跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1985 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持珠海联邦制药股份有限公司主体长期信用等级为AA^{-}，评级展望为稳定，并维持“15珠海联邦CP001”A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年十月十五日

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

珠海联邦制药股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁻	评级展望：稳定
上次评级结果：AA⁻	评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 珠海联邦 CP001	8 亿元	2015/7/13 ~2016/7/13	A-1	A-1

跟踪评级时间：2015 年 10 月 15 日

财务数据：

项　目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
现金类资产(亿元)	6.73	6.95	8.64	5.66
资产总额(亿元)	61.12	66.79	68.53	65.84
所有者权益(亿元)	21.86	22.61	24.20	26.95
短期债务(亿元)	31.02	29.22	27.83	22.57
全部债务(亿元)	32.81	35.09	33.33	27.38
营业收入(亿元)	44.52	44.13	48.70	22.39
利润总额(亿元)	4.12	4.43	5.76	3.29
EBITDA(亿元)	5.81	6.85	8.84	--
经营性净现金流(亿元)	-4.90	-1.12	14.54	6.13
营业利润率(%)	34.60	39.80	39.68	41.54
净资产收益率(%)	15.76	16.60	19.99	--
资产负债率(%)	64.24	66.14	64.68	59.06
全部债务资本化比率(%)	60.02	60.82	57.93	50.39
流动比率（%）	132.94	144.44	148.98	163.65
全部债务/EBITDA(倍)	5.65	5.12	3.77	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.29	5.08	4.70	--
经营现金流动负债比(%)	-13.16	-2.95	37.86	--

注：1.公司 2015 年上半年财务数据未经审计；
2 公司发行的短期融资券已被计入短期债务；
3.公司融资租赁应付款已计入长期债务；
4.公司现金类资产已剔除受限资金。

分析师

荣　毅　孔祥一

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，受益于国内原料药景气度回升，珠海联邦制药股份有限公司（简称“公司”）收入规模和盈利能力小幅增强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司短期支付压力大、关联方委托贷款规模大等因素给其经营及信用水平带来了不利影响。

受益于新医改政策的推动和药品市场需求的释放，医药行业景气度延续性较好。公司在生物制药新产品方面积极研发，未来伴随新研发产品上市及批量投产销售，公司产品结构将进一步得到优化，盈利能力将有望得以提升。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，并维持“15 珠海联邦CP001”A-1的信用等级。

优势

1. 近年来新医疗改革不断深化，医药行业存在巨大的市场需求，行业前景较好。
2. 公司是国内抗生素原料药及制剂药的重要生产企业，品牌优势明显，阿莫西林等产品市场占有率高。
3. 跟踪期内，抗生素原料药过剩产能持续消化，行业景气度回升，公司经营稳定，整体收入规模有所扩大，盈利能力有所增强。
4. 公司经营现金流入量对存续期内短期融资券保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内，公司债务规模仍处于较高水平，短期支付压力大。
2. 跟踪期内，公司关联交易多，原材料采购大部分来自关联企业，对外担保全部为对关联方担保，存在一定或有债务风险。
3. 公司对关联企业委托贷款金额较大，存在关联方资金占用风险。

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）与珠海联邦制药股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与珠海联邦制药股份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，未因珠海联邦制药股份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珠海联邦制药股份有限公司提供，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“15 珠海联邦 CP001”兑付日失效；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珠海联邦制药股份有限公司主体长期信用及存续期内的“15 珠海联邦 CP001”跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

珠海联邦制药股份有限公司（以下简称“公司”）前身为珠海联邦制药厂有限公司，系于 1993 年 5 月 22 日经珠海市引进外资办公室珠特引外资字[1993]221 号文批准，由珠海市医药公司（以下简称“珠海医药”）与香港联邦制药厂有限公司共同出资组建的中外合资经营企业，初始注册资本 1750 万元。2001 年 10 月 30 日，公司转制为股份有限公司，名称变更为现名。后经多次增资和股权变更，截至 2015 年 6 月底，公司注册资本 114249.6 万元，联邦制药国际控股有限公司（以下简称“联邦国际”）（3933.HK）直接、间接合计持股 100%；公司实际控制人为蔡海山先生，股权关系见附件 1-1。

公司经营范围：研究开发、生产经营化学原料药及制剂、抗生素原料药及制剂、中药制剂、生物制品原料药及制剂、生化制品原料药及制剂、医药化工原料、药用包装材料（按药品生产企业许可证：粤 Hab20060192 批准的经营范围经营）；经营三类注射穿刺器械、医用高分子材料及制品（一次性使用输液（血）器（针）类）（限中山分公司经营）。

截至 2015 年 6 月底，公司下辖 4 家全资子公司：珠海联邦制药销售有限公司、珠海联邦欧洲进出口公司（德国注册）、珠海联邦制药（印度）私人有限公司（印度注册）、珠海利邦医药研发有限公司，1 家控股子公司：珠海市万邦药业有限公司；本部设财务管理部、审计部、文化宣传部、法律部、监督部、行政管理部、人力资源部、信用风险部、市场部、医学研究部、公会等部门（详见附件 1-2）。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 68.53 亿元，所有者权益为 24.20 亿元（其中少数股东权益 0.20 亿元）；2014 年，公司实现营业收入 48.70 亿元，利润总额 5.76 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额为 65.84 亿元，所有者权益为 26.95 亿元（其中少数股东权益 0.23 亿元）；2015 年 1～6 月，公司实现营业收入 22.39 亿元，利润总额 3.29 亿元。

公司注册地址：广东省珠海市国家高新技术产业开发区三灶科技工业园；法定代表人：蔡海山。

三、宏观经济和政策环境分析

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。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 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，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业分析与区域经济概况

1. 医药工业分析

公司隶属于医药工业，主要从事原料药和制剂药的研发、制造和销售。

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。

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. 区域经济概况

公司位于广东省珠海市，珠海市是中国五个经济特区之一。2014年珠海市实现地区生产总值（GDP）1857.32亿元，同比增长10.3%。其中，第一产业增加值48.79亿元，增长3.9%，对GDP增长的贡献率为0.9%；第二产业增加值939.04亿元，增长11.9%，对GDP增长的贡献率为61.8%；第三产业增加值869.49亿元，增长8.7%，对GDP增长的贡献率为37.3%。三次产业的比例为2.6:50.6:46.8。

国务院颁布《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》，确定珠海为珠江口西岸核心城市的新定位和建设高栏港工业区、海洋工程装备制造基地、航空产业园、国际商务休闲旅游度假区的新布局，极大地提升了珠海在区域乃至国家全局中的战略地位和城市价值。为实现珠江口西岸核心城市和交通枢纽城市的定位，珠海市推出了3000多亿元的投资以构筑“交通、产业、城市”三大格局，明确了涉及珠海未来发展命运的重大项目和基础性项目的分工和具体进度。

总体看，公司所处地理位置优越，经济特区的体制和发展优势较为明显。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2015年6月底，公司注册资本114249.6万元，联邦制药国际控股有限公司（以下简称“联邦国际”）（3933.HK）直接、间接合计持股100%；公司实际控制人为蔡海山先生，股权关系见附件1-1。

2. 企业竞争力

公司主要从事抗生素制剂与原料药的生产和销售，是联邦国际的主要经营实体，是中国大型抗生素生产企业之一。公司拥有两大生产基地——珠海原料厂（即公司本部）和中山制剂厂（即珠海联邦制药股份有限公司中山分公

司），分别占地 25 万平方米和 6 万平方米，下属车间分别于 2014 年（珠海原料厂）和 2013 年(中山制剂厂)全部通过国家新版 GMP 认证。

原料药方面，公司产品含 4 大系列 30 多个品种，年生产能力为半合成青霉素类原料药 8500 吨以上、头孢类原料药 1200 吨以上。其中阿莫西林原料药已通过国内新版 GMP 认证、德国认证、欧盟 COS 认证、美国 FDA 认证。制剂药方面，公司产品含 8 大系列 50 多个品种，产品涉及抗生素类、解热镇痛类、抗过敏药、降糖药、抗乙肝药、心血管药等多个领域。

多年来，公司先后获得多项荣誉，包括“国家火炬计划重点高新技术企业”、“广东省高新技术企业”等，阿莫仙牌阿莫西林颗粒被评为“广东省名牌产品”；同时还拥有中国制药专业博士后科研工作站。目前公司已与国内 120 多家具有国家药物临床试验资格的权威医院共同组织完成了 59 多项药物的临床试验，另有一项临床试验是在美国开展并已完成。

总体看，公司已形成了集研发、中试、生产和销售为一体的现代医药产业链，核心产品阿莫西林等知名度高，品质优良。

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. 经营现状

公司主要研发、生产、销售化学原料药及制剂、生化制品等。

公司主营业务按产品可分为原料药、制剂与其他业务。从收入构成来看，近三年公司原料药产品收入占主营业务收入的比重均在 55%以上，是公司收入主要来源。2014 年公司实现营业收入 48.70 亿元，原料药、制剂药占比分别为 57.25%和 42.27%，公司主营业务突出。

从产品毛利率来看，跟踪期内，青霉素、头孢菌素等抗生素原料药景气度有所回升，行业产能过剩局面有所缓解，受此影响，公司原料药毛利率同比上升 0.71 个百分点；制剂产品毛利率小幅上升至 69.84%，依旧是公司利润的重要组成部分。

2015 年 1～6 月，公司实现营业收入 22.39 亿元，占 2014 年全年的 45.98%，同比小幅下降 6.08%；收入构成保持稳定。毛利率方面，原料药系列产品毛利率为 19.89%，较 2014 年小幅上升了 1.26 个百分点，主要是β-内酰胺酶抑制剂等高毛利率系列产品占比上升导致；2015 年 1～6 月制剂产品综合毛利率为 67.95%，与 2014 年变化不大。

表 1　公司营业收入构成（单位：万元；%）

分类	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1～6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
原料药合计	**276953**	**62.20**	**14.80**	**243485**	**55.18**	**17.92**	**278788**	**57.25**	**18.63**	**120112**	**53.65**	**19.89**
青霉素系列(含 6-APA)	169524	38.07	9.00	147657	33.46	9.55	163035	33.48	12.29	68707	30.69	11.67
头孢菌素系列（含 7-ACA）	54066	12.14	13.80	28826	6.53	9.60	40853	8.39	16.54	15759	7.04	20.66
β-内酰胺酶抑制剂及其复合物产品	43618	9.80	30.54	51184	11.60	32.78	64511	13.25	31.13	33033	14.75	32.07
培南类及胰岛素等	9745	2.19	50.81	15818	3.58	62.03	10389	2.13	48.71	2614	1.17	77.34
制剂合计	**165482**	**37.17**	**69.40**	**195497**	**44.30**	**68.26**	**205818**	**42.27**	**69.84**	**102366**	**45.72**	**67.95**
其他业务	2805	0.63	65.50	2273	0.52	71.18	2347	0.48	75.34	1408	0.63	99.78
合计	**445240**	**100.00**	**35.00**	**441255**	**100.00**	**40.46**	**486953**	**100.00**	**40.55**	**223886**	**100.00**	**42.36**

资料来源：公司提供

注：其他业务是指废料及租赁收入，表中的收入全部对外销售，青霉素及头孢的产品 90%以上是销售给第三方，10%的自用部分已抵销。

2．原材料采购

在公司生产成本构成中，原材料占比约85%左右，制造费用约占5%左右，其余为人工成本和燃料动力。

公司各厂设有相应的采购部门，原料、辅料、包装材料由各生产企业根据生产进度进行采购备货，公司财务部及行政管理部下属的采购部对二级子公司采购进行监督和管理。原料采购定价方面，原、辅料、内包材采用议价方式，外包材采用集团联合招标的定价方式。

公司原料药生产的原材料主要为中间体，跟踪期内，中间体6-APA全部采购自关联公司联邦制药内蒙古有限公司（以下简称“内蒙古联邦”），中间体7-ACA全部外购；制剂生产的主要原材料为原料药，绝大部分来自珠海原料厂；阿莫西林原料部分向内蒙古联邦采购。目前，对关联公司的交易采用市场定价，主要以预付账款和商业票据形式进行结算，期限一般为6个月。2014年，公司原材料前五名供应商集中度为 66.31%，其中第一名为内蒙古联邦（13.49亿元），采购额占比为56.92%。

2014年，公司中间体6-APA采购量为7300吨，同比下降9.43%，采购价格较2013年小幅上涨；公司中间体7-ACA采购量恢复至363吨，采购价格小幅上升；其他原材料的采购较为稳定。2015年1~6月，公司中间体6-APA采购价格较2014年上涨3.97%，采购量受库存影响比2014年同期下降31.42%；中间体7-ACA采购价格较2014年上涨23.25%，采购量与2014年同期基本持平。

表2　公司近年原材料采购数据

主要原材料		采购量（吨）				采购价格（元/千克）			
名称	占该类药成本比重	2012年	2013年	2014年	15年1-6月	2012年	2013年	2014年	15年1-6月
6-APA	60%	6303	8017	7300	2503	139.00	139.47	142.13	147.77
7-ACA	50%	354	243	363	145	407.00	414.75	417.00	513.96
羟邓盐	28%	3883	5670	4941	2357	49.00	48.49	48.45	46.47
丙酮(散水)	1.4%	5432	4540	4376	1800	7.10	8.06	8.24	5.65
邓盐	24%	1246	1415	1679	750	37.00	41.39	38.99	38.91

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司采购策略合理，原材料中的中间体采购价格小步回升，关联方采购占比较高。

3．产品生产

公司采取以市场需求为导向组织生产的原则。具体方式为：由公司销售部门对市场需求情况进行调查并制订销售计划，综合考虑公司各产品库存数量和各产品生产线的产能情况等因素，决定公司当月各产品的生产数量和产品规格；同时，根据生产计划和原材料的库存量决定原材料的采购。最终生产计划经公司经营管理层审核后下达，并由公司各生产车间具体负责组织实施。

原料药

公司原料药主要经营实体为珠海原料厂。其已于2014年通过国家新版GMP认证，并积极推进德国、欧洲、美国等多个国家的注册认证工作，其中阿莫西林是国内唯一通过德国GMP认证、欧盟COS认证，并获得美国FDA的DMF受理号的产品，为公司国际化进程奠定了基础。

目前，原料厂拥有口服半合成青霉素原料车间、注射用半合成青霉素原料车间、头孢类原料合成车间、注射用头孢类原料车间、舒巴坦钠车间、胰岛素生产厂房等生产车间，其中半合成青霉素车间是目前国内同类产品中最具规模的生产车间，全年生产半合成青霉素类原料药可达8500吨以上。

2014 年，公司青霉素类产品产能不变，受去库存影响产量有所下降（为 8000 吨），2014 年产能利用率为 94.12%，维持在较高水平；头孢类产品产量回升至 1084 吨，产能利用率上升至 90.33%（2013 年为 43.33%）；其他类（贝塔-内酰胺酶抑制剂类）产品毛利较高，市场需求有所上升，相应产能提升至 1568 吨/年，2014 年产量大幅提升至 1240 吨，销量上升至 915 吨。

表 3　近年公司原料药产销情况（单位：吨）

原料药产品	产能	产量				销量			
		2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-6 月	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-6 月
青霉素类	8500	8500	8500	8000	3514	8589	7644	7725	4227
头孢类	1200	810	520	1084	347	783	378	629	220
其他（主要指贝塔-内酰胺酶抑制剂类）	1568	734	540	1240	525	466	581	915	473
合计	12268	10044	9560	10324	4386	9838	8603	9269	4920

资料来源：公司提供

从原料药价格来看，跟踪期内，头孢类料药的销售价格持续回升；青霉素类产品价格有所波动；其他类产品价格呈现下降趋势。

表 4　近年公司原料药价格情况（单位：元/千克）

原料药平均单价（不含税）	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-6 月
青霉素类	160.91	166.45	170.47	162.55
头孢类	655.17	683.05	649.03	717.36
其他（主要指贝塔-内酰胺酶抑制剂类）	796.16	794.97	705.07	702.14

资料来源：公司提供

制剂药

公司制剂药主要经营实体为中山制剂厂，建有生产车间包括半合成青霉素口服固体车间、口服固体车间、口服液体车间、冻干车间、头孢菌素类粉针车间等共 12 个车间，全部车间已于 2013 年通过国家新版 GMP 认证。

制剂厂以生产基础抗生素为主，可生产剂型包括胶囊剂、片剂、颗粒剂、口服液剂、粉针剂等多种。现生产的主要产品包括阿莫西林及氨苄西林胶囊、阿莫西林颗粒、青霉素类粉针剂和青霉素类冻干粉针剂等，品牌包括安必仙胶囊、阿莫仙胶囊、阿莫仙颗粒、新泰洛其口服液、联邦克立安口服液、赛福系列的头孢粉针剂、联邦菲迪乐、灭特尼片等。2014 年，青霉素类冻干粉针剂产量达到 12.19 百万瓶，销量达到 12.50 百万瓶。

目前，公司主要制剂产品阿莫仙胶囊、阿莫仙颗粒、强力阿莫仙、联邦赛福定、缓士芬、等已纳入赛福欣（头孢呋辛酯片）全部产品和眼药水系列、粉针剂部分产品等已纳入 2012 年版《国家基本药物目录》。随着基本药物制度的规范实施，阿莫西林胶囊将会成为基层临床用抗生素的拳头产品。同时，阿莫西林及氨苄西林胶囊在同类产品中毛利率水平较高，价格稳定。

表 5　近年公司制剂药主要产品产销量情况

制剂产品	单位	产量				销量			
		2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-6 月	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-6 月
阿莫西林及氨苄西林胶囊	百万盒	45.00	47.00	49.44	25.00	44.70	46.40	47.78	23.65
阿莫西林颗粒	百万盒	5.00	5.50	5.66	2.90	5.00	5.20	4.95	2.46
青霉素类冻干粉针剂	百万瓶	13.70	13.70	12.19	6.23	14.20	12.10	12.50	7.00

资料来源：公司提供

表 6　近年公司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 1-6 月
阿莫西林（细粉）	元/千克	160.79	164.73	167.16	162.61
氨苄西林（细粉）	元/千克	173.75	169.93	168.04	163.25
阿莫西林（颗粒）	元/千克	156.06	164.79	166.61	165.83
氨苄西林（颗粒）	元/千克	157.53	161.78	167.10	160.18
联邦安必仙胶囊（氨苄西林胶囊）0.25g*24	元/盒	9.99	9.99	9.99	9.99
联邦阿莫仙胶囊（阿莫西林胶囊）0.25g*24	元/盒	9.50	9.54	9.56	9.56
联邦安必仙胶囊（氨苄西林胶囊）0.5g*24	元/盒	16.83	16.80	16.80	16.76
联邦阿莫仙胶囊（阿莫西林胶囊）0.5g*24	元/盒	16.31	16.29	16.30	16.28

资料来源：公司提供

4．产品销售

公司目前有制剂产品 8 大系列 50 多个品种，产品涉及多个治疗领域，有抗生素类、解热镇痛类、抗过敏药、眼科类、降糖药、抗乙肝药、心血管药、外用药、胰岛素等。其中“三仙两水”即阿莫仙胶囊、安必仙胶囊、阿莫仙颗粒、联邦克立安口服溶液、新泰洛其口服溶液，其产量、销售量、销售收入连续几年全国排名名列前茅，成为业界知名品牌。联邦“阿莫仙”和“联邦”商标，在人用药商标上为驰名商标。

跟踪期内，公司营销策略、销售渠道与价格政策基本无变化；2014 年前五名客户集中度中 14.43%，集中度较低。

公司产品出口销售主要以原料药为主，销售区域主要集中在欧洲和亚洲。跟踪期内，公司出口销售总额为 13.76 亿元，出口占比为 28.40%，与 2013 年相比小幅下降 2.48 个百分点，主要系公司部分青霉素中间体产品的出口转由同一控制下的另一子公司进行。公司 2015 年上半年出口额占比回升至 30.47%。

表 7　公司近年产品出口情况

	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1~6 月
总出口销售额（万元）	140785	136296	137607	68225
出口额/销售收入（%）	31.82	30.88	28.40	30.47

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司销售渠道畅通，产品出口占比稳定。

2015 年 6 月，欧盟医药管理部门 EMA 收回公司三类原料药产品的 CEP 证书（欧洲药典适应性证书），此三类产品（阿莫西林钠、氨苄西林钠、和阿莫西林钠克林维酸钾）2014 年出口欧洲的销售收入合计约 2022 万元；2015 年 7 月欧盟 EMA 再次进场检查，目前相关车间正在整改中，联合资信会对此事进展保持关注。

5．未来发展

未来公司将抓紧机遇扩大稳固展胰岛素和类似药物的生产，使产能覆盖国内全部需求；不断加强新产品研发力度,保持公司在抗感染药领域的行业先进水平和领先技术优势，实现产品不断升级；借助垂直一体化的管理优势与产业链优势，将全新的酶法生产工艺全面应用在日常生产中，以进一步降低生产成本及增加产品的毛利率；同时公司将通过不断拓展海外销售渠道，继续扩大中间体及原料药产品海外市场占有率及品牌知名度，以开拓全球市场，增长公司销售业绩的同时分散地区销售风险。

公司是中国第一家也是唯一一家拥有酵母表达生产胰岛素技术的企业，获得国家四年技术和产品保护期，未来公司将致力于 GLP—1 类似物、DPP—4 抑制剂等新型药品的研究。公司是全球第三家能生产重组人甘精胰岛素制药企业，现共有五个胰岛素产品已获得国家药品监督局的批准。在拓展胰岛素产品市场的同时，

珠海联邦同样加速兴建胰岛素产品的生产线，加强生产能力，使胰岛素产品成为公司将来强劲增长的要素。

表 8　公司胰岛素项目的进一步研发及营销网络建设项目规划（单位：万元）

总投资	自筹资金金额	已投资金额	计划投资额			
			2015 年 7~12 月	2016 年	2017 年	2018 年
25000	3000	10000	2500	5000	5000	2500

资料来源：公司提供

随着联邦制药盐酸美金刚胺在 2013 年 7 月 31 日获得 SFDA 的批准证书，公司还将着重利用“联邦制药盐酸美金刚胺”在治疗阿尔茨海默病（老年痴呆）中度至重度疾病方面的的功效，在此领域求取突破性增长。

八、募集资金使用情况

公司于 2015 年发行了“15 珠海联邦 CP001”，募集资金 8 亿元，全部用于归还银行借款。截至 2015 年 10 月 12 日，募集资金中已有 3.00 亿元用于偿还银行借款。

九、财务分析

公司提供的 2014 年财务报表已经大华会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论，2015 年上半年财务报表未经审计。公司 2014 年新设珠海利邦医药研发有限公司；2015 年上半年合并范围无变化。总体看，公司财务数据可比性强。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 68.53 亿元，所有者权益为 24.20 亿元（其中少数股东权益 0.20 亿元）；2014 年，公司实现营业收入 48.70 亿元，利润总额 5.76 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额为 65.84 亿元，所有者权益为 25.77 亿元（其中少数股东权益 0.23 亿元）；2015 年 1～6 月，公司实现营业收入 22.39 亿元，利润总额 3.29 亿元。

1. 盈利能力

2014 年，受益于原料药景气度的回升，公司实现营业收入 48.70 亿元，同比上升 10.36%，营业成本 28.95 亿元，同比上升 10.19%，成本升幅小于收入升幅；2014 年公司营业利润率为 39.68%，较 2013 年持平。

2014年，公司期间费用14.22亿元，占营业收入的29.20%，较2013年相比小幅下降。其中，销售费用基本与2013年持平，管理费用同比增长11.54%；受公司新增贷款及债券付息的影响财务费用同比增长40.81%。跟踪期内，公司期间费用规模较大，费用控制力度有有待提高。

2014 年公司实现利润总额 5.76 亿元，同比增长 29.93%。

从盈利指标看，2014 年，受益于公司利润规模的增加，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 11.61%、19.99%，与 2013 年相比分别增加 2.82 个、3.39 个百分点，整体盈利能力处于较好水平。

2015 年上半年，公司实现营业收入 22.39 亿元，达到 2014 年的 45.98%，营业利润率为 41.54%，较 2014 年小幅上升。同期公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 2014 年的 51.18%、38.67%和 32.76%，期间费用/营业收入小幅回落至 29.10%，期间费用仍处于较大规模。2015 年上半年，公司实现利润总额 3.29 亿元，净利润 2.75 亿元，分别为 2014 年的 57.17%和 56.88%。

总体看，跟踪期内公司营业收入规模有所扩大，盈利能力仍处于较好水平。但跟踪期内，公司期间费用规模较大，费用控制力度有待加强。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2014 年公司经营活动现金流入量 44.49 亿元，同比下降 2.02%。公司销售商品、提供劳务收到的现金主要来源于药品销售，2014 年为 42.78 亿元。2014 年公司经营活动产生的现金流出量为 29.96 亿元，同比下降

35.63%，主要是购买商品、接受劳务支付的现金受预付账款下降（当期关联方内蒙古联预付账款抵消 17.44 亿元）而大幅下降至 9.64 亿元；支付的其他与经营活动有关的现金 11.41 亿元，主要是支付的销售费用和管理费用以及往来款项。2013 年和 2014 年公司经营活动产生的现金净流量分别为-1.12 亿元、15.49 亿元。2014 年，受应收账款和其他应收款的增加，公司现金收入比为 87.85%，较 2013 年下降 11.58 个百分点，公司现金收入质量下滑。

投资活动方面，2014 年公司投资活动现金流入量规模与构成与 2013 年相差不大，主要是收回委托贷款投资 5.00 亿元；投资活动现金流出量较 2013 年大幅度增加至 15.49 亿元（主要是支付委托贷款投资 15.00 亿元）；2014 年公司投资活动产生的现金流量净额为-9.98 亿元。

筹资活动方面，公司 2014 筹资活动产生的现金流入量为 30.95 亿元，主要是取得借款收到的现金 26.24 亿元。同期公司筹资活动产生的现金流出主要用于偿还债务（27.46 亿元）和利息，2014 年为 34.26 亿元。2014 年公司筹资活动产生的现金流量净额为-3.31 亿元。

2015 年 1～6 月，公司经营性现金净流量为 6.13 亿元，当期现金收入比回升至 108.62%，较 2014 年上升 7.56 个百分点，公司现金收入质量有所回升。同期公司投资性活动净流量为 3.49 亿元；筹资活动现金净流量为-12.10 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入规模较大，受预付款项规模缩减的影响，经营活动现金流较为充裕；投资活动主要是委托贷款；公司对外融资需求不大。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底，公司合并资产总额 68.53 亿元，较 2013 年底增长 2.60%，其中流动资产占 83.48%，非流动资产占 16.52%，公司资产以流动资产为主，流动资产比重较 2013 年略有提高。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 65.84 亿元，其中流动资产占 83.37%，非流动资产占 16.63%，资产构成与 2014 年底基本一致。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产 57.21 亿元，主要由货币资金（占 25.07%）、应收账款（占 13.47%）、预付款项（占 12.42%）、存货（占 12.72%）、其他流动资产（占 26.50%）构成。

截至 2014 年底，公司货币资金 14.34 亿元，同比增长 39.32%，其中受限资金 8.12 亿元。2014 年底公司现金类资产剔除受限货币资金后为 8.64 亿元，资金充裕程度一般。

截至 2014 年底，公司预付款项 7.11 亿元，同比大幅下降 68.82%，主要由于关联方内蒙古联预付账款抵消 17.44 亿元所致。从账龄结构上看，1 年以内的占 83.70%，账龄较短。预付款项前五名单位合计 6.86 亿元，占预付款项总额的 96.54%，其中预付给关联方内蒙古联邦款项 3.44 亿元，占 48.48%，账龄在一年之内。

截至 2014 年底，公司其他应收款净额 3.08 亿元，较 2013 年底的 1.05 亿元同比大幅增加，增加主要来自于应收关联方珠海乐邦制药有限公司的往来款 2.16 亿元。

截至 2014 年底，公司其他流动资产 15.16 亿元，其中 15.00 亿元为委托贷款，贷款对象是关联方内蒙古联邦，按市场定价收取利息。跟踪期内，公司关联方委托贷款规模较大。

截至 2015 年 6 月底，公司流动资产 54.89 亿元；与 2014 年底相比，结构变动不大，货币资金规模小幅下降至 13.59 亿元（降幅为 5.25%），公司现金类资产剔除受限货币资金（9.79 亿元）后为 5.66 亿元，资金充裕程度有所紧缩。

非流动资产

截至 2014 年底，公司非流动资产 11.32 亿元，规模与 2013 年底持平，主要由固定资产（占 76.46%）、在建工程（占 11.41%）和无形资产（4.82%）构成；累计折旧使得固定资产账面价

值下降 11.55%至 8.65 亿元，三灶厂和中山厂的新建厂房持续投入使得建工程同比增长 85.90%至 1.29 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司非流动资产总额 10.95 亿元，较 2014 年底下降 3.82%，非流动资产结构基本没有变化。

总体看，跟踪期内，公司资产规模小幅上升并仍以流动资产为主，现金类资产充裕度一般，关联方委托贷款规模较大，公司资产流动性一般，资产质量一般。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 24.20 亿元，较 2013 年增长 7.03%，增长部分主要来自于盈余公积和未分配利润。2014 年底所有者权益中，归属母公司所有者权益 24.00 亿元，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 47.60%、1.05%、15.64%和 35.71%。总体看，跟踪期内，公司所有者权益保持稳定。

截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益合计 26.95 亿元，较 2014 年底增长 11.38%，增长主要来自费分配利润的累积，构成结构基本无变化。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，实收资本和未分配利润占比较大，所有者权益保持较好的稳定性。

负债

截至 2014 年底，公司负债总额为 44.33 亿元，其中流动负债占 86.63%，非流动负债占 13.37%，规模和结构均与 2013 年变化不大。

截至 2014 年底，公司流动负债 38.40 亿元，较 2013 年小幅增长 1.06%；其中短期借款 18.43 亿元（占 47.99%），同比增长 70.67%；应付票据 8.40 亿元（占 21.88%），受票据背书增加的影响而同比下降 16.57%；应付股利 3.05 亿元（占 7.93%）。

截至 2014 年底，公司非流动负债 5.93 亿元，同比下降 4.07%，构成与 2013 年底变动不大；其中长期借款 4.40 亿元（占 74.23%），全部为抵押借款；长期应付款 1.10 亿元（占 18.50%），全部为应付融资租赁款。

2014 年公司全部有息债务为 33.33 亿元，其中短期债务占 83.51%、长期债务占 16.49%；有息债务的规模与构成在跟踪期内变化微小。从指标来看，所有者权益规模的小幅上升（主要是未分配利润的增加）使得长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率均有小幅下降，分别下降 2.12 个、2.35 个、1.46 个百分点，2014 年为 18.51%、57.93%和 64.68%。总体看，跟踪期内，公司债务负担维持较高水平。

截至 2015 年 6 月底，公司负债总额为 38.89 亿元，较 2014 年底下降 12.27%，主要由于短期借款有所减少；其中流动负债占 86.26%，非流动负债占 13.74%，非流动负债比重小幅提高。

截至 2015 年 6 月底，公司全部债务为 27.38 亿元，较 2014 年底下降 17.84%；短期借款的减少使得短期债务占比下降至 82.42%。指标上看，长期债务资本化比率、全部债务资本化比率、资产负债率持续下降至 15.15%、50.39%和 59.06%。

总体看，跟踪期内，公司负债规模小幅增长，有息债务规模有所下降，整体债务负担维持较高水平。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2014 年底公司流动比率和速动比率分别为 148.98%和 130.04%，分别上升 4.54 个百分点和 2.15 个百分点。同期公司经营现金流动负债比为 37.86%，对流动负债保障能力一般。公司全部有息债务以短期负债为主，2014 年底现金类资产 8.64 亿元（剔除受限资金后），对短期债务的覆盖倍数为 0.31 倍；经营活动现金流入量为 44.49 亿元，对短期债务的覆盖程度为 1.60 倍；经营活动现金净流量为 14.54 亿元，对短期债务的覆盖程度为 0.52 倍。整体看，公司短期支付压力大。

从长期偿债指标来看，2013 年和 2014 年公司 EBITDA 分别为 6.85 亿元、8.84 亿元；同期 EBITDA 利息倍数(已包含资本化利息支出)分别为 5.08 倍、4.70 倍，EBITDA 对利息保护能力较强；同期公司全部债务/EBITDA 分别为 5.12 倍、3.77 倍，EBITTDA 对全部债务保护能力一般。总体看，公司整体偿债能力尚可。

截至 2015 年 6 月底，公司合并口径下对外担保总额度为 12.50 亿元，对外担保余额（已使用担保额度）为 3.32 亿元，担保比率为 11.98%，全部为关联方担保。内蒙古联邦为原料药生产企业，截至 2014 年底，资产总额 83.72 亿元，所有者权益 24.30 亿元，2014 年实现营业收入 28.66 亿元，净利润约 4000 万元。珠海万邦为医药批发企业，截至 2014 年底资产总额 2.46 亿元，所有者权益 0.79 亿元，2014 年实现营业收入 2.42 亿元。总体看，公司存在一定或有负债风险。

表 9　截至 2015 年 6 月底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保公司名称	担保余额	担保方式	是否为关联方
联邦制药（内蒙古）有限公司	30000	连带	是
珠海市万邦药业有限公司	3200	连带	是
合计	**33200**	--	--

资料来源：公司提供

截至 2015 年 6 月底，公司合并口径共获得各家银行授信总额度为 52.79 亿元，已使用额度为 24.65 亿元，尚未使用额度为 28.11 亿元。公司间接融资渠道较畅通。

5．对存续期内债券偿还能力分析

截至目前，公司存续期内债券为“15 珠海联邦 CP001”，合计 8 亿元（以下简称“存续期内债券”）。

截至2014年底，公司现金类资产剔除受限货币资金后为8.64亿元，是存续期内债券的1.08倍。截至2015年6月底，公司现金类资产剔除受限货币资金后为5.66亿元，是存续期内债券的0.71倍。公司营活动现金流入量规模较大，2014年为44.49亿元，是存续期内债券的5.56倍，覆盖程度较高；2014年公司经营活动现金净流量为14.54亿元，是存续期内债券的1.82倍。总体看，公司存续期内债券偿还能力较强。

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（信用机构代码为：G-10440404000596400），截至2015年9月9日，公司无未结清不良信贷信息记录。根据工商银行出具的说明，已结清信贷记录中票据贴现70万元的“关注类”状态是因为工商银行系统数据在自动分类时出现结果错误，公司信贷过往债务履约情况良好。

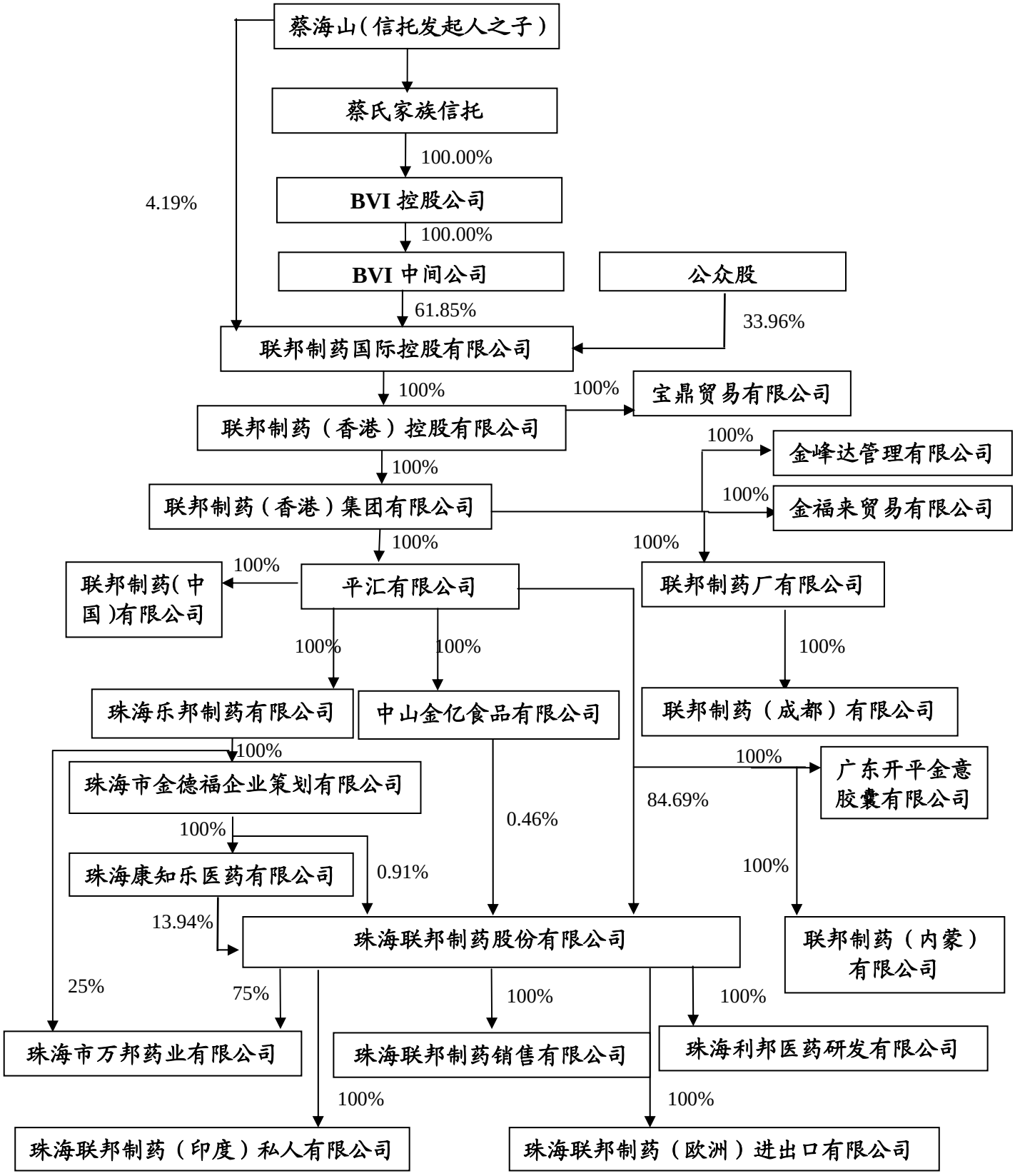
7. 抗风险能力

公司是中国大型抗生素生产企业之一，拥有珠海和中山两大生产基地，为国家火炬计划重点高新技术企业、广东省高新技术企业，同时还拥有中国制药专业博士后科研工作站，研发实力雄厚。公司产品阿莫仙牌阿莫西林颗粒被评为“广东省名牌产品”，市场占有率高，且知名度较高；在研第三代胰岛素产品技术先进，发展前景较好。基于以上分析，公司整体抗风险能力较强。

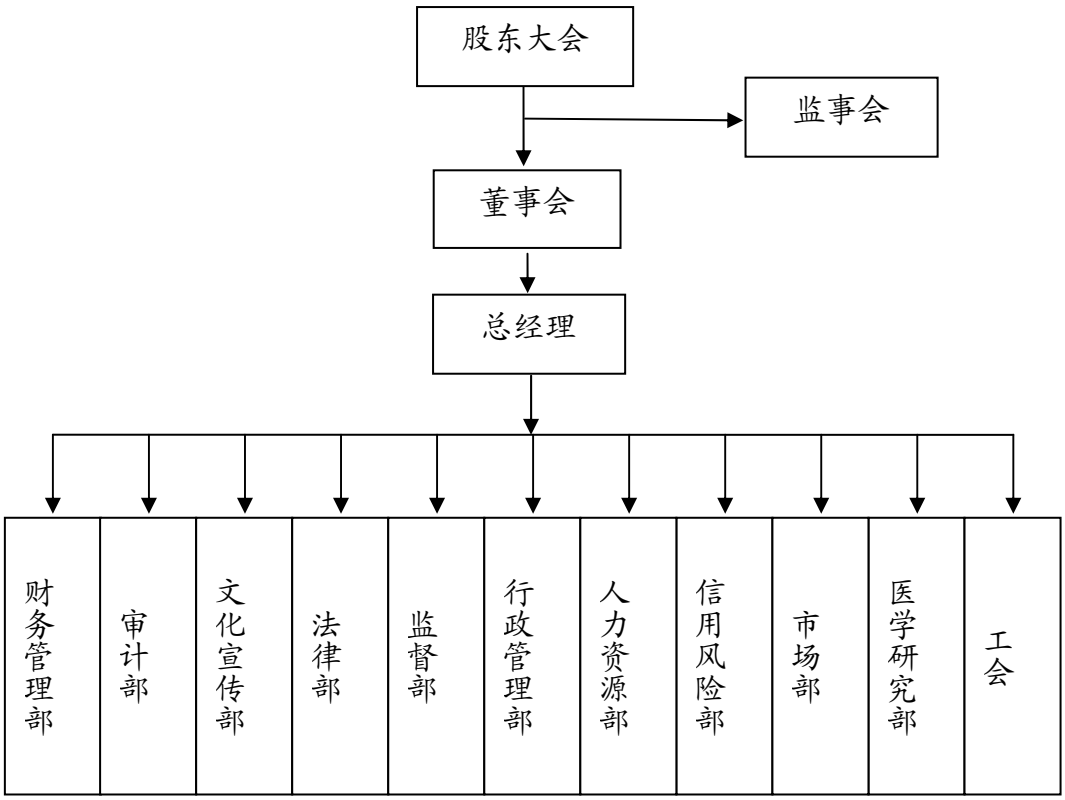
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA$^-$，评级展望为稳定，并维持“15 珠海联邦 CP001”的 A-1 信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	6.73	6.95	8.64	5.66
资产总额(亿元)	61.12	66.79	68.53	65.84
所有者权益(亿元)	21.86	22.61	24.20	26.95
短期债务(亿元)	31.02	29.22	27.83	22.57
长期债务(亿元)	1.79	5.88	5.50	59.06
全部债务(亿元)	32.81	35.09	33.33	50.39
营业收入(亿元)	44.52	44.13	48.70	22.39
利润总额(亿元)	4.12	4.43	5.76	3.29
EBITDA(亿元)	5.81	6.85	8.84	--
经营性净现金流(亿元)	-4.90	-1.12	14.54	6.13
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.51	4.95	5.02	--
存货周转次数(次)	4.84	4.50	4.27	--
总资产周转次数(次)	0.83	0.69	0.72	--
现金收入比(%)	104.08	99.43	87.85	108.62
营业利润率(%)	34.60	39.80	39.68	41.54
总资本收益率(%)	7.60	8.79	11.61	--
净资产收益率(%)	15.76	16.60	19.99	--
长期债务资本化比率(%)	7.58	20.63	18.51	15.15
全部债务资本化比率(%)	60.02	60.82	57.93	50.39
资产负债率(%)	64.24	66.14	64.68	59.06
流动比率(%)	132.94	144.44	148.98	163.65
速动比率(%)	118.46	127.89	130.04	142.04
经营现金流动负债比(%)	-13.16	-2.95	37.86	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.29	5.08	4.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.65	5.12	3.77	--

注：1.公司 2015 年上半年财务数据未经审计；
2.公司发行的短期融资券已被计入短期债；
3.公司融资租赁应付款已计入长期债务；
4.公司现金类资产已剔除受限资金。

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

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