

跟踪评级公告

联合[2011] 528 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持石药集团有限公司主体长期信用等级为AA,评级展望为稳定,并维持“10石药MTN1”和“11石药MTN1”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年七月十一日



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(100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lhratings.com>

石药集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
10 石药 MTN1	6 亿元	2010/09/13 ~2015/09/13	AA	AA
11 石药 MTN1	6 亿元	2011/06/30 ~2016/06/30	AA	AA

跟踪评级时间: 2011 年 7 月 11 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	11 年 3 月
现金类资产(亿元)	23.33	23.26	22.76
资产总额(亿元)	98.41	116.39	117.75
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	38.35	45.12	47.70
短期债务(亿元)	10.09	22.10	24.21
全部债务(亿元)	33.23	38.84	37.97
营业收入(亿元)	77.62	102.58	29.62
利润总额(亿元)	10.93	11.33	3.03
EBITDA(亿元)	16.77	17.71	--
经营性净现金流(亿元)	18.81	13.88	3.72
营业利润率(%)	34.78	29.60	26.36
净资产收益率(%)	23.89	20.87	--
资产负债率(%)	61.02	61.23	59.49
全部债务资本化比率(%)	46.42	46.26	44.32
流动比率(%)	109.95	151.78	165.79
全部债务/EBITDA(倍)	1.98	2.19	--
经营现金流负债比(%)	39.87	31.58	--

注: 2011 年 1 季度数据未经审计。

分析师

黄 滨

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

在新医改政策推动下, 巨大的市场需求支撑着医药行业景气度延续。跟踪期内, 公司核心产品维生素 C 等的市场占有率和出口量继续保持同类公司前列; 制剂药收购已经完成, 效益得以发挥; 公司加强医药流通领域建设, 医药商业收入逐步成为公司营业收入的重要组成部分。

目前公司整体资产质量较好; 债务水平适中, 债务负担正常; 经营获现能力基本保持稳定, 经营性现金流状况良好; 公司盈利能力整体较强。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“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不利影响。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA, 评级展望为稳定, 并维持“10 石药 MTN1”和“11 石药 MTN1”AA 的信用等级。

优势

1. 随着制剂药企业收购的完成, 公司产业链得以延伸, 效益逐步发挥, 增强了抵御市场风险的能力。
2. 公司医药商业逐步发展, 对医药工业形成有益补充。
3. 公司营业收入大幅增长, 继续保持较强的盈利能力。
4. 公司现金类资产充裕, 经营活动现金流和 EBITDA 对“10 石药 MTN1”和“11 石药 MTN1”覆盖程度高。

关注

1. 公司主导产品维生素 C、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，对公司盈利产生一定负面影响。
2. 玉米、液糖等原料价格波动、电价的上调以及人力成本上涨和研发费用的增加将扩大公司的成本费用支出规模。
 3. 公司未来投资规模大，对外融资需求较大。

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2010年底，

公司拥有下属企业共35家，包括1家香港上市红筹股——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22家，为石药集团的主要经营实体。

截至2010年底，公司（合并）资产总额116.39亿元，所有者权益45.12亿元（含少数股东权益25.49亿元）；2010年，公司实现营业收入102.58亿元，利润总额11.33亿元。

截至2011年3月底，公司（合并）资产总额117.75亿元，所有者权益47.70亿元（含少数股东权益26.43亿元）；2011年1~3月，公司实现营业收入29.62亿元，利润总额3.03亿元。

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、经营管理分析

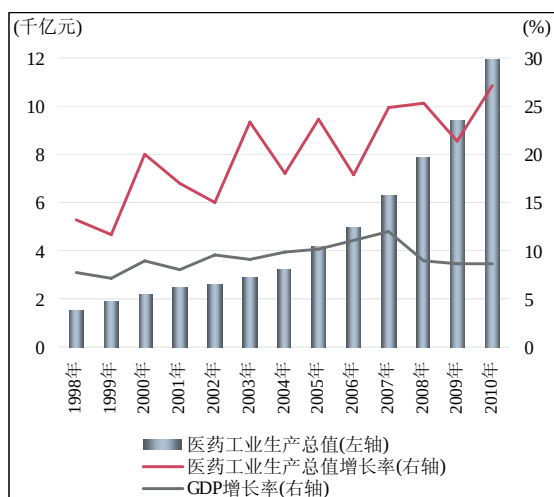
1. 行业分析

2010年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长，2010年实现医药工业总产值11933.82亿元，同比增长27.07%。2011年1~2月，中国医药工业总产值为1835.51亿元，同比增长24.3%。在医药新政推动下，国家发改委初步预测，2011年医药工业总产值可达到15500亿元，同比增长24%。

原料药方面，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产值的20%。2010年中国化学原料药出口总额为137.8亿元，同比增长22.66%，抗生素、维生素、氨基酸类、有机酸类和动物脏器提取的生化类原料药是出口的主要构成。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，2010 年一直处于缓慢复苏中。VC 因产能过剩，竞争激烈，价格自 2009 年开始进入下行通道，毛利率大跌。目前中国 VC 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。制剂药方面，在经历了 2007 年、2008 年的高速增长后，化学药制剂行业 2009 年、2010 年的增长相对平稳。

图1 1998~2010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

图2 VC价格走势



资料来源：健康网

2009~2011 年，新医改政策密集推出并逐

步向纵深推进，三年各级政府将共计投入 8500 亿元增量资金支持医改，2011 年确定增量有近 800 亿元，政府投入的加大将有效拉动未来医药医疗需求。总体看，医疗改革仍是主线，其推动的基本药物目录、全国医保目录，公立医院改革等政策，将促进医药需求量增长和支付制度的改进，基本药物目录品种放量增长、医药行业产业结构调整、医药行业“十二五”规划和公立医院改革将对医药行业产生结构性和全面的促进作用。

2. 经营分析

跟踪期内，公司仍以大宗原料药和制剂药的生产销售为主。2009~2011 年 1 季度，受益于产品结构调整和医药商业的发展，公司收入规模实现较快增长，分别为 77.62 亿元、102.58 亿元和 29.62 亿元（合并口径，已内部抵消）。

从收入规模看，2010 年因维生素 C 系列产品价格大幅下降以及公司主动大力发展制剂药和医药商业，公司制剂药和医药商业业务规模逐步扩大，2010 年分别占营业收入的 30.40%和 10.89%。

从毛利率看，维生素 C 系列是公司毛利率最高的产品，但 2010 年受产能过剩严重导致的价格大幅下跌影响，公司维生素 C 系列毛利率下降至 47.96%，但由于成本低，仍显著高于其他维生素 C 生产企业。在新药重点推广和临床需求增长的带动下，国内头孢菌素类抗生素市场逐步提速，公司头孢菌素系列产品毛利率大幅上升至 2010 年的 30.22%。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，2010 年毛利率已上升至 38.38%，与制剂药子行业平均水平（38.69%）基本持平。2010 年，公司医药商业仍处于开拓和整合期，毛利率很低，仅为 1.99%，低于行业平均水平（约 7%）。2011 年 1 季度，维生素 C 系列景气度进一步下滑，公司维生素 C 系列产品毛利率下降至 31.68%；制剂药的毛利率有所上升。

表1 公司营业收入构成及毛利率（单位：万元，%）

类别		2009 年			2010 年			2011 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	营业收入	收入占比	毛利率
原料药	青霉素系列	127471	16.42%	7.91%	120732	11.77%	13.52%	37285	12.59%	15.34%
	头孢菌素系列	87664	11.29%	12.78%	156330	15.24%	30.22%	42725	14.42%	27.34%
	维生素 C 系列	196222	25.28%	64.13%	182052	17.75%	47.96%	41742	14.09%	31.68%
制剂药（成药）		286411	36.90%	33.77%	311804	30.40%	38.38%	93862	31.69%	40.43%
医药商业		--	--	--	111673	10.89%	1.99%	46324	15.64%	2.56%
其他		78415	10.10%	34.69%	143180	13.96%	22.56%	34250	11.56%	28.04%
合计		776183	100.00%	34.92%	1025771	100.00%	29.74%	296188	100.00%	26.80%

资料来源：公司提供

医药工业

原料药方面，2010年公司维生素C年生产能力达3.5万吨，青霉素系列原料药年生产能力达1.6万吨（其中阿莫西林年生产能力达到了0.6万吨），咖啡因年生产能力达8000吨，生产能力均居世界第一位。另外，头孢菌素系列年生产能力1000吨，其中7-ACA生产规模为1600吨/年。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）跟踪期内的产销率均保持在98%以上。从售价看，原料药价格整体呈下降趋势，以2010年降价幅度较为明显，主要是公司主打产品维生素C系列降价拉低了原料药整体价格水平。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。

制剂药方面，公司近年先后并购了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）、石药信汇（天津）医药科技有限公司、山西银湖制药有限公司和大连远大制药有限公司，进一步丰富了公司的药品品种和剂型，优化了公司的产品结构，提高了公司在制剂药领域的生产规模和研发实力。2010年底，公司年生产能力达到粉针剂30亿支、片剂200亿片、胶囊50

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。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。

医药商业

公司医药商业板块主要依托下属子公司石药集团河北中诚医药有限公司（公司持股 75%，以下简称“中诚公司”）进行经营管理。

中诚公司成立于 2010 年 1 月 1 日，截至 2011 年 4 月底，已成功并购了河北爱普医药药材有限公司（持股 71%，简称“爱普医药”）、河北益生医药有限公司（持股 51%）、衡水明信伟业药械有限责任公司（持股 51%）、河北衡水仁和医药有限公司（持股 51%）和保定汇达医药有限公司（持股 51%），覆盖河北全省终端的销售网络已经全面铺开。

从采购看，截至 2010 年底，中诚公司引进了医药工业企业 154 家，签订采购协议 109 家。从销售看，通过商业并购和渠道开发，中诚公司销售网络已覆盖河北省 11 个地区的 70 余家商业终端，终端覆盖率达 82%。此外，中诚公司开发省市级医院资源，直接配送医院终端。依据河北省的市场特点，形成了医药批发分销的营销结构，2011 年 1-3 月的销售收入中，对医院，批发商等的批发收入约占收入总额的 95%。从结算方式看，公司货款结算以银行承兑为主，占全部结算额的 85%。在结算条件上，

针对不同的供应商采取不同的付款方式，对于市场紧俏产品采取先款后货，获取较高的利润，对于一般经销产品采取先货后款，利用供应商的赊销资信和帐期，提高公司资金使用效率，降低经营风险。

总体看，跟踪期内，公司核心药品的市场占有率和出口量保持同类公司前列。但也要注意，产能过剩引起的原料药价格下跌、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。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，但整体毛利率

可能随医药商业的扩张而呈现下降趋势。

未来发展

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2011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。2011年公司还计划通过发行短期融资券和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，对外融资需求较大。

表2 公司未来三年投资计划

序号	项目名称	项目内容	总投资额(万元)	截至2010年底已投资额(万元)	未来计划投资额(万元)			批复情况		
					2011年	2012年	2013年	土地	环评	批文
1	制剂国际化(欧意)	建设非青头口服固体制剂车间、冻干粉针车间及立体仓库。建设软胶囊剂、水针剂、非青头口服制剂、头孢类口服制剂车间。	55000	9541	15000	20000	10459	自有	2010.9.7 石家庄市环保局批复	石发改高技备字(2010)188号
2	特色原料生产中心(欧意)	建设四个符合国际标准的新型药物制剂生产中心。建设八条符合国际标准的特色新药原料生产线。	63849	6545	20000	20000	17304	自有	石环评(2010)409号	石发改工化备字【2010】126号
3	集团研发中心项目	新建维生药业研发中心、新药筛选中心、工程研究中心。	22800	11533	10000	1267	--	自有	2010.4.13 石家庄市环保局高新区分局批复	石高发改投资备【2010】4号
4	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。	35000	19926	15000	74	--	自有	运环函[2010]231号	晋发改备案(2009)210号
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。项目由天津经济技术开发区管理委员会批复。	10000	4131.42	5868.58	--	--	自有	已上报环保厅	行政许可[2010]27号
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	11000	9000	2000	--	--	自有	冀环评(2008)628号	冀发改外资【2008】1959号
7	脂质体纳米抗肿瘤	新建符合国际认证标准年产万支纳米脂质	5000	1215	3785	--	--	自有	2010.09.20 石家庄	石开发外

序号	项目名称	项目内容	总投资额(万元)	截至2010年底已投资额(万元)	未来计划投资额(万元)			批复情况		
					2011年	2012年	2013年	土地	环评	批文
	药物项目	体生产线。							市环保局批复	[2010]10号
8	其他固定资产投资	主要用于各生产线的技改工程	43667	13667	10000	10000	10000	/	/	/
	合计		246316	75558	81653.58	51341	37763			

资料来源：公司提供

七、财务分析

公司提供的 2007~2009 年三年连审的财务报告及 2010 年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，2011 年 1 季度报表未经审计。

1. 盈利能力

2009 年，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；进入 2010 年以来，公司进入医药商业领域，医药商业收入逐步成为公司营业收入的重要组成部分。2010 年，随着原料药尤其是国内头孢菌素类抗生素市场的逐步回暖以及医药商业板块规模的扩张，公司营业收入规模扩张有明显增速迹象。2010 年，公司营业收入为 102.58 亿元，同比增长 32.16%。

2010 年，公司营业成本增幅略高于营业收入，同比增长 42.68%，主要是玉米、液糖等原料价格上涨和电价的上调增加了公司的成本支出；同期管理费用也有较大增幅，同比增长 35.57%，主要是公司员工成本上涨以及公司制定的战略发展主要向制剂成药转型，需要大量投入研发费用投入增长。扣除主营业务成本、期间费用之后，公司近两年营业利润及利润总额基本保持稳定，2009~2010 年公司营业利润分别为 10.73 亿元和 11.33 亿元，公司利润总额分别为 10.93 亿元和 11.33 亿元。

从主要盈利指标看，2009~2010 年，公司营业利润率有所下降，分别为 34.78% 和 29.60%；公司总资本收益率和净资产收益率两项指标均有所下降，总资本收益率分别为 14.19% 和 12.65%，净资产收益率分别 23.89% 和 20.87%。

2011 年 1~3 月，公司实现营业收入 29.62 亿元、营业利润 2.90 亿元，分别为 2010 年全年水平的 28.87% 和 25.57%，公司经营状况良好，2011 年 1~3 月，公司实现利润总额 3.02 亿元。

总体看，受公司维生素 C 系列产品价格大幅下降影响，公司盈利能力有所下降，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。

2. 现金流及保障

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、研发项目补贴、员工保险付款及工程押金等，支付的其他与经营活动有关的现金主要为下属子公司代垫的销售运费、产品推广费用、销售服务费等。近两年公司经营活动产生的现金流入量随业务规模的增长而增长，而经营活动产生的现金流出量因公司涉及医药商业，存货规模有所增加引起购买商品、接受劳务支付的现金流量增长幅度较大，相应经营活动产生的现金流量净额有所减少，2009 年和 2010 年分别为 18.81 亿元和 13.88 亿元。2010 年，公司医药商业板

块规模增大,导致公司应收账款规模明显增加,公司经营业务现金收现状况有所下降,2009~2010 年公司现金收入比分别为 104.61%和 100.77%。

投资活动方面,2009~2010 年公司投资活动产生的现金流入量大幅上升但规模仍较小,2010 年为 0.79 亿元,主要为收回投资所收到的现金。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,2010 年公司投资活动现金流出量虽较上年有所减少,但仍保持较大规模,为 11.32 亿元。2009~2010 年公司投资活动产生的现金流量净额分别为-11.76 亿元和 -10.53 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。2009~2010 年,公司筹资活动现金流净额分别为 1.92 亿元和 -3.69 亿元。未来随着公司营业收入规模日益增大,医药商业对流动资金的需求趋增,公司存在一定对外融资需求。

2011 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 3.72 亿元。2011 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 3.97 亿元,同期公司投资活动产生的现金流量净额为-3.96 亿元;2010 年 1~3 月由于部分银行借款到期,公司筹资活动现金流出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 1.36 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。

3. 资本及债务结构

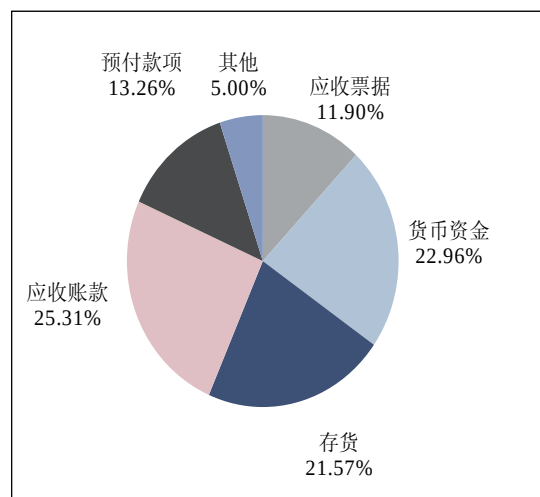
资产

2009 年~2010 年,公司资产规模保持稳定较快增长态势,同比增长 18.27%,主要是流动资产增加所致。截至 2010 年底,公司合并资产

总额 116.39 亿元,其中流动资产占 57.32%,非流动资产占 42.68%,资产结构基本保持稳定。

截至 2010 年底,公司流动资产规模达到 66.71 亿元,主要以货币资金(22.96%)、存货(21.57%)、应收账款(25.31%)、应收票据(11.90%)和预付款项(13.26%)为主。

图3 2010年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2010 年底,公司货币资金 15.31 亿元,较上年略有下降,主要以银行存款(占比 96.80%)为主。2010 年底,公司应收票据 7.94 亿元,同比增长 20.27%,全部为银行承兑汇票。2010 年,由于医药商业带来大规模新增应收款,公司应收账款规模快速增长,同比增长 56.86%。2010 年底,公司应收账款余额 16.88 亿元,账龄在 1 年以内的占到 99.58%,应收账款账龄较短。截至 2010 年底,公司预付款项为 8.85 亿元,账龄在 1 年以内的占 95.66%,基本上均为采购原材料款项。2010 年,公司存货同比增长 29.78%,主要是公司业务转型商业导致的库存商品增加及营业规模扩张导致的原材料及在产品增加。截至 2010 年底,公司存货为 14.42 亿元,主要有库存商品 7.48 亿元(占比 51.87%)、原材料 2.43 亿元(占比 16.85%)和在产品 3.02 亿元(占比 20.94%)构成。联合资信认为,公司流动资产主要以货币资金、存货及应收款项为主,流动性较强。

截至2010年底，公司非流动资产49.68亿元，构成主要以固定资产（占74.37%）、在建工程（占5.75%）和无形资产（占9.29%）为主。

2010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，同比增长64.11%。截至2010年底，公司长期股权投资为3.79亿元，2010年公司长期股权投资前5名合计2.21亿元（主要是历史形成股权投资差额1.63亿元、河北银行股份有限公司0.80亿元和山东格兰百克生物制药有限公司0.5亿元），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。截至2010年底，公司固定资产原值为65.39亿元，累计折旧28.45亿元，固定资产净额36.94亿元。从固定资产净额看，房屋建筑物占38.09%，机器设备占59.91%。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。截至2010年底，公司在建工程为2.86亿元（主要是维生公司技改项目、优金生物产业化项目和银湖输液项目等），无资本化借款利息。截至2010年底，公司无形资产原值6.09亿元，累计摊销1.47亿元，无形资产净值4.62亿元，其中土地使用权占69.48%。

截至2011年3月底，公司合并资产总额117.75亿元，较2010年底增长1.17%，主要源于流动资产中存货的小幅增长，公司资产构成基本保持稳定，流动资产占57.39%，非流动资产占42.61%。

综合来看，跟踪期内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。

所有者权益

2010年，随着公司经营规模的扩大，公司所有者权益稳定增长，同比增长17.65%。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2010年底，公司所有者权益45.12亿元，其构成为股本（占比4.91%）、资本公积（占比9.73%）、未分配利润（占比28.10%）以及少数股东权益（占比56.50%），实收资本占比偏低，对公司所有者权益稳定性带来不利影响。

2011年3月底，公司所有者权益47.70亿元，较上年末增长5.71%，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，公司所有者权益规模稳步增长，其中少数股东权益和未分配利润占比较大，稳定性一般。

负债

2010年，公司负债规模与资产规模基本保持同步增长趋势，同比增长18.68%，以流动负债为主。截至2010年底，公司负债总额71.27亿元，其中流动负债和非流动负债分别占61.67%和38.33%。随着长期有息债务规模的扩大，非流动负债占公司负债合计的比例有所提升，2009~2010年分别达到30.37%和56.90%，债务结构有所改善。

截至2010年底，公司流动负债为43.95亿元，较2009年底有所下降，主要源于短期借款规模下降所致，公司流动负债主要由短期借款（占13.00%）、应付账款（占43.52%）、应付票据（占15.98%）和应付短期融资券（占9.10%）。公司短期借款近两年来大幅减少，主要是由于公司发行的短期融资券及中期票据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，2009~2010年保持稳定增长。截至2010年底，公司应付账款19.13亿元，其中账龄在1年以内的占比77.61%，1~2年占比21.09%，公司应付账款账龄有所增长。截至2010年底，公司非流动负债规模27.32亿元，其中长期借款16.10亿元（占比58.95%）；应付债券6.00亿元（为公司2010年成功发行的中期票据，占比21.97%）。

2009~2010年，公司业务规模逐步扩大，

同时资产和负债增长幅度相当，公司整体债务水平基本保持稳定，2010年底资产负债率、全部债务资本化比率分别为61.23%和46.26%；进入2010年以来，由于长期债务规模增长较为明显且对短期债务有所替代，公司有息债务结构有所改善，长期债务资本化比率上升较快，2010年底达到32.88%。

截至2011年3月底，公司负债总额70.05亿元，较2010年底减少1.70%（主要为短期借款和应付票据减少所致），其中流动负债和非流动负债分别占58.19%和41.81%；公司全部债务37.97亿元，其中短期债务和长期债务分别占36.24%和63.76%，公司债务结构持续有所改善。2011年3月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率分别为59.49%、33.67%和44.32%。公司债务负担与2010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，长期债务占有息债务比重明显加大，有息债务结构有所改善。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2009~2010年，公司流动比率和速动比率均有所上升，2010年分别为151.78%和119.04%。由于公司存货的流动性较好，公司的短期支付能力较强。2011年3月底，公司流动比率和速动比率进一步提升，分别达到165.79%和128.16%。公司经营活动现金负债比有所下降，但2010年仍达到31.58%，经营性现金净额对流动负债保障较好。综合看，

公司短期支付能力较强。

从长期偿债能力指标看，2009~2010年，由于公司经营规模扩大，融资规模逐步加大，公司EBITDA利息倍数分别为16.86倍和14.70倍；全部债务/EBITDA倍数小幅上升，分别为1.98倍和2.19倍。总体看，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2011年3月底，公司共获得银行授信66.82亿元，其中未使用额度41.55亿元。公司下属子公司中国制药在香港联合交易所主板上市（1093.HK），公司直接融资渠道畅通。

或有负债方面，截至2011年3月底，公司对外担保余额2.92亿元（较上年同期下降0.50亿元），占公司净资产的6.12%，已全部发生逾期，全部为对石家庄东方热电集团有限公司及其全资子公司石家庄高新技术开发区热电煤气公司两家企业的担保。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厂各家借款银行协商贷款续贷事务，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。截至2011年3月底，公司已解除东方热电从建设银行和河北银行借款担保，未给公司造成任何损失。其他银行的贷款担保解除方案正在进一步的商洽过程中，预计近期将继续有部分担保解除。总体来看，公司未来面临的或有负债损失可能性较低。

表3 公司对外担保明细情况（单位：万元）

对外担保单位	借款银行	2011年3月底担保金额	担保期限	担保方式	反担保方式	状态
石家庄东方热电集团有限公司	工行建南支行	12399.70	2007.12.29-2008.12.28	连带责任保证	无反担保	逾期
	交通银行石家庄分行	1500.00	2008.07.03-2009.07.02	连带责任保证	无反担保	逾期
		3400.00	2008.06.30-2009.04.30	连带责任保证	无反担保	逾期
	中电投集团财务公司	3475.00	2008.04.24-2008.04.23	连带责任保证	无反担保	逾期
说明：此笔贷款原为民生银行石家庄分行贷款，后民生银行扣划525万，现余3475万，2008年底转让给中电投财务公司						
石家庄高新技术开发区热电煤气有限公司	工行桥东支行	1500.00	2007.08.24-2008.08.22	连带责任保证	无反担保	逾期

对外担保单位	借款银行	2011年3月底担保金额	担保期限	担保方式	反担保方式	状态
	工行桥东支行	1500.00	2007.09.26-2008.09.25	连带责任保证	无反担保	逾期
		1500.00	2007.10.30-2008.10.29	连带责任保证	无反担保	逾期
		1917.00	2007.12.31-2008.12.10	连带责任保证	无反担保	逾期
	农业银行	1000.00	2008.01.26-2009.01.25	连带责任保证	无反担保	逾期
		1000.00	2007.09.29-2008.09.28	连带责任保证	无反担保	逾期
合计		29191.70				

资料来源：公司提供

5. 对存续期内中期票据偿债能力分析

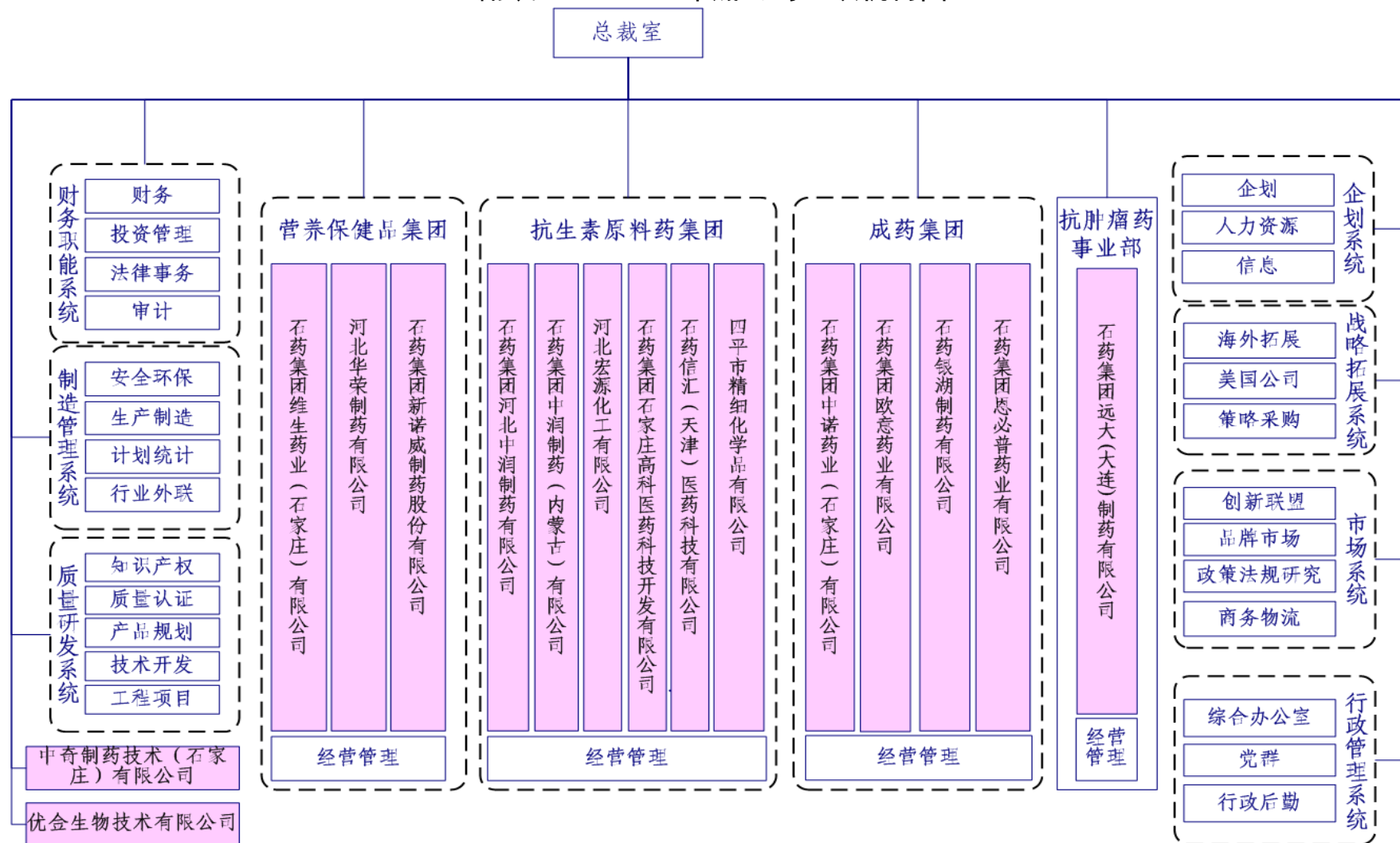
2010年，公司EBITDA为“10石药MTN1”和“11石药MTN1”发行额度的1.48倍，对两期中期票据的保障能力较强。

截至2011年3月底，公司现金类资产（货币资金+交易性金融资产+应收票据）为22.76亿元，是“10石药MTN1”和“11石药MTN1”发行额度的1.90倍，公司现金类资产对“10石药MTN1”和“11石药MTN1”保障能力强。

2010年，公司经营活动现金流入量为114.57亿元，经营活动产生的现金流量净额13.88亿元，分别为“10石药MTN1”和“11石药MTN1”的9.55倍和1.16倍，总体看，公司经营活动现金对“10石药MTN1”和“11石药MTN1”保障程度高。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“10石药MTN1”和“11石药MTN1”的信用等级为AA。

附表 1-1 2010 年底公司组织机构图



附表 1-2 2010 年底公司合并范围控股子公司

被投资企业全称	持股比例	是否合并
1、石药集团栾城生物医药产业投资有限公司	100.00%	是
2、石药集团新诺威制药股份有限公司	100.00%	是
3、石药集团欧意药业有限公司（含3个子公司）	100.00%	是
(1) 石药集团恩必普药业（石家庄）有限公司	100.00%	是
(2) 石药集团欧意进出口贸易有限公司	100.00%	是
(3) 石家庄制药集团华盛制药有限公司	100.00%	是
4、中国诗薇制药有限公司（含25个子公司）	100.00%	是
(1) 佳领投资有限公司	100.00%	是
(2) 建利投资有限公司（含1个子公司）	100.00%	是
①河北中诚信担保保证有限公司（含1个子公司）	100.00%	是
a.河北涵紫谷房地产开发有限公司	100.00%	是
(3) 香港中国制药集团有限公司（含21个子公司）	51.04%	是
①石药集团维生药业（石家庄）有限公司	100.00%	是
②河北宏源化工有限公司	100.00%	是
③香港金利通有限公司	100.00%	是
④内蒙古中兴源污水处理有限公司	100.00%	是
⑤石药集团中奇制药技术有限公司	100.00%	是
⑥石药集团河北中润制药有限公司（含4个子公司）	100.00%	是
a.河北中润生态环保有限公司	100.00%	是
b.石药集团石家庄高科医药科技开发有限公司	83.33%	是
c.石药信汇（天津）医药科技有限公司	90.00%	是
d.石药集团中诚医药物流有限公司	100.00%	是
⑦香港天轮投资有限公司（含1个子公司）	100.00%	是
a.河北华荣制药有限公司	50.00%	是
⑧石药集团中润制药(内蒙古)有限公司(含3个子公司)	100.00%	是
a.石药集团内蒙古中兴环保化工有限公司	100.00%	是
b.石药集团中抗糖业（内蒙古）有限公司	100.00%	是
c.石药集团内蒙古信汇制药有限公司	100.00%	是
⑨石药集团中诺药业(石家庄)有限公司(含1个子公司)	100.00%	是
a.石药银湖制药有限公司	90.00%	是
⑩四平市精细化学品有限公司	60.00%	是
⑪优金生物技术有限公司	65.00%	是
5、石药集团河北中诚医药有限公司(含1个控股子公司)	75.00%	是
(1) 河北爱普医药药材有限公司	70.00%	是
6、石药集团百克（烟台）生物制药技术有限公司	100.00%	是

注：公司持有河北华荣制药有限公司 50%的股份，河北华荣制药有限公司管理层由公司委任，河北华荣制药有限公司生产经营事务由公司决定，公司对河北华荣制药有限公司拥有实际控制权，故将河北华荣制药有限公司纳入公司合并报表范围。

附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：万元）

资产	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 3 月
流动资产：				
货币资金	167187.12	153134.01	-8.41	146401.57
交易性金融资产	56.59	48.72	-13.91	3149.96
短期投资				
应收票据	66014.35	79393.09	20.27	78061.46
应收账款	107639.02	168842.33	56.86	170484.29
预付款项	56727.82	88485.89	55.98	90400.57
应收利息				
应收股利				
其他应收款	10303.8	31953.26	210.11	32723.65
存货	110860.12	143871.18	29.78	153402.42
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产		1368.76		1159.27
流动资产合计	518788.83	667097.26	28.59	675783.18
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资				
长期应收款	250		-100.00	
长期股权投资	23123.66	37949.03	64.11	37949.03
固定资产	342798.27	369440.73	7.77	360778.02
在建工程	38380.99	28562.28	-25.58	41423.45
工程物资	272.8	165.91	-39.18	131.44
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	47221.76	46155.45	-2.26	47750.24
开发支出	774.75	1115.76	44.02	1119.76
商誉	8672	8672	0.00	8672
合并价差				
长期待摊费用	3775.43	4654.79	23.29	3850.66
递延所得税资产	0	68.73		64.99
其他非流动资产				
非流动资产合计	465269.66	496784.68	6.77	501739.59
资产总计	984058.49	1163881.94	18.27	1177522.77

附件 2-2 合并资产负债表（负债及权益）

（单位：万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 3 月
流动负债：				
短期借款	156000	57153.5	-63.36	46780
应付票据	35360	70233.58	98.62	50831.42
应付账款	154788.1	191261.85	23.56	194453.98
预收款项	16797.69	14900.13	-11.30	15403.93
应付职工薪酬	23800.73	24823.03	4.30	20547.87
应交税费	2465.79	1055.52	-57.19	-556.95
应付利息	61.51	20	-67.48	0
应付股利	1.93	1033.26	53436.79	1033.26
其他应付款	41954.92	38972.89	-7.11	39052.65
应付短期融资券	40000	40000	0.00	40000
其他流动负债	617.36	70.03	-88.66	67.05
流动负债合计	471848.01	439523.8	-6.85	407613.21
非流动负债：				
长期借款	100899.05	161002.69	59.57	182108.09
应付债券		60000		60000
长期应付款	19548.72	39101.74	100.02	38457.52
专项应付款	8215.29	13035.32	58.67	12360.73
预计负债				
非流动负债合计	128663.06	273139.74	112.29	292926.34
负债合计	600511.07	712663.54	18.68	700539.54
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	22136	22136	0.00	22136
资本公积	46129.21	43913.4	-4.80	43913.4
盈余公积	1333.07	648.03	-51.39	648.03
未分配利润	82671.97	126799.47	53.38	143223.64
外币报表折算差额	5069.19	2783.84	-45.08	2783.84
归属于母公司所有者权益合计	157339.45	196280.74	24.75	212704.91
少数股东权益	226193.49	254937.66	12.71	264278.31
所有者权益（或股东权益）合计	383532.93	451218.40	17.65	476983.22
负债和所有者权益（或股东权益）总计	984058.49	1163881.94	18.27	1177522.77

附件 3 合并利润表

(单位: 万元)

项 目	2009 年	2010 年	变动率(%)	11 年 1~3 月
一、营业收入	776182.77	1025771.14	32.16	296187.78
减: 营业成本	505126.3	720690.17	42.68	216822.79
营业税金及附加	1081.41	1432.8	32.49	1277.26
销售费用	74682.14	76356.1	2.24	20361.74
管理费用	75420.5	102249.27	35.57	24964.07
财务费用	12838.33	12751.28	-0.68	3808.64
资产减值损失	215.84	296.91	37.56	-24.94
加: 公允价值变动收益(损失以“一”号填列)	26.53	-7.88	-129.70	
投资收益(损失以“一”号填列)	407.18	1351.25	231.86	
二、营业利润(亏损以“一”号填列)	107251.95	113337.98	5.67	28978.22
加: 营业外收入	4191.76	7986.91	90.54	1391.56
减: 营业外支出	2104.48	8025.85	281.37	58.64
三、利润总额(亏损总额以“一”号填列)	109339.23	113299.04	3.62	30311.14
减: 所得税费用	17717.9	19143.3	8.04	4546.31
四、净利润(净亏损以“一”号填列)	91621.32	94155.74	2.77	25764.83
其中: 归属于母公司所有者的净利润	50673.28	51145.7	0.93	16424.17
少数股东损益	40948.04	43010.03	5.04	9340.65

附件 4 合并现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2009 年	2010 年	变动率(%)	11 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	811977.53	1033696.97	27.31	314894.12
收到的税费返还	2124.82	2622.78	23.44	4049.17
收到其他与经营活动有关的现金	96679	109414.19	13.17	38662.35
经营活动现金流入小计	910781.35	1145733.94	25.80	357605.65
购买商品、接受劳务支付的现金	425169.1	734541.92	72.76	228716.82
支付给职工以及为职工支付的现金	76990.13	84542.66	9.81	28201.26
支付的各项税费	49332.82	55702.11	12.91	17419.31
支付其他与经营活动有关的现金	171162.21	132150.48	-22.79	46104.74
经营活动现金流出小计	722654.26	1006937.18	39.34	320442.12
经营活动产生的现金流量净额	188127.09	138796.76	-26.22	37163.52
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	5.74	3245	56433.10	0
取得投资收益收到的现金	1.02	258.38	25231.37	0
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1051.23	226.72	-78.43	53.61
收到其他与投资活动有关的现金	67.64	4164.84	6057.36	54.37
投资活动现金流入小计	1125.63	7894.94	601.38	107.98
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	67702.59	83651.37	23.56	36311.13
投资支付的现金	35935.67	24679.51	-31.32	2801.25
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金	15124.01	4852.88	-67.91	612.65
投资活动现金流出小计	118762.27	113183.76	-4.70	39725.02
投资活动产生的现金流量净额	-117636.64	-105288.82	-10.50	-39617.04
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	7773.61	3487.98	-55.13	1275
取得借款收到的现金	254575.52	207988.3	-18.30	42359.9
收到其他与筹资活动有关的现金	50688.56	110283.77	117.57	5056.95
筹资活动现金流入小计	313037.68	321760.05	2.79	48691.85
偿还债务支付的现金	175050.68	306590.23	75.14	46423.63
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	65821.93	39267.94	-40.34	3318.83
支付其他与筹资活动有关的现金	53009.86	12764.84	-75.92	1042.58
筹资活动现金流出小计	293882.48	358623.01	22.03	50785.04
筹资活动产生的现金流量净额	19155.21	-36862.96	-292.44	-2093.2
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-156.06	-692.65	343.84	-144.06
五、现金及现金等价物净增加额	89801.71	-2662.37	-102.96	-4690.77
加: 期初现金及现金等价物余额	143711.88	233201.47	62.27	229153.81
六、期末现金及现金等价物余额	233513.59	230539.1	-1.27	224463.03

附件 5 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年 3 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	5.24	4.86	--
存货周转次数(次)	4.11	5.66	--
总资产周转次数(次)	0.85	0.96	--
现金收入比(%)	104.61	100.77	106.32
盈利能力			
营业利润率(%)	34.78	29.60	26.36
总资本收益率(%)	14.19	12.65	--
净资产收益率(%)	23.89	20.87	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	20.83	32.88	33.67
全部债务资本化比率(%)	46.42	46.26	44.32
资产负债率(%)	61.02	61.23	59.49
偿债能力			
流动比率(%)	109.95	151.78	165.79
速动比率(%)	86.45	119.04	128.16
经营现金流动负债比(%)	39.87	31.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	16.86	14.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.98	2.19	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.21	0.09	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	7.09	2.78	--

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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

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