

海南海药股份有限公司
2017 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)

跟踪评级报告

主体信用等级： AA 级

债项信用等级： AA 级

评级时间： 2017 年 7 月 20 日



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.

海南海药股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券 (第一期) 跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2017]100795】

存续期间

五年期债券 13 亿元人民币, 2017 年 6 月 23 日—2022 年 6 月 23 日

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	AA 级	稳定	AA 级	2017 年 7 月
首次评级:	AA 级	稳定	AA 级	2016 年 11 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	1.34	2.15	1.58	5.64
刚性债务	11.37	11.70	17.99	20.45
所有者权益	11.87	16.57	48.76	48.72
经营性现金净流入量	-3.17	3.02	-3.89	-0.34
合并数据及指标:				
总资产	36.73	48.82	96.07	103.98
总负债	19.45	23.46	39.77	46.08
刚性债务	15.09	17.08	30.12	43.93
所有者权益	17.28	25.37	56.30	57.90
营业收入	13.43	16.44	15.09	4.07
净利润	1.71	1.98	1.59	0.64
经营性现金净流入量	0.15	1.42	-0.18	-0.67
EBITDA	3.57	4.04	4.02	—
资产负债率[%]	52.95	48.04	41.40	44.32
权益资本与刚性债务 比率[%]	114.55	148.51	186.89	131.79
流动比率[%]	159.42	173.55	226.89	189.37
现金比率[%]	86.14	91.97	120.87	91.93
利息保障倍数[倍]	2.90	3.03	2.58	—
净资产收益率[%]	10.28	9.27	3.90	—
经营性现金净流入量与 负债总额比率[%]	0.78	6.60	-0.56	—
非筹资性现金净流入量与 负债总额比率[%]	13.13	-23.88	-118.31	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.34	3.52	3.28	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.25	0.17	—

注: 根据海南海药经审计的 2014~2016 年及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

贾飞宇 王婷亚

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

Tel: (021)63501349 63504376

Fax: (021)63500872

E-mail: mail@shxsj.com

<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

跟踪期内,受市场需求变化及环保监察因素影响,海南海药营业收入、利润均有所下滑。但公司目前主导产品均已形成了较为完善的产业链,具有较高的市场知名度和市场占有率。公司资产流动性较好,货币资金存量充足,能够为即期债务的偿付提供一定保障。

- 海南海药主要产品头孢西丁、肠胃康和紫杉醇在其细分市场领域均具有较强的竞争优势并保持了较强的盈利能力。
- 海南海药已经形成了相对完整的头孢中间体-原料药-制剂产业链和紫杉醇产业链。公司产业链的延伸不仅能够提高竞争能力和盈利能力,还能够对自身的原料供应和产品质量起到保障作用。
- 海南海药有较强的技术研发能力,近年来推出的多个产品已实现了较好的销售业绩。但跟踪期内公司计提了大额坏账损失,一定程度上影响了净利润的增长。
- 除通过银行借款和发行债券融资外,2015 年及 2016 年海南海药两次通过定向增发募集资金,资本实力得到增强,资本结构进一步优化。
- 跟踪期内得益于定向增发募集资金的到位,海南海药资产负债率有所下降,目前仍处于较低水平;同时流动比率上升,整体财务结构趋于稳健。
- 跟踪期内,海南海药对外股权投资规模大幅增加。若相关投资回报无法达到预期,可能会对公司偿债能力和盈利能力产生负面影响。
- 国家发改委不断出台各类药品降价政策,对海南海药药品的出厂价格调整造成一定的压力。另外不排除未来国家进一步出台更严厉限抗措施的可能。
- 海南海药原料及中间体在建、拟建产能规模较大,考虑到公司现有产能暂未充分利用,后续

本报告表述了新世纪评级对海南海药及其发行的本期债券的评级观点,并非引导投资者买卖或持有海南海药发行的金融产品或债权人向海南海药授信、放贷、赊销的一种建议。报告中引用的资料主要由海南海药提供,所引用资料的真实性由海南海药负责。

新增产能能否顺利消化存在一定的不确定性。

- 海南海药现有刚性债务规模较大且扩张速度较快，同时经营活动现金流表现欠佳，面临一定的偿债压力。
- 海南海药控股股东南方同正已将其持有的几乎全部公司股权办理了质押，需关注股权质押可能导致的公司实际控制人变更风险。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司



跟踪评级报告

按照海南海药股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据海南海药股份有限公司（以下简称“海南海药”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2016 年度财务报表，对海南海药的财务状况、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，得出跟踪评级结论。

一、债券发行情况

该公司于 2017 年 6 月发行了本金为 13 亿元人民币的本期公司债券，并于 2017 年 6 月在深交所上市交易（债券代码“112533.SZ”，债券简称“17 海药 01”），发行期限为 5 年。本期债券按年付息，到期一次还本，利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。本期募集资金全部用于优化债务结构及补充流动资金。

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

跟踪期内该公司股权结构未发生变化。截至 2016 年末，刘悉承家族通过深圳市南方同正投资有限公司（简称“南方同正”）持有公司 34.08% 的股权，为公司实际控制人¹。公司于 2017 年 5 月发布公告，刘悉承为进一步巩固控股控东地位，拟通过要约收购除南方同正所持股份外的其他无限售条件的流通股所持的 1.34 亿股份²。截至 2017 年 6 月末，要约收购股份已全部过户完毕，收购完成后合计持有公司 44.08% 股权。此外，根据公司 2017 年 6 月、发布的公告显示，南方同正持有的公司股权中，已有 98.99% 办理了质押登记，存控股股东股权变更风险。公司产权状况详见附录一。

跟踪期内，该公司有少量原材料向关联方采购，2016 年关联采购形成的关联交易金额 0.28 亿元，占采购总额的 4.76%，关联交易金额较小，

¹ 根据公司 2017 年 6 月 1 日发布的公告显示，南方同正持有的公司股权中，已有 98.99% 办理了质押登记。

² 本次要约收购提示性公告日前 30 个交易日内，海南海药股票每日加权平均价格的算术平均值为 13.3599 元/股。本次要约收购的要约价格为 14.50 元/股。

对公司业务运营影响有限。公司 2016 年末对关联方担保余额 1.64 亿元，期末担保比率 2.91%，且被担保企业经营情况正常，或有损失风险相对可控。

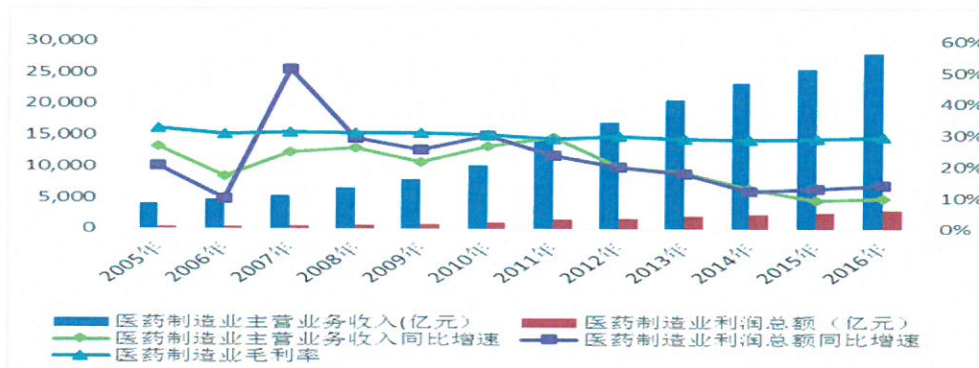
2016 年，该公司财务报表合并范围增加 8 家子公司，分别为力声特美国股份有限公司、郴州市第一人民医院东院有限公司、海南海药投资有限公司、鄂州康禾医院管理有限公司、湖南柳城中药饮片有限公司、湖南养身堂贸易有限公司、湖南海怀茯苓有限公司及湖南海涟湘玉中药材产业发展有限公司；另外，因股权转让合并范围减少海南南方君合药业有限公司及重庆市忠县同正小额贷款有限责任公司（简称“同正小贷”）2 家子公司。

此外，该公司于 2016 年 9 月向南方同正和其他投资者非公开发行股份合计 2.45 亿股股份，募集资金总计 30.00 亿元³，募集资金净额 29.58 亿元（其中计入实收资本 2.45 亿元，计入资本公积 27.12 亿元）。2016 年末公司注册资本由上年末的 10.91 亿元增长至 13.36 亿元。

（二）业务运营

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收入及利润总体呈持续增长趋势，但是其增速下降，呈现放缓状态。2011~2016 年，我国医药制造业的销售收入从 14,522.05 亿元增长至 28,062.90 亿元，年复合增长率为 14.08%；利润总额从 1494.30 亿元增长至 3,002.90 亿元，年复合增长率为 14.98%。

图表 1. 2005 年以来我国医药制造业销售收入及盈利情况



资料来源：Wind 资讯

³ 本次非公开发行募集资金将用于远程医疗服务平台项目,海南海药生物医药产业园项目,湖南廉桥药都中药材仓储物流交易中心项目,投入资金总额分别为 17.00 亿元、7.00 亿元和 6.00 亿元。

近年来，我国不断出台质量及环保政策及规范，加强对医药行业的监管。医药质量方面，《2010 年版药典》、《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》、《国家药品安全十三五规划》和《仿制药质量一致性评价工作方案（征求意见稿）》⁴等行业政策要求不断提高了医药制造业的准入门槛，有技术优势和规模优势的企业有更好的市场空间，但是医药制造企业的技改投入也增加了其运营成本。伴随着新版 GMP（2015）认证的收官，药品生产企业将迎来一场洗牌。2017 年 2 月，国家食药监总局发布的《2016 年全国收回药品 GMP 证书情况统计表》数据显示，2016 年全国共有 162 家药企 170 张 GMP 证书被收回，较 2015 年的 140 家药企 144 张 GMP 证书被收回情况数量有所提升。环境保护方面，随着 2015 年 1 月 1 日新版《环境保护法》正式实施，对于存在环保风险的医药生产企业来说，必须要进行安装和升级环保设备设施，否则就会受到严厉的处罚。一系列医药质量控制政策的出台将进一步促进医药行业资源向优势企业集中，淘汰落后生产力；并且有利于调整医药经济结构，以促进产业升级。

多年以来国家对于医药行业进行持续的治理整顿，大规模降低药价数十次，但药价虚高的问题仍十分突出，消费者的医疗负担仍较重。2014 年 5 月，国家发改委发布《发改委定价范围内的低价药品目录》，共涉及 533 个品种、1154 个剂型。同时，明确了目录内的药品将取消政府制定的最高零售价，由生产者根据成本和市场供应自行制定销售价格。2015 年 5 月，国家发改委、国家卫生计生委等部门联合下发《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，其中指出从 2015 年 6 月 1 日起除麻醉药品和第一类精神药品外，国家取消药品政府定价，从完善药品采购机制、强化医保控费作用、强化医疗行为监督、强化价格行业监管等方面加强监管，发挥医保支付基准价的引导作用，由市场竞争形成药品实际成交价格，并使药品市场价格保持在合理水平。长期来看，取消药品政府定价后，受药品招标采购和医保控费机制的综合制约，大部分药品价格仍呈下降趋势，医药制造企业利润空间将受到挤压。

总体来看，医药行业趋于集中，制度规范和行业结构对大型医药企业形成利好。虽然该公司拥有数个较为突出的产品，也已完成部分生产线的新版 GMP 改造，但在收入规模上与一线药企存在较大差距，进一步扩增收入规模、扩大产品线、延伸产业链将是公司未来较长一段时间内的主要发展路径。

⁴ 2016 年 3 月 5 日，国务院办公厅发布了《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》（国办发[2016]8 号）提出仿制药必须和原研药具有相同的活性成分、剂型、给药途径和治疗作用，并要求 2017 年 10 月 1 日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在 2018 年底前完成一致性评价。

抗感染类药物是医院用药市场中使用金额占比较大的品种，种类包括 β 内酰胺类（如青霉素、头孢菌素）、氨基糖苷类（如庆大霉素）、大环内酯类（如红霉素、阿奇霉素）及喹诺酮类等。根据生产方式的不同可分为发酵合成和全合成，根据分子结构的不同又可分为青霉素 6-APA、头孢 7-ADCA、头孢 7-ACA、硫红霉素和碳青霉烯类等。公司已实现了从中间体到基础原料药，再到多品种制剂的产业链生产，有利于发挥公司整体技术优势和产品结构优势，增强其市场竞争力和抗风险能力。

我国存在较严重的抗生素滥用问题，卫生部数据曾显示，我国 68.9% 的住院病人使用抗菌药物，37.0% 的病人联合使用抗菌药物，平均 100 个患者 1 天消耗 80.1 人份的抗菌药物，是世界卫生组织发布的全球平均值的一倍多。重复和不合理使用抗生素不仅会对用药个体造成不良影响，同时还会导致病菌产生耐药性。因此近年来我国采取了多项措施治理抗生素滥用问题，《抗菌药物临床应用指导原则》和《卫生部办公厅关于抗菌药物临床应用有关问题的通知》等政策的出台，在一定程度上遏制了抗生素的滥用。2012 年 8 月，《抗菌药物临床应用管理办法》（市场称其为“限抗令”）的正式实施标志我国抗菌药物临床应用正式进入分级管理阶段，2015 年 8 月国家卫生和计划生育委员会发布《关于印发抗菌药物临床应用指导原则（2015 年版）的通知》和《关于进一步加强抗菌药物临床应用管理工作的通知》，对抗菌药物的临床应用管理进一步升级。“限抗令”的颁布实施，有助于规范抗生素药物市场，对抗生素药物市场影响巨大，会对大部分类别的抗菌药物市场增长起到抑制作用，尤其是使用过于广泛的广谱品种或安全性较差的品种，如青霉素类等。限抗令的实施以及抗生素药品降价对该公司的抗生素业务销售和产品盈利性构成一定程度的不利影响。

伴随着限抗政策的出台，我国抗生素市场用药金额下滑明显，但由于抗生素是医药市场上的重点产品，有着刚性需求，近年限抗政策影响逐步减小。目前，我国在抗菌药物使用管理、医疗结构调整以及医院和零售药店自律方面均有了明显改善，抗感染药物市场得到有效规范，副作用较大的老药被逐渐淘汰，抗生素市场步入新常态化的良性发展轨道。据中康 CMH 监测，2015 年我国全身性抗细菌药市场规模达到 2119 亿元，其中，抗生素市场规模 1861 亿元，同比增长 8.4%。

从产品的市场竞争地位看，该公司头孢西丁钠、头孢唑肟钠、肠胃康颗粒、紫杉醇等产品在行业内排名靠前，公司目前通过向上游延伸产业链，进一步增强自身的市场竞争力。

该公司现有医药产品种类包括肠胃康、头孢制剂系列、原料药及中间

体以及其他品种等，其他品种主要包括紫杉醇、注射用氨曲南和注射用维生素 C 等。2016 年及 2017 年第一季度，公司营业收入分别为 15.09 亿元和 4.07 亿元，分别同比变动-8.20%和 8.44%。公司 2016 年营业收入有所下降，主要系子公司盐城开元医药化工有限公司（简称“盐城开元”）及重庆天地药业有限责任公司（简称“天地药业”）受环保监察因素影响于 2016 年 7-8 月停产及原料药粗加工大宗产品需求减少等因素影响，致使原料药及中间体收入下滑所致。

图表 2. 公司主要产品业务收入情况（单位：万元）

	产品名称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
医药	头孢制剂系列	40114.59	36239.80	35657.68	13925.33
	原料药及中间体	41846.55	65519.47	35785.28	4464.41
	肠胃康	18687.3	20275.90	17215.74	7795.50
	医疗服务费	—	—	1785.53	2392.73
	其他品种 ⁵	33091.11	41255.89	56222.39	11646.98
医疗器械	人工耳蜗	—	960.24	2100.16	382.19
金融服务	小额贷款	4145.33	3445.67	3502.68	—
合计		137884.88	167696.97	152269.46	40607.15

数据来源：海南海药

该公司目前已具备生产关键头孢中间体技术，形成“中间体—原料药—制剂”的产业链。跟踪期内，公司成本控制较好，头孢制剂、原料药及中间体业务毛利率有所提升，其他业务毛利率水平呈一定波动，综合毛利率呈增长趋势。2016 年，公司实现综合毛利率 53.81%，较上年同比增长 10.27 个百分点。

图表 3. 公司主要产品毛利率变动情况

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
头孢制剂系列	47.29%	43.91%	44.97%	55.96%
原料药及中间体	12.50%	17.03%	20.26%	21.03%
肠胃康	84.14%	85.18%	83.21%	82.56%
医疗服务费	—	—	1.31%	8.51%
其他品种	45.46%	59.53%	69.97%	51.72%
综合毛利率	42.87%	43.54%	53.81%	53.33%

资料来源：海南海药

头孢类制剂为该公司最主要的抗生素产品，产品销售以大医院为主，受“限抗令”因素影响，2016 年公司头孢类产品销售收入有所下降。2017 年第一季度，公司加大了基层医药的销售力度，在分级诊疗行业政策带动下，

⁵ 非头孢类抗生素如氨曲南、美罗培南等产品销售收入计入其他品种。

公司头孢制剂销售收入有所增长。2016 年及 2017 年第一季度公司头孢制剂销售收入分别为 3.57 亿元和 1.39 亿元，分别同比变动-1.61%和 28.99%。随着产品结构的调整和头孢产业链的延伸、头孢制剂产品利润空间得到扩大。2016 年及 2017 年第一季度头孢制剂毛利率分别为 44.97%和 55.96%。

原料药和中间体产品方面，受盐城开元环保监察停产及原料药粗加工大宗产品需求减小因素影响，2016 年该公司原料药和中间体销售收入呈一定幅度下滑。2017 年，公司原料药及中间体客户产品需求集中于下半年，致使第一季度公司原料药及中间体产品收入进一步下滑，同期分别实现营业收入 3.58 亿元和 0.45 亿元，分别同比变动-45.38%和-120.46%。受原料价格下降影响，公司原料药及中间体毛利率分别为 20.26%和 21.03%，呈上升趋势。

肠胃康为该公司传统产品，已被列入多地基药目录。跟踪期内肠胃康产品下由于部分区域招标延迟开标影响，收入呈一定波动。2016 年及 2017 年第一季度，分别实现营业收入 1.72 亿元和 0.78 亿元，分别同比变动-15.09%和 6.95%；同期该产品毛利率分别为 83.21%和 82.56%，为公司盈利能力最强的产品。

该公司其它产品主要涵盖注射用美罗培南、注射用氨曲南、注射用维生素 C 粉针制剂、阿莫西林、健阳片、红宝太和胶囊等普药和保健品等。跟踪期内，依托内部充足的原材料供应和成本优势，公司其他产品销售情况较好，营业收入及毛利水平均呈增长态势。2016 年及 2017 年第一季度，公司其他产品销售收入分别为 5.62 亿元和 1.16 亿元，分别同比变动 36.28%和 11.50%；同期毛利率分别为 69.97%和 51.72%。

该公司主要有两个生产基地：其中重庆的天地药业主要从事原料药和中间体生产以及紫杉醇植物提取等，已具备头孢类原料药主要品种的生产技术和工艺装备。海口市制药厂主要从事头孢类抗生素制剂、紫杉醇制剂和枫蓼肠胃康制剂的生产。公司头孢制剂系列和紫杉醇制剂所需的原料药和粗品等原料基本由天地药业生产并供货，天地药业剩余产能主要用于对外销售。天地药业产品外销及内销收入占比分别为 51.61%和 48.39%。公司整体产能利用情况较高，但 2016 年公司产品产能利用率出现不同程度下滑，主要原因系受“分级诊疗”、“限抗令”、“两票制”、“招投标制”等医药环境变化及客户需求转变影响，公司产品需求结构及销售策略出现不同程度变动，致使公司头孢粉针、普通粉针等产品销量下滑；另外，受天地药业及盐城开元停产因素影响，原料药产量下降造成产能利用不足。由于公司产品生产实行以销定产的方式，2017 年第一季度，公司加大了在基层医

疗推广力度，整体药品产销量均有所增加，相关产能利用情况均有所恢复。

图表 4. 公司产能利用率情况（单位：%）

产品名称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
头孢粉针	91.87	89.57	67.30	82.20
普通粉针	86.20	83.99	66.30	88.00
颗粒剂	125.02	88.65	83.70	70.60
片剂	77.65	88.80	62.70	86.90
胶囊剂	124.91	87.83	79.00	80.60

数据来源：海南海药

采购方面，该公司根据年度生产计划，对原材料（主要是生产中间体所用的工业用盐等化工产品和部分尚不能自产的医药中间体）、包装材料等物料的全年需求进行统计，从而制定年度采购、生产计划。对于自产不能满足的原材料和包材，公司主要通过质量、价格、售后服务等多方面进行综合比较后确定主要供应商进行采购。公司采购货款结算以电汇、应收票据为主，平均账期为 3 个月。公司现有供应商中比较大的有上海华方科泰医药有限公司、湖南省医药有限公司、哈药集团制药总厂等，2016 年前五大供应商占年度采购金额的 42.04%。

跟踪期内，该公司营销模式未发生变化，仍采取代理分销、临床学术推广销售、零售终端销售和国际贸易销售四种方式相结合的销售方式。公司目前产品销售区域主要集中于西南、华东、中南和华北地区，这四个区域近年来销售占比一直维持在 90% 左右，整体销售情况良好。销售结算上，公司产品销售账款一般为 3 个月，少量销往乡镇市场的低端药品则以现款结算，近年来为应对激烈的市场竞争，公司实际销售账期有所拉长，同时票据结算规模扩大，使得公司面临了较大的资金压力。此外，为适应分级诊疗等医药政策下不断增长的基层医疗需求，2017 年以来公司加大了对基层医疗的销售支持和力度，产品销量有所增加。

跟踪期内，该公司核心技术人员近年先后申请了多项新产品、新技术发明专利，并取得专利申请号或授权。2016 年开展化药新复方制剂 2 项，仿制药研究 12 项，一致性评价研究 5 项；取得化药 1.1 类氟非尼酮、化药 3.1 类多立培南、化药 3.1 类替比培南酯临床批件 3 个；化药 6 类仿制药 BE 试验批件 2 项（以品种计），截至 2016 年年末已获得各项专利 82 项，其中 2016 年新获得发明专利 3 项。2016 年公司研发投入 0.61 亿元，较上年同比增长 66.51%；研发投入占营业收入比例比重的 4.07%，较上年增长 1.83 个百分点。除了多年以前研发成功的头孢西丁、紫杉醇、肠胃康等产

品外,近年来公司新研发的注射用维生素 C、注射用氨曲南、注射用美罗培南等其产品也实现了较好的销售业绩。2016 年及 2017 年第一季度,公司其他产品分别实现了 36.28%和 12.99%的增长。

该公司其他业务主要包括医疗器械产品,主要为人工耳蜗产品。2015 年下半年人工耳蜗厂房搬迁完成并恢复生产,可同时生产 REZ-I 和 REZ-II 型产品,目前在销产品主要为 REZ-I 型,2016 年人工耳蜗产品实现销售收入 0.21 亿元。人工耳蜗产品由于单价较高,产品销售在一定程度上依赖于国家医保的覆盖面,销售情况有待进一步观察。

该公司金融服务板块的收入全部来源于子公司同正小贷⁶。为聚焦公司战略,专注医药及医疗大健康业务,公司已于 2016 年 12 月将同正小贷 30% 股权以 0.37 亿元交易作价转出,转让完成后公司共持有同正小贷 20% 股权,成为参股公司,当年公司未取得同正小贷分红收益。

2016 年 9 月,该公司定向增发募集资金方案获得证监会批复,公司拟将募集资金用于包括远程医疗服务项目⁷、海南海药生物医药产业园项目⁸和湖南廉桥药都中药材仓储物流交易中心项目⁹及 65 吨医药产业园建设¹⁰。目前公司在建项目计划总投资金额 44.96 亿元,截至 2016 年末已投资 4.64 亿元,资金来源包括自筹、金融机构贷款和募集资金等,公司后续仍有较多资金投入需求,需关注相关资金获取压力。

⁶ 截至 2016 年末,同正小贷资产总额为 4.10 亿元,负债总额 2.87 亿元;2016 年实现营业收入 0.35 亿元,实现净利润-90.31 万元,公司未提供同正小贷放贷明细信息。

⁷ 远程医疗服务项目将在四川、重庆、西藏、云南等地分批推广实施,项目建设周期 36 个月,总投资 17.03 亿元,经测算,项目财务内部收益率为 15.04%,投资回收期 7.97 年,建设成功后将为基层医疗机构提供远程诊断诊疗服务,促进省级医疗技术资源下沉,有效提高基层医疗机构专业技术水平和服务能力。

⁸ 海南海药生物医药产业园项目将在海口市制药厂有限公司原有厂区内实施,建设内容包括生物制药、抗生素制剂及普通制剂等车间、生产设备、综合仓库、办公、质检及公用辅助设施设备,配套建设给排水、电气、消防、道路、停车场、绿化等。其中生产线共计 9 条,建工完成后将新增注射用头孢西丁钠及注射用头孢唑肟钠年产 8000 万支、头孢呋辛钠 8000 万支、注射用维生素 C 8000 万支、安曲南 8000 万支、单克隆抗体冻干粉针剂 5 万份、盐酸苯达莫司汀冻干粉针剂 200 万支、紫杉醇注射液 200 万瓶、注射用美罗培南 500 万支、其他培南类 500 万支的产能。根据可研报告,该项目建设期为 24 个月,总投资 7.21 亿元,项目建成后第一年即可达产 80%,第二年达产。

⁹ 湖南廉桥药都中药材仓储物流交易中心项目将在湖南省邵阳市邵东县内实施,建工完成后将建设成一个集仓储、物流、商贸为一体的组织化、现代化的中药材交易中心,通过建设的市场交易系统及物流仓储系统,提升中药材流通、储存、交易等流程中对中药材质量安全保障能力,加快药品流通速度,提高市场交易活跃度。该项目总投资金额为 6.09 亿元,建设周期 24 个月。经测算,项目财务内部收益率为 17.18%,投资回收期 7.28 年。

¹⁰ 该公司同天地药业、农发基金及忠县人民政府签署了《投资协议》。农发基金以现金方式对天地药业进行单方面增资,增资金额为 9,300 万元,增资完成后其持有天地药业 17.45% 的股权。上述增资款主要用于年产 65 吨医药原料药项目建设,农发基金投资期内的年化投资收益率为 1.2%,并且其不直接参与天地药业日常经营管理,投资期内忠县人民政府或海南海药按照协议约定回购农发基金持有的天地药业股权。

图表 5. 截至 2016 年末公司在建项目情况 (单位: 万元)

在建项目	计划 投资金额	截至 2016 年末已投 资金额	计划 完工时间	投资资金来源
天地药业 100 吨头孢克洛粗品 建设项目	11,500.03	8,157.61	2017 年 12 月	募集资金
盐城开元 100 吨头孢克洛粗品 建设项目	14,100.00	5,494.77	2017 年 12 月	募集资金、自筹
郴州东院一期工程项目	58,093.71	27,672.15	2017 年 10 月	金融机构贷款、自筹
远程医疗服务平台项目	170,258.00	386.85	2019 年 08 月	募集资金
海南海药生物医药产业园项目	72,076.84	786.71	2019 年 02 月	募集资金
湖南廉桥药都中药材仓储物流 交易中心项目	60,948.26	3,366.53	2019 年 02 月	募集资金
65 吨医药产业园	62,600.00	515.94	2017 年 12 月	金融机构贷款、自筹
合计	449,576.84	46,380.56	—	—

数据来源: 海南海药

此外, 为整合公司资源, 该公司积极拓展医疗服务机构、生物医药等医药相关领域, 分别出资 1.00 亿元、0.125 亿元、0.80 亿元和 1.73 亿元投资设立了海南海药投资有限公司 (简称“海药投资”, 经营范围为实业投资及投资咨询等)、长沙市昭阳资本管理有限公司 (简称“昭阳资本”)、上海杏泽兴禾投资管理中心 (有限合伙) (简称“杏泽兴禾”) 以及盐城海药烽康投资管理中心 (有限合伙) (简称“盐城海药”)。其中昭阳资本主要投资湖南地区的医院; 盐城海药主要投资于华东地区的医院; 杏泽兴禾主要投资于生物医药领域; 海药投资则作为公司的对外投资平台, 负责其他重大投资项目。目前以上投资平台均处于投资初期, 尚未产生投资收益。

整体看, 该公司现阶段对外拟投资项目较多, 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, 使得公司面临了较大的投资风险。

(三) 财务质量

天健会计师事务所 (特殊普通合伙) 对该公司 2016 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。

截至 2016 年末, 该公司经审计的合并口径资产总额为 96.07 亿元, 所有者权益为 56.30 亿元 (其中归属于母公司所有者权益 54.29 亿元); 2016 年实现营业收入 15.09 亿元, 实现净利润 1.59 亿元 (其中归属于母公司所有者的净利润 1.65 亿元)。

截至 2017 年 3 月末，该公司未经审计的合并口径资产总额为 103.98 亿元，所有者权益为 57.90 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 54.95 亿元）；2017 年 1-3 月实现营业收入 4.07 亿元，实现净利润 0.64 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 0.66 亿元）。

跟踪期内，该公司收入有所下滑，2016 年及 2017 年第一季度，公司分别实现营业收入 15.09 亿元和 4.07 亿元，分别同比变动-8.20%和 8.44%。公司积极调整产品结构，高毛利产品占比有所提高，整体毛利水平呈增长趋势，2016 年及 2017 年第一季度综合毛利率分别为 53.81%和 53.33%。公司业务扩张较快，生产线建设带来的融资费用和产品推广产生的销售费用较多，使得公司期间费用规模较大，一定程度上侵蚀了公司的利润空间，2016 年及 2017 年 1-3 月，期间费用占营业收入的比重分别为 39.38%和 35.00%。2016 年及 2017 年第一季度，公司资产减值损失分别为 0.64 亿元和 0.01 亿元，分别同比变动 455.30%和-58.62%，其中 2016 年资产减持损失较大，主要为合并范围扩大后计提坏账损失及长期股权投资减值损失增加所致。

投资收益和政府补助为该公司的盈利提供了一定的补充。2016 年及 2017 年第一季度，公司投资收益分别为 0.14 亿元和 0.04 亿元。公司投资收益规模较小，其来源主要来源于公司购买理财产品的收益；同期，公司营业外收入分别为 0.40 亿元和 0.03 亿元，主要来源于政府补助。

跟踪期内，该公司盈利主要来源于主业经营收入。受营业收入波动影响，其利润空间也有所波动。2016 年及 2017 年 1~3 月，公司实现营业利润 1.59 亿元和 0.73 亿元，分别同比变动-28.39%及 17.93%；实现净利润 1.59 亿元和 0.64 亿元，分别同比变动-19.40%和 6.14%。

随着业务规模的扩大，该公司资金需求增加，除债务融资外，公司通过在资本市场筹集资金，使得财务杠杆得以控制在合理水平，2016 年末及 2017 年 3 月末，公司负债总额分别为 39.77 亿元和 46.08 亿元；2016 年 9 月，公司通过非公开发行股份募集资金 30.00 亿元，使得资本实力得到增强，财务杠杆进一步下降，2016 年末及 2017 年 3 月末公司资产负债率分别为 41.40%和 44.32%。

债务融资目前是该公司的重要融资渠道，2016 年末及 2017 年 3 月末，公司银行借款合计分别为 14.91 亿元和 23.63 亿元，在负债总额中的占比分别为 37.49%和 51.29%。借款规模逐年增大系公司业务规模扩大及并表范围增加所致。此外，公司还于 2016 年 9 月发行了 5.00 亿元的“16 海药 MTN001”，整体债务规模有所增长。2016 年末，公司其他流动负债、一年

内到期的非流动负债和其他非流动负债余额分别为 5.00 亿元、5.78 亿元和 7.04 亿元，其中非公开定向债务融资（“16 海药 PPN001”）、一年内到期的应付债券（“12 海药债”）、“16 海药 MTN001”分别为 5.00 亿元、4.91 亿元和 4.99 亿元。2017 年 3 月末，公司新增非定向债务融资工具“17 海南海药 PPN001”、超短期融资券“17 海药 SCP001”合计发行本金余额 10.00 亿元。截至报告日，公司尚未偿还债券余额为 28 亿元¹¹。公司现阶段刚性债务规模较大，面临了一定的偿债压力。

除银行借款和债券等刚性债务以外，该公司其他负债主要为应付账款和其他应付款，2016 年末及 2017 年 3 月末，公司应付账款分别为 2.86 亿元和 2.77 亿元，分别较上年末变动 17.11%和-2.99%，由于公司采购结算政策较为稳定，其应付账款规模变化不大。同期末公司其他应付款余额分别为 1.73 亿元和 1.06 亿元，分别较上年末变动 99.94%和-38.99%，主要包括对外往来款，交易保证金和预提销售费用。其中 2016 年其他应付款规模增长较大，主要原因系子公司天地药业收到中国农发重点建设基金有限公司增资款¹²，未完成变更手续所致。

截至 2017 年 3 月末，该公司无未决诉讼事项。

截至 2017 年 3 月末，该公司对外担保余额为 1.63 亿元，期末担保比率为 2.83%。公司对外担保金额较小，且被担保企业经营情况正常，或有损失风险相对可控。

受经营规模扩张及往来款变动影响，该公司经营活动产生的现金净流量波动较为明显，2016 年及 2017 年 1~3 月分别为-0.18 亿元和-0.67 亿元。公司 2016 年经营活动现金流量为净流出状态主要系往来资金规模增长较快，其他应收款增长规模大于其他应付款所致。2017 年第一季度，由于支付前期预提销售费用增加，公司经营活动现金流净流出额有所增加。

近年来，该公司在项目建设、理财投资、股权投资方面存在持续资本性支出，投资现金流出量较大。2016 年及 2017 年 1~3 月投资性现金净流量分别为-37.22 亿元和-5.66 亿元。公司 2016 年购买理财产品较多（其中购买理财产品支付的定期存单款金额为 15.59 亿元），致使当期投资性现金

¹¹ 为公司发行的 13 亿元公司债券“17 海药 01”、5 亿元超短期融资券“17 海药 SCP001”、5 亿元中期票据“16 海药 MTN001”和 5 亿元非公开定向债务融资“17 海南海药 PPN002”。

¹² 2016 年 9 月，公司、天地药业、中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）与忠县人民政府四方经过商洽于近日在忠县签署了《投资协议》。农发基金以现金方式对天地药业进行单方面增资，增资金额为 9,300 万元，增资完成后其持有天地药业 17.45%的股权。上述增资款主要用于年产 65 吨医药原料药项目建设农发基金投资期内的年化投资收益率为 1.2%，并且其不直接参与天地药业日常经营管理，投资期内忠县人民政府或海南海药按照协议约定回购农发基金持有的天地药业股权。

流净流出规模较大。

2016 年及 2017 年 1-3 月,该公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 42.24 亿元和 7.90 亿元。2016 年公司通过非公开发行股票筹集资金,致使当期筹资活动获得的净现金流入量较大。

跟踪期内,该公司完成非公开发行股票募集资金事项,另外依托业务的不断扩张,公司总体资产较上年增幅较大,2016 年末及 2017 年 3 月末,公司资产总额分别为 96.07 亿元和 103.98 亿元。公司资产以流动资产为主,2016 年末流动资产和非流动资产占比分别为 67.81%和 32.19%。

该公司流动资产主要包括货币资金、应收票据、应收账款、存货、其他应收款和其他流动资产,2016 年末分别为 31.44 亿元、2.86 亿元、5.03 亿元、3.62 亿元、5.16 亿元和 15.46 亿元。由于非公开发行募集资金到位,公司 2016 年货币资金同比增长 157.24%至 31.44 亿元,其中受限货币资金 15.09 亿元,主要为到期日 3 个月以上且拟持有至到期的定期存款,随着募投项目的建设将逐步减少;存货方面,公司基本以销定产,因此近年来库存规模相对平稳,但公司 50%左右存货为原材料,可能存在一定原材料价格波动风险;应收款项方面,公司应收账款的账期一般在 3 个月左右,2014 年以来考虑到自身的资金状况提高了票据收入的比例,整体的销售信用期因此有所延长,公司对于收到的部分票据进行贴现或背书转让以缓解资金压力;公司其他应收款 2016 年末较上年末增长 306.99%至 5.16 亿元,其中应收同正小贷 2.84 亿元,该笔往来款系子公司天地药业以前年度暂借给同正小贷的款项,其余为其他往来款、保证金、备用金、押金等;公司其他流动资产以银行理财产品为主,2016 年末银行理财产品规模为 15.45 亿元,公司理财产品以保本理财为主,产品期限偏短期,收益率集中在 2.6%-3.5%之间,公司近期购买理财产品规模较大,需关注相关理财投资收益情况。2016 年末公司流动比率和速动比率分别为 226.89%和 210.70%,资产流动性较好,且公司年末账面资金留存较多,可对即期债务的偿付提供较好的保障。

2016 年末,该公司非流动资产主要包括长期股权投资、可供出售金融资产、固定资产、在建工程、无形资产、商誉和其他非流动资产。2016 年,公司因转让小贷业务,至年末不再有发放贷款及垫款;公司可供出售金融资产主要为按成本计量的可供出售权益工具,被投资单位主要包括对海南银行股份有限公司、常州平盛股权投资基金合伙企业(有限合伙)¹³和上海联

¹³ 常州平盛股权投资基金合伙企业(有限合伙)管理人为平安鼎创股权投资管理(上海)有限公司。投资方向主要是医疗健康产业及相关领域的初创期创新型企业、早中期创新型企业。

创永沂二期股权投资基金合伙企业(有限合伙)¹⁴的投资等,持股比例均在20%以内;长期股权投资主要为对联营企业的投资,投资对象包括中国抗体制药有限公司、重庆亚德科技股份有限公司、海南赛乐敏生物科技有限公司等。公司对外投资规模较大,将面临因对外投资带来的资金压力,同时被投资企业经营状况也将对公司盈利带来一定影响;随着天地药业 100 吨头孢克洛粗品建设项目、单克隆抗体技改工程、盐城开元 100 吨头孢克洛粗品建设等项目建设的推进,其中部分已实现阶段性投产并转入固定资产,2016 年末公司固定资产余额由上年末增长 12.67%至 10.15 亿元;此外,由于公司 2016 年新增合并子公司郴州东院,在建工程 and 无形资产分别增长 419.26%和 68.35%至 1.96 亿元、4.36 亿元;商誉主要为收购鄂州康禾医院管理有限公司及盐城开元医药化工有限公司等公司的溢价,2016 年末商誉规模为 2.92 亿元;其他非流动资产规模为 2.02 亿元,其中预付海南寰太生物医药产业创业投资基金合伙企业(有限合伙)及海药大健康管理(北京)有限公司的投资款金额分别为 0.25 亿元和 0.80 亿元,此外其他非流动资产还由部分长期资产购置款、技术转让费构成。

图表 6. 2016 年以来公司主要对外投资情况 (单位: 万元)

被投资企业	被投资企业主营业务或 投资方向	期末投资余 额 (截至 2016 年末)	2016 年投 资收益
中国抗体制药有限公司	生物制药	7,160.86	-120.09
江西华邦药业有限公司	中间体	764.11	-1,350.78
湖南金圣达空中医院信息服务有限公司	远程医疗	1,530.72	-230.90
湖南普瑞康医药有限公司	化学药品	1,068.41	68.41
重庆亚德科技股份有限公司	互联网医疗	6,041.28	90.82
台州市一铭医药化工有限公司	中间体、美罗培南粗品	45.44	—
海南赛乐敏生物科技有限公司	生物制品的研究开发及 有关的技术咨询	5,189.06	189.06
海南银行股份有限公司	商业银行	21,000.00	
北京春风百润股权投资合伙企业(有限合 伙)	股权投资	2,500.00	—
上海联创永沂二期股权投资基金合伙企业	股权投资	3,750.00	—
重庆市金科商业保理有限公司	商业保理	1,429.00	—
重庆市金科金融保理有限公司	金融保理	1,571.00	—
重庆云信医疗科技有限公司	互联网和物联网技术的 开发等	2,000.00	—
重庆市沙坪坝区新世纪小额贷款股份有限 公司	信贷	2,200.00	—

资料来源: 海南海药

¹⁴ 上海联创永沂二期股权投资基金合伙企业(有限合伙)投资范围(包括但不限于)以下任何行业领域: 医疗健康、稀缺资源、现代农业、新型服务业、节能环保、高端制造等领域。

图表 7. 2016 年（末）公司主要对外投资企业核心财务数据（单位：万元）

被投资企业	资产总额	净资产	总收入	净利润
中国抗体制药有限公司	8,347.27	5,760.86	234.50	-131.19
台州市一铭医药化工有限公司	5,501.69	1,727.97	2,473.11	-1529.10
重庆亚德科技股份有限公司	35,232.60	12,726.35	31,903.22	533.93
重庆市忠县同正小额贷款有限责任公司	41,002.51	12,253.19	3,502.69	-90.31
湖南金圣达空中医院信息服务有限公司	4,518.18	3,664.39	824.22	-922.11
海南赛乐敏生物科技有限公司	6,515.35	5,509.31	227.67	697.53

资料来源：海南海药

2017 年 3 月末，该公司资产总额较上年末增长 8.23%至 103.98 亿元，其中流动资产 68.41 亿元，非流动资产 35.57 亿元。公司长期股权投资较上年末增长 102.47%至 5.02 亿元，主要系公司当期增加了对盐城海药烽康投资管理中心（有限合伙）、北京清睿智能科技有限公司、四川四凯计算机软件有限公司等公司的投资所致。2017 年 3 月末，公司其他资产科目未发生较大变化。

跟踪期内，该公司成功完成非公开发行事项，产权状况及法人治理结构基本保持稳定。公司主要从事抗生素制剂、抗生素原料药和中间体、抗肿瘤药、肠胃药等产品的产销业务，其核心产品头孢制剂具有产业链优势。跟踪期内受环保监察、需求变化等因素影响，公司营业收入有所下降。公司产品相对集中，市场地位仍有限，较易受到医药政策调整的影响。目前公司正积极通过多元化的渠道筹集资金，业务领域已拓展到医疗器械、互联网医疗板块，公司未来投资规模较大，投资效果有待进一步观察。

跟踪期内，该公司盈利主要来源于主业经营。受营业收入波动影响，其利润空间也有所波动。随着项目建设的不断推进和定增的完成，公司资产规模持续增长。公司资产流动性较好，且货币资金存量充足，可为即期刚性债务的偿付提供较好的保障。2016 年公司通过非公开发行股票募集资金，补充了资本实力，财务杠杆有所下降。此外，公司对外投资规模较大，需关注相关投资的资金支付压力和投资风险。

该公司产品较为丰富，研发能力较强；公司近年多次通过资本市场融资，资本实力有所增加、财务结构有所优化；加之近年来持续的向产业链上游拓展使得公司具备了一定的抗风险能力。

根据该公司提供的《企业信用报告》（2017 年 5 月 8 日），公司不存在未结清违约记录，但已结清贷款中存在 11 笔不良/违约类或关注类贷款情

况¹⁵。

截至本报告日，该公司发行债券本金余额为 28 亿元，为公司发行的 13 亿元公司债券、5 亿元超短期融资券、5 亿元中期票据和 5 亿元非定向债务融资工具。

图表 8. 公司已发行债券概况

债券简称	起息日	兑付日	发行金额	发行利率	兑付情况
17 海药 01	2017.6.23	2022.6.23	13 亿元	7.00%	未兑付
17 海南海药 PPN002	2017.5.17	2018.5.17	5 亿元	6.50%	未兑付
17 海药 SCP001	2017.3.22	2017.9.18	5 亿元	5.28%	未兑付
16 海药 MTN001	2016.9.02	2019.9.02	5 亿元	4.30%	未兑付
12 海药债	2012.6.14	2017.6.14	5 亿元	5.20%	已兑付
17 海南海药 PPN001	2017.1.4	2017.4.4	5 亿元	5.50%	已兑付
16 海药 PPN001	2016.1.07	2017.1.07	5 亿元	5.50%	已兑付
15 海药 PPN001	2015.1.26	2016.1.26	5 亿元	7.30%	已兑付
14 海药 PPN001	2014.2.26	2015.2.26	5 亿元	8.35%	已兑付
13 海药 PPN001	2013.4.01	2014.4.01	5 亿元	6.05%	已兑付

资料来源：中国债券信息网

本评级机构仍将持续关注：（1）在医药业务外的投资风险；（2）新医改政策下，国家推行药品降价力度不断加大，该公司产品面临降价风险；（3）产能扩张带来的产能释放压力（4）偿债压力；（5）对外担保风险；（6）股权质押风险；（7）或有负债风险。

¹⁵ 以上不良贷款系海南海药二次重组前发放的贷款，当时处于 ST 的状态，由于长期的经营困难，债务负担和历史遗留问题一直未能有效解决，长期经营产生的主营业务利润不足以消化高企的费用，造成了未能及时偿还部分银行贷款。海南海药经现有控股股东深圳市南方同正投资有限公司重组后，逐渐化解了重组前的所有不良贷款，恢复了信用，重组后增加的贷款，未发生逾期或产生不良贷款的情况。

附录一：

海南海药主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
资产总额 [亿元]	36.73	48.82	96.07	103.98
货币资金 [亿元]	9.54	12.22	31.44	30.70
刚性债务[亿元]	15.09	17.08	30.12	43.93
所有者权益[亿元]	17.28	25.37	56.30	57.90
营业收入[亿元]	13.43	16.44	15.09	4.07
净利润[亿元]	1.71	1.98	1.59	0.64
EBITDA[亿元]	3.57	4.04	4.02	—
经营性现金净流入量[亿元]	0.15	1.42	-0.18	-0.67
投资性现金净流入量[亿元]	2.36	-6.54	-37.22	-5.66
资产负债率[%]	52.95	48.04	41.40	44.32
长期资本固定化比率[%]	69.50	68.96	45.91	52.42
权益资本与刚性债务比率[%]	114.55	148.51	186.89	131.79
流动比率[%]	159.42	173.55	226.89	189.37
速动比率 [%]	132.03	146.17	210.70	174.79
现金比率[%]	86.14	91.97	120.87	91.93
利息保障倍数[倍]	2.90	3.03	2.58	—
有形净值债务率[%]	132.24	104.53	81.28	91.13
营运资金与非流动负债比率[%]	105.96	118.82	329.52	324.40
担保比率[%]	0.58	7.09	2.91	2.83
应收账款周转速度[次]	6.61	5.59	3.43	—
存货周转速度[次]	2.71	2.96	2.00	—
固定资产周转速度[次]	2.45	2.17	1.58	—
总资产周转速度[次]	0.38	0.38	0.21	—
毛利率[%]	41.04	42.41	52.38	53.39
营业利润率[%]	13.24	13.50	10.53	18.06
总资产报酬率[%]	8.67	8.14	4.36	—
净资产收益率[%]	10.28	9.27	3.90	—
净资产收益率*[%]	10.47	9.96	4.26	—
营业收入现金率[%]	71.84	72.68	76.20	56.76
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.15	10.51	-0.82	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.78	6.60	-0.56	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	19.28	-38.02	-173.14	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	13.13	-23.88	-118.31	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.34	3.52	3.28	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.25	0.17	—

注：表中数据依据海南海药经审计的 2014~2016 年度及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计+期末非流动负债合计)×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%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/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%
经营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/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资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+报告期投资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+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

附录三：

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 债务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 债务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 债务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 债务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 债务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 债务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 债务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 债务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 债务人不能偿还债务

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

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。