

医药制造行业企业信用评级方法

2018 年 12 月



联合资信评估有限公司

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 17 层 100022 电话 010-85679696 www.lhratings.com lianhe@lhratings.com

医药制造行业企业信用评级方法

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）主要是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的要素进行分析，综合判断偿债主体信用风险的大小，评定受评主体的信用等级。本方法列举了判断医药制造企业主体信用风险的主要评级要素，是评定医药企业主体长期信用等级的重要参考，但并未涵盖医药制造企业评级时需要考虑的所有因素，评级作业中要根据企业的实际情况进行必要的补充。医药制造行业企业主体信用评级方法主要包括以下内容：适用范围、评级框架、评级要素（经营风险评级要素、财务风险评级要素）、主要衡量指标等。

一、适用范围

按照国家统计局国民经济行业分类标准（GB/T 4754-2011），结合国际行业分类标准（GICS）和实际信用评级中的需要，确定行业信用评级分类。按照国民经济行业分类，医药制造行业包含化学药品原料制造，化学药品制剂制造，中药饮片加工，中成药制造，兽用药品制造，生物、生化制品制造以及卫生材料及医药用品制造。

联合资信医药制造行业企业主体信用评级方法适用于以医药制造为主营业务的企业，界定标准为营业收入或利润总额 50%以上来自于医药制造业务。医药流通企业与医药制造企业的发展模式不同，适用不同的评级方法。另外，对于一些特殊的医药制造企业，需要依据受评对象的特性采取有针对性的分析，本方法所提及的评级要素可能并非完全适用。

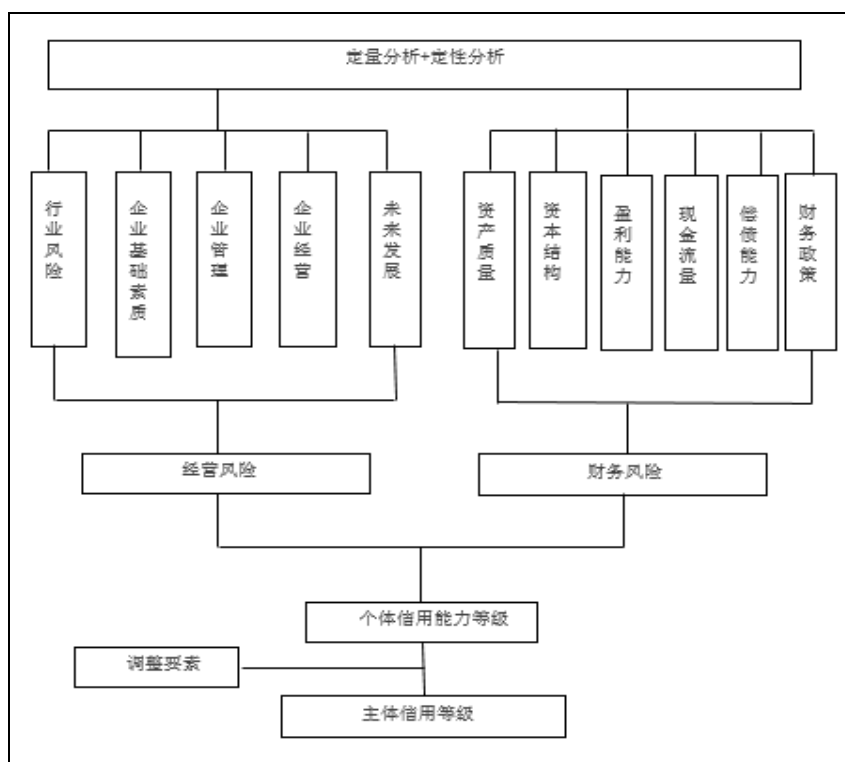
二、评级框架

主体信用评级是对受评主体如期偿还其全部债务及利息的能力和意愿的综合评价，主要评价受评主体长期违约率的大小。受评主体违约率的大小可以用

企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以度量。企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的可靠程度，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度。

由于企业债务偿还主要发生在未来，对企业偿债资金来源的判断主要是依靠评级机构的专业判断。从一般意义上讲，从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以预测企业未来的经营、财务和发展状况，但这种预测的主观性仍然较强。因此，从主体信用评级方法上来看，联合资信会以定量分析为基础，定性分析为主，定量和定性分析相结合的方法来对企业违约风险的大小进行判断。

联合资信对医药制造行业企业主体信用评级框架是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的主要要素进行分析，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用等级。其中，经营风险因素主要从所处行业、基础素质、管理能力、经营情况、未来发展等方面入手分析；财务风险因素则主要包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量、偿债能力等方面，并重点关注研发实力、产品竞争力、多样化水平、质量安全等。



近年来，针对医药制造行业供给侧改革，国家密集出台相关医药政策，特别是在“两票制”、“一致性评价”、“带量采购”等政策的陆续实施下，医药制造企业所面临的发展环境和竞争重点发生较大改变。结合当前医药政策改革背景，联合资信对医药制造行业评级方法的逻辑思路为结合医药制造行业的发展情况和医药制造行业相关政策，注重评价企业自身的资产质量、盈利能力和偿债能力，从而判断医药制造企业的主体信用风险的大小。

本报告并未包括医药制造企业评级时考虑的所有因素，但以下评级要点对于判断医药制造企业的基本风险，初步评定企业主体长期信用等级具有指导作用。

三、评级要素

（一）经营风险评级要素

1、行业分析

宏观经济对行业的影响

医药制造行业与生命健康息息相关，其下游需求主要与人口数量、老龄化程度及疾病演变等因素相关，医药消费具有很强的刚性，基本不受宏观经济的影响，因而医药行业整体属于弱周期性行业，行业发展受宏观经济环境影响不大。

行业概况

主要受产品研发周期长、费用高的影响，医药制造行业属于资金及技术密集型行业。长期以来，受到用药水平低、医药基础研究薄弱、知识产权保护制度不健全等因素的影响，较发达国家相比，中国医药制造企业医药企业数量众多，规模普遍较小，行业集中度较低，整体研发能力偏弱，产品以仿制药为主，竞争同质化程度较高。

由于关系国计民生，医药制造行业成为受政策监管力度最大的行业之一。近年来，国家依据行业发展的需求陆续推出不同的产业政策，对行业竞争格局、行业内企业的盈利状况乃至生产经营的可持续性产生深远影响。医药制造企业的行业集中度和研发能力不断提高，行业收入和利润水平不断提升。

联合资信对医药制造行业概况的分析将重点关注：

- (1) 国家医疗投入、人口数量和结构、老龄化程度、疾病病种变化情况；
- (2) 行业政策变化情况；
- (3) 行业技术水平变化情况；
- (4) 行业集中度和竞争格局情况。

1) 上游原材料供应及价格

采购成本是医药制造企业的主要成本。近年来部分中药材及化学原料药受供需关系影响，价格波动较大，对中成药生产企业和化学制剂药生产企业的原材料保障和成本控制带来了挑战。同时，由于药品安全的特殊性，原材料供应的安全性和稳定性对医药制造企业至关重要。

联合资信对医药制造企业上游原材料的供应和价格分析将重点关注：

- (1) 原材料种类、采购规模变化趋势是否与经营变化趋势相符；
- (2) 主要原材料价格变动与市场价格变动的匹配程度及对企业生产成本的影响；
- (3) 主要原材料采购时的定价方式，付款方式，信用政策；
- (4) 主要原材料自给率；
- (5) 供应商的选择及管理和对原材料的质量控制措施，主要供应商的资质、稳定性及集中程度。

2) 下游需求

从下游需求情况看，医药产品具有需求刚性，医药制造行业是典型的弱周期行业，受宏观经济波动影响小。

联合资信对医药制造行业下游需求的分析将重点关注：

- (1) 国家医疗投入情况；
- (2) 老龄化程度、人口数量和结构的变化情况、疾病病种得的变化情况；
- (3) 医改政策变动对行业的影响等。

3) 行业竞争格局

目前，中国医药制造企业还处于数量多、规模小，集中度低的阶段。此外，中国药品品种雷同现象普遍，部分药品产能过剩，医药制造行业处于“去

产能”和“调结构”阶段。近年来，行业内监管趋严，政策调控力度加大，行业内资源不断向优势企业集中。

联合资信对医药制造行业竞争格局的分析将重点关注：

- (1) 企业所在细分子行业的国内外竞争情况；
- (2) 企业所在细分子行业的供需状况及变化；
- (3) 企业所在细分子行业的集中度、竞争格局及变化情况；
- (4) 企业主要产品生产规模、市场占有率情况。

行业政策

医药制造行业作为强监管行业之一，行业政策的变化对产品供应产生直接影响。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进，政策内容涉及公立医院改革、鼓励社会办医、药品经营监管、药品质量提升、药品价格改革、支付体系改革等多项内容，可大体归纳为生产端的去产能和消费端的调结构两大类。政策加速行业集中度提高和企业间分化，品种储备、资金实力、研发能力将对企业信用水平产生重要影响。同时，医药产品直接关系到国民的生命健康，药品质量受到政策法规严格的监管。

联合资信对制药行业行业政策的分析将重点关注：

- (1) 医药制造各细分子行业现有的各项政策态度、未来改革方向；
- (2) 各政策对企业的影响及企业经营方向是否顺应政策要求。

环境风险

化学原料药生产能耗较大、环境污染严重，生产过程中产生的“三废”量大且废物成分复杂，对于环境和人体健康危害都较为严重，但“三废”的治理难度大，投资大，运行成本高。随着环保标准的不断提升和治理压力的加大，限产、停产的现象从偶发转向多发。化学原料药生产企业的限产、停产带动化学原料药产品价格波动较大，进而影响了化学原料药生产企业的收入规模和利润水平，也为下游化学药制剂生产企业的成本控制带来考验。

联合资信对制药行业环境风险的分析将重点关注：

- (1) 医药制造各细分子行业环保标准的变化及企业所在区域的环保压力；
- (2) 企业如何处理“三废”及“三废”排放是否达标；

- (3) 企业在环保投入情况，采取的环保措施及通过相关认证情况；
- (4) 企业受到环保部门的处罚情况，以及对企业经营的影响。

2、企业基础素质

企业规模及地位

对医药制造企业来说，取得规模优势能降低生产成本并增强风险抵御能力，因为规模较大的医药制造企业在市场知名度、抵御细分行业周期性波动、与上下游的议价能力、获得资源和客户的能力等方面有突出的竞争优势。规模优势是决定企业抗风险能力的重要因素之一。

联合资信对医药制造企业规模和分析将重点关注：

- (1) 企业的生产基地数量和分布、生产线数量、产能、产量；
- (2) 企业主要盈利产品在行业内排名及市场占有率情况；
- (3) 企业主营业务收入规模和资产规模的大小。

产品结构

企业产品结构也是决定企业抗风险能力的重要因素之一，产品结构优越的企业获利能力和抗风险能力一般比较强。

联合资信对医药制造企业产品结构的分析将重点关注：

- (1) 企业主要产品种类、产品线是否丰富；
- (2) 企业产品梯次结构、主要治疗领域；
- (3) 获得药批文号数量、产品进入国家基药目录及医保目录的数量；独家产品数量；
- (4) 原研药及首仿药占比。

技术水平与研发能力

医药制造企业属于资金及技术密集型行业，研发能力从根本上决定了企业的市场竞争力、行业地位和成长潜力，制药企业不同产品梯队结构对其盈利稳定性及可持续性影响较大。

联合资信对医药制造企业技术水平与研发能力的分析将重点关注：

- (1) 企业研发投入情况；

- (2) 企业在研项目储备、研发方向、同类药品申报审批数量以及项目研发进展情况；
- (3) 企业新药研发进度与现有药品生命周期匹配程度；
- (4) 企业获得的技术含量较高的专利情况，发明专利、实用新型、外观设计数量和专利保护期，以及正在申请的专利情况。

企业性质、股东背景及外部支持

通常情况下，国家股股东或国有法人股东较一般法人股东和自然人股东有更强的出资能力和广阔的社会资源。同时，股东作为公司最重要的利益相关者，其通过资本补充、业务拓展等多方面对受评主体发挥着重要的影响，股东出资能力越强、社会资源越多，能够给予受评主体的实质支持也更多，并将在一定程度上提升受评主体的信用水平。

联合资信对医药制造企业性质和股东背景的分析将重点关注：

- (1) 分析企业是国有企业、民营企业还是中外合资企业，以及不同所有制性质对企业治理结构及偿债意愿的影响；重点关注部分民营企业存在股权结构复杂、内部治理不完善的问题；
- (2) 公司实际控制人情况，股东实力，公司对股东的重要性，股东对公司的支持力度及支持意愿如何；
- (3) 政府支持程度，包括政府与企业的利益关联度和政府的综合实力，前者可用政府持股比例或企业在所在区域的地位度量，后者可用区域政府财政实力度量；
- (4) 所得税负担率；
- (5) 企业的社会负担及其可剥离性。

3、企业管理

治理结构

公司董事会、经理层、股东权利分布，股权结构是否优化，所有权和经营权是否分离，是否能够保护中小股东利益；是否出现侵犯或损害公司、股东和

债权人利益的行为；董事会、监事会制度是否完善；董事会、监事会及高管是否健全。

股权结构及股权集中度；股东会、董事会、监事会的有效性，其中，董事会的有效性包括独立董事的专业胜任能力及比例、审计委员会设置与运作情况对会计信息质量的影响等；公司治理结构对债权人权利的保障程度等。

内部管理体制及管理制度执行情况

国内医药制造企业主要以民营企业居多，管理架构和监督机制是关注的重点。

内部控制重点关注对下属公司的控制力度，从战略管理、投资管理、审计控制、分支机构考核、分支机构高管人员管理等方面进行分析。

重点分析受评企业管理的相关制度是否健全，相关制度执行效果如何，重点应分析生产管理、销售管理、人力资源管理、财务管理、信息化管理等方面建设及执行情况。考虑到药品质量是医药制造企业发展的关键，需要重点关注企业对药品质量控制是否到位和其对原材料采购、库存管理等执行情况。

4、经营分析

经营概况

企业经营概况主要从主营收入规模、利润贡献、其他收入占比、盈利能力等方面分析。收入规模及构成，代表了企业的多元化发展状况。

企业的经营情况主要从原材料采购、生产经营、产品营销、环境保护、投资项目和未来发展等方面分析。

原材料采购

原材料的价格波动及供应的稳定性直接影响医药制造企业生产的成本和稳定运行，企业原材料自给率的高低及所处区位对企业的生产成本和盈利能力有着显著影响。

联合资信对医药制造企业原材料采购的分析将重点关注：

- （1） 企业原材料自给率的情况；
- （2） 企业原材料的采购半径、采购模式；

- (3) 企业原材料质量的控制措施；
- (4) 供应商的客户关系的稳定性、采购供应商的集中度、采购数量的变化情况、采购价格的变化情况及议价能力、采购的付款方式等，判断企业原材料供应的稳定性对公司经营稳定性影响，原材料价格变化趋势对公司盈利能力的影响、上游供应商是否对公司资金形成占用等。

生产经营

目前中国医药制造行业存在产能过剩、产品同质化程度高、产品创新能力较弱等问题，因此提高企业产品结构多元化、提高产品的技术含量会有效提高医药制造企业的抗风险能力。同时，由于药品质量直接关系到生命安全，因此对制药企业生产车间、生产过程的卫生及安全性要求较高。

联合资信对医药制造企业生产经营的分析将重点关注：

- (1) 企业生产设备、加工工艺的先进程度；
- (2) 企业产线、产品通过国内外相关认证的情况；
- (3) 企业生产环境和质量控制情况；
- (4) 企业近年来的产能情况、产能利用情况、未来产能扩张计划否与市场需求匹配等。

产品营销

中国医药制造行业竞争较为激烈，销售模式及销售网络的完善性将会影响受评企业的销售状况。

联合资信对医药制造企业产品营销的分析将重点关注：

- (1) 企业的销售渠道和组织形式、定价策略与原则、主要产品销售毛利情况、主要产品销售价格趋势、产品出口情况、下游客户集中度、结算方式、客户关系的稳定性及其议价能力；
- (2) 企业营销队伍的建设情况以及销售人员的专业素质；
- (3) 企业处方药和 OTC 销售模式的占比、直销与分销的占比情况；
- (4) 企业产品是否存在销售方面的潜在风险、产品价格变化趋势对企业未来盈利能力的影响、产销率情况、下游客户是否对资金形成占用等。

环境保护/安全生产

医药制造行业，尤其是化学原料药生产行业易对环境造成污染，是被环保部重点监测的细分子行业之一。近年来，国家环保政策趋严，对医药制造企业环保生产提出了较高要求。

联合资信对医药制造企业环境保护的分析将重点关注：

- (1) 企业在环保方面投入情况、环保达标情况、主要进行的环保措施有哪些、是否通过相关认证、是否受到环保部分的处罚；
- (2) 判断企业在环保方面是否存在潜在的风险及其对企业未来经营与盈利的影响及其程度；
- (3) 公司对环保设备的投入及技改对产能产量的影响；
- (4) 安全生产制度完善情况及发生过重大事故后的影响及处理方案。

投资项目/在建及拟建

企业投资战略对企业的发展方向具有决定性的影响。

联合资信对医药制造企业投资项目的分析将重点关注：

- (1) 企业未来投资项目的资金投入量、资金来源安排，判断其对企业未来债务负担及盈利的影响，投资项目未来前景，公司未来筹融资压力；
- (2) 经营性项目的投产时间以及未来收益情况的预测；
- (3) 项目投产后对公司生产经营的影响程度。

未来发展

联合资信对医药制造企业未来发展的分析将重点关注：

- (1) 发展战略制定的背景、与当前业务的关联程度；
- (2) 未来经营发展的投资方向与激进程度、发展战略的可行性、可持续性与合理性；
- (3) 未来重组或者并购行为，收购资金及筹措资金的手段。

（二）财务风险评级要素

财务实力是衡量医药制造企业自身偿债能力的重要因素，主要从财务信息质量、资产质量、资本结构、盈利能力、现金流和偿债能力等方面分析。

1、财务信息质量

联合资信对医药制造企业财务信息质量的分析将重点关注：

- （1） 审计机构的从业资质、近三年会计师事务所对公司财务报表出具的审计结论、报表是否拥有可比性、公司所采用会计政策是否与企业的客观实际情况相符合，判断企业有关财务数据的真实性和有效性。
- （2） 企业的折旧政策、坏账准备计提标准；研发费用的确认方式；无形资产的计价方式；存货确认方式等。重大会计制度变更及会计政策调整情况。由于医药制造企业的固定资产占比较大，不同的折旧政策对公司的主营业务利润影响较大。

2、资产质量

资产质量是制药企业经营能力的保障，资产质量主要体现为资产价值的真实性和资产变现能力两方面。分析资产质量时首先需要对资产构成加以分析，一般拥有商业流通业务的企业比纯制药企业流动资产占总资产比重要高。一般来说，医药制造企业的流动资产主要包括存货和应收帐款，非流动资产主要包括固定资产、在建工程以及无形资产等。

联合资信对医药制造企业资产质量的分析将重点关注：

- （1） 公司资产构成及稳定性，非经营资产与不良资产状况；
- （2） 流动资产的应收项目回收难度、账龄及坏账计提比例，存货计价方式和周转效率；
- （3） 固定资产成新度与帐面价值是否相符，折旧是否合理；在建工程完工转固情况，与经营结合考虑；无形资产的类别、来源、受限及资产评估情况；

- (4) 资产抵质押情况；
- (5) 现金类资产受限情况；
- (6) 资产运行效率，包括总资产周转效率、流动资产周转效率、存货周转效率、应收帐款周转效率等。

3、资本结构

资本结构对企业财务风险影响重大，同等条件下，债务负担重的企业偿债压力大，相应的信用风险也高。

联合资信对医药制造企业资本结构的分析将重点关注：

- (1) 重点关注企业负债程度的高低；
- (2) 有息债务规模大小及占比、债务负担的程度、债务结构与资产结构的匹配程度、债务偿还时间的集中程度等。关注长短期债务结构、资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率等指标；
- (3) 企业所有者权益中，注资的形式（货币资金、实物、土地使用权等无形资产）、性质（经营性资产、非经营性资产）及稳定性，股东增资及分红情况；
- (4) 杠杆水平，包括资产负债率等；
- (5) 利息支出与股利支付；
- (6) 资本结构与资产结构的匹配程度；
- (7) 关注企业融资环境、成本、变化情况及影响；
- (8) 关注企业永续债及明股实债的情况。

4、盈利能力

医药制造行业整体毛利率水平较高，但不同细分子行业的产品盈利能力存在差异，一般而言，化学原料药子行业的盈利水平低于化学制剂药、中药，生物制药的毛利率普遍高于其他。此外，主要受企业广告投入、学术推广等销售费用较高以及研发投入较高影响，医药制造企业整体期间费用较高。

联合资信对医药制造企业盈利能力的分析将重点关注：

- (1) 主营业务收入与主营业务成本变动趋势是否具有-致性，应与经营部分相吻合；
- (2) 分析近三年期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）占主营业务收入的比重，可以判断生产企业对费用的控制力度，财务费用与债务规模匹配程度；
- (3) 非经常性损益的影响；
- (4) 盈利结构，包括营业收入和毛利润的分业务、分产品比例等；
- (5) 盈利的持续性与稳定性，包括营业利润的增长率与波动率等；
- (6) 盈利水平，包括净利润/营业收入、EBITDA/营业收入等；
- (7) 成本控制水平，包括销售毛利/营业收入、营业利润/成本费用等；
- (8) 对净资产收益率、总资本收益率、主营业务利润率等指标进行分析，做出判断；
- (9) 根据公司预测判断未来几年盈利趋势。

5、现金流

现金流分析是评级分析的重点，是企业自身偿还债务的真正来源，因此考察企业现金流状况，并分析企业偿债资金来源对需要偿还债务的保障程度是企业财务风险分析的重点。对于医药制造企业而言，整体现金流表现较为充沛，但行业内普遍存在下游客户占用资金问题，因此现金流入通常与收入确认存在时间差，在分析时应关注现金收入比的稳定性。

联合资信对医药制造企业现金流的分析将重点关注：

- (1) 经营活动产生的现金流量净额、自由现金流、经营流动负债比率，现金流量及稳定性，包括经营活动现金流量、留存现金流、自由现金流及上述现金流的增长率或波动率；
- (2) 投资支出与资产负债表匹配程度；
- (3) 筹资活动现金流与债务规模变化匹配程度；

- (4) 现金存量规模、现金/到期负债；
- (5) 现金流对到期债务的覆盖，包括 EBIT/利息支出、经营活动现金流/利息支出、经营活动现金流/到期债务；
- (6) 现金流对长期债务的覆盖，包括 N 年经营活动现金流之和/N 年长期债务平均余额 ($N \geq 3$)、N 年经营活动现金流之和/N 年资本支出之和 ($N \geq 3$)。
- (7) 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利息保护倍数等指标。

6、偿债能力

偿债能力分析是信用评级的关键。在对医药制造企业自身偿债能力的分析，应依据对企业运营效益分析的结论，结合企业债务的期限结构安排，衡量企业未来盈利及经营性现金流对利息支出和债务的保障程度。主要考察的指标包括流动比率、速动比率、EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 等，结合偿债资金来源，综合判断企业偿债能力。

联合资信对医药制造企业偿债能力的分析将重点关注：

- (1) 短期偿债能力，主要分析流动资产、速动资产、现金类资产对短期债务的保障倍数，以及经营活动净现金流对短期债务的保护能力；
- (2) 高流动性资产对流动负债的覆盖，包括流动比率、速动比率、非现金速动资产/到期债务；
- (3) 长期偿债能力，主要考察 EBITDA 对全部债务和利息的保护能力，并结合短期、长期偿债指标对企业整体偿债能力做出判断；
- (4) 公司对外担保情况，被担保企业经营及财务情况，是否存在重大诉讼情况，或有负债情况。
- (5) 其他信用支持，主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道，包括资产出让、引入战略投资者、IPO、增发配股、银行授信以及股东、各级政府给予的支持，在分析其他信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度做出判断。

7、财务政策分析

财务政策代表管理层的风险偏好程度，从而对财务风险、经营风险形成影响。管理层和股东的风险偏好（体现在杠杆水平的把控等）往往可以通过企业的过往融资活动、并购活动、现金分红政策等评估。一般情况下，如果企业将债务控制在一定水平（相对保守的财务政策），其财务灵活性越强，也往往能够更好的应对突发事件。

同时，对到期债务的监测与债务本息偿还安排也被纳入财务政策的考量。企业的债务偿还安排能够帮助确定其再融资风险，一般来看，长期、均匀分散的债务期限安排可以降低企业再融资风险。在评估再融资风险时，可以着重考虑 12 个月到 24 个月时间范围内的债务规模。

（三）母公司财务分析

对于集团企业而言，如少数股东权益占比高，应对母公司财务进行分析，主要包括：资本实力、债务水平、收入与盈利状况、现金流等。

（四）其他调整事项

关注企业或有事项（对外担保、未决诉讼等）及资产负债表日后事项；

关注企业是否具有通畅的直接、间接融资渠道，如获得银行授信情况（授信总额及尚未使用额度情况）、合并范围内是否含有上市公司等；

关注企业过往债务履约情况，是企业信用的直接体现，通过查询中国人民银行《企业信用报告》，了解企业已结清和未结清债务中不良和关注类债务缘由；通过公开网站查询企业已发行债券的还本付息情况。

（五）关键假设

联合资信主要对影响偿债主体经营风险和财务风险的主要要素进行分析，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用等级。其中，经营风险因素主要从所处行业、基础素质、管理能力、经营情况、未来发展等

方面入手分析；财务风险因素主要包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量、偿债能力等方面因素。针对不同行业的企业主体，联合资信会在上述基本评级方法基础上，根据行业特性进行评级方法的具体化和必要的调整。

基于上述主要分析因素，联合资信假设：

（1）企业违约率的大小主要可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以度量；

（2）企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的规模和可靠程度，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度；

（3）从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以一定程度上预测企业未来的经营、财务和发展状况；

（4）经营风险方面，通常情况下，宏观经济向好、供求现状及前景良好、行业集中度和竞争适中、产业政策变化趋势向好的行业，企业面临的行业风险越低；企业规模越大、市场地位越强、研发能力越强、产品结构多元化、高端化、技术水平越先进、越易获得外部支持（如股东、政府）的企业基础素质越好；治理结构、管理体制、内部控制和管理制度建设及执行越完善的企业，企业管理能力越强；企业经营投资业务范围合理、市场地位较高、价格影响力较高、产品多样化、客户多样化、经营效率高、生产成本适度、生产销售能力较高、客户留存能力强、符合国家发展政策的企业，其经营情况越好；发展规划和经营策略合理、符合国家发展政策的企业，且重大投资项目以及企业发展的重大事项能够提高企业成长性和稳定性，企业未来发展能力较好；

（5）财务风险方面，通常情况下，财务信息质量良好、资产质量较高、资本结构合理、盈利能力较强、现金流量充足且稳定、偿债能力较强的企业，其财务风险较低；通常情况下，企业应收项目、存货和非流动资产中在建工程、固定资产的质量较高，其资产质量较高；债务负担较轻、对外部融资依赖程度较低、债务结构合理的企业，其资本结构较合理；主营业务毛利率，营业利润率、期间费用控制情况、总资产报酬率、净资产收益率等指标较好的企业，其盈利能力较强；在产品价格变动、不同产品周期以及其他不利条件变动下现金

流量仍可持续且维持适当水平的企业，其现金流量较为充足且稳定；对于盈利能力强、规模大的企业，对短期债务周转资金的保障程度较高，如流动比率、速动比率、经营活动现金流净额比流动负债较高，其短期偿债能力较强；对于盈利能力弱、规模小的企业，短期债务偿还资金的短期筹集资金能力较高，其短期偿债能力较强；能够通过当前和未来的盈利及现金流对当前债务及未来资本支出提供足够保障的企业，如企业经营性现金流、EDITDA 对企业当前债务和未来资本支出的覆盖程度较高，其长期偿还能力较强；

（6）额外的外部支持、未来发展重要事项、重要风险事项以及其他因素也将引起企业面临的风险。企业预期出现权益减少（如资产剥离、股东减资等方式）将提高企业面临的风险；企业预期出现权益增加（如财政拨款、股东增资、定向增发、公开发行股票、混合资本工具融资等方式），重大投产项目、整合并购项目储备规模增加企业收益水平和竞争力，收购兼并（如内部重大资产重组、重组剥离亏损业务、整合优质资源），签订重大合同预计提高企业营业收入一定程度等行为，将降低企业面临的风险；企业获得政府支持（如享有政府在资本金注入、财政补贴或税收优惠等多方面的持续的、力度足够的支持，有政府明确担保且有政府救助历史，经济或政治地位重要，为政府重点扶植企业等方式），或者股东支持（如母公司背景雄厚且发行人在股东的发展战略上比较重要、获得股东注资支持和补贴等力度大、股东为发行人债务提供担保、母子公司存在交叉违约条款、历史上获得控股股东较强的支持等），将降低企业面临的风险；企业存在与预期存在一定程度的担保风险、诉讼风险或关联交易风险时，将提高企业面临的风险；企业存在与预期存在贷款逾期、债券偿还不确定等情况时，将提高企业面临的风险；企业存在与预期存在其他有利因素时，将降低企业面临的风险，企业出现其他不利因素（如因环保督查导致企业经营受到重大影响、反腐或行业监管、政策导致行业经营受到重大影响等因素）时，将提高企业面临的风险。

附件 1

医药制造企业主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变