

翔宇实业集团有限公司

2013 年 5 亿元公司债券

2014 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。



翔宇实业集团有限公司

2013年5亿元公司债券2014年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期公司债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

增信方式：资产抵押担保

债券剩余规模：5亿元

债券到期日期：2020年2月26日

跟踪日期：2014年06月27日

上次信用评级结果：

本期公司债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

增信方式：资产抵押担保

债券剩余规模：5亿元

评级日期：2013年07月23日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对翔宇实业集团有限公司（以下简称“翔宇实业”或“公司”）2013年2月27日发行的5亿元公司债券的2014年跟踪评级结果为：本期公司债券信用等级维持为AA，发行主体长期信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2013年	2012年	2011年
总资产（万元）	465,069.01	349,132.39	284,194.90
归属于母公司所有者权益（万元）	138,483.56	134,563.38	128,033.59
资产负债率	67.65%	59.60%	52.83%
流动比率	1.21	0.88	0.92
营业收入（万元）	86,564.48	70,678.45	63,643.08
公允价值变动损益（万元）	5,296.38	2,872.34	5,120.31
投资收益（万元）	1,335.35	3,881.71	2,353.88
营业外收入（万元）	4,194.19	740.71	2,055.62
利润总额（万元）	11,661.20	7,936.56	12,319.81
综合毛利率	32.48%	32.12%	32.32%
总资产回报率	5.92%	4.78%	6.58%
经营活动净现金流（万元）	-74,770.46	542.85	3,390.99
EBITDA（万元）	26,633.89	16,436.10	18,849.23
EBITDA 利息保障倍数	2.14	2.28	2.7

资料来源：公司提供

正面：

- 跟踪期内，公司药品业务板块运营良好，主导药品妇科儿科和精神类药品产销情况良好，药品分销业务稳健增长；
- 公司小额贷款业务规模迅速扩大，成为公司重要的收入及利润来源；
- 跟踪期，公司抵押资产置换，资产抵押担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- 公司债务规模增长较快，短期有息债务规模相对较大，存在一定的短期债务压力；
- 公司主营业务盈利能力不强，利润来源对公允价值变动收益及投资收益的依赖度较大；
- 跟踪期，由于小额贷款业务大幅增长，公司经营活动资金需求加大，经营活动现金流有所下降，后续面临一定的资金压力；
- 跟踪期，公司对外担保或存在一定的或有负债风险。

分析师

姓名：王洪超 刘书芸

电话：021-51035670

邮箱：wanghch@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2013]184号文件批准，公司于2013年2月27日发行5亿元公司债券，债券发行利率为7.30%。

本期债券计息期限自2013年2月27日起至2020年2月26日止，按年计息，每年付息一次，到期一次还本。年度付息款项自付息日起不另计利息，到期兑付款项自其兑付日起不另计利息。公司有权决定在本期债券存续期的第5年末上调本期债券后2年的票面利率，上调幅度为0至100个基点（含本数），公司发出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券第5个计息年度的投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按面值全部或部分回售给公司；或选择继续持有本期债券。2014年2月27日，公司如期支付第一期债券利息。

截至2014年3月末，公司已使用募集资金33,395.00万元，具体如表1所示：

表1 截至2014年3月末本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金	项目已投资	已使用募集资金
山东仁和堂药业有限公司医药工业园-原料药建设项目	24,499.00	14,600.00	10,103.00	8,865.00
山东仁和堂药业有限公司医药工业园-制剂建设项目	24,159.00	14,400.00	5,228.00	3,530.00
医药研发中心工程项目	19,590.00	11,000	18,679.30	11,000.00
补充营运资金	-	10,000	-	10,000.00
合计	68,248.00	50,000	34,010.30	33,395.00

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司主营业务、注册资本及实际控制人均未发生变化，公司合并范围变化情况如下：

表2 跟踪期公司合并范围的变化概况（单位：万元）

序号	子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
本期新纳入合并范围的公司					
1	山东诺维尔斯医药科技有限公司	50%	1000	医药技术开发、技术转让、技术咨询及保健食品的研究开发	新设
本期不再纳入合并范围的公司：					

1	蒙阴县仁和堂医药连锁有限公司	100.00%	50	医药销售	由子公司 变更为分 公司
2	郯城县仁和堂医药连锁有限公司	-	-	医药销售	
3	沂南县仁和堂医药连锁有限公司	-	-	医药销售	

资料来源：公司审计报告

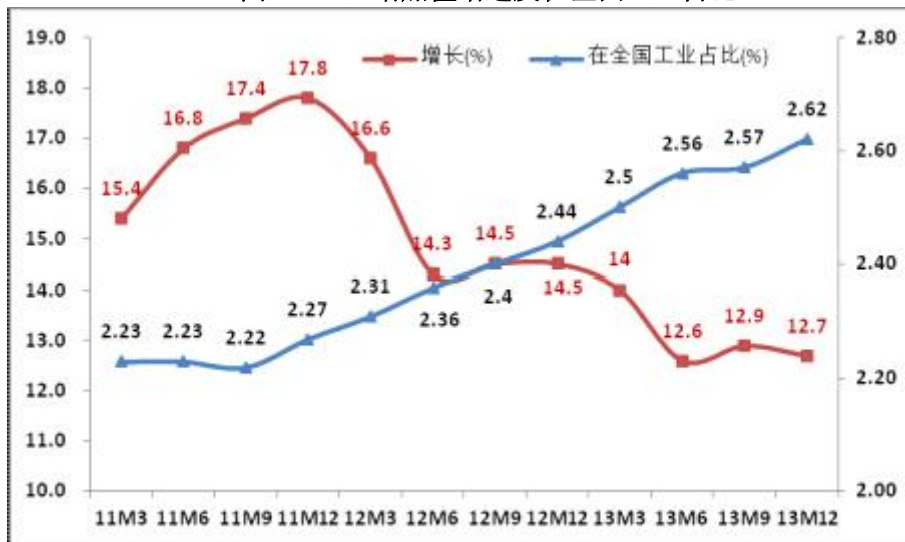
截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产为 465,069.01 万元，所有者权益为 150,433.92 万元，其中归属于母公司所有者权益为 138,483.56 万元，资产负债率为 67.65%。2013 年度，公司实现营业收入 86,564.48 万元，利润总额 11,661.20 万元，经营活动现金净流出 74,770.46 万元。

三、运营环境

跟踪期，医药工业增加值保持较快增长，但增速回落；主营业务收入增速放缓；整体盈利能力略有下降

据工信部统计快报数据，2013 年医药工业增加值同比增长 12.7%，增速较去年的 14.5% 有所回落，但高于全国工业平均水平 3.0 个百分点，处于各工业大类前列，在整体工业增加值中所占比重不断增加。

图 1 工业增加值增速及在全国工业占比



资料来源：工信部网站

2013 年医药工业规模以上企业实现主营业务收入 21,681.6 亿元，同比增长 17.9%。主营业务收入突破了 2 万亿元大关，但增长速度较 2012 年的 20.4% 下降了 2.5 个百分点，自 2007 年以来首次低于 20%。八个子行业中，中药饮片、制药装备、卫生材料及医药用品、中成药的主营业务收入高于行业平均增长水平，生物制品、医疗器械、化药制剂、化学原料药的

主营业务收入增速低于行业平均水平，化学原料药仍增长最慢的子行业。

表3 2013年医药工业主营业务收入完成情况

行业	主营业务收入(亿元)	同比(%)
化学药品原料药制造	3,819.9	13.7
化学药品制剂制造	5,730.9	15.8
中药饮片加工	1,259.4	26.9
中成药制造	5,065.0	21.1
生物药品制造	2,381.4	17.5
卫生材料及医药用品制造	1,398.2	21.8
制药专用设备制造	138.2	22.3
医疗仪器设备及器械制造	1,888.6	17.2
合计	21,681.6	17.9

资料来源：工信部网站

2013年医药工业规模以上企业实现利润总额2,197.0亿元，同比增长17.6%，增速较2012年下降2.8个百分点。营业收入利润率为10.1%，较上年低0.03个百分点，略有下降，八个子行业中，化学原料药和中药饮片利润率低于行业平均水平。2013年医药工业规模以上企业实现利税总额3,336.3亿元，同比增长17.6%。亏损企业数量同比增加12.8%，亏损总额同比增加9.6%，显示企业效益进一步分化。

表4 2013年医药工业利润总额及利润率

行业	利润总额(亿元)	利润率(%)	利润率同比(百分点)
化学药品原料药制造	284.7	7.45	0.02
化学药品制剂制造	639.4	11.16	0.06
中药饮片加工	94.2	7.48	0.23
中成药制造	538.4	10.63	0.03
生物药品制造	282.4	11.86	-0.45
卫生材料及医药用品制造	142.2	10.17	0.14
制药专用设备制造	16.5	11.91	-0.27
医疗仪器设备及器械制造	199.2	10.55	-0.37
医药工业	2,197.0	10.13	-0.03

资料来源：工信部网站

在国家增加卫生领域投入、医疗市场刚性需求持续增长和国家的政策扶持下，预计医药工业仍将稳定快速增长，但增速可能放缓

促进医药经济增长的主要因素包括：

1. 落实医改任务，国家持续增加医疗卫生领域投入。2013年中央预算安排的医疗卫生支出较上年增长27%。根据《深化医药卫生体制改革2013年主要工作安排》，城镇居民医

保和新农合政府补助标准由人均 240 元提高到 280 元,政策范围内住院费用支付比例分别提高到 70% 以上和 75% 左右,个人缴费水平相应提高,重大疾病保障试点深入开展,逐步实施扩容后的 2012 年版国家基本药物目录,都直接或间接促进医药市场增长。

2.医药市场刚性需求持续增长。人口增长和老龄化步伐加快,2013 年老年人口数量突破 2 亿大关。2013 年 1-11 月,全国医疗卫生机构总诊疗人次达 64.1 亿人次,同比提高 8.2%,出院人数达 16,749.5 万人,同比提高 10.1%。

3.国家产业政策扶持医药工业发展。围绕促进战略性新兴产业及健康服务业发展,国家制定和出台若干政策措施。有关部门通过“重大新药创制”重大科技专项、战略性新兴产业创新发展专项、产业振兴和技术改造专项等方式,加大对新药研发、医药高新技术产业化和技术改造的支持力度。

造成医药经济增长放缓的主要因素:

1.医疗机构购药金额增长放缓。2013 年城市样本医院购药金额同比增长 11.8%,增速较上年下滑了 4.4 个百分点,县级医院和基层医疗机构购药金额增长快于城市医院,但增速也同比出现下降。造成各级医疗机构购药金额增速下降的主要原因,一是药品降价,每一次新的招标采购都会出现一定幅度药品价格下调;二是医保控费,按照人社部、财政部和卫生部联合下发《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》,2013 年很多地区开展了医保控费试点,对医院用药产生一定影响;三是限制抗菌药物使用政策延续,2013 年抗菌药物在医院购药金额中的比重进一步下降。

2.医药出口增速继续下降。根据海关进出口数据,2013 年化学原料药出口额占到医药出口总额的 46%,但其出口增速仅为 2.6%,造成整个医药出口增速进一步下滑(2012 年出口增速已从两位数降到个位数)。原料药出口额增速下降的主要原因,一是受国内企业盲目扩张产能影响,多数产品供过于求,价格持续下降,2013 年原料药平均出口价格下降 4.0%。二是一些支撑出口的大宗原料药由于全球生产已基本转移到中国,产能转移过程中出口量快速增长的阶段已经过去,出口数量增长空间有限,2013 年原料药出口数量平均增长 6.9%。

四、经营与竞争

跟踪期内,公司收入结构未发生大规模变动,收入依旧主要来源于医药板块,2013 年公司房地产销售收入锐减,小额贷款业务增幅较大,成为公司重要的收入及利润来源,2012-2013 年,公司收入及毛利率构成情况如下:

表5 2012-2013 年收入和毛利率情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
医药板块收入	67,786.08	22.01%	56,430.74	22.55%
其中：工业	24,346.03	40.28%	21,401.12	42.40%
分销	37,549.95	7.53%	28,774.33	5.90%
零售	5,890.11	38.77%	6,255.29	31.21%
房地产收入	314.12	22.05%	4,115.06	34.92%
小额贷款收入 ¹	14,413.43	85.30%	10,048.04	84.81%
其他	4,050.86	21.19%	84.62	16.72%
合计	86,564.49	32.51%	70,678.45	32.12%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司药品业务板块运营良好，主导药品妇科儿科和精神类药品产销情况良好，药品分销业务稳健增长

跟踪期内，公司药品生产板块变动不大，依旧主打妇科儿科和精神类药品，其中子公司山东翔宇健康制药有限公司（以下简称“翔宇制药”）主要生产妇科和儿科类药品，包括复方益母胶囊、复方红衣补血口服液、蒲苓盆炎康颗粒、脑灵素糖衣片、脑灵素薄膜衣片及传统丸剂等中成药，另外还有布洛芬混悬口服液、塞克峭唑胶囊等西药品种，其中复方红衣补血口服液为公司独家生产。山东仁和堂药业有限公司（以下简称“仁和堂药业”）主要生产生物发酵原料药、化学合成原料药、片剂、胶囊剂、颗粒剂等，主要产品包括精神神经类、抗肿瘤类、降血糖类、心脑血管类、呼吸、消化类、解热镇痛抗炎类药等十一类近 100 个品种，其中盐酸米安色林片为公司独家生产。

跟踪期内，公司药品生产和销售规模继续扩大，全年实现药品生产销售收入 24,346.03 万元，同比增长 13.76%。从销售情况来看，复方红衣补血口服液仍为公司销售额最大的药物品种；仁和堂制药品类较多，单一药品销售额较小。2012-2013 年，翔宇制药和仁和堂药业主要产品销售情况如下：

表6 2012-2013 年翔宇制药按销售额计算前五大产品情况（单位：万元）

序号	2013 年		2012 年	
	产品名称	销售额	产品名称	销售额
1	复方红衣补血口服液（12 支）	3,753.93	复方红衣补血口服液（12 支）	2,432.62
2	复方益母胶囊（45 粒）	3,155.74	复方红衣补血口服液（18 支）	788.52
3	复方红衣补血口服液（10 支）	1,210.02	复方益母胶囊（45 粒）	2,251.12
4	复方红衣补血口服液（18 支）	1,107.50	复方红衣补血口服液（10 支）	1,041.79

¹ 包括部分担保业务收入，下同。

5	蒲苓盆炎康颗粒（9袋）	1,052.70	复方益母胶囊（30粒）	948.18
-	合计	10,279.89	合计	7,462.23

资料来源：公司提供

表7 2012-2013年仁和堂制药按销售额计算前十大产品情况（单位：万元）

序号	2013年		2012年	
	产品名称	销售额	产品名称	销售额
1	盐酸米安色林片	1,107.39	白葡萄球菌片	1,011.09
2	盐酸地芬尼多片	1,068.20	盐酸米安色林片	1,001.94
3	酚酞片	982.74	丙戊酸钠片	831.38
4	丙戊酸钠片	931.18	盐酸地芬尼多片	690.23
5	白葡萄球菌片	783.05	盐酸小檗碱片	368.50
6	盐酸小檗碱片	283.86	酚酞片	282.79
7	盐酸普罗帕酮片	224.07	枸橼酸喷托维林片-塑瓶	259.96
8	盐酸苯乙双胍片	213.05	盐酸苯乙双胍片-塑瓶	230.97
9	硫酸沙丁胺醇片	195.60	盐酸普罗帕酮片	208.06
10	氯氮平片	194.81	氯氮平片	192.03
合计	-	5,983.95	-	5,076.95

资料来源：公司提供

新建项目方面，医药工业园-原料药建设项目于2012年8月份动工，截至2013年末，医药研发中心工程项目土建已竣工，行政办公楼、研发中心等部分已投入使用；仁和堂药业医药工业园-原料药建设项目土建已竣工，设备已调试完成，目前正在试生产；仁和堂药业医药工业园-制剂建设项目办公楼、制剂车间土建已完成封顶。原料药项目预计今年下半年可正式投产运行，制剂项目预计今年下半年可完成，明年上半年可正式投产，投产后公司产品生产能力将进一步增强。

医药分销方面，公司医药分销业务主要由子公司临沂中瑞医药有限公司（以下简称“中瑞医药”）负责运营，目前，中瑞医药代理超过10,000种医药的分销业务，业务范围主要集中于临沂市三区九县，并辐射日照、枣庄、济宁等周边城市，2013年中瑞医药全年实现医药分销收入37,549.95万元，同比增长30.50%，医药分销业务继续保持较快增速。

跟踪期内，公司医药连锁零售业务实现药品零售收入5,890.11万元，同比下降5.84%。跟踪期内，公司药品连锁零售开始实施战略转移，关停了部分经营规模小、盈利能力差的店面，收入有所减小，药品零售由注重连锁零售店的覆盖率向精品大店转变，未来公司在医药零售连锁零售店的发展上将主要采取做大单体店规模，并在重要路段建设精品大店，提高单店销售收入及盈利能力。

跟踪期内，公司小额贷款业务大幅增长，成为公司重要的收入及利润来源；公司房地

产销售收入锐减，储备项目较多

跟踪期内，公司小额贷款业务增长较快。2013 年公司共计完成贷款业务 518 笔，同比增长 62.89%，当年贷款发生额 206,250.00 万元，同比增长 441.20%，年末贷款余额共计 64,762.00 万元，同比增长 146.43%，2013 年，公司小额贷款业务风险管控情况良好，未出现坏账损失。2013 年，公司小额贷款业务中，保证担保类贷款占比为 44.59%；抵、质押类贷款占比 55.41%，风险相对可控。按期限划分，期限在一年以内的占比为 96.29%。2013 年，公司小额贷款业务实现收入 14,413.43 万元，同比增长 43.45%，该业务板块运营情况良好，目前已经成为公司重要的收入及利润来源。

表8 2012-2013 年公司小额贷款业务概况

项目	2013	2012
当年贷款业务笔数（笔）	518	318
当年贷款业务发生额（万元）	206,250.00	38,110.00
年末贷款余额（万元）	64,762.00	26,280.00

资料来源：公司提供

房地产业务板块，2013 年房地产业务同时推进了翔宇三江领袖二期和翔宇上上城一期两个项目，共七幢楼，总开工面积 133,138.24 平方米，截止 2013 年底上述两个项目已有六幢封顶。上述两个项目分别在 2014 年 4 月 1 日-6 月 10 之间获得预售许可证，截止 2014 年 6 月 15 日，上述七幢楼均已封顶，正在安装水暖，已销售 86,539.56 平方米，去化率 65%。

目前翔宇集团还持有 11 个具备开发条件的自有地块可进行开发，其中翔宇三江领袖三期、翔宇上上城二期将在 2015 年开发完成，集团将根据房地产市场的发展情况逐步对其他项目进行开发。2013 年公司共确认 314.12 万元的房产销售收入，随着在建楼盘的后期交付，预计 2014 年公司房地产收入将大幅增长。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）出具的标准无保留意见的 2013 年度审计报告，公司财务报表均按照新会计准则进行编制。

资产结构与质量

由于贷款业务规模大幅增长，对流动资金的占用加大

2013 年末，公司资产总额为 465,069.01 万元，同比增长 33.21%。2013 年公司资产以流动资产为主，占比为 52.07%，非流动资产占比为 47.93%。

表9 公司 2012- 2013 年公司资产结构（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	26,891.60	5.78%	29,805.89	8.54%
应收账款	25,862.73	5.56%	29,544.96	8.46%
预付款项	35,850.31	7.71%	9,278.78	2.66%
其他应收款	115,507.43	24.84%	48,662.54	13.94%
存货	35,075.78	7.54%	31,387.85	8.99%
流动资产合计	242,172.98	52.07%	151,219.64	43.31%
长期股权投资	23,044.76	4.96%	17,849.10	5.11%
投资性房地产	156,676.36	33.69%	150,062.37	42.98%
固定资产	13,330.24	2.87%	8,880.31	2.54%
在建工程	18,218.84	3.92%	9,779.48	2.80%
非流动资产合计	222,896.04	47.93%	197,912.75	56.69%
资产总计	465,069.01	100.00%	349,132.39	100.00%

资料来源：公司审计报告

公司流动资产主要为货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。2013 年末，除 1.3 亿元银行承兑汇票保证金流动受限之外，其余流动性良好。本年度应收账款较上年有所减少，账龄在一年以内的占比为 88.71%，账龄在 1-2 年的占比为 10.52%，前五大应收账款客户均为医药公司和医院，与公司具良好的合作关系，应收账款回收风险较小。本年度公司预付账款同比增长 286.37%，主要是工程预付款，公司目前除了募投项目之外，2013 年房地产项目推进较快，相应预付款增加。2013 年末其他应收款同比增长 137.36%，主要是公司对外贷款业务在 2013 年规模继续扩大，年度贷款余额增长较快。公司存货主要是在建的商品房，期末余额为 2.40 亿元。

公司非流动资产主要是长期股权投资、投资性房地产、固定资产和在建工程。长期股权投资年末余额同比增长 29.11%，主要系 2013 年公司出资 4,600.00 万元参股山东沂水农村商业银行股份有限公司，持股 5.21%。投资性房地产主要是房屋和土地使用权。固定资产本年增加额主要是募投项目新增的房屋及建筑物、机器设备等。在建工程本年增加额主要是仁和堂医药工业园、药业办公楼工程在 2013 年投资额增加。

资产运营效率

跟踪期，由于募投项目建设推进且尚未产生效益，运营效率略有下滑

跟踪期，公司存货周转天数有所缩短，而应付账款周转天数略有延长，公司净营业周期从上年的 288.47 天缩短到 2013 年的 244.35 天。

随着公司经营规模的扩大，收入呈逐年递增趋势，公司营业成本也逐年递增，但公司存货管理效率略有提高，存货周转天数有所减小；随着 2012 年公司应付账款大幅增长 324.98%，公司 2013 年应付账款周转天数较 2012 年有所延长，总体上，公司净营业周期有所缩短，预计公司应收账款、存货和应付账款将随着经营规模的稳步扩大，保持相对稳定的增速，公司净营业周期波动性将减小。

随着固定资产和资产规模的扩大，且其平均增速超过营业收入，公司固定资产周转天数和总资产周转天数有所延长，随着在建项目竣工并产生效益，预计该两项指标将下降。

表10 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2013 年	2012 年
应收账款周转天数	115.21	114.98
存货周转天数	204.69	227.21
应付账款周转天数	75.55	53.73
净营业周期	244.35	288.47
固定资产周转天数	46.18	41.12
总资产周转天数	1,693.03	1,612.92

资料来源：公司审计报告

盈利能力

跟踪期，由于投资性房地产公允价值变动和营业外收入大幅增长，公司利润总额有所增长

2013 年，公司营业收入为 86,564.48 万元，同比增长 22.48%，增速较 2012 年上升 11.42 个百分点，公司营业收入增速加快。医药板块和小额贷款收入增长迅速，成长性较好。公允价值变动收益主要是投资性房地产溢价所致。2013 年同期，公司投资收益较上年下滑 65.60%，主要是 2012 年同期处置长期股权投资获得一次性收益共 2,338.95 万元，而 2013 年只有权益法核算的长期股权投资和其他投资收益，合计 1,335.35 万元。

本期，营业外收入同比增长 466.24%，其主要原因是本期处置固定资产获得收益 1,751.66 万元，债务重组利得共 1,380.84 万元。总体而言，在营业外收入和公允价值变动收益大幅增

长的情况下，公司利润总额大幅增长 46.93%。因而，当年的总资产回报率较上年提升 1.14 个百分点。2013 年度，公司对薪酬进行了全面调整，导致工资费用大幅增长，相应管理费用增长 43.01%，期间费用率达到 29.39%。

表11 公司盈利指标概况（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
营业收入	86,564.48	70,678.45
综合毛利率	32.48%	32.12%
公允价值变动收益	5,296.38	2,872.34
投资收益	1,335.35	3,881.71
营业利润	8,243.80	7,521.81
营业外收入	4,194.19	740.71
利润总额	11,661.20	7,936.56
总资产回报率	5.92%	4.78%
期间费用率	29.39%	27.56%

资料来源：公司审计报告

现金流

跟踪期，由于小额贷款业务大幅增长，公司经营活动资金需求加大，后续面临一定的**资金压力**

跟踪期，公司收现比基本和上年持平，公司营业活动回款情况较为稳定。跟踪期，由于固定资产折旧较大，当年的非付现费用较上年增长较快。跟踪期，由于公司非经常性损益（主要为资产减值、资产处置、公允价值变动等收益）较上年大幅增长，2013 年公司 FFO 为 3,113.35 万元，较上年同比下降 47.30%。

表12 公司现金流指标概况（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
收现比（倍）	0.86	0.88
净利润	7,278.34	5,150.74
非付现费用	2,535.55	1,298.87
非经营损益	-6,700.54	-541.59
FFO	3,113.35	5,908.02
营运资本变化	63,670.17	-11,930.63
其中：存货减少	-5,561.59	-5,956.22
经营性应收项目的减少	-115,714.63	-22,470.76
经营性应付项目的增加	33,284.06	21,006.01
经营活动产生的现金流量净额	-74,770.46	542.85

投资活动产生的现金流量净额	-9,620.18	-4,477.50
筹资活动产生的现金流量净额	68,476.35	8,979.69
现金及现金等价物净增加额	-15,914.29	5,045.04

注：非付现费用= 折旧+ 无形资产摊销+ 长期待摊费用摊销；

非经营损益= 资产减值准备+ 处置资产损失+ 固定资产报废损失+ 公允价值变动损失+ 递延所得税资产减少+ 递延所得税负债增加

资料来源：公司审计报告

2013 年，由于公司小额贷款业务发展迅速，当年无论是贷款业务笔数还是贷款业务发生额都较 2012 年同期大幅增长，因此，当年支付的其他与经营活动有关的现金达到 195,680.41 万元，较上年大幅增长 216.79%。由于对外贷款余额增加较快，房产开发投入增加，2013 年公司经营活动产生的现金流量净额为净流出 74,770.46 万元。

公司投资支出主要是募投项目支出，总体上，公司投资活动净流出 9,620.18 万元。2013 年公司发行本期债券以及子公司临沂医药集团有限公司发行私募债券，公司筹资活动现金流入大幅增长。但后续贷款业务不断增长，且公司自身经营活动和建设支出资金需求仍较大，公司仍存在一定的资金压力。

资本结构与财务安全性

2013 年，公司负债总额大幅增长，存在较大的短期偿债压力

2013 年，公司负债总额达到 314,635.09 万元，较上年增长 51.21%，同期公司所有者权益增幅为 6.65%，因此，公司负债经营程度有所增强。

2013 年末，公司负债主要由流动负债构成，但其占比由上年的 82.85% 下降到本年的 63.46%。公司流动负债包括短期借款、应付票据、应付账款、应交税费和其他应付款。公司短期借款主要包括抵押借款和保证借款。应付票据主要为银行承兑汇票和商业承兑汇票。应付账款主要为应付供应商的货款，其中账龄在一年以内的占比为 88.37%。公司其他应付款本期同比增长 23.01%，主要包括翔宇资产管理公司的理财资金、地产项目的投标保证金等，理财资金需支付 6-10% 的利息。本期，公司非流动负债大幅增长，主要是本期公司和子公司共发行三期债券，公司两期私募债券在存续期第二年末（两亿元私募债券的第二年末为 2015 年 5 月 27 日，一亿元私募债券的第二年末为 2015 年 7 月 17 日），面临着上调债券利率或投资者回售，若投资者选择回售，公司可能面临着短期资金压力。

表13 公司负债结构概况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比

短期借款	90,610.00	28.80%	84,663.50	40.69%
应付票据	26,423.47	8.40%	27,147.48	13.05%
应付账款	12,937.74	4.11%	11,592.85	5.57%
应交税费	11,211.75	3.56%	9,707.32	4.67%
其他应付款	46,227.23	14.69%	37,579.98	18.06%
流动负债合计	199,672.58	63.46%	172,389.41	82.85%
应付债券	79,006.92	25.11%	-	-
递延所得税负债	33,955.59	10.79%	33,685.96	16.19%
非流动负债合计	114,962.51	36.54%	35,685.96	17.15%
负债合计	314,635.09	100.00%	208,075.37	100.00%

资料来源：公司审计报告

2013年，公司有息负债达到198,040.39万元，同比增长74.01%，面临较大的还本付息压力。公司本期资产负债率较上年上升8.06个百分点。同期，公司流动资产对流动负债的保障有所增强。由于本期利润总额增长、折旧较多，本期EBITDA较上年增长62.05%，但由于同期债务大幅增长，当年付息额度同步增长，EBITDA对利息的保障较上年略有减弱。

表14 公司近年偿债指标概况

项目	2013年	2012年
有息负债（万元）	198,040.39	113,810.98
资产负债率	67.65%	59.60%
流动比率	1.21	0.88
速动比率	1.04	0.70
EBITDA（万元）	26,633.89	16,436.10
EBITDA 利息保障倍数	2.14	2.28

资料来源：公司审计报告

六、特殊分析

截止到2013年底，公司对外担保金额共29,900.00万元，存在一定的或有负债风险。

表15 截止到2013年底公司对外担保情况

被担保方	担保金额（万元）	担保起始日	担保到期日	担保是否已经履行完毕
奥德燃气	2,600.00	2013.4.19	2014.4.18	否
奥德燃气	1,000.00	2013.7.5	2014.7.5	否
奥德燃气	1,400.00	2013.10.16	2014.10.15	否
奥德燃气	3,000.00	2013.3.29	2014.3.28	否
奥德燃气	2,000.00	2013.6.8	2014.6.8	否

奥德燃气	2,000.00	2013.6.28	2014.6.28	否
施可丰化肥股份有限公司	5,000.00	2013.11.27	2014.5.26	否
施可丰化肥股份有限公司	900.00	2013.4.16	2014.4.15	否
施可丰化肥股份有限公司	1,000.00	2013.7.31	2014.7.20	否
施可丰化肥股份有限公司	8,000.00	2013.6.25	2014.6.25	否
翔龙集团	3,000.00	2013.11.20	2014.5.19	否
合计	29,900.00-	-	-	

资料来源：公司审计报告

七、本期债券偿还保障分析

公司提供的房产及土地使用权抵押担保有效提升了本期债券的信用水平

公司（抵押人）与中国农业银行股份有限公司临沂城区支行（债权代理人及抵押资产监管人）签署了《资产抵押及监管协议》（以下简称“协议”），公司以其拥有的 3 宗土地使用权及 3 宗房产为本期债券还本付息提供抵押担保。上述资产抵押担保的范围为主债权、办理抵押登记的全部费用和为实现主债权而产生的一切合理费用（包括但不限于违约金、损失赔偿金等）。为完善协议项下的抵押，在抵押资产监管人监管下，公司应于本期债券发行完毕后二十个工作日内向临沂市房产管理局和临沂市国有土地管理局办理完成抵押资产的抵押登记手续，目前抵押手续已办理完毕。

经山东瑞得不动产评估有限公司出具的鲁瑞得评（临沂）字[2012]第 243 号评估报告和临沂瑞得房地产评估有限公司出具的临瑞得房估（2012）第 167 号评估报告和临瑞得房估（2012）第 182 号评估报告，用于抵押的房产总建筑面积 21,779.30 平方米，土地总面积 234,732.00 平方米，截至 2012 年 7 月 23 日，评估价值共计 81,160.65 万元。

2013 年 10 月，公司对抵押资产进行了置换。置换之后的土地经评估其总价值为 82,548.59 万元，评估价值与本期债券未偿还本金与一年期利息之和的比例为 1.54 倍，符合首次发行时签订的《资产抵押及监管协议》约定的 1.3 倍。目前，抵押资产的各项登记已办理完毕。

表16 置换后抵押资产概况

评估报告编号	权证号	面积（平方米）	评估价值（万元）
鲁瑞得评字【2013】 第 485 号	临经国用（2012）第 054 号	13,270.00	2,919.40
	临房权证经济区字第 000295192 号	9,128.97	7,303.18
	临房权证经济区字第 000295164 号	10,302.14	2,884.60
		1,927.95	771.18
	临经国用（2010）第 040 号	20,000.00	2,550.00

	临房权证经济区字第 000295186 号	6,024.89	2,409.96
	临经国用 (2013) 第 032 号	13,333.00	1,699.96
	临房权证经济区字第 000295187 号	9,534.81	3,813.92
	临房权证经济区字第 000295165 号	4,187.78	1,675.11
	临经国用 2010 第 038 号	19,557.00	4,009.19
	临房权证经济区字第 000139853 号	1,173.69	586.85
	临经国用 2010 第 013 号	8,917.00	1,827.99
	临经国用 2007 第 028 号	14,565.00	2,985.83
	临房权证经济区字第 000131084 号	11,335.11	5,667.56
	临经国用 2008 第 029 号	11,860.00	2,431.30
		590.49	295.25
	临房权证经济区字第 000180788 号	39.40	3.94
		30.21	3.02
	临经国用 2010 第 039 号	6,632.00	1,359.56
	临经国用 2007 第 027 号	75,521.00	15,481.81
	临经国用 2010 第 014 号	14,168.00	2,904.44
	临房权证经济区字第 000131078 号	20,370.52	4,685.22
鲁瑞得评 (临沂) 字【2013】第 558 号	临经国用 2011 第 048 号	10,713.00	2,196.17
鲁瑞得评 (临沂) 字【2013】第 557 号	临经国用 2011 第 047 号	26,338.00	5,399.29
临瑞得房估【2013】第 182 号	临兰国用 2012 第 0043 号	950.00	522.50
	临房权证兰山区字第 000257083 号	1,540.35	6,161.40
合计	-	312,010.31	82,548.59

资料来源：公司提供

综述，公司提供的房产及土地使用权抵押担保有效提升了本期债券的信用水平。

八、评级结论

跟踪期，医药工业增加值保持较快增长，但增速回落；主营业务收入增速放缓；整体盈利能力略有下降；在国家增加卫生领域投入、医疗市场刚性需求持续增长和国家的政策扶持下，预计医药工业仍将稳定快速增长，但增速可能放缓。

公司拥有药品生产-药品分销-药品连锁零售产业链优势，跟踪期内，公司药品业务板块运营良好，主导药品妇科儿科和精神类药品产销情况良好，药品分销业务稳健增长。跟踪期内，公司小额贷款业务大幅增长，成为公司重要的收入及利润来源；公司房地产销售收入锐减，储备项目较多。由于贷款业务规模大幅增长，对流动资金的占用加大。

跟踪期，由于投资性房地产公允价值变动和营业外收入大幅增长，公司利润总额有所增长；由于小额贷款业务大幅增长，公司经营活动资金需求加大，后续面临一定的资金压力；2013年，公司负债总额大幅增长，公司负债经营程度有所增强，存在较大的短期偿债压力。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级 AA-，维持本期债券信用等级 AA，评级展望维持为稳定。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
货币资金	26,891.60	29,805.89	24,760.86
交易性金融资产	55.00	55.00	50.00
应收票据	2,930.12	2,466.27	1,520.05
应收账款	25,862.73	29,544.96	15,603.40
预付款项	35,850.31	9,278.78	4,871.40
应收股利	0.00	18.35	548.73
其他应收款	115,507.43	48,662.54	30,119.52
存货	35,075.78	31,387.85	29,176.26
流动资产合计	242,172.98	151,219.64	106,650.22
可供出售金融资产	4,484.16	5,745.60	4,536.00
长期股权投资	23,044.76	17,849.10	13,740.07
投资性房地产	156,676.36	150,062.37	144,708.54
固定资产	13,330.24	8,880.31	7,264.06
在建工程	18,218.84	9,779.48	1,852.67
无形资产	6,723.25	5,053.98	5,185.58
长期待摊费用	94.55	114.46	134.37
递延所得税资产	323.87	427.45	123.41
非流动资产合计	222,896.04	197,912.75	177,544.68
资产总计	465,069.01	349,132.39	284,194.90
短期借款	90,610.00	84,663.50	68,400.32
应付票据	26,423.47	27,147.48	22,944.20
应付账款	12,937.74	11,592.85	2,727.87
预收款项	6,895.58	1,212.16	2,077.01
应付职工薪酬	728.21	486.13	278.87
应交税费	11,211.75	9,707.32	6,920.25
应付利息	4,638.60	-	9.19
其他应付款	46,227.23	37,579.98	12,531.66
流动负债合计	199,672.58	172,389.41	115,889.36
长期借款	2,000.00	2,000.00	2,070.51
应付债券	79,006.92		
递延所得税负债	33,955.59	33,685.96	32,176.35
非流动负债合计	114,962.51	35,685.96	34,246.87
负债合计	314,635.09	208,075.37	150,136.23
实收资本	10,000.00	10,000.00	10,000.00
资本公积	90,413.04	92,197.95	89,769.27
盈余公积	1,195.97	1,195.97	1,195.97

项目	2013年	2012年	2011年
未分配利润	36,874.55	31,169.46	27,068.35
归属于母公司所有者权益合计	138,483.56	134,563.38	128,033.59
少数股东权益	11,950.36	6,493.64	6,025.08
所有者权益合计	150,433.92	141,057.02	134,058.67
负债和所有者权益总计	465,069.01	349,132.39	284,194.90

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、营业收入	86,564.48	70,678.45	63,643.08
减：营业成本	58,447.97	47,979.86	43,074.57
营业税金及附加	1,474.33	1,235.57	1,312.89
销售费用	7,425.18	5,751.63	4,700.21
管理费用	11,054.48	7,729.99	6,562.89
财务费用	6,964.78	5,997.49	4,579.75
资产减值损失	-414.33	1,216.16	436.98
加：公允价值变动收益	5,296.38	2,872.34	5,120.31
投资收益	1,335.35	3,881.71	2,353.88
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	979.03	829.82
二、营业利润	8,243.80	7,521.81	10,449.99
加：营业外收入	4,194.19	740.71	2,055.62
减：营业外支出	776.79	325.96	185.79
三、利润总额	11,661.20	7,936.56	12,319.81
减：所得税费用	4,382.86	2,785.82	3,002.97
四、净利润	7,278.34	5,150.74	9,316.84
其中：归属于母公司所有者的净利润	5,705.08	4,101.12	8,056.49
少数股东损益	1,573.26	1,049.62	1,260.36

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	74,614.25	62,093.14	83,473.79
收到其他与经营活动有关的现金	111,507.05	59,116.01	79,594.37
经营活动现金流入小计	186,121.30	121,209.15	163,068.15
购买商品、接受劳务支付的现金	54,963.04	50,482.76	79,122.55
支付给职工以及为职工支付的现金	4,369.52	4,588.34	4,190.19
支付的各项税费	5,878.79	3,826.40	2,845.75
支付其他与经营活动有关的现金	195,680.41	61,768.81	73,518.67
经营活动现金流出小计	260,891.76	120,666.30	159,677.16
经营活动产生的现金流量净额	-74,770.46	542.85	3,390.99
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	0.00	2,341.97	5,154.47
取得投资收益收到的现金	1,948.58	1,794.44	4.72
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	2,523.69	97.76	832.45
投资活动现金流入小计	4,472.27	4,234.18	5,991.64
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	9,388.30	5,581.68	10,927.62
投资支付的现金	4,704.15	3,130.00	2,750.00
投资活动现金流出小计	14,092.45	8,711.68	13,677.62
投资活动产生的现金流量净额	-9,620.18	-4,477.50	-7,685.98
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	3,986.00	-	4,640.00
取得借款收到的现金	83,505.00	86,763.50	76,850.05
收到其他与筹资活动有关的现金	78,980.00		
筹资活动现金流入小计	166,471.00	86,763.50	81,490.05
偿还债务支付的现金	92,546.38	70,500.32	66,460.62
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5,448.27	7,283.49	4,978.05
筹资活动现金流出小计	97,994.65	77,783.81	71,438.67
筹资活动产生的现金流量净额	68,476.35	8,979.69	10,051.38
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	-15,914.29	5,045.04	5,756.39
加：年初现金及现金等价物余额	29,805.89	24,760.86	19,004.47
六、期末现金及现金等价物余额	13,891.60	29,805.89	24,760.86

附录三-2 现金流量补充表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	7,278.34	5150.74	9316.84
加：资产减值准备	-414.33	1216.16	436.98
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,002.22	910.44	976.92
无形资产摊销	513.43	368.52	554.54
长期待摊费用摊销	19.91	19.91	19.91
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“－”号填列）	0.00	-90.98	-1516.95
固定资产报废损失	-1,675.31		
公允价值变动损失（收益以“－”号填列）	-5,296.38	-2872.34	-5120.31
财务费用（收益以“－”号填列）	11,443.70	5937.5	4978.05
投资损失（收益以“－”号填列）	-1,335.35	-3881.71	-2353.88
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	103.58	-304.04	-109.25
递延所得税负债增加（减少以“－”号填列）	581.90	1509.61	5218.3
存货的减少（增加以“－”号填列）	-5,561.59	-5956.22	-3526.55
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-115,714.63	-22470.76	-12215.62
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	33,284.06	21006.01	6732
经营活动产生的现金流量净额	-74,770.46	542.85	3390.99
现金的期末余额	13,891.60	29805.89	24760.86
减：现金的年初余额	29,805.89	24760.86	19004.47
现金及现金等价物净增加额	-15,914.29	5045.04	5756.39

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{营业成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构 及财务安 全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	有息负债	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货净额}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障 倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	现金流负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$
	FFO	$\text{净利润} + \text{非付现费用} + \text{非经营损益}$

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

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。

二、债务人长期信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	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。

三、展望符号及定义

类 型	定 义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。