

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 943 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责任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”、“11石药MTN1”、“13石药MTN1” AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月二十六日



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>

石药集团有限责任公司跟踪评级报告

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 ⁺
13 石药 MTN1	5 亿元	2013/03/20~2018/03/20	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 26 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	31.97	38.12	33.03	35.26
资产总额(亿元)	154.13	154.41	164.95	166.78
所有者权益(亿元)	53.14	66.62	76.02	82.52
长期债务(亿元)	30.86	32.62	30.98	27.00
全部债务(亿元)	68.03	56.43	51.89	48.62
营业收入(亿元)	131.73	133.70	144.38	51.55
利润总额(亿元)	3.85	17.20	10.60	4.08
EBITDA(亿元)	12.47	24.94	18.66	--
经营性净现金流(亿元)	7.48	10.03	17.41	7.54
营业利润率(%)	18.59	20.34	25.18	22.85
净资产收益率(%)	5.03	22.70	10.36	--
资产负债率(%)	65.52	56.85	53.91	50.52
全部债务资本化比率(%)	56.14	45.86	40.57	37.07
流动比率(%)	140.47	193.15	188.95	192.07
全部债务/EBITDA(倍)	5.46	2.26	2.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.17	9.90	6.82	--
经营现金流流动负债比(%)	11.33	19.23	31.06	--

注: 公司 2015 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

荣毅 杨学慧

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

跟踪期内, 石药集团有限责任公司(以下简称“公司”或“石药集团”)深化战略转型, 持续增加制剂药业务投入, 整体收入规模持续增长, 盈利能力进一步提高, 其具有自主知识产权的国家一类脑卒中治疗药物“恩必普”已经成为公司新的收入和利润增长点。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也注意到国内化学原料药市场景气度低, 公司医药流通业务利润率较低并且竞争激烈等因素给公司信用水平带来一定的不利影响。

未来随着原料药景气度的回升、公司制剂药产品和医药商业线上线下运营的不断推广, 公司经营规模和盈利能力有望得到进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑, 联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定, 并维持“10 石药 MTN1”、“11 石药 MTN1”、“13 石药 MTN1” AA⁺ 的信用等级。

优势

1. 公司是中国最大的“化学原料药生产基地”和“综合制剂生产基地”之一, 主导原料药产品生产规模世界领先, 拥有化学制剂药品近千个品种。
2. 跟踪期内, 在“恩必普”(丁苯酞)系列药物的支撑下, 公司收入规模持续增长, 盈利能力有所提高。
3. 公司现金类资产和经营活动现金流入量规模较大, 对存续期内债券的保障能力强。

关注

1. 公司主导产品维生素 C、青霉素系列等原料药产品价格持续低位运行, 对公司盈利存在一定负面影响。
2. 公司原料药业务对供应商依赖性强, 集中采购风险较大。

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）与石药集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与石药集团有限责任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，未因石药集团有限责任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责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于石药集团有限责任公司主体长期信用及存续期内的“10 石药 MTN1”、“11 石药 MTN1”和“13 石药 MTN1”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

石药集团有限责任公司（简称“石药集团”或“公司”）前身为石家庄制药集团有限公司，于 1998 年 3 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，公司更名为石药集团有限公司。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，经商务部批复，同意公司变更为外商投资企业。2009 年 12 月 15 日，公司股东变更为卓择有限公司（联想控股全资公司）。2013 年 2 月，公司更名为现名。2014 年 2 月，公司注册资本由 22316 万元人民币增加到 52316 万元人民币，唯一股东为卓择有限公司。2015 年 5 月 8 日，Hony Capital Fund III 将其持有的进扬有限公司 100% 的股权转让给联诚控股有限公司（受让 40% 的股权）和北京中宜和众投资管理中心（有限合伙）（受让 60% 的股权）。截至目前，公司

注册资本为 52136 万元，实际控制人为公司法人代表蔡东晨（产权情况见附件 1-1）。

公司经营范围：化学药品及中间体、生物药品、医药制剂、化工原料等。目前公司以大宗原料药和制剂药的生产销售为主营业务，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。

至 2015 年 3 月底，公司集团本部设有财务部、运营管理部、研发管理部、工程部等 9 个职能部门，同时石药集团设有药品、创新药、原材药、抗瘤药、医药商业、大健康 6 个事业部和 1 个研发中心（见附件 1-2）；公司拥有合并口径企业 47 家（见附件 1-3），包括 1 家香港上市红筹股公司——香港石药集团有限公司（原名“中国制药集团有限公司”，以下简称“香港石药”，公司持股 32.46%）。香港石药于 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，香港石药拥有多家制药企业，为石药集团的主要经营实体。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 164.95 亿元，所有者权益 76.02 亿元（含少数股东权益 43.59 亿元）；2014 年，公司实现营业收入 144.38 亿元，利润总额 10.60 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 166.78 亿元，所有者权益 82.52 亿元（含少数股东权益 46.77 亿元）；2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 51.55 亿元，利润总额 4.08 亿元。

公司住所：河北省石家庄市黄河大道 226 号；法定代表人：蔡东晨。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业

1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增长 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增长 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增长 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增长 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增长 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增长 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一

定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济分析

公司大宗原料药和制剂药的研发、制造和销售占收入的 60%左右，隶属于医药工业；医药商业业务占公司收入的 38%左右。

1. 医药工业概况

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，关系国计民生，具有刚性需求。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。

2014 年，中国医药制造业实现主营业务收入 23325.61 亿元，同比增长 12.94%，利润总额 2322.20 亿元，同比增长 12.09%，增长速度虽较前两年有所回落，但仍保持较高水平。2015 年一季度，中国医药制造业实现主营业务收入 5531.83 亿元，同比增长 9.51%，利润总额 556.37 亿元，同比增长 12.54%，总体保持了稳定增长的发展趋势。

总体看，中国医药行业规模增长迅速，随

着医疗改革体系逐渐成熟，中国医疗产业的经济效益呈现较好的发展态势。

化学原料药行业

目前中国化学原料药行业集中度较高，但由于产品结构以低端为主，且大部分原料药产能过剩严重，行业收益受国际市场波动及周期性波动影响明显，竞争激烈。2014 年原料药行业继续消化过剩的产能，盈利情况仍不容乐观。

青霉素是从青霉菌培养液中提制的药物，属于抗生素。青霉素产品链包括原料药、中间体和制剂。青霉素工业盐为最初级产品，是生产青霉素的重要原料。由于产能过剩、国际市场需求持续低迷以及国内对抗菌药物使用管理的加强，青霉素工业盐价格快速下跌，目前仍处于低位震荡的状态，产能过剩问题并没有根本解决。

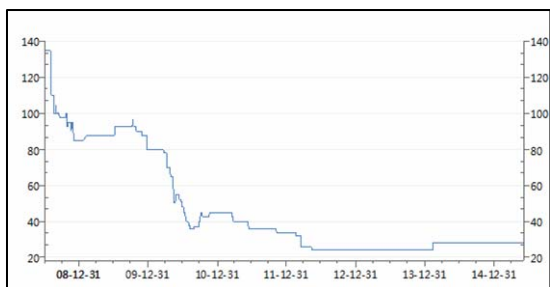
图 1 青霉素工业盐价格走势图（单位：元/BOU）



资料来源：Wind 资讯

维生素 C 主要用于人用食品和医药保健品（约占 95%），全球需求变化不大，其中 80% 由中国生产和出口。2012 年以来，中国维生素 C 产能过剩、国外客商囤货量饱和，出口数量和出口均年逐年下降，预计 2015 年中国维生素 C 价格行情和出口行情依然低迷。

图 2 维生素 C 价格走势图（单位：元/千克）



资料来源：Wind 资讯

化学制剂药行业

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。

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。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。

行业关注

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低。大部分医药产品技术含量低，新药研究开发能力较弱。同时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。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。

近年来中国继续深化医疗改革，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。

未来发展

从短期看，各级政府将逐渐加大对医改的资金支持，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。

2. 医药商业概况

中国城镇化、人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革的深入，释放了国内的医疗需求，并带动了药品需求的增长。2006年以来，中国药品流通行业销售额快速增长，其中2009至2011年增速均在20%以上，2012年起增幅呈回落态势。2014年受宏观环境影响，中国药品流通行业销售额增速低于2013年，为15.2%，但仍远高于中国GDP的增速。根据商务部发布的《2014年药品流通行业运行统计分析报告》，2014年，药品流通行业销售总额达15021亿元，同比增长15.2%，仍维持较快增长，但增速有所回落（增幅较2013年回落21.3个百分点）。其中药品零售市场销售总额3004亿元，同比增长9.1%，增幅回落2.9个百分点。

从药品流通行业运行效益来看，2014年，全国药品流通直报企业主营业务收入11321亿元，同比增长15.4%，增幅回落1.6个百分点；实现利润总额247亿元，同比增长14.8%，增幅回落1.2个百分点。行业平均毛利率6.8%，同比上升0.1个百分点。各级医院支付药品货款时间的周期依旧过长（2014年药品批发企业对公立医疗机构全年应收账款周转天数为122天）依然是阻碍医药流通企业运营效率的主要问题。国家食药监总局2014年5月公布了《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》，提升了企业开展互联网药品经营的积极性，推动医药电商企业快速扩容，截至2014年底，中国累计共有353家企业拥有食品药品监管部门发放的《互联网药品交易服务资格证书》，与2013年同期相比增加154家；医药电子商务的未来发展仍有较大的空间。

整体看，经济总量和消费水平的提升、人口总量的增长和社会老龄化程度的提高，导致药品需求呈上升趋势，市场不断扩容；中国作为全球最大的新兴医药市场，随着国家新医改的持续推进和行业管理后续政策及标准的出台，药品流通行业有望得到快速有序的发展；行业经过近20年的扩容发展和内部激烈竞争，集中度有望提升，企业效率和竞争力将进一步增强。

3. 区域经济环境

石家庄市为河北省省会，是中国最大的医药工业基地之一。根据近三年《石家庄市国民经济和社会发展统计公报》，2012~2014年石家庄市生产总值年均复合增长6.46%，2014年为5100.2亿元，按可比价计算，同比增长7.9%；其中，第一产业增加值增长2.6%，第二产业增加值增长7.1%，第三产业增加值增长9.9%，工业和服务业是石家庄主要支柱产业。

近三年，石家庄全市规模以上工业生产和效益快速增长，2014年全市规模以上工业企业实现增加值2071.7亿元，比上年增长8.0%，其中医药工业增长2.9%。2014年规模以上工业实现利润745.7亿元，比上年增长10.2%。

2012~2014年石家庄市全社会固定资产投资年均复合增长17.06%，2014年为5109.5亿元，比上年增长16.1%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资比上年增长20.2%，第二产业投资增长22.4%，第三产业投资增长10.4%。

截至2014年底，石家庄市常住人口1061.62万人，全年城镇居民人均可支配收入26071万元，比上年增长9.8%；农村居民人均可支配收入10542元，同比增长9.9%。

总体看，石家庄市区域经济实力持续增强，

医药工业发展稳定，固定资产投资力度逐年加大，城镇居民生活水平的提高，为公司发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 企业规模

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 2015 年 3 月底公司维生素 C 年生产能力达 45000 万吨，青霉素系列原料药年生产能力达 5500 万吨，7-ACA 年生产规模达 2000 吨，阿莫西林年生产能力达 2500 吨，咖啡因年生产能力达 12000 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 100 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，2 个产品单品种销售过十亿元，产品销售遍及全国和世界 60 多个国家和地区。

截至 2015 年 3 月底，石药集团拥有员工 19145 人，拥有合并口径企业 47 家，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石药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。截至 2014 年底，香港石药总资产 125.01 亿港元，资产净值 80.79 亿港元；2014 年实现收入 109.55 亿港元，较 2013 年增长 10.11%。

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. 产权关系

截至目前，公司注册资本为 52136 万元，公司控股股东为卓择有限公司，实际控制人是公司法人蔡东晨。（公司股权结构图见附件 1-1）。

3. 技术水平

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，公司先后联合国内高校成立创新战略联盟华为研究室。截至 2015 年 3 月底，已申请国家专利 428 项，已获得授权 262 项；其中发明专利申请 375 项，授权 210 项；PCT 国际专利申请 27 项，累计指定进入 225 个国家，其中已在 171 个国家授权。公司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。2014 年，公司共计取得生产批件 7 个，专利申请 25 项，国内专利授权 21 项。

截至 2015 年 3 月底，石药集团共计承担国家“十一五”重大新药创制专项课题 12 项，863 项目 1 项，科技支撑项目 9 项；“十二五”重大专项课题 23 项，973 课题 2 项，国合项目 1 项。石药集团在研新项目 180 余项，其中国家一类新药 14 项；三类新药 46 项；五类新药 10 项；六类新药 80 项；新辅料 3 项；保健食品 16 项；ANDA 产品 17 项，涉及抗感染、心脑血管、糖尿病、精神神经和抗肿瘤药等多个领域。

在产品质量方面，截至 2014 年底，石药集团已经完成 30 项新版 GMP 认证；取得 16 张 CEP 证书和 33 个 DMF 登记号；维生素 C 钠原料药和口服固体制剂 10 个产品顺利通过美国 FDA 现场检查；盐酸曲马多片、盐酸二甲双胍缓释片、盐酸多奈哌齐片获得 ANDA（仿制药在美国注册）文号；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，公司近三年的研发投入均保持在收入规模的 5% 左右，公司对科技研发重视程度较高。

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。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司深化转型改革，主营业务板块未发生变化，但制剂药占整体收入比重提高 11.37 个百分点至 43.87%，原料药占比下降至 15.62%。公司 2014 年收入较 2013 年增长 7.95%，为 144.38 亿元。2015 年 1 季度，公司实现营业收入 51.55 亿元，同比增长 45.01%，占 2014 年全年的 35.70%。

毛利率方面，跟踪期内，原料药行业持续消化过剩的产能，公司原料药各细分品种的毛利率均有所回升但仍处于较低水平，具体来看：青霉素系列产品毛利率受中间体 7-ACA 价格上涨的影响回升至 13.72%；头孢菌素系列产品受原材料中农副产品成本下降的影响，毛利率 14.59%；维生素 C 系列产品 2014 年恢复至 0.07%。制剂药方面：随着制剂产品中高附加值药物销售收入不断提高，2014 年制剂药板块毛利率已上升至 49.35%。跟踪期内，医药商业快速扩张整合时期，毛利率下降至 5.55%，略低于行业平均水平（约 7%）。2015 年 1 季度，除维生素 C 系列依旧维持在低水平外，公司原料药其他细分项目的毛利率有提高，公司原料药毛利率整体走强，较 2014 年上升 4.44 个百分点；由于当期毛利率较高的制剂药占比下降，公司 2015 年一季度毛利率为 23.50%。

总体看，跟踪期内，原料药行业景气度好转，公司原料药板块毛利率回升，而制剂板块及医药商业板块日益整合及规模效应显现，成为公司主要的收入来源，且毛利率持续提升；受此影响，公司整体毛利率有所上升。

表 1 公司营业收入构成及毛利率（单位：万元）

类别		2013 年			2014 年			2015 年 1-3 月		
		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	97389	7.28%	8.11%	66938	4.64%	13.72%	17821	3.46%	14.50%
	头孢菌素系列	95874	7.17%	9.59%	80965	5.61%	14.59%	18201	3.53%	30.31%
	维生素 C 系列	88198	6.60%	-5.45%	77597	5.37%	0.07%	22772	4.42%	0.01%
	合计	281461	21.05%	4.36%	225500	15.62%	9.34%	58794	11.41%	13.78%
制剂药（成药）		434554	32.50%	43.98%	633453	43.87%	49.35%	147286	28.57%	58.42%
医药商业		527529	39.45%	8.33%	545811	37.80%	5.55%	295177	57.26%	7.77%
其他		93499	7.00%	34.79%	39049	2.71%	26.56%	14204	2.76%	28.32%
合计		1337043	100.00%	20.93%	1443813	100.00%	25.93%	515461	100%	23.50%

资料来源：公司提供

注：公司其他业务主要包括部分材料销售、保健品（包括果维康）销售等。

2. 医药工业

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，截至 2015 年 3 月底，公司维生素 C 年生产能力达 45000 万吨，青霉素系列原料药年生产能力达 5500 万吨，7-ACA 年生产规模达 2000 吨，阿莫西林年生产能力达 2500 吨，咖啡因年生产能力达 12000 吨，生产能力均居世界第一位。

从下属企业经营看，公司依托香港石药下属子公司进行运营，其中石药集团维生素业（石家庄）有限公司（以下简称“维生药业”）、石药集团中诺药业（石家庄）有限公司（以下简

称“中诺药业”）是公司收入和利润的主要贡献者。②石药集团新诺威制药股份有限公司（以下简称“新诺威制药”）是主要从事黄嘌呤类原料药的生产和销售，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，新诺威公司也是公司原料药收入的重要来源。2014 年维生制药的净利润和利润总额持续为负，均为-0.78 亿元，较 2013 年相比，亏损面收窄。

表 2 近年来公司主要原料药公司财务指标（单位：万元）

公司	主要产品	2013 年			2014 年		
		营业收入	总资产	净资产	营业收入	总资产	净资产
维生药业	维生素 C 及其系列产品	89297	200402	131508	99886	182831	108243
中诺药业	青霉素类、头孢菌类产品及制剂成药	322383	467547	195738	319842	460912	213318
新诺威制药	黄嘌呤系列产品（咖啡因、茶碱等）	50359	54372	33454	50087	60792	40348

资料来源：公司提供

从产品年均售价看，近年来原料药价格整体呈下降趋势，2014 年微有回升，其中公司主打产品维生素 C 系列售价一直处于低位。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

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，公司拥有化学制剂药品近千个品种，代表产品阿莫西林胶囊、头孢曲松钠、青霉素钠、头孢唑啉钠、恩必普、丁苯酞胶囊等，具有较高的知名度及市场占有率。

截至 2015 年 3 月底，公司年生产能力达到粉针剂 30 亿支、片剂 200 亿片、胶囊 100 亿粒、软胶囊 10 亿粒，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“综合制剂生产基地”之一。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（丁苯酞）是目前全球第一个以“缺血性脑卒中治疗”为主要适应症的全新化学药物。2009 年，丁苯酞原料及软胶囊项目荣获国家科技最高奖项“国家

科技进步二等奖”；丁苯酞软胶囊纳入“国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录”，并成为《国家处方集》脑血管病指导用药之一；目前恩必普胶囊被纳入全国医保，恩必普注射液已进入 5 个省份的医保范围；2013 年恩必普销售收入（不含税）已超过 8 亿元，利润总额 4 亿元，是公司可持续的收入和利润增长点。2012 年 1 月，公司玄宁目荣获国家技术发明奖二等奖，此项目先后申请发明专利 11 项，获得 7 项国内发明专利授权，1 项美国 PCT 发明专利授权。自“玄宁”自上市以来，取得了良好的社会效益和经济效益，先后获得河北省十大优秀发明奖、河北省科技进步奖、十七届全国发明展览会金奖；目前“玄宁”已成为治疗高血压的著名品牌，被列入国家医保目录，在解放军总医院、上海长征医院等国内知名医院临床使用，医患反响良好。目前石药集团有 30 个产品单品种销售过亿元。

从下属企业经营看，公司主要从事制剂药生产的企业为香港石药下属子公司中诺药业和石药集团欧意药业有限公司（以下简称“欧意药业”），其中包括全资子公司石药集团恩必普

药业（石家庄）有限公司（以下简称“恩必普药业”）近三年，恩必普药业营业收入逐年大幅上升，复合年均增长率为39.98%；2014年恩必

普系列销售收入（不含税）已超过10亿元，利润总额约5亿元，成为公司可持续的收入和利润增长点。

表3 近年来主要制剂药公司财务指标（单位：万元）

公司	主要产品	2013 年			2014 年		
		营业收入	总资产	净资产	营业收入	总资产	净资产
中诺药业	抗生素制剂、青霉素系列、头孢系列、酶系列和碳氢霉烯类	322383	467547	195738	319842	460912	213318
欧意药业	半合剂系列、解热镇痛系列、心脑血管系列、代谢类药物系列等四大系列	174107	173421	76300	218819	224408	125016
恩必普药业	心脑血管系统用药及抗病毒药物	80670	131624	104522	113648	169607	150969

资料来源：公司提供

表4 近年来主要制剂药价格情况

主要产品平均单价（不含税）	单位	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
头孢拉定粉针（0.5g）	元/支	0.58	0.58	0.62	0.64
头孢唑啉钠粉针（0.5g）	元/支	0.58	0.57	0.57	0.60
阿莫西林胶囊（0.25*50 粒）	元/盒	3.25	3.52	3.06	3.83
丁苯酞胶囊	元/盒	175.47	171.98	171.46	171.58
丁苯酞（注射液）	元/瓶	239.98	239.48	238.93	238.84
欧来宁胶囊（24 粒）	元/盒	31.56	29.82	29.45	30.34
欧来宁胶囊（12 粒）	元/盒	13.62	12.59	13.45	13.05
欧来宁（注射用）	元/支	21.52	18.44	16.31	15.94
玄宁 14 片	元/盒	14.53	17.47	15.62	16.06

资料来源：公司提供

主要原料采购

跟踪期内，公司的采购政策、原材料采购种类和原材料主要供应商无重大变化；随公司原料药占比的下降，公司农副产品采购量有所下降，化工产品采购量有所波动。价格方面，近年国家屡次提高小麦的收购价格，其副产品液糖的采购均价呈现上升趋势；山梨醇价格与玉米市场价同向变动，与玉米收储量反向相关；

随着大豆总产量的逐年提高，豆油的价格逐年下降。2015 年一季度，农副产品采购价格保持 2014 年的趋势。公司石化产品原材料价格随呈国际油价波动而，2014 年下半年以来油价的巨幅下跌导致化工产品采购价格在 2015 年一季度大幅下降。总体来看，跟踪期内公司原料药总采购成本下降，释放了原料药部分利润空间。

表5 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（吨）				平均采购价格（元/吨）			
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
农副产品								
液糖	85491.00	74336.00	64290.00	23192.00	2162.00	2073.00	2281.00	2363.00
山梨醇	97098.00	91448.00	87744.00	23970.00	3520.00	2784.00	2919.00	3187.00
豆油	16291.00	12864.00	12330.00	4550.00	9561.00	7990.00	6762.00	5898.00
化工产品								

丙酮	6082.00	3453.30	3525.30	956.00	7733.38	8840.00	9126.00	5710.00
正丁醇	929.00	1055.45	799.23	148.66	10307.26	9640.00	8412.00	6470.00
异丙醇	905.00	420.70	331.16	122.00	9359.20	9790.00	8412.00	6868.00

资料来源：公司提供

制剂药方面，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。制剂成药原材料的供应价格总体平稳，波动幅度不大。

总体看，跟踪期内公司原材料的总采购成本整体呈下降趋势，释放了公司利润空间，对公司盈利水平形成一定促进作用。公司对供应商依赖性强，存在集中采购风险。

产品销售体系和定价策略

跟踪期内，公司自有医药工业生产销售模式基本无变化，主要由生产企业自行销售，对公司医药商业企业的销售持续采用市场化模式运作。

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；准新药及 OTC 产品，由于其毛利较高，故主要采用的是自主灵活定价的策略。公司原料药的客户较分散，2014 年维生素 C、青霉素前五位客户销售额分别约占销售收入的 25%、30%。

制剂成药方面，恩必普公司负责国家一类新药丁苯酞的销售管理，定价方式为在国家限定的价格内自主定价；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；中诺公司负责阿莫西林胶囊、头孢唑林钠粉针、青霉素钠粉针、氨苄西林钠粉针、头孢拉定粉针等产品销售，定价方式为在国家限定的价格内市场竞争定价。公司制剂药的客户分散度较高，2014 年恩必普、欧意、中诺的前五位客户销售额分别约占其销售收入的 35%、10%和

10%。

国内销售方面，截至 2015 年 3 月底，中诺药业 OTC 体系已在全国 31 个省、市、自治区设立了 41 个分销机构，目前已拥有覆盖全国 3 万多家大型药店 OTC 终端营销网络；中诺基普药体系设立了 26 个分销机构，目前已拥有 1 千多家商业渠道网络；中诺新药代理体系设立了 20 个分销机构，目前产品已覆盖近千家医院。国内网络销售渠道目前已建立，公司分别于 2014 年 7 月份入驻天猫，于 2015 年 1 月入驻京东、1 号店、八百方等平台，于 2015 年 4 月入驻天猫保健品旗舰店。2014 年和 2015 年 1~4 月，公司在电商线上含税销售额分别为 200 万元、250 万元。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。

3. 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 66.74%，以下简称“中诚公司”）进行经营管理。跟踪期内，中诚公司新建石药集团中诚大药房（持股 100%），覆盖河北全省终端的销售网络已经全面铺开。

采购方面，中诚公司已经引进云南白药、上海强生、同仁堂等众多知名医药工业企业 180 多家，签订省级一级经销或代理协议。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 88%。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。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。

联合资信认为，公司医药商业的发展有助于提高品牌优势、拉动医药工业的销售；省级物流中心的建设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。

总体看，跟踪期内，公司战略转型日见成效，产业链得以优化和延伸，抵御市场风险能力不断增强。

4. 经营效率

2012~2014 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数平均值分别是 4.13 次、4.21 次、0.89 次，2014 年底以上值分别为 4.27 次、4.00 次、0.90 次。总体看，公司经营效率一般。

5. 在建工程及未来发展

截至 2015 年 3 月底，公司拥有在建工程 7 个，主要是欧意（5 个）、中诺果维康片剂和中诺青霉素类口服固体制剂的搬迁技改项目，总投资 10.34 亿元，全部为自筹资金，截至目前为止已累计投资 7.41 亿元，已投资比例超过 70%，2015 年年底基本投资完毕，具体情况如下。

表 6 截至 2015 年 3 月底公司在建工程情况（单位：万元）

序号	项目名称	项目内容	计划总投资额	累计已投资额	投资计划	
					2015 年	2016 年
1	欧意多柔比星脂质体抗肿瘤 FDA 生产中心项目	建设脂质体制剂车间	18000	13000	5000	0
2	欧意水针软胶囊口服液车间搬迁项目	建设水针软胶囊口服液车间	10524	9000	1524	0
3	欧意药业非青口服固体制剂搬迁扩产升级改造项目	建设非青口服固体制剂车间	13988	10000	2000	1988
4	欧意药业原料药搬迁扩产项目升级改造项目	建设原料药产量一期 566 吨/年（预留二期 210 吨/年）的生产车间	20770	18000	2000	770
5	欧意头孢制剂搬迁升级改造（暨头孢唑兰冻干粉针新产品产业化）项目	建设头孢口服固体制剂、冻干粉针、分装粉针生产线及立体仓库	9100	7000	2100	0
6	果维康片剂搬迁及新建饮料线项目（中诺）	建设占地面积约 1600 平米的生产厂房一间，建筑面积约 4800 平米的果维康饮料及果维康片剂为一体的生产车间，	5254	5050	204	0
7	100 亿青霉素类口服固体制剂搬迁改造项目（中诺）	建设生产能力为 100 亿粒（片、袋）/年的青霉素类口服固体制剂车间	25777	12000	13100	677
合计			103413	74050	25928	3435

资料来源：公司提供

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。根据公司发展战略，公司计划投资原料药搬迁扩产、恩必普扩产、抗肿瘤新药制剂

产业化、保健新品产业化等 8 个项目，总投资 46.80 亿元。目前医药行业发展较为趋缓，且公司现有产能可满足生产需求，以上项目公司将择机进行投资建设，公司未来对外融资需求较低。

表 7 公司未来投资计划（单位：万元）

序号	项目名称	计划总投资额	投资计划				
			2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
1	中诺药业青霉素粉针搬迁扩产升级项目	15000	5000	9000	1000	0	0
2	中诺药业中润生产区原料药搬迁扩产升级改造项目	80000	--	20000	35000	15000	10000
3	华荣公司原料药搬迁扩产升级改造项目	12000	--	3000	8000	1000	0
4	碳青霉烯类高端抗生素 FDA 生产中心项目	40000	--	12000	20000	8000	0
5	抗肿瘤新药制剂产业化项目	200000	--	40000	80000	60000	20000
6	欧意药业有限公司甲磺酸伊马替尼新药产业化项目	22000	--	1000	10000	2000	0
7	恩必普药业年产 5 亿粒软胶囊、1000 万瓶输液扩产项目	49000	--	28000	19000	2000	0
8	医药及保健新产品产业化项目	50000	3800	25000	18000	3200	0
合计		468000	8800	138000	191000	91200	30000

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

公司于 2010 年发行了“10 石药 MTN1”，募集资金 6 亿元，其中 2.4 亿元用来置换银行借款，2.4 亿元用来建设工程项目，1.2 亿元用来补充运营资金；于 2011 年发行了“11 石药 MTN1”，募集资金 6 亿元，其中 2 亿元用来置换银行借款，4 亿元用来建设工程项目；于 2013 年 3 月发行了“13 石药 MTN1”，募集资金 5 亿元，其中 2 亿元用来置换银行借款，3 亿元用来补充运营资金。截至 2015 年 3 月底，上述募集资金已全部使用完毕。

九、财务分析

公司提供的 2014 年的财务报表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。2015 年一季度财务报表未经审计。

2014 年，公司报告合并范围新增河北中诚信融资租赁有限公司（2014 年 6 月成立，注册资本 6 亿元，以下简称“中诚信融资租赁公司”）、石家庄市中弘和信小额贷款有限公司（2014 年 6 月成立，注册资本 10 亿元，以下简称“弘和信小贷公司”）、石家庄中润环保科技有限公司、石药集团迈迪生（加纳）有限公司；2015 年一季度合并范围未发生变动。总体看，公司合并范围的变化，对财务数据的可

比性影响不大。

弘和信小贷公司约有 60%的业务是对石药集团合并范围内的公司进行；自成立以来，累计发放贷款 386 笔，发放贷款金额为 118407.39 万元，未发生过贷款逾期；截至 2015 年 3 月底，处于存续期的贷款 166 笔，贷款余额 84031.79 万元（对集团外公司贷款余额 37090.82 万元），以 100 万以内、存续期 6~12 个月的贷款为主。截止 2015 年 3 月底，中诚信融资租赁公司已签订融资租赁合同 2 笔，合同金额合计 3.7 亿元，业务规模较小，客户未出现逾期情况。

表 8 小贷公司和融资租赁公司 2014 年情况

（单位：万元）

项目	河北中诚信融资租赁有限公司	石家庄市中弘和信小额贷款有限公司
资产总额	36064.58	101608.10
所有者权益总额	30046.24	101019.29
营业收入	319.09	314.27
利润总额	69.53	1359.05

资料来源：公司提供

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 164.95 亿元，所有者权益 76.02 亿元（含少数股东权益 43.59 亿元）；2014 年，公司实现营业收入 144.38 亿元，利润总额 10.60 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 166.78 亿元，所有者权益 82.52 亿元（含少数股东权益 46.77 亿元）；2015 年 1~3 月，公司实现

营业收入51.55亿元，利润总额4.08亿元。

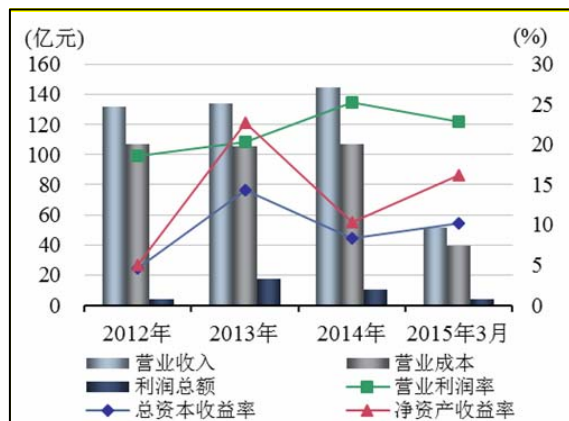
1. 盈利能力

2014年，受公司制剂药板块规模的扩大，公司实现营业收入144.38亿元，较上年增长7.99%。同期，受电力成本提高以及创新药成本上升等因素影响，公司营业成本同比增长1.16%，低于收入增速6.83个百分点。受收入增长较快影响，公司营业利润率上升4.84个百分点至25.18%。

从期间费用来看，跟踪期内公司期间费用占营业收入的比重与2013小幅上升2.20个百分点，为18.69%，所占比重较大，公司期间费用控制能力有待提升。

从主要盈利指标看，2013年公司受非经常性投资收益影响较大，2014年与2012年指标可比性较强；2014年公司总资本收益率和净资产收益率分别为8.30%和10.36%，分别较2012年上升3.59个和5.33个百分点，盈利能力有提升。2015年1~3月，公司实现营业收入51.55亿元，为2014年全年的35.70%；实现营业利润及利润总额4.04亿元和4.08亿元，公司营业利润率较2014年有所提高。

图3 2012年~2015年1季度公司主要盈利指标情况



资料来源：公司财务报表

总体看，跟踪期内，公司原料药板块收入占比下降但盈利能力回升；同期制剂药板块收入水平及盈利能力不断加强；医药商业板块收入占比扩大，公司整体盈利能力有所提升。

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。跟踪期内经营活动产生的现金流入量、流出量随业务规模的扩大而增加，2014年流入量为162.54亿元（同比增长18.37%、流出量145.13亿元（同比增长13.18%）；经营活动产生的现金净流量因公司总采购成本的下降而增加，2014年为17.41亿元。2014年，受预售款项的增加和应收票据的减少，公司收入实现质量有所提高，现金收入比同比大幅上升9.53个百分点，为108.66%。

投资活动方面，跟踪期内，公司大多数项目仍处于建设期，在建工程投资支出保持较大规模，2014年支出6.80亿元；由于与香港石药股东往来款增加及新建小额贷款和租赁公司，2014年公司支付其他与投资相关的现金14.88亿元；2014年公司投资活动产生的现金流量净额为-17.87亿元。

筹资活动方面，2014年公司经营性净现金流较为充足，基本可以满足正常经营中投资活动现金流支出，公司2014年筹资活动现金流净额为-5.44亿元，未来公司对外融资需求较低。

2015年1~3月份，公司销售商品、提供劳务收到的现金流入量为37.63亿元，经营活动产生的现金流量净额为7.54亿元，为2014年全年的43.28%；现金收入比为72.99%，较2014年全年下降35.67个百分点。2015年1~3月份公司筹资活动现金表现为净流出，净流出金额为3.29亿元；其中偿还债务支付的现金4.54亿元，是筹资活动最主要的现金流出项目。

总体来看，跟踪期内，随着近年来公司业务经营规模的扩大，公司经营活动现金流入保持较大规模，对外融资需求较低。

3. 资本及债务结构

资产

截至2014年底，在固定资产和在建工程的推动下，公司资产规模同比增长6.83%至164.95亿元；其中非流动资产占35.79%，占比有所提升，但公司依旧以流动资产为主。

2014年公司流动资产规模较2013年增加5.14%，公司流动资产规模达到至105.91亿元，构成以存货（占24.56%）、货币资金（占20.05%）、应收账款（占22.17%）和其他应收款（占13.45%）为主；增加主要来自公司与股东联诚控股有限公司、鼎大集团有限公司等的往来款增加9.25亿元（账期在一年以内）；受投资活动现金流出量较大的影响，截止2014年底，公司货币资金同比降低20.46%，为21.24亿元（含1.03亿元受限资金），主要为银行存款（占比97.40%），公司可支配资金充裕且稳定。

截至2014年底，公司非流动资产59.04亿元，同比增长9.98%，构成主要以固定资产（占66.22%）、无形资产（占8.71%）、在建工程（占9.13%）为主。随工程建设和完工，截至2014年底，公司固定资产净值（同比增长2.05%至39.10亿元）和在建工程均有所增加。截至2014年底，公司固定资产净额39.10亿元（原值为75.49亿元，累计折旧37.30亿元），其中机器设备占53.31%，房屋建筑物占40.98%，公司固定资产质量良好，未计提固定资产减值准备。截至2014年底，公司在建工程为5.39亿元，同比增长36.08%，无借款资本化利息。2014年6月，公司成立弘和信小贷公司，截至2014年底，公司发放贷款及垫款2.78亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额166.78亿元，资产规模和资产构成基本保持与2014年底相比变化不大；其中流动资产占63.79%，非流动资产占36.21%。

综合来看，跟踪期内，随公司经营规模的扩大，公司资产规模相应增加。公司流动资产中货币资金、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

跟踪期内，受股东增资3.00亿元及公司未分配利润和少数股东权益合计的增长，公司所有者权益有所增长。截至2013年底，公司所有者权益66.62亿元，较2012年增长25.36%，其中，归属于母公司所有者权益占72.16%，归属于母公司所有者权益中股本（占比4.60%）、资本公积（占比23.99%）、未分配利润（占比72.75%）。公司权益结构稳定性较弱。

截至2015年3月底，公司所有者权益82.52亿元，较上年末增长8.56%，主要源于未分配利润的增长，权益构成总体未发生实质性变化。

综合看，跟踪期内公司所有者权益规模稳步增长，但其中少数股东权益和未分配利润占比较大，稳定性较弱。

负债

跟踪期内，公司负债规模较2013年小幅增长下降1.30%，截至2014年底，公司负债总额88.93亿元（同比增长1.30%），其中流动负债和非流动负债分别占63.03%和36.97%，公司以流动负债为主。

截至2014年底，公司流动负债为56.05亿元，较2013年底增长7.48%，主要源于短期借款的小幅增长，公司流动负债主要由短期借款（占24.37%）、应付账款（占40.50%）和应付票据（占12.84%）构成。2014年，公司增加短期借款来补充运营资金和建设投入，同时调整债务结构。截至2014年底，公司短期借款13.66亿元，其中信用借款和担保借款分别占75.23%和24.52%。

截至2014年底，公司非流动负债32.88亿元，同比下降7.75%，减少主要源于长期借款的下降，构成主要由应付债券（占66.91%）和长期借款（占27.31%）构成。2014年，公司调整债务结构，长期借款同比下降15.42%至8.98亿元，全部为信用借款。

截至2014年底，公司有息债务规模51.89

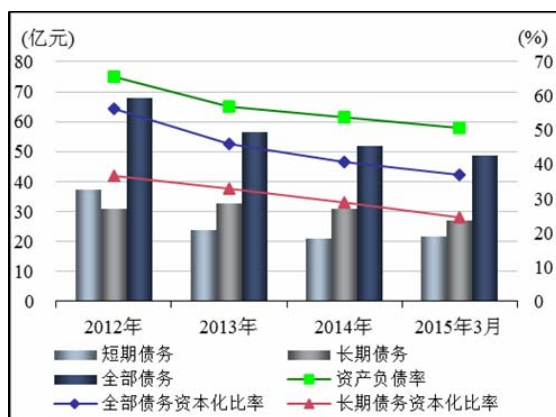
亿元，较2013年底下降8.04%，主要是应付短期融资券和长期借款规模有所下降；构成方面，短期债务占40.29%，长期债务占59.71%。

2014年公司负债增长慢于资产规模增长，因此公司整体资产负债率、全部债务资本化比率有分别较2013年底下降6.33个、5.29个百分点，2014年底上述两项指标值分别为53.91%和40.57%。

截至2015年3月底，公司负债总额84.25亿元，较2014年底下降5.26%，其中流动负债和非流动负债分别占65.75%和34.25%，公司流动负债比重较2014年底小幅增长，负债构成总体未发生实质性变化。截至2015年3月底，公司全部债务48.62亿元，较2014年底下降6.30%，主要由于公司一年内到期的非流动负债减少所致，受此影响，短期债务占比上升4.18个百分点，为44.47%，长期债务占55.53%。

截至2015年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为50.52%、37.07%和24.65%，较2014年底相比分别下降3.39个百分点、3.5个百分点和4.3个百分点。

图4 2012年~2015年1季度公司债务指标情况



资料来源：公司财务报表

总体看，跟踪期内公司负债规模小幅上升，有息债务规模有所下降，整体债务负担较轻，债务结构基本合理。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，跟踪期内，主要由于存货占比较大、货币资金下降同时短期借款上升，截至2014年底，公司流动比率较2013年降低4.2个百分点，速动比率较2013年增长2.16个百分点，分别为188.95%和142.54%。截至2015年3月底，公司流动比率和速动比率小幅提高，指标分别为192.07%和144.86%。跟踪期内，公司经营现金流动负债比大幅上升12.37个百分点，2014年为31.06%，经营性现金净额对流动负债保障能力有所提升。综合看，公司短期支付能力良好。

从长期偿债能力指标看，2014年公司EBITDA为18.66亿元，EBITDA利息倍数为6.82倍，全部债务/EBITDA倍数为2.78倍。总体看，公司EBITDA对利息和全部债务的覆盖程度好，整体债务保障能力强。

或有负债方面，截至2015年3月底，公司对外担保余额为2.01亿元，担保比率为2.64%。对外担保企业目前生产经营正常，未发生过延期支付贷款本息的情况，公司或有负债风险较低。

公司长期与银行保持着良好的合作关系。截至2015年3月底，公司共获得银行授信102.42亿元，其中未使用额度约为84.74亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，公司子公司香港石药为港股上市公司，拥有直接融资渠道。

表9 截至2015年3月公司对外担保情况（单位：万元）

对外担保单位	2014年3月底担保金额	担保期限
河北远征药业有限公司	7600.00	2014.12.15-2015.12.15
河北华润药业有限公司	2500.00	2014.05.28-2015.05.28
石家庄华奥化工有限公司	200.00	2014.12.30-2015.12.30
河北华润铝制品有限公司	2500.00	2014.12.15-2015.12.15
金环建设集团有限公司	8000.00	2015.03.30-2016.03.30

对外担保单位	2014 年 3 月底担保金额	担保期限
石家庄金星包装有限公司	800.00	2014.09.26-2015.09.25
合计	20100.00	

资料来源：公司提供

5. 存续期债券偿还能力分析

公司目前处于存续期一年内到期债券为“10石药MTN1”，额度为6亿元。截至2015年3月底，公司现金类资产合计35.26亿元，为“10石药MTN1”的5.88倍。公司2014年经营活动现金流入量为“10石药MTN1”的27.09倍，经营活动现金流量净额为“10石药MTN1”的2.90倍。总体看，公司现金类资产充足、经营活动现金流入量较大，对“10石药MTN1”覆盖倍数较高。

公司目前处于存续期一年后到期债券合计11亿元（包括“11石药MTN1”额度6亿元、“13石药MTN1”额度5亿元），公司2014EBITDA为一年后到期债券发行额度的1.70倍，经营活动现金流入量为一年后到期债券发行额度的14.78倍，经营活动现金流量净额为一年后待偿还债券的1.58倍。总体看，经营活动现金流入规模较大，对存续期中长期债券保障程度高。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业基本信用信息报告》（机构信用代码：G10130103000000150C），截至2014年6月2日，公司无不良信贷信息记录。

7. 抗风险能力

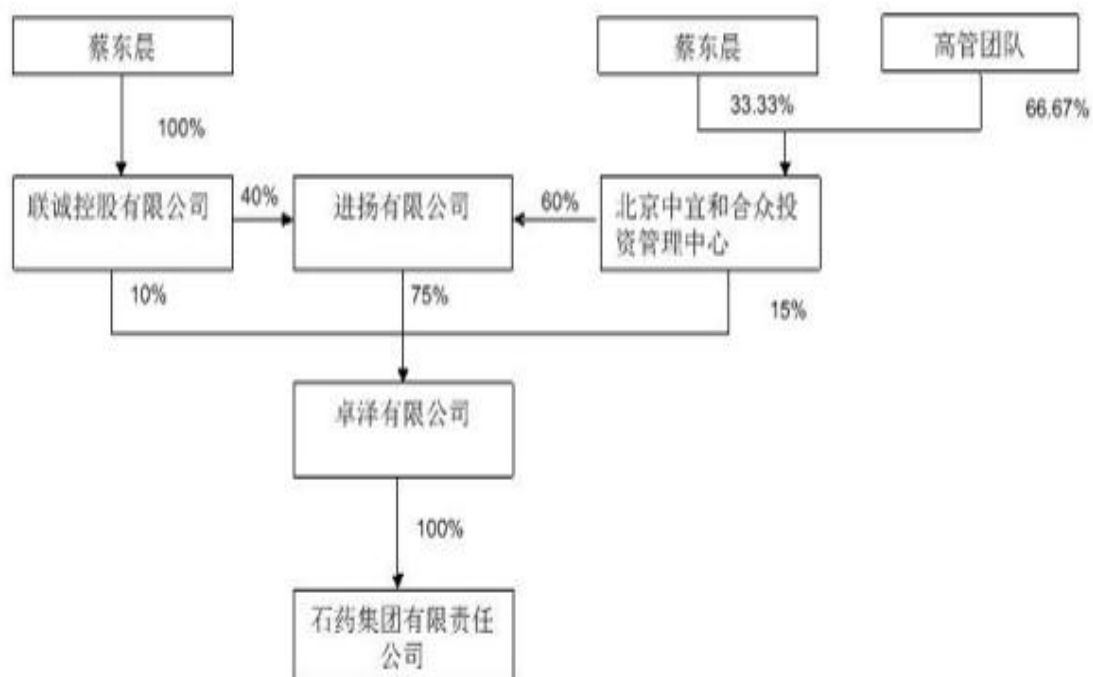
总体看，公司是中国化学原料药制造龙头企业之一，其主导产品维生素C系列、头孢菌素系列等生产规模世界领先，具有较强的市场竞争优势。近年来公司深化并稳固向制剂药的战略转型和产品结构的调整，主导产品的产量和规模在全国均名列前茅，并已发展成为中国最大的“综合制剂生产基地”之一，其中恩必普系列已成为公司可持续的收入和利润增长点。

目前公司整体资产质量较好，对债务偿还形成良好保障，联合资信认为，公司整体抗风险能力强。

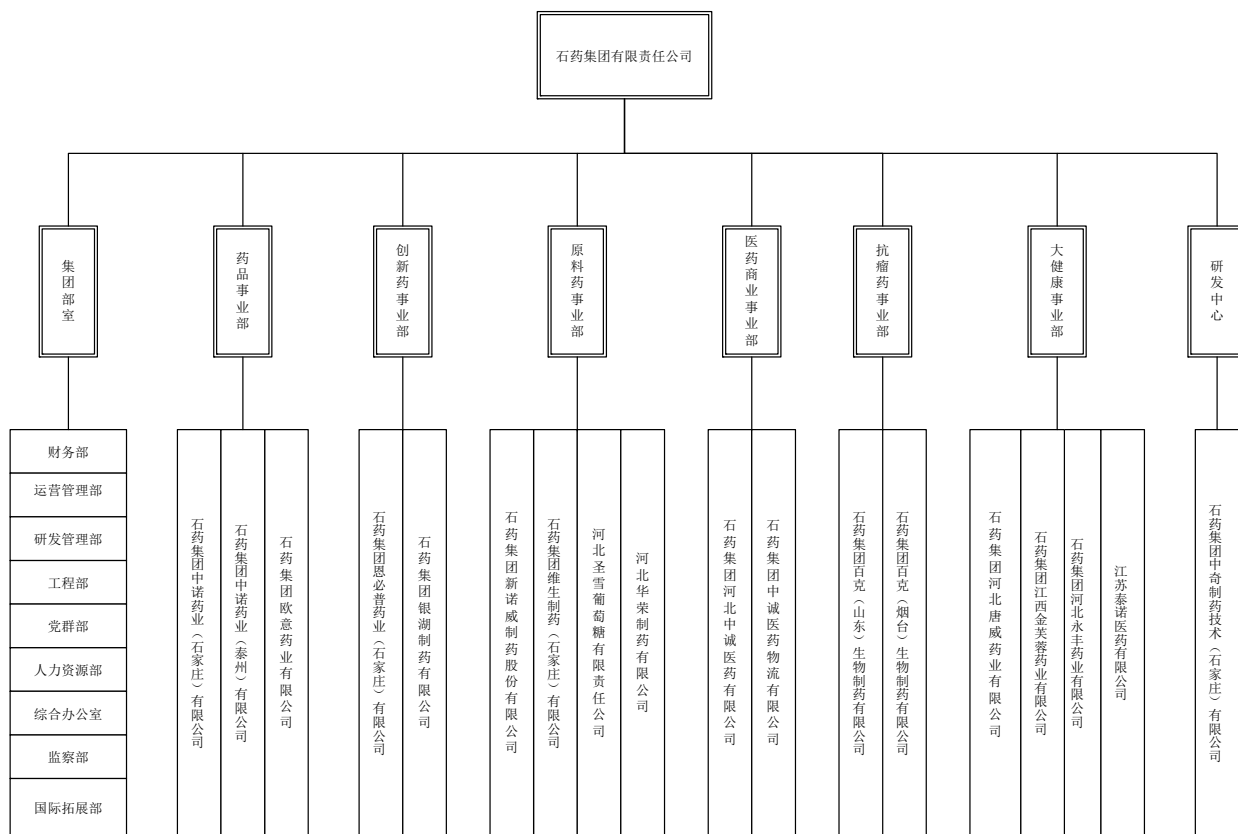
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司的主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“10石药MTN1”、“11石药MTN1”、“13石药MTN1”AA⁺的信用等级。

附件 1-1 截至 2015 年 5 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2015 年 3 月底公司组织机构图



附件 1-3 截至 2015 年 3 月底公司合并范围控股子公司

序号	被投资单位	持股比例	是否纳入合并范围
1	石药集团有限责任公司（石药集团）		是
1-1	中国诗薇制药有限公司	100.00%	是
1-1-1	河北诗薇商贸有限公司	100.00%	是
1-1-2	佳领投资有限公司	100.00%	是
1-1-3	建利投资有限公司	100.00%	是
1-1-3-1	河北中诚信担保保证有限公司	100.00%	是
1-1-4	河北中诚信融资租赁有限公司	100.00%	是
1-2	河北圣雪葡萄糖有限责任公司	93.18%	是
1-3	河北宏源热电有限责任公司	100.00%	是
1-4	河北涵紫谷房地产开发有限公司	100.00%	是
1-5	石药集团石家庄药物研究有限公司	100.00%	是
1-6	北京抗创联生物制药技术研究有限公司	100.00%	是
1-7	石药集团河北中诚医药有限公司	66.74%	是
1-7-1	河北爱普医药药材有限公司	70.00%	是
1-7-2	河北益生医药有限公司	51.00%	是
1-7-3	衡水明信伟业药械有限责任公司	51.00%	是
1-7-4	衡水市仁和医药有限公司	51.00%	是
1-7-5	石药集团中诚大药房	100.00%	是
1-7-6	保定中诚汇达医药贸易有限公司	51.00%	是
1-7-7	承德颈复康药业集团有限公司	51.00%	是
1-7-8	廊坊市中诚康宇医药有限公司	51.00%	是
1-7-9	中诚医药张家口公司	51.00%	是
1-8	石家庄市弘和信小额贷款有限公司	100.00%	是
1-1-2-1	石药集团有限公司（香港石药）	32.46%	是
1-1-2-1-1	石药集团中诺药业（石家庄）有限公司	100.00%	是
1-1-2-1-1-1	石药银湖制药有限公司	90.00%	是
1-1-2-1-1-2	石药集团中诚医药物流有限公司	100.00%	是
1-1-2-1-1-3	石药集团中诺药业（泰州）有限公司	100.00%	是
1-1-2-1-1-4	石家庄石药中诺进出口有限公司	100.00%	是
1-1-2-1-1-5	河北中润生态环保有限公司	100.00%	是
1-1-2-1-1-6	石家庄中润环保科技有限公司	100.00%	是
1-1-2-1-1-7	石药集团迈迪生(加纳)有限公司	100.00%	是
1-1-2-1-2	康日控股有限公司	100.00%	是
1-1-2-1-2-1	佳曦控股有限公司	100.00%	是
1-1-2-1-2-1-1	石药集团恩必普药业有限公司	100.00%	是
1-1-2-1-2-1-1-1	石药集团欧意药业有限公司	100.00%	是
1-1-2-1-2-1-1-1-1	石药集团华盛制药有限公司	100.00%	是
1-1-2-1-2-1-1-1-2	石药集团欧意进出口有限公司	100.00%	是
1-1-2-1-2-1-1-2	石药集团新诺威制药股份有限公司	100.00%	是
1-1-2-1-2-1-1-3	石药集团百克（烟台）生物制药有限公司	100.00%	是
1-1-2-1-2-1-1-3-1	石药集团百克（山东）生物制药有限公司	94.16%	是
1-1-2-1-3	香港天伦投资有限公司	100.00%	是
1-1-2-1-3-1	河北华荣制药有限公司	50.00%	是
1-1-2-1-4	金利通有限公司	100.00%	是
1-1-2-1-5	石药集团维生药业（石家庄）有限公司	100.00%	是
1-1-2-1-6	石药集团中奇制药技术（石家庄）有限公司	100.00%	是
1-1-2-1-7	优金生物技术有限公司	100.00%	是

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	31.97	38.12	33.03	35.26
资产总额(亿元)	154.13	154.41	164.95	166.78
所有者权益(亿元)	53.14	66.62	76.02	82.52
短期债务(亿元)	37.18	23.81	20.91	21.62
长期债务(亿元)	30.86	32.62	30.98	27.00
全部债务(亿元)	68.03	56.43	51.89	48.62
营业收入(亿元)	131.73	133.70	144.38	51.55
利润总额(亿元)	3.85	17.20	10.60	4.08
EBITDA(亿元)	12.47	24.94	18.66	--
经营性净现金流(亿元)	7.48	10.03	17.41	7.54
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.04	3.97	4.27	--
存货周转次数(次)	4.94	4.07	4.00	--
总资产周转次数(次)	0.91	0.87	0.90	--
现金收入比(%)	98.83	99.13	108.66	72.99
营业利润率(%)	18.59	20.34	25.18	22.85
总资本收益率(%)	4.67	14.34	8.30	--
净资产收益率(%)	5.03	22.70	10.36	--
长期债务资本化比率(%)	36.73	32.87	28.95	24.65
全部债务资本化比率(%)	56.14	45.86	40.57	37.07
资产负债率(%)	65.52	56.85	53.91	50.52
流动比率(%)	140.47	193.15	188.95	192.07
速动比率(%)	103.57	140.38	142.54	144.86
经营现金流动负债比(%)	11.33	19.23	31.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.17	9.90	6.82	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.46	2.26	2.78	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	23.37	23.04	27.09	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.25	1.67	2.90	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.08	4.16	3.11	--

注：公司 2015 年 1 季度财务数据未经审计。

附件 3 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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (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
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%

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

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 4 主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。