

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1155 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将石药集团有限责任公司主体长期信用等级由AA调整为AA⁺，评级展望为稳定，将“10石药MTN1”、“11石药MTN1”、“13石药MTN1”的信用等级由AA调整至AA⁺，并维持“13石药CP002” A-1的信用等级。

特此公告。



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
13 石药 CP002	3 亿元	2013/07/16~2014/07/16	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 7 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	26.71	31.97	38.12	33.46
资产总额(亿元)	135.38	154.13	154.41	151.13
所有者权益合计(亿元)	50.61	53.14	66.62	68.90
长期债务(亿元)	33.53	30.86	32.62	32.54
全部债务(亿元)	55.46	68.03	56.43	48.89
营业收入(亿元)	116.30	131.73	133.70	35.55
利润总额(亿元)	6.50	3.85	17.20	2.55
EBITDA(亿元)	13.26	12.47	24.94	--
经营性净现金流(亿元)	6.81	7.48	10.03	1.97
营业利润率(%)	20.04	18.59	20.34	22.90
净资产收益率(%)	10.25	5.03	22.70	--
资产负债率(%)	62.61	65.52	56.85	54.41
全部债务资本化比率(%)	52.28	56.14	45.86	41.50
流动比率(%)	167.22	140.47	193.15	215.55
全部债务/EBITDA(倍)	4.18	5.46	2.26	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.31	4.17	9.90	--
经营现金流/负债比(%)	14.45	11.33	19.23	--

注: 公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

荣毅 马栋

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, 在原料药景气度持续低迷的情况下, 石药集团有限责任公司(以下简称“公司”或“石药集团”)增加了对制剂药和医药商业类高附加值产业的投入, 公司收入规模实现持续增长, 盈利能力进一步提高。公司具有自主知识产权的国家一类新药“恩必普”系列药物在脑卒中治疗领域处于领先地位, 已经成为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产能过剩、市场竞争激烈, 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。

跟踪期内, 公司剥离亏损的原料药及原料药中间体业务、并购其他制药企业, 有利于产业链的优化和延伸; 公司加强医药流通领域建设, 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。

综合考虑, 联合资信将公司主体长期信用等级由 AA 调整至 AA⁺, 评级展望为稳定, 将“10 石药 MTN1”、“11 石药 MTN1”、“13 石药 MTN1”的信用等级由 AA 调整至 AA⁺, 并维持“13 石药 CP002” A-1 的信用等级。

优势

1. 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 系列和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。
2. 目前, 公司拥有化学制剂药品近千个品种, “恩必普”(丁苯酞)系列随着基药在基层医疗的推广将进一步提升公司收入和利润规模。
3. 跟踪期内, 通过剥离亏损的原料药业务、增加制剂药投资和企业并购, 公司产业链得以优化和延伸, 抵御市场风险能力不断增强; 公司收入规模实现了持续增长, 盈利能力有

所提高。

4. 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较强。

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”、“13 石药 MTN1”和“13 石药 CP002”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股份有限公司（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。截至 2014 年 3 月底，公司注册资本为 22136 万元，实际控制人为联想控股（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。

截至 2014 年 3 月底，公司集团本部设有财务部、运营管理部、工程部等 7 个职能部门，同时石药集团设有药品、原材药、抗肿瘤、医药商业 4 个事业部和 1 个研发中心（见附件 1-2）；公司拥有下属企业 40 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 72.72%）。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 2013 年底，公司（合并）资产总额 154.41 亿元，所有者权益 66.62 亿元（含少数股东权益 18.55 亿元）；2013 年公司实现营业收入 133.70 亿元，利润总额 17.20 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额 151.13 亿元，所有者权益 68.90 亿元（含少数股东权益 18.82 亿元）；2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 35.55 亿元，利润总额 2.55 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

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级。中共十八届三中全会明确了全面深化改革的目标，为中国经济持续健康发展产生积极影响。根据国家统计局数据初步核算，2013 年，中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。其中，第一产业增加值 56957 亿元，同比增长 4.0%；第二产业增加值 249684 亿元，同比增长 7.8%；第三产业增加值 262204 亿元，同比增长 8.3%，第三产业生产总值在国内生产总值中的占比增至 46.1%，首次超过第二产业。

2013 年,中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%,增速同比回落 0.3 个百分点。分季度看,一季度同比增长 9.5%,二季度增长 9.1%,三季度增长 10.1%,四季度增长 10.0%。2013 年,规模以上工业企业(年主营业务收入在 2000 万以上的企业,下同)实现主营业务收入 1029149.8 亿元,同比增长 11.2%;规模以上工业企业实现利润 62831 亿元,同比增长 12.2%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求继续保持增长态势,对外贸易增速有所回升。具体而言:①消费继续平稳增长。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元,同比名义增长 13.1%,实际增长 11.5%,同比增速小幅回落 1.2 个百分点。②投资增长平稳,结构持续优化。2013 年固定资产投资(不含农户)436528 亿元,同比增长 19.6%,增速小幅回落 1 个百分点。分地区来看,中西部投资增速快于东部;分产业来看,第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速有所回升,贸易顺差继续扩大。2013 年,全年进出口总额为 41600 亿美元,同比增长 7.6%,增速同比小幅回升 1.4 个百分点,其中出口金额同比增长 7.9%,与去年增速持平,进口金额同比增长 7.3%,增速同比上升 3 个百分点,全年贸易顺差达 2592 亿美元,同比增长 12.2%。

2013 年 CPI 全年同比增长 2.6%,稳定地波动在低位。食品类价格对 CPI 影响明显,2013 年 2 月份春节因素使食品价格升高,影响 CPI 涨幅上升至全年高点 3.2%,3 月即回落至 2.1%。PPI 方面,2013 年全年 PPI 同比下降 1.9%,由于受国内外宏观经济增速放缓、国内产能过剩等因素影响,PPI 连续负增长的时间已增加到 22 个月。2013 年 5 月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响,PPI 降幅持续收窄。

2. 政策环境

财政政策方面,继续实施积极的财政政

策,全面深化财税体制改革,促进经济结构调整;适当增加财政赤字和国债规模,保持必要的支出力度;进一步优化财政支出结构,保障和改善民生。2013 年中国公共财政累计收入为 129143 亿元,累计支出为 139744 亿元,同比增长分别为 10.1%和 10.9%,增幅比上年同期回落 2.7 和 4.2 个百分点。在财政收支矛盾突出的情况下,各项民生政策仍得到较好落实,城乡社区事务、社会保障和就业、医疗卫生等方面支出均实现两位数增长。节能环保及科学技术方面的支出分别同比增长 14.2%和 13.7%。结构性减税方面,自 8 月 1 日起,在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点,并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。同日开始执行的还有暂免征收部分小微企业的增值税和营业税,具体为暂免征收月营业额不超过 2 万元的小微企业的营业税、暂免征收月销售额不超过 2 万元的小微企业的增值税。基础设施建设方面,中央财政不断加大投资建设力度,7 月 31 日召开的国务院常务会议,研究推进政府向社会力量购买公共服务,部署重点加强城市基础设施建设。9 月 16 日,国务院印发《关于加强城市基础设施建设的意见》,要求优先加强供水、供气、供热、电力、通信、公共交通、物流配送、防灾避险等与民生密切相关的基础设施建设,加强老旧基础设施改造,并提供了到 2015 年该建设达成的目标计划,其中全国轨道交通新增里程 1000 公里。

货币政策方面,央行继续实施稳健的货币政策,根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调;灵活开展公开市场操作,开展常备借贷便利操作,促进银行体系流动性总体平衡;发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用,引导货币信贷平稳适度增长,增强金融机构抗风险能力;进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日,贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行,实现科学合理定价并为金融机构信贷产品

市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比 2102 年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高位，资金面格局依旧紧张。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度；12 月召开的政治局经济工作以及住房城乡建设工作会议均提出“做好住房保障工作”是未来的一项重要任务，加大廉租住房、公共租赁住房等保障性住房建设和供给，

做好棚户区改造。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

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 53%左右，隶属于医药工业；医药商业业务占公司收入的 39%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。

2013 年，中国医药制造业实现主营业务收入 20592.93 亿元，同比增长 18.00%，利润总额 2071.67 亿元，同比增长 17.76%，增长速度虽较前两年有所回落，但仍保持较高水平。其中化学药品原药制造收入同比增长 16.12%，利润同比增长 17.17%；化学药品制剂制造收入同比增长 14.08%，利润同比增长 14.99%。2014 年一季度，中国医药制造业实现主营业务收入 5069.32 亿元，同比增长 13.71%，利润总额 498.69 亿元，同比增长 13.99%，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。

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。

2013 年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。2013年受宏观环境影响，中国药品流通行业销售额增速低于2011年，为16.50%，但仍远高于中国GDP的增速。根据中国医药商业协会发布的《2013年药品流通行业运行统计分析报告》，2013年，药品流通行业销售总额达13018亿元，同比增长16.50%，仍维持较快增长，但增速有所回落（增幅较2012年回落2.0个百分点）。其中药品零售市场销售总额2343亿元，同比增长12%，增幅回落4个百分点。

从药品流通行业运行效益来看，2013年，全国药品流通直报企业主营业务收入9873亿元，同比增长17%，增幅回落3个百分点；实现利润总额202亿元，同比增长16.0%，增幅回落0.5个百分点。行业平均毛利率6.7%，同比下降0.2个百分点。受药品降价（2012年国家发改委进行了两次较大规模的药品降价，平均降价幅度在17%左右）、各级医院承付药品货款时间的周期继续恶化（2013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123天）、药品监管及招标采购政策调整等多重压力的影响，药品流通环节盈利空间受到压缩。

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。2008年石家庄开始实行“一年一大步、三年大变样”的城市规划建设，带动石家庄经济快速发展。根据近三年《石家庄市国民经济和社会发展统计公报》，2011~2013年石家庄市生产总值年均复合增长9.15%，2013年为4863.6亿元，其中，第一产业增加值增长3.0%，第二产业增加值增长9.8%，第三产业增加值增长10.4%，三次产业结构比例为9.8:47.2:43.0，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，2013年全市规模以上工业企业实现增加值1955.4亿元，比上年增长11.0%。分行业看，医药工业增长6.2%；装备制造业增加值比上年增长12.7%；食品工业增长8.8%；纺织服装业增长13.4%；石化工业增长7.7%；钢铁工业增长13.4%；建材工业增长10.7%。2013年规模以上工业实现利润668.8亿元，比上年增长23.8%。

2011~2013年石家庄市全社会固定资产投资年均复合增长19.01%，2013年为4400.2亿元，比上年增长18.6%。在固定资产投资（不含农户）中，第一产业投资比上年增长1.3%，第二产业投资增长25.5%，第三产业投资增长16.5%。

截至2013年底，石家庄市常住人口1049.98万人，全年城市居民人均可支配收入25274万元，比上年增长9.7%；农民人均纯收入10066元，增长12.6%。

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 2014 年 3 月底公司维生素 C 年生产能力达 50000 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 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。

截至 2014 年 3 月底，石药集团拥有员工 18248 人，拥有 40 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 2013 年底，香港石药总资产 122.01 亿港元，资产净值 75.97 亿港元；2013 年实现收入 99.49 亿港元，较 2012 年增长 139.94%。

在中华人民共和国工业和信息化部 2013 年医药行业工业企业排名中，按主营业务收入排序，石药集团排名第 8 位；按资产总额排序，石药集团排名第 11 位；按利润总额排名，石药集团排名第 25 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. 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 2014 年 3 月底，已申请国家专利 397 项，已获得授权 222 项；其中发明专利申请 344 项，授权 170 项；PCT 国际专利申请 26 项，累计指定进入 225 个国家，其中已在 77 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。2013 年，公司共计取得生产批件 10 个，临床批件 5 个，专利申请 33 项，国内专利授权 37 项，国际专利授权 11 项。

截至 2014 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 7 项；“十二五”重大专项课题 21 项，973 课题 2 项。石药集团在研新项目 170 余项，其中国家一类新药 12 项；三类新药 37 项；五类新药 10 项；六类新药 85 项；新辅料 2 项；保健食品 15 项；ANDA 产品 12 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 2013 年底，石药集团已经完成 79 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 2011~2013 年的研发投入均保持在 5.50%以上，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，公司主营业务板块未发生变化。2013 年，公司持续转型改革，出售中润内蒙（青霉素原料药生产基地）以及中诺出售天津信汇（头孢菌素原料药中间体 GCLE 生产基地），增加对成品药和医药商业的投入，受此影响，公司 2013 年收入基本与 2012 年持平，为 133.70 亿元。2014 年 1 季度，公司实现营业收入 35.55 亿元，是 2013 年的 26.59%。2013 年，公司原料药、制剂药、医药商业分别占营业收入的 21.05%、32.50%、39.45%，医药商业在公司业务收入中比重快速增长，但公司仍然以医药制造业（原料药+制剂药比重合计 53.55%）为主营业务。

从毛利率看，跟踪期内原料药方面：青霉素系列产品毛利率小幅下降，2013 年为 8.11%；

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 2013 年恢复至 9.59%；维生素 C 系列受国内产能严重过剩导致价格大幅下跌的影响，2013 年毛利率仅为-5.45%，对公司利润形成较大影响。制剂药方面：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，2013 年毛利率已上升至 43.98%。医药商业方面，近年来公司医药商业板块处于快速扩张整合时期，毛利率呈上升趋势，2013 年为 8.33%，已超过行业平均水平（约 7%）。2014 年 1 季度，经过约 2 年的过剩产能消化过程，原料药行业景气度有所好转，原材料采购价格有所下降，公司原料药各细分项目的毛利率均有提高，其中维生素 C 系列较 2013 年大幅上升 10.12 个百分点，主要系销售价格回升所致；受此影响，公司原料药毛利率整体走强，较 2013 年上升 4.72 个百分点。受益于原料药毛利率的回升以及制剂药毛利率的继续升高，公司 2014 年一季度毛利率为 23.44%。

总体看，原料药市场处于完全竞争状态且国内过剩产能仍需要消化，同时受国际出口形势、国家调控政策以及上游原材料价格等多方面因素影响，公司原料药板块毛利率有所下降；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。受医药商业板块收入占比扩大以及原料药板块毛利率波动影响，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		2012 年			2013 年			2014 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	126214	9.58%	8.24%	97389	7.28%	8.11%	20351	5.72%	13.10%
	头孢菌素系列	101721	7.72%	0.10%	95874	7.17%	9.59%	23169	6.52%	10.50%
	维生素 C 系列	100194	7.61%	8.53%	88198	6.60%	-5.45%	26285	7.39%	4.67%
	合计	328129	24.91%	5.80%	281461	21.05%	4.36%	69805	19.63%	9.08%
制剂药（成药）		408804	31.03%	39.41%	434554	32.50%	43.98%	116944	32.89%	46.70%
医药商业		469963	35.68%	6.70%	527529	39.45%	8.33%	139511	39.24%	8.90%
其他		110439	8.38%	35.03%	93499	7.00%	34.79%	29263	8.23%	34.04%
合计		1317335	100.00%	19.00%	1337043	100.00%	20.93%	355523	100.00%	23.44%

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）、抗生素和咖啡因系列产品。从生产能力看，截至 2014 年 3 月底，公司维生素 C 年生产能力达 50000 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，跟踪期内，公司依托香港石药下属子公司进行运营，其中石药集团

维生药业（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。①由于全球维生素产能过剩，国际维生素 C 及系列产品整体市场低迷，同时原料和人工成本增长，成品售价大幅下降，2013 年维生制药利润总额持续为负，为-1.37 亿元。②河北中润制药有限公司主要生产青霉素系列、头孢系列酶系列和碳氢霉烯系类，2012 以前为公司收入和利润的主要贡献者，2012 年公司业务调整，将中润制药的业务并入中诺药业。

表 2 2011~2013 年公司主要原料药公司财务指标（单位：万元）

公司	主要产品	2011 年			2012 年			2013 年		
		营业收入	总资产	净资产	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	145837	328384	231738	101710	316447	167194	89297	200402	131508
中润内蒙	青霉素类、头孢菌类产品	112574	158283	53906	114039	156582	36252	--	--	--
中诺药业	青霉素类、头孢菌类产品及制剂成药	388814	528545	225620	351923	475535	237398	322383	467547	195738
新诺威制药	黄嘌呤系列产品（咖啡因、茶碱等）	52904	43389	23516	58718	51402	24208	50359	54372	33454

资料来源：公司提供

从产品年均售价看，2011~2013 年原料药价格整体呈下降趋势，其中公司主打产品维生素 C 系列售价一直处于低位并逐年下降。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

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，代表产品有阿莫西林胶囊、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 2014 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。中诺药业是中国专业的抗生素制剂生产基地和最主要的非专利药物供应商，综合实力位居国内抗生素制剂企业前三位，2012年起新增原料药产品。

表3 2011年~2013年主要制剂药公司财务指标（单位：万元）

公司	主要产品	2011年			2012年			2013年		
		营业收入	总资产	净资产	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、酶系列和碳氢霉烯系类	190605	258221	79323	351923	487828	237398	322383	467547	195738
欧意药业	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	113834	124439	37779	142773	146793	53461	174107	173421	76300
恩必普	心脑血管系统用药及抗病毒药物	32377	39062	22043	58000	126683	41967	80670	131624	104522

资料来源：公司提供

表4 2011年~2013年主要制剂药价格情况

主要产品平均单价（不含税）	单位	2011年	2012年	2013年	2014年1-3月
头孢拉定粉针（0.5g）	元/支	0.55	0.58	0.58	0.63
头孢唑啉钠粉针（0.5g）	元/支	0.59	0.58	0.57	0.60
阿莫西林胶囊（0.25*50粒）	元/盒	3.15	3.25	3.52	3.72
丁苯酞胶囊	元/盒	176.03	175.47	171.98	171.91
丁苯酞（注射液）	元/瓶	244.67	239.98	239.48	239.05
欧来宁胶囊（24粒）	元/盒	29.6	31.56	29.82	28.94
欧来宁胶囊（12粒）	元/盒	11.67	13.62	12.59	13.7
欧来宁（注射用）	元/支	12.92	21.52	18.44	18.42
玄宁14片	元/盒	13.49	14.53	17.47	16.6

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；公司农副产品原材料采购价格大幅下降，石化产品价格有所波动。总体来看，跟踪期内公司原料药

采购成本下降，释放了原料药部分利润空间。

2014年一季度，农副产品采购价格继续回落；化工产品采购价格除正丁醇外均较2013年有所上升。同时受公司产品结构的变化，农副产品和化工产品的采购量变化较大。

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）			
	2011年	2012年	2013年	2014年1-3月	2011年	2012年	2013年	2014年1-3月

农副产品								
液糖	104212.00	85491.00	74336.00	17810.00	2314.00	2162.00	2073.00	2040.00
山梨醇	92303.00	97098.00	91448.00	21128.00	3973.00	3520.00	2784.00	2699.00
豆油	22277.00	16291.00	12864.00	3718.50	10165.00	9561.00	7990.00	7072.00
化工产品								
丙酮	8203.47	6082.00	3453.30	1068.60	8569.70	7733.38	8840.00	9216.00
正丁醇	1646.73	929.00	1055.45	236.80	12857.33	10307.26	9640.00	8504.00
异丙醇	1108.79	905.00	420.70	34.96	11196.15	9359.20	9790.00	10000.00

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，这主要同国内主要原料药的供应比较稳定有关。

总体看，跟踪期内公司原材料的采购价格整体呈下降趋势，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，2013 年维生素 C、青霉素前五位客户销售额分别占销售收入的 23.74%、22.81%。

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，2013 年恩必普、欧意、中诺的前五位客户销售额分别占其销售收入的 32.484%、11.55%和 7.46%。

国内销售方面，截至 2014 年 3 月底，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。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

跟踪期内，公司医药商业板块主要依托下属于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，中诚公司新并购了中诚医药张家口有限公司（持股 51%），覆盖河北全省终端的销售网络已经全面铺开。

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。销售方

面，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。结算方面，公司货款结算以银行承兑为主，占全部结算额的 85%；对于市场紧俏产品采取先款后货，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，通过剥离亏损的原料药业务、增加制剂药投资等一系列措施，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

2011~2013 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 4.03 次、4.63 次、0.89 次，2013 年底以上值分别为 3.97 次、4.07 次、0.87 次。总体看，公司经营效率一般。

5. 在建工程及未来发展

截至 2014 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 2.49 亿元，具体情况如下。

表 6 截至 2014 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		
					2014 年	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	6000	5900	5000	1100
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	1018	7368	2100	1056
3	欧意药业非青口服固体制剂搬迁扩产升级改造项目	建设非青头口服固体制剂车间	13988	4000	9800	2800	1388
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	5879	14539	4154	2077
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	768	7735	1365	--
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	2196	4920	266	--
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	5000	18100	5155	2522
合计			103413	24861	68362	20840	8143

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				
			2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
1	中诺药业青霉素粉针搬迁扩产升级项目	15000	5000	9000	1000	--	--
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	--
4	碳青霉烯类高端抗生素 FDA 生产中心项目	40000	--	12000	20000	8000	--
5	抗肿瘤新药制剂产业化项目	200000	--	80000	60000	40000	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	--
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	--
8	医药及保健新产品产业化项目	50000	3800	25000	18000	3200	--
合计		468000	8800	178000	171000	71200	30000

资料来源: 公司提供

八、重大事项

1. 香港石药出售中润内蒙

公司下属子公司香港石药于 2013 年 6 月 4 日发布公告, 将中润内蒙全部股权以 2.88 亿元的交易对价出售给常发集团有限公司 (以下简称“常发集团”), 截至 2014 年 3 月底, 该项交易的相关手续已经完全办理完毕。

中润内蒙主要从事青霉素中间体及原料药的制造和销售, 主要产品包括青霉素 G 工业盐、6-氨基青霉烷酸及阿莫西林。中润内蒙近年来均处于亏损状态 (2012 年除税前溢利为 -13824.6 万元, 数据来自于香港石药 2013 年 6 月 4 日公告), 对公司业绩形成了负面影响, 同时中国青霉素中间体及原料药产能过剩, 行业竞争激烈, 行业前景不乐观, 为此, 公司出售中润内蒙全部股权给常发集团。交易完成后, 公司将不再持有中润内蒙、中抗糖业、信汇制药任何股份。

本次股权转让后, 公司青霉素产能由原有的 1.6 万吨下降至 6000 吨 (中诺药业可生产青霉素中间体和原料药), 这将导致公司青霉素收入有所下降, 但 6000 吨的产能可满足公司制剂药的生产需求和青霉素外销需要。

2. 中诺药业出售天津信汇之 90% 股权

公司下属子公司香港石药于 2013 年 9 月

25 日发布公告, 香港石药的全资子公司中诺药业将天津信汇 90% 股权以 1.20 亿元的交易对价出售给内蒙古常盛制药有限公司 (以下简称“常盛制药”), 截至 2014 年 3 月底, 该项交易的相关手续已经完全办理完毕。

天津信汇主要从事头孢菌素中间体 GCLE 的制造和销售, 近年来均处于亏损状态 (2012 年除税前溢利为 -1763.2 万元, 数据来自于香港石药 2013 年 9 月 25 日公告), 对公司业绩形成了负面影响, 同时中国 GCLE 产能过剩, 行业竞争激烈, 行业前景不乐观, 为此, 公司出售天津信汇给常盛制药。交易完成后, 天津信汇将不再为公司的附属公司, 而公司将不再拥有天津信汇及北京信汇任何权益。

本次股权转让后, 公司将不会继续制造及销售 GCLE, 然而公司仍将透过其他附属公司继续制造其他头孢菌素中间体之业务。

总体看, 中润内蒙和天津信汇的剥离对公司产品结构产生一定影响, 剥离亏损的原料药及原料药中间体业务, 有助于提升公司盈利能力, 符合公司由原料药向制剂药转型的战略方向。

九、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；于 2013 年 7 月发行了“13 石药 CP002”，募集资金 3 亿元，其中 1.5 亿元用来置换银行借款，1.5 亿元用来补充运营资金；截至 2014 年 3 月底，上述募集资金已全部使用完毕。

十、财务分析

公司提供的 2011~2013 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。2014 年一季度财务报表未经审计。

2013 年公司出售石药集团中润制药(内蒙古)有限公司(含 3 个子分公司--石药集团内蒙古中兴环保化工有限公司、石药集团中抗糖业(内蒙古)有限公司和石药集团内蒙古信汇制药有限公司)和石药信汇(天津)医药科技有限公司。2014 年 1 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。

截至 2013 年底，公司(合并)资产总额 154.41 亿元，所有者权益 66.62 亿元(含少数股东权益 18.55 亿元)；2013 年，公司实现营业收入 133.70 亿元，利润总额 17.20 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司(合并)资产总额 151.13 亿元，所有者权益 68.90 亿元(含少数股东权益 18.82 亿元)；2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 35.55 亿元，利润总额 2.55 亿元。

1. 盈利能力

2013 年，受公司出售中润内蒙和天津信汇的影响，公司实现营业收入 133.70 亿元，仅较上年增长 1.50%。同期，受原材料采购成本下降、创新药成本上升等因素的影响，公司营业成本小幅下降 0.92%，2013 年为 105.72 亿元。

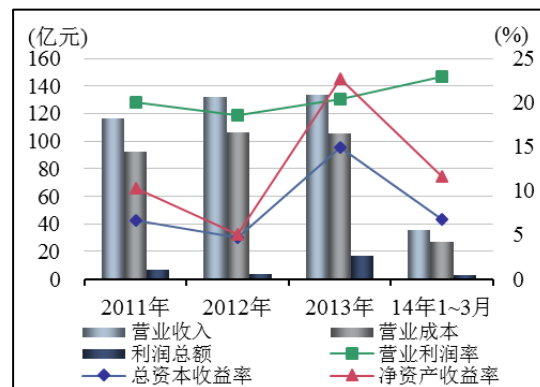
受成本下降影响，公司营业利润所有上升，2013 年为 20.34%。受香港上市子公司石药集团有限公司在二级市场出售股票而获得 13 亿港币收入的影响，公司 2013 年投资收益为 11.02 亿元，较 2012 年大幅增长 10.94 亿元。2013 年，公司营业利润及利润总额较 2012 年分别大幅增加 13.15 亿元和 13.35 亿元，分别为 16.19 亿元和 17.20 亿元。

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 2012 年持平，为 16.48%，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 年受非经常性投资收益的增加，公司总资产收益率和净资产收益率大幅上升，分别为 14.95%和 22.70%。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 35.55 亿元，为 2013 年全年的 26.59%；实现营业利润及利润总额 2.20 亿元和 2.55 亿元，公司营业利润率有所提高。

图 1 2011~2014 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，公司原料药板块收入水平及盈利能力有所下降；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，盈利能力不断加强，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。近两年公司经营活动产生的现金流入量随业务规模的扩张而有所增长，而经营活动产生的现金流出量因公司出售中润内蒙和天津信汇二导致购买商品、接受劳务支付的现金波动中有所下降，相应经营活动产生的现金流量净额有所增加，2013年为10.03亿元。2013年，公司收入实现质量有所改善，现金收入比小幅上升0.3个百分点，为99.13%。

投资活动方面，2013年公司投资活动产生的现金流入量较2012年大幅上升，为16.15亿元，主要为香港上市子公司石药集团有限公司在二级市场出售股票而获得13亿港币收入和收回投资收到的现金4.39亿元。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且公司近年加快对外投资，2013年公司投资活动现金流出量为9.30亿元，投资活动产生的现金流量净额为6.86亿元。

筹资活动方面，2013年公司经营性净现金流较为充足，基本可以满足投资活动现金流支出，并偿还部分短期借款来优化公司债务结构，公司2013年筹资活动现金流净额为-10.62亿元，未来公司对外融资需求较低。

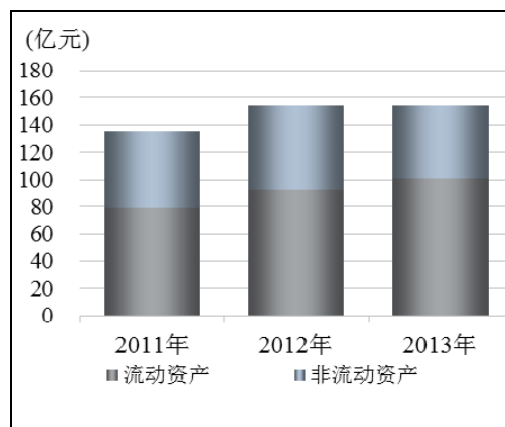
2014年1~3月份，公司销售商品、提供劳务收到的现金流入量为31.07亿元，经营活动产生的现金流量净额为1.97亿元，为2013年全年的19.76%；现金收入比为87.40%，较2013年全年下降11.73个百分点。2014年1~3月份公司筹资活动现金表现为净流出，净流出金额为6.71亿元；其中偿还债务支付的现金5.81亿元，是筹资活动最主要的现金流出项目。

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

图2 2011~2013年总资产规模与结构



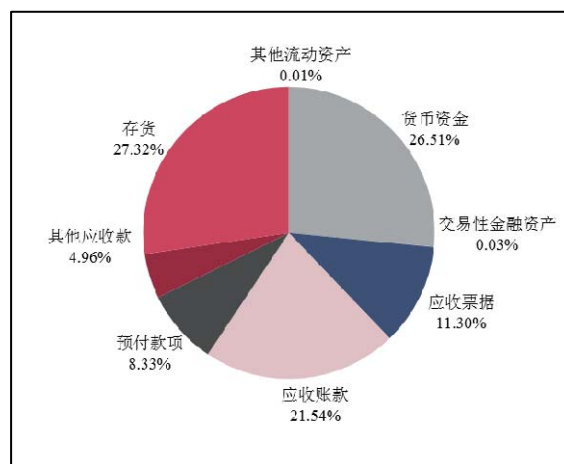
资料来源：公司财务报表

2013年，受公司出售中润内蒙和天津信汇的影响，公司资产规模基本与2012年持平。截至2013年底，公司资产总额154.41亿元，其中流动资产合计占65.23%，非流动资产合计占34.77%，公司流动资产占比有所提高，公司以流动资产为主。

流动资产

2013年公司流动资产规模稳定增长，较2012年增加8.54%，主要是公司医药商业板块业务逐年扩张影响从而带动的存货和货币资金的增长。截至2013年底，公司流动资产规模达到100.73亿元，主要以存货、货币资金、应收账款和应收票据为主。

图3 2013年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报表

截至 2013 年底，公司货币资金 26.70 亿元（含 0.42 亿元受限资金），较 2012 年增加 20.44%，主要以银行存款（占比 99.37%），公司可支配资金充裕且较稳定。

跟踪期内，公司商业销售增加导致库存商品增加以及营业规模扩张导致原材料增加，受此影响，截至 2013 年底，公司存货较 2012 年增加 12.88%，为 25.93 亿元，主要由库存商品（占比 67.57%）、原材料（占比 18.72%）和在产品（占比 5.75%）构成。公司 2013 年无计提存货跌价准备。

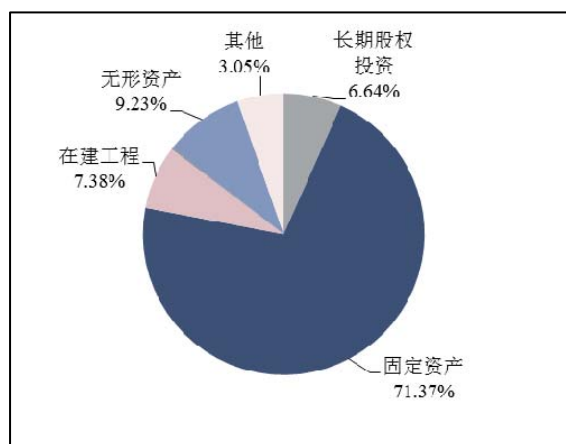
跟踪期内，公司应收票据规模有所增加，较 2012 年增长 16.26%，为 11.38 亿元，全部是银行承兑汇票。

截至 2013 年底，公司应收账款较 2012 年下降 11.61%，应收账款余额 21.84 亿元。从账龄来看，公司应收账款主要集中在 1 年以内（占 93.02%），账龄较短；累计计提坏账准备 0.14 亿元，计提比例较低，考虑到公司应收账款账龄较短且集中度不高，公司大规模坏账风险不高。

非流动资产

截至2013年底，公司非流动资产53.68亿元，较2012年下降12.47%，主要以固定资产、无形资产、在建工程为主。

图4 截至2013年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报表

2013年，受公司出售子公司导致固定资产减少的影响，公司固定资产较2012年下降

17.71%。截至2013年底，公司固定资产原值为72.71亿元，累计折旧34.40亿元，固定资产净额38.31亿元。从固定资产净额看，机器设备占53.84%，房屋建筑物占37.55%。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。

跟踪期内，由于公司各项配套建设工程持续建设和完结，公司在建工程较2012年下降18.47%。截至2013年底，公司在建工程为3.96亿元，无借款资本化利息。

截至2013年底，公司无形资产原值7.36亿元，累计摊销2.40亿元，无形资产净值4.95亿元，主要由土地使用权（占77.33%）和专利权（占6.06%）组成，较2012年下降19.30%。

截至2014年3月底，公司合并资产总额151.13亿元，较2013年底小幅减少2.12%，但公司资产构成基本保持稳定，流动资产占65.60%，非流动资产占34.40%。

综合来看，跟踪期内，受公司出售子公司的影响，公司资产规模无大幅增长。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，受益于公司未分配利润的累积，公司所有者权益稳定增长。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2014年3月底，公司所有者权益68.90亿元，较上年末增长3.42%，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2012年下降13.06%，截至2013年底，公司负债总额87.79亿元，其中流动负债和非流动负债分别占56.93%和43.07%，公司以流动负债为主。

截至2013年底，公司流动负债为52.15亿元，较2012年底下降21.06%，主要源于短期借款规模大幅下降，公司流动负债主要由短期借款（占15.32%）、应付账款（占42.15%）、应付短期融资券（占12.74%）和应付票据（占11.76%）构成。

截至2013年底，公司短期借款7.22亿元，其中信用借款、担保借款分别占80.84%和18.71%；较2012年底相比大幅下降70.96%，主要由于公司利用股票出售收入以及运营资金来归还部分银行贷款，优化公司债务结构。

截至2013年底，公司应付账款19.85亿元，较2012年下降8.89%，其中账龄在1年以内的占84.93%，整体账龄较短。

截至2013年底，公司非流动负债35.64亿元，规模与2012年持平，主要由应付债券（占61.73%）和长期借款（占29.80%）构成。

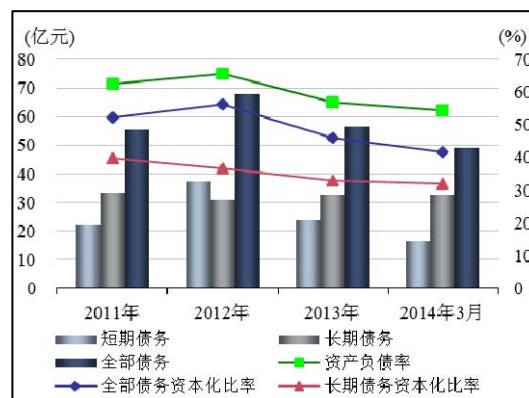
截至2013年底，公司有息债务规模56.43亿元，较2012年底下降17.06%，主要是短期信用借款大幅减少所致。公司有息债务中短期债务占42.19%，长期债务占57.81%。

2013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所下降，2013年底上述两项指标值分别为56.85%和45.86%。

截至2014年3月底，公司负债总额82.01亿元，较2013年底下降6.33%（主要为流动负债下降所致），其中流动负债和非流动负债分别占55.81%和44.19%，公司流动负债比重较2012年底小幅下降，负债构成总体未发生实质性变化。截至2014年3月底，公司全部债务48.89亿元，较2013年底下降13.36%，主要由于公司到期偿付3亿元短期融资券以及一年内到期的非流动负债减少所致，受此影响，短期债务

占比下降8.75个百分点，为33.44%，长期债务占66.56%。

图5 2011~2014年1季度公司债务指标情况



资料来源：公司财务报表

截至2014年3月底，公司资产负债率和长期债务资本化比率分别为54.41%和32.08%，较2013年底相比变化不大；全部债务资本化比率较2013年底相比下降4.36个百分点，为41.50%。

总体看，跟踪期内公司负债规模有所下降，债务负担较轻；短期债务占有息债务比重有所下降，债务结构有所改善基本合理。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，跟踪期内，受公司货币资金和存货大幅度上升同时短期借款大幅度下降的影响，公司2013年流动比率和速动比率分别较2012年增长52.68和36.82个百分点，分别为193.15%和140.38%。截至2014年3月底，受公司短期借款下降的影响，公司流动比率和速动比率明显提高，指标分别为215.55%和159.16%。跟踪期内，公司经营现金流动负债比有所上升，2013年为19.23%，经营性现金净额对流动负债保障能力较弱。综合看，公司短期支付能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2013年受公司非经常性投资收益的影响，公司EBITDA波大幅上升，为24.94亿元。2013年公司EBITDA利息倍数上升至9.90倍，全部债务/EBITDA倍数下降至2.26倍。总体看，公司EBITDA对利息和全部债务的保障能力有所上升，整体债务保障能力

较好。

或有负债方面，截至2014年3月底，公司对外担保余额为1.56亿元，担保比率为2.36%。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。

公司长期与银行保持着良好的合作关系。

截至2014年3月底，公司共获得银行授信96.92亿元，其中未使用额度约为79.11亿元，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8 截至2014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	2500.00	2014.04.02-2015.04.02
	2100.00	2014.04.02-2015.04.02
河北联合制药有限公司	1000.00	2013.10.08-2014.10.08
河北华润药业有限公司	1000.00	2013.10.08-2014.10.08
石家庄华奥化工有限公司	200.00	2013.12.31-2014.12.31
金环建设集团有限公司	8000.00	2014.01-2015.01
石家庄金星包装有限公司	800.00	2013.09.12-2014.09.12
合计	15600.00	

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13石药CP002，额度为3亿元。截至2014年3月底，公司现金类资产合计33.46亿元，为一年内待偿还债券的11.15倍。公司2013年经营活动现金流入量为一年内待偿还债券的46.08倍，经营活动现金流量净额为一年内待偿还债券的3.34倍。总体看，公司现金类资产充足、经营活动现金流入量较大，对一年内到期债券覆盖倍数较高。

公司目前处于存续期一年后到期债券合计17亿元（包括“10石药MTN1”额度6亿元、“11石药MTN1”额度6亿元、“13石药MTN1”额度5亿元），公司2013年EBITDA为一年后到期债券发行额度的1.47倍，经营活动现金流入量为一年后到期债券发行额度的8.13倍，经营活动现金流量净额为一年内待偿还债券的0.59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：G1013010300000150C），截至2014年5月7日，公司无不良信贷信息记

录。

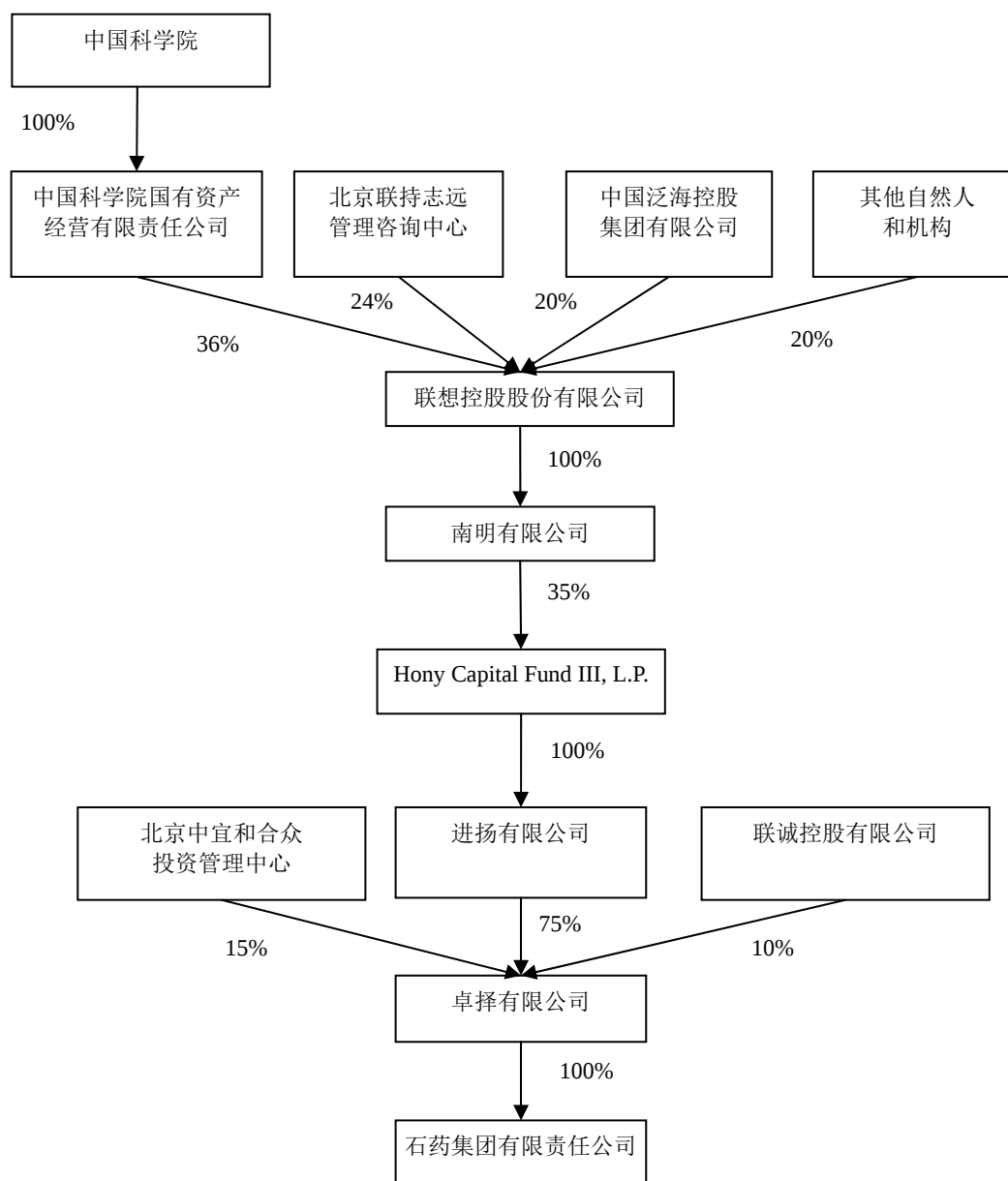
7. 抗风险能力

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。近年来公司加快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较强。

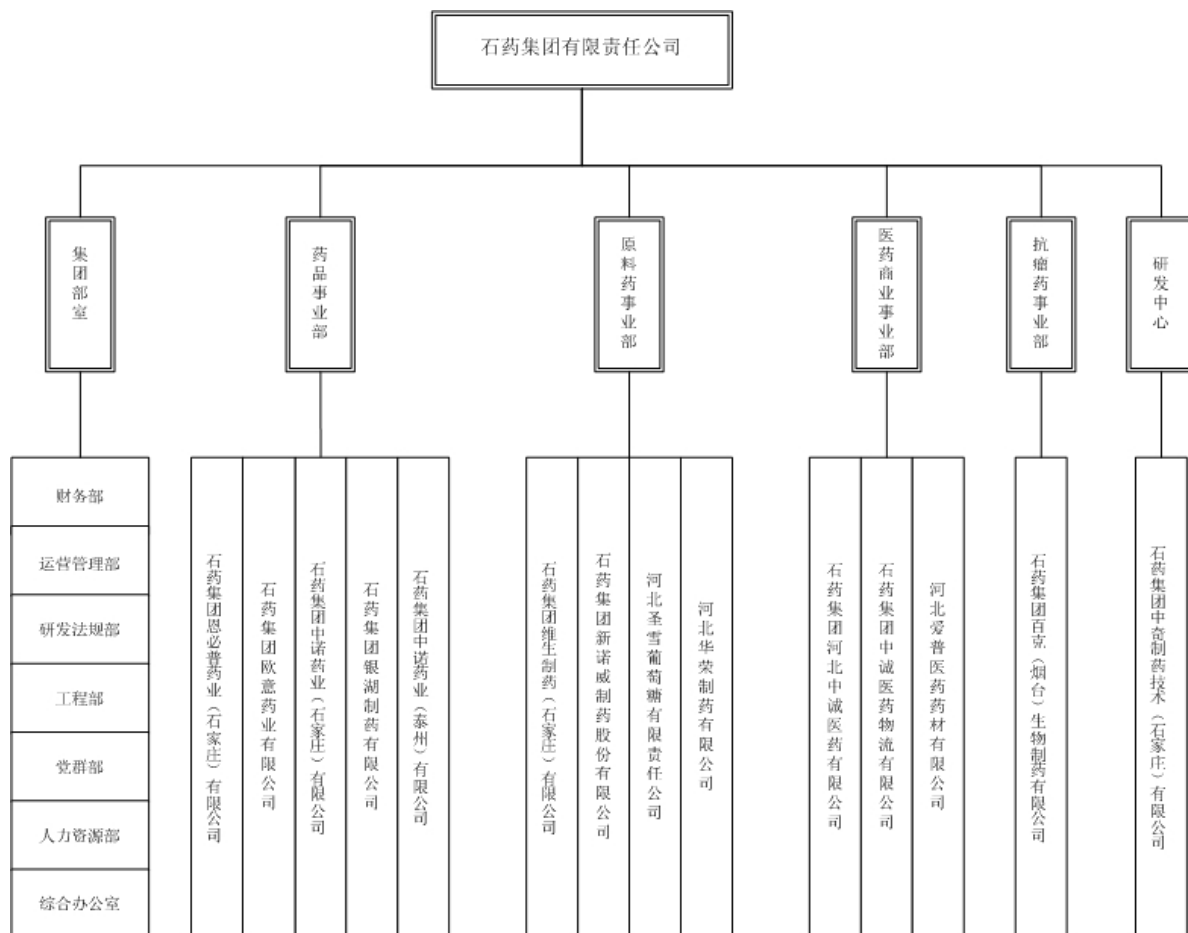
十一、结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AA调整至AA⁺，评级展望为稳定，将“10石药MTN1”、“11石药MTN1”、“13石药MTN1”信用等级由AA调整至AA⁺，并维持“13石药CP002”A-1的信用等级。

附件 1-1 截至 2014 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2014 年 3 月底公司组织机构图



附件 1-3 截至 2014 年 3 月底公司合并范围控股子公司

被投资企业全称	持股比例	是否合并范围	子公司层级
1. 河北圣雪葡萄糖有限责任公司	93.18%	是	1
2. 河北宏源热电有限责任公司	40.00%	是	1
3. 北京抗创联生物制药技术研究有限公司	100.00%	是	1
4. 中国诗薇制药有限公司（含 3 个二级子公司）	100.00%	是	1
(1) 佳领投资有限公司	100.00%	是	2
(2) 建利投资有限公司（含 1 个子公司）	100.00%	是	2
①河北中诚信担保保证有限公司（含 1 个子公司）	100.00%	是	3
a.河北涵紫谷房地产开发有限公司	100.00%	是	4
(3) 优金生物有限公司	21.43%	是	2
5. 石药集团河北中诚医药有限公司(含 8 个控股子公司)	66.74%	是	1
(1) 河北爱普医药药材有限公司	70.00%	是	2
(2) 河北益生医药有限公司	51.00%	是	2
(3) 衡水仁和医药有限公司	51.00%	是	2
(4) 衡水明信伟业药械有限公司	51.00%	是	2
(5) 保定中诚汇达医药贸易有限公司	51.00%	是	2
(6) 承德石药颈复康医药有限公司	51.00%	是	2
(7) 廊坊市中诚康宇医药有限公司	51.00%	是	2
(8) 中诚医药张家口有限公司	51.00%	是	2
6. 香港石药集团有限公司（含 8 个子公司）	72.72%	是	1
(1) 石药集团维生药业（石家庄）有限公司	100.00%	是	2
(2) 石药集团中诺药业(石家庄)有限公司(含 5 个子公司)	100.00%	是	2
①河北中润生态环保有限公司	100.00%	是	3
②石药银湖制药有限公司	90.00%	是	3
③石药集团中诚医药物流有限公司	100.00%	是	3
④石药集团中诺药业进出口贸易有限公司	100.00%	是	3
⑤石药集团中诺药业（泰州）有限公司	100.00%	是	3
(3) 石药集团恩必普药业有限公司(含 3 个子公司)	100.00%	是	2
①石药集团欧意药业有限公司(含 3 个子公司)	100.00%	是	3
a.石药集团欧意进出口贸易有限公司	100.00%	是	4
b.石药欧意国际制药有限公司	100.00%	是	4
c.石家庄制药集团华盛制药有限公司（香港石药 45%，欧意 55%）	100.00%	是	4
②石药集团新诺威药业有限公司	100.00%	是	3

③石药集团百克(烟台)生物制药有限公司(香港石药 30%, 恩必普 70%)(含 1 个子公司)	100.00%	是	3
a.石药集团百克(山东)生物制药有限公司	95.00%	是	4
(4) 石药集团中奇制药技术有限公司	100.00%	是	2
(5) 中国制药集团有限公司(原金利通)	100.00%	是	2
(6) 香港天轮投资有限公司(含 1 个子公司)	100.00%	是	2
①河北华荣制药有限公司	50.00%	是	3
(7) 四平市精细化学品有限公司	60.00%	是	2
(8) 优金生物技术有限公司	78.57%	是	2

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	26.71	31.97	38.12	33.46
资产总额(亿元)	135.38	154.13	154.41	151.13
所有者权益(亿元)	50.61	53.14	66.62	68.90
短期债务(亿元)	21.93	37.18	23.81	16.35
长期债务(亿元)	33.53	30.86	32.62	32.54
全部债务(亿元)	55.46	68.03	56.43	48.89
营业收入(亿元)	116.30	131.73	133.70	35.55
利润总额(亿元)	6.50	3.85	17.20	2.55
EBITDA(亿元)	13.26	12.47	24.94	--
经营性净现金流(亿元)	6.81	7.48	10.03	1.97
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.18	4.04	3.97	--
存货周转次数(次)	5.57	4.94	4.07	--
总资产周转次数(次)	0.92	0.91	0.87	--
现金收入比(%)	108.49	98.83	99.13	87.40
营业利润率(%)	20.04	18.59	20.34	22.90
总资本收益率(%)	6.60	4.71	14.95	--
净资产收益率(%)	10.25	5.03	22.70	--
长期债务资本化比率(%)	39.85	36.73	32.87	32.08
全部债务资本化比率(%)	52.28	56.14	45.86	41.50
资产负债率(%)	62.61	65.52	56.85	54.41
流动比率(%)	167.22	140.47	193.15	215.55
速动比率(%)	127.27	103.57	140.38	159.16
经营现金流动负债比(%)	14.45	11.33	19.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.31	4.17	9.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.18	5.46	2.26	--

注：公司 2014 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/主营业务收入×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。

附件 5 短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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息