

信用等级公告

联合[2016]980号

深圳市海普瑞药业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对深圳市海普瑞药业股份有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

深圳市海普瑞药业股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

深圳市海普瑞药业股份有限公司拟面向合格投资者公开发行的 2016 年公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年九月二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

深圳市海普瑞药业股份有限公司

2016 年面向合格投资者公开发行公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA+
 公司主体信用等级：AA+
 评级展望：稳定
 本次发行规模：不超过 10 亿元（含），分期发行，
 首期不超过 8 亿元（含）
 债券期限：5 年（3+2）
 还本付息方式：每年付息一次、到期一次还本，
 最后一期利息随本金一同支付
 评级时间：2016 年 9 月 2 日
 主要财务数据：

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 6 月
资产总额（亿元）	82.71	99.30	121.68	114.95
所有者权益（亿元）	80.68	83.53	87.93	79.25
长期债务（亿元）	0.00	10.05	17.85	12.13
全部债务（亿元）	0.00	10.09	24.53	23.88
营业收入（亿元）	15.13	19.59	22.92	11.90
净利润（亿元）	3.13	3.35	5.68	2.56
EBITDA（亿元）	4.04	5.00	8.53	4.19
经营性净现金流（亿元）	4.21	9.13	8.94	1.23
营业利润率（%）	23.70	28.30	36.19	33.08
净资产收益率（%）	3.89	4.08	6.63	3.06
资产负债率（%）	2.46	15.89	27.74	31.06
全部债务资本化比率（%）	0.00	10.78	21.81	23.16
流动比率（倍）	54.37	36.28	7.04	3.37
EBITDA 全部债务比（倍）	1,540.52	0.50	0.35	0.18
EBITDA 利息倍数（倍）	6,026.06	17.18	16.10	11.76
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.40	0.50	0.85	0.42
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.51	0.63	1.07	0.52

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，四舍五入造成；2、除特别说明外，均指人民币；3、2016 年半年报未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对深圳市海普瑞药业股份有限公司（以下简称“公司”或“海普瑞”）的评级反映了公司作为全球产销规模领先的肝素钠原料药生产企业，在行业地位、生产技术及规模、下游客户资源等方面具有综合竞争优势。2014 年随着募投扩产项目顺利投产以及完成对美国 SPL Acquisition Corp. 的股权收购，公司产能大幅提升，收入、利润明显增长。同时，联合评级也关注到公司产品结构单一、销售客户集中度较高、新产品开发不确定性等因素对公司信用水平带来的不利影响。

近年来，公司大力开展肝素产业链整合，并通过投资、并购和技术合作等形式加快进入以肿瘤治疗和循环系统（心脑血管）疾病治疗为重点的新药开发领域。整体看，公司未来发展前景良好。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 肝素钠原料药和制剂行业属于生物医药产业，该产业系国家“十二五”规划明确提出重点发展的产业。近年来国际市场对肝素钠原料药的需求稳定增长，行业前景良好。

2. 公司作为全球产销规模领先的肝素钠原料药生产企业，生产技术、质量管理、客户资源优势明显，资产及收入规模较大，市场占有率高。

3. 公司募投扩产项目顺利投产，产能大幅提升；同时公司积极进行股权投资，致力于开展肝素全产业链整合以及向新药开发企业转型。

4. 公司收入规模持续增长，盈利能力较好，

债务负担轻。

关注

1. 公司营业收入主要来源于肝素钠原料药的生产与销售，产品结构单一；近年来，全球肝素市场仍然没有景气提升的明显迹象，肝素产品出口均价逐年下滑，公司产品或面临价格下行风险。

2. 近三年，公司前五大客户的销售额占公司营业收入的比重均在 75% 以上。尽管公司将贯彻实施客户维护及开发计划的相关措施，但鉴于肝素类药品的市场格局以及药政管理要求等因素所产生的原料行业特点，公司仍可能面临销售客户集中的风险。

3. 公司及子公司近年来积极推动自主和合作开发新品种的相关工作，由于相关新品种开发的不确定性，加之新品种开发费用较大，一旦未能按计划实施相关品种的开发和上市销售，可能对公司未来的经营业绩带来不确定性。

4. 随着公司的发展和经营规模的扩大，以及境外收购的开展，对公司的经营能力，包括管理能力、技术能力和研发能力等提出了更高的要求。

分析师

周 馥

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

杨 婷

电话：010-85172818

邮箱：yangt@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用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联合评级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、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

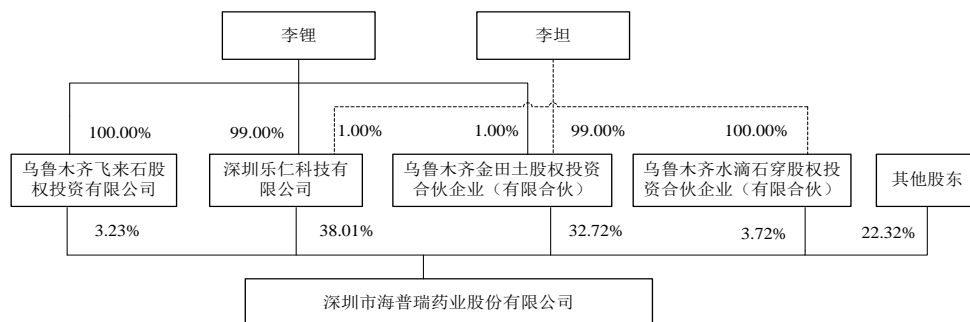


一、主体概况

深圳市海普瑞药业股份有限公司（以下简称“公司”或“海普瑞”）前身是1998年4月成立的海普瑞实业发展有限公司，注册资本200.00万元，其中李锂、李坦、单宇和深圳市冀枣玻璃钢有限公司分别持股51.00%、38.00%、10.00%和1.00%。后历经数次增资、股权转让以及公司名称变更，公司于2007年8月注册资本为2,800万元，其中深圳市乐仁科技有限公司（以下简称“乐仁科技”）、深圳市金田土科技有限公司（以下简称“金田土科技”）、深圳市水滴石穿科技有限公司（以下简称“水滴石穿科技”）、深圳市飞来石科技有限公司（以下简称“飞来石科技”）和湖南应时信息科技有限公司（以下简称“应时信息”）分别持股46.92%、40.48%、4.60%、4.00%和4.00%。2007年9月，经公司股东会审议通过，公司接受GS Direct Pharma Limited（以下简称“GS Pharma”）增资491.76万美元，完成增资后，GS Pharma持有公司12.5%的股权。深圳市贸易工业局以深贸工资复[2007]2616号《关于深圳市海普瑞药业有限公司外资并购、变更设立为中外合资企业的批复》同意GS Pharma认购公司增资额并成为公司新股东，公司变更为中外合资企业，注册资本由2,800万元增至6,488.23万元。2007年12月，经商务部商资批[2007]2025号《关于同意深圳市海普瑞药业有限公司改制为外商投资股份有限公司的批复》批准，以经深圳南方民和会计师事务所有限责任公司（现已被中审国际会计师事务所有限公司吸收合并）深南财审报字（2007）第CA653号《审计报告》审计、截至2007年9月30日公司扣除拨款转入形成的资本公积后的净资产9,702.07万元按1:0.92763672的比例折合为总额9,000万股（每股面值人民币1.00元），乐仁科技、金田土科技、GS Pharma、水滴石穿科技、飞来石科技和应时信息分别持股41.05%、35.42%、12.50%、4.03%、3.50%和3.50%，公司正式更为现名。公司于2010年5月6日在深交所上市，证券简称“海普瑞”，证券代码“002399”。2014年，GS Pharma转让持有公司的股权，公司变更为内资企业。

后经数次股权转让、变更以及增资，截至2016年6月末，公司注册资本124,720.1704万元，其中乌鲁木齐飞来石股权投资有限公司持有3.23%股份，乐仁科技持有38.01%股份，乌鲁木齐金田土股权投资合伙企业（有限合伙）持有32.72%股份，乌鲁木齐水滴石穿股权投资合伙企业（有限合伙）持有3.72%股份，公司实际控制人是李锂、李坦夫妇。

图1 截至2016年6月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：开发、生产经营原料药（肝素钠），从事货物及技术进出口（不含分销及国家专营、专控、专卖商品）。

截至2016年6月末，公司本部下设质量保证部、质量控制部、药政部、销售部、内控与审计部、安全生产管理部、采购部、生产部、计财部等共25个部门（详见附件1）。截至2015年末，公司纳入合并范围子公司21家。截至2016年6月末，公司员工总数1,465人。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 121.68 亿元，负债总额 33.75 亿元，所有者权益 87.93 亿元，其中归属于母公司所有者权益 87.19 亿元。2015 年，公司实现营业收入 22.92 亿元，净利润 5.68 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.80 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.94 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.59 亿元。

截至 2016 年 6 月末，公司合并资产总额 114.95 亿元，负债总额 35.70 亿元，所有者权益 79.25 亿元，其中归属于母公司所有者权益 78.52 亿元。2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 11.90 亿元，净利润 2.56 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.61 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.23 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.20 亿元。

公司注册地址：深圳市南山区松坪山郎山路 21 号；法定代表人：李锂。

二、本次公司债券概况及债券募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“深圳市海普瑞药业股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”，发行规模为不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元），分期发行，首期发行不超过人民币 8 亿元（含 8 亿元）。本次发行的债券为 5 年期（3+2 年期），附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及合格投资者回售选择权。本次债券面值为 100 元，按面值平价发行。本次债券采用固定利率形式，票面利率由公司的主承销商根据市场情况确定。本次发行将向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者定向发行。本次债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次公司债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行公司债券募集资金扣除发行费用后，全部用于补充流动资金。

三、行业分析

公司主营业务为肝素钠原料药生产及销售，属于医药行业。

1. 行业概况

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20 世纪 70 年代以来，全球制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长，行业营业收入规模不断增长，销售利润率较为稳定，但近两年受医保控费、招标限价等政策措施影响，行业增速有所下滑，如下表所示。2015 年，中国医药制造业实现主营业务收入 25,537.10 亿元，同比增长 9.10%，利润总额 2,627.30 亿元，同比增长 12.90%，增长仍保持较高水平。

表 1 医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年 1~10 月		
	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率
医药制造业合计	20,592.93	2,071.67	10.06	23,325.61	2,322.20	9.96	20,379.97	2,039.42	10.01
化学药品原料药制造	3,819.88	284.74	7.45	4,240.35	311.82	7.35	3,689.12	262.84	7.12
化学药品制剂制造	5,730.93	639.40	11.16	6,303.71	733.92	11.64	5,548.47	646.00	11.64
中药饮片加工	1,259.35	94.18	7.48	1,495.63	105.25	7.04	1,342.89	95.01	7.08
中成药制造	5,064.98	538.43	10.63	5,806.46	597.93	10.30	4,866.96	506.01	10.40

资料来源：Wind 资讯

随着国际上大量专利药的专利权到期，以及发达国家出于环保要求限制其化学原料药的生产，中国已成为原料药转移生产的主要受惠国，占全球 19.3% 的市场份额，位居首位，其中仿制原料药的市场份额更是高达 37.8%。中国原料药产量与出口量均保持了快速增长，目前约占中国医药制造业生产总值的 20%。根据国家统计局数据，2015 年 1~10 月，中国原料药出口交货值 447.45 亿元，同比增长 7.91%，保持稳定增长。目前，中国出口的原料药中抗感染类、维生素类、解热镇痛类、激素等大宗原料药和他汀类、普利类、沙坦类等特色原料药在国际医药市场上占有相当份额和地位。

中国化学原料药在产能规模和生产工艺上优势明显。经过多年的低价竞争，众多中小型企业被淘汰出局，目前原料药行业集中度较高，但产品生产耗能大，污染严重，产品结构仍以低端为主，且大部分原料药产能过剩严重，行业收益受国际市场波动及周期性波动影响明显，竞争激烈。2015 年，受国内抗生素限用、出口市场低迷及国家对环保要求的不断提高等因素影响，原料药行业增速持续下降，生产企业面临产品降价和成本增加的双重压力。

化学制剂方面，受医保控费、新版 GMP 改造等影响，化学制剂行业收入和利润增速持续放缓。国内化学制剂生产企业较多，竞争激烈，而自主研发创新药、高壁垒的仿制药由于竞争压力小且受到国家政策持续支持，未来将成为行业发展方向及重要利润来源。

生物制剂方面，生物制剂是我国医药工业快速发展的生力军，“十一五”期间复合增长率在 30% 以上，“十二五”期间，行业整体增速放缓，但细分的高端生物药未来仍处在高速增长阶段。

总体看，近年来中国医药制造业保持增长较快，由于医保控费、招标限价等政策措施的影响，近年来增速呈现下滑趋势，但作为与居民健康密切相关的周期性行业，未来仍将保持良好发展态势。

2. 行业竞争

中国医药制造业存在一个显著特征是数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在 20 世纪 80 年代初期只有 800 余家，2013 年末已经超过 7,000 家。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右，与全球医药巨头 400~500 亿美元的业绩相比差距甚远。造成中国医药产业集中度低的主要原因是制药企业的规模经济水平低，绝大部分制药企业由于市场份额、生产条件等限制根本不存在规模经济，整个行业呈粗放型发展的态势。中国的制药企业进行规模化生产的非常少，虽有一些如哈药集团有限公司、扬子江药业集团有限公司、石药集团及华北制药集团有限责任公司等大型制药集团，但与世界级制药企业相比还有很大差距。

总体看，中国医药生产企业数量众多，产能过剩，大部分企业名牌产品少，品种雷同现象普遍。

3. 行业监管制度

药品生产许可证制度：开办药品生产企业，须经企业所在地省、自治区、直辖市人民政府药品监督管理部门批准并颁发《药品生产许可证》，凭《药品生产许可证》到工商行政管理部门办理登记

注册。经国务院药品监督管理部门对新药临床试验审批通过后，新药方可进行临床试验；完成临床试验并通过新药生产审批的，颁发《药品注册批件》和新药证书；已持有《药品生产许可证》并具备该药品相应生产条件的，同时颁发药品批准文号。药品生产企业在取得药品批准文号后，方可生产该药品。

药品研制审批：研制新药，必须按照国家药品监督管理部门的规定如实报送研制方法、质量指标、药理及毒理试验结果等有关资料和样品，经国务院药品监督管理部门批准后，方可进行临床试验。完成临床试验并通过审批的新药，由国家药品监督管理部门批准，颁发新药证书。生产新药或已有国家标准的药品，企业需获得国家药品监督管理部门批准，并取得药品批准文号；药品生产企业在取得药品批准文号后，方可生产该药品。一种新药从实验研究、临床试验、获得新药证书到正式生产需要经过多个环节的审批，前期的资金、技术投入较大，周期较长，行业进入门槛高。

药品生产质量管理规范（GMP）制度和药品经营质量管理规范（GSP）制度：药品生产企业必须按照国务院药品监督管理部门制定的《药品生产质量管理规范》组织生产。药品监督管理部门按照规定对药品生产企业是否符合《药品生产质量管理规范》的要求进行认证；对认证合格的，颁发认证证书（GMP）。药品经营企业必须按照国务院药品监督管理部门制定的《药品经营质量管理规范》从事经营活动。药品监督管理部门按照规定对药品经营企业是否符合《药品经营质量管理规范》的要求进行认证；对认证合格的，颁发认证证书（GSP）。

总体看，我国医药行业药品许可证制度完善，审批较为严格。

4. 行业政策

2012 年以来，国家对医药行业的调控力度不断增强，相应规划及指导意见的提出，对于整个行业规范化程度的提高和医药领域实现转型提供了良好的宏观环境。2014 年，政府工作报告中提出要推进医改向纵深发展，扩大城市公立医院综合改革试点，创新社会资本办医机制和巩固完善基本医药制度。2015 年，李克强总理提出取消绝大部分药品政府定价，破除以药养医，积极发展中医药和民族医药产业。

表 2 近年来医药体制改革主要政策

政策名称	颁布单位	主要内容	实施时间
《关于深化医药卫生体制改革的意见》	中共中央、国务院	加快推进基本医疗保障制度建设；促进基本公共卫生服务逐步均等化；推进公立医院改革试点，推进公立医院补偿机制改革，加大政府投入，完善公立医院经济补偿政策，逐步解决“以药补医”问题。	2009 年 3 月
《医药工业“十二五”发展规划》	工业和信息化部	增强新药创制能力；提升药品质量安全水平，全面实施新版 GMP，显著提升我国药品质量管理整体水平；鼓励中西部地区发展特色医药产业。	2012 年 1 月
《国家基本药物目录》（2012 版）	卫生部	新版基药目录药品品种扩容，从 2009 版时的 307 种增至 520 种，其中化学药品和生物制品 317 种，中成药 203 种。使用范围扩至二、三级医院，新增抗肿瘤药及血液病用药等重大疾病用药，并扩大了精神类疾病治疗药物的种类，充实了儿童专用药品。	2013 年 3 月
《发改委定价范围内的低价药品目录》	发改委	鼓励药企生产低价药积极性，减轻患者使用高价药的负担，国家取消 530 种药物的最高零售价，生产	2014 年 5 月

		企业可在西药费用日均不超过3元、中成药日均费用不超过5元的前提下自主定价。公布的低价药品清单包含化药品种280个、中成药品种250个，共530个品种1,154个剂型。	
《深化医药卫生体制改革2014年重点工作任务》	国务院	加快推动公立医院改革，推进公立医院规划布局调整，建立科学补偿机制，完善县级公立医院药品采购机制，完善中医药事业发展政策和机制；积极推动社会办医；扎实推进全民医保体系建设；巩固完善基本药物制度和基层运行新机制	2014年5月
《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》、 《关于落实完善公立医院药品集中采购工作指导意见的通知》	国务院、国家卫计委	要求以省（区、市）为单位的网上药品集中采购方向，实行一个平台、上下联动、公开透明、分类采购，采取招生产企业、招采合一、量价挂钩、双信封制、全程监控等措施。政策发布以后，各省招标工作明显提速，陆续结合地方情况开展新一轮的招标。新一轮的招标形势总体趋严，在医保控费的大环境下，大部分药企仍将在招标中面临降价压力。公司将强化招投标工作管理，深入挖掘产品的竞争优势，积极研究三保合一等医保政策趋势，做好营销规划和市场布局。	2015年2月
《关于印发推进药品价格改革意见的通知》	发改委等七部委	2015年6月1日起取消绝大部分药品政府定价，同步完善药品采购机制，强化医保控费作用，强化医疗行为和价格行为监管，建立以市场为主导的药品价格形成机制。	2015年5月
《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》、 《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	国务院	提出要破除以药养医，推进医药分开，理顺医疗服务价格，落实政府投入责任，2017年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到30%左右。	2015年5月
《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》	国务院	要求2015年，所有公立医院改革试点城市和综合医改试点省份都要开展分级诊疗试点；到2017年，分级诊疗政策体系逐步完善；到2020年，分级诊疗服务能力全面提升。同时，意见对慢性病管理的规范化和管理率有了明确标准，从数量比例上对中医的服务机构设置及诊疗量所占比例进行了明确规定。	2015年9月

数据来源：联合评级搜集整理

总体看，上述系列新医改政策的出台，明确了我国医疗卫生的公共品性质，强化政府责任与投入；引导我国医疗诊疗模式从“治疗”模式向“预防-治疗-康复”模式变化。未来新医改将进一步完善医药价格管理政策，进一步理顺医疗服务比价关系。其中，新医改药品降价将加速医药行业的整合进程，有利于优势资源向优质公司聚集。新医改中，自主创新药品大多不在降价范围内，显示了国家对自主创新、医药研发的政策支持，具有研发优势的企业仍将获得高于平均利润水平的收益。

5. 行业关注

行业集中度低

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在 20 世纪 80 年代初期只有 800 余家，2015 年末已经超过 7,000 家。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右，与全球医药巨头 400~500 亿美元的业绩相比差距甚远。总体看，中国医药生产企业数量众多，产能过剩，大部分企业名牌产品少，品种雷同现象普遍。

研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿药，新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。中国制药行业企业机制尚未形成，研发投入不足，严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

药品降价

目前，中国药品定价采取政府定价、政府指导价、市场调节价三种定价方式，其中：列入国家基本医疗保险目录的 1,000 多种药品与医保药品目录以外具有垄断性生产、经营的药品实行政府定价和指导价；其他药品实行市场调节价。

医院和药商之间的非法回扣直接造成了医药价格虚高。针对医药价格虚高，国家发改委已对政府定价范围内药品的最高零售价格进行了多次调整。化学药方面，从 2010 年开始，发改委针对化学药品进行了多轮降价，平均降幅在 17%~41%，涉及抗生素、循环、神经、激素、消化、抗肿瘤、免疫和血液等各个品类。2013 年 1 月，发改委发出通知，决定从 2013 年 2 月 1 日起调整呼吸、解热镇痛和专科特殊用药等药品最高零售限价，共涉及 20 类药品，400 多个品种、700 多个代表剂型规格，平均降价幅度为 15%，其中高价药品平均降幅达到 20%，这是国家发改委近 15 年来启动的第 31 轮药品降价，医保目录中的化学药品全品类调价已经完成。

从长期看，国家发改委将着手从体制上解决药品虚高的问题，预计未来医药的出厂价和零售价均会呈下降趋势。

融资渠道单一，产业发展资金不足

制药业同其它行业相比具有高投入、高收益、高风险、高技术密集型等特点，特别是现在的一些基因工程等生物工程制药产业上述特点更为明显。目前，中国高科技制药产业的资金来源除股东投入以外，主要依靠银行贷款，融资渠道狭窄。由于银行十分注重资金的安全性和流动性，高技术行业投资的风险使银行慎之又慎。因而制药企业融资能力不强，资金严重短缺。发展资金严重不足已经成为制药企业开发研制新药、更新设备、开拓市场的巨大障碍。

6. 未来发展

从短期看，各级政府将逐渐加大对医改的资金支持，政府投入的加大将有效拉动未来医药医疗需求。从中期看，新医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。原料药方面，国家无论从税收、产业结构调整、外商企业投资政策等各方面，均支持民族工业、鼓励创新。随着《制药业环保新标准》和《国家环境保护标准》的先后出台，预计未来原料药厂的环保成本将不断加大。

总体看，各项行业政策的出台和实施，使医药企业在研发、生产各环节上的运作方式都面临

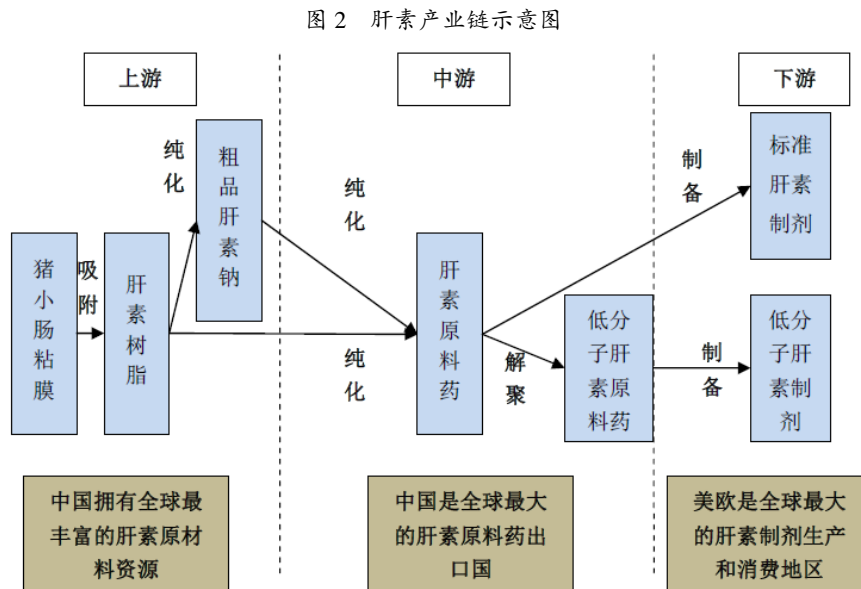
重大调整，行业资源将进一步向优势企业集中，行业进入门槛将提高，产业结构的调整优化将加快，对行业的未来发展将产生深远影响。

7. 肝素产业发展概况

(1) 肝素产业链

肝素英文名为 Heparin，简称为 Hep。肝素因首先从肝脏发现而得名，天然存在于肥大细胞，主要从猪小肠粘膜提取。生产企业首先需要从生猪小肠粘膜中提取并制成肝素粗品，因肝素粗品中含有杂蛋白，不能直接应用于临床治疗，需进一步提取纯化加工成肝素原料药，肝素原料药可直接用于制成标准肝素制剂，或进一步加工制为低分子肝素原料药，最终制成低分子肝素制剂。标准肝素制剂和低分子肝素制剂可直接应用于临床治疗。

肝素产业在过去 70 余年的发展过程中，已形成一条完整的产业链，其中肝素原料药是该产业价值链中非常重要且不可或缺的中间环节，而肝素类制剂（包括低分子肝素制剂）为该产业链上的最终产品。全球肝素产业链及产业分布可简要归纳如下：



资料来源：联合评级搜集整理

根据肝素产业链上下游实际情况，肝素产品主要包括肝素树脂、粗品肝素钠、肝素原料药、低分子肝素原料药、标准肝素制剂和低分子肝素制剂。

(2) 肝素原料药

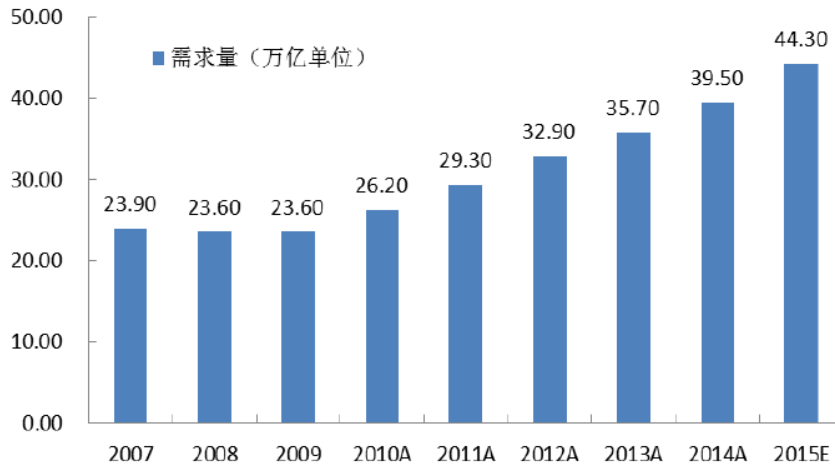
肝素原料药处于肝素产业链中游。首先生产企业从健康生猪的小肠粘膜中提取并制成粗品肝素钠，由于含有杂蛋白等杂质，需经进一步提纯后成为肝素原料药。肝素原料药通常以钠盐或钙盐的形式存在，称为标准肝素钠（Heparin Sodium）或标准肝素钙（Heparin Calcium），在实际使用中以标准肝素钠为多。肝素原料药主要用于生产标准肝素制剂或低分子肝素原料药，后者可进一步用于低分子肝素制剂的生产。

肝素原料药的主要质量指标为效价，含义为每毫克（mg）肝素原料药中的肝素活性单位（IU）的数量。每毫克肝素原料药含有的活性单位越多，表示其抗凝血的生物活性越强。用于直接制备成肝素类制剂的肝素原料药，其效价指标需符合各国药典的标准；用于进一步生产低分子肝素原料药

的肝素原料药，其效价指标需符合低分子肝素制剂企业要求的特定标准。

肝素原料药属于特色原料药（区别于大宗原料药），最终用于生产肝素类制剂。由于肝素类药品需求的迅速增加而产生的带动效应，近年来国际市场对肝素原料药的需求增长迅速。2015 年肝素原料药的需求将达 44.30 万亿单位。全球肝素原料药 2007 年~2015 年的需求情况如下图所示：

图 3 2007~2015 年全球肝素原料药需求情况



资料来源：慧聪制药工业网

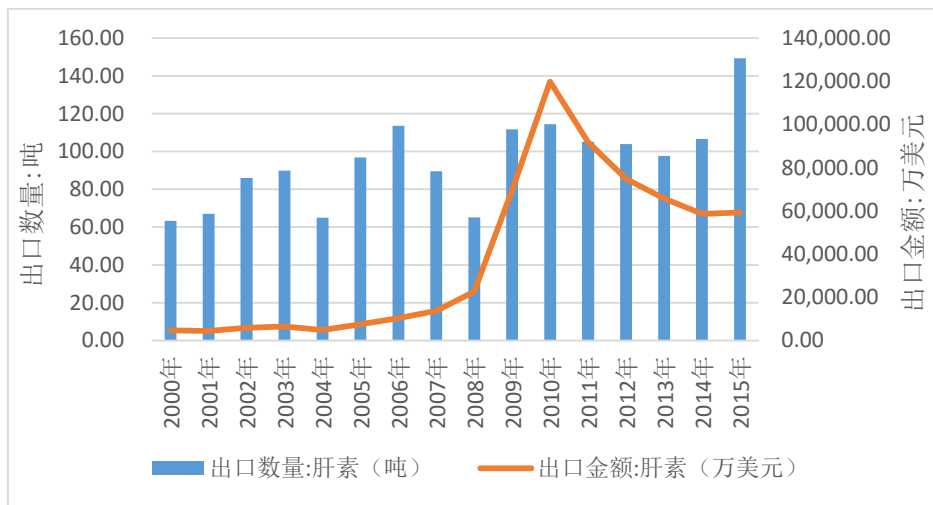
（3）我国肝素类产品出口情况

我国是全球最大的肝素类产品出口国，主要包括肝素粗品、肝素原料；而肝素类制剂基本在国内销售，只有少量出口到亚非拉等发展中国家。由于全球肝素类制剂生产企业主要为美欧国家的大型制药公司，我国临床使用的肝素类制剂，特别是低分子肝素制剂，也大部分从国外进口。

我国肝素原料药的生产始于上世纪 70 年代。2007 年，我国肝素类产品出口量已经达到 89.45 吨，出口额达到 1.38 亿美元；2008 年，受“百特事件¹”和金融危机的影响，我国肝素类产品的出口仅为 65.09 吨；2009 年，随着“百特事件”影响的消退，我国肝素类产品出口呈现价量齐升的态势，出口额达到了 6.98 亿美元，出口国也达到了 43 个，且多主要为美国、法国、德国等发达国家；2010 年，肝素类产品价格出现大幅上涨，我国肝素类产品的出口量为 114 吨，同比增长约 2%，出口金额约 12 亿美元，出口额同比增长达到 72%；同年，肝素及其盐出口金额已超过 Vitamin C，跃居我国第一大西药重点出口商品 2011 年后，由于国际市场肝素原料药价格开始下跌，我国肝素类产品市场呈现出口量波动变化，而出口额出现明显下降。2015 年，我国肝素类产品的出口量为 149.31 吨，出口金额约 5.92 亿美元，同比 2014 年 5.86 亿美元增长约 688.95 万美元。

¹ 美国百特公司使用中美合资常州凯普公司原料生产的“肝素钠注射液”，在美国引起严重药品不良反应的事件。

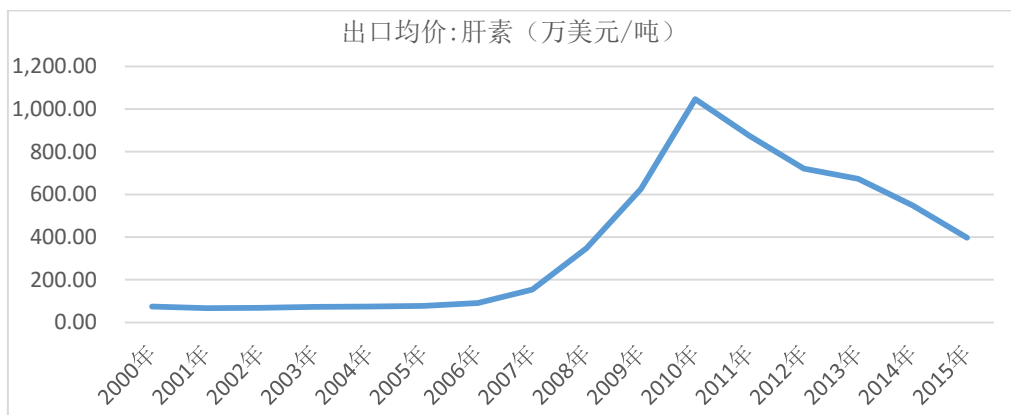
图 4 2000~2015 年我国肝素类产品出口情况



资料来源: wind

2000~2005 年,我国肝素类产品出口价格波动上涨,之后的 2006~2010 年,我国肝素类产品出口价格呈现快速上涨的态势。2006 年以前出口价格低于 2,000 美元/公斤,2010 年 12 月出口价格已上涨至约 11,000 美元/公斤。2011 年以来,肝素类产品出口价格不断下降。2000~2015 年,我国肝素类产品出口均价具体情况如下图所示:

图 5 2000~2015 年我国肝素类产品出口均价



资料来源: Wind

(4) 行业市场化程度及竞争格局

美国主要的肝素原料药生产企业包括 Pfizer、SPL 等。Pfizer 生产的肝素原料药主要用于自身肝素类制剂的制备,少量对外销售。欧洲主要的肝素原料药生产企业包括 Sanofi、Leo、Bioiberica 等。其中, Sanofi 和 Leo 公司生产的肝素原料药主要用于自身肝素类制剂的制备, Bioiberica 为欧洲主要的肝素原料药供应商。

我国企业生产的肝素原料药主要出口至美国和欧洲等发达国家和地区。由于全球肝素类药品的需求巨大且持续增长,而美欧地区本身的肝素原料药资源已接近被完全利用,因此我国企业与美欧地区肝素原料药企业的竞争较小,行业内竞争主要为国内企业间的竞争。

根据 CFDA 网站信息,截至 2015 年末,我国持有 CFDA 颁发的肝素原料药(包含肝素钠与肝素钙)生产批准文号的企业有 29 家。公司同时通过美国 FDA 药政批准和欧盟 CEP 认证,肝素原料

药产品可销售至美国和欧洲。除公司外，行业内的其他企业主要包括千红制药、常山药业、东诚药业、健友股份等。

（5）国家政策支持

我国抗血栓药物中以肝素为代表的抗凝药占比约 28%，是术后防止血栓形成最主要用药，临床使用量逐年增长。肝素钠原料药和制剂行业属于生物医药产业，该产业系国家“十二五”规划明确提出重点发展的产业。同时，生物医药行业中的优势研发企业还享有政策红利，《产业结构调整指导目录（2011）》中指出“拥有自主知识产权的新药开发和生产，天然药物开发和生产，现代生物技术药物”拥有自主知识产权的新药开发和生产，天然药物开发和生产，现代生物技术药物”被列入该目录的鼓励类投资项目并享受相关优惠政策，有利于引导高技术生物医药企业良性发展。肝素及低分子量肝素类药物顺利进入国家基本医保目录。

总体看，全球肝素类产品需求巨大，政策向好，未来发展前景良好；但自 2011 年起肝素类原料药价格逐年下滑，公司经营面临产品价格下行的风险。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力优势

公司自成立以来，主要从事肝素钠原料药研究、生产及销售，产品以出口为主，是目前国内产销规模领先的肝素原料药生产企业，在生产技术及规模、质量管理和下游客户资源等方面具有综合竞争优势。

（1）生产技术优势

公司拥有的核心技术为“肝素钠原料药提取和纯化技术”肝素钠原料药提取和纯化技术”，主要包括：1.杂质与组分分离技术；2.病毒与细菌灭活技术；3.基因完整性保护和活性释放技术；4.按基团、活性、分子量定向组分分离技术。该核心技术由公司自主研发形成，并在多年的发展过程中不断完善，具有保证产品质量稳定、收率高的优势，是公司发展的核心竞争力之一。

近三年，公司持续进行生产技术、工艺的优化和新品种规格的研究。其中，2013年，公司与瑞典UPPSALA大学联合开展硫酸类肝素结构的研究，同时顺利推进与加拿大PLI公司合作进行的特定病毒去除技术研究；2014年，公司与深圳清华大学研究生院合作进行新品种生物活性动物实验，与浙江大学合作实施肝素相关酶的分子克隆项目，获得授权发明专利4项；2015年，公司积极开展对外技术合作和交流，实施研发项目24项，完成研发项目16项，获得授权发明专利9项，提升了公司在本领域的技术领先地位。

（2）质量管理优势

公司按照我国药品GMP规范以及美国和欧盟cGMP药品规范和理念，建立了全面质量管理体系并严格贯彻执行。公司制定了大量的生产标准操作规程（SOP）文件，涵盖了生产、物料、设备设施、检验、包装标签、质量保证等各个环节，有效保障了公司生产经营全过程的稳定性和可控性，保证了产品质量的稳定和安全。2015年，公司根据相关法规变化情况，进行验证管理要求更新。自公司成立至今，未曾发生过因产品质量问题而引发的纠纷。

（3）客户资源优势

公司产品主要销往欧美市场，主要客户为国际知名医药企业，如Sanofi-Aventis、Fresenius Kabi等，公司与客户之间已经形成了长期且稳定的合作关系，同时由于公司所具有的产品质量优势，以及客户更换供应商的药政注册难度较高，保证了销售的稳定性。

2014年4月，公司通过全资子公司Hepalink USA Inc.（以下简称“美国海普瑞”）全面完成对SPL Acquisition Corp.（以下简称“SPL”）的股权收购，公司的供应链得到进一步延伸和优化，客户规模继续扩大，公司的客户资源优势得到进一步加强。

（4）生物大分子药物开发和生产平台

近年来，公司大力开展肝素产业链整合，并通过投资、并购和技术合作等形式加快进入以肿瘤治疗和循环系统（心脑血管）疾病治疗为重点的新药开发领域。

公司于2015年10月5日完成收购Cytovance Biologics, Inc.（以下简称“赛湾生物”），收购完成后股权比例为100%。赛湾生物主要业务为生物大分子药物的CDMO业务，包括为客户提供单抗、细胞因子、融合蛋白和抗体药物耦合化合物等。本次收购为公司快速切入生物大分子制药领域，获得该领域成功经验提供有力支持，同时赛湾生物服务的众多中小型创新药开发企业未来也可以给公司提供潜在的并购或投资标的，使得公司在生物大分子药物品种积累领域具有先发优势。

2013年11月29日，募投项目“年产5万亿单位兼符合美国FDA和欧盟CEP药政标准的肝素钠原料药生产建设项目”完成工程建设、设备调试等前期工作，达到了正常生产所需的条件，正式投产。2014年4月，公司完成对SPL的股权收购并实现平稳对接，公司肝素原料药产销能力迈上新台阶，位居国内领先地位。

公司连续多年被认定为国家级高新技术企业，近年来先后获得多项奖励和荣誉。2014年1月，深圳市质量强市促进会授予公司“深圳市质量强市骨干企业”荣誉；2015年1月，深圳市知名品牌评价委员会授予公司“深圳知名品牌”荣誉；2015年12月，深圳市企业联合会、深圳商报共同授予公司“2015年度深圳百强企业”称号；2016年5月，联合国工业发展组织中国南南工业合作中心、深圳知名品牌评价委员会授予公司“国际信誉品牌”荣誉证书。

总体看，公司作为肝素钠原料药的龙头企业，具有较高的品牌认知度，在肝素钠原料药领域拥有生产技术、质量管理、客户资源优势，市场竞争力强。未来，随着公司开展肝素全产业链的整合以及新领域的业务布局，公司竞争力或将得到持续提升。

2. 研发情况

公司设有专门的研发部门——研发部，主要负责公司新工艺、新产品的研究、开发和实验，负责工艺技术研究及改进工作，解决工艺与技术难题。公司始终保持较高的研发投入，坚持以市场为导向，不断完善核心技术，开发新产品，升级产品结构。截至2015年末，公司共拥有研发人员132人，占员工总数的8.07%。

近三年，公司研发费用逐年增加，占营业收入中的比例逐年提高，2015年末提升至4.24%，在同行业中处于领先地位。

表3 2013~2015年公司研发投入情况（单位：万元、%）

项目	2013年	2014年	2015年
研发费用	3,997.22	5,945.76	9,717.29
研发费用占营业收入的比例	2.64	3.04	4.24
研发费用占净资产的比例	0.50	0.71	1.11

资料来源：公司年报

总体看，公司肝素钠原料药生产核心技术成熟，近年来随着公司向肝素全产业链以及心脑血管疾病治疗为重点的新药领域进军，研发投入逐年增加。

3. 人员素质

截至 2016 年 6 月末，公司有董事、监事、高级管理人员共 12 名（其中薛松先生于 8 月 1 日已经离职），均具有大学本科及以上学历，同时具有多年医药行业的管理经验，管理团队整体素质高。

公司董事长李锂先生，1964 年出生，大学本科学历；1998 年 4 月创立公司，自 2014 年 2 月 15 日起任公司董事长。

公司董事李坦女士，1964 年出生，大学本科学历；1998 年 4 月共同创立公司，自 2014 年 2 月 15 日起任公司董事、副总经理。

公司总经理单宇先生，1960 年出生，大学本科学历；1998 年 4 月共同创立本公司，自 2014 年 2 月 15 日起任公司董事、总经理。

公司董事步海华先生，1975 年出生，工商管理硕士，中国注册会计师（非执业）；2006 年 12 月起进入公司工作，自 2014 年 2 月 15 日起任公司副总经理、董事会秘书。

截至 2016 年 6 月末，公司在职工合计 1,465 人。按专业构成划分，技术人员占比 45.87%，生产人员占比 29.97%，行政人员占比 7.78%，财务人员占比 3.00%，销售人员占比 3.14%；工程人员占比 10.24%；按学历构成划分，本科及以上学历占比 37.34%，专科学历占比 18.50%，其他学历占比 44.16%。从年龄构成划分，30 岁及以下占比 35.63%，30~50 岁占比 53.38%，50 岁以上的占比 10.99%。

总体看，公司高级管理人员拥有较长行业从业经历和丰富的经营管理经验，整体素质较高；公司员工学历和专业构成能够满足公司经营发展的需要。

4. 外部支持

2013~2015 年，公司作为高新技术企业，计入当期损益的政府补助合计分别为 466.36 万元、620.41 万元和 4,541.71 万元，主要为深圳市财政局资助项目的拨款；税费返还合计分别为 20,275.25 万元、6,215.72 万元和 1,310.15 万元。

2012 年 9 月 12 日，公司被认定为国家级高新技术企业（证书编号：GF201244200378），认定有效期为三年（2012~2014 年），2013 年度、2014 年度继续延用 15% 的优惠所得税税率。2015 年 11 月 2 日公司继续被认定为国家级高新技术企业（证书编号：GF201544201112），认定有效期为三年（2015~2017 年），2015 年度继续延用 15% 的优惠所得税税率。

总体看，公司获得政府补助、税收优惠等多方面的支持，外部发展环境良好。

五、公司管理

1. 公司治理

公司依据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》和《公司章程》的相关规定，设立了股东大会、董事会、监事会，行使公司的决策权、经营管理权和监督权。

股东大会是公司的权力机关，决定公司的经营方针和投资计划。

公司董事会向股东大会负责，执行股东大会的决议。公司董事会由 7 名成员组成，其中 3 名为独立董事，董事任期 3 年。董事会下设 4 个专门委员会，分别为审计委员会、战略委员会、薪酬与考核委员会和提名委员会。审计委员会由 3 名董事组成，均具备理解财务报表所需的商业技巧和经验，其职责包括提议聘请或更换外部审计机构，监督和检查公司的财务汇报程序及内部控制制度。战略委员会由 3 名成员组成，主要职责是对公司长期发展战略和重大投资决策进行研究并提出建议。薪酬与考核委员会由 3 名董事组成，其职责在于研究董事及经理人员的考核标准，进行考核并提出

建议，以及研究和审查董事、高级管理人员的薪酬政策及方案。提名委员会由 3 名董事组成，其主要职责是对根据公司经营活动情况、资产规模和股权结构对董事会的规模和构成向董事会提出建议。

公司设立的监事会为专门的监督机关，负责对董事会及其成员以及经理、副经理等高级管理人员进行监督。监事会由 3 名监事组成，其中监事会主席 1 人，职工监事代表 1 人。监事任期 3 年，可连选连任。公司监事按照《公司法》、《公司章程》、《监事会议事规则》等规定开展工作，依法履行职责，出席股东大会、列席现场董事会。按照规定的程序对公司重大事项、关联交易、财务状况、董事和高级管理人员履行职责的情况等事项进行了有效的监督并发表意见，维护公司及股东的合法权益。

公司设总经理 1 名，由董事会提名，董事会聘任或者解聘。经理任期 3 年，可连聘连任。总经理对董事会负责。

总体看，作为在深交所上市企业，公司法人治理结构较完善，通过权力的相互制衡，保证了公司顺利运行。

2. 管理体制

公司内部在研发管理、人力资源管理、行政管理、采购管理、生产和销售管理、投资管理等各个方面制订了管理和内控制度。公司各项管理制度建立之后均得到有效地贯彻执行。

生产经营方面：公司内部制订了完善的生产、质量、安全、采购、销售等管理运作程序和体系标准。公司定期对各项制度进行检查和评估，对员工定期进行培训，内部质量监督部门、内部审计部门对公司生产经营和规范运作起到了较好的监督、控制作用。

财务管理方面，公司按照企业会计制度、会计法、税法、经济法等相关法律法规的规定，制定了适合公司的《财务会计制度》，公司按业务流程设置权限，形成严密的会计监控体系，符合企业内控需要，并制定了较为明确的会计凭证、会计账簿和会计报告的处理程序，使公司业务活动按照适当的授权进行，各种交易和事项能以正确的金额，在适当的会计期间较及时地记录于适当账户，会计报表的编制符合会计准则的相关要求。公司账面资产和实存资产定期核对相符，公司切实实行了会计人员岗位责任制。公司对子公司财务会计工作实行垂直统一管理，根据投资公司情况予以委派、推荐财务管理人员，并依照规定程序聘任和解聘，公司聘任的财务人员实行回避制度。对有徇私舞弊、重大失职、泄露机密等对公司造成重大经济损失的行为，公司按照相关法律法规、处罚制度等追究相关刑事、民事责任。

资金管理方面，公司为了规范账户管理工作，防范账户管理风险，保障资金安全，制定了详细的集团账户管理办法，并就对外融资、内部贷款业务、内部人民币存款业务、内部人民币结算业务、银行承兑汇票管理、内部稽核监督等方面设置了详细可行的管理办法。规定公司总部计财部建立银行账户管理信息库，各单位开立和使用的银行账户必须全部纳入银行账户管理信息库登记备案范围。公司总部资金管理科具体负责银行账户管理信息库的建立、日常维护和动态管理。

对外担保方面，公司按照公司法、担保法、《关于规范上市公司对外担保行为的通知》等法律、法规、规范性文件以及《公司章程》的有关规定，制定了适合公司的《对外担保管理制度》，规定公司对外担保必须经董事会或股东大会审议通过，并就对外担保的审查、合同订立、风险管理及信息披露等方面设置了较为合理的程序及要求等。制度规定，公司对外担保总额不得超过公司最近一个会计年度合并报表净资产的 50%，且公司对外担保应当取得 2/3 以上的董事会或经股东大会批准，公司不得直接或间接为资产负债率超过 70% 的被担保对象提供债务担保。公司对外担保遵循核发、审慎、互利、安全的原则，并实行统一管理，严格控制担保风险。

风险投资管理方面，为规范公司及子公司风险投资业务的管理，有效控制风险，公司依据《证券法》等法律、行政法规及《公司章程》的有关规定，结合公司的实际情况，制定风险投资管理制度。该制度规定的风险投资主要包括证券投资、房地产投资、信托产品投资及深交所认定的其他投资行为，公司在进行风险投资时应遵循谨慎、强化风险控制以及合理评估效益的原则，要求与资产结构相适应，规模适度，风险投资资金来源须是自有资金，不得使用募集资金等不符合国家法律法规和证监会、深交所相关规定的资金直接或间接进行风险投资。公司在进行风险投资时，不论金额大小，均需经董事会审议通过后提交股东大会审议，并取得 2/3 以上的董事和 2/3 以上的独立董事的同意方可进行。

子公司管理方面，为加强对子公司管理，规范内部运作机制，公司依据相关法律、法规制定子公司管理制度文件。公司对子公司实行垂直管理，子公司在公司总体方针目标框架下，独立经营、自主管理，同时执行公司的各项制度规定。

总体看，公司已建立起适合自身特点的管理模式和制度体系，内部管理较为完善，运作规范，管理效率较高，为公司可持续发展创造了有力的内部保障。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事肝素钠原料药研究、生产及销售，核心产品为肝素钠原料药。近年来，公司致力于肝素全产业链的建设，并通过投资、并购和技术合作等形式加快进入以肿瘤治疗和循环系统（心脑血管）疾病治疗为重点的新药开发领域。

随着公司经营规模的扩张，公司营业收入稳步增长。2013~2015 年，公司营业收入分别为 15.13 亿元、19.59 亿元和 22.92 亿元，年均复合增长 23.08%。从盈利水平来看，近三年公司分别实现净利润 3.13 亿元、3.35 亿元和 5.68 亿元，年均复合增长 34.63%。近三年，公司实现营业收入和净利润的稳步增长，一方面是在募投扩产项目新生产线产能稳步释放的基础上，公司更好地组织粗品原料采购和生产计划安排，实现肝素原料药的稳产和增产；另一方面是 2014 年公司完成了对 SPL 的收购，合并范围扩大带动收入、净利润增加。

表 4 2013~2016 年上半年公司营业收入分产品构成和毛利率情况（单位：万元、%）

产品收入	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年上半年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
肝素钠（原料药）	148,094.64	97.87	25.58	187,570.23	95.75	29.56	209,906.12	91.57	38.42	93,862.29	78.88	40.19
制剂	987.76	0.65	5.90	3,401.12	1.74	20.86	4,350.64	1.90	19.61	2,720.60	2.29	23.81
胰酶	--	--	--	2,981.42	1.52	-40.22	4,136.66	1.80	-34.31	1,655.85	1.39	-3.98
研发收入	--	--	--	282.30	0.14	100.00	5,861.43	2.56	82.08	16,151.06	13.57	10.96
肠衣肠皮销售	1,262.97	0.83	-71.20	18.24	0.01	-3.34	4,426.85	1.93	-12.84	3,581.96	3.01	-14.98
其他	971.49	0.64	60.22	1,632.82	0.83	79.40	548.29	0.24	100.00	1,015.02	0.85	90.25
合计	151,316.86	100.00	24.86	195,886.13	100.00	28.86	229,230.00	100.00	37.03	118,986.77	100.00	34.00

资料来源：公司提供

注：胰酶收入来源于收购的子公司 SPL（2014 年完成收购纳入合并范围），2013 年无可比数据；研发收入来源于收购的子公司 SPL 和赛湾生物（2015 年完成收购纳入合并范围）的产品，2013 年无可比数据；其他业务主要由 H3 的代理业务、母公司的 MPS（硫酸化粘多糖）业务等业务构成。

2013~2015 年，公司主营业务收入分别为 15.13 亿元、19.59 亿元和 22.92 亿元，占营业收入的比重

均在99%以上，公司主营业务突出。分产品类型来看，公司生产销售的产品有肝素钠原料药、制剂、胰酶、研发和肠衣肠皮等，其中胰酶和研发为2014年新增产品类型。肝素钠原料药方面，2013~2015年分别实现收入14.81亿元、18.76亿元和20.99亿元，占营业收入的比重分别为97.87%、95.75%和91.57%，产品集中度高，系公司第一大收入来源；近三年，肝素钠原料药销售收入逐年增长态势，主要原因有两点：一是募投扩产项目新生产线产能逐渐释放，二是顺利实现SPL的股权收购，合并范围扩大带来收入增长。制剂方面，该业务主要由二级子公司成都市海通药业有限公司（以下简称“成都海通”）承担，2013~2015年，分别实现收入987.76万元、3,401.12万元和4,350.64万元，占营业收入中的比重分别为0.65%、1.74%和1.90%，制剂业务目前仍处于开拓阶段，占营业收入的比重很小，对公司营业收入和利润规模影响有限；近三年，制剂收入逐年增长，主要系经营主体成都海通扩充并完善销售组织，建立产品国内区域代理销售管理模式所致。胰酶方面，2014年公司因完成对SPL的收购新增胰酶销售板块，2014~2015年分别实现收入2,981.42万元和4,136.66万元，在营业收入中的占比分别为1.52%和1.80%，占比很小，对公司营业收入和利润规模影响很小。研发收入方面，研发服务主要为SPL和赛湾生物承接的合同定制研发生产业务，近三年研发服务业务收入分别为0.00万元、282.30万元和5,861.43万元；公司2014年4月完成对SPL的收购，故从2014年开始合并财务报表中包括研发服务收入；公司2015年10月完成对赛湾生物的收购，因此2015年研发服务收入出现大幅度增加，在营业收入中的占比提升至2.56%。肠衣肠皮销售方面，该业务主要由子公司成都深瑞畜产品有限公司（以下简称“成都深瑞”）和子公司山东瑞盛生物技术有限公司（以下简称“山东瑞盛”）负责；近三年肠衣肠皮业务收入分别为1,262.97万元、18.24万元和4,426.85万元，其中2014年肠衣肠皮业务销售收入大幅降低，主要系成都深瑞当年因为工艺调整等原因暂停生产所致。

毛利率方面，2013~2015年，公司综合毛利率分别为24.86%、28.86%和37.03%，逐年上升，主要是受肝素钠原料药毛利率上升的影响。其中，2013~2015，肝素钠（原料药）毛利率分别为25.58%、29.56%和38.42%，呈现不断增加的趋势，主要系由于公司加强了对供应链体系的管理和建设，有效地降低了国内肝素粗品的采购成本所致。制剂方面，近三年毛利率分别为5.90%、20.86%和19.61%，除2013年外，公司制剂业务的毛利率稳定在20%左右，2013年制剂业务毛利率较低，主要是由于2013年尚处于业务前期阶段，单位成本较高所致。胰酶方面，2014年、2015年和2016年上半年毛利率分别为-40.22%、-34.31%和-3.98%，虽然毛利率水平持续向好，但由于公司生产规模未达到设计产能，导致单位产品成本较高，毛利率为负。研发收入方面，2014年、2015年和2016年上半年毛利率分别为100.00%、82.08%和10.96%，毛利率波动较大主要是因为每单业务之间由于难易程度的不同导致收费差异较大。肠衣肠皮销售方面，2013~2015年毛利率分别为-71.20%、-3.34%和-12.84%，肠衣肠皮业务毛利率持续为负，主要系原肠采购成本较高所致。

2016年1~6月，公司实现营业收入11.90亿元，较上年同期减少1.13%，一方面因为2016年上半年肝素钠原料药销售单价有所降低，另一方面受到客户订单周期性影响，预计2016年下半年销售收入将比上半年有所增加；实现利润总额3.01亿元，较上年同期下降10.67%，主要系上半年管理费和财务费用上升所致；归属于上市公司股东的净利润为2.61亿元，较上年同期下降5.12%。

总体看，公司在致力于肝素钠原料药的研发、生产和销售的同时，开始实施肝素全产业链的建设，并通过投资、并购和技术合作等形式加快进入心脑血管疾病治疗为重点的新药开发领域，产品类型增多，但目前对公司收入贡献有限；近三年营业收入和毛利率逐年增长。

2. 原材料采购情况

公司生产所需主要原材料为肝素粗品，肝素粗品由猪小肠黏膜提取加工而成，主要向供应商采

购取得。肝素粗品的供给情况主要取决于生猪出栏量、小肠资源利用率以及肝素粗品的收率水平。我国生猪养殖和屠宰量占全球总量 50%以上，拥有全球最丰富的猪小肠资源，但我国生猪集约化养殖比例较低，小肠资源利用率水平和发达国家相比仍有一定差距。由此导致肝素粗品生产企业相对于发达国家而言产业集中度较低。

公司生产所需的原材料及其他物料，主要根据生产的实际需要、原材料市场的供应情况等综合因素决定向供应商采购。针对肝素粗品的采购，公司制定了相关管理制度，对供应商的准入做出了相应的规定。

肝素粗品采购模式如下：公司采取以销定产，以产定采的模式有计划的组织原材料采购，定期根据市场、客户情况的变化对采购计划或价格等进行综合调整，现阶段有数十家满足公司管理要求的供应商按照商定的协议给公司供货。

肝素粗品采购流程如下：供应商从猪小肠中提取并生产肝素粗品，肝素粗品运至海普瑞之后，公司对其品质进行抽样验收，确保肝素粗品的数量和质量。若确认无误，则双方根据约定的价格进行结算，若因产品质量等问题交易无法达成，则依据合同相应条款执行退、换等程序。

从供应商集中度来看，公司从事肝素相关产品的生产 10 多年，在国内拥有广泛的原材料供应商网络。近三年，海普瑞前五名供应商采购金额在年度采购总额中的占比均低于 10%，前五名供应商采购金额合计占比分别为 26.35%、19.51%和 21.05%，占比不大，采购相对分散，不存在严重依赖少数供应商的情况。具体情况如下表所示：

表 5 2013~2015 年公司前五大供应商情况（单位：万元、%）

年度	供应商名称	采购额	占年度采购总额比例
2013 年	第一大供应商	12,349.62	9.22
	第二大供应商	8,720.85	6.51
	第三大供应商	4,983.27	3.72
	第四大供应商	4,916.34	3.67
	第五大供应商	4,319.21	3.23
	合计	35,289.30	26.35
2014 年	第一大供应商	4,335.76	4.74
	第二大供应商	3,990.35	4.36
	第三大供应商	3,278.58	3.59
	第四大供应商	3,212.63	3.51
	第五大供应商	3,023.17	3.31
	合计	17,840.49	19.51
2015 年	第一大供应商	5,300.43	5.50
	第二大供应商	5,221.72	5.41
	第三大供应商	3,503.84	3.63
	第四大供应商	3,244.63	3.36
	第五大供应商	3,040.08	3.15
	合计	20,310.71	21.05

资料来源：公司年报

总体看，公司原材料品种较少，主要为肝素粗品，当前的采购流程保障了公司的生产需要；公司在国内拥有广泛的原材料供应商网络，采购较为分散，对供应商依赖性较低。

3. 生产情况

公司主要生产产品为肝素钠原料药，是目前国内产销规模领先的肝素钠原料药生产企业。

公司采取以销定产为主，结合库存和市场总体情况确定产量的生产模式。生产过程中，公司严格遵守 cGMP 和国家 GMP 标准的要求，保证药品质量及药品的安全性、有效性。同时，结合公司直接对接国际主流肝素类制剂生产企业的经验，进一步提高生产管理水平。

产能方面，2013年11月29日，募投项目“年产5万亿单位兼符合美国FDA和欧盟CEP药政标准的肝素钠原料药生产建设项目”完成工程建设、设备调试等前期工作，达到了正常生产所需的条件，于2014年正式投产。2014年4月，公司完成对SPL的股权收购并实现平稳对接，公司肝素原料药产销能力迈上新台阶，位居领先地位。

产量方面，2013年肝素钠产量为60,348.72亿单位，随着新增产能的逐渐达产，加之收购了同行业企业SPL，使得公司肝素钠原料药的产量和销量均逐年上升，2014~2015年，产量分别为79,533.90亿单位和86,732.21亿单位。

总体看，随着 2014 年募投扩产项目顺利投产以及完成对 SPL 的收购，公司肝素钠原料药生产能力大幅提升，产量逐年增长。

4. 销售情况

公司肝素钠原料药除少部分供应成都海通和深圳市天道医药有限公司外，其余大部分出口给国外客户。公司产品主要销往欧美市场，主要客户为一些国际知名医药企业，如 Sanofi-Aventis、Fresenius Kabi、Novartis 等，由于客户集中度较高，公司销售模式主要为直接销售，仅有小部分采取代理销售。2013 年公司营业收入中国外收入为 128,407.00 万元，占营业收入的比重为 84.86%；2014 年公司营业收入中国外收入为 171,598.24 万元，占营业收入的比重为 87.60%；2015 年公司营业收入中国外收入为 203,547.66 万元，占营业收入的比重为 88.80%。公司与客户之间已经形成了长期且稳定的合作关系，同时由于公司所具有的产品质量优势，以及客户更换供应商的药政注册难度较高，保证了销售的稳定性。

公司与主要客户签订长期供货协议，通常情况下公司与客户定期确定供货协议有效期内的年度供应量和价格，客户一般按照月度或者季度向公司发订单，公司根据订单向客户供货以及收取货款。公司出口的产品一般采用电汇 T/T 等结算方式，并视客户的采购金额、合作历史等情况给予一定的收款期限。从公司的过往销售情况看，客户的付款情况良好。

公司确认商品销售收入的条件为：1) 外销收入，在货物出库，并报关出口后，依据出口发票、出口报关单和货运单据确认收入。2) 内销收入，在货物出库并经对方收货确认，向其开具销售发票确认收入。3) 公司之全资子公司美国海普瑞的收入，货物送达指定地点后确认收入。

从公司主要产品的销售情况看，近三年，公司肝素产品销售额及销量均逐年增长。其中，肝素钠原料药方面，近三年销售额分别为 14.81 亿元、18.76 亿元和 20.99 亿元，销售量分别为 5.52 万亿单位、8.08 万亿单位和 9.54 万亿单位，但受全球肝素行业竞争激烈以及上游原材料价格下降影响，肝素钠均价小幅下滑，分别为 2.68 万元/亿单位、2.32 万元/亿单位和 2.20 万元/亿单位，同时产销率逐年提升，由 2013 年的 91.53% 提升至 2015 年的 109.96%。制剂方面，近三年销量快速增长，由 2013 年的 220.72 万支大幅增加至 2015 年的 3,810.2 万支，主要系经营主体成都海通扩充并完善销售组织，建立产品国内区域代理销售管理模式所致。

表 6 2013~2015 年公司主要产品销售情况

产品名称	项目	2013 年	2014 年	2015 年
肝素钠（原料药）	销售额（万元）	148,094.64	187,570.23	209,906.12
	销量（亿单位）	55,234.59	80,805.96	95,371.47
	均价（万元/亿单位）	2.68	2.32	2.2
	产量（亿单位）	60,348.72	79,533.90	86,732.21
	产销率（%）	91.53	101.6	109.96
制剂	销售额（万元）	987.76	3,401.12	4,350.64
	销量（单位：万只）	220.72	2,199	3,810.20
	均价（元/万只）	4.48	1.55	1.14
	产量（单位万只）	232.89	2425.46	3903.41
	产销率（%）	94.77	90.66	97.61
胰酶	销售额（万元）	--	2,981.42	4,136.66
	销量（KG）	--	49,237.70	44,631
	均价（元/KG）	NA	605.52	926.86
	产量（KG）	--	129,218.50	110,118
	产销率（%）	NA	38.1	40.53

资料来源：公司提供

由于药政管理要求严格以及技术壁垒较高，美欧肝素类制剂生产企业的数量有限，市场集中度较高。美欧市场中的少数医药公司具有一定的产品溢价并占据大部分市场份额。基于上述行业特性，美欧肝素类制剂生产企业与原料药供应商一旦确立合作关系后，出于全程可追溯性等药政监管要求以及对交易成本和产品质量的考虑，往往倾向于维持稳定的合作关系。从客户集中度看，公司前五大客户均为欧美知名制药企业，客户稳定性较好，销售渠道畅通。近三年，海普瑞前五名客户占比分别为 87.32%、77.79%和 76.42%，占比有所下滑，但集中度依旧较高。其中，第一大客户的近三年销售额占比均在 50%以上，对其依赖度较大。具体情况如下表所示：

表 7 2012~2015 年公司前五大客户情况（单位：万元、%）

年度	客户名称	销售额	占年度销售总额比例
2013 年	第一大客户	84,826.65	56.06
	第二大客户	17,180.25	11.35
	第三大客户	12,027.06	7.95
	第四大客户	11,190.04	7.4
	深圳市天道医药有限公司	6,903.61	4.56
	合计	132,127.62	87.32
2014 年	第一大客户	112,288.51	57.32
	第二大客户	12,568.16	6.42
	第三大客户	10,253.47	5.23
	第四大客户	9,774.99	4.99
	深圳市天道医药有限公司	7,506.72	3.83
	合计	152,391.85	77.79
2015 年	第一大客户	119,336.04	52.06
	第二大客户	14,949.57	6.52
	第三大客户	14,860.97	6.48
	第四大客户	13,725.53	5.99
	第五大客户	12,304.54	5.37
	合计	175,176.66	76.42

资料来源：公司年报

总体看，近三年，公司产品销售渠道畅通，销量、销售额逐年增长，同时客户集中度较高；由于受公司加强了对供应链体系的管理和建设，及2014年收购SPL，降低了肝素粗品的成本及肝素产品市场竞争激烈综合影响，肝素钠原料药销售均价有所下滑。

5. 在建项目

2013年，公司购买深圳市坪山新区坑梓街道两块相邻的面积分别为5.07万平方米、15.41万平方米的工业用地，编号分别为G14316-0104、G14321-0112，用于进行坪山生产线建设项目和海普瑞生物医药生态园基建工程项目的开发，以满足未来公司中长期业务发展的用地和厂房需求。公司目前正在进行项目的一期土建工程，后续将开展二至四期工程的建设，公司在未来将对该项目保持持续投入，存在一定的资金需求。

总体看，公司在建、拟建项目存在一定的资金需求。

6. 经营效率

2013~2015年，公司应收账款周转次数波动上升，分别为5.50次、6.73次和5.37次，2015年较上年有所下降，主要系营业收入不断增长，以及2014年收购SPL造成应收账款增长较快所致；同期，公司存货周转次数波动上升，分别为1.85次、1.76次和1.90次，2015年较上年有所增加，主要系2015年末肝素钠原料药市场需求较大，公司及子公司SPL在2015年存货销售增加所致；同期，公司总资产周转率较为稳定，分别为0.18次、0.22次和0.21次。行业比较来看，公司应收账款周转率、存货周转率处在行业领先水平，总资产周转率处在行业中游水平。

表8 2015年同行业可比上市公司经营效率情况指标（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
千红制药	3.81	1.99	0.29
常山药业	6.00	0.42	0.42
东诚药业	2.99	1.53	0.40
海普瑞	5.43	1.99	0.21

资料来源：Wind 资讯

注：本表上市公司营运数据引自 Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径存在一定差异。

总体看，公司经营效率尚可。

7. 重大事项

（1）完成收购SPL

2013年12月26日，公司第二届董事会第二十九次会议审议并通过交易预案。公司拟通过在美国设立的全资子公司美国海普瑞以现金方式向交易对方支付约22,265.17万美元（折合人民币约136,886.27万元）收购SPL全部股权，并向SPL的债权人支付约10,817.33万美元（折合人民币约66,504.94万元）以偿还SPL的特定债务，同时形成美国海普瑞对SPL的债权。

2014年3月24日，中国证监会做出《关于核准深圳市海普瑞药业股份有限公司重大资产重组的批复》（证监许可[2014]322号），核准本次重组方案。

2014年4月9日，目标公司100%的股权登记在美国海普瑞名下。至此，此次重大资产购买的资产过户手续办理完毕。

完成SPL的股权收购以及平稳对接使得公司肝素原料药产销能力迈上一个新台阶，为其开展国

内外市场整合奠定了良好基础，同时为公司增加了新品种胰酶原料药。

（2）完成收购赛湾生物

公司于2015年10月5日支付2.07亿美元完成收购赛湾生物，收购完成后股权比例为100%。

赛湾生物主要业务为生物大分子药物的CDMO业务，包括为客户提供单抗、细胞因子、融合蛋白和抗体药物耦合化合物等。此次收购为公司快速切入生物大分子制药领域，获得该领域成功经验提供有力支持，同时赛湾生物服务的众多中小型创新药开发企业未来也可以给公司提供潜在的并购或投资标的，使得公司在生物大分子药物品种积累领域具有先发优势。

总体看，公司通过数次资产收购和投资，扩大了医药业务规模，有利于分散业务单一风险，提高公司盈利能力和抗风险能力。

8. 经营关注

（1）产品价格下行的风险

受到依诺肝素仿制药及其他新肝素类制剂上市引发下游制剂市场竞争加剧，全球肝素市场仍然没有景气提升的明显迹象，使肝素钠原料药的销售价格继续承受一定下行压力，对公司经营业绩产生不利影响。

（2）现有产品结构单一风险

公司现阶段核心产品为肝素钠原料药，其他产品包括肝素类制剂、胰酶等。尽管公司正在进行新产品的研发，但现有产品结构仍较为单一，如未来出现市场竞争加剧、下游需求下降等外部环境恶化的情况，将会对公司的经营产生不利影响。

（3）销售客户集中风险

公司对欧美主流肝素制剂生产企业的销售占比较大，2013~2015年，公司前五大客户的销售额占公司营业收入的比重分别达到87.32%、77.79%及76.42%。尽管公司将贯彻实施客户维护及开发计划的相关措施，但鉴于肝素类药品的市场格局以及药政管理要求等因素所产生的原料行业特点，公司仍可能面临销售客户集中的风险。

（4）新产品开发的风险

公司及子公司近年来积极推动自主和合作开发新品种的相关工作，由于相关新品种开发的不确定性，加之新品种开发费用较大，一旦未能按计划实施相关品种的开发和上市销售，可能对公司未来的经营业绩带来不确定性。

（5）规模快速扩张带来的管理风险

随着公司的发展和经营规模的扩大，以及境外收购的开展，由此带来一系列管理风险，对公司的经营能力，包括管理能力、技术能力和研发能力等提出了更高的要求，公司的组织结构和管理体系将趋于复杂化。有鉴于此，公司积极推进组织体系和流程的优化，以满足业务发展的需要。未来，公司仍持续面临能否建立与规模相适应的高效管理体系和经营管理团队，以确保公司稳定、健康、快速发展的风险。

9. 未来发展

（1）公司发展战略及经营目标

公司以“攀新高、走新路”战略为指导，一方面，公司大力开展肝素产业链整合，努力增加肝素原料药产销量，严格控制经营成本，实现了营业收入和净利润的不断增长；与此同时，公司大力实施新产品和新领域的业务布局，通过投资、并购和技术合作等形式加快进入以肿瘤治疗和循环系

统（心脑血管）疾病治疗为重点的新药开发领域，为完善公司产业布局奠定了坚实的基础。

（2）公司2016年经营计划

2016年，公司将继续推进肝素全产业链整合，加快完善产业链的步伐，充分发挥产业链之间、国内外业务之间的协同效应，力争实现肝素原料药产销量稳定增长，努力提升主营业务经营业绩；打造更具实力的原料供应链，探索和实施长效激励机制，为公司的进一步发展提供充分的原料和人力保证；继续大力实施新产品和新领域的业务布局，建立和实施公司中长期发展战略。

肝素全产业链的建设

1) 肝素原料药业务发展。加强粗品原料采购和成本控制，为提高肝素原料药产量提供充足的粗品原料供应；加强生产计划安排和管理，在确保安全、质量的前提下，完成产品销售订单，按期交货，同时稳定提升产品收率，降低生产成本、提高生产效率。

2) 上游肝素粗品项目建设。子公司成都深瑞要加快实施各试生产项目，积极推进和完成环保检查，争取早日恢复生产；子公司山东瑞盛要完成环保验收及酒精罐区消防验收，实现热电厂供热，降低运营成本，争取早日开始正式生产。

3) 下游制剂项目运营。海通药业要制定和实施市场推广规划，开展以北上广为重点区域的学术推广活动，建立海普瑞-海通品牌和口碑；加强运营管理，提高产销量和市场占有率。

新业务领域

1) 公司将继续大力实施肝素钠产品质量、工艺及新品种规格的研究与开发，计划实施研发项目27项目，完成研发项目21项；继续开展多种多样的对外合作与交流。

2) 控股子公司深圳君圣泰生物技术有限公司完成胰岛新生多肽在澳大利亚的临床I期试验后，递交美国FDA临床II期试验申请；完成耳鼻喉科医疗器械产品在欧盟、美国FDA以及加拿大的注册维护。

3) 公司引进产品的研发：根据已投资公司的创新药临床试验的进展，公司将积极开展引进品种的国内临床试验的准备工作；同时公司还将继续贯彻公司走新路的发展战略，继续加大对创新药品种的投资及合作引进工作，逐步建立具有全球知识产权的创新药品种梯队。

总体看，公司定位清晰，计划详尽，并且深入实际采取措施逐步推进，未来发展前景良好。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2013~2015年度合并财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留审计意见，2016年半年报未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部2006年2月15日颁布的《企业会计准则》编制，公司根据修订的2014年会计准则对2013年的相关科目进行追溯调整。合并报表范围方面，2014年新设上海君圣泰生物技术有限公司1家子公司，同时完成对SPL的收购，公司合并报表范围增加2家，不再纳入合并范围的有深圳市多普生生物技术有限公司1家；2015年公司控股子公司新设立2家全资三级子公司深圳君圣康生物技术有限公司、Hightide Biopharma Pty. LTD，公司新设全资子公司深圳市德康投资发展有限公司，公司与北京枫海资本管理中心（有限合伙）共同出资设立深圳枫海资本股权投资基金合伙企业（有限合伙），增持深圳市返璞生物技术有限公司54%的股权，同时收购赛湾生物，故2015年公司新纳入并表范围的有6家公司；未有不再纳入合并报表范围的情况。公司近三年合并财务报表范围有所变化，但整体规模较小，故公司财务的可比性较好。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 121.68 亿元，负债总额 33.75 亿元，所有者权益 87.93 亿元，其中归属于母公司所有者权益 87.19 亿元。2015 年，公司实现营业收入 22.92 亿元，净利润 5.68 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.80 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.94 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.59 亿元。

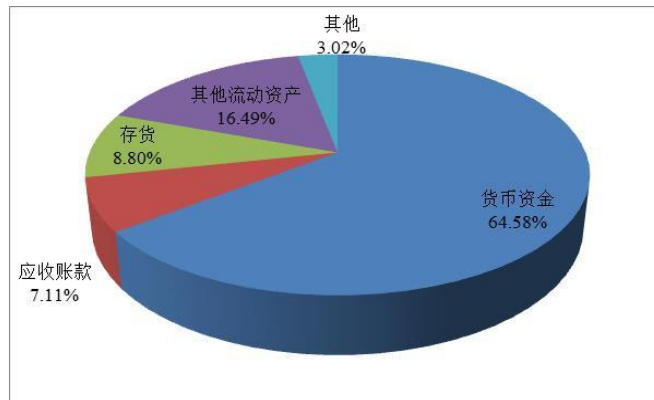
截至 2016 年 6 月末，公司合并资产总额 114.95 亿元，负债总额 35.70 亿元，所有者权益 79.25 亿元，其中归属于母公司所有者权益 78.52 亿元。2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 11.90 亿元，净利润 2.56 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.61 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.23 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.20 亿元。

2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 21.29%。截至 2015 年末，公司资产合计 121.68 亿元，较上年末增长 22.54%，主要系非流动资产增长所致。公司资产中流动资产和非流动资产分别占比 53.27% 和 46.73%，流动资产占比较高，比较符合行业特征。

2013~2015 年，公司流动资产逐年下降，年均复合下降 4.97%。截至 2015 年末，公司流动资产合计 64.82 亿元，较上年末下降 4.09%，主要系存货和其他流动资产下降所致。公司流动资产主要由货币资金（占比 64.58%）、应收账款（占比 7.11%）、存货（占比 8.80%）和其他流动资产（占比 16.49%）构成。

图 6 截至 2015 年末公司流动资产构成



资料来源：公司年报

公司货币资金主要是公司公开发行股票募集资金等。2013~2015 年末，公司货币资金波动下降，年均复合下降 16.82%。截至 2014 年末，公司货币资金 41.26 亿元，较上年末下降 31.80%，主要系收购 SPL 以及购买理财产品增加所致；截至 2015 年末，公司货币资金 41.86 亿元，较上年末增长 1.46%，维持上年同一水平。公司货币资金以银行存款（占比 99.48%）为主。截至 2015 年末，公司受限的货币资金 125.53 万元，受限比例小于 1%，公司货币资金受限比例较小。

2013~2015 年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长 53.36%。截至 2014 年末，公司应收账款 3.83 亿元，较上年末增长 95.62%，主要系收购 SPL，将其应收账款纳入合并范围所致；截至 2015 年末，公司应收账款 4.61 亿元，较上年末增长 20.23%，主要系应收下游客户经营款项增加所致。截至 2015 年末，公司应收账款以 1 年期账龄为主，共计提坏账准备 672.89 万元，计提比例 1.44%；按欠款方归集的期末余额前五名应收账款汇总金额为 3.11 亿元，占比 66.41%，集中度较高。

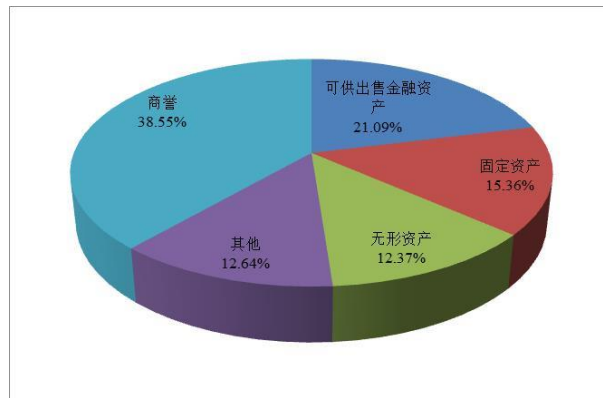
2013~2015 年，公司存货波动下降，年均复合下降 8.26%。截至 2014 年末，公司存货净额为 8.84

亿元，较上年末增长 30.43%，主要系公司收购 SPL 进而半成品和库存商品增加所致；截至 2015 年末，公司存货净额 5.70 亿元，较上年末下降 35.47%，主要系产品市场销售较好库存大幅减少所致。截至 2015 年末，公司存货账面余额中原材料占比 18.27%，在产品占比 50.42%，库存商品占比 31.00%；在存货行业价格下行的背景下，需关注存货跌价的可能性；公司存货共计提跌价准备 0.41 亿元。

2013~2015 年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长 362.34%。截至 2014 年末，公司其他流动资产合计 12.34 亿元，较上年末增长 23.69 倍，主要系公司购买的理财产品大幅增加所致；截至 2015 年末，公司其他流动资产 10.69 亿元，较上年末下降 13.42%，主要系公司赎回部分理财产品所致。

2013~2015 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 128.07%。截至 2015 年末，公司非流动资产 56.87 亿元，较上年末增长 79.26%，主要系可供出售的金融资产、无形资产和商誉大幅增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 21.09%）、固定资产（占比 15.36%）、无形资产（占比 12.37%）和商誉（占比 38.55%）构成。

图 7 截至 2015 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2013~2015 年，公司可供出售金融资产逐年大幅增长，年均复合增长 116.28%。截至 2014 年末，公司可供出售金融资产 6.04 亿元，较上年末增长 135.45%，主要系按公允价值计量的可供出售金融资产增长所致；截至 2015 年末，公司可供出售金融资产 11.99 亿元，较上年末增长 98.67%，主要系公司对外投资增加确认为可供出售的金融资产以及资产公允价值变动所致。截至 2015 年末，公司按公允价值计量的可供出售的金融资产为 9.52 亿元（占比 79.36%），按成本计量的可供出售的金融资产为 2.48 亿元（占比 20.64%）。

表 9 截至 2015 年末公司按成本计量的可供出售的金融资产明细（单位：万元、%）

被投资单位	账面余额	对被投资单位持股比例
Cantex Pharmaceuticals, Inc	19,480.80	13.04
Rapid Micro Biosystem	3,246.80	6.62
CDH AVATAR, L.P.	999.27	0.7
合嘉泓励（杭州）创业投资合伙企业（有限合伙）	1,000.00	10
北京枫海资本管理中心（有限合伙）	30.00	25

资料来源：公司年报

2013~2015 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 47.21%。截至 2014 年末，公司固定资产账面价值 6.55 亿元，较上年末增长 62.58%，主要系收购 SPL 将其纳入并表范围所致；截至 2015 年

末，公司固定资产账面价值 8.73 亿元，较上年末增长 33.29%，主要系子公司山东瑞盛厂房工程完工转入固定资产以及将赛湾生物固定资产纳入合并范围所致。截至 2015 年末，公司固定资产账面原值为 10.89 亿元，累计折旧 2.16 亿元，账面净额 8.73 亿元，其中房屋及建筑物占比 44.44%、机器设备占比 46.96%。公司固定资产成新率为 80.99%，成新率较高。

2013~2015 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 99.35%。截至 2015 年末，公司无形资产 7.03 亿元，较上年末增长 306.46%，主要系公司合并赛湾生物，对形成的品牌和客户资源进行测算所致，公司聘请了 KPMG LLP 对合并对价分摊进行评估，其中品牌采用了权利金节省法，对客户资源采用了超额收益法。

2013~2015 年，公司商誉逐年增长，近三年分别为 0 元、12.98 亿元和 21.92 亿元，其中 2014 年较上年末增加 12.98 亿元，主要系公司收购 SPL 收购成本大于收购日可辨认净资产公允价值所致；2015 年较上年末增长 68.92%，主要系收购赛湾生物成本大于收购日可辨认净资产公允价值所致。2014 年和 2015 年末，公司均对商誉进行减值测试，聘请了 KPMG LLP 对 SPL 和赛湾生物采取现金流折现、同类上市公司比较等多种方法进行了评估，评估结果显示商誉无须计提减值，但仍需关注减值的可能性。

截至 2016 年 6 月末，公司资产合计 114.95 亿元，较上年末微降 5.53%。其中流动资产和非流动资产分别占比 50.39%和 49.61%，较上年末变化不大。

总体看，公司资产规模较大，整体流动性较好。流动资产中货币资金占比较大，非流动资产中受公司战略并购策略的影响，公司可供出售的金融资产和商誉占比较大，整体资产质量尚可。

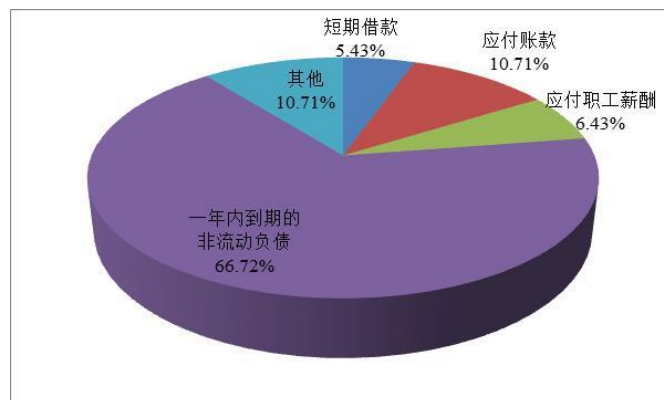
3. 负债及所有者权益

2013~2015 年，公司负债合计逐年增长，年均复合增长 306.97%。截至 2015 年末，公司负债合计 33.75 亿元，较上年末大幅增长 113.93%，主要系非流动负债增长所致。公司负债中流动负债和非流动负债分别占比 27.27%和 72.73%。

流动负债

2013~2015 年，公司流动负债逐年大幅增长，年均复合增长 164.05%。截至 2015 年末，公司流动负债 9.20 亿元，较上年末大幅增长 394.14%，主要系长期借款一年内到期转至流动负债所致。公司流动负债主要由短期借款（占比 5.43%）、应付账款（占比 10.71%）、应付职工薪酬（占比 6.43%）和一年内到期的非流动负债（占比 66.72%）构成。

图 8 截至 2015 年末公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2013~2015年，公司短期借款逐年增长，近三年分别为0元、284.13万元和5,000.00万元，2014年末较上年末增加284.13万元，主要系收购SPL将其短期借款纳入合并范围所致；2015年末较上年末增长16.60倍，主要系公司从中信银行深圳市民中心支行取得新借款所致。

2013~2015年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长16.53%。截至2014年末，公司应付账款0.98亿元，较上年末增长35.41%，主要系收购SPL纳入并表范围所致；截至2015年末，公司应付账款0.99亿元，较上年持平。

2013~2015年，公司应付职工薪酬逐年增长，年均复合增长55.76%，主要系公司规模扩大，人工费用增加所致。截至2015年末，公司应付职工薪酬0.59亿元，较上年末增长29.31%，主要系公司收购赛湾生物，将其职工薪酬纳入合并范围所致。

截至2015年末，公司一年内到期的非流动负债6.14亿元，较上年末的0元增加6.14亿元，主要系部分长期借款一年内到期所致。

非流动负债

2013~2015年，公司非流动负债逐年大幅增长，年均复合增长484.79%。截至2015年末，公司非流动负债24.55亿元，较上年末增长76.42%，主要系长期借款和递延所得税负债增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比72.73%）和递延所得税负债（占比22.15%）构成。

2013~2015年，公司长期借款逐年增长，近三年公司长期借款分别为0元、10.05亿元和17.85亿元，2014年末较上年末增加10.05亿元，主要系子公司美国海普瑞向招商银行纽约分行贷款所致；截至2015年末，公司长期借款17.85亿元，较上年末增长77.65%，主要系公司为收购赛湾生物增加借款所致。公司长期借款中2017年到期的有4.73亿元，2018年到期的有7.55亿元，2019年到期的有5.58亿元，公司长期借款期限较为分散。

2013~2015年，公司递延所得税负债逐年大幅增长，年均复合增长281.79%。截至2014年末，公司递延所得税负债2.70亿元，较上年末大幅增长624.56%，主要系公司收购SPL将其递延所得税负债纳入合并范围以及公司可供出售金融资产公允价值变动增加递延所得税负债所致；截至2015年末，公司递延所得税负债5.44亿元，较上年末增长101.17%，主要系收购赛湾生物资产评估增值形成递延所得税负债所致。

2013~2015年，公司全部债务大幅增长，年均复合增长95.66倍。截至2015年末，公司全部债务24.53亿元，较上年末增长143.18%，主要系长期借款增加所致，公司全部债务中短期债务6.68亿元（占比27.21%），长期债务17.85亿元（占比72.79%）。截至2015年末，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为27.74%、21.81%和16.88%，公司债务负担一般，以长期债务为主。

截至2016年6月末，公司负债合计35.70亿元，较上年末增长5.76%，主要系流动负债增长所致。公司负债中流动负债和非流动负债分别占48.17%和51.83%，较上年末变化较大，主要系部分长期借款即将到期，转入一年内到期的非流动负债所致。

总体看，公司负债结构以非流动负债为主，债务负担相比公司规模较轻，公司资产负债率较低。

所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长4.40%。截至2015年末，公司所有者权益合计87.93亿元，较上年末增长5.27%，主要系未分配利润和其他综合收益增加所致。截至2015年末，公司所有者权益中股本占比9.10%，资本公积占比60.03%，未分配利润占比19.42%。公司所有者权益稳定性较好。

2013~2015年，公司其他综合收益逐年增长，年均复合增长72.81%。受公司可供出售金融资产

投资溢价增加的影响，截至 2014 年末，公司其他综合收益 3.92 亿元，较上年末增长 89.64%；截至 2015 年末，公司其他综合收益 6.18 亿元，较上年末增长 57.48%。

截至 2016 年 6 月末，公司所有者权益 79.25 亿元，较上年末下降 9.87%，主要系资本公积和未分配利润下降所致。截至 2016 年 6 月末，公司实收资本较上年末增长 55.86%，主要系公司 2015 年度股东大会审议通过 2015 年年度权益分派方案，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 6.00 股所致。公司所有者权益中股本占比 15.74%，资本公积占比 53.25%，未分配利润占比 18.94%，较上年末变化较大。公司所有者权益稳定性较好。

总体看，公司所有者权益稳定增长，结构较为稳定，且公司股本和资本公积占比较大，公司权益结构稳定性较好。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 23.08%。受市场需求上升的影响，2015 年，公司实现营业收入 22.92 亿元，同比增长 17.02%。2013~2015 年，公司营业成本逐年增长，年均复合增长 12.68%。2015 年，公司营业成本 14.44 亿元，同比微增 3.59%。2013~2015 年，公司营业利润逐年增长，年均复合增长 30.99%，其中 2015 年公司营业利润为 6.44 亿元，同比增长 65.02%；近三年，公司净利润逐年增长，年均复合增长 34.63%，其中 2015 年公司实现净利润为 5.68 亿元，同比增长 69.41%，主要系营业收入增速大于营业成本增速以及投资收益增加共同影响所致。

从期间费用来看，2013~2015 年，公司的费用总额逐年增长，近三年分别为-0.19 亿元、1.47 亿元和 2.59 亿元，主要系公司管理费用增加所致。2015 年，公司期间费用总额为 2.59 亿元，同比增长 75.53%。从构成来看，销售费用占比 8.92%、管理费用占 137.87%，财务费用为-46.79%。2015 年，销售费用为 0.23 亿元，同比增长 76.97%，主要系公司扩大销售规模，增加相关投入以及将赛湾公司的销售费用纳入合并范围所致；管理费用为 3.57 亿元，同比增长 18.79%，主要系员工薪资费用、中介机构费用和研究开发费用增加所致；财务费用为-1.21 亿元，主要是公司取得的银行存款利息收入和贷款发生的利息支出构成。2013~2015 年，公司费用收入比逐年增长，分别为-1.26%、7.52%和 11.28%，公司费用控制能力尚可。

2013~2015 年，公司公允价值变动收益逐年下降，分别为 9.96 万元、-23.84 万元和-362.22 万元，主要系衍生金融工具价值波动所致，整体规模较小。2013~2015 年，公司投资收益逐年大幅增长，年均复合增长 15.59 倍，近三年公司投资收益分别为 40.55 万元、186.97 万元和 1.12 亿元，2015 年较上年增长 58.70 倍，主要系公司取得理财产品收益和 TPG 基金投资分红所致。2013~2015 年，公司投资收益占公司营业利润比例分别为 0.11%、0.48%和 17.33%，公司 2015 年营业利润对投资收益的依赖性较大。

从各项盈利指标来看，由于公司经营良好，2013~2015 年，公司营业利润率逐年增长，分别为 23.70%、28.30%和 36.19%，主要系原材料价格下降所致。受公司净利润大幅增加的影响，公司总资产收益率、总资产报酬和净资产收益率均呈逐年上升趋势，其中 2013~2015 年，公司总资产收益率分别为 3.87%、4.18%和 6.03%；同期总资产报酬率分别为 4.59%、4.68%和 6.73%；净资产收益率分别为 3.89%、4.08%和 6.63%。

表10 2015年同行业可比上市公司盈利能力情况指标（单位：次、%）

证券简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
千红制药	67.19	11.85	8.05
常山药业	66.80	10.45	9.94
东诚药业	37.95	6.40	7.09
海普瑞	37.03	6.63	5.14

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2016年1~6月，公司实现营业收入11.90亿元，同比下降1.13%；实现净利润2.56亿元，同比下降6.14%。

总体看，公司净资产收益率、总资产报酬率和毛利率与同业相比水平一般。近年来，公司营业收入和净利润规模逐年增长，盈利能力较好，但公司营业利润对投资收益依赖性有增加趋势。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2013~2015年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长9.36%。近三年，公司经营活动现金流入分别为21.27亿元、23.73亿元和25.43亿元，2015年较上年增长7.16%，主要系市场销售较好所致，近三年公司销售商品、提供劳务取得的现金收入占比分别为80.41%、83.64%和90.16%。2013~2015年，公司经营活动现金流出波动下降，年均复合下降1.65%，近三年，公司经营活动现金流出分别为17.06亿元、14.61亿元和16.50亿元，2015年较上年增长12.94%，主要系原材料采购增加所致，近三年公司购买商品、接受劳务支付的现金流出分别占比81.47%、57.78%和60.44%，支付给职工的现金逐年增加。2013~2015年，公司经营活动净现金流入波动增长，分别为4.21亿元、9.13亿元和8.94亿元。2013~2015年，公司现金收入比逐年下降，分别为113.01%、101.35%和100.03%，公司回款周期较短，收入实现质量较高。

从投资活动情况来看，2013~2015年，公司投资活动现金流入逐年大幅增长，近三年分别为0.81亿元、3.32亿元和19.10亿元，2015年较上年大幅增长474.96%，主要系收回到期理财产品资金所致。2013~2015年，公司投资活动现金流出逐年增长，近三年分别为4.88亿元、31.45亿元和35.66亿元，2015年较上年增长13.40%，主要系公司投资活动（并购、购买可供出售金融资产等）现金支出增加所致。2013~2015年，公司投资活动现金净流出4.07亿元、28.12亿元和16.56亿元。

从筹资活动情况来看，2013~2015年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长305.20%，近三年，公司筹资活动现金流入分别为0.78亿元、16.56亿元和12.76亿元，2015年较上年下降22.95%，主要系公司借款金额下降所致。2013~2015年，公司筹资活动现金流出波动下降，年均复合下降13.97%，近三年，公司筹资活动现金流出分别为6.30亿元、16.83亿元和4.66亿元，2015年较上年大幅下降主要系2014年公司偿还债务金额较大所致。近三年，公司筹资活动现金净流入分别为-5.52亿元、-0.27亿元和8.10亿元。

2016年1~6月，公司经营活动产生的现金净流入为1.23亿元，投资活动产生的现金净流入为5.25亿元，筹资活动现金净流出为6.67亿元。

总体看，公司经营活动现金流入逐年增加，且收入实现质量较好；公司投资活动支出规模逐年增长，且净流出规模较大；公司筹资活动现金流入规模较大，但筹资活动由现金净流出变为现金净流入，公司经营活动的现金流入不能满足公司的投资需要，公司存在一定的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，受公司流动资产逐年下降而流动负债逐年增加的影响，公司2013~2015年，公司流动比率逐年下降，分别为54.37倍、36.28倍和7.04倍；公司速动比率逐年下降，分别为49.24倍、31.54倍和6.42倍。受公司短期债务规模较小的影响，2013~2015年，公司现金短期债务比逐年大幅下降，截至2015年末，公司现金短期债务比为6.28倍，较上年末大幅下降主要系公司部分长期借款一年内到期转至流动负债所致。综合来看，公司短期偿债能力较高。

从长期偿债能力指标来看，2013~2015年，公司资产负债率分别为2.46%、15.89%和27.74%，逐年增长，主要系公司负债逐年大幅增长所致；同期公司的全部债务资本化率分别为0%、10.78%和21.81%，逐年增长，主要系公司长期借款逐年大幅增长所致；长期债务资本化率分别为0%、10.74%和16.88%，波动增长，主要系长期债务逐年大幅增长所致。2013~2015年，公司实现EBITDA逐年增加，分别为4.04亿元、5.00亿元和8.53亿元，2015年较上年增长70.60%，主要系公司利润总额大幅增长所致。2015年，公司的EBITDA主要由利润总额（占比80.94%）、折旧（占比10.24%）和计入财务费用的利息支出（占比6.21%）构成。2015年，公司EBITDA利息保障倍数和EBITDA全部债务比分别为16.10倍和0.35倍，EBITDA对利息和全部债务覆盖程度较好。

截至2016年6月末，公司无对外担保，亦不存在抵质押情况。

截至2016年6月末，公司控股子公司成都深瑞与四川省第四建筑工程公司（以下简称“四川四建”）有建设工程施工合同纠纷，涉案金额968.7万元。

表11 截至2016年6月末公司未决诉讼情况

诉讼(仲裁)基本情况	涉案金额(万元)	是否形成预计负债	诉讼(仲裁)进展	诉讼(仲裁)审理结果及影响	诉讼(仲裁)判决执行情况
控股子公司成都深瑞畜产品有限公司与四川省第四建筑工程公司建设工程施工合同纠纷	968.7	否	2016年1月29日，四川省成都市中级人民法院以（2013）成民初字第1651号《民事判决书》对该案作出一审判决。	判决结果：（1）确认以备案合同作为工程结算的依据；（2）撤销《关于深瑞工程结算和验收协议书》；（3）限期成都深瑞于本判决生效之日起十日内向四川四建支付工程款9,687,043.85元及利息；（4）驳回四川四建其他诉讼请求。	成都深瑞不服上述判决，于2016年3月4日向四川省高级人民法院提出上诉。截至本公告日，成都深瑞的上诉已被四川省高级人民法院受理，案件正在审理中。

资料来源：公司提供

截至2016年6月末，公司获得各银行及其他金融机构的授信总额为23.90亿人民币、36,875.00万美元，其中已使用授信额度为8.61亿人民币、26,875.00万美元，未使用的授信额度为15.29亿人民币、10,000.00万美元。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G10440305004477803），截至2016年8月25日，公司无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

总体看，公司目前负债水平不高、债务负担不重，主业盈利能力较强，公司经营活动现金流入和现金类资产对债务保障程度较高，整体偿债能力强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至2016年6月末，公司全部债务为23.88亿元，本次拟发行公司债额度为10.00亿元，相对于公司全部债务规模而言，总发债额度较大。

以 2016 年 6 月末财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 21.83%、29.95% 和 36.57%，分别较未发行情况下提高了 8.55 个百分点、6.79 个百分点和 5.51 个百分点；本期债券发行后，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 20.26%、28.69% 和 35.54%，较未发行前有所增长，公司债务负担加重，但仍处于较低水平。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2015 年末相关财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为本次公司债券发行额度（10.00 亿元）的 0.85 倍、2.54 倍和 0.89 倍。总体看，EBITDA 与经营现金净流量对本次债券的覆盖程度有待提高，经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度较好。

综合来看，考虑到公司作为肝素钠原料药的专业生产商，在行业地位、经营实力、品牌知名度等方面具有较强的竞争优势，加之公司并购 SPL 等项目，未来公司产品种类增加，市场竞争力进一步增强，联合评级认为公司对本次公司债券的偿还能力很强。

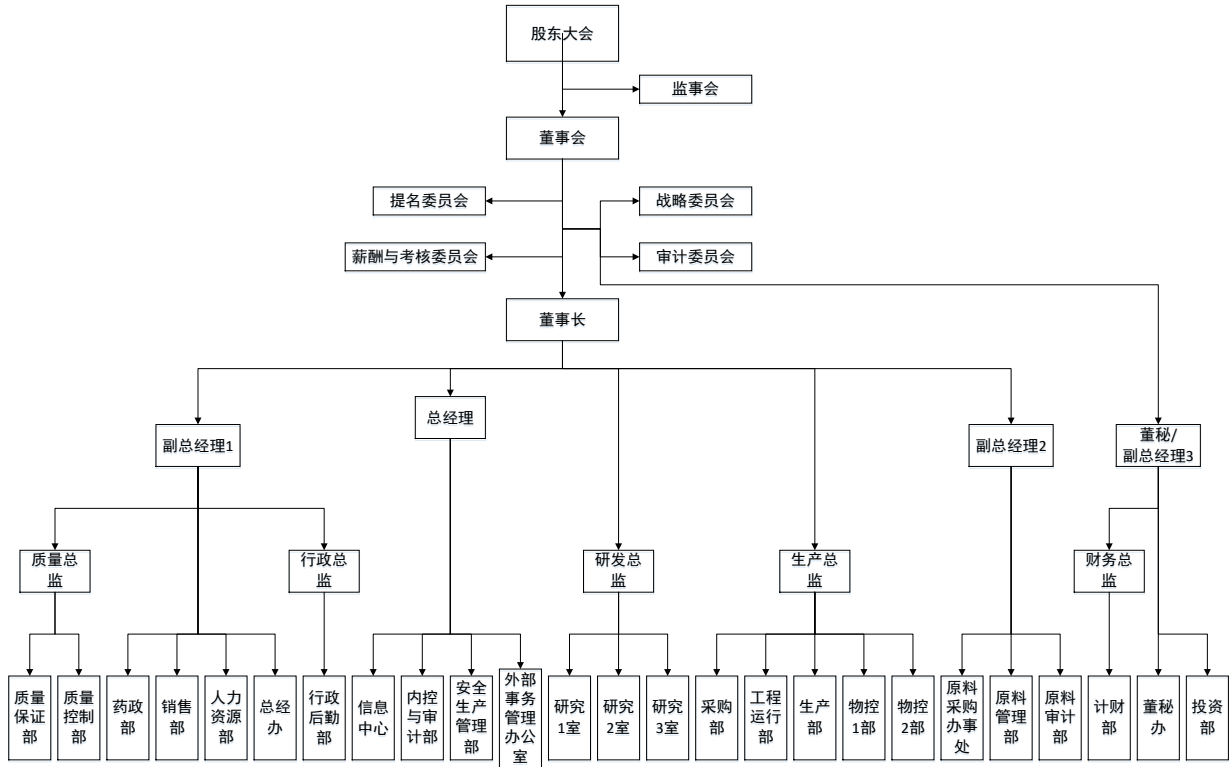
九、综合评价

公司作为全球产销规模领先的肝素钠原料药生产企业，在行业地位、生产技术及规模、下游客户资源等方面具有综合竞争优势。2014 年，随着募投扩产项目顺利投产以及完成对美国 SPL 的股权收购，公司产能大幅提升，收入、利润明显增长。同时，联合评级也关注到公司产品结构单一、销售客户集中度较高、新产品开发不确定性等因素对公司信用水平带来的不利影响。

近年来，公司大力开展肝素产业链整合，并通过投资、并购和技术合作等形式加快进入以肿瘤治疗和循环系统（心脑血管）疾病治疗为重点的新药开发领域。整体看，公司未来发展前景良好。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 深圳市海普瑞药业股份有限公司 组织结构图



附件 2 深圳市海普瑞药业股份有限公司 主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
资产总额 (亿元)	82.71	99.30	121.68	114.95
所有者权益 (亿元)	80.68	83.53	87.93	79.25
短期债务 (亿元)	0.00	0.04	6.68	11.75
长期债务 (亿元)	0.00	10.05	17.85	12.13
全部债务 (亿元)	0.00	10.09	24.53	23.88
营业收入 (亿元)	15.13	19.59	22.92	11.90
净利润 (亿元)	3.13	3.35	5.68	2.56
EBITDA (亿元)	4.04	5.00	8.53	4.19
经营性净现金流 (亿元)	4.21	9.13	8.94	1.23
应收账款周转次数 (次)	5.50	6.73	5.37	2.69
存货周转次数 (次)	1.85	1.76	1.90	1.28
总资产周转次数 (次)	0.18	0.22	0.21	0.10
现金收入比率 (%)	113.01	101.35	100.03	111.34
总资本收益率 (%)	3.87	4.18	6.03	2.70
总资产报酬率 (%)	4.59	4.68	6.73	2.85
净资产收益率 (%)	3.89	4.08	6.63	3.06
营业利润率 (%)	23.70	28.30	36.19	33.08
费用收入比 (%)	-1.26	7.52	11.28	15.60
资产负债率 (%)	2.46	15.89	27.74	31.06
全部债务资本化比率 (%)	0.00	10.78	21.81	23.16
长期债务资本化比率 (%)	0.00	10.74	16.88	13.28
EBITDA 利息倍数 (倍)	6,026.06	17.18	16.10	11.76
EBITDA 全部债务比 (倍)	1,540.52	0.50	0.35	0.18
流动比率 (倍)	54.37	36.28	7.04	3.37
速动比率 (倍)	49.24	31.54	6.42	3.01
现金短期债务比 (倍)	23,042.29	1,119.20	6.28	3.56
经营现金流动负债比率 (%)	318.87	490.02	97.09	7.15
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.40	0.50	0.85	0.42
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.51	0.63	1.07	0.52

注：2016 年半年报未经审计，相关指标未年化。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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；

BB 级：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：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。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 深圳市海普瑞药业股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年深圳市海普瑞药业股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

深圳市海普瑞药业股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。深圳市海普瑞药业股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注深圳市海普瑞药业股份有限公司的相关状况，如发现深圳市海普瑞药业股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如深圳市海普瑞药业股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至深圳市海普瑞药业股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送深圳市海普瑞药业股份有限公司、监管部门等。

