跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1197 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持石药控股集团有限公司的信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“11石药MTN1”的信用级别为AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十九日

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（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

石药控股集团有限公司中期票据跟踪评级报告

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
11 石药 MTN1	6 亿元	2011/06/30~2016/06/30	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2016 年 6 月 29 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	38.12	30.95	36.95	40.45
资产总额(亿元)	154.41	164.95	194.65	196.53
所有者权益(亿元)	66.62	76.02	100.41	104.66
短期债务(亿元)	23.81	20.91	38.64	37.68
全部债务(亿元)	56.43	51.89	51.01	48.93
营业收入(亿元)	133.70	144.38	155.20	40.41
利润总额 (亿元)	17.20	10.60	19.19	5.17
EBITDA(亿元)	24.94	18.66	26.62	--
经营性净现金流(亿元)	10.03	17.41	16.80	7.86
营业利润率(%)	20.34	25.18	30.71	31.28
净资产收益率(%)	22.70	10.36	15.31	--
资产负债率(%)	56.85	53.91	48.57	46.74
全部债务资本化比率(%)	45.86	40.57	33.69	31.86
流动比率(%)	193.15	188.95	154.62	162.83
全部债务/EBITDA(倍)	2.26	2.78	1.92	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.90	6.82	10.91	--
经营现金流动负债比率(%)	19.23	31.06	21.03	--

注：1.公司 2016 年 1 季度财务数据未经审计；
2.现金类资产已剔除使用受限部分；
3.2014 年短期债务包括计入其他流动负债中的短期融资券 6 亿元。

分析师
荣 毅 姜雨彤
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，石药控股集团有限公司（以下简称“公司”或“石药集团”）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治疗药物“恩必普”已经成为公司新的收入和利润增长点；负债水平有所下降。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仍不高，公司采购集中度高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AA^+的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11 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，“恩必普”（丁苯酞）系列药物销售情况良好，公司整体收入规模持续增长，盈利能力有所提高。
3. 公司现金类资产对“11 石药 MTN1”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。
3. 跟踪期内，公司与香港石药的往来款较大，应收账款增幅较大，存在一定坏账风险。

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

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“11 石药 MTN1”到期日内有效；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控股集团有限公司主体长期信用及存续期内的“11 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

石药控股集团有限公司（简称“石药集团”或“公司”）前身为石家庄制药集团有限公司，成立于 1998 年 3 月，初始注册资本为 22136 万元，石家庄市国有资产管理委员会拥有其 100%股权；后经数次更名，于 2013 年 2 月更为现名。公司成立后历经数次股权转让及一次增资，截至 2016 年 3 月末，公司注册资本为 52136.00 万元，卓择有限公司持股 100%，是公司唯一股东。卓择有限公司由进扬有限公司、联诚控股有限公司、北京中宜和合众投资管理中心分别持股 75%、10%、15%，联诚控股有限公司和北京中宜和合众投资管理中心分别持有进扬有限公司 40%和 60%的股权。蔡东晨通过联诚控股有限公司和北京中宜和合众投资管理，间接控制石药集团 60%的股权，故系公司实际控制人。（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。

石药集团有限公司（以下简称“香港石药”）前身系中国制药集团有限公司，于 1994 年在香港联交所主板上市（股票简称“石药集团”，股票代码 1093.HK）。2013 年 2 月更名为石药集团有限公司。截至 2016 年 3 月底，香港石药主要股东为：鼎大集团有限公司（持股比例为 17.91%）、联诚控股有限公司（持股比例为 8.36%）、建诚有限公司（持股比例为 3.62%）、蔡东晨（持股比例为 0.11%），其中鼎大集团有限公司为卓择有限公司的全资子公司，建诚有限公司为联诚控股有限公司的全资子公司。综上，蔡东晨及管理层持股的平台联诚控股有限公司和北京中宜和合众投资管理中心合计持有香港石药约 29.99%的股份，且上述持股各方为一致行动人。鼎大集团有限公司、联诚控股有限公司、北京中宜和合众投资管理中心、建诚有限公司授权公司全资子公司中国诗薇制药有限公司享有香港石药全部权益。故公司获授权管理香港石药，将其纳入合并报表范围。

截至 2015 年底，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 50 家，包括 1 家香港上市红筹股公司——香港石药，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 2015 年底，公司（合并）资产总额 194.65 亿元，所有者权益 100.41 亿元（含少数股东权益 57.02 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 155.20 亿元，利润总额 19.19 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 196.53 亿元，所有者权益合计 104.66 亿元（含少数股东权益 60.44 亿元）；2016 年 1~3 月营业收入 40.41 亿元，利润总额 5.17 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

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿

元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“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

医药工业运营概况

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。

自 1998 年以来，医药工业增速大约为 GDP 增速的 1～1.5 倍。1998～2008 年中国医药工业行业景气度高企，处于高速发展阶段。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有所下滑。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，2015 年，中国医药制造业实现主营业务收入 25537.1 亿元，同比增长 9.10%，利润总额 2627.3 亿元，同比增长 12.90%，增长速度虽较前两年有所回落，但仍保持较高水平。2016 年 1-3 月，中国医药制造业实现主营业务收入 6100.3 亿元，同比增长 10.10%，利润总额 632.6 亿元，同比增长 14.20%，总体保持了稳定增长的发展趋势。

细分行业方面，从近三年增长速度看，生物生化品制造、卫生材料及医药用品制造、中成药制造以及中药饮片加工四个行业保持快速增长，收入规模年均增速保持在 20%以上；从盈利能力看，化学药品制剂制造和中成药制造保持较高的销售利润率，化学药品原药制造和中药饮片加工盈利能力明显偏低。近年来医药行业效益有所分化，中成药制造总体保持快速增长，盈利能力较强。

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。

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，其中化学制剂药、中成药制造、化学原料药对整个行业的收入和利润贡献最大。

（1）化学原料药行业

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，占全球 19.3%的市场份额，位居首位，其中仿制原料药的市场份额更是高达 37.8%。中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%。根据国家统计局数据，2014 年中国原料药出口交货值 605.13 亿元，同比增长 4.14%，保持稳定增长，从细分产品看，原料药出口分化明显，大宗原料药自 2012 年第四季度以来季度出口额持续负增长，呈现明显的出口颓势，而特色原料药出口保持快速增长，排名前十名的特色原料药中半数实现出口额强势增长，且以心脑血管用药为主。目前，中国出口的原料药中抗感染类、维生素类、解热镇痛类、激素等大宗原料药和他汀类、普利类、沙坦类等特色原料药在国际医药市场上占有相当的份额和地位。

中国化学原料药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，但产品生产耗能大，污染严重，产品结构仍以低端为主，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。

2011 年下半年以来，随着国内新建产能逐步释放，原料药行业产能过剩问题日益凸显，维生素 C、青霉素类等大宗原料药产品低价竞争现象明显，严重影响行业内企业的盈利情况。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。

2015 年 1~10 月，中国化学药品原药制造业实现主营业务收入 3689.12 亿元，同比增长 9.96%，实现利润总额 262.84 亿元，同比增长 14.97%。

（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。

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。

2015 年 1~10 月，中国化学药品制剂行业实现主营业务收入 5548.47 亿元，同比增长 9.47%，实现利润总额 646.00 亿元，同比增长 12.22%。

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》，2013～2015年石家庄市生产总值年均复合增长5.76%，2015年为5100.2亿元，按可比价格计算，比上年增长7.5%。其中，第一产业增加值完成494.4亿元，增长2.3%；第二产业增加值完成2452.9亿元，增长5.8%；第三产业增加值完成2493.3亿元，增长10.6%。第一产业增加值占生产总值的比重为9.1%，第二产业增加值比重为45.1%，第三产业增加值比重为45.8%，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，2015年全市规模以上工业企业实现增加值2117.3亿元，比上年增长6.0%，其中医药工业增长2.5%。2015年规模以上工业实现利润802.8亿元，比上年增长7.1%。

2013～2015年石家庄市城镇固定资产投资完成额年均复合增长14.12%，2015年为5689.9亿元，比上年增长16.1%。

截至2015年底，石家庄市常住人口1070.16万人，全年城镇居民人均可支配收入28168万元，比上年增长8.0%；农村居民人均可支配收入11442元，同比增长8.5%。

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. 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）。

2. 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 2016 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 5200 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 2016 年 3 月底，石药集团拥有合并口径企业 50 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 2015 年底，香港石药总资产 135.40 亿港元，资产净值 80.79 亿港元；2015 年实现收入 113.94 亿港元，较 2014 年增长 4.00%；营业利润 21.66 亿港元，同比增长 29.39%。

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。

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 2016 年 3 月底，已申请国家专利 451 项，已获得授权 278 项；其中发明专利申请 398 项，授权 226 项；PCT 国际专利申请 30 项，累计指定进入 226 个国家，其中已在 128 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。2015 年，公司共计取得生产批件 8 个，临床批件 20 个，专利申请 24 项，国内专利授权 26 项，国际专利授权 14 项。

截至 2016 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 190 余项，其中国家一类新药 15 项；三类新药 50 项；五类新药 7 项；六类新药 82 项；新辅料 3 项；保健食品 14 项；ANDA 产品 21 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 2015 年底，石药集团已经完成 51 项新版 GMP 认证；取得 17 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 21 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占收入规模的 4%~6%之间，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，收入结构较 2014 年相比变动不大，毛利率较高的制剂药占整体收入保持在 40%以上，2015 年为 42.18%；原料药占比为 15.81%，医药商业占比为38.33%。公司2015年收入同比增长7.50%，为 155.20 亿元。2016 年 1 季度，公司实现营业

收入 40.41 亿元，同比下降 21.61%（2015 年一季度 45.01 亿元），占 2014 年全年的 26.04%。

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变动不一，具体来看：青霉素系列产品毛利率变动不大，2015 年为 12.76%；头孢菌素系列产品受原材料中农副产品成本下降的影响，毛利率上升至 19.71%；维生素 C 系列产品 2015 年恢复至 3.14%。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，2015 年制剂药板块毛利率同比上升 11.16 个百分点至 60.51%。跟踪期内，医药商业业务整合基本完成，毛利率回升至 8.48%，略高于行业平均水平（约 7%）。2016 年 1 季度，头孢菌素原料药受 7-ACA 价格的回落的影响毛利率下降至 10.12%，公司原料药其他细分项目的毛利率均保持稳定，公司原料药毛利率较 2015 年小幅下降 2.63 个百分点至 8.74%；制剂药产品毛利率和收入占比均小幅，拉升公司 2016 年一季度毛利率至 32.27%。

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		2014 年			2015 年			2016 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	66938	4.64%	13.72%	53690	3.46%	12.76%	14449	3.58%	13.21%
	头孢菌素系列	80965	5.61%	14.59%	90658	5.84%	19.71%	18337	4.54%	10.12%
	维生素 C 系列	77597	5.37%	0.07%	101026	6.51%	3.14%	26541	6.57%	5.35%
	合计	225500	15.62%	9.34%	245375	15.81%	11.37%	59327	14.68%	8.74%
制剂药（成药）		633453	43.87%	49.35%	654671	42.18%	60.51%	178997	44.29%	60.56%
医药商业		545811	37.80%	5.55%	594958	38.33%	8.48%	151477	37.48%	8.45%
其他		39049	2.71%	26.56%	57027	3.67%	25.48%	14339	3.55%	28.16%
合计		**1443813**	**100.00%**	**25.93%**	**1552031**	**100.00%**	**31.51%**	**404140**	**100.00%**	**32.27%**

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

（1）原料药业务

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。

生产情况

从生产能力看，截至 2016 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 5200 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。

具体来看，跟踪期内，主要原料药中，维生素 C 的产能未发生变化；青霉素的生产维持在高负荷状态（100%左右），毛利率较为稳定；头孢菌素系列毛利率有所提升，受产能下降的影响，产量同比有所下降，但产能利用率有所提升，2016 年三月底为 90.34%；维生素 C 价格的回升使得产能利用率在 2015 年上升 14.98 个百分点至 90.65%，同期毛利率随之上升至 3.14%；2016 年一季度产能利用率提升至 102.14%，毛利率持续提升至 5.35%。

表 2　近年来公司主要原料药产能及产能利用率（单位：吨；%）

产品名称	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率（预计）
青霉素	5500	5458	99.24	5500	5328	96.87	5200	5307	102.06	5200	1301	100.05
头孢菌素	2000	1370	68.50	2000	1560	78.00	1600	1380	86.23	1600	361	90.34
维生素 C	50000	40786	81.57	50000	37837	75.67	50000	45325	90.65	50000	12768	102.14

资料来源：公司提供

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。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。2015 年维生制药的净利润和利润总额持续为负，均为-0.50 亿元，较 2014 年相比，亏损面收窄。

表 3　近来年公司主要原料药公司财务指标（单位：万元）

公司	主要产品	2014 年			2015 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	99886	182831	108243	98041	181607	98749
中诺药业	青霉素类、头孢菌类产品及制剂成药	319842	460912	213318	292262	448151	233607
新诺威制药	黄嘌呤系列产品（咖啡因、茶碱等）	50087	60792	40348	56987	73217	48351

资料来源：公司提供

原材料采购情况

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；随公司维生素 C 产品产量的上升，公司农副产品采购量有所增加，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，其副产品液糖属于小麦的副产品，2015 年液糖价格随小麦价格的下降而下降；随着大豆总产量的逐年提高，豆油的价格逐年下降。2016 年一季度，山梨醇价格小幅回路，其他农副产品采购价格基本保持 2015 年的售价。公司石化产品原材料价格随呈国际油价波动，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 年以及 2016 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 4　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）			
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
农副产品								
液糖	74336	64290	104263	21478	2073	2281	2026	2052
山梨醇	91448	87744	99814	26917	2784	2919	3582	3157
豆油	12864	12330	13269	3376	7990	6762	5882	6020
化工产品								
丙酮	3453	3525	4027	892	8840	9126	4696	3580
正丁醇	1055	799	702	171	9640	8412	5596	4062
异丙醇	421	331	357	60	9790	8412	6330	4570

资料来源：公司提供

从原料药材料的采购集中度情况来看，2015 年公司的主要原材料豆油、山梨醇采购主要集中在前 2 名供应商，其中山梨醇的前两名供应商占比达到 94.02%；豆油 99.24%的采购量来自两家供应商。液糖的采购集中度相对分散，但前三名供应商占比也接近 75%。总体来看，公司原料药材料的采购集中度很高，对供应商依赖性较高。

表 5　2015 年公司主要原料药原料采购集中度（单位：万元；%）

物料名称	供应商名称	2014 年采购额	占比	2015 年采购额	占比
山梨醇	茌平县同创生物技术有限公司	16258	54.87%	--	--
	山东天力药业有限公司	12652	42.69%	25841	71.79%
	河北赵州利民糖业集团有限公司	722	2.44%	8002	22.23%
	合计	**29632**	**100%**	**33843**	**94.02%**
液糖	石家庄吉瑞克葡萄糖有限公司	7700	37.24%	6489	30.60%
	石家庄市天马淀粉厂	5224	25.26%	6122	28.87%
	河北德瑞淀粉有限公司	3149	15.23%	3296	15.54%
	藁城市华泰淀粉糖厂	1308	6.33%	3119	14.71%
	合计	**17381**	**84.06%**	**19571**	**92.30%**
豆油	秦皇岛金海粮油工业有限公司	5211	55.06%	1775	21.19%
	山东香驰粮油有限公司	4127	43.61%	1975	23.57%
	河北省油脂储备库			4564	54.48%
	合计	**9338**	**98.67%**	**8314**	**99.24%**

资料来源：公司提供

销售情况

公司的原料药产品主要由下属生产企业自行销售。公司原料药事业部在销售组织、品牌推广等策略方面对下属公司进行指导和监督，下属各子公司主要负责具体经营层面的市场运作。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。

从销售方式来看，公司原料药销售中，约 80%采用赊销模式，剩余 20%采用现款销售模式，赊销模式下账款期限均在一年以内；从销售市场来看，国内市场销售额占整个公司原料药销售额的 65%，剩余 35%的原料药远销国外市场。

从产品年均售价看，跟踪期内，维生素C系列和阿莫西林系列产品售价有所下降，头孢菌素系列售价持续上升。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。

表6　2015年公司主要原料药销售（单位：元/公斤）

原料药品种	2013 年	2014 年	2015 年
维生素 C	21.34	22.62	21.43
维生素 C(内销)	22.32	22.82	20.82
维生素 C(出口)	19.20	22.13	21.67
阿莫西林	165.37	169.37	159.75
阿莫西林(内销)	163.18	160.59	144.16
头孢唑啉钠	626.83	673.64	737.06
头孢唑啉钠（内销）	603.33	658.49	711.95

资料来源：公司提供

从公司原料药销售集中度的情况来看，跟踪期内，公司主要原料药产品维生素 C 和青霉素前五大销售客户集中度有所上升，但仍不足 30%，而头孢菌素的销售集中度相对较高，2015 年有所下降至 41.26%。总体看，公司原料药主要产品的销售集中度一般。

表 7　近来年公司公司主要原料药销售客户与集中度（单位：万元；%）

类别	客户名称	2014 年销售额	占比	2015 年销售额	占比
维生素 C	PRINOVAUSLLC	7011.54	7.02	5383.35	8.32
	HELMAG	4682.95	4.69	3511.71	5.43
	FUSOCHEMICALCO.,LTD.	3790.53	3.79	3309.23	5.11
	PRINOVAEUROPELIMITED	3596.16	3.60	2813.6	4.35
	MITSUI&CO.,LTD.	2408.85	2.41	2799.81	4.33
合计	--	**21490.04**	**21.51**	**17817.7**	**27.54**
青霉素	PHARMAX(HK)LTD	5227.59	14.02	5154.61	10.22
	NORBROOK（爱尔兰）	1295.43	3.47	3498.56	6.94
	河北唐元梓莘医药销售有限公司	1289.95	3.46	2997.41	5.94
	江苏九九久科技股份有限公司	1040.00	2.79	1996.56	3.96
	山东鲁抗医药股份有限公司	881.28	2.36	1763.74	3.5
合计	--	**9734.25**	**26.10**	**15410.88**	**30.56**
头孢菌素	齐鲁制药有限公司	10062.22	17.93	17816.91	22.98
	悦康药业集团有限公司	8396.92	14.97	3603.07	4.65
	山东信立泰药业有限公司	4366.10	7.78	4860.07	6.27
	山东鑫泉医药有限公司	4255.20	7.58	2869.7	3.7
	齐鲁安替制药有限公司	3097.60	5.52	2840.17	3.66
合计	--	**30178.04**	**53.78**	**31989.925**	**41.26**

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司原料药原材料采购相对集中，对原材料供应商的依赖较强，总采购成本下降，释放了原料药部分利润空间。公司部分原料药和制剂药出口国外，造成公司将面对一定程度汇率波动及贸易结算周期较长的风险。

（2）制剂药业务

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。

公司已通过国家药品 GMP 认证，在制剂药生产过程中严格按照药品 GMP 认证要求，建立了原料选取、处方设计、人员配备、厂房建设、设备安装、生产流程、包装运输、质量检测等方面的标准，覆盖了制剂药生产的各个环节。总体看，公司主要生产技术和工艺均严格执行国家药品 GMP 标准，达到国内领先水平。

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，截至2016年3月底，恩必普注射液已进入7个省份的医保范围，恩必普胶囊已进入31个省和直辖市医保范围；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。

生产情况

截至2016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。

由于公司制剂药产品一般均有多个规格和不同剂型，所以用剂型统计公司产能及产能利用率。跟踪期内，公司制剂药产品产能均未有变化；从产能利用率的情况来看，粉针、片剂和水针的产能利用率有所下降，其余产品的产能利用率均较2014年度变动不大，未来公司制剂药产量有较大的提升空间。

表8 公司主要制剂药剂型产能及产能利用率（单位：%）

产品剂型	单位	2013年			2014年			2015年			2016年1~3月		
		产能	产量	利用率	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率	产能	产量	利用率（预计）
胶囊	万粒	65000	564246	86.81	650000	471760	72.58	650000	492360	75.75	650000	148102	91.14
粉针	万支	150000	111224	74.15	150000	114595	76.40	150000	98559	65.71	150000	17760	47.36
片剂	万片	1200000	888020	74.00	1200000	989870	82.49	1200000	752089	62.67	1200000	217380	72.46
水针	万支	125000	78956	63.16	125000	96518	77.21	125000	87599	70.08	125000	10327	33.05
大输液	万支	11300	5608	49.63	15500	7707	49.72	15500	7460	48.13	15500	2023	52.21
软胶囊	万粒	50000	34508	69.02	50000	46048	92.10	50000	47175	94.35	50000	12491	99.93

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%；2015年恩必普系列销售收入（不含税）15.40亿元（2014年约10亿元），增长较大主要系恩必普胶囊和注射液纳入医保的省市增加所致，截至2016年3月，恩必普胶囊已进入31个省和直辖市医保范围，注射液进入7个省医保范围（2014年5个），该系列药成为公司可持续的收入和利润增长点。

表9 近年来主要制剂药公司财务指标（单位：万元）

公司	主要产品	2014年			2015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、酶系列和碳氢霉烯系类	319842	460912	213318	292262	448151	233607
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	174107	173421	76300	263263	295955	192907
恩必普药业	心脑血管系统用药及抗病毒药物	80670	131624	104522	156093	239663	212896

资料来源：公司提供

原材料采购情况

跟踪期内，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；其余原材料由于专业性较强，市场上可选择余地较少，公司与一般与相关原料的主要供应商（例如哈药集团、齐鲁制药）签订长期的采购合约，渠道较为稳定，主要采购硫氰酸红霉素、头孢克肟和头孢羟氨苄等原料药。采购结算方式主要有银行转账和先采购后付款的方式，两种方式各占约50%的比例，银行转账即时结算，先采购后付款账期在一个月内。

跟踪期内，制剂成药原材料的供应价格呈现下降趋势，公司采购成本下降，毛利率水平有所提升。

表10 近年来主要制剂药原材料采购情况（单位：万元）

主要原材料名称	采购量（吨）				平均采购价格（万元/吨）			
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
硫氰酸红霉素	521.97	601.98	750.00	134.40	31.20	26.19	24.65	24.47
头孢克肟	8.20	12.34	10.08	1.10	128.00	116.00	99.10	99.10
头孢羟氨苄	64.70	76.33	57.70	10.00	42.80	42.68	36.758	37.25

资料来源：公司提供

从公司制剂药原材料采购集中度来看，跟踪期内，公司制剂药原材料的供应商家数有所下降，采购集中仍保持很高水平。2015 年，公司头孢克肟外购供应商仅有一家，集中度为 91.09%；头孢羟氨苄的供应商有两家；硫氰酸红霉素供应商有三家，但供应占比差异较大，第一大供应商占比为 60.24%。

表11 近年来公司主要制剂药原材料采购集中度（单位：%）

物料名称	厂家	2014 年	2015 年
硫氰酸红霉素	宜昌东阳光	60.98	36.88
	启元	20.42	60.24
	伊犁川宁	10.84	2.88
	鲁南新时代	7.76	--
	合计	**100.00**	**100.00**
头孢克肟	广州白云山	67.45	91.09
	石药中诺1（2015 年为齐鲁安替）	32.55	8.91
	合计	**100.00**	**100.00**
头孢羟氨苄	华药华民	53.76	38.83
	中化帝斯曼	46.24	61.17
	合计	**100.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内公司制剂药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很强，存在集中采购风险。

销售情况

公司的制剂药产品也主要由下属生产企业自行销售，部分依托自营的医药商业体系对外销售。制剂成药定价方面，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。跟踪期内，公司主要制剂药产品价格均比较稳定。

跟踪期内，公司结算方式未发生变动，制剂药的结算方式较为多样，一般来说，通过医院诊所等机构销售的制剂药采用赊销和代销的方式较多，账期一般情况下均在一年以内。由于公司制剂药产品市场竞争力较强，公司部分制剂药产品的销售逐采用先款后货的销售方式。

公司制剂药的客户分散度较高，2015 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 2016 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。2015 年和 2016 年 1~3 月，公司在电商线上含税销售额分别为 1901 万元、277 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，

[1]石药中诺为公司子公司

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。

总体看，跟踪期内，公司专利制剂药产品保持较强的市场竞争力，主要制剂药的销售价格变化波动较小，同时部分制剂药原材料的价格的下降使得公司制剂药板块的毛利率有所上涨，对公司利润的贡献成都有所加强。

表12　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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
头孢拉定粉针（0.5g）	元/支	0.58	0.62	0.63	0.64
头孢唑啉钠粉针（0.5g）	元/支	0.57	0.57	0.60	0.60
阿莫西林胶囊（0.25*50 粒）	元/盒	3.52	3.06	3.82	3.87
丁苯酞胶囊	元/盒	171.98	171.46	168.49	167.03
丁苯酞（注射液）	元/瓶	239.48	238.93	237.40	238.75
欧来宁胶囊（24 粒）	元/盒	29.82	29.45	30.34	30.51
欧来宁胶囊（12 粒）	元/盒	12.59	13.45	12.57	11.94
欧来宁(注射用)	元/支	18.44	16.31	15.92	15.79
玄宁 14 片	元/盒	17.47	15.62	15.03	16.51

资料来源：公司提供

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。

中诚公司每年经销或代理企业药品的比例约为 93%，其余为公司生产的药品。公司经销的药品中普通用药占 95%以上，涉及 2000 余个品种，基本覆盖了全部常用药品。截至 2016 年 3 月底，大健康事业部果维康体系已在全国 31 个省、市、自治区设立了 42 个分销机构，目前已拥有覆盖全国 3 万多家大型药店终端营销网络。

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. 小贷和融资租赁业务

石家庄市中弘和信小额贷款有限公司（以下简称“弘和信小贷公司”）成立于 2014 年 6 月成立，注册资本与实收资本为 10 亿元，主要从事小额贷款业务，公司持股 100%。2015 年，弘和信小贷公司的资产规模变动不大，随着业务的开展，营业收入和盈利能力大幅提升，当

年利润总额为 7409.27 万元。

表13　2015年弘和信小贷公司财务状况（单位：万元）

资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额
107768.59	106359.00	9964.23	7409.27

资料来源：公司提供

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 894 笔，发放贷款金额为 20.46 亿元，未发生过贷款逾期。截至 2015 年底，弘和信小贷公司实现收入 9964.23 万元，利润总额 7409.27 万元。

截至2016年3月底，弘和信小贷公司处于存续期的贷款451笔，贷款余额9.42亿元。从期末单笔贷款额度的集中度来看，截至2016年3月底，100万以内（含100万）的贷款笔数占比55.21%，其余为100~500万（含500万）的贷款。从金额看，100~500万（含500万）的总计金额最高，为83530万元，占88.67%。从贷款的期限结构看，弘和信小贷公司发放贷款的期限均为一年内，主要用于满足融资方的流动性需求。截至2016年3月底，公司存续期贷款中，期限在180天以上的贷款最多，笔数占比达到74.28%，金额占比达到82.02%。

表14　截至2016年3月底弘和信小贷公司存续期贷款集中度情况（单位：笔；万元）

单笔贷款额度	笔数	占比	金额	占比
100 万以内(含 100 万)	249	55.21%	10673	11.33%
100~500 万(含 500 万)	202	44.79%	83530	88.67%
合计	**451**	**100.00%**	**94203**	**100.00%**
单笔贷款期限	**笔数**	**占比**	**金额**	**占比**
90 天（含）以内	52	11.53%	10207	10.84%
90~180 天（含）	64	14.19%	6673	7.14%
180 天以上	335	74.28%	77323	82.02%
合计	**451**	**100.00%**	**94203**	**100.00%**

资料来源：公司提供

河北中诚信融资租赁有限公司（以下简称“中诚信融资租赁公司”）成立于 2014 年 6 月成立，注册资本和实收资本为 6 亿元，公司持股 100%。2015 年公司，公司资产及收入利润规模均有大幅增长。截至 2016 年 3 月底，中诚信融资租赁公司已签订融资租赁合同 18 笔，共为 7 家公司提供融资租赁服务，合同金额合计 8.55 亿元，业务规模较小，客户未出现逾期情况。

表15　中诚信融资租赁公司财务状况（单位：万元）

	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额
2014 年	36064.58	30046.24	319.09	69.53
2015 年	73325.86	62611.25	4075.15	3418.31

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2013～2015 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 4.08 次、3.99 次、0.88 次，2015 年以上值分别为 4.00 次、3.90 次、0.86 次。总体看，公司经营效率一般。

6. 在建工程及未来发展

截至 2016 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，总计划投资 10.34 亿元，全部为自筹资金，截至目前为止已累计投资 10.05 亿元，已投资比例超过 97%，2016 年基本投资完毕，具体情况如下。

表 16　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
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	16000
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	10500
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	13700
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	20000
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	9100

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	5300
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	25860
合计		--	**103413**	**100460**

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 62.80 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。

表 17　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			
			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	9000	1000	0	0
2	石药集团新药制剂配套原料 FDA 生产中心项目	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	石药集团抗肿瘤高科技产业园项目	200000	40000	80000	60000	20000
5	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
6	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
7	医药及保健新产品产业化项目	50000	25000	18000	3200	0
8	石药集团新药制剂产业化项目	200000	30000	60000	50000	50000
合计		**628000**	**156000**	**231000**	**133200**	**80000**

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

公司于 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；截至 2016 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 2015 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。2016 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围看，2015 年公司一级子公司 9 家。其中 1 家为 2015 年非同一控制下合并而来，石药集团河北佳领电子商务有限公司为本年度新设子公司，2015 年处置子公司 1 家。

截至 2015 年底，公司资产总额 194.95 亿元，所有者权益合计 100.41 亿元（含少数股东权益 57.02 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 155.20 亿元，利润总额 19.19 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 196.53 亿元，所有者权益合计 104.66 亿元（含少数股东权益 60.44 亿元）；2016 年 1~3 月营业收入 40.41 亿元，利润总额 5.17 亿元。

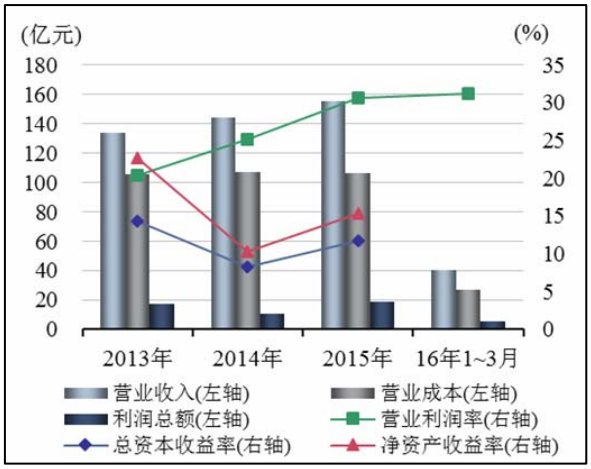
1. 盈利能力

2015 年，由于公司主要板块业务收入有不同程度提升，公司实现营业收入 155.20 亿元，较上年增长 7.50%。同期，原材料采购价格下行响，公司营业成本同比小幅下降 0.61%。同时由于高附加值的恩必普”（丁苯酞）系列药物占比增加，公司营业利润率上升 4.99 个百分点至 30.71%。

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 2014 小幅上升 0.57 个百分点，为 19.26%，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，2015 公司总资本收益率和净资产收益率分别为 11.76%和 15.31%，分别较 2014 年上升 3.61 个和 4.95 个百分点，盈利能力有提升。2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 40.41 亿元，为 2015 年全年的 26.04%；实现利润总额 5.17 亿元，公司营业利润率较 2015 年小幅升至 31.28%。

图 1　2013 年~2016 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保持稳定且盈利能力有所回升；同期制剂药板块收入规模及盈利能力不断加强；医药商业板块毛利有所提升，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。跟踪期内销售商品提供劳务收到的现金和经营活动产生的现金流入量随业务规模的扩大而增加，2015 年分别为 185.65 元和 190.79 亿元，分别同比增长 18.34%和 17.38%，且均高于营业收入的增长速度（7.47%）；当期公司购买商品接受劳务支付的现金和经营活动产生的现金流出量分别为 103.96 亿元和 173.99 亿元，分别同比增长 10.87%和 19.88%；2015 年，公司经营活动产生的现金净流量与 2014 年相比规模相当，为 16.80 亿元。2015 年，受年底销售业务回流现金较多影响，公司收入实现质量有所提高，现金收入比同比大幅上升 10.96 个百分点，为 119.62%。

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，2015 年支出 7.33 亿元；由于与香港石药股东往来款增加，2015 年公司支付其他与投资相关的现金 11.47 亿元，公司往来款较大；投资活动流入方面，取得投资收到现金和收到其他与投资活动有关的现金均为处置上市公司股票所得，2015 年公司投资活动产生的现金流量净额为-5.71 亿元。

筹资活动方面，2015 年筹资活动前现金流量净额为 11.09 亿元，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 2015 年筹资活动现金流净额为-6.57 亿元，未来公司对外融资需求主要取决于公司拟建项目的投资安排，目前看来，对外融资需求不大。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流入 47.62 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金，经营活动现金流出 39.76 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金，公司经营活动产生的现金流量净额为 7.86 亿元，表现为净流入；投资活动产生的现金流量净额-1.82 亿元；筹资活动现金流净额-2.87 亿元。同期，公司现金收入比为 114.66%，较 2015 年有所下降。

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，对外融资需求不大。

3. 资本及债务结构

资产

截至2015年底，在应收账款、其他应收款、发放贷款及垫款的推动下，公司资产规模同比增长18.19%至194.95亿元；其中流动资产占63.45%，与2014年相比变化不多，公司依旧以流动资产为主。

2015 年公司流动资产规模较 2014 年增长16.62%，是公司资产规模上升的主要贡献力量，公司流动资产规模达到至 123.51 亿元，构成以货币资金（占 21.19%）、应收账款（占25.07%）、存货（占 23.23%）、和其他应收款（占13.36%）为主；应收账款的增加主要由于公司制剂药业务规模的扩大；其他应收款的增加主要来自公司与内蒙古常盛、烟台投资、河北远征药业的往来款增加 9.25 亿元（账期在一年以内）；受投资活动现金流出量同比大幅下降的影响，截至 2015 年底，公司货币资金同比提高23.22%，为 26.17 亿元，主要为银行存款（占比 94.99%），公司可支配资金充裕且稳定。

截至 2015 年底，公司非流动资产 71.14 亿元，构成主要以固定资产（占 56.77%）、无形资产（占 7.97%）、在建工程（占 9.16%）为主；跟踪期内，公司非流动资产同比增长20.49%，增长主要来自长期应收款、投资性房地产以及发放贷款及垫款。截至 2015 年底，公司长期应收款 5.25 亿元，较 2014 年底大幅增长 148.26%（2014 年底为 2.12 亿元），长期应收款为售后回租业务形成，账龄均在 1~2 年以内，前两家公司占比 72%，集中度较高。截至 2015 年底，公司投资性房地产为 2.17 亿元，系当年自固定资产转入 1.62 亿元以及其公允价值变动增加 5557.86 万元所致。2014 年 6 月，公司成立弘和信小贷公司，截至 2015 年底，公司发放贷款及垫款 5.48 亿元，较 2014 年底增长 107.88%（2014 年底为 2.78 亿元）。从贷款构成来看，信用贷款、抵押贷款、质押贷款和保证贷款分别占比 34.78%、38.66%、19.40%和 7.16%。累计贷款损失准备 0.06 亿元（计提比例 1%）。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 196.53 亿元，较 2015 年底增长 0.96%，主要来自货币资金和存货的增加。从资产构成来看，截至 2016 年 3 月底，公司流动资产占比 64.86%，非流动资产占比 35.14%，较 2015 年底变化不大，仍以流动资产为主。

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

截至2015年底，公司所有者权益100.41亿元，较2014年增长32.09%，增加主要来自资本公积、未分配利润和少数股东权益；其中资本公积的增加主要诗薇和佳领处置香港石药股份所致，未分配利润的增长来自职工福利基金转入，少数股东权益的增加为中诚医药增资所致。结构方面，截至2015年底，归属于母公司所有者权益占43.21%，股本占比5.19%、资本公积占比14.94%。截至2015年底，公司所有者权益100.41亿元，较2014年增长32.09%，增加主要来自资本公积、未分配利润和少数股东权益；其中资本公积的增加来自上市公司股票处置4.94%、未分配利润占比23.00%，上述股东权益占比为56.79%，公司权益结构稳定性较弱。

截至2016年3月底，公司所有者权益（含少数股东权益60.44亿元）104.66亿元，其中归属于母公司权益合计44.22亿元，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2014年小幅增长6.31%，截至2015年底，公司负债总额94.54亿元，其中流动负债占84.50%，非流动负债占

15.50%，以流动负债为主。

截至2015年底，公司流动负债为79.88亿元，较2014年底增长42.51%，主要应付账款的增加以及一年内到期的非流动负债的增加。截至2015年底，公司应付账款32.88亿元；从账龄上看，1年以内的应付账款占比84.26%，占比相对集中。截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债16.05亿元，同比增加16.00亿元，主要为公司2期中期票据以及非公开定向私募债将在一年内到期。构成方面，截至2015年底，公司流动负债主要由短期借款（占16.55%）、应付票据（占11.73%）、应付账款（占41.16%）和一年内到期的非流动负债（占20.09%）为主。

截至2015年底，公司非流动负债14.66亿元，同比下降55.42%，减少主要源于应付债券的下降；其他科目变动不大。

截至 2015 年底，公司有息债务规模 51.01 亿元，同比小幅下降 1.69%；构成方面，短期债务占 75.74%，短期债务占比高。

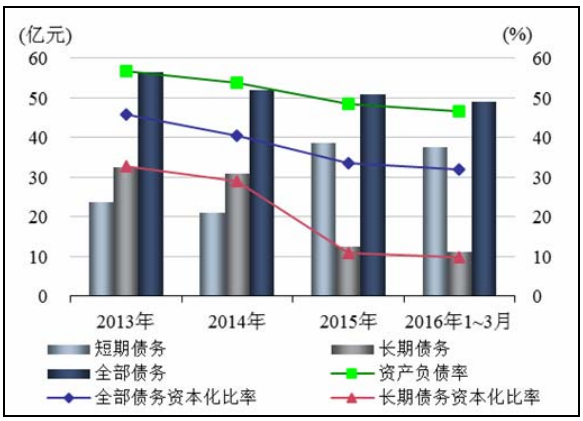
2015年公司负债增长速度慢于所有者权益增长素的，因此公司整体资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别较2014年底下降5.35个、6.88个、17.98个百分点，2015年底上述三项指标值分别为48.57%、33.69%和10.97%。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 91.86 亿元，较 2015 年底下降 2.83%，变化不大。从结构看，流动负债占比 85.22%，非流动负债占比 14.78%，结构未发生实质性变化。截至 2016 年 3 月底，公司有息债务合计 48.93 亿元，较 2015 年底下降 4.09%，其中短期债务占比 77.00%，长期债务占比 23%，债务结构有待改善。

截至 2016 年 3 月底，公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率和资产负债率进一步下降，分别为 31.86%、9.71%和 46.74%。

总体看，跟踪期内公司负债规模小幅上升，但有息债务规模有所下降，整体债务负担较轻，以短期债务为主，债务结构有待改善。

图2　2013年～2016年1季度公司债务指标情况



资料来源：公司财务报表

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，跟踪期内，受一年内到期的流动负债规模的上升，截至2015年底，公司流动比率和速动比率分别较2014年降低34.33个百分点、23.68个百分点，分别为154.62%和118.86%。截至2016年3月底，公司流动比率和速动比率小幅提高，指标分别为162.83%和123.54%；当期，公司经营现金流动负债比下降10.03个百分点至21.03%。考虑到公司现金类资产较为充裕（截至2016年3月底剔除受限资金后为40.45亿元），综合看，公司短期支付能力良好。

从长期偿债能力指标看，2015年公司EBITDA为26.62亿元，EBITDA利息倍数为10.91倍，全部债务/EBITDA倍数为1.92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2016年3月底，公司不存在对外担保。

公司长期与银行保持着良好的合作关系。截至 2015 年 3 月底，公司获得多家银行合计 103.52 亿元的综合授信额度，其中未使用额度为 76.53 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。

5. 存续期债券偿还能力分析

公司目前处于存续期内的债券为“11石药MTN1”，额度为6亿元，将于2016年6月30日到期。截至2016年3月底，公司现金类资产合计40.45亿元，为“11石药MTN1”的6.74倍。总体看，公司现金类资产充足且对“11石药MTN1”覆盖倍数较高。

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 2016 年 4 月 26 日，公司无不良信贷信息记录。

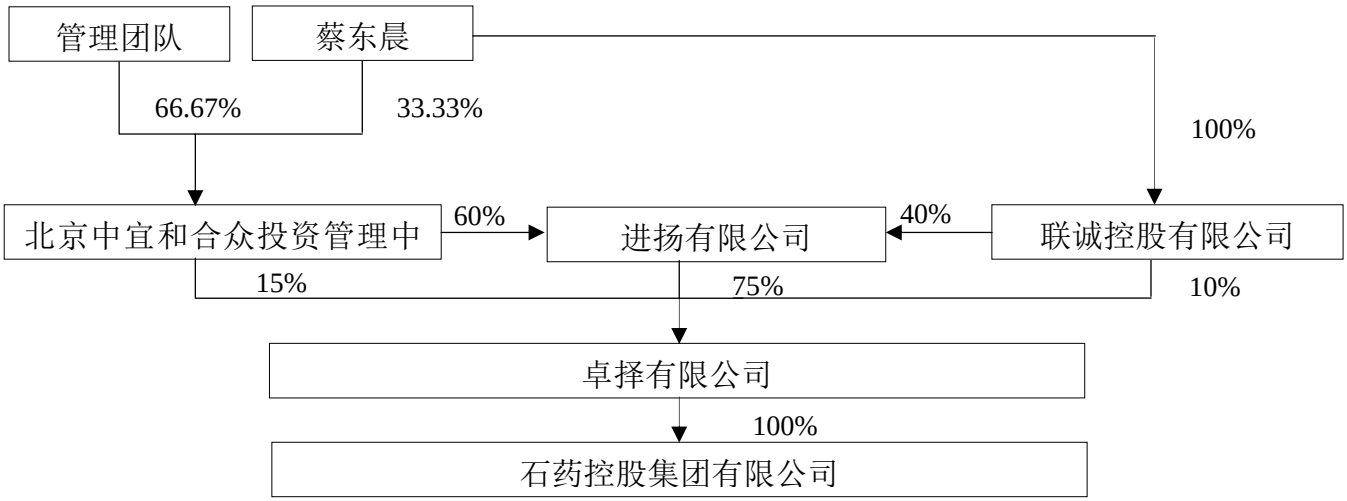
7. 抗风险能力

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。

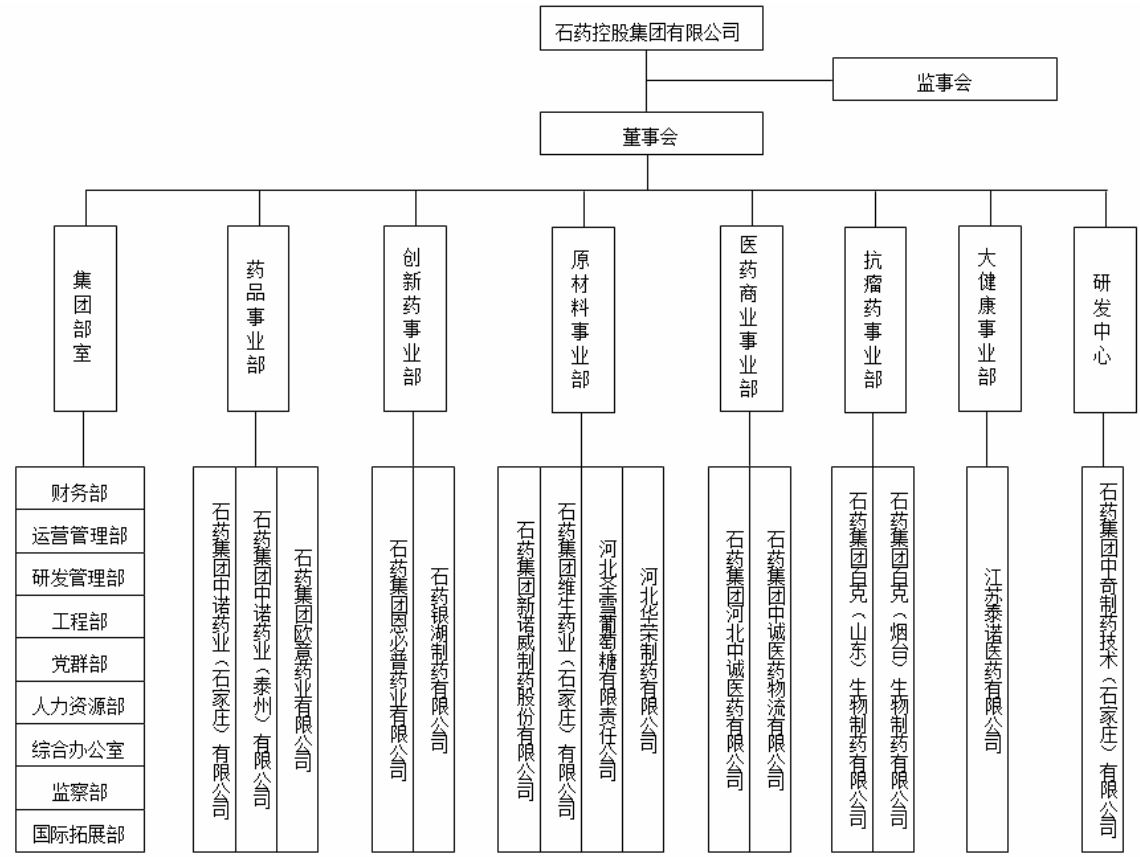
十、结论

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

附件 1-1　截至 2016 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2016 年 3 月底公司组织机构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	38.12	30.95	36.95	40.45
资产总额(亿元)	154.41	164.95	194.65	196.53
所有者权益(亿元)	66.62	76.02	100.41	104.66
短期债务(亿元)	23.81	20.91	38.64	37.68
长期债务(亿元)	32.62	30.98	12.37	11.25
全部债务(亿元)	56.43	51.89	51.01	48.93
营业收入(亿元)	133.70	144.38	155.20	40.41
利润总额(亿元)	17.20	10.60	19.19	5.17
EBITDA(亿元)	24.94	18.66	26.62	--
经营性净现金流(亿元)	10.03	17.41	16.80	7.86
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.08	4.27	4.00	--
存货周转次数(次)	7.68	4.00	3.90	--
总资产周转次数(次)	1.73	0.90	0.86	--
现金收入比(%)	99.13	105.89	119.62	114.66
营业利润率(%)	20.34	25.18	30.71	31.28
总资本收益率(%)	14.34	8.30	11.76	--
净资产收益率(%)	22.70	10.36	15.31	--
长期债务资本化比率(%)	32.87	28.95	10.97	9.71
全部债务资本化比率(%)	45.86	40.57	33.69	31.86
资产负债率(%)	56.85	53.91	48.57	46.74
流动比率(%)	193.15	188.95	154.62	162.83
速动比率(%)	140.38	142.54	118.86	123.54
经营现金流动负债比(%)	19.23	31.06	21.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.90	6.82	10.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.26	2.78	1.92	--

注：1.公司 2015 年 1 季度财务数据未经审计；2.上表中的现金类资产已剔除使用受限部分；3.2014 年短期债务包括计入其他流动负债中的短期融资券 6 亿元。

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。