流动资产 94.98 亿元。公司本部流动资产以货币资金、存货、应收账款和其他应收款为主。同期末，公司本部货币资金为 10.04 亿元；存货 68.88 亿元，主要系库存商品、在产品等；应收账款 3.53 亿元，主要为对浙江省医药工业有限公司、默沙东动物保健品（上海）有限公司等医药流通企业的应收款项，其中应收账款前五名占比为 50.18%；其他应收款 4.70 亿元，主要为应收子公司暂借款等。公司本部非流动资产以长期应收款、长期股权投资、开发支出为主，其中长期应收款 12.32 亿元，主要系对控股子公司的应收款项；长期股权主要系对子公司及联营子公司的投资，期末余额为 41.16 亿元；开发支出 7.25 亿元，主要系仿制药开发支出。截至 2017 年末，公司本部资产负债率为 48.22%。

截至 2017 年末，该公司本部负债总额为 58.73 亿元，流动负债 35.67 亿元，其中短期借款 26.65 亿元；非流动负债 23.05 亿元，其中应付债券 19.89 亿元，系 15 海正 01 和 16 海正债。公司刚性债务集中于本部，2017 年末刚性债务合计 46.84 亿元，占其负债总额的 79.76%。近年公司本部营业利润持续为负，在投资收益和营业外收入的补充下，整体形成一定的盈利。

外部支持因素

截至 2018 年 3 月末，该公司共计获得银行授信 132.31 亿元，其中尚未使用规模 47.47 亿元。公司为地方国有企业，能获得一定金融机构信贷支持。其中，公司获得国家政策性金融机构综合授信 38.40 亿元；获得工农中建交五大商业银行综合授信 44.01 亿元。

²⁷ 海正辉瑞货币资金余额 4.79 亿元，用于海正辉瑞日常经营；其他公司可自由动用货币资金为 10.98 亿元。

图表 30. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模/余额	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	132.31	132.31	84.84	1.20%-6.65%	不涉及
其中：国家政策性金融机构（亿元）	38.40	38.40	26.14	1.20%-6.12%	不涉及
工农中建交五大商业银行（亿元）	44.01	44.01	33.10	3.99%-5.25%	不涉及
其中：大型国有金融机构占比（%）	62.29	62.29	69.87	1.20%-6.12%	不涉及

资料来源：根据海正药业所提供数据整理（截至 2018 年 3 月末）

附带特定条款的债项跟踪分析

15 海正 01、16 海正债

15 海正 01、16 海正债均由发行人控股股东海正集团提供全额不可撤销的连带责任保证担保。截至 2017 年末，海正集团经审计的合并报表口径资产总额为 227.87 亿元，所有者权益 75.60 亿元（归属于母公司所有者权益为 17.75 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 108.63 亿元，净利润 2.14 亿元（归属于母公司所有者净利润为 2.14 亿元）。截至 2018 年 3 月末，海正集团累计对合并范围内子公司担保金额为 39.16 亿元，占其合并报表净资产的比例为 50.56%，均为对海正集团下属公司（含参股公司）的借款或债券等提供的担保；为合并范围外关联方担保 21.73 亿元，占其合并报表净资产的比例为 2.81%。尽管担保人目前资信状况良好，但担保人是公司的控股股东，担保人的总资产、净资产、营业收入和净利润主要来自于海正药业。若海正药业的经营情况发生不利变化，则担保人的盈利能力、资信状况也可能受到不利影响，进而可能会影响担保人承担担保责任的能力。

此外，15 海正 01、16 海正债公司债券的期限均为 5 年，均附第 3 年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权。若提前兑付，公司存在一定资金偿付压力。

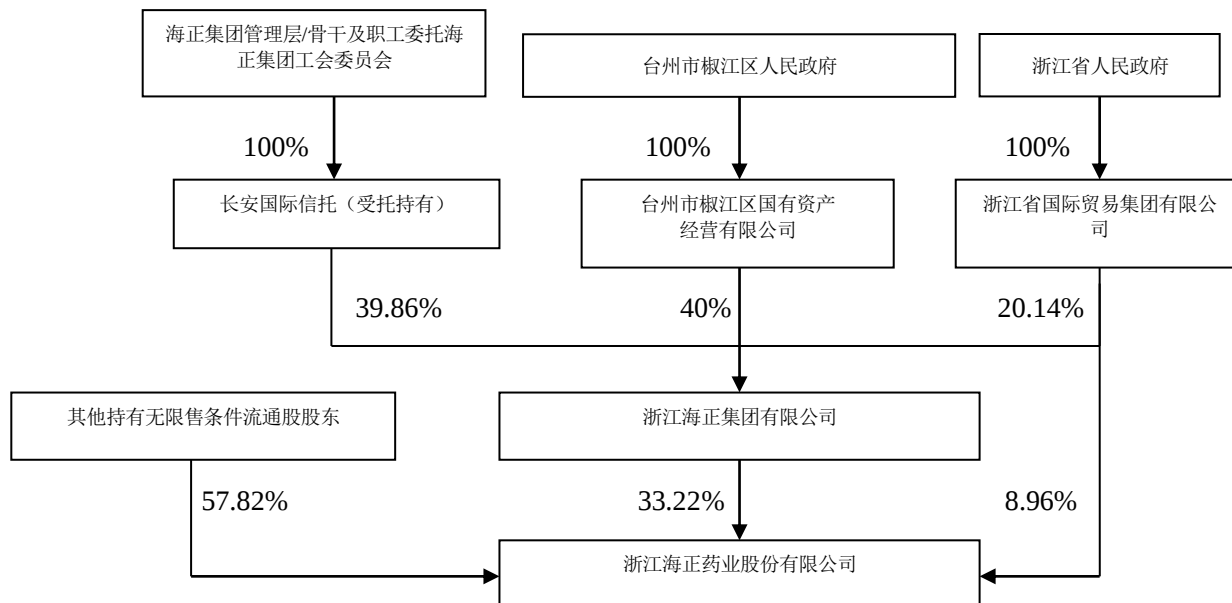
跟踪评级结论

跟踪期内，得益于原研产品特治星恢复供货、FDA 禁令解除以及原料药 CMO 业务客户拓展，该公司营收规模有所增长，业绩较之前年度有所恢复。销售方面，为适应两票制全面实施，公司自产制剂产品的国内推广业务由省医药公司转为海坤医药。公司对研发持续投入并取得一点阶段进展，当期新获得临床和 BE 批件 11 个，4 个制剂获批 ANDA。此外，辉瑞公司已将海正辉瑞股权转让，需持续关注辉瑞股权处置对公司经营业绩和财务质量方面的影响。

跟踪期内，该公司持续的资本性支出带动债务规模进一步增长，且相关投入对短期借款有较大比例占用。由于大量资金沉淀在建项目，且项目建设周期有所延迟，使得投资成本增加，进而也影响了项目产生效益进度。公司资产以非流动性资产为主，流动性偏弱；计提的坏账、存货跌价和商誉减值损失亦对其业绩产生一定负面影响。整体而言，公司已积聚了较大的债务负担，并面临一定的短期偿债压力。此外，关注导明医药增资扩股事项后，若公司履行回购义务将对其经营及财务情况产生的重大影响。

附录一：

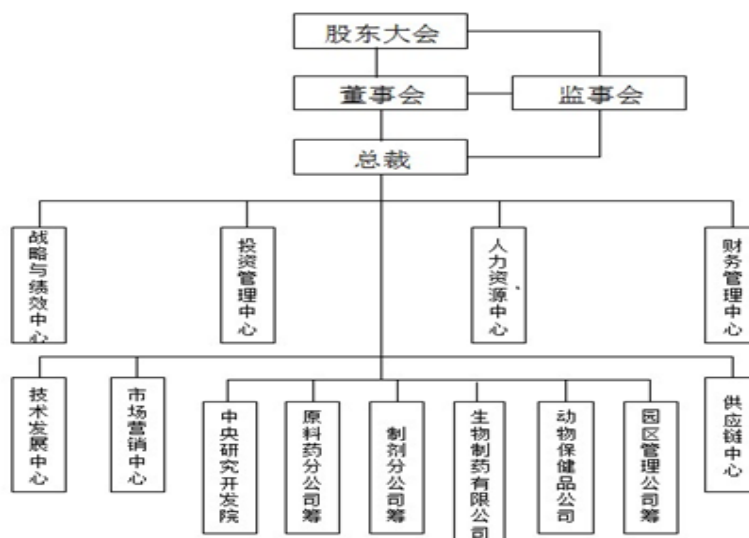
公司与实际控制人关系图



注：根据海正药业提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据海正药业提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017 年（末）主要财务数据（亿元）						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	EBITDA	
海正药业股份有限公司	海正药业	本部	—	药品的生产和销售及提供相关服务	46.84	63.06	25.93	0.86	5.53	0.84	
海正辉瑞制药有限公司	海正辉瑞	一级子公司	51.00%	药品的生产和销售及提供相关服务	—	21.80	39.78	4.89	8.95	6.00	
海正药业（杭州）有限公司	海正杭州	一级子公司	96.01%	药品的生产和销售及提供相关服务	43.81	44.09	48.13	2.75	6.40	5.57	
浙江省医药工业有限公司	省医药公司	一级子公司	100.00%	中成药、化学药制剂、化学原料药等销售	4.98	5.87	51.22	0.29	0.19	0.79	
浙江海正动物保健品有限公司	海正动保	一级子公司	100.00%	兽药生产及销售	1.58	1.35	1.38	-0.01	0.21	0.15	
海正药业南通有限公司	海正南通	一级子公司	100.00%	原料药、制剂技术的研发；代工产品的销售	6.84	3.31	0.65	-0.19	-0.17	-0.03	
浙江海正机械制造安装有限公司	海正机械	一级子公司	100.00%	容器、设备制造安装	—	0.10	0.01	0.01	0.01	0.01	
海正药业（美国）有限公司	海正美国	一级子公司	100.00%	新药及工艺研发、代理销售	—	-0.33	1.25	-0.07	-0.01	-0.05	
云南生物制药有限公司	云生制药	一级子公司	68.00%	兽药生物药品的研发、生产、销售等	0.46	0.75	0.11	-0.19	-0.10	-0.13	

注：根据海正药业 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
资产总额[亿元]	191.74	207.58	216.36	217.47
货币资金[亿元]	22.64	26.91	23.14	19.01
刚性债务[亿元]	87.76	102.90	108.17	105.73
所有者权益[亿元]	81.65	80.39	78.75	80.08
营业收入[亿元]	87.67	97.33	105.72	28.22
净利润[亿元]	1.26	0.62	2.32	1.31
EBITDA[亿元]	10.02	10.98	13.32	—
经营性现金净流入量[亿元]	7.36	7.76	12.41	2.85
投资性现金净流入量[亿元]	-24.58	-12.42	-16.88	-3.79
资产负债率[%]	57.42	61.27	63.60	63.18
权益资本与刚性债务比率[%]	93.04	78.13	72.81	75.75
流动比率[%]	105.19	98.30	85.93	85.72
现金比率[%]	73.04	68.40	58.48	57.53
利息保障倍数[倍]	1.07	1.04	1.38	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	159.28	149.90	148.04	—
毛利率[%]	27.83	27.67	31.52	35.18
营业利润率[%]	0.69	0.13	2.35	5.26
总资产报酬率[%]	2.47	2.46	3.09	—
净资产收益率[%]	1.54	0.76	2.91	—
净资产收益率*[%]	-1.69	-1.38	0.20	—
营业收入现金率[%]	103.50	101.43	97.88	92.43
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	12.25	11.14	16.08	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-17.18	-3.93	-3.38	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.38	2.33	2.81	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.12	0.13	—

注：表中数据依据海正药业经审计的 2015~2017 年及 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*[%]=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：
担保方海正集团主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
资产总额[亿元]	202.13	219.29	227.87	228.62
货币资金[亿元]	23.84	28.79	25.19	20.60
刚性债务[亿元]	101.38	118.83	124.38	126.01
所有者权益[亿元]	79.81	77.40	75.60	77.45
营业收入[亿元]	89.40	99.74	108.63	29.02
净利润[亿元]	0.85	-0.38	2.14	1.15
EBITDA[亿元]	10.16	10.63	15.87	—
经营性现金净流入量[亿元]	6.86	8.28	13.76	2.94
投资性现金净流入量[亿元]	-25.31	-13.61	-17.10	-3.19
资产负债率[%]	60.52	64.71	66.82	66.12
权益资本与刚性债务比率[%]	78.73	65.13	60.78	61.46
流动比率[%]	97.63	91.20	80.01	79.15
现金比率[%]	34.96	36.13	29.23	22.58
利息保障倍数[倍]	0.98	0.85	1.23	—
担保比率[%]	3.52	3.18	2.55	—
营业周期[天]	158.64	148.84	146.77	—
毛利率[%]	27.91	27.67	31.29	34.79
营业利润率[%]	0.25	-0.84	2.20	3.76
总资产报酬率[%]	2.31	2.07	3.97	—
净资产收益率[%]	1.06	-0.48	2.80	—
净资产收益率*[%]	4.21	-1.98	11.95	—
营业收入现金率[%]	104.04	102.21	98.54	92.90
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	10.19	10.33	15.51	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.15	6.26	9.36	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.25	2.06	2.20	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.10	0.13	—

注：表中数据依据海正集团经审计的 2015~2017 年及 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级结论是对前次信用等级结果的确认或调整。在评级有效期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

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

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。