

广东溢多利生物科技股份有限公司

2018 年公开发行可转换公司债券

# 信用评级报告



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.*

## 概述

编号:【新世纪债评(2018)010305】

**评级对象:** 广东溢多利生物科技股份有限公司 2018 年公开发行可转换公司债券 (本次债券/债项)

**主体信用等级:** AA<sup>-</sup>

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级** AA<sup>-</sup> (未安排增级)

**评级时间:** 2018 年 4 月 26 日

**计划发行:** 不超过 (含) 7.75 亿元

**本次发行:** 不超过 (含) 7.75 亿元

**存续期限:** 不超过 (含) 6 年

**增级安排:** 无

**发行目的:** 项目投资及补充流动资金

**偿还方式:** 每年付息一次, 到期一次还本

### 主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
金额单位: 人民币亿元			
<b>母公司口径数据:</b>			
货币资金	1.27	1.66	1.02
刚性债务	3.40	3.16	4.86
所有者权益	12.32	17.41	17.21
经营性现金净流量	0.31	-0.40	-0.74
<b>合并口径数据及指标:</b>			
总资产	24.52	32.10	38.45
总负债	10.37	11.55	17.55
刚性债务	5.85	7.55	11.67
所有者权益	14.16	20.55	20.90
营业收入	7.03	15.12	14.99
净利润	0.80	1.45	1.05
经营性现金净流量	0.54	-0.44	-0.04
EBITDA	1.41	2.95	2.91
资产负债率[%]	42.27	35.99	45.64
权益资本与刚性债务比率[%]	242.14	272.05	179.13
流动比率[%]	123.12	167.19	123.77
现金比率[%]	22.53	30.22	16.41
利息保障倍数[倍]	11.37	4.90	3.32
净资产收益率[%]	7.64	8.37	5.06
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	8.24	-4.03	-0.30
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-47.61	-47.41	-23.33
EBITDA/利息支出[倍]	15.55	7.27	5.46
EBITDA/刚性债务[倍]	0.41	0.44	0.30

注: 根据溢多利经审计的 2015~2017 年财务数据整理、计算。

### 分析师


陈婷婷 ctt@shxsj.com

王婷亚 wty@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



### 评级观点

#### 主要优势:

- **医药制造业务外部环境良好。**在国内经济持续增长, 同时人口老龄化趋势加剧的大环境下, 甾体药物市场需求大幅增加, 将促进甾体激素中间体和原料药产业的长期稳定增长。
- **酶制剂业务的品牌和规模优势。**溢多利是国内最早的饲料用酶制剂生产企业, 具有先发优势。通过并购拓展了酶制剂应用领域, 市场知名度较高, 已形成一定的品牌和规模优势。
- **产业技术领先优势。**溢多利重视技术创新及改进, 近年来对研发持续投入, 生物酶制剂产品技术指标在国内相对领先。而植物甾醇提取技术相比传统甾体激素生产工艺, 在资源、成本以及环保方面均具备优势。
- **融资渠道较为畅通。**溢多利的负债经营程度维持在较合理水平。截至 2017 年末, 公司有一定规模的非受限货币资金存量, 加之融资渠道较为畅通, 可为到期债务偿付提供一定支撑。

#### 主要风险:

- **经营及政策风险。**医药产品关系到使用者的生命安全, 各国都实施严格的监管。政府对药品质量标准和药品生产环境标准等要求的变化, 会对公司经营产生一定影响。生物酶制剂市场需求较大, 但同时行业竞争也日趋激烈。
- **业务整合及管控压力较大。**近年来, 溢多利借助资本市场平台, 相继并购了多家企业, 业务领域有所拓展和延伸, 但多元化发展对其经营管控及各业务间的整合协同提出了较大挑战。
- **应收账款回款风险。**溢多利应收账款规模增速较快, 且复合增速高于营收增速。未来随着业务规模的增加, 公司面临应收账款压力进一步增大的可能性, 关注账款质量及回款情况。

- 存货跌价风险。溢多利存货余额快速增长，其中2017年末库存商品增幅较大，主要受错峰生产措施影响而提前备货，面临一定存货跌价风险。
- 商誉减值风险。近年并购事项形成了较大规模的商誉，且个别并购标的企业的经营业绩不甚理想，使溢多利面临一定的商誉减值风险。

#### ➤ 未来展望

通过对溢多利及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予溢多利主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券本息安全性很高，并给予本次债券AAA信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 广东溢多利生物科技股份有限公司

### 2018 年公开发行可转换公司债券

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

广东溢多利生物科技股份有限公司（以下简称“溢多利”、“该公司”或“公司”）前身珠海经济特区溢多利酶制剂有限公司是经珠海经济特区引进外资办公室（珠特引外资字[1991]259号）文件批准成立的中外合作经营企业，于1991年9月3日获得注册号为工商企作粤珠字第0617号的企业法人营业执照，注册资本为200万元港币。期间历经多次股权变更，公司于2000年12月办理了工商变更登记，变更为内资企业，珠海经济特区金大地农牧科技有限公司持有其75.00%的股权，成为第一大股东。

2001年3月，经广东省人民政府办公厅粤办函703号《关于同意变更设立广东溢多利生物科技股份有限公司的复函》和广东省经济贸易委员会粤经贸函654号批准，公司整体变更为股份有限公司，注册资本变更为3,000万元。2014年1月，经中国证券监督管理委员会《关于核准广东溢多利生物科技股份有限公司首次公开发行股票批复》（证监许可[2014]64号）核准，公司向社会公开发行人民币普通股（A股）1,145.00万股，变更后的注册资本为人民币4,580万元，证券代码为300381.SZ。期间历经多次发行股份购买资产配套募集资金，以及资本公积转增股本，截至2017年末公司股本增至4.07亿元。

溢多利是我国最早生产饲用酶制剂的企业之一，自成立以来一直从事饲用酶制剂的研发、生产和销售。2014年，公司通过横向收购湖南鸿鹰生物科技有限公司（以下简称“鸿鹰生物”），拓宽了酶制剂产品的应用领域，进入了燃料乙醇用酶、食品饮料用酶、淀粉糖用酶、酿造用酶、纺织用酶和造纸用酶等行业。2015年，公司先后收购湖南新合新生物医药有限公司（以下简称“新合新”）和河南利华制药有限公司（以下简称“利华制药”），进一步将医用酶制剂延伸至下游制药行业，并打通了甾体激素医药制造的产业链，产品类别横跨生物制造业和医药制造业，由酶制剂产品拓宽到酶制剂与医药中间体、原料药并重的业务体系。2016年，子公司新合新通过收购湖南龙腾生物科技有限公司（以下简称“龙腾生物”），对其上游供应商实施了闭环整合。

## 2. 债项概况

### (1) 债券条款

该公司拟公开发行可转换为公司 A 股股票的可转换公司债券,具体发行规模由董事会(或董事会授权人士)根据公司股东大会的授权及发行时的实际情况,与本次发行的保荐机构(主承销商)协商确定。该事项已于 2018 年 4 月经公司第六届董事会第五次会议决议和股东大会审议通过。公司 2018 年拟公开发行 A 股可转换公司债券发行额度为不超过(含)7.75 亿元,期限为不超过(含)6 年,公司拟将募集资金用于项目建设及补充流动资金。

本次发行的可转换公司债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价(若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形,则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算)和前一个交易日公司股票交易均价,具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会(或董事会授权人士)在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构(主承销商)协商确定。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	广东溢多利生物科技股份有限公司 2018 年公开发行可转换公司债券
总发行规模:	不超过(含)7.75 亿元人民币
本次发行规模:	不超过(含)7.75 亿元人民币
本次债券期限:	不超过(含)6 年
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次,到期还本付息
增级安排:	无

资料来源:溢多利

截至本评级报告出具日,该公司无存续期内的债券或债务融资工具。

### (2) 募集资金用途

#### A. 项目投资

该公司拟将本次债券募集资金中的 7.35 亿元用于项目投资。

图表 2. 本次债券募集资金拟投资项目概况

序号	项目名称	总投资 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)
1	年产 15,000 吨食品级生物酶制剂项目	2.50	2.05
2	年产 20,000 吨生物酶制剂项目	2.50	2.49
3	年产 1,200 吨甾体药物及中间体项目	2.00	1.95
4	收购长沙世唯科技有限公司 51% 股权项目	0.86	0.86
合计		7.86	7.35

资料来源:溢多利

## B. 补充营运资金

该公司拟将本次债券募集资金中的 0.40 亿元用于补充流动资金。

# 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。

## (2) 行业因素

2014年以来，该公司借助资本市场平台，相继并购了多家企业，拓宽了公司酶制剂的应用领域。同时将医用酶制剂直接延伸至下游制药行业，用于生产甾体激素中间体及原料药，打通甾体激素产业链。

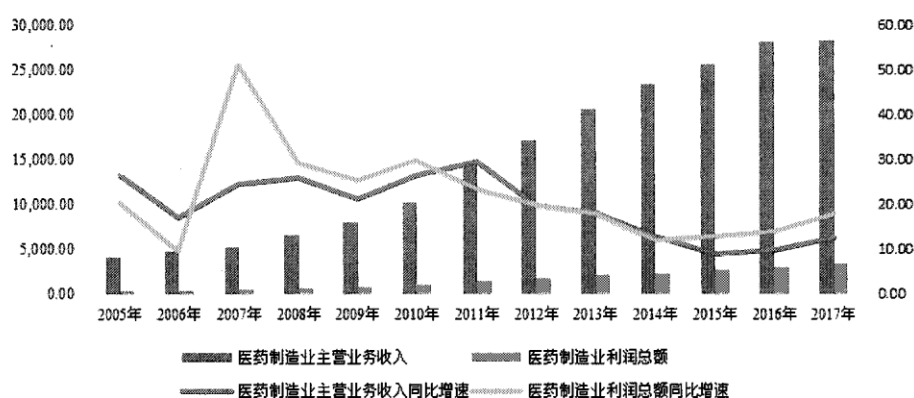
### A. 医药制造业

我国医药制造业具有良好的发展基础，人口老龄化、城镇化进程和消费升级将不断刺激行业发展，后续仍具备一定成长空间。甾体激素药物在化学药物体系中具有重要地位，市场需求和销售规模的持续增长，将促进甾体激素中间

体和原料药产业的长期稳定增长。

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，医保护容刺激了抑制的医药需求，促进医药行业不断发展。2011~2016年，我国医药制造业的主营业务收入从 14,522.05 亿元增至 28,062.90 亿元，年复合增长率为 14.08%；利润总额从 1,494.30 亿元增至 3,002.90 亿元，年复合增长率为 14.98%。2017 年度，我国医药制造业实现主营业务收入 28,185.50 亿元，同比增长<sup>1</sup>12.50%；利润总额 3,314.10 亿元，同比增长 17.80%。

图表 3. 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：溢多利

从未来发展趋势来看，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制造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《国务院关于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。

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

<sup>1</sup> 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。



之一。具备资金和技术优势的行业龙头企业通过兼并收购提高其市场占有率是趋势所向。

该公司医药制造业务的主要产品是甾体药物中间体和原料药。甾体药物是指分子结构中含有甾体结构的激素类药物，主要分为皮质激素类药物和性激素类药物，此外还包括麻醉类药物及治疗心脑血管疾病的药物。甾体激素药物在化学药物体系中具有重要地位，对机体有着重要的调节作用，具有较强的抗感染、抗过敏、抗病毒和抗休克的作用，能够改善蛋白质代谢、恢复和增强体力、利尿降压，并能广泛用于治疗风湿性关节炎、湿疹等皮肤病以及前列腺炎、爱迪森氏等内分泌疾病，还可用于避孕、安胎、手术麻醉等方面。根据相关研究报告显示，自九十年代以来，国际市场甾体激素药物销售额每年以 10%~15% 的速度递增，据此测算，2014 年全球甾体激素药物销售额约为 800~1,200 亿美元。甾体药物市场需求和销售规模的持续增长，将促进甾体激素中间体和原料药产业的长期稳定增长。目前，我国甾体激素原料药年产量已占世界总产量的 1/3 左右，皮质激素原料药生产能力和实际产量均居世界第一位，已逐步成为了世界甾体药物原料药和中间体生产中心。

双烯和雄烯二酮是甾体药物的两大核心原料，我国传统的甾体药物生产主要以薯蓣皂素的化学降解制取双烯技术为主。为应对国内双烯价格居高不下的局面，国内已经逐步建立以植物甾醇为起始原料生产雄烯二酮的工业体系，以取代以稀缺的薯蓣皂素为起始原料生产双烯的工业体系。随着生物技术在甾体激素原料生产环节的引入，生产工艺得到优化，与传统工艺相比，植物甾醇来源广泛，且工艺过程对环境污染小，减轻了行业的资源浪费问题，消除了环保压力，从而节约了生产成本，促进了行业的可持续性发展。目前，国内雄烯二酮、雄二烯二酮及 9-羟基雄烯二酮等甾体药物原料的主要供应商为新合新、赛托生物和保定北瑞等。未来，产品质量好、管理水平较高的企业将有望通过新增产能、调整产品布局及兼并重组等方式，进一步提高市场占有率。

## B. 生物酶制剂行业

酶制剂是生物工程的重要组成部分，近年来其应用领域不断扩大，应用技术水平持续提高，行业保持了稳定高速发展。饲料用酶制剂是溢多利的传统业务，通过并购整合公司生物酶制剂的应用范围大幅扩大，目前已成为国内生物酶制剂领域，生产规模最大、行业应用覆盖面最广的企业之一。

酶制剂是一种催化率高、专一性强、作用条件温和、可生物降解以及副产物极少的绿色催化剂。而酶制剂工业作为生物工程的重要组成部分，由于其符合“循环经济”、“低碳经济”、“绿色经济”等现代社会发展趋势，已经成为最具发展前景的新型生物制造产业之一，在国民经济发展中起着日益重要的作用。近年来，我国酶制剂行业进入了快速发展期，酶制剂产品已广泛应用于饲料、食品、能源、制药、纺织、造纸、环保、酿造、淀粉糖、洗涤剂及保健品等多个领域，且应用领域仍在不断扩大，应用技术水平持续提高，行业增速保持稳定高速发展。

由于生物燃料、环保产业、动物饲料、生物工业、制药领域等下游产业对酶的需求快速增长，酶制剂市场需求将继续高速增长，酶制剂产业正面临快速发展的大好时机。中国发酵产业协会制定的《中国生物发酵产业“十三五”发展规划》明确提出：到2020年，生物发酵产业力争实现总产量达3,800万吨，年均增长率达8%左右，总产值达4,500亿元以上；推动企业兼并、重组，实现资源向优势企业集中，形成一批具有国际竞争力的大企业、大集团，到2020年，培育10家以上总资产超过100亿元的骨干企业；研究开发投入占销售收入的比重明显提高，形成一批具有自主知识产权、年销售额超过10亿元的生物技术产品。因此，酶制剂产业作为发酵产业中的代表产业，其市场需求量仍将保持稳定、高速、持续增长的态势。该公司作为生产规模最大、行业应用覆盖面最广生物酶制剂上市企业之一，有望受益于较好的外部环境。

饲料用酶制剂是该公司的传统业务，占其营业收入总额的比重较高。从历史数据来看，我国饲料用酶制剂具有较明显的销售周期波动性。首先，受养殖业的季节性影响，畜、禽饲料的产量在每年第一季度会有一定程度的下降，主要由于第一季度有非常明显的节日消费需求，畜禽养殖产品多数在元旦至春节期间大量出栏，养殖动物存栏量短期下降较多，对畜禽饲料的消费也会下降；此外，由于鱼、虾等绝大部分水生动物的最佳生长温度在20~30℃之间，因此5~10月成为水产饲料的生产销售高峰期，其余时间通常为水产饲料淡季。综上每年的一季度为行业淡季，三、四季度为行业旺季。其次，由于国内的养殖行业仍以中小养殖户为主体，对养殖形势缺乏计划性，在养殖行情好的时候增加存栏，在养殖行情差的时候减少存栏，从而加大养殖行业的年度波动现象。行情好时，存栏不断增加，饲料消费增加，对饲用酶制剂的需求也相应增加；行情不好时，存栏不断减少，饲料消费减少，饲用酶制剂的销售也会相应减少。

从产品下游来看，根据农业部发布的数据显示，2016年全国商品饲料总产量20,918万吨，同比增长4.5%。其中配合饲料产量18,395万吨，同比增长5.7%，总产量保持世界第一。根据《中国工业饲料“十三五”规划》：至2020年，工业饲料总产量预计达到2.2亿吨。其中配合饲料2亿吨，同比增长14.0%；添加剂预混合饲料800万吨，同比增长22.5%。酶制剂和微生物制剂主要品种生产技术达到国际先进水平，产值比2015年增加50%以上。未来，随着生猪、肉牛、肉羊规模化养殖的进一步发展，养殖业综合技术进步，我国工业饲料需求仍将稳步增长。饲料和饲料添加剂行业稳步发展，人们健康意识增强及饲用抗生素使用逐渐受禁，绿色药物饲料添加剂（生物酶制剂等）替代抗生素或将成为行业发展趋势。

## 2. 业务运营

该公司是我国最早生产饲用酶制剂的企业之一，通过横向收购鸿鹰生物，拓宽了酶制剂产品的应用领域；通过收购新合新和利华制药，进一步将医用酶制剂延伸至下游制药行业，并打通了甾体激素医药制造的产业链。目前，公司的主营业务为甾体激素类原料药产品及生物酶制剂产品研发、生产和销售，所

并购企业并表后公司经营规模实现了较大幅增长。从细分业务来看，公司医药制造业务得益于产业链向下游(从中间体到原料药到制剂)的不断延伸和完善，毛利水平逐年上升；生物酶制剂业务通过坚持自主研发投入，保持了较高的毛利水平。公司现阶段整体盈利状况基本依靠主业经营，但多元化发展对其经营管控及各业务间的整合协同提出了较大挑战，公司面临的整合压力仍较大。

该公司是我国最早生产饲用酶制剂的企业之一，自成立以来一直从事饲用酶制剂的研发、生产和销售。2014年，溢多利通过横向收购鸿鹰生物，拓宽了酶制剂产品的应用领域。2015年，公司先后收购新合新和利华制药，进一步将医用酶制剂延伸至下游制药行业，并打通了甾体激素医药制造的产业链，产品类别横跨生物制造业和医药制造业，由酶制剂产品拓宽到酶制剂与医药中间体、原料药并重的业务体系。2016年，子公司新合新通过收购龙腾生物，对其上游供应商实施闭环整合，旨在降低采购成本。目前，公司根据业务类型设立了生物医药事业中心、生物农牧事业中心和生物工业事业中心等。2015~2017年度，公司营业收入分别为7.03亿元、15.12亿元和14.99亿元。公司的主营业务为甾体激素类原料药产品及生物酶制剂产品研发、生产和销售，近三年占营业收入的比重均超过96%。

图表4. 公司主业基本情况

主营业务	行业归属	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
甾体激素类医药中间体及原料药、制剂的研发、生产与销售	医药制造	欧洲/亚洲/非洲/北美洲/南美洲/国内	纵向一体化	规模/技术/政策等
饲料用酶制剂的研发、生产和销售	生物酶制剂(农牧)	欧洲/亚洲/非洲/北美洲/南美洲/国内	横向规模化	规模/技术/成本/管理等
各类工业用酶制剂的研发、生产和销售，广泛应用于能源、食品、纺织、造纸等行业	生物酶制剂(工业)	欧洲/亚洲/非洲/北美洲/南美洲/国内	横向规模化	规模/技术/成本/管理等

注：根据溢多利提供的资料整理、绘制

近年来，该公司借助资本市场平台优势，相继并购了多家企业，业务领域有所拓展和延伸，但多元化发展对其经营管控及各业务间的整合协同提出了较大挑战。截至本评级报告日，所并购的子公司鸿鹰生物和新合新已度过业绩承诺期，鸿鹰生物2014~2016年度累计实现净利润已完成业绩承诺，而新合新2017年度实现净利润9,596.86万元，略低于业绩承诺；利华制药仍处于业绩承诺期内，2016及2017年度，利华制药实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润分别为1,794.15万元和2,387.74万元，连续两年未达成业绩承诺，按照约定相关业绩承诺对象刘喜荣先生将补偿款1,205.85万元和1,212.26万元汇入公司指定账户，其补偿义务已履行完毕。瑞康生物及龙腾生物的收购不涉及业绩承诺事项。另外，利华制药于2018年4月收到美国FDA的进口警示，其生产的原料药暂时将会被禁止进入美国市场，直至利华制药再次申请美国

FDA 检查并符合 GMP 要求<sup>2</sup>，对其业绩亦将产生一定影响。整体而言，公司并购活动形成了较大规模的商誉，且个别并购标的企业的经营业绩不甚理想，公司面临一定的商誉等资产减值风险。

图表 5. 公司股权收购事项及业绩承诺实现情况

公司名称	日期	投资额 (亿元)	持股 比例	业绩承诺	业绩承诺 完成情况
鸿鹰生物 <sup>3</sup>	2014.12.29	1.875	75.00%	2014~2016年度鸿鹰生物合并报表中扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润分别不低于人民币1,700万元、2,500万元和3,300万元	2014~2016年度鸿鹰生物实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润分别为1,870.07万元、2,492.05万元和3,302.26万元，累计实现净利润完成业绩承诺
利华制药	2015.9.28	3.03	100.00%	2016~2018年度利华制药合并报表中扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润分别不低于人民币3,000万元、3,600万元、4,320万元	2016及2017年度，利华制药实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润分别为1,794.15万元和2,387.74万元，连续两年未完成业绩承诺
新合新	2015.12.10	5.25	70.00%	2015~2017年度新合新合并报表中扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润分别不低于人民币6,000万元、7,800万元、10,140万元	2015~2017年度新合新实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润分别为6,116.86万元、7,934.21万元和9,596.86万元，其中2017年度未完成承诺业绩
瑞康生物	2016.2.2	0.87	100.00%	不涉及	不涉及
龙腾生物	2016.9.23	0.21	70.00%	不涉及	不涉及

注：根据溢多利提供的资料整理、绘制

### (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入合计		7.03	15.12	14.99
其中：核心业务营业收入	金额	6.85	14.84	14.44
	占比	97.31%	98.13%	96.33%
其中：(1) 医药制造业务	金额	0.92	9.17	8.86
	占比	13.06%	60.66%	59.09%
(2) 生物酶制剂业务	金额	5.93	5.67	5.58

<sup>2</sup> 该公司公告所示，子公司利华制药近日收到美国 FDA 的进口警示，该警示是美国 FDA 针对 2017 年 12 月 11~14 日利华制药原料药检查结果发现数据完整性方面的缺陷而出具的进口警示。根据此警示，利华制药被列入进口禁令 66-40，利华制药生产的原料药暂时将会被禁止进入美国市场，直至利华制药再次申请美国 FDA 检查并符合 GMP 要求。利华制药 2016 年美国市场销售收入 283 万元，占其 2016 年总营业收入 0.8%；2017 年美国市场销售收入 539 万元，占其 2017 年总营业收入的 1.3%。

<sup>3</sup> 2014~2016 年度，鸿鹰生物三年累计实现净利润已经完成业绩承诺，溢多利按照既定方案收购鸿鹰生物原股东持有的剩余 25% 股权中除李洪兵以外的其他股东持有的股权。2017 年 8 月，公司收购鸿鹰生物 15.2432% 股权对应的交易总价为人民币 3,810.80 万元。交易完成后，公司持有鸿鹰生物的股权比例由 75% 变为 90.2432%。

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度
	占比	84.25%	37.46%	37.25%

注：根据溢多利提供的资料整理、绘制

### A. 医药制造业务

该公司医药制造业务的经营主体为利华制药、新合新及其下属子公司等。公司主要从事甾体激素类医药中间体及原料药、制剂的研发、生产与销售业务，根据产品用途可分为皮质激素和性激素两大类。2015~2017 年度，公司医药制造业务分别实现营业收入 0.92 亿元、9.17 亿元和 8.86 亿元。其中，2016 年增幅较大，主要是因为公司 2015 年四季度收购子公司新合新、利华制药，公司仅合并利华制药第四季度、新合新 12 月所实现的收入。公司对新合新与利华制药经过资源整合，已形成上下较为完整的产业链。

该公司下属子公司新合新拥有较为先进的基因工程技术、微生物发酵技术，并应用在医药领域，实现了生物制药技术取代化学合成技术生产医药产品关键中间体的工艺革新。新合新利用基因工程技术，对微生物转化技术所需的菌种进行基因改造，获得高转化率的菌种并用于自身医药产品的进一步使用，将医用酶制剂直接延伸至下游制药行业，用于生产甾体激素中间体及原料药，而利华制药拥有多项原料药产品证书及遍布全球 20 多个国家的营销网络。报告期内，公司进一步整合新合新和利华制药资源，打通甾体激素产业链，向下游制剂领域延伸，丰富公司产品线。同时，公司在湖南省投资的生物医药产业园项目也在按计划如期推进。

细分来看，该公司免疫和呼吸系统用药原料药包括泼尼松龙系列、氢化可的松系列、地塞米松系列、倍他米松系列，主要产品有泼尼松龙、波尼松、醋酸泼尼松龙、波尼松龙磷酸钠、氢化可的松、氢化可的松酯化物、醋酸氢化可的松、醋酸可的松、氢化可的松琥珀酸钠、地塞米松、醋酸地塞米松、氟替卡松、倍他米松、醋酸倍他米松、培他米松磷酸钠。2015~2017 年度，公司免疫和呼吸系统用药分别实现营业收入 0.64 亿元、7.32 亿元和 5.68 亿元。其中，由于 2017 年下半年生殖保健系统用药市场需求增加，其毛利较高，新合新腾出生产线加大对生殖保健系统用药的产品生产。

该公司生殖保健系统用药原料药包括 18-甲基孕激素系列、19-去甲孕激素系列、雌激素系列，主要产品有左炔诺孕酮、孕三烯酮、孕二烯酮、去氧孕烯、米非司酮、雌酚酮、炔雌醚、雌二醇、雌三醇、乙炔雌二醇；生殖保健系统用药制剂为孕激素系列，主要产品有左炔诺孕酮、米非司酮。2015~2017 年度，公司生殖保健系统用药分别实现营业收入 0.28 亿元、1.85 亿元和 3.18 亿元。以直销模式为主的同时，公司增加了与经销商合作力度；同时因下游市场供应需要原因，部分客户为满足其药品后续生产的需要，2017 年进行了采购备货。

在采购方面，该公司原材料采购由采购部门负责。采购部门根据生产部门提供的采购物资申购单，结合原材料市场行情、供应商情况与公司库存，组织协调采购工作。通过招标采购、询价对比采购等多种途径，确定公司原料采购

价格。通过保持几家供应商之间的竞争<sup>4</sup>，一方面促使供应商提高产品质量，另一方面保证了公司原材料价格和供应的稳定。公司医药制造业务主要原材料为植物甾醇、乙基锂铵物、沃氏、金属锂和四氢呋喃等，2017 年上述原材料采购总额合计占其医药制造业务采购成本的比重为 31.42%。其中，植物甾醇 2017 年价格较以前年度变动较大，主要是生产植物甾醇的上游产品 DD 油供应紧张，且植物甾醇的提取率低，导致当期市场价格有所上涨。

图表 7. 公司医药制造业务主要原材料采购价格变化情况（万元）

产品名称	2015 年度			2016 年度			2017 年度		
	单价（元/公斤）	数量（吨）	成交金额	单价（元/公斤）	数量（吨）	成交金额	单价（元/公斤）	数量（吨）	成交金额
植物甾醇	80.10	10.39	831.87	77.88	236.14	18,390.39	91.55	196.20	17,962.52
乙基锂铵物	3,418.80	0.03	107.69	2,564.89	0.65	1,663.33	2,443.24	1.04	2,539.87
沃氏	—	—	—	948.52	3.53	3,344.50	1,071.10	1.57	1,677.35
金属锂	358.26	0.30	107.48	644.17	2.98	1,918.80	688.96	2.22	1,527.62
四氢呋喃	9.36	17.24	161.36	9.12	299.11	2,727.07	12.71	111.26	1,414.49

注：根据溢多利提供的资料整理、绘制

在生产方面，该公司采取以市场为导向的“以销定产”模式，具体根据市场需求和公司产品安全库存制定生产计划，以降低产成品库存，提高公司营运效率。客户根据生产需要向公司确认订单，公司在月末或年末未执行订单数量较少，呼吸和免疫系统用药原料药、生殖保健系统用药原料药产品交货期一般为 30~90 天。2017 年度，公司呼吸和免疫系统用药销售量有所下滑，使得库存量大幅上升；而生殖保健系统用药产品销量增长，产量随之增长。

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度
呼吸和免疫系统用药	销售量（吨）	46	286	217
	生产量（吨）	62	342	304
	库存量（吨）	21	77	164
生殖保健系统用药	销售量（吨）	12	67	156
	生产量（吨）	15	79	186
	库存量（吨）	10	22	53

注：根据溢多利提供的资料整理、绘制

在销售方面，子公司新合新和利华制药的甾体激素药物国内销售均采用直销模式，国外销售采用直销为主、经销为辅的销售模式。销售体系由国内贸易部和国际贸易部组成，国内贸易部负责直接与国内甾体药物生产厂家建立业务联系，产品直接销售给各原料药及制剂生产厂家；外销由国际贸易部负责，外

<sup>4</sup> 该公司 2017 年度医药制造业务的前五大供应商分别为江西恒时生物科技有限公司、宜春大海龟生命科学有限公司、湖北共同生物科技有限公司、江苏伊斯特威尔供应链管理公司和江西宇能制药有限公司，其采购金额合计占该类业务采购总额的比重为 30.34%。

销分两种模式，一是通过外贸公司间接出口，二是自营出口，直接同国外采购方签订采购合同。2017 年度，公司实现国际销售收入 4.12 亿元，国内销售收入 4.74 亿元，构成情况与上年同期基本相同。利华制药于 2018 年 4 月收到美国 FDA 的进口警示，其生产的原料药暂时将会被禁止进入美国市场，直至利华制药再次申请美国 FDA 检查并符合 GMP 要求，2016 及 2017 年美国市场原料药销售规模不大，预计其他市场受到的影响相对有限。

图表 9. 公司医药制造业务销售区域情况（单位：亿元）

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年度
国际销售	0.49	4.29	4.12
国内销售	0.43	4.88	4.74
合计	0.92	9.17	8.86

注：根据溢多利提供的资料整理、绘制

在研发方面，该公司医药制造业务的研发主要围绕丰富原料药品种，以及降低成本，减少三废的技术改进。目前主要在研项目包括黄体酮原料药、糠酸莫米松中间体、甲基泼尼松原料药、依托孕烯中间体和利奈孕醇中间体等，如果研发顺利进展，有利于填补公司的产品空白，增加产品储备。公司在行业内率先采用植物甾醇作为起始原料，采用国际先进的 MYCOBACTERIUM（分支杆菌）菌种进行培养，诱变，通过优化菌种和发酵工艺技术和分支杆菌生长过程中产生的多种酶，将植物甾醇转化为甾体激素关键中间体 9-OH-AD 和 Sitolaton 等，然后进一步合成皮质激素类和雌激素、孕激素等性激素类甾体激素产品。该技术所需主要原料植物甾醇取之于油脂工业的副产物，资源来源简单，目前中国已经形成年产上万吨的植物甾醇提取工业，比起国内以黄姜为原料的传统甾体激素生产工艺具有资源、成本以及环保方面的优势。

## B. 生物酶制剂业务

该公司是我国第一家饲用酶制剂生产企业，自 1991 年成立以来，一直从事饲用酶制剂的研发、生产和销售，目前该板块由生物农牧事业中心负责运营。2014 年通过横向收购鸿鹰生物，扩宽了酶制剂产品的应用领域，公司成立了生物工业事业中心，负责该板块业务的日常运营。

饲料用酶制剂是公司的传统业务，目前产品包括复合酶系列、单体酶系列，主要产品有溢多酶 8/9/A/C/P/NS/L 系列、麦酶宝系列、植酸酶迈特系列、植酸酶溢多磷系列、植酸酶威特磷系列以及木聚糖酶、脂肪酶、葡萄糖氧化酶、 $\beta$ -甘露聚糖酶、蛋白酶、纤维素酶、淀粉酶、 $\alpha$ -半乳糖苷酶、果胶酶、糖化酶等。2015~2017 年度，公司饲料用酶制剂分别实现营业收入 3.78 亿元、3.94 亿元和 3.45 亿元。其中，2017 年饲料用酶制剂板块业务受禽流感感和猪价下跌的影响，市场行情整体持续低迷，销售价格小幅下降，使得当期收入有所下滑。

工业用酶制剂的客户群体主要是食品、纺织、造纸、饲料等生产企业；微生物的客户群体主要是养殖、种植、环境保护、食品及保健品等领域。通过引进国外先进设备、优良菌株以及新型酶制剂开发，中国取得了酶制剂工业的快

速发展。目前，该公司主要开展的业务为能源用酶、食品用酶、造纸用酶和环保用酶等。进入 21 世纪以来，虽然生物酶制剂企业之间仍存在通过降低价格进行竞争的情形，但随着市场规模继续扩大，竞争手段多元化，大部分产品价格和利润率已相对稳定。从细分领域来看，能源和纺织用酶销量略有下滑；而食品用酶销量提升明显，公司以高转化率高纯度糖化酶为代表的食品用酶制剂产品领先于同行产品标准，为国内外市场广泛认可，公司市场份额不断增长。2015~2017 年度，公司工业用酶制剂分别实现营业收入 2.15 亿元、1.73 亿元和 2.13 亿元。某企业<sup>5</sup>为公司 2015 年工业用酶制剂业务的前五大客户之一，也是原鸿鹰生物主要客户，该企业的集团公司与公司饲用酶制剂业务有直接冲突，因此于 2016 年基本停止了与鸿鹰生物的业务往来。由于鸿鹰生物在产品质量和性能方面的稳定性较好，在 2016 年停止合作一年后，2017 年又开始采购鸿鹰生物产品，因此在上述情况影响下，使得公司工业用酶制剂销售出现波动。

该公司生物酶制剂业务的采购模式<sup>6</sup>和生产模式与医药制造业务基本相同。公司酶制剂板块主要原材料为玉米淀粉、甲醇、葡萄糖浆、硅藻土和珍珠岩，2017 年采购总额占比分别为 24.06%、6.40%、3.20%、1.79%、1.31%。

图表 10. 公司生物酶制剂业务主要原材料采购价格变化情况（万元）

产品名称	2015 年度			2016 年度			2017 年度		
	单价(元/公斤)	数量(吨)	成交金额	单价(元/公斤)	数量(吨)	成交金额	单价(元/公斤)	数量(吨)	成交金额
玉米淀粉	2.43	2,644.09	6,419.92	2.00	2,205.17	4,411.14	1.93	2,813.74	5,437.45
甲醇	1.79	478.69	855.13	1.78	599.99	1,067.93	2.23	647.43	1,445.56
葡萄糖浆	2.52	231.73	584.70	2.18	287.61	627.67	2.13	338.81	722.28
硅藻土	2.13	25.54	54.32	2.03	136.40	276.40	2.06	197.19	405.32
珍珠岩	1.42	212.88	301.39	1.23	142.85	175.17	1.37	215.63	296.29

注：根据溢多利提供的资料整理、绘制

在销售方面，该公司生物酶制剂产品销售采用直销为主、经销为辅的销售模式。公司销售体系由公司销售体系由农牧营销中心、海外营销中心和工业酶营销中心组成，专门负责国内及国际市场的开拓与产品销售。三大销售中心在销售方面的分工为：农牧营销中心大客户事业部负责国内饲料行业排名前 35 位的企业，直销事业部负责除国内饲料行业排名前 35 位之外的其他企业，海外营销中心负责国外的生物酶制剂应用企业，工业酶营销中心负责国内除饲料用酶以外的其他工业用酶制剂应用领域企业。

近年来，该公司在生物酶制剂菌种开发、应用效果方面持续大额投入。主要包括生物脱墨酶、生物打浆酶和生物助漂酶的研发及持续改进， $\alpha$ -淀粉酶生

<sup>5</sup> 该公司与该客户签署了相关保密协议，因此未提供该企业名称。

<sup>6</sup> 该公司 2017 年度生物酶制剂业务的前五大供应商分别成武大地玉米开发有限公司、江苏博立生物制品有限公司、内蒙古融成玉米开发有限公司、广州海诚能源科技有限公司常德分公司和山东托尼汇网络科技有限公司，其采购金额合计占该类业务采购总额的比重为 32.55%。



产菌的筛选及发酵工艺优化，蛋白酶菌种改造及酶学性能优化等。公司研发领域涵盖工业酶制剂、饲料、食品用酶和饲料添加剂等，有利于保持并提高公司产品竞争力。2015~2017 年度，公司研发投入分别为 0.38 亿元、0.99 亿元和 0.94 亿元，占营业收入的比例分别为 5.34%、6.52%和 6.27%。

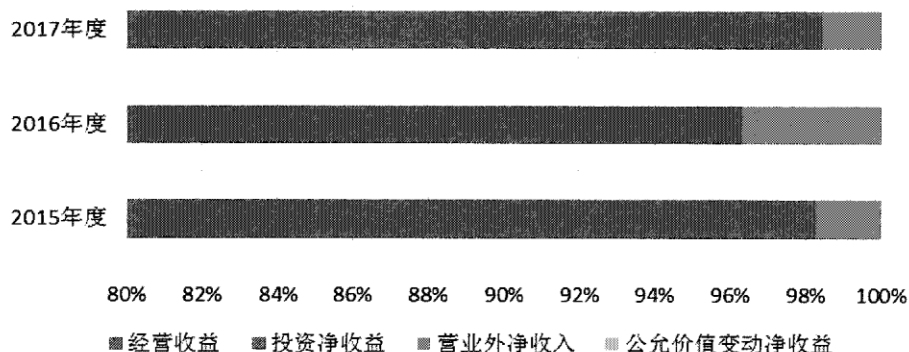
图表 11. 公司研发投入情况

主营业务	2015 年度	2016 年度	2017 年度
研发人员数量 (人)	274	334	344
研发人员数量占比	12.14%	12.89%	14.33%
研发投入金额 (万元)	3,757.30	9,863.99	9,393.11
研发投入占营业收入比例	5.34%	6.52%	6.27%

注：根据溢多利提供的资料整理、绘制

## (2) 盈利性

图表 12. 公司盈利来源结构



资料来源：根据溢多利所提供数据绘制

该公司盈利主要来源于主营业务，营业外收入对利润形成一定补充。2015~2017 年，公司实现的营业毛利分别为 3.28 亿元、5.95 亿元和 6.18 亿元，占盈利总额的比重分别为 98.30%、96.31%和 98.46%。从细分业务来看，公司医药制造业务得益于产业链向下游（从中间体到原料药到制剂）的不断延伸和完善，毛利水平逐年上升；生物酶制剂业务通过坚持自主研发投入，维持技术指标的领先，保持了较高的毛利水平。整体而言，公司主业盈利能力较强。

从外部环境来看，甾体激素药物市场需求和销售规模的持续增长，将促进甾体激素中间体和原料药产业的长期增长。同时，近年来生物酶制剂应用领域的不断扩大，应用技术水平的持续提高，均有利于行业保持较快速发展。如果该公司能保持领先的技术优势，有望维持经营的总体稳定。

图表 13. 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
营业收入合计 (亿元)	7.03	15.12	14.99
毛利率 (%)	46.61	39.33	41.22

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度
其中：医药制造业务（%）	24.78	30.89	39.13
生物酶制剂业务（%）	51.25	52.25	47.25
毛利（亿元）	3.28	5.95	6.18
其中：医药制造业务（亿元）	0.23	2.83	3.46
生物酶制剂业务（亿元）	3.13	2.96	2.64
期间费用率（%）	32.97	27.89	30.35
其中：财务费用率（%）	0.25	2.26	4.35
全年利息支出总额（万元）	<b>906.48</b>	<b>4,064.49</b>	<b>5,334.86</b>
其中：资本化利息数额（万元）	—	—	<b>21.51</b>

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

2015~2017 年，该公司营业收入分别为 7.03 亿元、15.22 亿元和 14.99 亿元。随着公司经营范围的扩大，公司规模效应逐步提高，但新增的医药中间体及医药原料药业务毛利水平相对较低，拉低了公司的综合毛利率，同期分别为 46.61%、39.33%和 41.22%。在收入规模增长的带动下，公司营业毛利亦实现了逐年增长，其中医药制造业务逐步成为公司毛利的重要来源之一。

从费用支出情况来看，近年来随着经营规模的扩大，该公司期间费用亦持续增长，但整体费用控制情况较好。2015~2017 年，公司期间费用合计分别 2.32 亿元、4.22 亿元和 4.55 亿元，期间费用率分别为 32.97%、27.89%和 30.35%。公司期间费用以销售费用和管理费用为主，财务费用支出相对较少。

近年来，由于并购事项使得合并范围扩大，该公司员工数量由 2014 年的 687 人增至 2017 年末 2,759 人，员工单位成本和薪酬费用总额逐年增加。同时，由于公司业务拓展力度加大及持续较大的研发投入等原因，销售费用和管理费用支出规模相对较大。同期，公司销售费用分别为 1.37 亿元、1.69 亿元和 1.56 亿元；管理费用分别为 0.93 亿元、2.19 亿元和 2.33 亿元。公司财务费用从 2015 年的 177.59 万元增至 2017 年的 6,522.33 万元，主要是经营规模扩大使得资金需求增加，银行借款增加、利息支出增加及汇率波动导致汇兑损失增加所致。

图表 14. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度
投资净收益（万元）	—	8.80	—
其中：可供出售金融资产在持有期间的投资收益（万元）	—	8.80	—
营业外收入（万元） <sup>7</sup>	854.67	2,381.68	2,954.80

<sup>7</sup> 2017年4月28日，财政部以财会[2017]13号发布了《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》，自2017年5月28日起实施。2017年5月10日，财政部以财会[2017]15号发布了《企业会计准则第16号——政府补助（2017年修订）》，自2017年6月12日起实施。本公司按照财政部的要求时间开始执行前述两项会计准则。

执行《企业会计准则第16号——政府补助（2017年修订）》之前，公司将取得的政府补助计入营业外收入。执行《企业会计准则第16号——政府补助（2017年修订）》之后，对2017年1月1日之后发生的与日常活动相关的政府补助，计入其他收益；与日常活动无关的政府补助，计入营业外收入。为保持数据的可比性，在影响公司盈利的其他关键因素分析中，将2017年度公司获得的其他收益调整至营业外收入中。

影响公司盈利的其他关键因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度
其中：政府补助（万元）	816.27	1,129.02	1,690.72
业绩补偿（万元）	—	1,205.85	1,212.26
公允价值变动损益（亿元）	—	—	—

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

2015~2017 年度，非经营性损益在该公司利润总额中的比重较低，主要是政府补助和业绩补偿款等营业外收入。公司收到的政府补助主要由产业发展基金、技术改造补助、出口企业发展补助资金和科技进步奖等构成；业绩补偿款则是根据公司与刘喜荣签订的合作协议，刘喜荣对利华制药在盈利承诺期内的承诺净利润未实现情况进行补偿，2016 及 2017 年度的补偿金额分别为 1,205.85 万元和 1,212.26 万元。

### (3) 运营规划/经营战略

在发展战略方面，该公司坚持以技术为核心，以市场为导向，经过多年的发展，形成了以现代生物工程为主体，以特色生物医药和新型生物制品为两翼，构建生物医药、生物农牧、生物工业和生物环保四大生物核心产业的“一体两翼四维”业务布局。

在发展规划方面，该公司一方面不断丰富生物酶制剂、微生物制剂、绿色饲料添加剂、植物源药物添加剂及特色原料药和制剂产品线；另一方面积极拓展生物酶制剂、微生物制剂应用领域，延伸特色生物医药领域产业链，推进医药绿色制造、环保治理修复等生物新技术的应用，不断强化其战略布局。

在生产方面，该公司拟于 2018 年完成溢多利（本部）、珠海溢多利动物药业有限公司、珠海瑞康生物科技有限公司及利华制药的车间技改项目；新建湖南新合新甾体激素 GMP 基地；投资建设溢多利生物医药产业园项目等。截至 2017 年末，公司重大在建项目、拟建项目的原预计投资总额为 5.38 亿元（个别项目超额投资），已投资金额为 3.43 亿元。公司后续仍有一定规模的资本性支出计划，且主要通过自有资金满足投资需求，将面临一定的融资压力，同时新建产能能否消化存在不确定性。

图表 15. 公司主要在建拟建项目情况

项目名称	建设进度	预计完成时间	计划投资额	资金来源		截至 2017 年末已完成投资	预计投入金额	
				自有资金	债务融资		2018 年	2019 年
营销服务网络项目	在建	2018.12.31	2,500.00	募集资金	—	1,854.97	—	—
常德分公司电厂改造	在建	2018.3.31	2,400.00	√	—	2573.00	400.00	—
鸿鹰生物工业园扩建	在建	2018.6.30	800.00	√	—	875.00	112.00	—

鸿鹰生物 VB12 生产线建设	在建	2018.4.30	4,000	√	—	1500.00	2500.00	—
河南利华制药有限公司 GMP 改造项目	在建	2018.6.31	7,000	募集资金及自有资金	—	6025.00	975.00	—
新合新甾体激素 GMP 建设	在建	2018.12.31	30,900	募集资金	—	20,621.24	10,278.76	—
龙腾生产基地建设	在建	2018.12.31	300.00	√	—	233.06	66.94	—
康捷生物酶制剂基地建设一期	在建	2018.10.31	5,900	√	—	599.15	5,300.85	—
合计		—	53,800.00			34,281.42	19,633.55	—

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

## 管理

### 1. 产权关系与公司治理

该公司为民营上市公司，产权状况较清晰稳定。公司根据相关法律法规要求，不断健全法人治理机制和完善内控制度。由于兼并收购活动较多，经营规模的扩张对其管理能力和管理效率提出了更高的要求和挑战。

#### (1) 产权关系

截至本评级报告日，该公司控股股东为珠海市金大地投资有限公司（以下简称“金大地投资”），持股数量为 14,161.51 万股，占公司股本总额的 34.82%。陈少美先生持有金大地投资 90.00% 的股权，系公司实际控制人，其目前任中国饲料工业协会常务理事，全国饲料添加剂专业委员会副主任和中国饲料工业协会副会长等职务，从 1991 年 8 月至今担任公司董事长、总裁。公司产权状况详见附录一。

#### (2) 主要关联方及关联交易

关联交易方面，该公司与关联企业不存在购销商品、提供和接受劳务的关联交易。但为了降低融资成本，公司存在多笔关联担保情况，包括控股股东金大地投资、实际控制人陈少美先生及个别小股东为公司借款提供担保，以及公司为子公司融资提供担保等。此外，公司存在一定规模的关联方资金拆入<sup>8</sup>。整体而言，关联交易事项对公司业务运营影响较为有限。

<sup>8</sup> 截至 2017 年末，该公司主要关联方应付款包括：应付刘喜荣 5,110.84 万元，约定到期日 2018 年 5 月 8 日；应付李洪兵 2,649.41 万元，未约定固定期限。

### (3) 公司治理

按照《公司法》、《证券法》和《公司章程》的规定，该公司建立了较为完善的法人治理结构。股东大会是公司最高权力机构，通过董事会对公司进行管理和监督。董事会是公司的常设决策机构，向股东大会负责。董事会对公司经营活动中的重大决策问题进行审议并做出决定，或提交股东大会审议。公司董事会下设战略、审计、提名、薪酬与考核四个专门委员会，专门委员会成员全部由董事组成。监事会是公司的监督机构，负责对公司董事、经理的行为及公司财务进行监督。公司总经理由董事会聘任，在董事会的领导下，全面负责公司的日常经营管理活动，组织实施董事会决议。此外，公司配备专职审计人员对公司财务收支和经济活动进行内部审计监督。

该公司实际控制人陈少美先生从事生物酶制剂行业超过 26 年，并且一直专注于推动酶制剂行业的发展。公司高级管理层、核心技术人员在饲料添加剂行业的平均工作年限超过 19 年，具有丰富的从业经验，并在公司任职期间平均超过 17 年，管理团队稳定，能为公司战略规划的有效执行提供较好保障。

## 2. 运营管理

### (1) 管理架构/模式

近年来，该公司相继并购了多家企业，业务领域有所拓展和延伸，多元化发展对其经营管控及各业务间的整合协同提出挑战。目前，公司各全资、控股子公司在一级法人治理结构下建立了相应的决策系统、执行系统和监督反馈系统，并按照相互制衡的原则设置内部机构和经营管理部门。但经营规模的扩张将对公司管理能力和管理效率提出了更高的要求，公司面临一定的管控风险。

该公司根据自身业务特点及经营管理需要建立了内部组织架构，目前设有：人事资源中心、财务中心、运营中心等管理部门；生物医药研究中心、生物工业研究中心等研究部门；生物医药事业中心、生物农牧事业中心、生物工业事业中心等销售中心，并明确了各部门的职责权限，部门分工较为明确。公司组织架构详见附录二。

### (2) 经营决策机制与风险控制

在经营决策和财务管理方面，该公司主要经营活动都有必要的控制政策和程序。公司管理层在预算、生产、收入、费用、投资、利润等财务和经营业绩方面都有清晰的目标，公司内部对这些目标都有清晰的记录，并且对其加以监控。公司财务部门按照《企业会计准则》、《会计法》等相关法律法规，制定了财务管理制度，包括《公司财务报销规定》、《财务审批制度》、《溢多利子公司、分公司日常财务工作报告制度》、《子公司财务管理制度》等，建立了适当的保护措施，较合理地保证对资产和记录的接触、处理均经过适当的授权；较合理地保证账面资产与实存资产定期核对相符。

对外担保方面，该公司制定了《对外担保制度》，对公司发生对外担保行为时的担保对象、审批权限和决策程序、安全措施等作了详细规定；对外担保建立必要的审查和决策程序；公司对外提供担保，应当采取反担保、互保或其它有效防范风险的措施，必须与担保的数额相对应。

### (3) 投融资及日常资金管理

在重大投资方面，该公司制定了《对外投资管理办法》，按照符合公司发展战略、合理配置企业资源、促进要素优化组合，创造良好经济效益的原则，就公司对外股票、债券等证券投资、公司兼并、合作经营和租赁经营等投资项目，和对内的重大技改项目、更新、基本建设、购置新设备、新产品开发等投资项目进行了规范。

在募集资金使用方面，该公司已按照《深圳证券交易所上市公司内部控制指引》等相关规定建立健全并保持募集资金内部控制的有效。公司制订了《募集资金管理制度》，对募集资金专户存储、使用及审批程序、用途调整与变更、内审监督等方面进行明确规定，以保证募集资金专款专用。

### (4) 不良行为记录

截至查询日，该公司的控股股东、母公司及其核心子公司、存在担保等重大风险敞口的非核心子公司均不存在欠贷欠息等不良行为记录，亦不涉及诉讼事件，同时各类债券还本付息情况正常。

图表 16. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

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	2018.3.1	无	无	无	未提供
各类债务还本付息	公开信息披露	2018.3.26	不涉及	不涉及	不涉及	未提供
重大诉讼	上市公司公告	2018.3.26	无	无	无	未提供

资料来源：根据溢多利所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

## 财务

近年来，该公司进行并购活动并进行产能建设，债务规模不断增大，所并购企业亦存在商誉减值风险。且刚性债务结构偏短期，面临一定即期债务偿付压力。公司通过非公开发行股票等方式提升资本实力，财务杠杆仍维持在相对合理水平。根据运营规划，仍有一定规模的资本支出需求，公司拟将通过银行借款、发行债券的形式获取资金，未来财务杠杆水平或将进一步上升。公司应收账款及存货占款规模快速增长，经营效率有所下滑，在赊销环节信用风险管理方面面临压力。截至 2017 年末，公司非受限货币资金存量较大，加之融

渠道较为畅通，可为到期债务偿付提供一定支撑。

## 1. 数据与调整

瑞华会计师事务所（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）、企业会计制度及其补充规定。

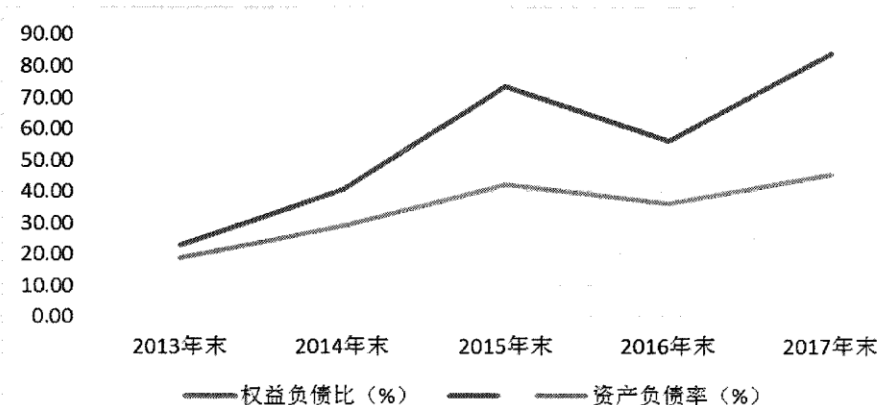
2014 年以来，该公司先后收购了鸿鹰生物、新合新、利华制药和龙腾生物等多家企业。公司业务领域有所扩张，经营规模大幅增长。截至 2017 年末，公司纳入合并范围的子公司共计 17 家，详见附录三。

截至 2017 年末，该公司经审计的合并报表口径资产总额为 38.45 亿元，所有者权益 20.90 亿元（归属于母公司所有者权益为 19.39 亿元）；2017 年度，公司实现营业收入 14.99 亿元，净利润 1.05 亿元（归属于母公司所有者净利润为 0.80 亿元）。

## 2. 资本结构

### （1）财务杠杆

图表 17. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据溢多利所提供数据绘制

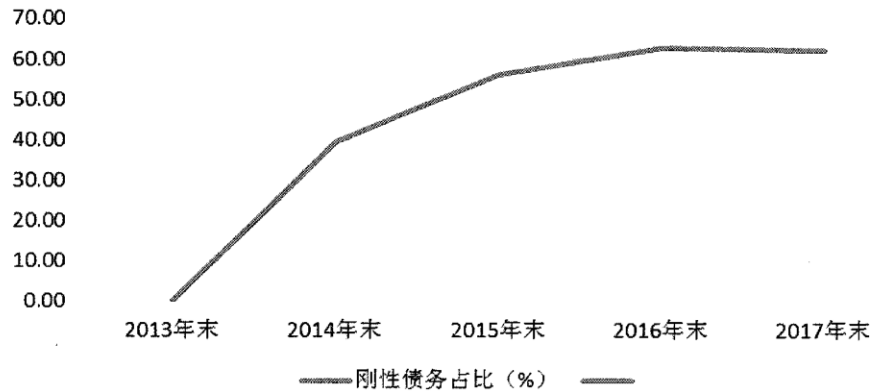
2015~2017 年末，该公司负债总额分别为 10.37 亿元、11.55 亿元和 17.55 亿元；资产负债率分别为 42.27%、35.99%和 45.64%。公司于 2014 年 1 月完成 IPO，借助资本市场平台，近年来相继并购了多家企业，拓宽了公司业务领域。随着鸿鹰生物、新合新和利华制药相继纳入合并报表范围，公司经营规模显著扩大，流动资金需求也相应增长。同时，为了扩大产能，优化生产工艺，改善生产环境，提高生产自动化程度，公司持续对生产设备等非流动资产进行投入，从而推动了债务规模不断增大。

但依托主业相对较好的盈利，该公司近年末的盈余公积金及未分配利润均呈逐年增长趋势。此外，公司还多次通过非公开发行股票等方式提升资本实力，财务杠杆维持在相对合理水平。根据公司未来运营规划，仍有一定规模的资本

支出需求。公司拟将通过银行借款、发行债券的形式获取资金，未来财务杠杆水平或将进一步上升。

## (2) 债务结构

图表 18. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
刚性债务 (万元)	—	10,957.37	58,265.95	72,654.89	111,748.18
应付账款 (万元)	3,178.33	5,626.99	21,429.24	15,781.46	19,566.01
预收账款 (万元)	89.39	232.82	270.60	472.90	909.65
其他应付款 (万元)	777.98	4,169.46	9,132.50	8,083.11	15,376.69
刚性债务占比 (%)	0.00%	39.42%	56.21%	62.89%	63.67%
应付账款占比 (%)	45.16%	20.24%	20.67%	13.66%	11.15%
预收账款占比 (%)	1.27%	0.84%	0.26%	0.41%	0.52%
其他应付款占比 (%)	11.05%	15.00%	8.81%	7.00%	8.76%

资料来源：根据溢多利公司所提供数据绘制

从债务构成来看，该公司债务主要由刚性债务、应付账款和其他应付款等构成。刚性债务在公司债务总额中的比重逐年上升，2015~2017 年末公司刚性债务分别为 5.83 亿元、7.27 亿元和 11.17 亿元；占债务总额的比重分别为 56.21%、62.89%和 63.67%。应付账款余额分别为 2.14 亿元、1.58 亿元和 1.96 亿元，账龄 1 年以内占比逾 95%；其他应付款分别为 0.91 亿元、0.81 亿元和 1.54 亿元，其中 2017 年末余额较大，主要是当期公司本部未付湖南雪丽造纸有限公司拍卖资产尾款及子公司新合新向小股东借款增加所致。

## (3) 刚性债务

图表 19. 公司刚性债务构成 (万元)

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
短期刚性债务合计	—	2,009.37	42,215.95	52,104.89	97,148.18
其中：短期借款	—	789.35	40,285.95	47,744.89	89,563.18
一年内到期非流动负债	—	—	1,800.00	4,350.00	5,300.00
应付短期债券	—	—	—	—	—



刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
应付票据	—	1,220.02	130.00	10.00	2,285.00
其他短期刚性债务	—	—	—	—	—
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>—</b>	<b>8,950.00</b>	<b>16,246.75</b>	<b>23,419.33</b>	<b>19,538.38</b>
其中：长期借款	—	8,950.00	16,050.00	20,550.00	14,600.00
应付债券	—	—	—	—	—
其他中长期刚性债务	—	—	196.75	2,869.33	4,938.38

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

近年来，该公司债务规模随业务范围的扩大而持续增长，刚性债务结构偏短期。2015~2017 年末，公司短期刚性债务余额分别为 4.22 亿元、5.21 亿元和 9.71 亿元，占其有息债务的比重分别为 72.21%、68.99%和 83.26%。公司刚性债务主要由银行借款构成。同期末，公司短期借款分别为 4.03 亿元、4.77 亿元和 8.96 亿元，近年来增长较快，主要是公司业务规模扩大，所需运营资金需求大幅上升所致；一年内到期的长期借款余额分别为 0.18 亿元、0.44 亿元和 0.53 亿元；长期借款分别为 1.61 亿元、2.06 亿元和 1.46 亿元。根据溢多利提供的数据，公司 2017 年末的有息债务融资成本相对集中在 4%~6%之间。公司融资成本较高，但仍处于合理空间。

图表 20. 公司 2017 末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构

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	—	—	—	—	—
3%~4% (不含 4%)	0.30	—	—	—	—
4%~5% (不含 5%)	3.61	—	—	—	—
5%~6% (不含 6%)	5.09	0.41	0.33	1.08	—
6%~7% (不含 7%)	0.35	—	—	—	—
7%及以上	—	—	0.50	—	—
<b>合计</b>	<b>9.35</b>	<b>0.41</b>	<b>0.83</b>	<b>1.08</b>	<b>—</b>

资料来源：溢多利

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 21. 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)	155.86	251.78	350.60	286.35	400.14
营业收入现金率 (%)	100.57	97.52	93.32	93.53	90.99
业务现金收支净额 (亿元)	2.44	2.28	3.31	3.79	4.38
其他因素现金收支净额 (亿元)	-1.76	-2.10	-2.77	-4.23	-4.42
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	0.68	0.18	0.54	-0.44	-0.04
EBITDA (亿元)	0.84	0.78	1.41	2.95	2.91
EBITDA/刚性债务 (倍)	—	0.71	0.41	0.44	0.30

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
EBITDA/全部利息支出（倍）	—	—	15.55	7.27	5.46

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

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。

2015~2017年度，该公司营业周期分别约为350天、286天和400天，营运周期整体呈现拉长态势。公司应收账款规模增速较快，且复合增速高于营收增速。未来随着业务规模的增加，面临应收账款压力进一步增大的可能性，需关注公司账款质量及回款情况。存货余额亦增长较快，其中库存商品增幅较大，主要受错峰生产措施影响而提前备货，面临一定存货跌价风险。

2015~2017年度，该公司经营活动产生的现金流量净额分别为0.54亿元、-0.44亿元和-0.04亿元。近年来，公司业务现金收支净额逐年增加，主要是并购事项的实施，使得公司合并范围扩大，经营规模持续扩张所致。但是由于人员薪酬和期间费用的增加，其他因素现金收支大额净流出。同期，公司支付的其他与经营活动有关的现金分别为1.95亿元、2.28亿元和2.29亿元，主要是管理费用、营业费用中支付的现金；支付给职工以及为职工支付的现金分别为0.74亿元、1.80亿元和2.01亿元。上述情况使得公司经营性现金流净额主要呈流出状态。

2015~2017年度，该公司EBITDA分别为1.41亿元、2.95亿元和2.91亿元，主要是并购了新合新等子公司而有所增加。但公司刚性债务增长较快，使得EBITDA对债务的保障程度有所下降。同期，公司EBITDA对全部利息支出的保障倍数分别为15.55、7.27和5.46，保障程度亦出现大幅下滑。

## （2）投资环节

图表 22. 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
回收投资与投资支付净流入额	0.00	-1.20	-1.45	-0.58	0.05
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	-0.59	-0.52	-0.97	-3.38	-3.49
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.00	0.20	-1.25	-0.79	0.09
投资环节产生的现金流量净额	-0.59	-1.52	-3.67	-4.75	-3.35

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

在投资活动方面，2014年该公司横向收购了鸿鹰生物；2015年公司先后收购新合新和利华制药；2016年子公司新合新通过收购龙腾生物，对其上游供应商实施闭环整合。2015~2017年度，公司投资环节产生的现金流量净额分别为-3.67亿元、-4.75亿元和-3.35亿元。未来，公司将继续对生产基地和产能项目进行投入，投资规模较大，投资回收期较长，项目能否实现预期收益尚存在不确定性。

### (3) 筹资环节

图表 23. 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
权益类净融资额	—	1.68	0.56	5.04	—
其中：永续债及优先股	—	—	—	—	—
债务类净融资额	—	—	3.80	7.03	9.45
其中：现金利息支出	—	—	0.09	0.41	0.53
筹资环节产生的现金流量净额	—	1.45	3.71	5.85	2.99

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

该公司经营性支出和资本性支出主要通过新增金融机构借款及发行股票等方式满足。2015~2017 年度，公司筹资活动产生的现金净流量分别为 3.71 亿元、5.85 亿元和 2.99 亿元。近年公司筹资活动现金流净流入规模较大，主要是 2015 年和 2016 年公司非公开发行股票募集资金；2015~2017 年为满足业务发展需求大幅增加了短期银行借款所致。债务规模的扩张使得公司财务费用压力有所增加，同期现金利息支出分别为 0.09 亿元、0.41 亿元和 0.53 亿元。

### 4. 资产质量

图表 24. 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
流动资产（亿元，在总资产中占比）	1.96	4.49	9.42	13.60	17.24
	52.21%	46.56%	38.41%	42.37%	44.84%
其中：货币资金（亿元）	0.91	1.10	1.62	2.29	2.14
应收账款（亿元）	0.56	1.33	2.73	3.88	5.40
存货（亿元）	0.37	0.74	4.31	6.08	7.79
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	1.80	5.15	15.10	18.50	21.21
	47.79%	53.44%	61.59%	57.63%	55.16%
其中：固定资产（亿元）	0.98	3.22	7.25	8.95	11.11
在建工程（亿元）	0.71	0.18	0.63	0.68	0.69
无形资产（亿元）	0.10	0.52	1.47	2.12	3.31
商誉（亿元）	—	1.21	5.08	4.95	4.85
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.08	0.73	1.90	2.76	3.19
期末全部受限资产评估价值（亿元）	0.08	0.73	1.90	2.76	3.19
期末抵质押融资余额（亿元）	—	0.08	1.18	1.60	0.55
受限资产账面余额/总资产	2.13%	7.60%	7.75%	8.59%	8.29%

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

随着该公司经营规模的扩大，其资产规模也保持快速增长态势。2015~2017 年末，公司资产总额分别为 24.52 亿元、32.10 亿元和 38.45 亿元，资产规模呈稳步上升趋势。其中，流动资产占总资产比例分别为 38.41%、42.37%及 44.84%，流动资产和非流动资产比例基本稳定。

从流动资产构成情况看，2015~2017 年末，该公司流动资产余额分别为 9.42

亿元、13.60 亿元和 17.24 亿元，主要由货币资金、应收账款和存货构成。同期末，公司货币资金分别为 1.62 亿元、2.29 亿元和 2.14 亿元；应收账款余额分别为 2.73 亿元、3.88 亿元和 5.40 亿元，2017 年末余额较大，主要是新合新下半年销量增加，账期内应收账款增加所致；存货余额分别为 4.31 亿元、6.08 亿元和 7.79 亿元，近年末余额增长较快，其中公司库存商品增幅较大。2017 年 11 月工信部等发布了《关于做好京津冀及周边地区医药企业 2017-2018 年采暖季错峰生产的通知》，对北京及周边 28 城市原料药企实行错峰生产和交替停产措施，时间从 2017 年 11 月 15 日至 2018 年 3 月 15 日。子公司利华制药、科益丰在限产企业范围内，公司第四季度提前加大生产，以满足限产时段和 2018 年度第二季度销售需求，因而 2017 年末库存产成品大幅增加。

从非流动资产构成来看，2015~2017 年末，该公司非流动资产余额分别为 15.10 亿元、18.50 亿元和 21.21 亿元。由于公司近年投资并购活动较多，因此非流动资产主要集中于固定资产、在建工程和商誉等。同期末，公司固定资产余额分别为 7.25 亿元、8.95 亿元和 11.11 亿元，主要是常德分公司、子公司津泰达购入的湖南雪丽造纸有限公司拍卖资产及子公司新合新购置生产设备转入固定资产所致；在建工程分别为 0.63 亿元、0.68 亿元和 0.69 亿元，主要系子公司鸿鹰生物 VB12 生产线建设及子公司利华制药 GMP 改造项目工程投资增加所致；商誉资产分别为 5.08 亿元、4.95 亿元和 4.85 亿元，其中公司并购鸿鹰生物形成商誉 1.21 亿元、并购新合新形成商誉 3.16 亿元、并购利华制药形成商誉 0.42 亿元。近年并购事项形成了较大规模的商誉，其中利华制药的经营业绩不甚理想，使公司面临一定的商誉减值风险。

截至 2017 年末，该公司受限资产账面价值合计 3.19 亿元，主要是子公司新合新、利华制药及鸿鹰生物使用部分房屋及建筑物、土地使用权和生产设备向银行取得担保借款等，此外公司存在 0.26 亿元汇票保证金使用受限。

## 5. 流动性/短期因素

图表 25. 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 (%)	358.39	335.08	123.12	167.19	123.77
速动比率 (%)	289.18	275.42	62.20	88.42	60.93
现金比率 (%)	182.33	84.45	22.53	30.22	16.41

资料来源：根据溢多利所提供数据整理

近年来，该公司流动资产平稳增长，而流动负债增长较快，资产流动性呈现下降趋势。2015~2017 年末，公司流动比率分别为 123.12%、167.19%和 123.77%，速动比率分别为 62.20%、88.42%和 60.93%。公司资产主要集中在固定资产、无形资产和商誉等，变现能力较弱，整体流动性偏弱。

## 6. 表外事项

截至本评级报告出具日，该公司不存在重大或有事项。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司母公司主要从事饲料用酶制剂的生产、研发及销售。截至 2017 年末，母公司资产总额为 23.76 亿元，所有者权益 17.21 亿元；2017 年度实现营业收入 3.57 亿元，净利润 0.04 亿元。

## 外部支持因素

### 1. 国有大型金融机构支持

截至 2017 年末，该公司获得工农中建交五大商业银行提供的综合授信总额为 7.40 亿元，占公司合并口径授信总额的 48.59%。其中，公司已用贷款授信规模 5.09 亿元，尚余额 2.31 亿元，利率区间为 4%~6%之间。公司与中国银行、工商银行等保持了较好的合作关系，拥有较为多样的债务融资渠道。

图表 26. 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）	15.23	15.23	11.67/3.56	4%-6%	抵押、担保
其中：国家政策性金融机构（亿元）	—	—	—	—	—
工农中建交五大商业银行（亿元）	7.40	7.40	5.09/2.31	4%-6%	抵押、担保
其中：大型国有金融机构占比（%）	48.59	48.59	43.62/64.89	—	—

资料来源：根据溢多利所提供数据整理（截至 2017 年末）

## 债项信用分析

### 1. 偿付保障措施

#### (1) 核心业务盈利保障

近年来，该公司并购了多家企业，总体经营规模有所扩张。2015~2017 年度，公司分别实现营业收入 7.03 亿元、15.12 亿元和 14.99 亿元，年复合增长率为 45.99%；利润总额分别为 0.94 亿元、1.59 亿元和 1.24 亿元，年复合增长率为 14.96%。其中，2017 年公司生物酶制剂板块业务受市场竞争和价格下降等因素影响，销售规模有所下降；生物酶制剂产品的部分工厂二季度设备停产检修，导致生产成本上升。整体而言，公司核心业务盈利尚属稳定，能对本次债券偿付提供一定保障。

#### (2) 偿债资金来源保障

该公司是深圳证券交易所上市公司，具备资本市场融资渠道。同时，公司还与银行保持了较好的合作关系。截至 2017 年末，公司合并口径获得的银行

授信额度共计 15.23 亿元，其中尚未使用授信额度为 3.56 亿元。此外，公司货币资金存量较为充裕，截至 2017 年末公司非受限货币资金余额为 1.88 亿元，可为本次债券偿付提供一定支撑。

## 评级结论

该公司为民营上市公司，产权状况较清晰稳定。公司是我国最早生产饲用酶制剂的企业之一，通过横向收购鸿鹰生物，扩宽了酶制剂产品的应用领域；通过收购新合新和利华制药，进一步将医用酶制剂延伸至下游制药行业，并打通了甾体激素医药制造的产业链。目前，公司的主营业务为甾体激素类原料药产品及生物酶制剂产品研发、生产和销售，所并购企业并表后公司经营规模实现了较大幅增长。从细分业务来看，公司医药制造业务得益于产业链向下游（从中间体到原料药到制剂）的不断延伸和完善，毛利水平逐年上升；生物酶制剂业务通过坚持自主研发投入，保持了较高的毛利水平。公司现阶段整体盈利状况基本依靠主业经营，但多元化发展对其经营管控及各业务间的整合协同提出了较大挑战，公司面临的整合压力仍较大。

近年来，该公司进行并购活动并进行产能建设，债务规模不断增大，所并购企业亦存在商誉减值风险。且刚性债务结构偏短期，面临一定即期债务偿付压力。公司通过非公开发行股票等方式提升资本实力，财务杠杆仍维持在相对合理水平。根据运营规划，仍有一定规模的资本支出需求，公司拟将通过银行借款、发行债券的形式获取资金，未来财务杠杆水平或将进一步上升。公司应收账款及存货占款规模快速增长，经营效率有所下滑，在赊销环节信用风险管理方面面临压力。截至 2017 年末，公司非受限货币资金存量较大，加之融资渠道较为畅通，可为到期债务偿付提供一定支撑。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

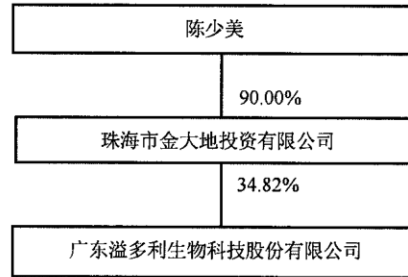
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

### 公司与实际控制人关系图

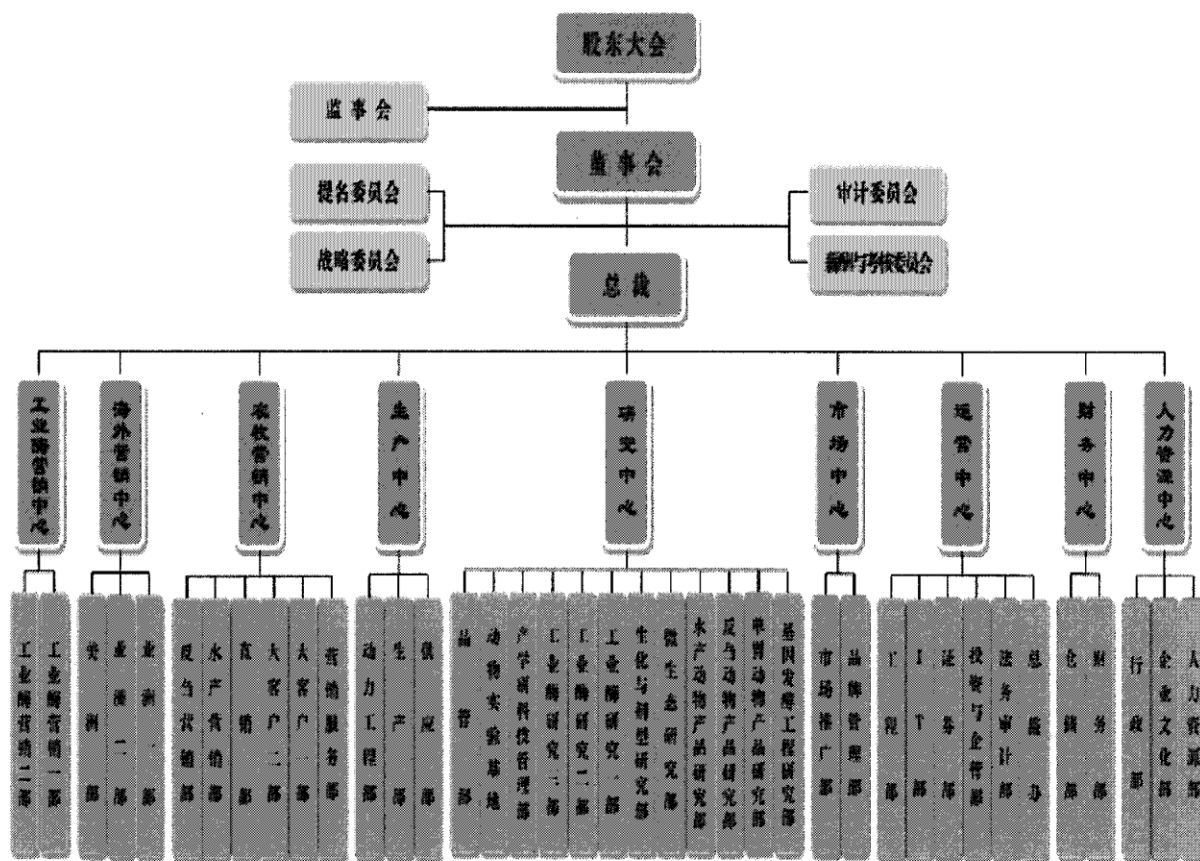


注：根据溢多利提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）



附录二：

公司组织结构图



注：根据溢多利提供的资料绘制（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(万元)					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金流量净流入量	
珠海市金大地投资有限公司	金大地投资	公司之控股股东	—	投资管理	114,327.18	224,645.48	150,048.09	9,151.33	-2,000.53	
广东溢多利生物科技股份有限公司	溢多利	本级	—	饲料酶制剂生产、销售	51,577.04	172,127.51	35,712.95	419.53	-7,408.20	
内蒙古溢多利生物科技有限公司	内蒙古溢多利	一级子公司	100.00%	工业生产	—	7,272.96	8,769.76	730.57	270.39	
湖南鸿鹰生物科技有限公司	鸿鹰生物	一级子公司	90.24%	酶制剂生产、销售	9,100.00	15,351.54	29,057.74	1,867.58	4,675.45	
湖南新鸿鹰生物工程有限公司	新鸿鹰生物	二级子公司	90.24%	酶制剂生产、销售	—	6,988.02	20,725.72	1,386.16	931.31	
湖南新合新生物医药有限公司	新合新	一级子公司	70.00%	生物医药	47,809.52	45,678.35	79,927.68	9,251.14	-1799.24	
湖南成大生物技术有限公司	湖南成大	二级子公司	70.00%	医药	5,000.00	13,739.53	27,433.84	1,058.25	1,831.89	
湖南诺凯生物医药有限公司	诺凯生物	二级子公司	70.00%	医药	500.00	2,462.01	9,676.11	-107.35	-453.44	
长沙开源化工有限公司	开源化工	三级子公司	70.00%	化工	—	102.48	—	10.08	0.70	
北京市科益丰生物科技发展有限公司	科益丰生物	二级子公司	70.00%	医药	1,020.14	10,884.28	11,052.61	2,390	-320.38	
北京法莫斯达制药科技有限公司	法莫斯达制药	三级子公司	61.09%	医药	—	-979.59	-39.56	-984.70	50.63	
河南利华制药有限公司	利华制药	一级子公司	100.00%	生物医药	8,200.00	29,144.08	41,309.34	2,137.77	661.45	
珠海瑞康生物科技有限公司	瑞康生物	一级子公司	100.00%	酶制剂生产、销售	—	7986.81	30.60	-474.09	-15.74	
珠海溢多利动物药业有限公司	珠海溢多利	一级子公司	70.00%	酶制剂生产、销售	—	-32.32	—	-10.00	-2.62	
湖南津泰达投资发展有限公司	津泰达投资	一级子公司	100.00%	房地产开发、纸制品的生产与销售	—	-175.32	—	-174.62	280.10	

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(万元)				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
湖南龙腾生物科技有限公司	龙腾生物	二级子公司	49.00%	医药	—	2,119.23	6,251.84	-399.48	1,449.73	
湖南格瑞生物科技有限公司	格瑞生物	一级子公司	100.00%	酶制剂生产、销售	—	-16.46	—	-16.31	17.13	
湖南科益新生物医药有限公司	科益新生物	一级子公司	100.00%	生物医药产品的技术开 发、技术转让等	—	-41.79	—	-41.67	1411.93	
湖南康捷生物科技有限公司	康捷生物	二级子公司	100.00%	酶制剂生产、销售	—	-37.14	—	-37.03	1472.18	

注：根据溢多利 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 年度	2016 年度	2017 年度
资产总额[亿元]	24.52	32.10	38.45
货币资金[亿元]	1.62	2.29	2.14
刚性债务[亿元]	5.85	7.55	11.67
所有者权益[亿元]	14.16	20.55	20.90
营业收入[亿元]	7.03	15.12	14.99
净利润[亿元]	0.80	1.45	1.05
EBITDA[亿元]	1.41	2.95	2.91
经营性现金净流入量[亿元]	0.54	-0.44	-0.04
投资性现金净流入量[亿元]	-3.67	-4.75	-3.35
资产负债率[%]	42.27	35.99	45.64
权益资本与刚性债务比率[%]	242.14	272.05	179.13
流动比率[%]	123.12	167.19	123.77
现金比率[%]	22.53	30.22	16.41
利息保障倍数[倍]	11.37	4.90	3.32
担保比率[%]	—	—	—
营业周期[天]	350.60	286.35	400.14
毛利率[%]	46.61	39.33	41.22
营业利润率[%]	12.56	8.99	7.64
总资产报酬率[%]	6.03	7.04	5.03
净资产收益率[%]	7.64	8.37	5.06
净资产收益率*[%]	7.33	7.11	4.19
营业收入现金率[%]	93.32	108.01	104.09
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	12.05	-5.59	-0.40
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-47.61	-47.41	-23.33
EBITDA/利息支出[倍]	15.55	7.27	5.46
EBITDA/刚性债务[倍]	0.41	0.44	0.30

注：表中数据依据溢多利经审计的 2015~2017 年度财务数据整理、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：

## 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实地调查和诚信义务，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。

本信用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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，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）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于2014年6月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。



# 营业执照

统一社会信用代码 91310110132206721U

证照编号 10000000201608180124

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

类型 有限责任公司(国内合资)

住所 上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22

法定代表人 朱荣恩

注册资本 人民币3000.0000万元整

成立日期 1992年7月30日

营业期限 1992年7月30日至长期

经营范围 资信服务, 企业资产评估, 企业管理, 债券评估, 为投资者提供  
投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。  
【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2016年08月18日



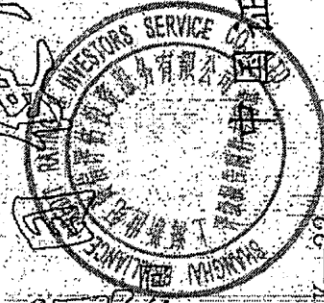
# 项级信用

## 中华人民共和国信用

# 证券市场资信评级业务许可证

## 项级信用

公司名称: 上海新世纪资信评级有限公司  
 业务许可种类: 证券市场资信评级业务  
 法定代表人: 朱荣恩  
 注册地址: 上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22  
 编号: ZPJ003

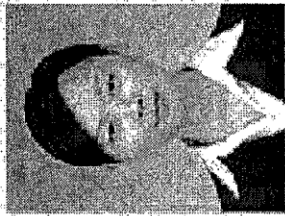


2012年11月2日



# 中国证券业执业证书

## 执业注册记录



证书取得日期 2015-01-21

证书有效截止日期 2019-12-31

姓名: 陈婷婷

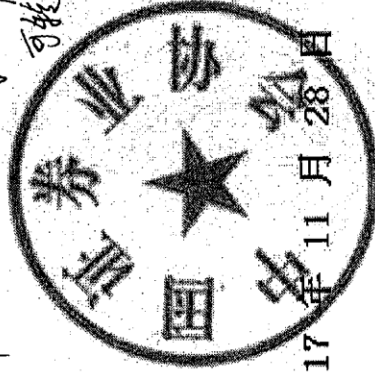
性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号: R0070215010002

仅用于广东溢利生物科技股份有限公司2008年公开发行  
可转换公司债券

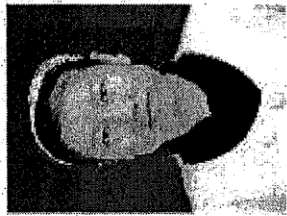


2017年11月28日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

# 中国证券业执业证书

## 执业注册记录



证书取得日期 2015-06-14 证书有效截止日期 2019-12-31

姓名: 王婷亚

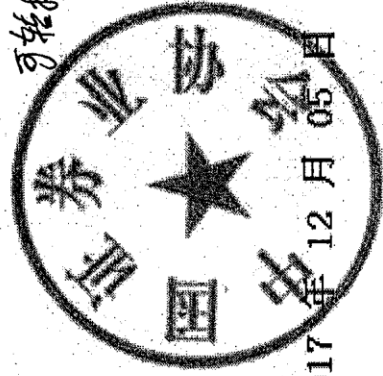
性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号: R0070215060002

仅用于广东溢多利科技股份有限公司2008年公开发行的可转换公司债券



2017年12月05日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。