

信用等级公告

联合[2010] 259 号

联合资信评估有限公司通过对石药集团有限公司及其拟发行的 2010 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

石药集团有限公司
主体长期信用等级为

AA

石药集团有限公司
2010 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年六月十九日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianheratings.com.cn

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与石药集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与石药集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因石药集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由石药集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、石药集团有限公司 2010 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年六月十九日



石药集团有限公司

2010 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级: AA
评级展望: 稳定
本期中期票据信用等级: AA
本期中期票据发行额度: 6 亿元
本期中期票据期限: 5 年

评级时间: 2010 年 6 月 19 日

财务数据

项目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 3 月
资产总额(亿元)	68.40	84.34	98.41	97.12
所有者权益(亿元)	26.35	33.18	38.35	40.44
长期债务(亿元)	6.77	9.83	10.09	11.83
全部债务(亿元)	23.96	26.26	33.23	29.41
营业收入(亿元)	55.36	76.92	77.62	21.60
利润总额(亿元)	5.48	11.27	10.93	2.82
EBITDA(亿元)	9.62	17.22	16.77	--
经营性净现金流(亿元)	11.21	16.02	18.81	3.62
营业利润率(%)	27.90	33.78	34.78	34.20
净资产收益率(%)	18.82	28.77	23.89	--
资产负债率(%)	61.48	60.66	61.02	58.36
全部债务资本化比率(%)	47.63	44.18	46.42	42.10
流动比率(%)	79.90	106.37	109.95	124.39
全部债务/EBITDA(倍)	2.49	1.52	1.98	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.34	11.35	16.86	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.60	2.87	2.79	--

注: 公司从 2007 年开始执行《企业会计准则(2006)》;
2010 年 1~3 月数据已经审计。

分析师

黄滨 陈静
lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层(100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对石药集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为国内最主要化学原料药生产基地和综合制剂生产基地之一,在行业前景、政策支持、生产规模、市场占有率、品牌认知度、技术研发和产品质量等方面的竞争优势。同时,联合资信也注意到目前化学原料药产能过剩、市场竞争激烈、原材料价格波动、未来投资规模大等因素给公司信用水平带来一定的不利影响。

在新医改政策推动下,巨大的市场需求将支撑医药行业景气度延续。公司并购其他制药企业有利于产业链的延伸以及推动制剂药的长足发展;公司加强医药流通领域建设,有利于加快药品流通速度、完善药品经销网络和配送体系,增强抵御市场风险的能力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险低,安全性高。

优势

1. 河北省石家庄市是中国医药工业基地之一,公司作为当地龙头医药制造企业,受到市政府的多项政策扶持,外部环境有利于公司发展。
2. 公司是中国化学原料药制造龙头企业之一,主导产品维生素 C 系列、青霉素系列等生产规模世界领先,具有较强的市场竞争优势。
3. 通过增加制剂药投资规模和企业并购,公司产业链得以延伸,增强了抵御市场风险的能力。
4. 公司具有先进的研发平台,全部药品均已通

过国内 GMP 认证,多个药品获得欧盟 COS、美国 FDA 等国际注册和认证,逐渐进入欧美高端市场。

5. 公司具有规模化的销售网络,业务发展良好,营业收入逐年增长,盈利能力较强。
6. 公司现金类资产充裕,经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。

关注

1. 公司主导产品青霉素系列等原料药产能过剩,市场竞争激烈,产品价格低位运行,对公司盈利有一定负面影响。
2. 玉米、液糖等原料价格波动和电价的上调将增加公司的成本费用支出。
3. 公司未来投资规模大,对外融资需求加大。

一、主体概况

石药集团有限公司（简称“石药集团”或“公司”）前身为石家庄制药集团有限公司，于1997年8月成立，是经石家庄市“体改委[1997]29号文件”批准，由石家庄第一制药集团公司、河北制药集团公司、石家庄第二制药企业集团公司、石家庄四药股份有限公司合并组建的国有独资有限责任公司，注册资本22136万元。根据“石国资委发[1997]5号文件”，石家庄市人民政府国有资产监督管理委员会作为石药集团唯一出资者，拥有石药集团100%股权。2006年11月，公司更名为现名。2007年6月，石家庄市国有资产监督管理委员会与联想控股有限公司（以下简称“联想控股”）签订了《国有产权转让合同书》，以协议方式转让石药集团100%国有产权。2008年10月29日，联想控股对石药集团100%股权进行公开挂牌转让，挂牌转让价格为63150万元，挂牌期满日期为2008年11月25日。挂牌期满后，联想控股旗下海外公司卓择有限公司（Massive Top Limited）是接盘者。2009年7月23日，商务部批复，同意石药集团有限公司变更为外商投资企业。2009年12月15日，石药集团有限公司股东正式变更为卓择有限公司（联想控股全资子公司），并变更了工商营业执照。公司实际控制人仍是联想控股。

石药集团以大宗原料药和制剂药的生产销售为主营业务。目前主要从事抗生素、维生素、心脑血管、解热镇痛、消化系统用药等几大系列近千个品种的生产和销售。

2009年底，石药集团实施了自成立以来最大规模的机构战略调整，成立了四大事业部（抗生素原料药事业部、成药事业部、营养保健品事业部和抗肿瘤药事业部），同时在总部成立了七大专业支持系统（财务系统、制造管理系统、质量研发系统、企划系统、战略拓展系统、市场系统和行政管理系统），各系统旗下共配备26个职能部门（见附件1）。截至2009年底，

公司拥有下属企业共33家，直接控股企业6家，包括5个境内非上市公司以及1个香港上市红筹股——香港中国制药集团有限公司（以下简称“中国制药”，公司持股51.04%）。中国制药于1994年6月在香港联合交易所主板上市（股票代码：1093.HK），是国内医药行业首家境外上市公司。目前，中国制药拥有下属企业19家，为石药集团的主要经营实体。

截至2009年底，公司（合并）资产总额98.41亿元，所有者权益38.35亿元（含少数股东权益22.62亿元）；2009年，公司实现营业收入77.62亿元，利润总额10.93亿元。

截至2010年3月底，公司（合并）资产总额97.12亿元，所有者权益40.44亿元（含少数股东权益23.71亿元）；2010年1~3月，公司实现营业收入21.60亿元，利润总额2.82亿元。

公司住所：河北省石家庄市中山西路276号；法定代表人：蔡东晨。

二、本期中期票据概况

公司计划注册发行总额度为12亿元的中期票据，2010年度第一期中期票据（以下称“本期中期票据”）拟发行额度为6亿元，发行期限5年（以下简称“本期中期票据”），本期中期票据为浮动利息票据，票面利率由基准利率加上基本利差确定。基准利率为发行首日和其他各计息年度起息日适用的中国人民银行公布的一年期整存整取定期储蓄存款利率，基本利差将根据簿记建档结果，由公司与簿记管理人按照国家有关规定，协商一致后确定，在本期中期票据存续期内固定不变。

本期中期票据无担保。

公司本次发行中期票据所募集的资金将用于：

1. 补充营运资金

本期中期票据所募集资金的20%将主要用于补充公司大宗原料药因规模扩张所带来的营运资金增量需求，维持生产、经营和国内外贸

易的正常运转，保障公司在大宗原料药方面的话语权。具体用途是进行原材料储备，用于购买能源、粮食等生产原材料。

2. 偿还银行贷款

本期中期票据所募集资金的 40%将用于偿还公司现有银行贷款，降低银行贷款规模，提高直接融资比例，使公司一定程度上摆脱主要依赖银行融资的局面，优化公司融资结构。

3. 用于基础工程项目建设

本期中期票据所募集资金的 40%将用于基础工程项目建设。

(1) 石药集团河北中润制药有限公司的高新技术产业化项目建设，该项目已获得“石发改高技备字(2008)197 号”和“冀环评(2008)681 号”文件批复，项目工期为两年半，总投资 2 亿元，其中自筹资金 13000 万元，拟利用中票资金 7000 万元。截至 2009 年底，该项目已投资 9600 万元。

(2) 优金生物技术有限公司的生物制药产业化项目一降钙素生产线建设，该项目已获得“冀发改外资(2008)1959 号”和“冀环评(2008)628 号”文件批复，建设工期为两年，项目总投资 11000 万元，其中自筹资金 7000 万元，拟利用中票资金 4000 万元。截至 2009 年底，该项目已投资 2480 万元。

(3) 石药集团维生药业(石家庄)有限公司研发中心项目，该项目已获得“石高管发改投资备字(2010)4 号”和 2010 年 4 月 13 日石家庄市环保局高新区分局批复，建设工期一年半，项目总投资 22800 万元，其中自筹资金 9800 万元，拟利用中票资金 13000 万元。该项目于 2010 年新开工建设。

三、行业分析

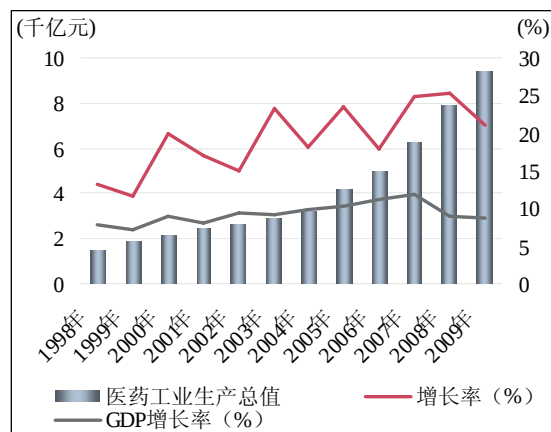
公司隶属医药工业，主要涉及大宗原料药和制剂药的研发、制造和销售。

1. 行业现状

行业运行概况

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

图 1 1998~2009 年医药工业生产总值与 GDP 增速对比



资料来源：中国医药经济信息网

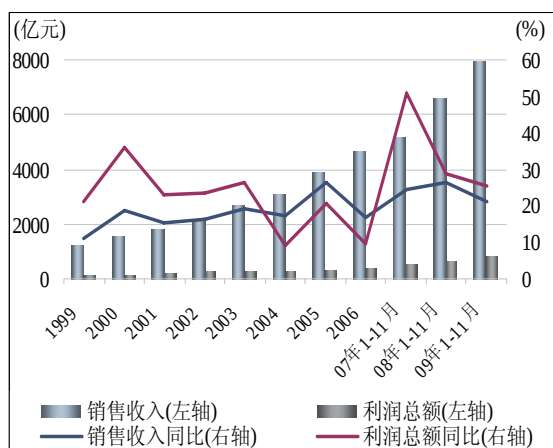
根据 2008 年国务院发布的《中国的药品安全监管状况》白皮书，自 1999 年以来，医药制造业增速大约为 GDP 增速的 1~1.5 倍。1998~2004 年中国医药工业总产值年复合增长率达到 17.5%，高于同期 GDP 复合增长率 4.85 个百分点。2005~2006 年，医药工业加大改革力度，加快了结构调整步伐。2007~2008 年医药行业景气度高企，进入高速发展阶段。2009 年，全球金融危机影响进一步深化，化学原料药出口受到较大影响，医药工业总产值增速略有下滑，但依然保持了 21.02% 的较高增速。2010 年以来，医药工业产值增速比上年同期大幅提升。2010 年 1~3 月，中国医药工业总产值为 2458.61 亿元，同比增长 27.1%，增幅比 2009 年同期上升了

7.58个百分点。2010年是新医改政策实施年，预计未来一段时期内医药工业高增速将得以保持。

行业经济效益

2006年是医药行业的政策整顿年，国家大力整顿行业秩序，相关政策频繁出台，医药行业亏损面扩大，行业增长出现十年来的新低。2007~2008年，医疗体制改革的推进扩大了市场需求，在医保医改等政策的扶持和推动下，医药工业实现了快速增长。对医药产品需求的增加和药品价格的回升，是行业收入和利润高速增长的主要原因。

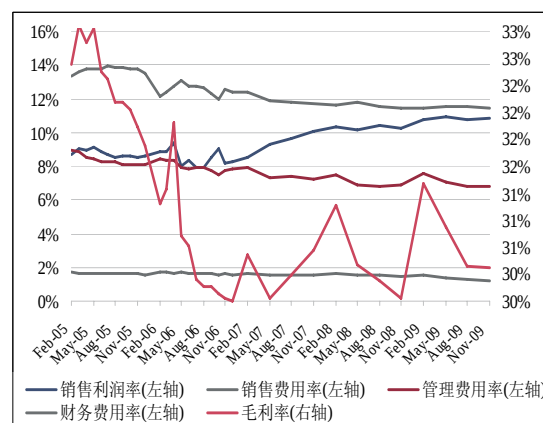
图2 1999~2009年中国医药行业效益情况



资料来源：WIND资讯

根据国家统计局数据，2009年1~11月，全国医药制造业实现销售收入7963.7亿元（未包含医疗器械），同比增长21.3%；利润总额808.2亿元，同比增长25.3%。总体看，近三年医药制造业销售收入增速平稳，保持在20%以上；相比于2007年的高增速，2008至2009年的利润增速有所放缓，回到正常水平。2010年1~2月医药制造业销售收入和利润总额同比增长28.35%和45.71%，增速较2009年明显加快，且行业的利润增速快于收入增速。

图3 2005~2009年医药生产企业盈利指标



资料来源：国家发改委

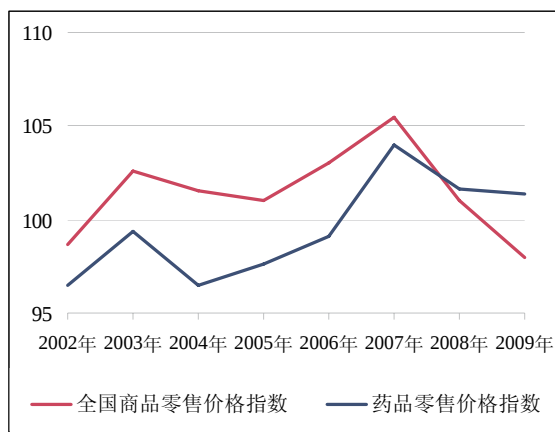
2005~2006年，药品的频繁降价和政府推行竞价限价招标，直接降低了医药行业的整体利润水平；同时受上游原辅材料价格、水电煤运价格上涨，GMP改造后企业经营费用提高，开工不足等不利因素的影响，企业盈利水平普遍下降，行业毛利率呈持续下滑态势。2007年以来，伴随医改的推进和药品价格的回升，以及三项费用控制得力，医药行业整体运营效率有所提高，销售利润率稳步上升。2009年1~11月，医药行业毛利率为30.67%，与上年持平；销售利润率为10.15%，较上年略上升0.32个百分点。从2010年1~2月数据看，医药行业的毛利率同比和环比都有所上升，净利率为10.31%，创出2002年以来的新高，期间费用率略有上升。这充分显示了医药行业经营效率和质量明显提升，进一步说明在医改新政推动下以及原料药行业开始逐步复苏的大背景下，医药行业盈利能力将不断提升。

医药价格机制及变化趋势

从经济学角度看，医药产品属于缺乏弹性商品，在价格上以政府管制为主。目前，中国药品定价采取政府定价、政府指导价、市场调节价三种定价方式，其中：列入国家基本医疗保险目录的1000多种药品与医保药品目录以外具有垄断性生产、经营的药品实行政府定价和指导价；其他药品实行市场调节价。自1997年以来，中国连续25次下调一些药品的最高零

售价格。从图 5 可知，2002～2007 年，中国药品价格相对于平均物价的涨幅是滞后的。但由于医药产品特殊的价值分配关系，国家对医药零售价格的下调将不可避免地较大幅度转嫁给医药生产企业。

图4 药品与商品零售价格指数对比



资料来源：WIND资讯

2008年，政府有关部门对药价的控制由单纯的行政控制手段，转向从扩大定价范围、制定合理差比价、划分中央和省级定价权限、限制流通环节加价等十个方面对现行药品定价和管理机制进行调整，药品零售价格指数呈下降趋势。

从长期看，国家发改委已着手从体制上解决药品价格虚高的问题，国家对药品价格调整的频度将会降低，预计未来医药的出厂价和零售价均会呈下降趋势，具有研发实力和规模效应的医药生产企业有望保持较好的经营业绩。

主要子行业概况

从盈利情况来看，随着生产规模不断扩大，医药制造各子行业产品销售收入，利润总额保持持续增长，其中化学药制剂、化学原料药和中成药对整个行业的收入和利润贡献最大；生物制药和中药饮片的增速最高。从盈利指标看，化学药制剂和生物制药的表现最好，2009年1～11月的销售利润率分别为11.12%和13.82%；只有化学原料药的毛利率和销售利润率均低于行业平均水平。2010年1～2月，化学原料药子行业开始复苏，产品量价都得到的一定恢复，销

售收入和利润分别同比增长31.69%和67.32%；毛利率同比上升0.8个百分点至23.2%，行业的景气拐点基本确立；受益于需求刚性和医改扩容，化学制剂药子行业销售收入和利润同比分别增长了27.27%和40.26%，盈利能力明显提升。

表 1 医药制造业细分行业营业收入和利润总额

(单位：亿元，%)

分类	营业收入			利润总额		
	08年1～11月	09年1～11月	增长率	08年1～11月	09年1～11月	增长率
医药整体	6561	7964	21.29	645	808	25.34
化学原料药	1605	1777	15.04	129	148	14.18
化学药制剂	1947	2466	20.66	223	274	23.22
中药饮片	329	431	25.57	21	29	39.38
中成药	1420	1699	22.89	144	181	25.44
生物制药	642	753	26.93	72	104	44.10
医疗器械	636	794	18.53	67	88	31.87

资料来源：中国医药经济信息网

表 2 医药制造业细分行业毛利率和销售利润率

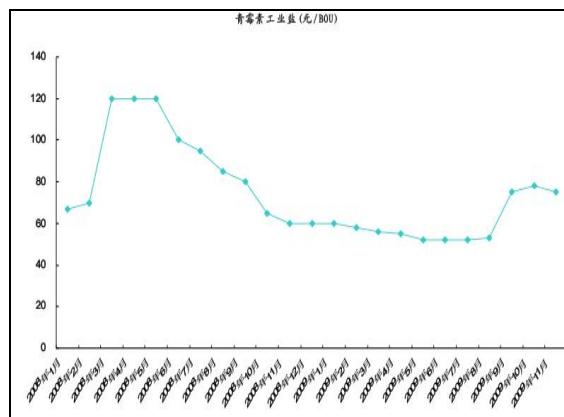
(单位：%，个百分点)

分类	毛利率			销售利润率		
	08年1～11月	09年1～11月	同比增减	08年1～11月	09年1～11月	同比增减
医药整体	30.69	30.67	-0.02	9.83	10.15	0.32
化学药制剂	39.55	37.74	-1.81	11.10	11.12	0.02
化学原料药	20.23	21.29	1.06	8.47	8.31	-0.16
中成药	37.22	36.86	-0.36	10.22	10.65	0.43
生物制药	28.17	30.63	2.46	11.97	13.82	1.85

资料来源：中国医药经济信息网

(1) 化学原料药行业

图 5 青霉素工业盐价格走势

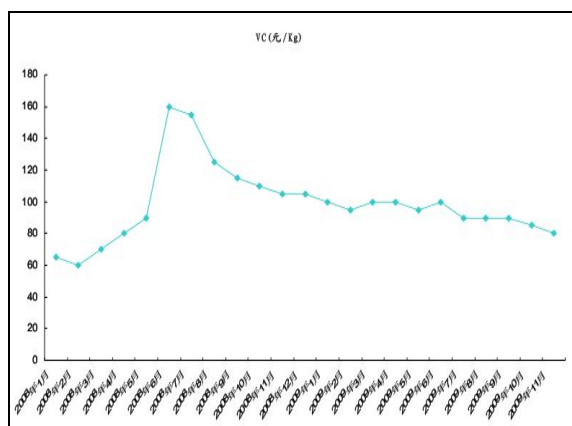


资料来源：健康网

随着国际上大量专利药的专利权到期，以及发达国家出于环保要求限制其化学原料药的生产，中国已成为原料药转移生产的主要受惠国，原料药产量与出口量均保持了快速增长，目前约占中国医药制造业生产总值的 20%。

中国化学原料药以维生素系列、青霉素系列、柠檬酸和其他特色原料药为主，在产能规模和生产工艺上优势明显。经过多年的低价竞争，众多中小型企业被淘汰出局，目前原料药行业集中度较高，但由于产品结构以低端为主，且产能过剩，行业收益性受国际市场波动影响明显，竞争激烈。

图 6 VC 价格走势



资料来源：健康网

在经历了 2007~2008 年的高景气度和价格高峰之后，2009 年化学原料药景气度有所回落。而随着经济的恢复，下游开工率明显提高，这也使得滞涨的原料药产品呈现行业景气度回暖的态势。其中青霉素工业盐从 2009 年 9 月初市场价格开始出现理性回归，开始拉动产品价格反弹，但由于产能严重过剩，出口量价双降。VC 在 2009 年表现良好，是少数没有受到金融危机冲击的行业，众多企业因而纷纷技改扩产，目前中国现存生产能力约为 12.7 万吨，加上近年来已建、在建和拟建的 8 万吨产能，预计 2012 年将超过 20 万吨，而目前全球消耗量仅为 10 万吨左右，未来将出现供远大于求的局面。

(2) 化学药制剂行业

随着国内医药经济的快速增长，目前中国

有能力生产的化学药品制剂共有 60 个剂型、4500 余个品种，产能居世界首位。近年来，化学药品制剂出口发展迅速，在国内医药市场复杂多变的形势下，对消化过剩产能、推动国内产业发展起到了积极作用。

在经历了 2007、2008 年的高速增长后，化学药制剂行业 2009 年的增长相对平稳。中国本土企业由于创新能力不强，产品主要集中在中低端，竞争非常激烈。据国家药监局统计，中国基本药物费用比重明显高于非基本药物。而随着基本药物目录为代表的国家药物政策的逐渐成型，中国通用名药品的发展将进入一个新阶段，未来化学药品制剂的需求量还将保持较快增长，疗效确切、价格低廉的国产普药及新药继续占有较大的市场份额，药品分类管理制度的实施将推动 OTC 药品进入快速发展阶段。预计到 2010 年非处方药市场将占到整个药品市场的 40~50%。但行业持续不断的调整势必难免，整个化学药品制剂行业在面临压力的同时也将会得到很大的发展机遇。

2. 行业关注

行业集中度低

表 3 2008 年度中国制药工业百强榜 20 强

1	哈药集团有限公司	11	中国同仁堂（集团）有限责任公司
2	石药集团有限公司	12	西安杨森制药有限公司
3	上海医药（集团）有限公司	13	步长制药集团
4	天津医药集团有限公司	14	北京医药集团有限责任公司
5	扬子江药业集团有限公司	15	东北制药集团有限责任公司
6	吉林修正药业集团股份有限公司	16	浙江医药股份有限公司
7	广州医药集团有限公司	17	杭州华东医药集团有限公司
8	华北制药集团有限责任公司	18	太极集团有限公司
9	天津金耀集团有限公司（天津药业集团有限公司）	19	齐鲁制药有限公司
10	拜耳先灵医药有限公司	20	上海罗氏制药有限公司

资料来源：SFDA 南方医药经济研究所

注：评选的统计指标口径为企业年度销售收入。

中国医药制造业存在一个显著特征是数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在 20 世纪 80 年代初期只有 800 余家，2009 年底则发展到 6500 余家。2006 年，中国医药行业百强企业整体销售规模占医药工业市场规模的比重仅为 32.92%，2009 年初步统计百强比重已上升至约 40%。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右，与全球医药巨头 400~500 亿美元的业绩相比差距甚远。造成中国医药产业集中度低的主要原因是制药企业的规模经济水平低，绝大部分制药企业由于市场份额、生产条件等限制根本不存在规模经济，整个行业呈粗放型发展的态势。中国的制药企业进行规模化生产的非常少，虽有一些如哈药集团有限公司、石药集团及华北制药集团有限责任公司等大型制药集团，但与世界级制药企业相比还有很大差距。总体看，中国医药生产企业数量众多，产能过剩，大部分企业名牌产品少，品种雷同现象普遍。

产品技术含量较低

中国大部分医药产品技术含量低，新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域，虽然中国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。对于中药产业，中国中药产品生产以传统工艺为主，企业按方剂生产传统中药，缺乏完善的质量标准，整体生产技术水平偏低，整体科研力量不足，质量不符合国际标准。生产中中药材质量不稳定，部分中药材重金属和农药残留量超标。中药工艺技术落后，使得中成药制剂水平较落后，从而中国中成药在国际市场上缺乏竞争力。从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主，企业游离于新药研发体系之外造成了难以将新的研发成果及时投入生产的弊端。中国制药行业以企业

机制尚未形成，研发投入不足，这些严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

融资渠道单一，产业发展资金不足

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

环境治理成本增加

医药行业是环保治理的 12 个重点行业之一，三废处理、环境保护的压力不断加大。中国大部分化学原料药生产能耗较大、环境污染严重、附加值较低。中药资源保护相关法规建设滞后，中药材的种植及生产方式较落后，缺乏必要的组织，没有形成一定的规模，生产种植过程中缺乏必要的市场信息引导，致使中药材的开发利用处于无序状态。一方面野生药材资源的过度开采，导致部分品种达到濒危的程度，甚至将要灭绝；另一方面因为盲目种植，导致大量积压，造成巨大的资源浪费。因此国家对于环境治理与调控会对医药制造行业造成较大的影响。

3. 未来发展

随着医改推进，政策效应将逐步显现

2009 年，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。上半年，国务院相继颁布了《关于深化医药卫生体制改革的意见》和《2009~2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》，标志着新医改方案取得重大突破；下半年，国家又围绕基本药物制度的制定和实施，出台了包括基本药物目录、医保目录和涉及定价、质量监督等一系列行业政策。

表 4 近几年中国原料药行业政策及 2009 年主要医改新政策汇总

类别	发布时间	国家部委	相关政策	政策描述	对行业的影响
近年原料药政策汇总	06 年 9 月	税务局	《调整出口退税政策》	维生素 A、维生素 E 出口退税率由 13% 调高为 17%。而维生素 C 和 B 族为 13%，青霉素为 15%。	重点鼓励脂溶性维生素技术创新、提高行业盈利水平。
	07 年 12 月	国务院	《外商投资产业指导目录（2007 年修订）》	限制外商在医药方面的投资的目录包括：维生素 B1、维生素 B2、维生素 C、维生素 E、多种维生素制剂和口服钙剂生产。	减少外企在中国建厂，外企调整产品策略，转产复合多维、食品添加剂。中国企业扩大了生存空间。
	08 年 8 月	环保部	《制药业环保新标准》	首个针对制药业制订的环保标准，严格程度超过美国。	环保成本增高，提高产业进入壁垒和行业集中度。
	08 年 11 月	工信部	《产业结构调整指导目录 2008 年本》（征求意见稿）	鼓励关键中间体开发生产，原料药清洁生产工艺开发，限制青霉素、维生素 C 原料项目。	鼓励创新、环保，限制低水平的重复建设。
	09 年 9 月	环保部	《国家环境保护标准-环境影响评价技术导则制药建设项目》（征求意见稿）	指导和规范制药建设项目环境影响评价工作。	制药业先治污后发展是趋势。
2009 年医改新政策	09 年 1 月 17 日	国务院、卫生部、国家发改委、国家工商总局等	《关于进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见》	要点包括：1、全面实行政府主导、以省为单位的网上药品集中采购；2、各省要制定药品集中采购目录，除基本药物和特殊药物外的其他处方药也要全部纳入集中采购范围；3、要建立科学药品采购评价办法，加大质量分权重。	规范药品采购工作，压缩医药流通环节。
	09 年 4 月 6 日和 4 月 7 日	国务院	《中共中央、国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》、《国务院关于印发医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009～2011 年）的通知》	要点包括：完善医药卫生四大体系，建立覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度；完善体制机制，保障医药卫生体系有效规范运转；着力抓好五项重点改革。	更加市场化，首次提出公共卫生服务的时间表和金额；明确三年短期目标。
	09 年 8 月 18 日	国务院	《国家基本药物目录（基层医疗机构配备使用部分）》、《关于建立国家基本药物制度的实施意见》	新版基本药物目录收录了 307 个品种，其中化学和生物药有 205 个品种，中成药共 102 个品种。	实施基本药物制度，利好独家品种生产企业。
	09 年 10 月 2 日	国家发改委	《国家基本药物零售指导价》	共涉及 2349 个具体剂型规格品；45% 药品降价，平均降幅 12%；独家品种降价幅度较小。	
	09 年 11 月 23 日	国家发改委	《改革药品和医疗服务价格形成机制的意见》	提高体现医务人员劳务价值的服务价格，降低大型设备诊疗价格；地方价格部门制定基本医疗保险中的非处方药（不含国家基本药）、地方增补的医保用药价格，其他实行市场调节价；政府定价按照通用名统一价格。	根据药品创新程度差别控制销售利润；引导仿制药有序生产和竞争；控制流通环节差价率。
	09 年 11 月 30 日	国家人力资源和社会保障部	《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2009 版）》	基本药物全部入选医保甲类，医保目录有所扩容，新增 271 个品种。	入选品种将显著受益。

资料来源：卫生部网站，联合资信整理

从短期看，2009～2011 年各级政府将共计投入 8500 亿元增量资金支持 5 项改革；2008 年政府医药卫生支出为 2722 亿元，预计三年复合增长率将达到 40% 以上，政府投入的加大将有效拉动未来医药医疗需求。从中期看，新医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐

步显现。原料药方面，国家无论从税收、产业结构调整、外商企业投资政策等各方面，均支持民族工业、鼓励创新。随着《制药业环保新标准》和《国家环境保护标准》的先后出台，预计未来原料药厂的环保成本将不断加大。

总体看，各项行业政策的出台和实施，使医药企业在研发、生产等各环节上的运作方式都面临重大调整，行业资源将进一步向优势企

业集中，行业进入门槛将提高，产业结构的调整优化将加快，对行业的未来发展将产生深远影响。

医药企业将加快并购整合

2009 年，国内外医药企业间都发生了一系列重组并购事件，预计未来这种兼并重组的态势将会延续。其推动因素主要有三个：一是中国医药企业集中度与发达国家相比，差距还非常大，随着龙头企业的做强做大，市场化因素必将推动其对外扩张；二是在政府推动下，国有医药资源在不断整合，并随之产生一定的协同效应；三是国有医药资产并购事件具有较强的示范效应（如国药和中生集团、上药集团、上实集团并购重组等），可能对其他中央和地方医药资产整合产生一定程度的推动。未来，在医改大的政策变革中，工、商企业通过并购重组，获得产品、品牌、技术、渠道等情况将更加普遍，未来规模化、专业化企业并存将是行业发展趋势。

表 5 2009 年国内外部分医药公司资产整合情况

	收购方(国别)	被收购方(国别)	交易金额	交易方式
国际	辉瑞公司(美国)	惠氏公司(美国)	680 亿美元	收购
	罗氏公司(瑞士)	基因泰克(美国)	468 亿美元	收购
	默克公司(美国)	先灵葆雅(美国)	411 亿美元	收购
国内	上海医药	上实医药、中西药业	95 亿元人民币	换股吸收合并
	仁和药业	江西航天泰力士药业	0.18 亿元人民币	收购
	仁和药业	药都仁和	2.19 亿元人民币	收购
	仁和药业	康美医药保健品公司	3.96 亿元人民币	收购
	现代制药	医工股份	0.53 亿元人民币	收购
	天坛生物	成都蓉生等资产	6.3 亿元人民币	定向增发、现金购买资产

资料来源：公司公告，SFDA 南方医药经济研究所

四、基础素质

1. 生产规模与竞争力

石药集团是集科、工、贸于一体的特大型制药企业，主要从事医药产品的开发、生产和销售。产品主要包括抗生素、维生素、心脑血管、解热镇痛、消化系统用药和呼吸系统用药等六大系列近千个品种，青霉素系列和维生素系列是主导产品。截至 2009 年底，石药集团维生素 C 年生产能力达 3 万吨，青霉素系列原料药年生产能力达 1.8 万吨，7-ACA 生产规模达 1600 吨/年，阿莫西林年生产能力达 6000 吨，咖啡因年生产能力达 8000 吨，生产能力均居世界第一位；制剂产品的年生产能力为粉针剂 30 亿支、片剂 200 亿片、胶囊 80 亿粒、软胶囊 10 亿粒。石药集团主导产品的产量和规模在全国均名列前茅，并已发展成为中国最大的“化学原料药生产基地”和“综合制剂生产基地”之一。目前石药集团有 30 个产品单品种销售过亿元，产品销售遍及全国和世界 60 多个国家和地区。

石药集团现有员工约 20000 人，拥有 30 余家子公司，分布在冀、晋、津、吉、辽及内蒙古等地。其中设在香港的控股子公司——香港中国制药集团有限公司（以下简称“中国制药”）是中国医药行业首家境外上市公司，是目前香港最大的制药上市公司之一，同时也是香港恒生红筹股指数成份股之一，连续两次被《福布斯》杂志评为全球亚洲区营业额 10 亿美元以下的 100 家优秀上市公司之一。2009 年 7 月，中国制药被评为“首届中国最具竞争力医药上市公司 20 强”。

在中国企业联合会和中国企业家协会联合举办的“2008 年中国企业 500 强”排序中，石药集团荣列中国制造业企业 500 强第 327 名，医药企业第 5 名；在国家食品药品监督管理局南方医药经济研究所评比的“2008 年中国制药工业百强榜”中，石药集团位列百强榜榜眼，在河北省入围的企业中排名第一。2009 年，石

药集团连续第二年实现销售收入过百亿元（未抵消数据），出口创汇达 4.5 亿美元，继续位列医药出口企业首位。

整体看，石药集团作为中国医药制造行业的龙头企业，以及国内规模最大的化学原料药生产基地和综合制剂生产基地，具有较高的市场份额和品牌认知度，以及较强的市场竞争力。

2. 研发与技术

在科研开发方面，公司下属石药集团药物研究院为国家级企业技术中心和国家 863 计划成果产业化基地，也是河北省制剂工程技术中心，内设博士后科研工作站。同时，通过与沈阳药科大学、军事医学科学院等单位合建研究室实现优势互补，公司形成了“自研为主、联合开发”的科研开发体系。近年来，石药集团先后研制开发了九十多种国家新药，涉及生物

技术、手性合成药物、脂质体、透皮制剂、分子微囊剂等多种领域。截至 2009 年底，石药集团已申请国家专利 214 项，已获得授权 124 项；其中发明专利申请 162 项，授权 67 项；PCT 国际专利申请 13 项，授权 5 项。其中具有自主知识产权的国家一类新药“恩必普”是脑卒中治疗领域的全球领先药物，是中国第三个拥有自主知识产权的国家一类新药，并在全球 86 个国家受到专利保护。2008 年，在国家“重大新药创制”科技重大专项申报中，石药集团拥有 1 个创新药物孵化基地、3 个创新药物研究开发技术平台和 6 个新药开发项目，成为行业内获得政策项目扶持最多的企业。2009 年，石药集团加大对科研创新的投入，累计完成研发项目 169 项，新技术和新成果应用增加效益 2.4 亿元，新产品增加毛利 2 亿元。

表 6 2009~2010 年公司药品认证情况

认证	截至 2009 年底通过的品种（名称）	2010 年预计申请的品种（名称）
COS	1、咖啡因、氰钴胺（厌氧）、维生素 C、盐酸雷尼替丁、茶碱、阿莫西林、盐酸曲马多、阿伦磷酸钠、氨茶碱、阿莫西林（中润内蒙） 2、氰钴胺（厌氧）通过 EDQM 现场检查	1、二羟丙茶碱、氨苄西林、阿莫西林、吡哌美辛、阿奇霉素、己酮可可碱、头孢克肟、头孢噻肟钠 2、咖啡因准备通过 EDQM 现场检查
FDA	青钾工业盐、酶法 7-ACA、工业盐法 6-APA、阿莫西林、化学法 7-ACA、6-APA（中润内蒙）、甲钴胺、青钾工业盐（中润内蒙）、氰钴胺（好氧）、咖啡因、盐酸曲马多、阿奇霉素、阿伦磷酸钠、茶碱、维生素 C	1、盐酸曲马多准备通过 FDA 现场检查。 2、可可碱、己酮可可碱、7-AVCA 取得 DMF 登记号
GMP	所有在产品种均通过 GMP	--

资料来源：公司提供

在产品质量方面，石药集团建立了完备的三级质量管理体系，所有药品都通过了 GMP 认证，所有下属企业都通过了 ISO9000、OHSAS18000 和 ISO14001 认证，产品市场检合格格率始终保持 100%。同时，为了摆脱在低端市场的恶性竞争，石药集团启动了多项国际认证及国际注册工作。截至 2009 年底，石药集团的维生素 C、咖啡因、雷尼替丁、茶碱等 10 个产品取得了欧盟 COS 证书，阿莫西林等 10 余个产品拥有美国 DMF 号，维生素 C、维生素 C 钠原料药和口服固体制剂已通过美国 FDA 现场检查，80 多个产品完成了在欧美、韩国、日本、俄罗斯等国家认证和注册，取得了进军欧

美等国外高端市场的通行证。

在研发投入方面，从表7可以看出，公司 2007~2009 年的研发投入逐年大幅上升，公司对科技研发重视程度越来越高。

表 7 2007~2009 年公司研发投入情况（单位：万元）

年度	2007 年	2008 年	2009 年
研发投入（万元）	32056	39116	49338
销售收入（万元）	553626	769246	776183
所占比例（%）	5.79%	5.08%	6.36%

资料来源：公司提供

注：销售收入数据为合并审计报告数据。

总体看，公司具有国家级药物研究院和先进的研发平台，生产工艺优良，质量体系完善，

药品附加值不断提高，研发水平处于国内领先地位。

3. 人力资源

公司董事会及监事会成员 10 人，均具有大学及以上学历，同时具有多年医药行业的管理经历，管理团队整体素质高。

公司董事长、首席执行官蔡东晨先生，1953 年出生，研究生学历，正高级工程师，历任原石家庄地区牧工商公司副经理、河北制药（集团）有限公司董事长兼总裁，自 1997 年至今担任公司董事长及首席执行官。蔡东晨先生现为第十一届全国人大代表、中国抗生素产业技术创新战略联盟第一届理事会理事长、河北省青年联合会委员、中华医学会河北分会常务理事，还兼任中国药学会理事、河北省药学会常务理事、石家庄市工商联会常务理事、中国非处方药协会常务理事、中国医药企业管理协会理事等社会职务，先后被评为“全国劳动模范”、“河北省优秀企业家”、“中国医药十大杰出企业家”、“河北省优秀专业技术人才”等荣誉称号。2009 年，蔡东晨先生入选“中国医药 60 年风云人物”，并当选“新中国成立以来河北省最具影响力劳模”。

公司董事、总会计师潘卫东先生，1969 年出生，EMBA 学历，历任河北制药集团有限公司财务部会计、财务部副经理、财务部经理、总经理助理兼财务部经理，石药集团中诺公司总经理助理兼财务部经理，2002 年 12 月起历任集团公司财务部副总监，财务部总监、董事、总会计师、董事兼董事会秘书，高级副总裁、首席财务官。

截至 2009 年底，公司员工共计 20934 人，按岗位构成划分，管理人员占 8.21%、研发人员占 2.66%、生产人员占 77.45%、销售人员占 11.68%；按学历划分，本科及以上学历占 14.95%、大专学历占 30.89%、高中及中专学历占 36.54%、初中及以下学历占 17.62%；按年龄划分，30 岁及以下占 48.70%、30-50 岁占

50.30%、50 岁及以上占 1.00%。

总体看来，公司高管专业素质高，管理经验丰富；公司员工以生产人员为主，岗位配置合理，整体文化素质较高，符合医药生产企业特点。

4. 股东支持

公司控股股东及实际控制人联想控股成立于 1984 年 11 月 1 日，注册资本 66086.0399 万元。2009 年，联想控股综合营业额 1064 亿元，同比下降 7.64%，总资产 878 亿元，同比增长 36.34%，联想控股员工总数约 3 万人。

联想控股拥有联想集团有限公司、神州数码控股有限公司、联想投资有限公司、北京融科智地房地产开发有限公司、弘毅投资五家子公司，涉及 IT、投资、地产三大领域。

2007 年 6 月，石家庄市国有资产监督管理委员会与联想控股有限公司（以下简称“联想控股”）签订了《国有产权转让合同书》，以协议方式转让石药集团 100%国有产权。2008 年 10 月 29 日，联想控股对石药集团 100%股权进行公开挂牌转让，挂牌转让价格为 63150 万元，挂牌期满日期为 2008 年 11 月 25 日。挂牌期满后，联想控股旗下海外公司卓择有限公司（Massive Top Limited）是接盘者。2009 年 7 月 23 日，商务部批复，同意石药集团变更为外商投资企业。2009 年 12 月 15 日，石药集团股东正式变更为卓择有限公司，并变更了工商营业执照。石药集团实际控制人仍是联想控股。根据石家庄市国资委与联想控股于 2007 年 6 月签订的国有产权转让合同，联想控股承诺其持有石药集团股权在收购完成后五年内不恶意套现退出，因此，此次股权转让只是联想控股的内部经济行为，不会影响到石药集团的正常运作和独立经营。联想控股对石药集团的股权方面没有质押的情况。

联想控股入主石药集团后，承诺在未来五年内保持公司现有管理层的基本稳定，目前联想控股方面主要从担保资源、资金安排对石药

集团进行了一些支持。包括相关业务单位互保关系的介绍、外资银行业务的介绍、有关营销业务人员的介绍等，目前联想控股方面并未实质性的介入石药集团的日常经营管理，石药集团在资产、人员、机构、财务、业务经营方面与其保持独立。

5. 外部环境

河北省石家庄市是中国最主要的医药工业基地之一，被誉为“药都”。2005 年，石家庄市被商务部、国家发改委分别认定为“国家医药出口基地”、“首批国家生物产业基地”。医药行业是石家庄市的优势产业，也是重点发展的五大主导支柱产业之一。石家庄市政府先后出台了《石家庄“药都”建设总体规划》、《石家庄市国家生物产业基地总体发展规划》、《石家庄市医药产业“十一五”专项发展规划》和《石家庄市医药产业发展政策》等一系列政策文件，为医药产业发展提供了有力支撑。为扶持和发展优势骨干企业，石家庄实施了“5+3”工业带动战略，重点扶持列入全市工业 50 强和 30 家后备企业范围的医药企业，在改组转制、技术改造、建设用地、金融、税务、商检、海关、保险等方面，实施一揽子打包、跟踪式服务。

经过多年发展，石家庄市已形成较为完善的医药产业链支撑体系，以生物医药、绿色中药、新型制剂、植物提取物及其制品为特色的新医药格局逐步显现。目前，石家庄市有制药工业企业 124 家，其中华北制药集团、石药集团、河北威远集团三大集团均为中国大型制药企业，华曙制药厂、石家庄神威药业、石家庄华龙药业、科迪药业、以岭药业等也已成为具有一定生产规模和市场份额的特色制药企业。目前，石家庄市拥有国家级驰名医药品牌 8 个，省级名牌产品 49 个，形成了“华北”、“石药”、“CSPC”、“神威”、“以岭”等一系列在国内外具有影响力的自主品牌。

此外，石家庄市药品流通市场十分发达，有著名的药材市场和乐仁堂连锁店。加之石家

庄是河北省会，交通发达，信息畅通，毗邻京津，地理位置十分优越。根据市政府未来十年的发展规划，石家庄还将成立“药博园”和“医药物流中心”，产业链将进一步完善。

公司作为石家庄市医药行业龙头企业之一，主要产品被纳入石家庄市医药业发展框架，外部环境有利于公司的长期发展。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司依据《中华人民共和国外资企业法》及其实施细则和中国其他相关法律法规的规定设立董事会和监事会。公司为 Massive Top Limited（卓择有限公司）的全资子公司，由卓择有限公司行使《公司法》规定的各项股东权力，董事会是执行机构，监事会为公司的内部监督机构，总经理负责公司的日常经营与管理工作。目前公司董事会成员 7 人，其中董事长 1 人，未设独立董事；监事会成员 3 人，无职工代表。作为外资企业，公司的法人治理结构基本完善。

2009 年底，石药集团实施了自成立以来最大规模的机构战略调整，成立了四大事业部（抗生素原料药事业部、成药事业部、营养保健品事业部和抗肿瘤药事业部），同时在总部成立了七大专业支持系统（财务系统、制造管理系统、质量研发系统、企划系统、战略拓展系统、市场系统和行政管理系统），各系统旗下共配备 26 个职能部门（见附件 1）。此次机构调整使各部门分工更加明确、更加匹配企业的战略目标，有利于促进集团内资源的有效共享及核心竞争力的提升。

2. 管理机制

公司本部作为集团的控制中心，对控股子公司的财务、人事、药品质量等具有很强的控制力，并建立了相应的管理制度。

在母子公司管控方面，公司形成了以集团

本部为决策管理中心、各子公司为利润中心、生产单位为成本控制中心的管理模式。同时企业的整体运作上，围绕石药集团的整体发展目标，建立了统一的预算体系和三级考核体系。

财务管理方面，公司制定了完善的财务制度，并通过定期和不定期审计对其执行情况进行监督；资金筹措方面，通常由集团统一与金融机构协调授信；公司针对医药行业的特点制定了销售与收款管理制度，以加强应收账款的风险管理。

在药品质量控制方面，公司按照欧美药品生产的质量体系标准，实现了从集团到子公司全过程的垂直管理，目前已形成三级质量管理体系，即集团、子公司、车间三个层级。质量采购部是全集团公司的质量管理部门，推行 GMP 标准及 ISO9000 系列标准，体现全面质量管理；各子公司分设质量检验控制和质量监督保证两大模块，质量检验控制主要按照原辅材料、包装材料和成品的质量标准进行检验，判断合格与否，保证不合格产品不发放、不合格物料不流入生产环节，同时负责产品稳定性研究、杂质分析、留样观察和分析方法验证等；质量监督保证主要负责对整个生产活动进行质量监督控制，及变更控制、偏差管理、产品质量年度回顾等。车间质量主任、技术主任和车间技术员构成了质管体系的第三级，其职能除了生产之外，同时承担质量责任。

在人力资源管理方面，公司引入竞争机制，推行干部竞聘制；在分配制度上，公司建立了一套量化、合理的绩效评估体系，形成了以岗位工资为主，津补贴和年终奖为辅的动态薪酬福利制度。同时也充分体现了向技术人员倾斜的政策，科研技术部门实行按科研项目计酬，同时还设立有产品开发、产品质量等重大技术奖励。

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

六、经营分析

1. 经营现状

生产经营

公司以大宗原料药和制剂药的生产销售为主营业务。目前主要从事抗生素、维生素、心脑血管、解热镇痛、消化系统用药等几大系列近千个品种的生产和销售。2007~2008 年，医药行业景气度高企，公司营业收入实现高速增长；2009 年，受国际金融危机蔓延、国内经济放缓、原料药拉低行业增速等影响，公司收入规模增速放缓。2007~2010 年 1 季度，公司实现营业收入分别为 55.36 亿元、76.92 亿元、77.62 亿元和 21.60 亿元（合并口径，已内部抵消）。

从收入构成看，公司营业收入仍以原料药为主，历年占比均在 50%以上，但其占比正在逐年降低；其中维生素 C 系列产品和青霉素系列对收入贡献最大，头孢菌素系列收入占比有所回升。随着公司大力发展制剂药战略转型的推进，公司制剂药业务规模逐步扩大，收入占比由 2007 年的 24.76% 上升到 2009 年的 36.90%。

从毛利率看，受金融危机引起的出口萎缩、需求下降等影响，2008 年下半年以来青霉素工业盐等青霉素系列原料药价格不断降低，公司青霉素系列产品毛利率由 2007 年的 41.03% 大幅下降至 2009 年的 7.91%；维生素 C 系列是 2009 年原料药中价格相对稳定的产品，广泛应用于医药、食品、饲料及保健品中，是公司毛利率最高的产品，也是公司利润的主要贡献者。随着新成药的不断推出和工艺流程的改进，公司制剂产品附加值不断提高，2009 年毛利率已上升至 33.77%，但仍略低于制剂药子行业的平均水平。2010 年 1 季度，受国内外厂家年初备货生产等原因，青霉素工业盐和头孢菌素成交量有所放大，价格小幅上扬，毛利率分别大幅上升至 13.96% 和 28.91%。

公司正在推进制剂药的战略转型，计划在未来 1~2 年，实现原料药与制剂产品销售比为

1: 1 的产品结构。预计未来一段时间, 公司以三大系列原料药和制剂药的生产和销售为主营业务的格局不会改变, 制剂药对公司收入和利润的贡献将会进一步提高。

表 8 公司营业收入构成及毛利率

类别		2007 年			2008 年		
		营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率
原料药	青霉素系列	151418	27.35%	41.03%	164148	21.34%	31.43%
	头孢菌素系列	71888	12.98%	7.77%	61716	8.02%	6.94%
	维生素 C 系列	103204	18.64%	33.14%	193214	25.12%	60.65%
制剂药 (成药)		137090	24.76%	21.36%	242643	31.54%	26.39%
其他		90026	16.26%	26.02%	107525	13.98%	21.84%
合计		553626	100.00%	27.93%	769246	100.00%	33.87%
类别		2009 年			2010 年 1 季度		
		营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率
原料药	青霉素系列	127471	16.42%	7.91%	41977	19.44%	13.96%
	头孢菌素系列	87664	11.29%	12.78%	31941	14.79%	28.91%
	维生素 C 系列	196222	25.28%	64.13%	45729	21.17%	59.86%
制剂药 (成药)		286411	36.90%	33.77%	77622	35.94%	33.11%
其他		78415	10.10%	34.69%	18700	8.66%	32.03%
合计		776183	100.00%	34.92%	215969	100.00%	34.34%

资料来源: 公司提供

原料药

公司原料药制造主要包括维生素 C (以维生素 C-Ca, 维生素 C-Na 和维生素 C 颗粒为主)、青霉素系列 (青霉素工业盐和阿莫西林等) 和头孢菌素 (7-ACA 和头孢唑啉钠等) 三大系列, 其中 1/3 用于集团内制剂公司自用, 1/3 用于国内市场销售, 1/3 用于出口。

从生产能力看, 2009 年公司维生素 C 年生产能力达 3 万吨, 青霉素系列原料药年生产能力达 1.8 万吨, 咖啡因年生产能力达 8000 吨, 生产能力均居世界第一位。

从产销情况看, 尽管国内青霉素工业盐产

能严重过剩、价格大幅降低, 但随着公司节能降耗和技改项目的实施, 公司青霉素工业盐产销率和市场占有率均保持了逐年上升态势。除 7-ACA 外, 公司其余主要原料药产品 (阿莫西林、VC、VB12 等) 的产销率均保持在 98% 以上。

从产品年均售价看, 2007~2009 年原料药价格整体呈下降趋势, 以 2009 年降价幅度较为明显, 这也是导致 2009 年公司销售额下降的主要原因。另外, 公司原料药有 30% 以上用于出口, 而原料药在出口竞争中主要依靠价格优势占据市场, 抵抗市场风险能力相对较弱。

表 9 2009 年~2010 年 1 季度主要原料药公司财务指标 (单位: 万元)

公司	主要产品	2009 年			2010 年 1 季度		
		营业收入	总资产	净资产	营业收入	总资产	净资产
河北中润	青霉素系列、头孢系列、酶系列和碳氢烯类	175644	220708	91608	50329	242164	94199
中润内蒙	青霉素类产品	120487	155851	49530	25135	160885	55235
维生	维生素 C 及其系列产品	196597	297594	198743	45849	301481	208377
新诺威	黄嘌呤系列产品 (咖啡因、茶碱等)	41414	33187	21513	10871	34421	23057

资料来源: 公司提供

从下属企业经营看，公司原料药生产主要依托中国制药下属子公司进行运营，其中石药集团维生药业（石家庄）有限公司和石药集团河北中润制药有限公司是公司收入和利润的主要贡献者。公司还拥有全资子公司石家庄制药集团新诺威制药有限公司，是中国四大咖啡因生产基地之一，也是百事可乐、可口可乐、红牛三大国际饮料公司的全球供应商。

制剂药

根据公司逐步向制剂药转型的战略规划，依托原料药的成本优势，公司已开发出多样化的制剂药品品种系列，拥有化学制剂药品近千个品种，拥有“恩必普”、“欧意”、“维宏”、“固

邦”等知名品牌，产品覆盖片剂、胶囊、水针剂、冻干粉针、颗粒剂、输液制剂等多个系列品种，代表产品有阿莫西林胶囊、头孢曲松钠、青霉素钠、头孢唑啉钠、恩必普等，具有较高的知名度及市场占有率。

2009年底，公司年生产能力达到粉针剂30亿支、片剂200亿片、胶囊80亿粒、软胶囊10亿粒。公司制剂药的生产能力、技术水平等实力均处于国内医药生产企业前列。2009年11月底，2009年版国家医保目录发布后，石药集团共有143个品种进入国家医保目录，其中甲类产品77种，乙类产品66种。其中公司原创国家一类新药恩必普（丁苯钛）进入国家医保目录，这将大幅扩大恩必普的国内市场空间。

表10 2009年~2010年1季度主要制剂药公司财务指标（单位：万元）

公司	主要产品	2009年			2010年1季度		
		营业收入	总资产	净资产	营业收入	总资产	净资产
中诺	抗生素制剂	186577	137528	63478	48898	197843	71636
欧意	半合抗系列、解热镇痛系列、心脑血管系列、代谢类药物系列等四大系列	78895	70231	21434	26586	69939	26154
恩必普	心脑血管系统用药及抗病毒药物	11074	21444	10090	2980	22503	10298

资料来源：公司提供

从下属企业经营看，公司主要从事制剂药生产的企业为中国制药下属子公司石药集团中诺药业（石家庄）有限公司，以及2008年新合并的石药集团欧意药业有限公司（其中包含全资子公司石药集团恩必普药业（石家庄）有限公司）。2009年，公司还并购了石药信汇（天津）医药科技有限公司、山西银湖制药有限责任公司和大连远大制药有限公司。并购上述三家公司后，有助于弥补公司在中间体、中药注射剂和大输液方面的不足，并首次进入抗肿瘤专利药物领域。联合资信认为，收购其他制药公司丰富了公司的药品品种和剂型，优化了公司的产品结构，进一步提高了公司在制剂药领域的生产规模和研发实力。

主要原料采购

从采购政策看，公司重点原材料的采购与供应分别由各子公司独立进行，但由公司本部

的策略采购部对原材料的质量及采购价格等情况进行监督与管理。在供应商的筛选方面，各公司在选择供应商之前，要执行严格的质量采购审计程序，即由各公司的质量管理及生产部门先行对供应商的资质、现场生产情况、产品质量等情况进行审计，对于符合审计标准的供应商，由采购部门对其进行招标比价，在此基础上，方可签订相关的原材料采购合同。策略采购部定期、不定期的组织联合审计人员，对供应商及所提供的原材料进行审计抽查。严格的质量采购招标审计与管理制度，保证了公司采购质量的最优化及价格最低化。

从产品种类看，公司所需原材料主要包括农副产品、石油化工产品、基础化工产品、精细化工产品以及成药制造所需的包装材料等。一般农副产品占生产成本的比重约为40%，比重较大；石油化工产品占30%左右，对生产成

本影响也较为重要，这类产品价格易受国际原油价格的影响而波动较大；电力、蒸汽等燃料动力费用占生产成本的 5%~10%左右，2009

年 11 月全国电价的上调将增加公司的成本费用支出。

表 11 公司主要原材料采购量和采购价格

主要原材料名称	采购量			平均采购价格		
	2007 年	2008 年	2009 年	2007 年	2008 年	2009 年
液糖	86912.50	109222.46	79704.46	1711.61	1687.44	1604.77
山梨醇	42675.00	59979.71	48597.03	2904.55	3124.20	2844.29
豆油	16293.12	12939.90	12383.94	8309.20	10507.32	7218.57
玉米	--	106675.57	124684.16	--	1555.36	1513.23
头孢曲松钠	87461.94	150072.72	156637.30	921.88	867.05	875.46

注：头孢曲松的价格单位是元/kg，采购量单位是 kg，其余采购价格单位是元/吨，采购量单位是吨。

资料来源：公司提供

表 12 2009 年公司主要原材料供应商

液糖		
供应商名称	金额（万元）	占比（%）
内部采购	39018.69	64.81%
赵县兴柏淀粉糖业有限责任公司	18250.9	30.32%
合计	57269.59	95.13%
豆油		
供应商名称	金额（万元）	占比（%）
山东香驰粮油有限公司	37208.3	70.84%
秦皇岛金海粮油工业有限公司	14556.7	27.71%
河北省油脂储备库	388.51	0.74%
合计	52153.6	99.29%
山梨醇		
供应商名称	金额（万元）	占比（%）
山东天力药业有限公司	20130.25	53.78%
河北赵州利民淀粉企业集团总公司	14752.9	39.41%
利达（柳州）化工有限公司	2271.84	6.07%
合计	37154.99	99.26%

资料来源：公司提供

原料药方面，青霉素系列及头孢菌素系列产品的上游原材料大体相似，主要为以液糖、豆油为代表的农副产品和以丁醇及丙酮等液体类石化产品为代表石油化工产品；维生素 C 系列主要原材料为山梨醇、碳酸钠和甲醇等。农副产品和石油化工价格在 2008 年有所上升，从 2008 年 4 季度开始受到金融危机的影响，原料价格开始回落，2009 年已低于 2007 年平均水平。从未来发展看，近几年国家为了保护农民种粮的积极性，提高农民收入水平，先后出台多项惠农利农政策，连续提高玉米、小麦、大豆等粮食品种的收购价格，预计未来两年内液糖、

山梨醇、淀粉、葡萄糖、豆油等主要农副产品价格会呈现周期性波动，总体保持稳中有升的趋势。由表 12 可知，由于平均采购价格下降，2009 年公司适当缩小了采购规模和国货规模，另外技改项目的实施也节省了部分用料。从采购集中度来看，2009 年液糖、豆油、山梨醇前 3 名供应商的采购金额合计占该原料采购金额的比重分别为 95.13%、99.29%和 99.26%，集中度非常高。由于公司生产规模较大，尤其是原料药对原料供应依赖性强，原料供应量和价格变化对公司生产和成本影响较大。对此公司一方面对多个供应商比价采购，并与大的供应商之间签订常年供应协议，从而有效地稳定供应、平抑价格；另一方面，公司对各原料市场价格长年跟踪，通过对市场的预测分析在低价时提前囤货、锁定成本。

制剂药方面，制剂成药的原材料主要是原料药，包括头孢哌酮舒巴坦钠、头孢拉定、哌拉他唑巴坦钠、头孢他啶、阿莫西林克拉维酸钾等，公司本身作为国内重要的原料药供应商，可以满足自身部分原料药的需求，其他主要供应商为哈药集团、齐鲁制药等国内知名大型医药企业。制剂成药原料药的供应价格总体平稳，波动幅度不大，这主要同国内主要原料药的供应比较稳定有关。

总体看，未来玉米、液糖等农副产品价格和电价等燃料动力价格的上涨将增加公司成本

费用支出，挤压公司利润空间，对公司盈利水平形成一定负面影响。

产品销售体系和定价策略

公司目前的主导品种分为原料药和制剂药，由公司本部品牌市场部在销售组织、品牌推广等策略方面进行指导和监督，下属各公司主要负责具体经营层面的市场运作。这种扁平式的销售管理体系，保证了集团总体销售战略的实现。

原料药方面，维生药业主要负责维生素 C 系列、新诺威药业主要负责咖啡因系列的产品销售，均有自己独立的销售部门进行管理，其定价策略依据的是产品的市场供求关系；抗生素产品除准新药及 OTC 产品外，其他产品的定价主要是随行就市，在国家限定价格之内，根据市场供需情况确定相应的价格；而准新药及 OTC 产品，由于其产品的特点是毛利较高，故主要采用的是自主灵活定价的策略。

制剂成药方面，公司有两个专业的公司进行新药类产品的销售，分别是恩必普公司负责国家一类新药丁苯酞的销售管理，定价方式为自主定价；欧意药业负责“欧意、维宏、玄宁、奇迈特、固邦”等新药品牌产品的销售，定价方式为在国家限定的价格内自主定价。经过多年的营销与积累，公司欧意、维宏、玄宁、固邦、头孢拉定、头孢氨苄、诺氟沙星等产品的市场占有率居全国同类品种前列。未来几年，公司将继续加强大品种制剂药的销售力度，扩大核心产品优势。

国内销售方面，截至 2009 年底，公司已在全国 31 个省、市、自治区设立了 80 多个分销机构，目前公司已拥有覆盖全国 4 万多家大型药店 OTC 终端营销网络、重点城市的医院营销网络、代理营销网络、新农合市场和商业渠道网络和原料药销售网络。另外，石药集团与乐仁堂医药集团股份有限公司（以下简称“乐仁堂集团”）于 2009 年 11 月联合成立了石药乐仁堂医药物流有限公司（公司持股 50%，以下简称“物流中心”）。乐仁堂集团是河北省规模最

大、市场占有率最高、批零兼营的大型医药商业企业集团，2008 年在全国医药商业百强排名中位居第 15 位。该项目为河北省重点产业支撑项目、省级物流中心。项目分两期：一期工程总投资 5 亿元，占地面积 270 亩，2010 年 10 月投入运营；二期工程总投资 3 亿元，2011 年前后开始建设。联合资信认为，物流中心的成立是河北省医药生产企业与流通企业的一次优势互补，有利于石药集团形成有效的药品经销网络和配送体系，从而达到扩大营销规模、加快药品流通速度、完善产业链、提高竞争力的战略目标。

国际销售方面，除各子公司的自身的外贸业务外，公司还拥有外贸进出口公司的境外贸易网络，产品远销欧洲、北美、日本、东南亚、非洲等世界 60 多个国家和地区，并与德国、日本、西班牙、瑞士、丹麦、意大利、印度、古巴等 50 多个国家和地区的医药企业建立了稳定的业务和技术合作关系，还在美国、欧洲和东南亚设立了自己的销售公司。2007~2009 年，公司外贸出口额分别达到 3 亿美元、4.4 亿美元和 4.5 亿美元，连续三年位列全国医药制造企业出口额首位。2010 年 1 季度，公司外贸出口额为 1.14 亿美元。

总体看，公司营销网络较为健全，核心药品的市场占有率和出口量居于同类公司前列。但也要注意，国际金融危机引起的出口萎缩、药品的反倾销调查和人民币升值等对公司盈利水平产生了一定负面影响。

经营效率

2007 年~2009 年，受金融危机引起的需求萎缩等影响，公司销售债权周转次数和存货周转次数波动下降，2009 年分别为 5.24 次和 4.11 次。2009 年公司总资产的周转次数为 0.85 次，主要是技改完成项目和新转入固定资产的项目的经济效益待显现。总体来看，公司经营效率尚可。

2. 未来发展

2009 年底，公司实施了成立以来最大规模的组织机构调整，目的是为了为了更好的实现最新确立的战略发展目标：2015 年实现销售收入翻一番，达到 200 亿元（集团全口径），2020 年达到销售收入 500 亿元，实现十年内翻两番的目标。

（1）投资规划

未来公司将大力发展高新技术，延长产业

链，在加强原料药行业地位及促进产业升级的基础上，加快向制剂药的战略转型和产品结构的调整。

根据公司未来投资计划，公司资本支出规模较大，主要集中在2010年~2012年。从资金筹措看，公司将通过自有资金和债务融资为主。2010年公司还计划通过发行公司债券、中期票据等满足投资支出和运营资金的需要。综合分析，公司目前在建项目较多，投资规模较大，对外融资需求加大。

表 13 公司未来三年投资计划

序号	项目名称	项目内容	承建公司	总投资额（万元）	截至 2009 年底已投资额（万元）	未来计划投资额（万元）		
						2010 年	2011 年	2012 年
1	特色原料药生产中心（欧意）	（1）建设四个符合国际标准的新型药物制剂生产中心。 （2）建设八条符合国际标准的特色新药原料药生产线。	欧意	38000	1313	5000	22000	9687
2	集团研发中心项目	新建研发中心、新药筛选中心、工程研究中心。形成集团新产品新技术孵化器。	维生	60000	100	21000	15000	23900
3	软包装大容量注射剂产业化项目	石药银湖制药有限公司在盐湖工业园区新征地内投资新建玻璃瓶、塑料瓶、软袋大容量注射液生产线，年产玻璃瓶大容量注射剂 1 亿瓶、塑料瓶大容量注射剂 1 亿瓶、软袋大容量注射剂 5000 万袋。	银湖	55000	580	25000	18000	11420
4	无菌头孢原料药产业化	未来项目建成后以生产无菌头孢原料药为主，设计生产能力为 600 吨，主要用于生产头孢噻肟钠、头孢吡肟（四代头孢）、头孢克肟、头孢呋辛钠。	中润	20000	9600	10000	400	--
5	GCLE 新型头孢产品生产线	GCLE 及其下游新型头孢产品生产线，项目规模 500 吨/年。	内蒙信汇	25000	2666	12000	5000	5334
6	降钙素生产线	新建符合国际认证标准年产 5000 万支重组鲑鱼降钙素原料及制剂生产线	优金	11000	2480	7000	1520	--
7	脂质体纳米抗肿瘤药物项目	新建符合国际认证标准年产万支纳米脂质体生产线。	新业务	45000	0	5000	15000	25000
8	其他固定资产投资	--	--	40000	--	15000	15000	10000
	合计		--	294000	16739	100000	91920	85341

资料来源：公司提供

（2）经营预测

表 14 为公司提供的未来五年主要经营数据预测情况。

公司预测依据如下：根据现有在建项目及预计投资项目的测算，预计2010年~2012年为投资支出高峰期，之后在建项目将陆续完工投产，投资和筹资压力均会减小。根据2009年实

际生产经营情况，预计未来销售收入、利润总额每年将有15%的增长；因公司多数企业均执行高新技术企业10%的优惠所得税率，所以综合所得税率按16.2%预测；按照每年新增约10亿元资产粗略计算每年折旧额增加3000万元；预计摊销按照年15%增长率递增；预计利息支出按照年10%增长率递增；少数股东权益、所

所有者权益按照中国制药每年分红20%后的剩余所得累加；预计资产总额按照石药净利润剔除每年向中国制药小股东分红(不包含母公司分红)后的盈余增加的资产总额。

从主要指标来看，投资峰值过后，公司债务压力将逐年减小，资产负债率和全部债务资本化比率均会下降。随着公司加大制剂药投入

和提高产品附加值，公司净资产收益率将继续保持较高水平。

联合资信认为，公司对未来经营情况的预测与其投资规划基本吻合，但其预测结果基于较高的行业景气度和投资项目建设能够顺利实施基础之上。

表 14 未来五年公司经营情况预测

项 目 (万元)	2009 年实际	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E	2014 年 E
计划投资	116157	100000	91920	85341	30000	20000
预计销售收入	776183	892610	1026502	1180477	1357549	1561181
预计利润总额	109329	125728	144587	166275	191217	219899
预计净利润	91611	105353	121155	139329	160228	184262
预计折旧	45255	48255	51255	54255	57255	60255
预计摊销	3152	3624	4168	4793	5512	6339
预计利息支出	9946	10941	12035	13238	14562	16018
预计短期债务余额	231360	130000	136500	143325	150491	158016
预计长期债务余额	100899	200000	210000	220500	231525	243101
预计少数股东权益	226193	266826	313553	367289	429086	500152
预计所有者权益	383533	448253	522681	608274	706705	819901
预计资产总额	984107	1048827	1123255	1208848	1307279	1420475
指 标	2009 年实际	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E	2014 年 E
资产负债率 (%)	61.02	57.26	53.47	49.68	45.94	42.28
全部债务资本化比率 (%)	46.42	42.40	39.87	37.43	35.09	32.85
EBITDA 利息倍数 (倍)	16.86	17.23	17.62	18.02	18.44	18.89
全部债务/EBITDA (倍)	1.98	1.75	1.63	1.53	1.42	1.33
净资产收益率 (%)	23.89	23.50	23.18	22.91	22.67	22.47

资料来源：公司资料

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2007~2009 年三年连审的财务报告已经中兴财光华会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司按照财政部 2006 年 2 月颁布的《企业会计准则—基本准则》和 38 项具体会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定（统称企业会计准则）编制，2010 年度 1 季度报表已经审计。

截至 2009 年底，公司资产总额为 98.41 亿元，所有者权益合计为 38.35 亿元（其中包含少数股东权益 22.62 亿元。2009 年实现营业收入

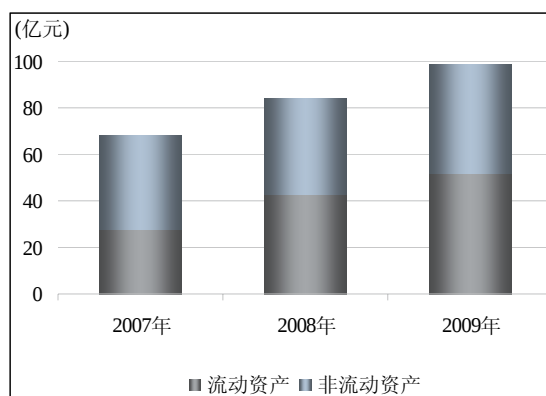
入合计 77.62 亿元，利润总额 10.93 亿元。

截至 2010 年 3 月底，公司（合并）资产总额 97.12 亿元，所有者权益 40.44 亿元（含少数股东权益 23.71 亿元）；2010 年 1~3 月，公司实现营业收入 21.60 亿元，利润总额 2.82 亿元。

2. 资产质量

2007年~2009年，公司资产规模保持较快增长态势，年均增长19.95%，主要是受货币资金、应收票据和在建工程的增加所致。截至2009年底，公司合并资产总额98.41亿元，其中流动资产占52.72%，非流动资产占47.28%。

图7 2007年~2009年总资产规模与结构

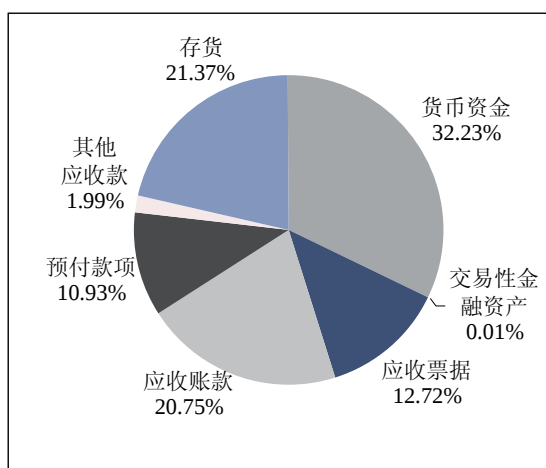


资料来源：公司审计报告

流动资产

2007~2009年，公司流动资产规模迅速增长，年均增速为37.01%，且占总资产的比重逐步上升。截至2009年底，公司流动资产为51.88亿元，主要来自货币资金、应收票据和预付款项的增长。公司流动资产以货币资金（32.23%）、存货（21.37%）、应收账款（20.75%）、应收票据（12.72%）和预付款项（10.93%）为主。

图8 2009年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2007~2009年，随着公司营业收入的增长和经营性现金净流入的增加，以及2008年公司4亿元短期融资券的成功发行，公司货币资金规模保持快速增长，年均增长82.68%。截至2009年底，公司货币资金16.72亿元，主要以银行存款（占比98.44%）为主。

2007~2009年，公司应收票据规模增长较快，年均增长55.74%。2009年底，公司应收票据6.60亿元，全部为银行承兑汇票。

2007~2009年，公司应收账款规模保持稳步增长，年均增长21.04%。2009年底，公司应收账款余额10.78亿元，账龄在1年以内的占到98.95%，应收账款账龄较短。

2007~2009年，公司预付款项呈快速增长态势，年均增速为59.13%。截至2009年底，公司预付款项为5.67亿元，账龄在1年以内的占81.21%，1~2年占4.07%，2~3年主要占0.63%，3年以上占14.09%，欠款前五单位预付款项总额占期末预付款项总额的18.80%，基本上均为采购原材料款项。

表15 2009年公司预付款项前五名欠款单位

（单位：万元）

单位名称	期末金额	款项内容
石家庄供电公司桥东电费	3470.69	预付电费
内蒙古自治区粮油调运结算中心	3426.50	预付采购玉米款
三达膜科技（新加坡）有限公司	1682.56	预付膜过滤设备款
台州市一铭医药化工有限公司	1132.55	预付采购美罗培南侧链款
秦皇岛金海粮油工业有限公司	945.76	预付豆油款
合计	10658.07	--

资料来源：公司财务报表

2007~2009年，公司存货增长较为稳定，年均增速为10.79%，主要是公司业务扩张导致的原材料及在产品增加。截至2009年底，公司存货为11.09亿元，主要有产成品6.15亿元（占比55.45%）、原材料2.07亿元（占比18.70%）和在产品1.97亿元（占比17.79%）构成。

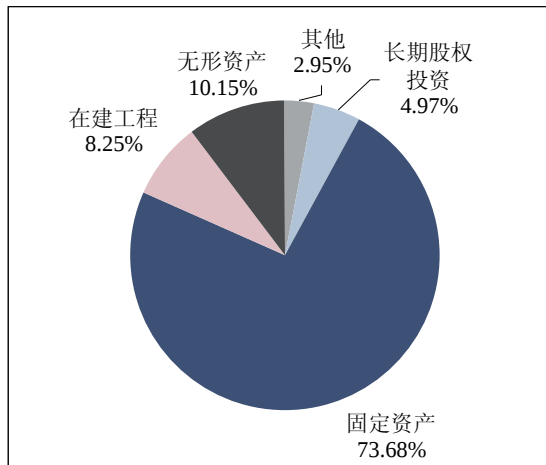
联合资信认为，公司流动资产主要以货币资金、存货及应收账款为主，流动性较强。

非流动资产

2007~2009年，公司非流动资产基本保持稳定，年均增速为6.84%，占总资产的比重也有所下降。截至2009年底，公司非流动资产46.53亿元，构成主要以固定资产（占73.68%）、在建工程（占8.25%）和无形资产（占10.15%）为

主。

图9 2009年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报表

2007~2009年，随着公司对下属企业不断整合重组，长期股权投资增长迅速，年均增速为169.96%。截至2009年底，公司长期股权投资为2.31亿元，2009年公司长期股权投资前5名合计2.21亿元（见表16），占长期股权投资余额的95.67%。公司的长期股权投资均不存在投资变现及投资收益汇回的重大限制。

表16 2009年公司长期股权投资余额前5名
(单位：万元)

被投资公司名称	投资起止期	占注册资本的比例	投资金额
历史形成股权投资差额	--	--	16871.42
大连远大制药有限公司	2009年	50%	1400.00
河北石药乐仁堂医药物流有限公司	2009年	50%	2500.00
石家庄市商业银行	--	--	800.00
美国尤尼金实验室	2009年	1%	534.05
合计	--	--	22105.47

资料来源：公司财务报表

2007~2009年，公司固定资产基本保持稳定，年均下降2.54%。截至2009年底，公司固定资产原值为60.36亿元，累计折旧26.08亿元，固定资产净额34.28亿元。从固定资产净额看，房屋建筑物占37.37%，机器设备占60.1%。因公司固定资产无因市价持续下跌，或技术陈旧、损坏、长期闲置等原因导致资产可收回金额低于

其账面价值的情况，故公司未计提固定资产减值准备。综合看，公司固定资产质量良好。

2007~2009年，公司在建工程增长迅速，年均增速为910.23%，主要为投资的卫生动力节能技改项目和头孢原料药项目等。截至2009年底，公司在建工程为3.84亿元，无资本化的借款利息。

表17 2009年公司主要在建工程情况（单位：万元）

工程名称	期末数
维生动力节能技改项目	7855
中润头孢原料药项目	9628
内蒙项目技改、环保投资项目	4970
信汇 GCLE 项目	2666
中诺制剂技改项目	1118
银湖输液项目	581
优金生物制药产业化项目	2483
新诺威技改项目	540
欧意技改项目	1313
恩必普小输液项目	1984
宏源综合办公楼、MAP 等技改项目	5024
合计	38162

资料来源：公司财务报表

2007~2009年，公司无形资产稳步增长，年均复合增速为30.59%，主要由土地使用权增加所致。截至2009年底，公司无形资产原值5.85亿元，累计摊销1.13亿元，无形资产净值4.72亿元，其中土地使用权占68.64%。

截至2010年3月底，公司合并资产总额97.12亿元，较2009年底减少1.31%，主要源于流动资产中货币资金的减少（主要为偿还到期债务所致），公司资产构成中流动资产占比有所下降，占51.60%，非流动资产占48.40%。

综合来看，近几年公司资产规模稳步迅速。公司流动资产中以货币资金、应收款项和存货占比较大，流动性较强；非流动资产中以固定资产和无形资产为主，符合公司经营特性。总体看，公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

2007~2009年，随着公司经营规模的扩大，公司所有者权益稳定增长，年均增速为20.66%。所有者权益的增长主要是由于未分配利润及少

数股东权益增加所致。截至2009年底，公司所有者权益38.35亿元，其最主要的构成为股本（占比5.77%）、资本公积（占比12.03%）、未分配利润（占比21.56%）以及少数股东权益（占比58.97%）。

2007年6月16日，石家庄市人民政府国有资产监督管理委员会和联想控股有限公司签订的《国有产权转让合同书》，以协议方式转让石药集团100%国有产权，成交价格为人民币87000万元，并经河北省产权交易中心签发的《石药集团有限公司100%产权转让成交确认书》（冀产交【2007】22号）确认。2009年8月联想控股有限公司将所有股份转让给卓择有限公司。截至2008年底，2009年8月联想控股有限公司将所有股份转让给卓择有限公司（联想控股全资子公司）。截至2009年底，公司股本2.21亿元。

2007~2009年，公司未分配利润快速增长，年均增长51.52%，占所有者权益比例也逐步增高，主要为近三年公司经营规模扩大所致。截至2009年底，公司未分配利润8.27亿元，公司近期无利润分配计划。

2010年3月底，公司所有者权益40.44亿元，较上年底增长5.44%，主要源于未分配利润及少数股东权益的增长，权益构成总体未发生实质性变化。

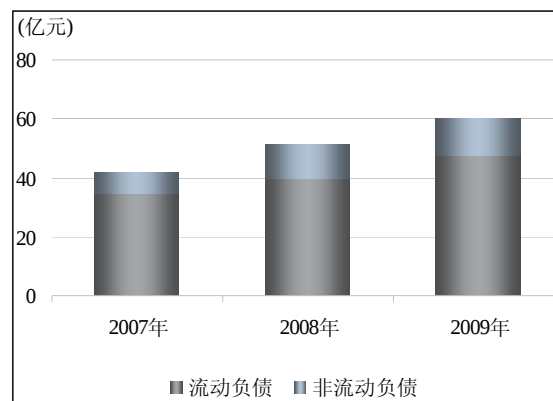
综合看，近几年公司所有者权益规模稳步增长，其中少数股东权益、未分配利润和资本公积占比较大，稳定性一般。

2007~2009年，公司负债规模与资产规模基本保持同步增长趋势，年均增长19.50%，以流动负债为主。截至2009年底，公司负债总额60.05亿元，其中流动负债和非流动负债分别占78.57%和21.43%，考虑到公司主营业务特点，有息债务结构有待改善。

2007~2009年，公司流动负债规模稳步增长，年均增长16.79%，主要源于2008年度成功发行的4亿元短期融资券及应付账款增长。截至2009年底，公司流动负债为47.18亿元，主要由短期借款（占33.06%）、应付账款（占32.80%）、

其他应付款（占8.89%）和应付短期融资券（占8.48%）。

图10 2007年~2009年负债规模与结构



资料来源：公司财务报表

公司短期借款主要为银行借款，近三年来有所波动，主要是由于公司2008年发行了4亿元短期融资券，替代部分短期借款所致；公司应付账款主要是应付原材料购货款，2007~2009年保持稳定增长，年均增长19.37%，主要为应付原材料采购款。截至2009年底，公司应付账款15.48亿元，其中账龄在1年以内的占比89.12%，1~2年占比10.21%，公司应付账款账龄较短；公司应付股利科目2008年增加了2.45亿元，为当年计提的应付联想控股的分红，2009年进行了分配。

2007~2009年，公司非流动负债增长较快，年均增长31.30%，主要源于长期借款增长。截至2009年底，公司非流动负债规模12.87亿元，其中长期借款10.09亿元，占比78.42%。

2007~2009年，公司业务规模逐步扩大，同时资产和负债增长幅度相当，公司近三年债务水平基本保持稳定，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率平均值分别为61.07%、45.90%和21.65%；2009年底，上述三项指标值分别为61.02%、46.42%和20.83%。

截至2010年3月底，公司负债总额56.68亿元，较2009年底减少5.62%（主要为短期借款到期偿还减少所致），其中流动负债和非流动负债分别占71.08%和28.92%；公司全部债务

29.41 亿元，其中短期债务和长期债务分别占 59.77%和 40.23%。

2010年3月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 58.36%、22.63%和 42.10%。公司债务负担与 2009年底相比有所减轻。

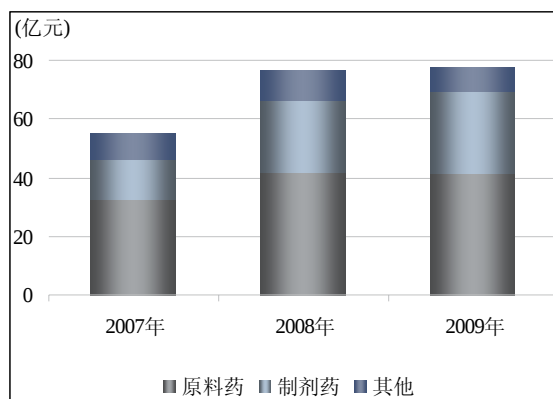
总体看，公司债务水平适中，债务负担正常；但短期债务占有息债务比重较大，有息债务结构尚待进一步调整。

4. 盈利能力

公司主营业务收入主要来源于大宗原料药和制剂药的生产销售。自 2005 年起，公司万吨青霉素、维生素 C、7-ACA 等扩产工程陆续正式投产，各类主导原料药产品产量扩大，提高了原有市场占有份额，加之，2007~2008 年医药行业景气度高企，公司营业收入实现高速增长；2009 年，受国际金融危机蔓延、国内经济放缓、原料药拉低行业增速等影响，公司收入规模增速放缓。2007~2009 年，公司营业收入的年均复合增长率为 18.41%，增长主要源于维生素 C 系列原料药销售收入的增长。

2009 年公司实现营业收入 77.62 亿元。从其构成来看，公司营业收入仍以原料药为主，历年占比均在 50%以上，但其占比逐步减少；制剂药方面公司收购了欧意公司，加大市场投入宣传，业务规模逐步扩大，收入占比达到 36.90%。

图11 2007年~2009年营业收入规模与构成

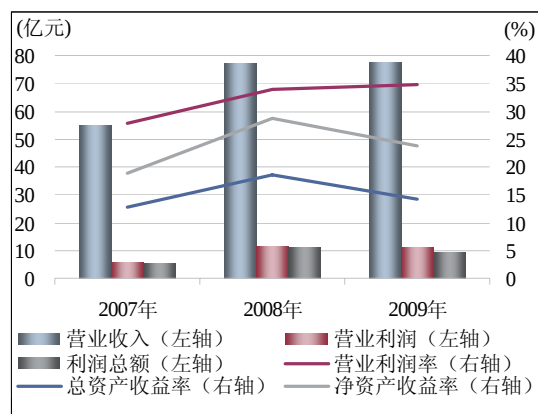


资料来源：公司财务报表

从毛利率来看，随着公司主导产品维生素 C 及制剂药价格上涨，公司 2007~2008 年毛利率水平有较大幅度提高。2008 年下半年受金融危机影响，青霉素工业盐等系列原料药价格不断降低，产品毛利率水平不断下降；2009 年度，维生素 C 系列价格相对稳定，毛利率逐步走高，是公司利润的主要来源；公司不断加强对新成药的改进与推广，制剂药产品附加值不断提高，毛利率水平逐步提升，未来随着公司对制剂药生产和销售战略转型的推进，制剂药对公司收入和利润的贡献将会进一步提高。

2007~2009 年，公司营业成本增幅略低于营业收入，年均增长 12.51%；但同期销售费用有较大增幅，年均增长 42.91%，主要是公司制定的战略发展主要向制剂成药转型，需要大量投入市场费用，公司广告费用投入金额由 0.38 亿元增加到 1.60 亿元。扣除主营业务成本、期间费用之后，公司近三年营业利润及利润总额均有所波动，2007~2009 年公司营业利润分别为 5.90 亿元、11.83 亿元和 10.73 亿元，公司利润总额分别为 5.48 亿元、11.27 亿元和 10.93 亿元。

图 12 2007~2009 年公司主要盈利指标情况



资料来源：公司财务报表

从主要盈利指标看，2007~2009 年，公司主要产品维生素 C 毛利率稳定增高，成剂药销售比重也逐步提高，以上因素导致公司营业利润率逐步上升，分别为 27.90%、33.78%和 34.78%；受制于公司利润的波动及所有者权益

和债务的逐步增长，公司总资本收益率和净资产收益率两项指标均在波动中有所提升，总资本收益率分别为 12.68%、18.61%和 14.19%，净资产收益率分别 18.82%、28.77%和 23.89%。

2010 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 21.60 亿元、营业利润 2.85 亿元，分别为 2009 年全年水平的 27.82%和 26.58%，公司经营状况良好，2010 年 1~3 月，公司实现利润总额 2.82 亿元。

总体看，受金融危机影响，公司盈利能力有所波动，但整体仍较强。未来，公司面临一定原材料成本上涨及原材料主产品维生素 C 产能处于过剩的局面，公司业务整体盈利能力可能会有一定的波动。

5. 现金流

经营活动方面，公司销售商品、提供劳务收到的现金主要来源于药品销售，收到的其他与经营活动有关的现金主要源于经营退税、员工保险付款及工程押金等。2007~2009 年公司经营活动产生的现金流入量随业务规模的增长而逐年增长，而经营活动产生的现金流出量因公司购买原材料结算方式变动增长幅度较小，相应经营活动产生的现金流量净额有较大幅度增长，三年分别为 11.21 亿元、16.02 亿元和 18.81 亿元。近三年，公司经营业务现金收现状况较为稳定，2007~2009 年公司现金收入比分别为 112.46%、104.90%和 104.61%。

投资活动方面，2007~2009 年公司投资活动产生的现金流入量逐年减少，2009 年为 0.11 亿元，且规模较小，主要为处置资产所收到的现金。由于公司大多数项目处于建设期，在建工程投资支出规模较大，使得 2009 年公司投资活动现金流出量达到近三年峰值，为 11.88 亿元。2007~2009 年公司投资活动产生的现金流量净额分别为-4.90 亿元、-5.22 亿元和-11.76 亿元。未来几年公司仍有较大规模的投资支出，公司仍有一定的外部债务性融资需求。

筹资活动方面，由于近几年公司经营性净现金流的增长，基本可以满足投资活动现金流

支出，尚有部分结余资金归还银行借款。2007~2008 年，公司筹资活动现金流净额分别为-4.33 亿元和-4.12 亿元，但 2009 年公司投资资金规模较大，筹资活动现金净额为净流入 1.92 亿元。

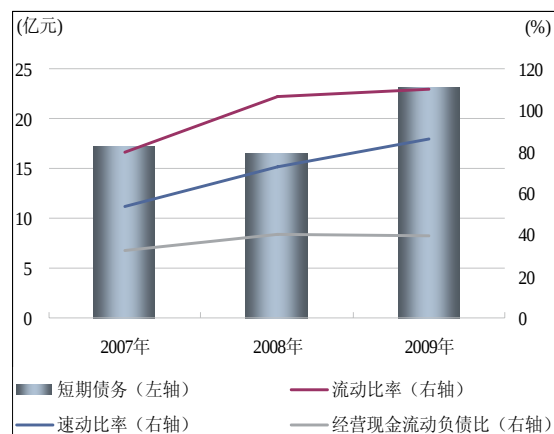
2010 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额表现为净流入，为 3.62 亿元。2010 年 1~3 月，由于公司对外投资活动及在建工程投入均较少，公司投资活动现金流出量较小，为 1.84 亿元，同期公司投资活动产生的现金流量净额为-1.84 亿元；2010 年 1~3 月由于部分银行借款到期，公司筹资活动方面主要表现为偿还债务支付现金流出，公司筹资活动现金流量净额为-3.77 亿元。

总体来看，随着近年来公司业务经营规模的扩大，公司经营获现能力基本保持稳定，经营性现金流状况良好；未来几年公司仍有较大规模的投资支出，公司外部融资压力趋增。

6. 偿债能力

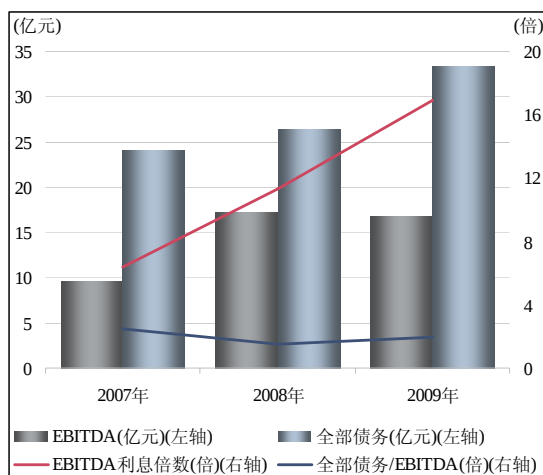
从短期偿债能力指标看，2007~2009 年公司流动比率和速动比率均逐年上升，2009 年分别为 109.95%和 86.45%。由于公司存货的流动性较好，公司的短期支付能力较强。2010 年 3 月底，公司流动比率和速动比率进一步提升，分别达到 124.39%和 95.87%。近三年公司经营活动现金负债比波动中有所上升，经营性现金净额对流动负债保障一般。综合看，公司短期支付能力较强。

图 13 2007~2009 年公司短期偿债指标情况



资料来源：公司财务报表

图 14 2007~2009 年公司长期偿债指标情况



资料来源：公司财务报表

从长期偿债能力指标看，2007~2009 年，由于公司经营规模扩大，融资规模逐步加大，但在 2008~2009 年，公司有息债务结构有所变动，并随着利率的降低，公司利息支出规模有较大幅度下降，公司 EBITDA 利息倍数逐年增强，三年分别为 6.34 倍、11.35 倍和 16.86 倍；全部债务/EBITDA 倍数分别为 2.49 倍、1.52 倍和 1.98 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力强，公司整体债务保障能力好。

公司长期与银行保持着良好的合作关系。截至2010年3月底，公司共获得银行授信60.7亿元，其中未使用额度34.86亿元；预计公司未来在信贷方面仍将得到银行有力的支持，基本可满足公司资金需求。

或有负债方面，截至2010年3月底，公司对外担保余额3.42亿元，占公司净资产的8.46%，已全部发生逾期，全部为对石家庄东方热电集团有限公司（以下简称“东方热电”）及其全资子公司石家庄高新技术开发区热电煤气公司（以下简称“开发区热电”）两家企业的担保。2008年9月，石家庄市国资委将东方热电无偿划转给中国电力投资集团公司（以下简称“中电投集团”），由中电投集团正在组织东方热电及开发区热电于各家借款银行协商贷款续贷事宜，即各家银行减免部分债务本息，由重组后的东方热电续贷。同时，石家庄市财政还承诺，

如因上述担保造成公司损失，由财政先行给予等额补偿。总体来看，公司未来面临的或有负债损失可能性较低。

表18 公司对外担保明细情况（单位：万元）

贷款银行	借款金额	到期日
建设银行	4000.00	2008年12月
工商银行	12399.70	2008年12月
	6417.00	2008年12月
交通银行	4900.00	2009年4月
农业银行	2000.00	2009年1月
石家庄商业银行	1000.00	2009年7月
中电投集团财务公司	3475.00	2008年4月
合计	34191.70	--

资料来源：公司提供

八、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司2010年拟注册中期票据12亿元，计划本期发行6亿元，本期6亿元中期票据发行额度占公司2010年3月底全部债务29.41亿元的20.40%，对公司债务有一定影响。

截至2010年3月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为58.36%和42.10%，以公司2010年3月底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期6亿元中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至60.78%和46.68%，公司债务负担略有加重。

2. 本期中期票据偿债能力分析

2007年~2009年，公司EBITDA分别为本期中期票据发行额度的1.60倍、2.87倍和2.79倍，对本期中期票据的保障能力较强。

截至2010年3月底，公司现金类资产（货币资金+短期投资+应收票据）为21.33亿元，是本期中期票据发行额度的3.56倍，公司现金类资产对本期中期票据保障能力强。

2009年，公司经营活动现金流入量为91.08亿元，经营活动产生的现金流量净额18.81亿元，分别为本期中期票据的15.18倍和3.14倍，总体看，公司经营活动现金对本期中期票据保

障程度高。

总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险低，安全性高。

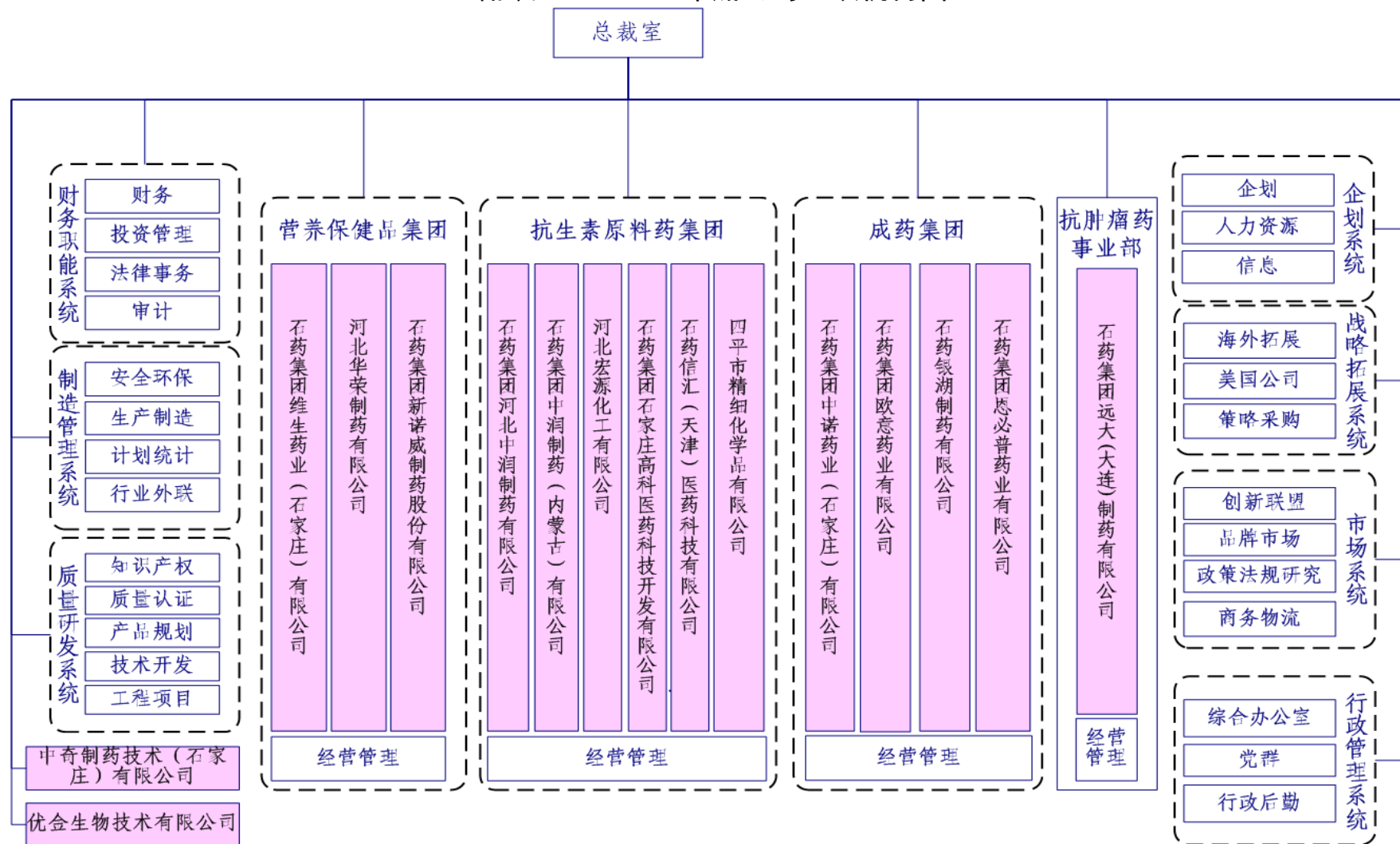
九、综合评价

随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。未来在新医改政策推动下，巨大的市场需求将支撑医药行业景气度延续。

公司作为国内最大的化学原料药生产基地和综合制剂生产基地，在行业前景、政策支持、生产规模、市场占有率、品牌认知度、技术研发和产品质量等方面具有竞争优势。目前公司整体资产质量较好，公司债务水平适中，整体盈利能力较强。总体看，公司主体信用风险低。

本期中期票据对公司现有债务的有一定影响，但公司现金类资产充裕，经营活动现金流和EBITDA对本期债券保障程度高。总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险低。

附表 1-1 2009 年底公司组织机构图



附表 1-2 2009 年底公司合并范围控股子公司

被投资企业全称	持股比例
1. 石家庄制药集团进出口贸易有限公司	100.00%
2. 石家庄制药集团新诺威制药有限公司	100.00%
3. 石药集团欧意药业有限公司（含 3 个子子公司）	100.00%
(1) 石药集团恩必普药业（石家庄）有限公司	100.00%
(2) 石药集团欧意进出口贸易有限公司	100.00%
(3) 石家庄制药集团华盛制药有限公司	55.00%
4. 中国诗薇制药有限公司（含 24 个子子公司）	100.00%
(1) 佳领投资有限公司	100.00%
(2) 保美加投资有限公司	100.00%
(3) 建利投资有限公司（含 1 个子子公司）	100.00%
①河北中诚信担保保证有限公司（含 1 个子子公司）	100.00%
a.涵紫谷	100.00%
(4) 香港中国制药集团有限公司（含 19 个子子公司）	51.04%
①石药集团维生药业（石家庄）有限公司	100.00%
②河北宏源化工有限公司	100.00%
③香港金利通有限公司	100.00%
④内蒙古中兴源污水处理有限公司	100.00%
⑤石药集团中奇制药技术有限公司	100.00%
⑥石药集团河北中润制药有限公司（含 3 个子子公司）	100.00%
a.河北中润生态环保有限公司	100.00%
b.石药集团石家庄高科医药科技开发有限公司	83.33%
c.石药信汇（天津）医药科技有限公司	90.00%
⑦香港天轮投资有限公司（含 1 个子子公司）	100.00%
a.河北华荣制药有限公司	50.00%
⑧石药集团中润制药(内蒙古)有限公司(含 3 个子子公司)	100.00%
a.石药集团内蒙古中兴环保化工有限公司	100.00%
b.石药集团中抗糖业（内蒙古）有限公司	100.00%
c.石药集团内蒙古信汇制药有限公司	100.00%
⑨石药集团中诺药业(石家庄)有限公司(含 1 个子子公司)	100.00%
a.石药银湖制药有限公司	70.00%
⑩四平市精细化学品有限公司	60.00%
⑩优金生物技术有限公司	62.39%
5.石药集团石家庄中诚医药有限公司	100.00%

附件 2-1 2007 年~2010 年 3 月合并资产负债表（资产）

（单位：万元）

资产	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 3 月
流动资产：					
货币资金	50095.49	115132.24	167187.12	82.68	128267.41
交易性金融资产		498.10	56.59		56.59
应收票据	27215.30	28579.64	66014.35	55.74	84965.30
应收账款	73473.82	90684.66	107639.02	21.04	114648.32
应收利息	22403.49	41209.59	56727.82	59.13	45149.29
应收股利	42.60	0.00	0.00	-100.00	
其他应收款	12829.68	13517.76	10303.80	-10.38	13053.88
存货	90315.16	134774.46	110860.12	10.79	114911.54
其他流动资产					62.68
流动资产合计	276375.54	424396.45	518788.83	37.01	501115.01
非流动资产：					
长期应收款	1992.38	0.00	250.00	-64.58	250.00
长期股权投资	3172.87	21805.91	23123.66	169.97	30408.95
固定资产	360900.42	331679.52	342798.27	-2.54	344568.12
在建工程	376.07	16801.20	38380.99	910.23	34949.96
工程物资		2326.03	272.80		156.69
无形资产	27687.87	38061.14	47221.76	30.57	46157.33
开发支出		378.14	774.75		1065.16
商誉	9431.23	3897.38	8672.00	-4.11	8672.00
长期待摊费用	4047.84	3845.72	3775.43	-3.42	3807.99
递延所得税资产		241.93			
非流动资产合计	407608.68	419036.99	465269.66	6.84	470036.22
资产总计	683984.22	843433.44	984058.49	19.95	971151.23

附件 2-2 2007 年~2010 年 3 月合并资产负债表（负债及权益）

（单位：万元）

负债和股东权益	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 3 月
流动负债：					
短期借款	154061.67	99340.00	156000.00	0.63	108000.00
应付票据	17849.09	24936.25	35360.00	40.75	27772.00
应付账款	108629.06	127264.84	154788.10	19.37	162535.97
预收款项	163.44	8372.35	16797.69	913.79	12228.49
应付职工薪酬	303.91	25193.87	23800.73	784.96	23372.19
应交税费	5054.15	5173.08	2465.79	-30.15	1879.78
应付利息		51.01	61.51		25.51
应付股利		25073.07	1.93		
其他应付款	59782.48	41992.23	41954.92	-16.23	27017.99
应付短期融资券		40000.00	40000.00		40000.00
其他流动负债	58.73	1570.48	617.36	224.22	9.90
流动负债合计	345902.53	398967.18	471848.01	16.79	402841.82
非流动负债：					
长期借款	67682.10	98302.05	100899.05	22.10	118307.16
应付债券					0.00
长期应付款	5185.57	6696.33	19548.72	94.16	32581.72
递延收益					0.00
专项应付款	1760.00	7635.82	8215.29	116.05	13020.67
预计负债		47.30			
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计	74627.67	112681.50	128663.06	31.30	163909.55
负债合计	420530.20	511648.68	600511.07	19.50	566751.38
股东权益：					
股本	22136.00	22136.00	22136.00	0.00	22136.00
资本公积	44448.22	44593.38	46129.21	1.87	46129.21
盈余公积	648.03	782.53	1333.07	43.43	1426.60
未分配利润	36013.57	50314.11	82686.46	51.51	92410.73
外币报表折算差额	4395.00	4589.38	5069.19	7.40	5242.22
归属于母公司股东权益合计	107640.81	122415.40	157353.94	20.90	167344.76
少数股东权益	155813.21	209369.35	226193.49	20.49	237055.09
股东权益合计	263454.02	331784.76	383547.42	20.66	404399.86
负债和股东权益总计	683984.22	843433.44	984058.49	19.95	971151.23

附件 3 2007 年~2010 年 1~3 月合并利润表

(单位: 万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	10 年 1~3 月
一、营业收入	553626.47	769246.42	776182.77	18.41	215968.70
减: 营业成本	399007.80	508670.35	505126.30	12.51	141,12.51
营业税金及附加	161.86	731.59	1081.41	158.48	289.54
销售费用	36564.89	63874.70	74682.14	42.91	17299.59
管理费用	51772.46	61753.55	75420.50	20.70	25454.41
财务费用	16638.38	18681.33	12838.33	-12.16	2594.58
资产减值损失		3140.79	215.84		9.43
加: 公允价值变动收益 (损失以 “—”号填列)	-51.60	0.00	26.53		0.00
投资收益 (损失以“—”号填	9549.52	5940.34	407.18	-79.35	0.00
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	58979.01	118334.45	107251.95	34.85	28508.64
加: 营业外收入	3080.77	1734.53	4191.76	16.65	576.60
减: 营业外支出	7253.99	7363.03	2104.48	-46.14	842.72
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填	54805.79	112705.95	109339.23	41.25	28242.52
减: 所得税费用	5232.20	17245.86	17717.90	84.02	4478.96
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	49573.59	95460.09	91621.32	35.95	23763.56
少数股东损益	23350.65	46019.31	40948.04	32.42	10861.61
其中: 归属于母公司所有者的净利润	26222.94	49440.78	50673.28	39.01	12901.95

附件 4 2007 年~2010 年 1~3 月合并现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	10 年 1~3 月
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	622609.01	806909.98	811977.53	14.20	250173.90
收到的税费返还	6858.43	6834.21	2124.82	-44.34	310.76
收到其他与经营活动有关的现金	103629.04	81023.56	96679.00	-3.41	4145.33
经营活动现金流入小计	733096.48	894767.75	910781.35	11.46	254629.99
购买商品、接受劳务支付的现金	400676.48	490161.81	425169.10	3.01	150651.16
支付给职工以及为职工支付的现金	54218.26	64444.95	76990.13	19.16	21009.84
支付的各项税费	28184.37	40699.64	49332.82	32.30	14067.33
支付其他与经营活动有关的现金	137868.69	139237.25	171162.21	11.42	32729.86
经营活动现金流出小计	620947.80	734543.66	722654.26	7.88	218458.20
经营活动产生的现金流量净额	112148.68	160224.10	188127.09	29.52	36171.79
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	16471.81	753.09	5.74	-98.13	
取得投资收益收到的现金	1107.14	2889.52	1.02	-96.96	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	384.83	327.60	1051.23	65.28	74.99
收到其他与投资活动有关的现金	38098.82	36.76	67.64	-95.79	
投资活动现金流入小计	56062.59	4006.97	1125.63	-85.83	74.99
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	72922.49	48568.81	67702.59	-3.65	11666.38
投资支付的现金	5880.32	4848.64	35935.67	147.21	6726.51
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	25885.33	1844.60	0.00	-100.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	340.45	954.97	15124.01	566.51	32.40
投资活动现金流出小计	105028.59	56217.01	118762.27	6.34	18425.29
投资活动产生的现金流量净额	-48966.00	-52210.04	-117636.64	55.04	-18350.30
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	468.20	19691.78	7773.61	307.47	68.26
取得借款收到的现金	225710.35	266091.60	254575.52	6.20	52396.00
收到其他与筹资活动有关的现金	32529.06	48809.54	50688.56	24.83	107.96
筹资活动现金流入小计	258707.61	334592.92	313037.68	10.00	52572.23
偿还债务支付的现金	255738.97	287704.49	175050.68	-17.27	85253.51
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	16066.66	38178.69	65821.93	102.41	2574.00
支付其他与筹资活动有关的现金	30188.07	49872.73	53009.86	32.51	2492.72
筹资活动现金流出小计	301993.70	375755.91	293882.48	-1.35	90320.23
筹资活动产生的现金流量净额	-43286.08	-41163.00	19155.21		-37748.00
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	2255.95	-449.98	-156.06		-42.25
五、现金及现金等价物净增加额	22152.55	66401.08	89489.59	100.99	-19968.76
加: 期初现金及现金等价物余额	55158.25	77310.80	143711.88	61.45	233201.47
六、期末现金及现金等价物余额	77310.80	143711.88	233201.47	73.68	213232.71

附件 5 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	加权平均值	2010 年 3 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	5.77	6.75	5.24	5.80	--
存货周转次数(次)	4.42	4.52	4.11	4.30	--
总资产周转次数(次)	0.81	1.01	0.85	0.89	--
现金收入比(%)	112.46	104.90	104.61	106.27	115.84
盈利能力					
营业利润率(%)	27.90	33.78	34.78	33.10	34.20
总资本收益率(%)	12.68	18.61	14.19	15.22	--
净资产收益率(%)	18.82	28.77	23.89	24.34	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	20.44	22.86	20.83	21.36	22.63
全部债务资本化比率(%)	47.63	44.18	46.42	45.99	42.10
资产负债率(%)	61.48	60.66	61.02	61.01	58.36
偿债能力					
流动比率(%)	79.90	106.37	109.95	102.87	124.39
速动比率(%)	53.79	72.59	86.45	75.76	95.87
经营现金流动负债比(%)	32.42	40.16	39.87	38.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.34	11.35	16.86	13.10	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.49	1.52	1.98	1.95	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.26	0.41	0.21	0.28	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	4.44	7.12	7.09	6.57	--
本期债券偿债能力					
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.60	2.87	2.79	2.58	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	12.22	14.91	15.18	14.51	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.87	2.67	3.14	2.74	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	1.05	1.80	1.17	1.34	--

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 石药集团有限公司 2010 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

石药集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。石药集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注石药集团有限公司的经营管理状况及本期中期票据的相关信息，如发现石药集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期中期票据的信用等级。

如石药集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至石药集团有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如本期中期票据信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送石药集团有限公司、主管部门、交易机构等。

