

# 浙江海正药业股份有限公司

## 11 海正债、15 海正 01 及 16 海正债

### 跟踪评级报告

主体信用等级：	AA <sup>+</sup> 级
11 海正债信用等级：	AA <sup>+</sup> 级
15 海正 01 信用等级：	AA <sup>+</sup> 级
16 海正债信用等级：	AA <sup>+</sup> 级
评级时间：	2016 年 05 月 05 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.*

# 浙江海正药业股份有限公司 11 海正债、15 海正 01 及 16 海正债跟踪评级报告 概要

编号:【新世纪跟踪[2016]100115】

	本次	前次	
主体/展望/债项	评级时间	主体/展望/债项	评级时间
11 海正债	AA+/稳定/AA+	AA+/稳定/AA+	2015 年 4 月 17 日
15 海正 01	AA+/稳定/AA+	AA+/稳定/AA+	2015 年 4 月 17 日
16 海正债	AA+/稳定/AA+	AA+/稳定/AA+	2016 年 2 月 29 日

## 主要财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
金额单位:人民币亿元			
合并数据及指标:			
总资产	139.72	172.98	191.74
总负债	80.14	90.34	110.09
刚性债务	58.03	67.81	87.29
其中:应付债券	7.96	7.97	15.91
所有者权益	59.58	82.65	81.65
营业收入	86.04	100.97	87.67
净利润	5.08	5.52	1.26
经营性现金净流入量	5.27	5.71	7.36
EBITDA	11.43	14.42	10.02
资产负债率[%]	57.36	52.22	57.42
权益资本与刚性债务比率[%]	102.67	121.88	93.54
流动比率[%]	111.06	127.09	105.19
现金比率[%]	49.14	50.75	37.94
利息保障倍数[倍]	2.70	2.42	1.07
净资产收益率[%]	9.10	7.76	1.54
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	7.88	6.70	7.35
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-20.94	-21.54	-17.18
EBITDA/利息支出[倍]	3.88	3.44	2.38
EBITDA/刚性债务[倍]	0.23	0.23	0.13
担保人数据及指标:			
	2013 年	2014 年	2015 年
总资产	145.59	181.70	202.13
刚性债务	68.45	79.23	100.66
所有者权益	57.51	81.06	79.81
担保比率[%]	3.04	2.59	3.52

注:根据海正药业经审计的 2013~2015 年财务数据整理、计算;担保人数据根据海正集团经审计的 2013~2015 年财务数据整理、计算。

## 分析师

熊樟 谢宇宇

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
Tel: (021)63501349 63504376  
Fax: (021)63500872  
E-mail: mail@shxsi.com  
http://www.shxsi.com

## 跟踪评级观点

跟踪期内,海正药业持续推进跨区域建设,缓解产能矛盾和环保压力。同时进一步整合产品、渠道、终端等资源,推进专业化经营。但当期业绩下滑明显,主要因控股子公司原研产品特治星供货原因导致销售收入减少、公司部分抗肿瘤类产品销量下滑及部分原料药因 FDA 进口警示而暂时不能进入美国市场导致销售收入减少以致利润下降。公司资本性支出有所增多,带动银行借款规模快速增长,且资本性支出对短期偿债有较大比例占用,有一定的短期偿债压力。

- 跟踪期内,海正药业继续推进盈利模式和产业模式转型升级。其多元化的产品组合,可以缓冲部分品种的波动影响且提高其竞争力。同时,公司具有从原料药到制剂一体化优势。
- 海正药业对制剂销售平台实施了整合,形成了以海正辉瑞为主体的品牌差异化平台和以省医药公司为主体的普药代理平台,多平台的制剂销售渠道有利于其快速发展。
- 跟踪期内,海正药业继续加大新产品的研究和技术创新,并取得一定阶段性进展,丰富的产品储备可为后续发展提供良好基础。
- 海正药业业务经营受政策因素影响较大,政府对药品管制、药品招标等政策的实施会对公司经营产生一定影响。
- 跟踪期内,海正药业经营业绩同比出现下滑,主要是原研产品特治星供货不足和公司销售架构调整造成的部分抗肿瘤产品销量下滑所致。此外,在建工程转固后高额的折旧将摊薄公司的利润水平。
- 跟踪期内,海正药业债务规模持续增长,未来资本性支出仍较大,将面临较大融资压力。
- 海正药业原料药的生产过程涉及化学危险品,环保及安全生产的压力较大且面临持续的产品质量控制压力。

评级机构:上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本报告表述了新世纪评级对海正药业及其发行的三期债券的评级观点,并非引导投资者买卖或持有海正药业发行的金融产品及其债权人向海正药业授信、放贷、赊销的一种建议。报告中引用的资料主要由海正药业提供,所引用资料的真实性由海正药业负责。

## 跟踪评级报告

按照浙江海正药业股份有限公司（以下简称“海正药业”、“该公司”或“公司”）11海正债、15海正01及16海正债信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据海正药业提供的经审计的2015年财务报表及相关经营数据，对海正药业的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论如下。

### 一、债券发行情况

该公司于2011年8月25日发行了待偿还余额为8亿元人民币的2011年公司债券，期限为5年，并于2011年9月19日起在上海证券交易所挂牌交易（债券代码122094.SH，债券简称“11海正债”），目前尚未到期。公司于2015年8月12日发行了待偿还余额为8亿元人民币的2015年公司债券，期限为5（3+2）年，并于2015年9月2日起在上海证券交易所挂牌交易（债券代码122427.SH，债券简称“15海正01”），目前尚未到期。公司于2016年3月15日发行了待偿还余额为12亿元人民币的2016年公司债券，期限为5（3+2）年，并于2016年4月5日起在上海证券交易所挂牌交易（债券代码136274.SH，债券简称“16海正债”），目前尚未到期。公司债券付息情况正常，截至2015年末公司三期公司债券待偿还债券本金为28亿元。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	发行利率 (%)	起息日	到期日	本息兑付 情况	担保人
11海正债	8.00	6.50	2011-08-25	2016-08-25	未到期	海正集团
15海正01	8.00	3.97	2015-08-13	2020-08-13	未到期	海正集团
16海正债	12.00	3.20	2016-03-16	2021-03-16	未到期	海正集团

资料来源：海正药业

### 二、跟踪评级结论

#### （一）公司管理

该公司控股股东为浙江海正集团有限公司（以下简称“海正集团”），截至2015年末，持有公司33.22%的股权。台州市椒江区国有资产经营

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

## （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。2015年，我国医药制造业实现销售收入 25537.10 亿元，同比增长 9.10%；利润总额 2627.30 亿元，同比增长 12.90%。2016 年 1~3 月，合计实现销售收入 6100.30 亿元，同比增长 10.10%；利润总额 632.60 亿元，同比增长 14.20%。

随着医疗体制改革的进一步深化，人口城镇化率和人民生活水平的提高，人口寿命的延长以及老龄化趋势的增强，我国医药行业有着继续稳步增长的空间。但近年来国内医改工作不断纵深推进，医药行业的相关政策进入密集出台与加紧落实阶段。医疗体系改革、基本药物目录扩容、药品价格调整、新版 GMP 实施、行业竞争加剧等因素加大了医药企业经营的压力。此外，医药产品安全问题、医药反商业贿赂等事件也使得医药企业经营的不确定性增加。

近年来，全球医药行业出现了从原料药到制剂的纵向一体化发展趋势。首先，全球主流特色原料药生产商纷纷向高端的制剂药、专利药市场发展，制药企业之间的竞争主要是制剂产品的竞争，而制剂产品的竞争又主要是仿制药的竞争。其次，国内医药行业尚处于行业集中度较低的阶段，我国制药企业的行业整合和产业升级还有很大的发展空间，未来参与全球制剂市场竞争将成为长期发展趋势。

未来数年，大量重磅药品的专利集中到期，仿制药需求将成倍增加，仿制药行业或将出现爆发式增长，但是目前国内能通过国际规范市场认证的仿制药产品数量并不多，大部分仿制药产品都掌握在行业内具备顶

尖技术和研发创新的优势企业手中，而新进入该行业的企业因竞争能力和盈利水平相对较弱，存在技术研发方面的短板。

该公司是一家集原料药、制剂研发、生产和销售一体化的综合性制药企业，具体包括原料药的生产与销售、制剂的生产与销售和医药商业业务。公司原料药业务主要是特色原料药的生产销售，包括抗肿瘤药、抗寄生虫药及兽药、抗感染药、心血管药、内分泌药等；原料药以自主外销和合同定制生产两大模式为主，销售市场以欧美规范药政市场为主。公司制剂业务主要是抗肿瘤、抗感染、抗结核、保肝利胆等制剂产品的生产销售，自有品牌制剂的销售以国内市场为主，并逐步开拓国际市场。医药商业业务主要是全资子公司浙江省医药工业有限公司（以下简称“省医药公司”）从事第三方药品的纯销、分销及零售业务（含连锁药房、电子商务等）。此外，还包括海正辉瑞制药有限公司（以下简称“海正辉瑞”）在过渡期内分销和推广按照合资协议由辉瑞公司拟注入海正辉瑞相关产品的业务（该业务在过渡期结束后将转为公司的自产制剂业务）。

跟踪期内，除受宏观经济形势、行业经营环境等外部因素影响外，因该公司控股子公司原研产品特治星供货原因导致销售收入减少、公司部分抗肿瘤类产品销量下滑及部分原料药因 FDA 进口警示而暂时不能进入美国市场导致销售收入减少以致利润下降。2015 年，公司实现营业收入 87.67 亿元，同比减少 13.17%；实现净利润 1.26 亿元，同比减少 77.12%，公司经营业绩下滑明显。

2015 年，该公司医药生产实现销售收入 29.91 亿元，同比减少 12.17%，主要是抗肿瘤药、驱虫及兽药和其他类药销售收入分别较上年同期下降。从产品类别来看，抗肿瘤药实现收入 5.74 亿元，同比减少 33.50%，主要是成品药表阿霉素和依达比星产品销量下滑所致；抗感染药实现收入 6.73 亿元，同比增长 6.84%，主要系亚胺+西司制剂和美罗培南制剂销量增加；抗寄生虫及兽药实现收入 7.18 亿元，同比减少 10.38%，主要系莫西霉素、恩拉霉素销量减少。其他药品实现收入 4.95 亿元，同比减少 9.32%，主要是他克莫司胶囊等产品销量下降所致。毛利方面，公司抗肿瘤药实现毛利占海正药品毛利总额的 28.61%，毛利贡献占比较 2014 年的 39.05% 有所下降；抗感染药实现毛利 4.06 亿元，同比增长 13.18%，主要系培南类针剂销量增长所带动；心血管药实现毛利 0.62 亿元，同比增长 4.05%，主要是心血管药制剂销量提升以及原

料药成本下降以致毛利增加。

该公司依托原料药业务的质量保证和研发能力向下游制剂延伸，公司实施从原料药向高端制剂、从化学药向生物药、从仿制向自主创新的业务转型和产业升级，着力推进盈利模式从“生产型”向“研发营销型”转型，产业模式从“API 为主”向“制剂为主”转型。2015 年，公司成品药实现收入 14.66 亿元，同比减少 10.44%，主要是抗肿瘤药销量减少所致。

该公司以“建立规模化销售平台”和“提升专业化营销能力”为原则，对公司的制剂销售平台实施了整合，即形成以海正辉瑞为主体的品牌差异化平台和以省医药公司为主体的普药代理平台。海正辉瑞采用以自主营销为主，代理为辅的营销模式。截至目前，海正辉瑞的药品销售网络覆盖全国，商业客户涵盖 52 家一级经销商，终端客户覆盖 30 多个省及直辖市、300 多个一二级城市及 3-6 级地县级城市。跟踪期内，由于原研产品特治星供货不足导致销售收入减少，全年海正辉瑞完成销售额 28.21 亿元，利润总额 3.05 亿元。公司公告称因特治星供货不足，对海正辉瑞 2015 年销售收入影响近 10 亿元人民币。辉瑞的意大利工厂目前已经完成生产过程改造，并于 2015 年下半年恢复生产，并已于 2015 年 11 月底由惠氏制药有限公司供应给瑞海医药，同时辉瑞已加强了特治星生产的过程监控，预计在 2016 年上半年全面恢复生产并保证对海正辉瑞的正常供货，满足其市场需求。但因前期特治星供货不足可能导致部分客户流失，因此恢复供货后特治星的销售收入与以往相比短期可能存在差距，原有市场份额需要一定时间恢复。

省医药公司是浙江地区最大的药品销售企业之一，在浙江地区医院等渠道上具有一定优势，现覆盖浙江全省 620 家医院、454 家连锁药店，现有商业、电商和海正品种三大业务板块。海正品种主要包括 OTC 减肥药物奥利司他片、骨科药物硫酸氨基葡萄糖胶囊、通络生骨胶囊等品种。2015 年，省医药公司实现销售收入 46.79 亿元，同比增长 13.90%。其中，海正产品线收入大幅增长，伊索佳销量取得了 21% 的增长，喜美欣销量取得了超过 33% 的增长。同期，电商平台云开亚美收入实现接近翻番。商业板块增长约 15%，高于行业平均增长，将继续提升服务能力、平衡产品结构，提高经营质量和效率。

图表 2. 2015 年公司主营业务分产品情况

分产品	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入比 上年增减 (%)	毛利率比 上年增减 (%)
抗肿瘤药	5.74	79.22	-33.50	下降 9.70 个百分点
抗感染药	6.73	60.28	6.84	上升 3.38 个百分点
心血管药	2.86	21.61	-8.41	上升 2.53 个百分点
抗寄生虫药及兽药	7.18	45.02	-10.38	上升 4.53 个百分点
内分泌药	2.44	22.65	-3.07	下降 8.86 个百分点
其他药品	4.95	58.17	-9.32	下降 10.90 个百分点
<b>医药生产小计</b>	<b>29.91</b>	<b>53.13</b>	<b>-12.17</b>	<b>下降 4.63 个百分点</b>
其中：海正成品药	14.66	71.46	-10.44	下降 8.60 个百分点
<b>药品销售</b>	<b>56.21</b>	<b>14.61</b>	<b>-14.33</b>	<b>下降 6.70 个百分点</b>
其它	0.004	40.75	-86.35	上升 118.69 个百分点
<b>合计</b>	<b>86.12</b>	<b>27.99</b>	<b>-13.61</b>	<b>下降 5.74 个百分点</b>

资料来源：海正药业

在生产方面，该公司持续推进跨区域建设，缓解产能矛盾和环保压力，提升 QEHS 硬件及管理体系。原料药方面，2015 年 9 月，塞来昔布完成试生产及三批验证工作；米诺环素、共杀菌素于四季度全面启动试生产及验证工作。2015 年 11 月，海正如东生产基地建成运行。制剂方面，2015 年 7 月，海正台州首条智能化制剂生产线正式投产；2015 年 9 月，新产品放线菌素 D 已在海正辉瑞富阳生产基地生产下线，经检验合格后，已正式发运上市；2015 年 11 月，海正药业申报的注射用达托霉素生产批件的审批已完毕，批准生产。截至 2015 年末，公司共有 35 个品规被纳入《国家基本药物目录》；未纳入产品中，有 49 个品规被纳入部分省份增补基本药物目录。此外，公司共有 116 个品规被纳入国家《基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》；未纳入的产品中，有 18 个品规被纳入部分省份增补医保目录。

跟踪期内，该公司募投项目稳步推进。截至 2015 年末，公司年产 20 亿片固体制剂、4300 万支注射剂技改项目已投入募集资金 3.19 亿元（计划总投资 8.17 亿元），该项目普通注射剂生产线已完成设备安装、验证，申报 GMP 认证；普通固体制剂生产线已投产；QA/QC 大楼主体厂房已结顶，进行内部装修，部分设备已到位；综合制剂仓库厂房已结顶，进行设备采购。抗肿瘤固体制剂技改项目已投入募集资金 982.36 万元（计划总投资 3.16 亿元），详细设计已完成，部分关键进口设备进行招标采购。二期生物工程项目已投入募集资金 7.43 亿元（计划总投资

15.17 亿元)，该项目主要发酵和提取车间的土建工程基本完成，正在设备安装；部分生产及动力等进行主体厂房施工；供热站、储罐、泵房等附属厂房已结顶，土建与设备安装中。

在研发方面，该公司聚焦于发展高技术附加值、高毛利的抗肿瘤药产品以及高端重症抗感染药产品，近年来则逐步向生物药和创新药倾斜。跟踪期内，生物药方面，公司首个生物药重磅产品安佰诺已上市销售；重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体注射液、重组人胰岛素注射液、精蛋白重组人胰岛素注射液和 30/70 重组人胰岛素注射液进入临床实验并进展顺利；重组抗人肿瘤坏死因子- $\alpha$  人源单克隆抗体注射液、重组抗人表皮生长因子受体人源化单克隆抗体注射液、注射用重组抗 HER2 人源化单克隆抗体和注射用重组人鼠嵌合抗肿瘤坏死因子- $\alpha$  单克隆抗体即将获得临床批文并启动临床实验；全创新注射用结核病变态反应原 RP22、门冬胰岛素、甘精胰岛素、重组抗 RANKL 抗体注射液、重组抗白介素-6 受体人源化单克隆抗体注射液、重组人血白蛋白和重组抗埃博拉病毒单克隆联合注射液等 7 个品种提交临床研究申请。公司在大分子药物领域建立了具有较高竞争力的产品梯队。创新药方面，公司新增治疗阿尔茨海默症药物 AD-35、抗肿瘤药海博非明、PEG-SN38 三个项目临床批件，埃博霉素 B 完成国内 I 期临床研究，申报 II 期临床；胆固醇吸收抑制剂 HS-25（海泽麦布）在美国完成 IIa 期临床试验研究，国内完成 II 期并进入 III 期临床研究。创新药的研发有助于公司从仿制向自主创新转型，未来几年对创新药发展至关重要，将现有在研项目顺利转化为成果，进而实现产业化是公司最为核心的工作任务。

2015 年，该公司研发投入合计 8.28 亿元，其中费用化研发投入 4.46 亿元，合计占营业收入的比例为 9.44%。当期公司研发投入有所增加，主要是 2015 年进入临床阶段创新药和生物药等项目数和投入金额都有不同程度增加所致。公司研发投入规模和占营业收入的比例均在同业中处于较高水平，丰富的产品储备可为后续发展提供良好基础。

### （三）财务质量

为丰富产品组合，实现业务转型和产业升级，该公司在产能建设、技改升级等方面的投入有所增加，从而推动了债务规模持续增大。截至 2015 年末，公司的负债总额为 110.09 亿元，较上年末增长 21.87%，资产负债率从上年末的 52.22% 升至 57.42%。未来，公司将持续在化学原料药、化学制剂药、生物制药和创新类药物研发等项目上进行投资，后

续资本性支出较大，将面临较大融资压力。

该公司主要依靠经营积累和银行借款满足不断增长的资金需求，因此负债总额中的银行借款占比较高。截至 2015 年末，公司银行借款合计 58.02 亿元，在负债总额中的占比为 64.23%。其中，短期借款 35.43 亿元，一年内到期的长期借款 1.87 亿元，长期借款 31.96 亿元。除银行借款和发行的公司债券等刚性债务以外，公司其他负债主要为应付账款、其他应付款和长期应付款。截至 2015 年末，公司应付账款 10.94 亿元，较上年末增加 12.36%，其中应付经营性采购款 8.17 亿元，占应付账款总额 74.66%；其他应付款 3.90 亿元，较上年末增加 4.40%，主要因公司加大了市场销售力度，从而相应增加应付市场推广等业务费；长期应付款 2.54 亿元，较上年末减少 1.25%，主要是海正集团的财务资助款<sup>1</sup>。

跟踪期内，该公司毛利水平有所下滑，2015 年主业综合毛利率同比下降 5.74 个百分点，主要系公司抗肿瘤药板块和药品销售板块毛利率下降引起。其中，公司抗肿瘤药物产品销量下滑但营业成本却增加，主要是抗肿瘤制剂销售减少导致部分原料药和制剂产量均减少，产品单位成本上升；同时由于产品结构调整，部分低毛利产品销售有所增长而高毛利产品销售收入有所下降，这也使得当期医药生产毛利率降至 53.13%。同期，公司药品销售毛利率为 14.61%，同比减少 6.70 个百分点，主要系公司控股子公司海正辉瑞的较高毛利率的原研产品特治星因生产线改造升级，供货不足导致销售收入减少。

跟踪期内，该公司资产规模增长较快，截至 2015 年末公司资产总额为 191.74 亿元，较上年末增长 10.85%。公司流动资产为 69.24 亿元，占资产总额 46.11%，以货币资金、应收账款、存货和其他流动资产为主。其中，年末货币资金 22.64 亿元，较上年末减少 11.24%；应收账款 10.75 亿元，较上年末减少 26.44%，主要是生产销售规模有所下降，导致应收账款相应减少；存货 20.17 亿元，较上年末增加 20.51%，主要是新生产线的投放和为开拓市场而扩大新产品生产所致；其他流动资产 11.86 亿元，同比增长 43.68%，主要系子公司理财产品投资增加及待抵扣的

<sup>1</sup> 经公司第六届董事会第二次会议决议通过，控股股东海正集团拟将发行中期票据募集资金人民币 4 亿元提供给海正药业及下属子公司用于补充营运资金及归还银行借款。此次财务资助期限为 5 年，以收到相关款项之日开始计算至中期票据到期日止，利率按中期票据利率和发行的承销费率确定，海正集团 5 年期中票发行利率每年 5.48%，发行承销费率每年 0.3%，即年资金使用费率为 5.78%，在使用期内固定不变，且按年支付。期初上述借款本金余额共计 2.57 亿元，本期计提利息 0.14 亿元，支付利息 0.17 亿元。

增值税及预缴所得税增加。公司非流动资产仍主要由固定资产和在建工程构成，其中年末固定资产为 58.36 亿元，较上年末增加 22.53%，主要是本期部分工程转固所致；在建工程为 46.90 亿元，较上年末增加 6.89%。

2015 年，该公司销售商品、提供劳务收到的现金为 90.74 亿元，同比减少 5.46%，由于当期末经营性应收项目较上期大幅减少，公司经营活动现金流呈净流入，为 7.36 亿元；为丰富产品线、调整产品结构以及提高生产能力，公司持续扩大项目建设投入，当期公司投资活动现金流量净额为 -24.58 亿元，仍呈现大额净流出；公司于 2015 年 8 月发行了 15 海正 01，发行规模为 8 亿元，当期公司筹资活动现金流量净额为 14.53 亿元，其他主要来自银行借款。

#### （四）担保人信用质量变化

该公司发行的 11 海正债、15 海正 01 及 16 海正债均由海正集团提供不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括上述三期债券本金及其利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

截至 2015 年末，海正集团经审计的合并报表口径资产总额为 202.13 亿元，所有者权益 79.81 亿元（归属于母公司所有者权益为 19.79 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 89.40 亿元，净利润 0.85 亿元（归属于母公司所有者净利润为 1.30 亿元）。

海正集团是由椒江国资、长安国际信托和浙江国贸共同持股的国有控股有限责任公司。其中，椒江国资是第一大股东，持股比例为 40%，代表海正集团管理层/骨干及职工的长安国际信托为第二大股东，持股比例为 39.864%。浙江国贸为浙江省属国有独资公司，持股比例为 20.136%。台州市椒江区国有资产经营有限公司为海正集团的控股股东，椒江国资系经台州市椒江区人民政府批准设立的国有独资公司，海正集团的最终实际控制人为椒江区国资公司。

海正集团医药业务国际化发展的历史较长，医药业务的管理团队已经实现了本土化和国际化的有机结合。海正集团注重人才队伍建设，员工素质较高，员工持股有利于保持骨干队伍的基本稳定。但是随着医药业务经营规模和管理幅度的扩大，以及生物材料等多元化业务的发展，对海正集团的管理能力提出了一定的挑战。

总体而言，海正集团综合实力较强，资产质量较好，经营环节现金回笼能力较强，所提供的担保可为上述三期债券本息的到期偿付提供一

定的支持。但是，担保人作为海正药业的控股股东，其营收及利润主要来自海正药业。若海正药业的经营情况发生不利变化，则担保人的盈利能力、资信状况亦将受到不利影响，进而可能会影响担保人的履约能力。

本评级机构仍将关注：（1）药品管制、药品招标等政策实施对公司经营产生的影响；（2）原材料价格波动对公司成本控制的压力；（3）公司产品研发情况以及新产品的业绩贡献情况；（4）在建工程转固后高额折旧对公司业绩的影响；（5）环保、安全风险及产品质量控制；（6）恢复供货后特治星的销售情况。

附录一：

## 海正药业主要财务数据及指标表

主要财务指标	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额[亿元]	139.72	172.98	191.74
货币资金[亿元]	22.15	25.51	22.64
刚性债务[亿元]	58.03	67.81	87.29
所有者权益[亿元]	59.58	82.65	81.65
营业收入[亿元]	86.04	100.97	87.67
净利润[亿元]	5.08	5.52	1.26
EBITDA[亿元]	11.43	14.42	10.02
经营性现金净流量[亿元]	5.27	5.71	7.36
投资性现金净流量[亿元]	-19.29	-24.07	-24.58
资产负债率[%]	57.36	52.22	57.42
长期资本固定化比率[%]	93.67	87.57	97.29
权益资本与刚性债务比率[%]	102.67	121.88	93.54
流动比率[%]	111.06	127.09	105.19
速动比率[%]	79.65	93.93	73.04
现金比率[%]	49.14	50.75	37.94
利息保障倍数[倍]	2.70	2.42	1.07
有形净值债务率[%]	151.80	120.09	151.83
营运资金与非流动负债比率[%]	19.22	41.02	7.71
担保比率[%]	—	—	—
应收账款周转速度[次]	8.98	7.80	6.91
存货周转速度[次]	4.32	4.18	3.43
固定资产周转速度[次]	3.39	2.72	1.65
总资产周转速度[次]	0.70	0.65	0.48
毛利率[%]	34.67	33.48	27.83
营业利润率[%]	6.54	6.36	0.69
总资产报酬率[%]	6.49	6.48	2.47
净资产收益率[%]	9.10	7.76	1.54
净资产收益率*[%]	6.31	5.17	0.19
营业收入现金率[%]	97.24	95.06	103.50
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	13.15	10.85	12.25
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	7.88	6.70	7.35
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-34.96	-34.89	-28.64
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-20.94	-21.54	-17.18
EBITDA/利息支出[倍]	3.88	3.44	2.38
EBITDA/刚性债务[倍]	0.23	0.23	0.13

注：表中数据依据海正药业经审计的 2013~2015 年财务报表整理、计算。

附录二：

## 担保方海正集团主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013年	2014年	2015年
资产总额[亿元]	145.59	181.70	202.13
货币资金[亿元]	22.76	26.74	23.84
刚性债务[亿元]	68.45	79.23	100.66
所有者权益[亿元]	57.51	81.06	79.81
营业收入[亿元]	85.99	101.55	89.40
净利润[亿元]	4.25	4.68	0.85
EBITDA[亿元]	11.17	14.39	10.16
经营性现金净流入量[亿元]	5.13	5.48	6.86
投资性现金净流入量[亿元]	-19.96	-24.46	-25.31
资产负债率[%]	60.50	55.39	60.52
长期资本固定化比率[%]	95.94	89.05	101.41
权益资本与刚性债务比率[%]	84.02	102.32	79.29
流动比率[%]	106.81	122.68	97.63
速动比率[%]	76.82	91.54	69.20
现金比率[%]	47.08	49.07	34.96
利息保障倍数[倍]	2.24	2.10	0.98
有形净值债务率[%]	176.10	138.98	179.30
营运资金与非流动负债比率[%]	10.99	32.36	-3.81
担保比率[%]	3.04	2.52	3.52
应收账款周转速度[次]	8.98	7.81	6.95
存货周转速度[次]	4.32	4.17	3.44
固定资产周转速度[次]	3.35	2.69	1.66
总资产周转速度[次]	0.67	0.62	0.47
毛利率[%]	34.56	33.27	27.91
营业利润率[%]	5.59	5.49	0.25
总资产报酬率[%]	5.86	5.93	2.31
净资产收益率[%]	7.85	6.75	1.06
净资产收益率*[%]	16.67	5.12	6.42
营业收入现金率[%]	97.33	95.24	104.04
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	11.84	9.65	10.19
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.93	5.81	6.15
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-34.23	-33.43	-27.43
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-20.03	-20.12	-16.55
EBITDA/利息支出[倍]	3.33	3.11	2.25
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.19	0.11

注：表中数据依据海正集团经审计的2013~2015年财务报表整理、计算。

## 附录三：

## 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

附录四：

## 评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

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。