

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



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100257】

评级对象: 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)

17 海药 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2019 年 6 月 19 日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2018 年 6 月 22 日

首次评级: AA/稳定/AA/2016 年 11 月 14 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	1.58	0.76	0.47	2.22
刚性债务	22.99	35.56	28.29	30.18
所有者权益	48.76	43.25	41.58	41.43
经营性现金净流入量	-3.89	-2.36	13.77	0.77
合并口径数据及指标:				
总资产	96.07	105.47	103.36	109.15
总负债	39.77	54.70	55.11	59.29
刚性债务	32.92	47.77	45.80	50.17
所有者权益	56.30	50.77	48.25	49.85
营业收入	15.09	18.25	24.72	7.56
净利润	1.59	0.81	1.02	0.70
经营性现金净流入量	-0.18	5.26	-5.09	-0.32
EBITDA	4.02	4.32	5.99	—
资产负债率[%]	41.40	51.86	53.32	54.32
权益资本与刚性债务 比率[%]	171.04	106.27	105.35	99.36
流动比率[%]	226.89	192.45	140.30	141.21
现金比率[%]	120.87	133.63	71.99	71.21
利息保障倍数[倍]	2.58	1.39	1.41	—
净资产收益率[%]	3.90	1.52	2.07	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	-0.82	17.88	-14.97	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-118.31	-2.42	-0.65	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.28	1.84	1.78	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.11	0.13	—

注:根据海南海药经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

贾飞宇 jfy@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

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对海南海药股份有限公司(简称海南海药、发行人、该公司或公司)2017 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)的跟踪评级反映了 2018 年以来海南海药在产品竞争、产业链、研发能力等方面的所取得的积极变化,同时也反映了公司在对外投资、政策环境、产能释放、债务偿付、股权质押、内部治理、或有风险等方面继续面临风险或压力。

主要优势:

- **产品竞争优势。**海南海药主要产品头孢西丁、肠胃康等产品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。
- **产业链优势。**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。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。
- **研发能力较强。**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。

主要风险:

- **投资风险。**跟踪期内,海南海药对外股权投资、理财产品投资规模仍大,且在建设项目较多。若相关投资回报无法达到预期,可能会对公司偿债和盈利能力产生负面影响。
- **政策风险。**海南海药的业务经营受政策因素影响较大,近年来限抗令升级、政府药品管制、药品招标、两票制等政策的实施均对公司经营产生一定影响。
- **产能释放压力大。**海南海药原料及中间体在建、拟建产能规模较大。公司现有制剂产能尚

未充分利用，后续新增产能能否顺利消化存在一定的不确定性。

- 偿付压力。2019 年海南海药发行的两只债券将集中到期，面临较大的即期偿付压力。
- 股权质押风险。截至 2019 年 3 月末，海南海药控股东南方正质押公司股票数量 3.34 亿股，占其所持股份的 99.99%，需关注股权质押风险。
- 内部治理结构有待加强。跟踪期内，海南海药收到了监管部门的处罚措施决定，暴露出公司内部治理结构方面存在的问题，公司管理有待加强。
- 或有负债风险。截至 2019 年 3 月末，海南海药共计为参股公司提供 1.30 亿元对外担保，存在一定或有负债风险。
- 外部占款回收风险。海南海药部分资金以往来款形式拆借给同正小贷、亚德科技等公司，跟踪期内公司被外部单位占款规模扩大，需关注占款回收风险。

评级关注：

- 实际控制人变更事项。2019 年 4 月 30 日海南海药实际控制人刘悉承先生及配偶与新兴际华医药控股有限公司签署了控制权收购协议，公司实际控制人拟由自然人刘悉承先生变更为国务院国资委；同时 2019 年 5 月公司高级管理人员发生了较大变动。需持续关注该实际控制人变更事项进展情况及可能对公司融资渠道及信用质量带来的影响。

➤ 未来展望

通过对海南海药及其发行的本期中票主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期公司债券还本付息安全性很高，并给与本期公司债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



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

跟踪评级原因

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）（简称 17 海药 01）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据海南海药提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，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，进行了定期跟踪评级。

该公司目前仍在存续期内的债券包括 16 海药 MTN001 和 17 海药 01，其中 16 海药 MTN001 发行金额 5 亿元，2019 年 9 月到期；17 海药 01 发行金额 13 亿元，发行期限 5 年，附第二及第四年末投资者回售选择权。根据公司 2019 年 5 月 29 日公告，对于 17 海药 01，投资者选择全额回售，本息合计 13.91 亿元，回售资金发放日为 2019 年 6 月 24 日。2019 年公司存续债券集中到期，面临的偿付压力较大。此外，2019 年 4 月公司发布了《海南海药股份有限公司关于终止部分募投项目并变更部分募集资金用于偿还公司债券的公告》，公司拟终止募投项目“远程医疗服务平台项目”，并将该项目的剩余未使用的募集资金 10.66 亿元用于偿付 17 海药 01 的回售资金，不足部分由公司自筹资金偿还。需密切关注公司到期债券偿债资金的筹措情况。

图表 1. 公司已发行债券概况

债券简称	上市日期	期限	发行金额	发行利率	兑付情况
17 海药 01	2017.6	5 (2+2+1) 年	13 亿元	7.00%	尚未到期且正常付息
16 海药 MTN001	2016.9	3 年	5 亿元	4.30%	尚未到期且正常付息
17 海南海药 PPN002	2017.5	365 天	5 亿元	6.50%	已兑付
17 海药 SCP001	2017.3	180 天	5 亿元	5.28%	已兑付
17 海南海药 PPN001	2017.1	90 天	5 亿元	5.50%	已兑付
16 海药 PPN001	2016.1	365 天	5 亿元	5.50%	已兑付
15 海药 PPN001	2015.1	365 天	5 亿元	7.30%	已兑付
14 海药 PPN001	2014.2	365 天	5 亿元	8.35%	已兑付
13 海药 PPN001	2013.4	365 天	5 亿元	6.05%	已兑付
12 海药债	2012.6	5 年	5 亿元	5.20%	已兑付

资料来源：海南海药

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，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并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工

业品价格的回落有所放缓,存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导,促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进,中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力,“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快,我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下,我国宏观政策向稳增长倾斜,财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效,赤字率上调,减税降费力度进一步加大,在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用;地方政府专项债券额度提升支持基建补短板,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。稳健货币政策松紧适度,不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕,疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平,一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善,金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度,影子银行、非标融资等得以有效控制,长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升,汇率形成机制市场化改革有序推进,我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放,关税总水平下降明显,促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进,金融业对外开放稳步落实,对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进,人民币跨境结算量仍保持较快增长,国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年,“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力,但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时,在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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冲击因素的风险。

医药制造行业是一个具有刚性需求、弱周期特性的成长性行业。近年来,国家陆续出台了一系列促进医药产业发展的政策,政府医疗卫生的投入持续加大,并扩大基本医疗保险的受益面。随着医保覆盖面扩大、支付水平提升,有利于进一步释放医药需求并为制药企业带来新的机遇。但另一方面,受到宏观经济大势以及医药监管政策的影响,医药行业同时也面临医保控费、药审制度趋严、药品招标降价多重因素影响。

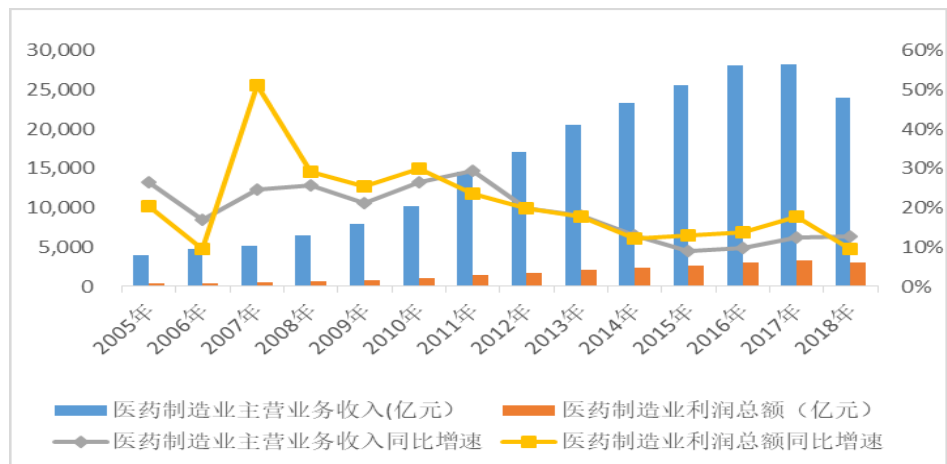
(2) 行业因素

医药制造业属于典型的弱周期行业，近年来收入及利润仍呈现持续增长趋势。受医保控费、药品招标降价及药审制度趋严等因素影响，增速有所放缓，但支撑行业较高景气程度的基本因素并未发生改变。抗感染药物是中国药品市场份额最大的类别，其中头孢类药物是抗感染药物中的核心。我国正在逐步治理抗生素滥用问题，限抗和抗生素分级分类管理对该公司造成一定程度的影响。

A. 行业概况

我国经济不断发展，城镇化水平不断提高。据相关统计分析，城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，我国老龄化人口占比上升较快，研究表明医疗保健支出与年龄呈正相关性，老龄化趋势的不断提高同样促进医药需求。新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容刺激了抑制的医药需求，促进医药行业不断发展。近年来，我国医药制造业主营业务收入及利润总额持续增长，但增速有所波动，整体呈现放缓态势。2011~2018 年度，我国医药制造业的主营业务收入从 14,522.05 亿元增至 23,986.30 亿元；利润总额从 1,494.30 亿元增至 3,094.20 亿元。其中，2018 年我国医药制造业实现主营业务收入 23,986.30 亿元，同比增长 12.60%；利润总额 3,314.10 亿元，同比增长 9.50%，收入增速较 2017 年持平，利润增速较 2017 年有所放缓。

图表 2. 2005 年以来我国医药制造业销售收入及盈利情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、国家统计局

从医药制造业未来发展趋势来看，人口老龄化、人均收入持续增长以及城镇化等因素保证了我国医药行业刚性需求的稳步增长，加之医疗改革和国家政策的不断深化推进，医药行业发展前景仍保持良好。根据国务院办公厅 2013 年 9 月下发的《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》，2020 年我国 60

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

周岁以上老年人口预计将达到 2.43 亿，2025 年或将突破 3 亿。随着人口结构的老齡化，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。

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。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。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。

B. 政策环境

医药制造方面，近年来国内医保支出准增长，但增速呈下降趋势。其中，城镇基本医疗保险统筹基金总支出增速已由 2011 年的 26.50% 下降至 2017 年的 11.34%。医药行业控费压力较大，药品招标降价短期趋势不变，终端销售价格下降则不断挤压着医药制造企业的利润空间；加之仿制药一致性评价、新版 GMP 认证等政策的陆续出台，增加了企业营运负担²；另外，由于两票制的推行，减少了医药流通企业的利润空间，也加大了医药制造企业的药品推广难度。短期而言，一般药企运营效率难言好转。长期来看，医药制造企业将重新洗牌，拥有大病种领域重磅产品、产品结构好的企业拥有较好价格维护能力；拥有较强研发实力的医药制造企业有望在后续经营中获得较多业绩补充；拥有较强推广实力的医药制造企业有望获得更高的终端覆盖度，以上资质较为优秀的药企有望在长期发展中脱颖而出。

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

² 一致性评价政策出台后，单一药品仿制药评价成本由原来的 50 万元左右提高至了 500 万元以上。

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。

C. 竞争格局/态势

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

图表 3. 行业内核心样本企业基本数据概览（2018 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标			核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	主营业务	总资产	资产负债率	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
丽珠集团	88.61	62.08	化学制剂药品中含抗生素、消化、心脑血管药品	174.37	32.62	5.29	11.82	12.68
华北制药	92.14	42.19	抗感染药物、心脑血管药物、肾病及免疫调节类药物、肿瘤治疗药物、维生素及营养保健品等	179.17	69.24	0.59	1.46	7.74
鲁抗医药	33.30	31.15	抗生素类、氨基酸类、心脑血管类、半合成抗生素类原料药、生物药品	65.67	53.23	1.42	1.73	3.51
联邦制药	75.37	40.64	抗生素和原料药的生产销售		58.07	-	6.83	
亚太药业	13.10	43.92	抗生素、非抗生素类药品、原料药等	32.97	23.45	8.90	2.09	0.37
普洛药业	63.76	31.93	原料药及中间体、制剂	57.51	41.85	3.57	3.71	8.33
海南海药	24.72	53.40	头孢类抗生素药品、原料药及中间体	103.36	53.32	1.05	1.02	-5.09

资料来源：新世纪评级整理

D. 风险关注

该公司所处行业风险主要来自（1）医药制造行业受政府管制、药品招标等药政政策影响较大；（2）医药原料药及制剂生产企业日益增多，竞争日益激烈；（3）原料药的生产过程涉及化学危险品，环保及安全生产的压力较大，且面临持续的产品质量控制压力；（4）我国正在逐步治理抗生素滥用问题，限抗和抗生素分级分类管理对相关医药生产造成一定程度的影响。

2. 业务运营

该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，伴随着两票制在全国的全面开展，头孢制剂价格调整对收入的贡献愈发明显，公司营业收入及毛利率均有所增长。但公司近年对外投资规模较大，投资回报存在较大的不确定性，投资效果有待进一步观察。

该公司是以药品研发、生产和销售为主的医药企业，业务涉及抗生素制剂、肠胃药及抗生素原料药、中间体等领域。公司产品较为丰富，其主要产品头孢西丁、肠胃康均具有原研资格，主要产品中头孢西丁市场占有率较高；肠胃康为公司经营多年的产品，盈利空间大。此外，公司通过向产业链上游拓展使得公司具备了一定的抗风险能力。但受限抗令升级、政府药品管制、药品招标、环保要求提升、两票制等国家政策影响，公司盈利水平呈一定波动。此外，公司对外投资规模较大，一定程度上增加了公司运营成本，降低了公司的利润空间。

2016~2018年及2019年第一季度，该公司营业收入分别为15.09亿元、18.25亿元、24.72亿元和7.56亿元。近两年在两票制政策全面推开的影响下，公司逐步调整政策实施区域的终端药品销售价格³，同时增加原料药及中间体贸易业务，整体收入规模逐年增长。

该公司具有生产头孢中间体技术，并形成了“中间体—原料药—制剂”的产业链。公司生产的原料药及中间体除满足自身生产所需外还将富余产品对外销售。目前，原料药及中间体已成为公司收入贡献度较高的产品；肠胃药方面，枫蓼肠胃康为公司传统产品，也是国内首家上市品种，具有较高的品牌知名度，近年保持了较高的毛利水平。通过将产业链向上游延伸，在市场竞争日趋激烈，药品价格不断下降的情况下，公司主营产品均保持了较强的盈利能力。2016~2018年及2019年第一季度，公司综合毛利率分别为52.38%、48.11%、53.40%和47.64%。2017年，公司综合毛利率较低，主要原因系2017年新增的原料贸易业务和医疗服务业务毛利水平较低所致；2018年，公司头孢制剂系列全面开展两票制下的价格调整政策，致使公司综合毛利率有所回升。

图表 4. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围	基础运营模式	业务的核心驱动因素
医药制造	国内区域	纵向一体化	规模/市场/技术

资料来源：海南海药

此外，该公司近两年拓展了医疗器械和医疗服务，以期构建“大健康产业体系”，但相关业务开展情况欠佳，受国家产业政策改革、医疗资源整合压力、项目风险控制压力等因素影响，公司计划未来逐步控制医疗服务业务板块投资

³ 2017年各地陆续展开了两票制，公司受此影响，销售头孢制剂系列原主要按底价出厂开票销售，逐渐调整为以各地实际中标价或“两票制”政策下的价格开票销售。

规模。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 5. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	15.09	100.00	18.25	100.00	24.72	1.00	7.56	1.00
医药产品	14.49	96.01	16.54	90.65	23.03	93.17	7.06	93.38
其中：肠胃康	1.72	11.41	1.65	9.03	1.56	6.31	0.60	7.94
头孢制剂系列	3.57	23.63	5.43	29.74	7.75	31.37	2.35	31.06
其他品种	5.62	37.26	4.60	25.23	7.45	30.13	2.19	28.95
原料药及中间体	3.58	23.72	4.86	26.66	6.26	25.34	1.92	25.44
医疗器械	0.21	1.39	0.15	0.80	0.12	0.47	0.05	0.73
医疗服务	0.18	1.18	1.23	6.71	1.45	5.85	0.34	4.55
其他业务	0.21	1.41	0.33	1.83	0.13	0.51	0.10	1.34
毛利率	53.39		48.11		53.40		47.64	
医药产品	52.73		51.28		55.83		50.49	
其中：肠胃康	83.21		80.62		79.17		74.06	
头孢制剂系列	44.97		62.28		82.77		67.35	
其他品种	69.13		74.17		62.79		59.88	
原料药及中间体	20.26		7.40		8.38		5.54	
医疗器械	69.90		62.79		64.02		56.40	
医疗服务	1.31		9.44		11.78		11.43	
其他业务	100.00		26.59		76.46		87.44	

资料来源：海南海药

肠胃药方面，枫蓼肠胃康为该公司传统产品，其中枫蓼肠胃康颗粒剂⁴为国内首家上市品种，具有较高的品牌知名度。近年来肠胃康入选多地基药目录，销售规模逐年扩大。2016~2018 年及 2019 年第一季度公司肠胃康产品分别实现收入 1.72 亿元、1.65 亿元、1.56 亿元和 0.60 亿元，同期该产品毛利率分别为 83.21%、80.62%、79.17%和 74.06%，为公司盈利能力最强的产品。近年，公司肠胃康产品收入及毛利率有所下滑，主要系受国内部分区域招标延迟开标；两票制背景下代理商逐步降低产品备货量等医药环境政策影响所致。

头孢制剂方面，该公司在抗生素领域经营多年，目前已拥有 50 个抗生素制剂文号，10 个抗生素原料文号，产品涵盖头孢系列、阿莫西林、氨曲南、美罗培南等，其中头孢类制剂为公司最主要的抗生素产品。公司头孢类制剂包括注射用头孢西丁钠、注射用头孢唑肟钠、海克洛（R）头孢克洛、注射用头孢呋辛钠、注射用头孢孟多酯钠等，其中注射用头孢西丁钠和注射用头孢唑肟钠近年来占公司头孢类制剂收入的 70%左右，具有较高的市场知名度。2016~2018 年及 2019 年第一季度公司头孢制剂销售收入分别为 3.57 亿元、5.43

⁴ 肠胃康对于急慢性肠胃炎、溃疡性结肠炎和肠易激综合症（IBS）有良好的疗效，其中颗粒剂型为肠胃康系列产品中吸收最快、效果最明显的剂型。

亿元、7.75 亿元和 2.35 亿元；同期，毛利率分别为 44.97%、62.28%、82.77% 和 67.35%。2017~2018 年，受两票制医药政策影响，头孢制剂系列药品调整出厂价格政策，带动头孢制剂系列药品收入及毛利率水平有所上升。

图表 6. 近年来主要头孢类制剂产品收入构成情况表（单位：亿元）

产品名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
注射用头孢西丁钠	2.03	3.58	5.43	1.51
注射用头孢唑肟钠	0.54	0.86	1.54	0.62
注射用头孢呋辛钠	0.17	0.15	0.18	0.05
头孢克洛颗粒	0.25	0.29	0.14	0.05
注射用头孢孟多酯钠	0.01	0.05	0.18	0.02
合计	3.00	4.94	7.48	2.25

数据来源：海南海药

其它药品方面该公司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。国家卫生计生委办公厅于 2017 年 3 月发布了《关于进一步加强抗菌药物临床应用管理遏制细菌耐药的通知》，强调要加强抗菌药物管理，减少碳青霉烯类抗菌药物等特殊使用级抗菌药物使用。2017 年，碳青霉烯类抗菌药物注射用美罗培南产品受国家限制抗菌药物政策升级影响收入出现明显下滑。2018 年 在公司市场开发力度加大产品需求增加及“两票制”导致的销售价格上升综合因素影响下，公司其他类药品产品收入出现了不同幅度的上升。

图表 7. 其他类药品近年来收入构成情况表（单位：亿元）

产品名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
注射用美罗培南	3.51	1.60	2.72	1.00
注射用氨曲南	1.00	1.14	1.07	0.34
注射用维生素 C	0.41	0.47	0.47	0.12
阿莫西林胶囊	0.10	0.12	0.14	0.03
阿莫西林分散片	0.04	0.05	0.04	0.01
其他产品	0.56	1.22	4.12	1.23
合计	5.62	4.60	8.56	2.73

数据来源：海南海药

该公司原料药及中间体主要产品包括头孢曲松钠、头孢噻吩酸、头孢西丁钠、氨曲南、美罗培南、头孢唑肟钠等。2016~2018 年及 2019 年第一季度，公司原料药及中间体销售收入分别为 3.58 亿元、4.86 亿元、6.26 亿元和 1.92 亿元；同期毛利率分别为 20.26%、7.40%、8.38%和 5.54%。2017 年公司为发挥协同作用新增毛利水平较低的原料药及中间体贸易业务所致，使得当年该板块收入规模上升而毛利率出现大幅下滑。公司原料药贸易业务销售产品主要为公司及从其他原料药生产企业所采购的原料药，货款结算方式为银行承兑、电汇，结算周期为发货后 3 个月内。

规模因素

该公司主要有位于重庆的天地药业和海口制药厂两个生产基地：其中天地药业主要从事原料药和中间体等药品的生产⁵；海口市制药厂主要从事头孢类抗生素制剂和枫蓼肠胃康制剂的生产⁶。公司头孢制剂系列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。近年公司整体产能利用情况较高，但 2016 年公司产品产能利用率较低，主要原因系受“分级诊疗”、“限抗令”、“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，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。2018 年，公司产能利用率有所下降主要系海南海药生物医药产业园项目部分生产线完工投入使用产能增大，同时统计口径变化所致。

图表 8. 公司产能利用率情况（单位：%）

	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年第一季度	
	产能	产能利用率	产能	产能利用率	产能	产能利用率	产能	产能利用率
头孢粉针(万支)	13,000	67.30	13,000	70.45	18,000	38.84	4,500	40.89
普通粉针(万支)	17,000	66.30	17,000	81.04	18,000	51.78	4,500	51.76
颗粒剂(万袋)	20,000	83.70	20,000	86.77	46,700	27.05	11,674	28.71
片剂(万片)	32,500	62.70	32,500	78.16	201,600	8.87	50,400	9.82
胶囊剂(万粒)	13,000	79.00	25,000	83.28	151,000	7.51	37,750	6.91

数据来源：海南海药

注：公司 2016 及 2017 年产能按照正常产能统计；2018 年起部分产能按照两班倒实际口径统计。

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及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。公司现有供应商中比较大的有台州一铭厂、黑龙江豪运药业有限公司、河北合佳医药科技集团股份有限公司、国药集团威奇达药业有限公司和浙江海翔川南药业有限公司等，2018 年前五大供应商占年度采购金额的 51.88%，占比有所提升。

⁵ 截至 2018 末，天地药业已形成头孢西丁酸 550 吨、头孢唑肟钠 130 吨、头孢噻吩酸 90 吨、氨曲南 110 吨、紫杉醇粗品 2,000 公斤的产能，已具备头孢类原料药主要品种的生产技术和工艺装备。

⁶ 截至 2018 末，海口市制药厂已形成注射用头孢粉针剂 18,000 万支、普通粉针 18,000 万支、颗粒剂 46,700 万袋、片剂 201,600 万片和胶囊剂 151,000 万粒的产能。

市场因素

该公司针对不同类型的产品设立了普药、招商（抗生素）、肿瘤药、OTC、原料药五大销售事业部，同类型产品中各细分产品根据其产品定位在销售方式上也会有所差异。公司目前在市场营销方面采取了代理分销、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。其中代理分销为主要的销售方式（目前占比在 50%以上），即公司实行统一招投标挂网，建立招商销售管理队伍，借助区域代理商的地域优势，分品种、分区域进行细化市场销售，寻找拥有终端医院客户的经销商；代理分销模式打破了一、二、三级的传统代理制，这有利于公司在参与市场竞争中及时调整销售策略和设计符合市场的价格政策等。新特药（指肠胃康颗粒）以医院终端销售为重点，通过学术推广，按省级行政区域建立办事处进行销售推广活动。低端药品主要通过零售终端销售，公司通过在全国设立的 30 多个办事处，可以将药品直接销售给药店、社区诊所和乡村医院等终端。另外，公司设立了国际业务部，通过选择国外优势经销商合作，开展药品出口业务，但目前出口业务收入仍占比较小。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，该 4 个区域销售总额占比一直维持在 90%左右，整体销售情况良好。目前，公司正在扩建自营销售团队，公司 2018 年和代理商达成协议并一次性支付了 2.40 亿元渠道建设费用，准备未来 2 年逐步接管代理商手中的市场区域。预计未来随公司自营规模的逐步增加，公司销售费用将进一步增长。

图表 9. 公司制药业务分地区情况（单位：亿元、%）

地区	2016 年		2017 年		2018 年	
	营收	占比	营收	占比	营收	占比
华北地区	2.98	20.01	5.64	31.50	4.11	17.33
华东地区	3.82	25.70	4.95	27.66	7.15	30.12
西南地区	4.11	27.60	2.30	12.83	3.62	15.26
中南地区	2.49	16.72	2.77	15.47	5.52	23.27
其他	1.48	9.97	2.25	12.54	3.33	14.02
合计	14.88	100.00	17.91	100.00	23.73	100.00

资料来源：海南海药

销售结算上，该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，跟踪期内，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。

技术因素

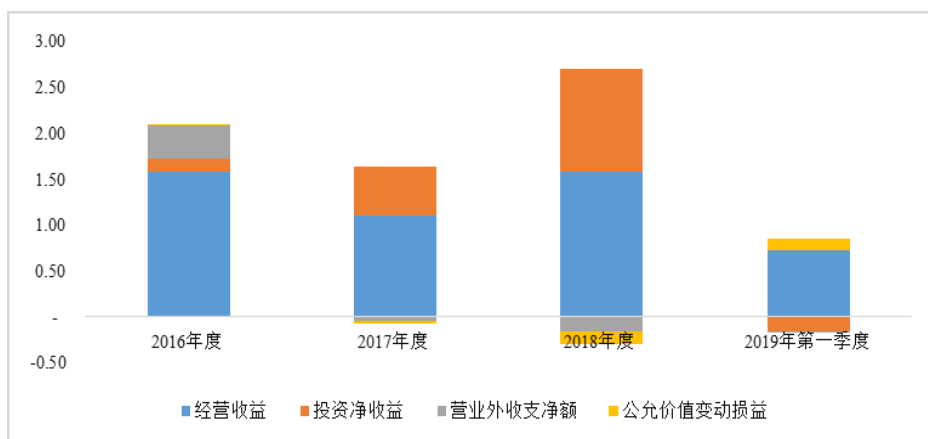
该公司重视科技创新，自有科研人员约 200 名，建成了海南省级技术中心，并获得国家级高新技术企业资质。公司目前建立了三级研发体系：一级研发平台为公司在美国设立的研究所，统领公司研发体系；二级研发平台为设在香港、

上海、北京的三个研究机构；三级研发平台为各成员企业下设的研发部门。三个平台间双向沟通、协作、互动，以创新为主、仿创结合的研发模式，为不断推出新产品提供保障。除垂直研发体系外，公司还建立了以“头孢类抗生素”为代表的新药仿制平台，以“难溶性抗肿瘤药物体系”为代表的自主创新研发平台以及以“肠胃康系列产品”为代表的科研技术转化平台，三大系统平台互为补充、相辅相成。2016-2018年，公司研发投入分别为0.61亿元、0.62亿元和0.84亿元，分别占营业收入比重的4.07%、3.41%和3.40%。

该公司现阶段研发重点主要在抗肿瘤药领域，主要研发中心系参股的香港的中国抗体制药有限公司（简称“中国抗体”）和美国新泽西科技园的哈德森生物医药有限公司（简称“哈德森医药”）为公司的两大研发基地。目前公司中国抗体生物制品新药单克隆抗体产品类风湿性关节炎适应症已进入III期临床试验；淋巴瘤、红斑狼疮两适应症新药已进入II期临床；治疗肿瘤的1.1类新药SM09、SM06、TNF2、N009、N004等已完成临床前研究；肝纤维化治疗药（国家1.1类新药）氟非尼酮正式启动I期临床试验；治疗肿瘤的新化合物MDM2抑制剂已申请美国专利和PCT专利，正在中美同步开展临床前研究；抗癌药盐酸苯达莫司汀已完成慢淋大部分病例入组，正在进行分析检测；抗十二指肠溃疡新剂型奥美拉唑已完成全部临床研究，进行申报资料整理汇总阶段。此外，公司还有头孢西丁钠、头孢唑肟钠、紫杉醇注射液、美罗培南、氨曲南等注射液均已立项开展一致性评价研究，关注产品研发进展。

(2) 盈利能力

图表 10. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据海南海药所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

近年来该公司收入呈波动趋势，2016~2018年及2019年第一季度公司分别实现营业收入15.09亿元、18.25亿元、24.72亿元和7.56亿元。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。同期，公司毛利率分别为52.39%、48.11%、53.40%和47.64%。其中2017年毛利率下降主要系新增的原料贸易业务和医疗服务业务毛利水平较低所致。2018年随着

两票制的全面推广，公司毛利率有所提升。

投资收益和政府补助为该公司的盈利提供了一定的补充，其中投资收益主要来源于公司购买理财产品的收益和对合营、联营企业的投资收益，受理财产品投资规模、收益率和被投资企业经营情况变动影响，2016~2018 年及 2019 年第一季度，公司投资收益分别为 0.14 亿元、0.54 亿元、1.12 亿元和-0.15 亿元，呈现了较大的波动性。2017 年投资收益规模较大，其中理财收益为 5,046.20 万元、转让江西华邦药业有限公司 40%股权、重庆市忠县同正小额贷款有限责任公司（简称“同正小贷”）20%股权、海南赛乐敏生物科技有限公司 25%股权取得的投资收益合计为 2,689.67 万元及权益法核算的长期股权投资收益为 -3,030.84 万元；2018 年公司投资收益主要是转让中国抗体制药有限公司 10% 股权及收回厦门银行珠海口岸支行人民币“利利共赢”结构性存款理财产品的收益。近年，公司长期股权投资参股企业经营业绩较差，权益法核算的长期股权投资呈亏损状态。按照未来规划，公司未来将逐步退出相关投资项目，需关注公司投资损益情况。2016~2018 年及 2019 年第一季度，公司营业外收入分别为 0.40 亿元、0.03 亿元、0.00 亿元和 0.00 亿元，主要来源于政府补助。由于 2017 年度会计政策变更，公司将政府补助计入了其他收益科目。2017 年及 2018 年其他收益分别为 0.38 亿元和 0.25 亿元。

图表 11. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	15.09	18.25	24.72	7.56
毛利（亿元）	7.90	8.78	13.20	3.60
期间费用率（%）	39.38	45.33	48.64	36.62
其中：财务费用率（%）	6.16	7.59	8.13	7.95
全年利息支出总额（亿元）	1.22	2.35	3.36	—
其中：资本化利息数额（亿元）	0.02	0.14	0.05	—

资料来源：根据海南海药所提供数据整理

该公司期间费用规模以销售费用和管理费用为主，财务费用支出较少。2016~2018 年及 2019 年第一季度，公司销售费用分别为 3.29 亿元、4.82 亿元、7.40 亿元和 1.52 亿元，呈增长趋势，主要系公司加大了终端市场的开拓，及两票制背景下中间市场环节减少，销售投入增加所致。同期末，公司管理费用分别为 1.72 亿元、2.06 亿元、2.61 亿元和 0.64 亿元，主要系职工薪酬、技术开发费等费用增加及新增并表单位所致。同期末，公司财务费用分别为 0.93 亿元、1.38 亿元、2.01 亿元和 0.60 亿元，随行公司银行借款及发行债券的增加呈增长趋势。同期末，公司期间费用率分别为 39.38%、45.33%、48.64%和 36.62%，处于较高水平，基本呈逐年增长趋势。

图表 12. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：万元）

影响公司盈利的其他因素	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
投资净收益	1,375.76	5,366.05	11,166.20	-1,546.42
其中：权益法核算的长期股权投资收益	-1,439.48	-3,030.84	-2,526.53	-1,209.57
处置长期股权投资产生的投资收益	125.77	2,689.67	9,784.96	—
理财收益	3,689.47	5,046.20	888.82	4.30
营业外收入	3,956.48	257.75	29.80	3.28
其中：政府补助	3,870.39	—	—	—
其他收益	—	3,846.22	2,457.29	109.23
公允价值变动损益	36.62	-321.36	-1,382.33	1,160.66
其中：以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资	36.62	-321.36	-1,382.33	1,160.66

资料来源：根据海南海药所提供数据整理

从盈利构成来看，该公司盈利主要来自经营收益及投资净收益、政府补助（主要计入营业外收入或其他收益等科目）等非经常性损益科目。近年来公司投资净收益、政府补助规模较大，相关盈利实现易受公司经营规划、政府政策变动影响，稳定性不足。近年，公司期间费用规模较大，一定程度上弱化了公司的利润空间，致使公司营业利润呈下滑趋势。2016~2018 年及 2019 年第一季度，公司实现营业利润分别为 1.59 亿元、1.10 亿元、1.58 亿元和 0.73 亿元；净利润分别为 1.59 亿元、0.81 亿元、1.02 亿元和 0.70 亿元。

（3）运营规划/经营战略

该公司未来业务将围绕医药制造主业展开相关工作。目前主要在建项目主要包括年产 200 吨头孢克洛粗品生产线建设项目、海南海药生物医药产业园项目⁷、湖南廉桥药都中药材仓储物流交易中心项目⁸及郴州东院一期工程项目等。目前，公司在建项目计划总投资金额 19.25 亿元，截至 2019 年 3 月末已投资 12.32 亿元，资金来源包括募集资金、自筹及金融机构贷款等。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。

⁷ 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 C8000 万支、氨曲南 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。

⁸ 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。

图表 13. 截至 2019 年 3 月末公司在建项目情况（单位：万元）⁹

在建项目	计划投资金额	已投资	预计 2019 年 4-12 月投入	预计 2020 年投入	预计 2021 年投入	计划完工时间	投资进度	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	7,205.01	4,295.02	—	—	2019 年	63 %	募集资金
盐城开元 100 吨头孢克洛粗品建设项目	14,100.00	7,167.33	2,000.00	4,900.00	—	2019 年	51 %	募集资金、自筹
郴州东院一期工程	58,093.71	37,265.82	15,000.00	5,828.18	—	2019 年	64 %	金融机构贷款、自筹
海南海药生物医药产业园项目	72,076.84	38,970.73	2,619.69	360.00	30,126.42	2019 年	54 %	募集资金、自筹
湖南廉桥药都中药材仓储物流交易中心项目	36,700.00	32,575.62	4,124.38	—	—	2018 年	89 %	募集资金
合计	192,470.58	123,184.51	28,039.09	11,088.18	30,126.42	—	—	—

数据来源：海南海药

注：湖南廉桥药都中药材仓储物流交易中心项目已经结项并已经投入使用，但还有少量工程尾款和质保金尚未支付。

该公司近年积极布局了医疗服务机构、生物医药等医药相关领域，合计出资 3.97 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”）、盐城海药烽康投资管理中心（有限合伙）（简称“盐城海药”）以及昭阳医疗产业(长沙)股权投资合伙企业（有限合伙）（简称“昭阳医疗”）。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；昭阳医疗投资方向为医疗产业；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。公司计划未来集中资源回归医药制造主业，待以上投资平台到期后逐步退出。

该公司预计 2019-2021 年资本性支出资金需求为 4.40 亿元、3.90 亿元和 4.00 亿元，主要用于在建项目、研发投入等；同期，公司营运资金需求分别为 40 亿元、65 亿元和 60 亿元，主要系预计 2019-2021 年新药及仿制药集中上市所需维护费用增加、原料药贸易业务规模增加所需运营增加所致。此外，公司在建项目项目资金来源主要为募集资金，但公司预计未来营运资金及研发投入仍存在一定资金缺口，公司计划通过自有资金、银行借款、发行债券等债务性融资、出售长期股权等金融资产等满足运营需求。随着业务范围的增大，财务杠杆可能进一步上升。

⁹ 年产 200 吨头孢克洛粗品生产线建设项目，原预计达到预定可使用状态日期为 2017 年 12 月，由于工业园区规划调整，其污水处理厂尚未建设，以及公司需根据产品市场情况进行工艺升级、另行选购定制设备，该建设项目无法按计划投产，项目周期延长至 2019 年。

图表 14. 公司 2019 年~2021 年投融资规划

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年
资本性支出计划（亿元）	4.40	3.90	4.00
其中：在建项目（亿元）	1.60	0.40	—
研发费用（亿元）	2.80	3.50	4.00
营运资金需求（总额，亿元）	40.00	65.00	60.00
融资安排（总额，亿元）	43.00	50.00	50.00
其中：权益类融资（亿元）	1.50	2.00	2.00
债务类融资（亿元）	41.50	48.00	48.00

资料来源：根据海南海药所提供数据整理

管理

该公司系南方同正控制的民营上市公司，股权结构较清晰。跟踪期内，公司收到中国证券监督管理委员会《行政处罚决定书》及《关于对海南海药股份有限公司采取责令改正行政监管措施的决定》暴露了内部管理及信息披露方面存在的部分问题。此外，公司正在筹划实际控制人拟变更事项，同时近期公司高级管理人员发生了较大变动。需持续关注相关事项进展及可能对公司融资渠道及信用质量带来的影响。

跟踪期内该公司股权结构保持稳定，深圳市南方同正投资有限公司（以下简称“南方同正”）仍为公司控股股东，自然人刘悉承通过南方同正间接控股公司。截至 2019 年 3 月末，刘悉承持有南方同正 83.32% 股权，其妻子邱晓薇持有南方同正 16.66% 股权，而南方同正作为公司控股股东持股 24.99%，因此刘悉承家族为公司实际控制人。截至 2019 年 3 月末，南方同正持有的公司股权，已基本全部办理了质押登记，质押用途主要为增持公司股份和其他融资。南方同正质押公司股权比例很高，存在控股股东股权变更风险。公司产权状况详见附录一。

南方同正成立于 2001 年，目前主要通过 5 家¹⁰企业进行实体经营，产业涉及医药、能源、电池等行业。该公司为南方同正旗下的核心经营实体。除公司外，公司实际控制人旗下的其他公司均处于亏损或微利状态，需关注公司与关联方之间的资金往来对公司业务运营的影响。

图表 15. 公司实际控制人主要产业核心财务数据表（单位：亿元）

公司名称	资产总额	净资产	营业收入	净利润	经营活动现金流量净额
南方同正	124.42	22.73	28.84	-1.50	-5.06
万里股份	7.59	6.82	5.81	-1.56	0.25

¹⁰ 分别为海南海药、重庆万里新能源股份有限公司、重庆特瑞电池材料股份有限公司、海南海药房地产开发有限公司和重庆长帆新能源汽车有限公司。

公司名称	资产总额	净资产	营业收入	净利润	经营活动现金流量净额
海药地产	2.40	-0.42	0.00	-0.02	-0.20
特瑞电池	8.92	3.06	1.49	-0.15	-1.21
长帆新能源	2.76	-0.21	0.01	-0.48	0.08

数据来源：以上数据来源于各公司 2018 年年报或财务报表，由海南海药提供

该公司日常关联交易在同类交易中的占比不大，交易价格为参考市场价格的协议价。2018 年公司在采购环节形成关联交易金额 1.81 亿元；销售环节关联交易金额为 1.52 亿元。此外，公司还存在部分产权关联交易。

此外，该公司还存在关联应收款项、关联担保等关联事项。2018 年末，公司应收台州市一铭医药公司、预付海南海药房地产开发有限公司等关联单位款项共 2.67 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司共计为重庆亚德科技股份有限公司¹¹提供对外担保余额为 1.30 亿元，期末担保比率为 2.61%。

图表 16. 2019 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）

担保对象名称	担保金额	担保期限	担保方式
重庆亚德科技股份有限公司	0.50	2017.8.31-2019.8.30	连带责任保证
	0.45	2018.10.10-2019.10.10	连带责任保证
	0.30	2018.9.20-2019.9.20	连带责任保证
	0.05	2018.9.20-2019.9.20	连带责任保证
合计	1.30	—	—

资料来源：海南海药

2019 年 4 月 30 日，该公司接到控股股东及实际控制人通知，公司控股东南方同正、公司实际控制人刘悉承先生及邱晓微女士与新际兴华医药控股有限公司（以下简称“医药控股”）签署了《控制权收购协议》及其他相关协议。根据相关协议，本次收购过程如下：1) 南方同正新设子公司海南华同实业有限公司（以下简称“华同实业”），并将其持有的特定资产包（即 2.03 亿股公司股票，及该等股票质押式回购形成的负债）注入华同实业。医药控股以 2.30 亿元收购南方同正所持华同实业 100% 股权并对华同实业增资 17.70 亿元。2) 华同实业受让南方同正“17 同正 EB” 剩余全部债券并实施换股，实现换股 0.94 亿股公司股票，南方同正将其所持 1.04 亿股公司股票表决权无偿让渡给华同实业行使，同时南方同正、刘悉承先生放弃其控制的剩余海南海药股份表决权。

本次交易完成后，医药控股将成为该公司间接控股股东，并间接持有 2.97 亿股公司股票，合计持有 4.01 亿股公司股票的表决权（占公司总股本的 29.99%），国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）将成为公司实际控制人。医药控股是国务院国资委直接监管的大型中央企业医

¹¹ 截至 2018 年末，重庆亚德科技股份有限公司资产总额为 4.60 亿元，负债总额为 2.40 亿元；2018 年实现营业收入 2.98 亿元，实现净利润 9.00 万元。

药控股是新兴际华集团有限公司（以下简称“新兴际华”）¹²的全资二级子公司，是新兴际华集团公司医药板块的业务平台。新兴际华医药拟收购医药类上市公司，作为其产业发展及资本市场运作平台。本次交易尚需国务院国资委、国家市场监督管理总局等审批，交易是否最终达成以及签署正式协议存在不确定性。

根据海南海药于 2019 年 4 月 23 日发布的《海南海药股份有限公司关于公司董事、高级管理人员辞职的公告》。副董事长任荣波先生、副总经理李学忠先生、副总经理王建鹏先生由于个人原因提交的书面辞职报告，辞职后将不再担任公司任何职务。截至本公告披露日，任荣波先生、李学忠先生和王建鹏先生未持有公司股份，也不存在应当履行而未履行的承诺事项。公司于同日发布了《海南海药股份有限公司第九届董事会第三十二次会议决议公告》，根据该公告，公司第九届董事会提名刘畅先生为公司董事候选人，任期与第九届董事会任期一致，刘畅先生未持有公司股份，与公司实际控制人、公司董事长刘悉承先生为父子关系。

2018 年 5 月 17 日，该公司及刘悉承、王伟、周庆国、任荣波、林健、张晖收到中国证券监督管理委员会海南监管局《中国证券监督管理委员会海南监管局行政处罚决定书》（[2018]2 号），由于公司未按规定披露重大担保事项、未按规定披露关联交易事项等构成违法行为，对海南海药及相关责任人给予警告，并处以一定罚款¹³，其中以上涉及违规的对外担保合计金额 4.5 亿元；涉及违规的关联交易合计金额 2.8 亿元、涉及违规的控股股东资金占用 1 亿元，上述几件违规事项主要参与方均为公司客户重庆金赛医药有限公司，该事项已记入资本市场诚信信息数据库。公司虽进行了整改，但相关内控和信息披露相关制度的落实有待加强，规范运作水平有待提高。

2018 年 5 月，该公司全资子公司海南海药投资有限公司（以下简称“海药投资”）及相关董事、高级管理人员¹⁴收到了中国证券监督管理委员会《调查通知书》，由于公司涉嫌超比例持有“人民同泰”股票未及时公告、在限制期买卖“人民同泰”股票、短线交易“人民同泰”股票，根据《中华人民共和国证券法有关规定》需对海药投资及相关高管进行立案调查。公司因前述被立案调查事项分别于 2018 年 9 月 28 日、2018 年 10 月 22 日收到了中国证券监督管理委员会黑龙江监管局《行政处罚事先告知书》（处罚字[2018]4 号）和《行政处罚决定书》[2018]7 号，其中《行政处罚决定书》主要内容如下：“经查明，海药投资等当事人存在以下违法事实：1）海药投资、深圳赛乐敏、海南

¹² 新兴际华前身为新兴铸管集团，由解放军总后勤部原生产部（正军）及所辖军需企事业单位整编重组脱钩而来，目前作为国务院国资委监管的中央企业，聚焦冶金、轻纺、装备、医药、应急、服务等六大业务板块，是集资产管理、资本运营和生产经营于一体的大型国有独资公司，世界 500 强企业，是中央企业董事会扩权试点单位，国务院国资委确立的国有资本投资公司试点企业之一。

¹³ 对海南海药给予警告，并处以 30 万元罚款；对刘悉承、王伟给予警告，并分别处以 10 万元罚款；对周庆国给予警告，并处以 5 万元罚款；对任荣波、林健、张晖给予警告，并分别处以 3 万元罚款。

¹⁴ 张晖、林健、王伟、李昕昕、刘悉承等。

赛乐敏构成一致行动人；2) 海药投资、深圳赛乐敏、海南赛乐敏超比例持有“人民同泰”股票未履行书面报告、通知并公告义务；3) 海药投资违法在限制期内买卖“人民同泰”股票。根据当事人违法行为的事实、性质、情节和社会危害程度，依据《证券法》相关规定，对海药投资及相关董事、高级管理人员给予警告，并处以总额 245 万元的罚款。

2019 年 1 月，该公司收到中国证券监督管理委员会海南监管局《关于对海南海药股份有限公司采取责令改正行政监管措施的决定》（[2019]10 号），相关事项主要包括：1) 向关联方转让股权未履行董事会事前审批程序，未及时进行信息披露；2) 向关联方提供财务资助未履行董事会事前审批程序，未及时进行信息披露。新世纪评级将密切关注海南海药对上述问题的整改情况，并就上述事项对海南海药信用质量可能产生的影响进行持续跟踪，及时披露相关信息。

根据该公司提供的《企业信用报告》（2019 年 4 月 30 日）及相关资料，公司近三年不存在未结清违约记录及重大诉讼情况。此外，根据公开信息披露，公司债券偿付正常，无违约事项。

图表 17. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019/4/30	无	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2019/6/7	不涉及	正常	不涉及	不涉及
重大诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台/公司情况说明	2019/6/7	无	无	无	无
工商	国家企业信用信息公示系统	2019/6/7	无	无	无	无
安全	公司情况说明	—	无	无	无	无

资料来源：根据海南海药所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

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

财务

跟踪期内，该公司收入水平进一步提升，但期间费用高企，弱化了公司盈利水平，且公司负债规模有所上升，存在一定债务期限结构错配。公司 2018 年由于一次性支付大额渠道建设专用金及期间费用增长，经营活动现金流呈净流出状态。公司拟不断扩大自营销售团队的建设，预计未来销售费用将进一步增长的可能。此外，公司近年在建项目、金融类理财等投资规模较大，需关注相关投资风险及资金支付压力。

1. 数据与调整

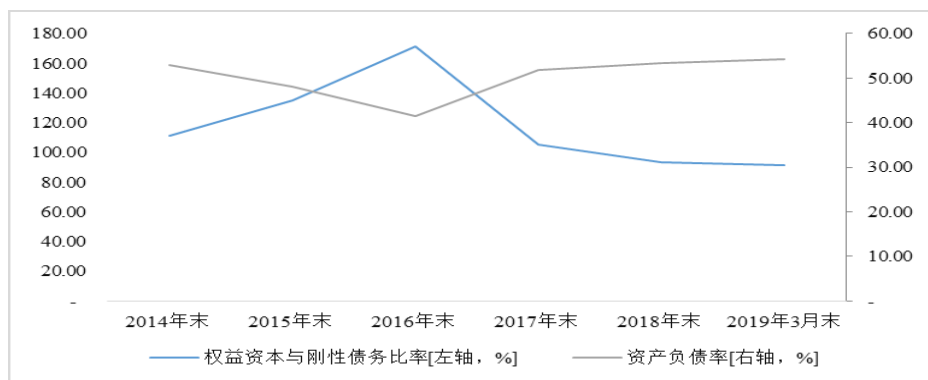
天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016 年至 2017 年度财务报表进行了审计，并对 2016 年财务报表出具了标准无保留意见。由于公司因涉嫌信息披露违法违规于 2017 年 11 月收到中国证券监督管理委员会海南监管局《调查通知书》（琼证调查字 2017031 号）。截至审计报告日（2018 年 4 月 24 日），中国证券监督管理委员会对公司涉嫌违反证券法律法规的事项尚在调查过程中。因此，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司财务报告内部控制的有效性进行审计，出具了天健审（2018）8-211 号带强调事项段无保留意见的内部控制审计报告。立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见。公司 2019 年第一季度财务报告未经审计。

2016 年末，该公司合并范围共 24 个子公司；2017 年，公司合并范围新增海药国际集团有限公司、南京云杏医疗管理有限公司、广州瑞海医药研究有限公司、湖南省弘华中药饮片有限公司、云杏科技（天津）有限公司、昆明烽康医疗管理有限公司、湖南海药鸿星堂医药有限公司、湖南佰成仓储物流有限公司 8 家子公司，因注销减少海口多多之旅接待服务有限公司 1 家子公司；2018 年，公司合并范围新增琼海博鳌国医汇慢性疾病康复医院有限公司、海南优尼科尔生物科技有限公司、海南维可欣生物技术公司、南京云杏血液净化服务有限公司、云南云杏血液透析有限公司、海南海优细胞免疫治疗研究有限公司、长沙海药私募股权投资合伙企业（有限合伙）、成都海蓉康生物科技有限公司 8 家子公司，减少海南优尼科尔生物科技有限公司、湖南弘华中药饮片有限公司 2 家子公司。截至 2018 年末，公司合并范围增加至 37 家子公司。公司近年来投资并购活动较频繁，业务扩张较快，财务数据变化较大。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 18. 公司财务杠杆水平变动趋势



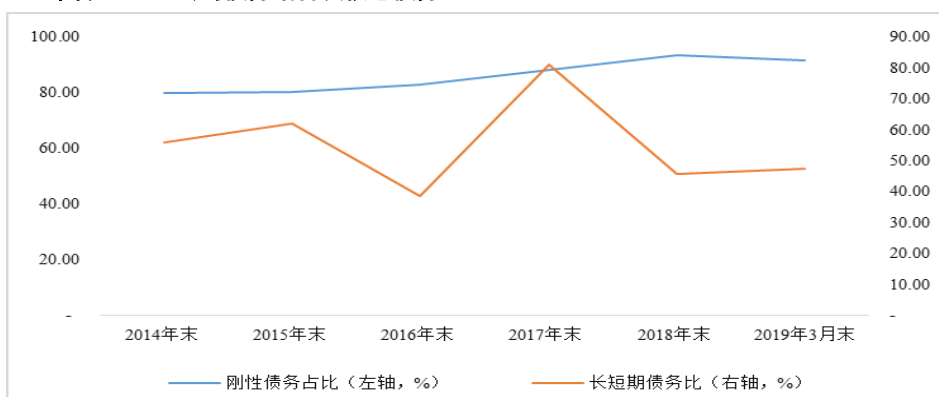
资料来源：根据海南海药所提供数据绘制

随着在建项目投入的增加,该公司资金需求增加,2016~2018 年末及 2019 年 3 月末,公司负债总额分别为 39.77 亿元、54.70 亿元、55.11 亿元和 59.29 亿元。同期,公司资产负债率分别为 41.40%、51.86%、53.32%和 54.32%,呈上升趋势。

该公司 2016~2018 年分别分红 2.00 亿元、1.30 亿元和 0.00 亿元,在归属于上市公司普通股股东的净利润占比分别为 121.73%、149.77%和 0.00%。2018 年公司本部实现净利润-0.55 亿元,根据公司章程的相关规定并结合公司发展及经营实际情况,公司 2018 年不派发现金红利,不送红股,不以资本公积金转增股本。

(2) 债务结构

图表 19. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	15.58	18.81	32.92	47.77	45.80	50.17
应付账款 (亿元)	1.99	2.44	2.86	3.11	5.26	5.45
预收账款 (亿元)	0.20	0.19	0.30	0.37	0.66	0.33
其他应付款 (亿元)	0.68	0.87	1.73	1.60	0.91	0.76
刚性债务占比 (%)	80.11	80.20	82.76	87.34	83.11	83.23
应付账款占比 (%)	10.24	10.40	7.19	5.69	9.54	9.18
预收账款占比 (%)	1.04	0.79	0.76	0.67	1.19	0.56
其他应付款占比 (%)	3.51	3.69	4.35	2.92	1.65	1.28

资料来源: 根据海南海药所提供数据绘制

该公司债务主要由刚性债务和应付账款构成。2016~2018 年末及 2019 年 3 月末,公司刚性债务分别为 32.92 亿元、47.77 亿元、45.80 亿元和 50.17 亿元,分别占负债总额的 82.76%、87.34%、83.11%和 83.23%,在负债中占比较高。同期,应付账款余额分别为 2.86 亿元、3.11 亿元、5.26 亿元和 5.45 亿元,主要应付供应商货款。

(3) 刚性债务

图表 20. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期刚性债务合计	8.80	10.03	22.70	24.08	29.36	31.98
其中: 短期借款	2.35	3.40	11.35	16.98	19.85	22.85
一年内到期的长期借款	0.57	0.62	0.40	0.28	2.73	2.73
应付短期债券	5.00	5.00	5.00	5.00	—	—
应付票据	0.39	0.53	0.08	0.64	0.30	0.49
其他短期刚性债务	0.49	0.48	5.87	1.20	6.47	5.91
中长期刚性债务合计	6.78	8.78	10.22	23.69	16.45	18.19
其中: 长期借款	1.81	2.63	3.16	4.17	1.54	1.82
应付债券	4.97	4.90	—	12.89	12.91	12.92
其他中长期债务	—	1.25	7.06	6.63	1.99	3.45
综合融资成本 (年化, %)	6.79	5.98	5.00	5.30	—	—

资料来源: 根据海南海药所提供数据整理, 其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

近年来, 该公司债务规模随公司业务范围的扩大及并表范围的增加呈增长趋势。2019 年 3 月末公司刚性债务总额为 50.17 亿元, 主要由银行借款、应付债券、应付短期融资券等构成。2019 年 3 月末, 公司银行借款为 27.41 亿元, 借款结构偏短期, 其中保证借款为 15.41 亿元、信用借款为 1.92 亿元、抵押借款为 6.16 亿元、质押借款为 3.91 亿元, 抵押及质押物为应收账款、无形资产、固定资产等 (详见图表的 21); 其他刚性债务主要为公司发行的各类债券。

图表 21. 截至 2019 年 3 月末公司银行借款构成 (单位: 亿元)

银行借款	保证借款	抵押借款	质押借款	信用借款	合计
短期借款	11.63	6.16	3.14	1.92	22.85
一年内到期的长期借款	2.09	—	0.64	—	2.73
长期借款	1.69	—	0.13	—	1.82
合计	15.41	6.16	3.91	1.92	27.41

资料来源: 海南海药

近三年, 该公司综合融资成本约保持在 5-6% 左右, 处于合理区间。截至 2018 年末, 公司 1 年以内、1-2 年 (不含 2 年)、2-3 年 (不含 3 年)、3-5 年 (不含 5 年) 和 5 年及以上刚性债务占比分别为 63.45%、1.65%、5.85%、25.63%、3.42%, 结构偏短期。

图表 22. 公司 2019 年 3 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构 (单位: 万元)

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年 (不含 2 年)	2~3 年 (不含 3 年)	3~5 年 (不含 5 年)	5 年及以上
3% 以内	13,081.86	—	—	—	9,300.00

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%-4% (不含4%)	—	2,300.00	—	—	—
4%-5% (不含5%)	188,514.08	—	1,320.00	—	7,920.00
5%-6% (不含6%)	50,800.00	—	12,286.91	—	—
6%-7% (不含7%)	5,821.13	—	15,895.41	—	—
7%及以上	61,580.00	6,000.00	—	129,204.87	—
合计	319,797.08	8,300.00	29,502.32	129,204.87	17,220.00

资料来源：海南海药

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
营业周期(天)	187.55	188.68	289.07	277.35	250.94	—
营业收入现金率(%)	71.84	72.68	76.20	81.27	93.97	68.58
业务现金收支净额(亿元)	3.05	3.50	4.65	8.34	11.45	2.67
其他因素现金收支净额(亿元)	-2.90	-2.09	-4.83	-3.07	-16.54	-2.99
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	0.15	1.42	-0.18	5.26	-5.09	-0.32
EBITDA(亿元)	3.74	4.04	4.02	4.32	5.99	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.24	0.23	0.16	0.11	0.13	—
EBITDA/全部利息支出(倍)	3.50	3.52	3.28	1.84	1.78	—

资料来源：根据海南海药所提供数据整理

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。

2016~2018年，该公司营业周期分别为289.07天、277.35天和250.94天。2016年以来公司营业周期缩短，主要系新增了原料药及中间体贸易业务，同时两票制在全国的全面开展，头孢制剂价格调整对收入的贡献愈发明显背景下产品价格调整收入规模快速增长所致。受经营规模扩张及往来款变动影响公司经营活动产生的现金净流量波动较为明显。2016~2018年及2019年第一季度，经营性现金流量净额分别为-0.18亿元、5.26亿元、-5.09亿元和-0.32亿元。公司经营活动现金流量净额波动较大，主要系2016年同正小贷发放贷款净额比上年同期增加；2017年同正小贷转出后公司无发放贷款支出及随营业收入的增长，货款回款相应增长；2018年分期支付渠道建设专用金2.40亿元、支付期间费用及往来款增加所致。

该公司近年盈利水平较稳定，但债务规模不断增大，EBITDA对债务的覆盖程度呈下降趋势。2016~2018年，公司EBITDA分别为4.02亿元、4.32亿元和5.99亿元，同期，EBITDA对利息支出的保障倍数分别为3.28倍、1.84倍和1.78倍；EBITDA对刚性债务的保障倍数分别为0.17倍、0.11倍和0.13

倍。

(2) 投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	4.20	-6.36	-17.12	1.63	5.09	-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	-2.22	-1.68	-1.75	-7.69	-5.61	-1.22
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.06	1.16	-15.13	-0.95	5.25	-3.06
投资环节产生的现金流量净额	2.36	-6.54	-37.22	-6.41	4.73	-4.33

资料来源：根据海南海药所提供数据整理

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。2016~2018 年及 2019 年第一季度，投资性现金净流量分别为-37.22 亿元、-6.41 亿元、4.73 亿元和-4.33 亿元，主要系 2016 年购买了较多理财产品；2017 年对多家子公司增资并赎回了较多理财产品；2018 年赎回较多理财所致。目前，公司主要在建项目将于 2019 年完工，未来仍有一定投资需求。

(3) 筹资环节

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
权益类净融资额	-1.18	4.91	28.53	-2.70	-3.94	-0.42
债务类净融资额	0.74	1.93	7.45	14.42	2.00	3.28
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	0.23	1.69	6.26	-6.46	-1.67	0.66
筹资环节产生的现金流量净额	-0.21	8.53	42.24	5.27	-3.62	3.53

资料来源：根据海南海药所提供数据整理

该公司融资渠道主要包括非公开发行股票、银行借款和发行债券。2016 年公司通过非公开发行股票筹集资金，致使当年度筹资活动获得的净现金流入量较大，2017 年公司筹资渠道主要为银行借款和发行债券，筹资活动现金净流量有所下降所致。2016~2018 年及 2019 年第一季度公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 42.24 亿元、5.27 亿元、-3.62 亿元和 3.53 亿元。

4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年 末	2015 年 末	2016 年 末	2017 年 末	2018 年 末	2019 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	19.87	25.14	65.15	58.10	53.03	56.83
	54.08%	51.50%	67.81%	55.08%	51.30%	52.07%

主要数据及指标	2014年 末	2015年 末	2016年 末	2017年 末	2018年 末	2019年 3月末
其中：货币资金（亿元）	9.54	12.22	31.44	36.76	26.31	28.27
应收票据（亿元）	2.15	2.85	2.86	0.65	0.38	0.21
交易性金融资产（亿元）	-	-	0.50	2.93	0.54	0.39
应收款项（亿元）	2.12	3.76	5.03	5.96	7.36	8.38
存货（亿元）	2.82	3.58	3.62	5.07	4.56	4.01
其他应收款（亿元）	2.45	1.27	5.16	2.91	6.80	8.30
其他流动资产（亿元）	0.14	0.98	15.46	2.43	2.44	2.46
非流动资产(亿元,在总资产中占比)	16.87	23.68	30.92	47.38	50.34	52.32
	45.92%	48.50%	32.19%	44.92%	48.70%	47.93%
其中：固定资产（亿元）	6.11	9.01	10.15	11.19	13.58	13.41
在建工程（亿元）	2.18	0.38	1.96	6.39	5.87	6.54
可供出售金融资产（亿元）	0.35	4.40	5.13	13.31	10.78	-
无形资产（亿元）	2.25	2.59	4.36	4.67	4.46	4.52
长期股权投资（亿元）	0.84	1.59	2.48	3.89	5.18	5.11
商誉（亿元）	0.31	0.31	2.92	3.00	2.99	2.97
其他非流动资产（亿元）	0.55	1.48	2.02	2.45	2.73	2.88
期末全部受限资产账面金额（亿元）	4.00	5.90	19.30	19.54	9.84	12.93
期末抵质押融资余额（亿元）	2.83	3.29	3.04	2.08	8.09	10.07
受限资产账面余额/总资产（%）	10.88	12.09	20.09	18.53	9.52	11.85

资料来源：根据海南海药所提供数据整理

2016-2018年末及2019年3月末该公司资产总额分别为96.07亿元、105.47亿元、103.36亿元和109.15亿元。2018年末公司流动资产和非流动资产占比分别为51.30%和48.70%。

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。2016-2018年末及2019年3月末，公司货币资金分别为31.44亿元、36.76亿元、26.31亿元和28.27亿元，其中2018年公司货币资金由于固定资产投资及归还银行借款规模有所减少，年末公司受限货币资金9.84亿元，主要为到期日3个月以上且拟持有至到期的定期存款、票据保证金；同期末，公司存货分别为3.62亿元、5.07亿元、4.56亿元和4.01亿元，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；应收款项分别为5.03亿元、5.96亿元、7.36亿元和8.38亿元，呈增长趋势主要系公司合并范围增长及公司提高了票据收入的比例，整体的销售信用期延长所致。公司应收账款的账期一般在3个月左右，公司主要通过对收到的部分票据进行贴现或背书转让以缓解资金压力；公司其他应收款分别为5.16亿元、2.91亿元、6.80亿元和8.30亿元，主要为往来款及提供给代理商的拆借款，主要系对同正小贷、

重庆亚德科技股份有限公司¹⁵等企业的单位往来款，跟踪期内公司被外部单位占款规模扩大，需关注回款风险。

该公司近年不断通过证券投资、银行理财产品投资等提高资金使用效率。截至 2018 年末，公司共使用自有资金投资了 2.82 亿元证券产品和 2.85 亿元信托理财产品。公司购买的信托产品主要系新华信托华晟系列-华穗 1 号单一资金信托及中信信诚资产管理(信盈 1 号)，期限分布在 1~5 年，收益率在 5%-8%之间。公司近年证券投资、委托理财等金融类资产规模较大，主要集中于可供出售金融资产、交易性金融资产、其他流动资产等科目。

2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司其他流动资产分别为 15.46 亿元、2.43 亿元、2.44 亿元和 2.46 亿元，主要以银行理财产品为主，近年随理财产品的购买与赎回呈波动趋势；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产分别为 0.50 亿元、2.93 亿元、0.54 亿元和 0.39 亿元，主要包括证券投资及银行理财等产品。2018 年，公司理财产品投资收益分别为 888.82 万元；证券投资产品公允价值变动损益为-2.76 亿元，投资损益为-776.91 万元。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，公司可供出售金融资产分别为 5.13 亿元、13.31 亿元、10.78 亿元和 0.00 亿元，其中按公允价值计量的金融资产分别为 0.01 亿元、5.05 亿元、2.28 亿元和 0.00 亿元，主要为证券投资资产、信托理财等，其价值波动较为剧烈，需关注相关资产收益情况。按成本计量的可供出售权益工具投资单位主要包括对浙江浙商产融股权投资基金合伙企业（有限合伙）、海南银行股份有限公司、上海杏泽兴禾投资管理中心(有限合伙)、常州平盛股权投资基金合伙企业(有限合伙)和上海联创永沂二期股权投资基金合伙企业(有限合伙)的投资等，持股比例均在 20%以内（详见图表 27）。2019 年 3 月末，由于执行新会计准则该科目金额调整至其他权益工具投资科目。

图表 27. 截至 2018 年末，公司证券投资明细（单位：亿元）

证券代码	证券简称	最初投资成本	2018 年购买金额	本期公允价值变动	2018 年出售金额	账面价值	会计核算科目
600829	人民同泰	3.37	—	-1.88	—	1.48	可供出售金融资产
300281	金明精机	1.88	0.13	-0.74	0.30	0.79	可供出售金融资产
0415	东洋药业	0.45	0.10	-0.11	—	0.36	交易性金融资产
000919	金陵药业	0.49	0.28	-0.07	0.21	0.19	交易性金融资产
01385	上海复旦	0.07	—	—	0.09	—	交易性金融资产
000937	冀中能源	0.28	0.06	0.05	0.25	—	交易性金融资产
—	其他	0.35	0.30	—	0.35	—	交易性金融资产
—	合计	6.91	0.89	-2.76	1.20	2.82	--

资料来源：根据海南海药所提供数据整理

¹⁵ 该公司于 2018 年 12 月，发布《海南海药股份有限公司关于取得复方红豆杉胶囊全国代理权暨对外提供财务资助的公告》，拟与重庆赛诺生物药业股份有限公司（以下简称“赛诺生物”）签署复方红豆杉胶囊全国代理权协议，同时公司向赛诺生物提供财务资助不超过人民币 30000 万元，资金占用费率 8%，该额度在首笔借款到账之日起三年内有效。该笔借款主要用于赛诺生物研发、主营业务、厂房扩建扩大生产，同时公司将取得取得赛诺生物生产的全国独家品种复方红豆杉胶囊全国代理权。

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。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，公司长期股权投资分别为为 2.48 亿元、3.89 亿元、5.18 亿元和 5.11 亿元，主要为对联营企业的投资，投资对象包括重庆亚德科技股份有限公司、心医国际数字医疗系统（大连）有限公司等，公司长期股权投资规模较大，被投资企业经营状况将对公司盈利带来一定影响；同期末，公司固定资产分别为 10.15 亿元、11.19 亿元、13.58 亿元和 13.41 亿元，随着在建项目的不断转固及合并范围的增加呈增长趋势；在建工程分别为 1.96 亿元、6.39 亿元、5.87 亿元和 6.54 亿元，主要包括郴州东院一期工程项目、中药材仓储物流交易中心项目和盐城开元 100 吨头孢克洛粗品建设项目等，其中 2017 年增幅较大主要系新增合并子公司郴州东院所致；同期末，商誉分别为 2.92 亿元、3.00 亿元、2.99 亿元和 2.97 亿元，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；同期末，公司其他非流动资产分别为 2.02 亿元、2.45 亿元、2.73 亿元和 2.88 亿元，主要由长期资产购置款、技术转让费和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）、海药大健康管理（北京）有限公司的投资款构成。

图表 28. 2018 年以来公司按成本核算的主要对外投资情况（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	2018 年投资收益
心医国际数字医疗系统（大连）有限公司	互联网医疗	6,349.44	349.44
重庆亚德科技股份有限公司	互联网医疗	14,427.93	72.00
四川四凯计算机软件有限公司	软件开发	5,047.43	18.11
四川快医科技有限责任公司	软件开发	2,303.74	-70.83
北京清睿智能科技有限公司	软件开发	2,864.74	-87.16
武汉泰乐奇信息科技有限公司	软件开发	2,693.24	-245.45
浙江浙商产融股权投资基金合伙企业（有限合伙）	股权投资	25,000.00	—
海南银行股份有限公司	商业银行	21,000.00	—
上海杏泽兴禾投资管理中心(有限合伙)	股权投资	5,600.00	—
常州平盛股权投资基金合伙企业(有限合伙)	股权投资	5,000.00	—
上海联创永沂二期股权投资基金合伙企业(有限合伙)	股权投资	5,000.00	—
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	—
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	—
重庆亚德云信科技有限公司	互联网和物联网技术的开发等	2,000.00	—

资料来源：海南海药

截至 2018 年末，该公司受限资产合计为 16.92 亿元，主要为借款抵质押的固定资产、无形资产、在建工程、可供出售金融资产及受限货币资金等。

图表 29. 受限资产情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	9.84	到期日 3 个月以上且拟持有至到期的定期存款、票据保证金
固定资产	1.44	为公司借款提供抵押担保
无形资产	1.50	为公司借款提供抵押担保

项目	期末账面价值	受限原因
在建工程	2.67	为公司借款提供抵押担保
可供出售金融资产	1.48	为公司借款提供质押担保
合计	16.92	--

资料来源：海南海药

5. 流动性/短期因素

图表 30. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率 (%)	159.42	173.55	226.89	192.45	140.30	141.21
速动比率 (%)	132.03	146.17	210.70	171.93	116.41	119.56
现金比率 (%)	86.14	91.97	120.87	133.63	71.99	71.68

资料来源：根据海南海药所提供数据整理

2016~2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司流动比率分别为 226.89%、192.45%、140.30%和 141.21%；速动比率分别为 210.70%、171.93%、116.41%和 119.56%，呈下降趋势，主要系公司于 2016 年通过非公开发行股票募集资金提升了公司资本实力、发行中期票据调整了债务结构；2017 年以来随着在建项目投入的增加，负债规模增大所致。公司目前资产流动性较好，但后续资本性支出仍较大，需关注融资压力及流动性风险。

6. 表外事项

截至 2019 年 3 月末，该公司无重大未决诉讼事项。

截至 2019 年 3 月末，该公司对外担保余额为 1.30 亿元，期末担保比率为 2.97%。

7. 集团本部财务质量

该公司本部主要从事原料药及中间体生产及贸易工作。此外，还能获得控股公司的投资收益补充经营业绩。2018 年，公司本部收入为 4.18 亿元，净利润为-0.55 亿元。2018 年公司本部净利润出现亏损，主要系当期子公司未对其分配利润；同期，公司本部共获得投资收益 0.73 亿元，主要为控股公司的投资收益；同期，公司本部经营活动现金流净额为 13.77 亿元；投资活动现金流净额为-3.22 亿元。截至 2018 年末，本部资产总额为 81.95 亿元、负债总额为 40.37 亿元，其中刚性债务为 28.29 亿元。本部资产负债率为 49.26%，存在一定债务偿付压力。

外部支持因素

截至 2019 年 3 月末，该公司共计获得银行授信 34.96 亿元，其中尚未使

用规模 7.55 亿元。

图表 31. 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）	34.96	31.96	27.41	4.35%-9.00%	保证、信用、 抵押、质押
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）	17.98	17.98	14.10	4.35%-5.22%	保证、信用、 抵押、质押
其中：大型国有金融机构占比（%）	51.43	56.26	51.44	—	—

资料来源：根据海南海药所提供数据整理（截至 2019 年 3 月 31 日）

附带特定条款的债项跟踪分析

17 海药 01：利率选择权和投资者回售选择权

该债权期限为 5 年（附第 2 年末和第 4 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权）。根据公司 2019 年 5 月 29 日公告，对于 17 海药 01，投资者选择全额回售，本息合计 13.91 亿元，回售资金发放日为 2019 年 6 月 24 日。今年公司存续债券集中到期，面临的偿付压力较大。

跟踪评级结论

该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，伴随着两票制在全国的全面开展，头孢制剂价格调整对收入的贡献愈发明显，公司营业收入及毛利率均有所增长。公司近年对外投资规模较大，投资回报存在较大的不确定性，投资效果有待进一步观察。

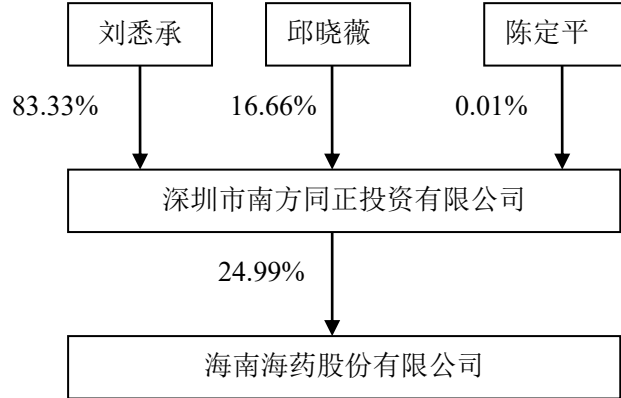
该公司系南方同正控制的民营上市公司，股权结构较清晰。跟踪期内，公司收到中国证券监督管理委员会《行政处罚决定书》及《关于对海南海药股份有限公司采取责令改正行政监管措施的决定》暴露了内部管理及信息披露方面存在的部分问题。2019 年 4 月 30 日公司实际控制人刘悉承先生及配偶与新兴际华医药控股有限公司签署了控制权收购协议，公司实际控制人拟由自然人刘悉承先生变更为国务院国资委；同时 2019 年 5 月公司高级管理人员发生了较大变动。需持续关注该实际控制人变更事项进展情况及可能对公司融资渠道及信用质量带来的影响。

跟踪期内，该公司收入水平进一步提升，但期间费用高企，弱化了公司盈利水平，且公司负债规模有所上升，存在一定债务期限结构错配。公司 2018 年由于一次性支付大额渠道建设专用金及期间费用增长，经营活动现金流呈

净流出状态。公司拟不断扩大自营销售团队的建设，预计未来销售费用将进一步增长的可能。此外，公司近年在建项目、金融类理财等投资规模较大，需关注相关投资风险及资金支付压力。

附录一：

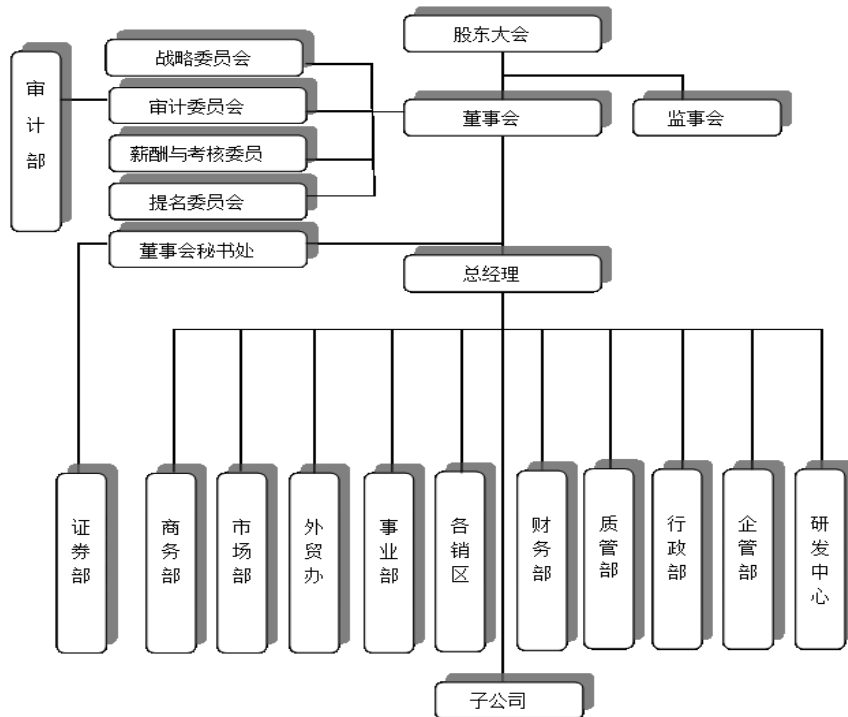
公司与实际控制人关系图



注：根据海南海药提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据海南海药提供的资料绘制（截至 2019 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	2018年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	EBITDA	
海南海药股份有限公司	海南海药	本部	—	医药生产及销售	28.29	41.58	4.18	-0.55	-5.09	-0.32	
海口市制药厂有限公司	海口市制药厂	子公司	100.00	医药生产及销售	9.17	16.41	17.75	2.03	0.04	3.69	
重庆天地药业有限责任公司	天地药业	子公司	99.27	医药生产及销售	2.20	13.66	7.13	1.53	0.20	2.24	
海药大健康管理(北京)有限公司	海药大健康	子公司	100.00	远程医疗及健康管理服务平台	—	17.09	—	-0.12	-0.58	0.05	
盐城开元医药化工有限公司	开元医药	子公司	100.00	医药生产及销售	0.40	0.79	0.89	-0.53	0.53	-0.40	
海南海药投资有限公司	海药投资	子公司	100.00	实业投资、投资咨询、技术咨询及服务	—	-1.65	0.01	0.02	-0.34	0.04	
上海力声特医学科技有限公司	上海力声特	子公司	91.17	医疗器械技术服务、咨询服务	—	2.20	0.12	-0.11	-0.09	-0.02	

注：根据海南海药 2018 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]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	96.07	105.47	103.36	109.15
货币资金 [亿元]	31.44	36.76	26.31	28.27
刚性债务[亿元]	32.92	47.77	45.80	50.17
所有者权益 [亿元]	56.30	50.77	48.25	49.85
营业收入[亿元]	15.09	18.25	24.72	7.56
净利润 [亿元]	1.59	0.81	1.02	0.70
EBITDA[亿元]	4.02	4.32	5.99	—
经营性现金净流入量[亿元]	-0.18	5.26	-5.09	-0.32
投资性现金净流入量[亿元]	-37.22	-6.41	4.73	-4.33
资产负债率[%]	41.40	51.86	53.32	54.32
权益资本与刚性债务比率[%]	171.04	106.27	105.35	99.36
流动比率[%]	226.89	192.45	140.30	141.21
现金比率[%]	120.87	133.63	71.99	71.21
利息保障倍数[倍]	2.58	1.39	1.41	—
担保比率[%]	2.91	2.95	2.69	2.61
营业周期[天]	289.07	277.35	250.94	—
毛利率[%]	52.38	48.11	53.40	47.64
营业利润率[%]	10.51	6.05	6.40	9.70
总资产报酬率[%]	4.36	3.24	4.54	—
净资产收益率[%]	3.90	1.52	2.07	—
净资产收益率*[%]	4.26	1.68	2.53	—
营业收入现金率[%]	76.20	81.27	93.97	68.58
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.82	17.88	-14.97	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-118.31	-2.42	-0.65	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.28	1.84	1.78	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.11	0.13	—

注：表中数据依据海南南海药经审计的2016~2018年度及未经审计的2019年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

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

评级声明

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

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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）
- 《医药制造行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。