

跟踪评级公告

联合[2013] 773 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“12珠海联邦CP001” 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>

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
12 珠海联邦 CP001	6 亿元	2012/7/30 ~2013/7/30	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2013 年 6 月 28 日

财务数据:

项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
现金类资产(亿元)	6.68	10.60	11.71	11.98
资产总额(亿元)	39.48	45.91	61.12	64.28
所有者权益(亿元)	15.56	20.62	21.86	22.95
短期债务(亿元)	11.58	14.39	24.93	31.60
全部债务(亿元)	15.81	18.39	26.72	33.38
营业收入(亿元)	49.18	40.72	44.52	10.91
利润总额(亿元)	5.04	2.65	4.12	1.31
EBITDA(亿元)	6.19	3.90	5.79	--
经营性净现金流(亿元)	12.56	3.30	-4.90	1.19
营业利润率(%)	30.85	30.88	34.60	41.57
净资产收益率(%)	27.64	10.60	15.76	--
资产负债率(%)	60.60	55.09	64.24	64.29
全部债务资本化比率(%)	50.41	47.14	55.01	59.26
流动比率(%)	154.28	163.58	132.94	135.23
全部债务/EBITDA(倍)	2.56	4.71	4.62	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.65	7.17	7.36	--
经营现金流动负债比(%)	64.25	15.62	-13.16	12.14

注: 2013 年一季度公司财务数据未经审计

分析师

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, 国内青霉素等抗生素原料药产能过剩, 珠海联邦制药股份有限公司(简称“公司”)通过延伸下游产业链, 逐步加大了相关制剂产品部署, 营业收入实现稳定增长, 盈利能力有所增强。同时, 联合资信也关注到, 国家对抗生素药物临床监管日趋严格, 公司关联方占款较高, 债务负担加重, 债务结构不合理等因素给其经营及信用水平带来的不利影响。

在新医改政策推动下, 巨大的市场需求将支撑医药行业景气度延续。公司积极研发生物制药新产品, 未来伴随公司新研发产品批量投产销售, 公司产品结构将进一步得到优化, 盈利能力将有望得以持续提升。

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“12 珠海联邦 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 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。
2. 跟踪期内, 公司营业收入有所增长, 利润水平较高的制剂产品收入比重不断提高, 整体盈利能力有所增强。
3. 现金类资产和现金流入量对“12 珠海联邦 CP001”保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内, 公司关联企业占用资金较多。
2. 跟踪期内, 公司债务规模大幅度增长, 流动负债比重上升, 负债结构有待改善。
3. 公司经营活动现金流量净额弱化。

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“12 珠海联邦 CP001”到期兑付日前有效；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。

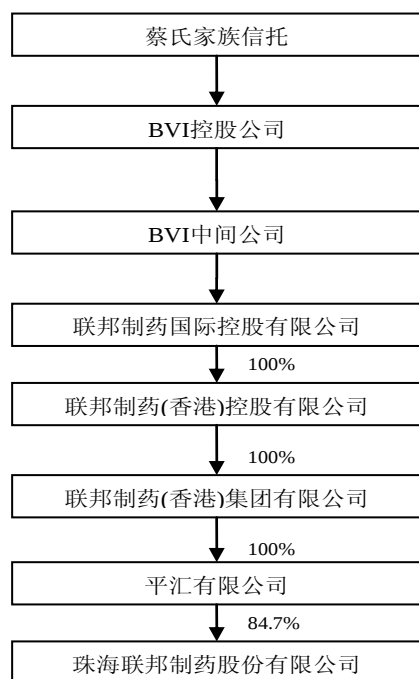
一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于珠海联邦制药股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的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2013年3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84.7%；公司实际控制人为蔡金乐，股权关系见下图。

图1 公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供

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 批准的经营范围内经营）；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2013年3月底，公司下辖4家全资子公司：珠海乐康医药有限公司、珠海联邦制药（迪拜）有限公司、Zhuhai United Laboratories Europe Import&Export GmbH（德国注册）、Zhuhai United Laboratories (India) Private Limited（印度注册），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、医学研究部生产部、销售部等部门。

截至2012年底，公司合并资产总额为61.12亿元，所有者权益为21.86亿元（其中少数股东权益0.35亿元）；2012年，公司实现营业收入44.52亿元，利润总额4.12亿元。

截至2013年3月底，公司合并资产总额为64.28亿元，所有者权益为22.95亿元（其中少数股东权益0.41亿元）；2013年1~3月，公司实现营业收入10.91亿元，利润总额1.31亿元。

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：蔡金乐。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济

2012年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算，2012年，中国实现国内生产总值519322亿元，同比增长7.8%，GDP前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长8.1%，

二季度增长 7.6%，三季度增长 7.4%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度 GDP 增长为 7.9%。2012 年，中国规模以上工业增加值同比增长 10.0%，增速同比回落 3.9 个百分点。分季度看，一季度同比增长 11.6%，二季度增长 9.5%，三季度增长 9.1%，四季度增长 10.0%。2012 年，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万元以上的企业，下同）实现主营业务收入 915915 亿元，同比增长 11%；规模以上工业企业实现利润 55578 亿元，同比增长 5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012 年社会消费品零售总额为 210307 亿元，同比名义增长 14.3%，同比增速小幅回落 2.8 个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012 年固定资产投资（不含农户）364835 亿元，同比增长 20.6%，较 2011 年同期同比减少 3.9 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对外贸易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012 年，全年进出口总额为 38667.60 亿美元，同比增长 6.2%，增速同比大幅下降 16.3 个百分点，其中出口金额同比增长 7.9%，增速同比下降 12.4 个百分点，进口金额同比增长 4.3%，增速同比下降 20.6 个百分点，全年贸易顺差达 2311.09 亿美元，较上年的 1551.4 亿美元显著扩大。

2012 年 CPI 全年同比增长 2.6%，整体维持低位。2012 年 3 月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI 翘尾因素走弱，CPI 呈下降态势，10 月份为 1.7%，达年内低点。进入 11 月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12 月 CPI 回调至 2.5%。从 CPI 分类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面，2012 年全年 PPI 同比下降 1.7%。由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012 年前三季度 PPI 不断下

降，9 月达年内低点-3.6%，10 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，12 月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，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，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012 年全国教育支出 21165 亿元，同比增长 28.3%；医疗卫生支出 7199 亿元，同比增长 12.0%；社会保障和就业支出 12542 亿元，同比增长 12.9%；住房保障支出 4446 亿元，同比增长 16.4%。2012 年，全国财政累计收入为 117210 亿元，累计支出为 125712 亿元，分别同比增长 12.8% 和 15.1%。结构性减税方面，2012 年 8 月 1 日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳 10 个省（直辖市、计划单列市）。据初步统计，截至 2012 年底，已纳入试点的企业户数约 71 万户，即将纳入试点的户数约 20 万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自 2013 年 1 月 1 日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对 780 多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，5 月 23 日召开的国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至 2012 年底，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币

政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共1个百分点，公开市场操作净投放1.44万亿元，成为2012年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各0.5个和0.56个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012年全年人民币贷款增加8.20万亿元，同比多增7320亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至2012年末，人民币兑美元汇率中间价仅升值0.25%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面中央政府多次强调稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看，2012年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，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转

变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、行业分析

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。

1. 医药工业现状

运行概况

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。1998~2004年中国医药工业总产值年复合增长率达到17.5%，高于同期GDP复合增长率4.85个百分点。2005~2006年，医药工业加大改革力度，加快了结构调整步伐。2007~2008年医药行业景气度高企，进入高速发展阶段。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，2010年实现医药工业总产值11933.82亿元，同比增长27.07%。2011年、2012年中国医药产业呈现平稳快速增长的态势，分别实现产值15707亿元、18255亿元，分别同比增长28.5%、21.7%。2013年一季度，医药产业仍保持平稳增长态势。

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、利润总额均保持持续增长，其中化学制剂药、化学原料药和中成药对整个行业的收入和利润贡献最大。从盈利指标看，化学药制剂、中成药制剂和生物生化制药的表现最好。2012 年医药制造业实现主营业务收入 17083 亿元，同比增长 19.79%；利润总额 1732 亿元，同比增长 19.84%；销售收入利润率 10.14%，同比降低 0.15 个百分点。其中中药饮片加工业销售收入利润率同比均下降 0.38 个百分点，利润同比增长 27.45%；化学药品制剂销售收入利润率同比提高 0.29 个百分点，利润同比增长 25.25%；生物生化药品制造业销售收入利润率同比降低 0.68 个百分点，利

润同比增长 14.30%。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、化学原料药和中成药对整个行业的收入和利润贡献最大；中药饮片和生物制药的增速最高。从盈利指标看，生物生化制品制造、化学药品制剂制造和中成药制造盈利能力最强，近年来销售利润率一直高于行业平均水平，2012 年 1~11 月分别为 12.26%、10.82% 和 10.36%。

表 1 医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元）

	2010 年 1~11 月			2011 年 1~11 月			2012 年 1~11 月		
	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率
医药制造业合计	10169.71	1050.42	10.33%	12935.76	1281.24	9.90%	15221.93	1490.17	9.79%
化学药品原药制造	2151.51	173.64	8.07%	2749.78	208.19	7.57%	2954.14	208.24	7.05%
化学药品制剂制造	3071.44	353.32	11.50%	3680.79	385.52	10.47%	4494.11	486.20	10.82%
中药饮片加工	614.58	46.26	7.53%	747.80	53.06	7.10%	880.91	61.92	7.03%
中成药制造	2153.60	223.89	10.40%	2966.06	318.96	10.75%	3599.92	373.08	10.36%
兽用药品制造	502.56	46.21	9.19%	614.71	59.23	9.64%	715.83	68.34	9.55%
生物生化制品制造	1062.45	153.95	14.49%	1358.07	181.01	13.33%	1579.55	193.71	12.26%
卫生材料及医用药品制造	613.56	53.16	8.66%	818.56	75.26	9.19%	997.47	98.69	9.89%

资料来源：WIND 资讯

（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，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%。中国可生产全球 2000 多种化学原料药中的 1600 余种，总产量约 80 万吨，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%。在化学原料药出口贸易方面，中国抗感染类、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

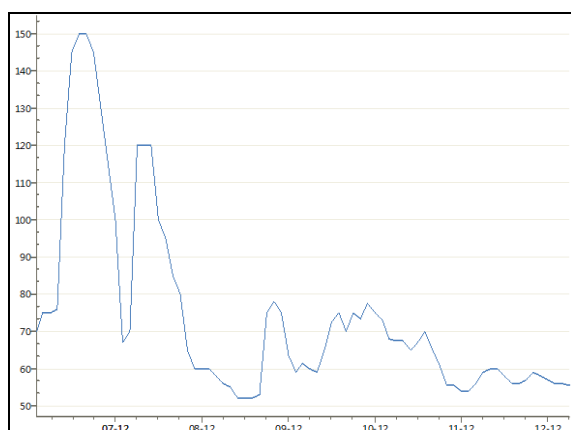
优势明显。经过多年的低价竞争，众多中小型企业被淘汰出局，目前原料药行业集中度较高，但由于产品结构以低端为主，且大部分原料药产能过剩严重，行业收益受国际市场波动及周期性波动影响明显，竞争激烈。

在经历了 2007~2008 年的高景气度和价格高峰之后，2009 年化学原料药景气度有所回落。2010 年上半年短暂的回暖态势过后，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。

青霉素是从青霉菌培养液中提制的药物，属于抗生素。青霉素产品链包括原料药、中间体和制剂。青霉素工业盐为最初级产品，是生

产青霉素的重要原料。由于产能过剩、国际市场需求持续低迷以及国内对抗菌药物使用管理的加强，青霉素工业盐价格快速下跌，目前仍处于低位震荡的状态，产能过剩问题并没有根本解决。

图2 青霉素工业盐价格走势



资料来源：Wind 资讯

(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。

2. 行业关注

行业集中度低

中国医药制造业存在一个显著特征是数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在 20

世纪 80 年代初期只有 800 余家，2012 年底已经超过 6000 家。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右，与全球医药巨头 400~500 亿美元的业绩相比差距甚远。造成中国医药产业集中度低的主要原因是制药企业的规模经济水平低，绝大部分制药企业由于市场份额、生产条件等限制根本不存在规模经济，整个行业呈粗放型发展的态势。中国的制药企业进行规模化生产的非常少，虽有一些如哈药集团有限公司、扬子江药业集团有限公司、石药集团及华北制药集团有限责任公司等大型制药集团（见表 2），但与世界级制药企业相比还有很大差距。总体看，中国医药生产企业数量众多，产能过剩，大部分企业名牌产品少，品种雷同现象普遍。

表 2 2012 年度中国制药工业前 10 强

排序	资产总额 排序	主营业务收入 排序	利润总额 排序
1	中国医药集团总公司	广州医药集团有限公司	威高集团有限公司
2	广州医药集团有限公司	扬子江药业集团有限公司	扬子江药业集团有限公司
3	华北制药集团有限责任公司	修正药业集团股份有限公司	山东步长制药股份有限公司
4	石药集团有限责任公司	华北制药集团有限责任公司	中国医药集团总公司
5	天津天士力集团有限公司	哈药集团有限公司	齐鲁制药有限公司
6	哈药集团有限公司	天津天士力集团有限公司	修正药业集团股份有限公司
7	威高集团有限公司	威高集团有限公司	新和成控股集团有限公司
8	四川科伦药业股份有限公司	石药集团有限公司	天津天士力集团有限公司
9	扬子江药业集团有限公司	中国医药集团总公司	广州医药集团有限公司
10	齐鲁制药有限公司	拜耳医药保健有限公司	赛诺菲(杭州)制药有限公司

资料来源：工信部消费品工业司

注：评选的统计指标口径根据企业 2012 年 12 月快报累计数据。

研发和创新能力不足

中国大部分医药产品技术含量低，新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域，虽然中

国多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。中国制药行业以企业机制尚未形成，研发投入不足，这些严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

药品降价

目前，中国药品定价采取政府定价、政府指导价、市场调节价三种定价方式，其中：列入国家基本医疗保险目录的 1000 多种药品与医保药品目录以外具有垄断性生产、经营的药品实行政府定价和指导价；其他药品实行市场调节价。

医院和药商之间的非法回扣直接造成了医药价格虚高。自 1997 年以来，中国连续多次下调部分药品的最高零售价格，但由于医药产品特殊的价值分配关系，国家对医药零售价格的下调不可避免地转嫁给医药生产企业。从长期看，国家发改委将着手从体制上解决药品虚高的问题，预计未来医药的出厂价和零售价均会呈下降趋势。

融资渠道单一，产业发展资金不足

制药业同其它行业相比具有高投入、高收益、高风险、高技术密集型等特点，特别是现在的一些基因工程等生物工程制药产业上述特点更为明显。目前，中国高科技制药产业的资金来源除股东投入以外，主要依靠银行贷款，

融资渠道狭窄。由于银行十分注重资金的安全性和流动性，高技术行业投资的风险使银行慎之又慎。因而制药企业融资能力明显不强，资金严重短缺。发展资金严重不足已经成为制药企业开发研制新药、更新设备、开拓市场的巨大障碍。

环境治理成本增加

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。中药资源保护相关法规建设滞后，中药材的种植及生产方式较落后，缺乏必要的组织，没有形成一定的规模，生产种植过程中缺乏必要的市场信息引导，致使中药材的开发利用处于无序状态。一方面野生药材资源的过度开采，导致部分品种达到濒危的程度，甚至将要灭绝；另一方面因为盲目种植，导致大量积压，造成巨大的资源浪费。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。

3. 行业政策

2010~2012 年，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。总体看，医疗改革仍是主线，其推动的基本药物目录、全国医保目录，公立医院改革等政策，将促进医药需求量增长和支付制度的改进，基本药物目录品种放量增长、医药行业产业结构调整、医药行业“十二五”规划和公立医院改革将对医药行业产生结构性和全面的促进作用。

表 3 2010-2012 年主要医药和医改新政策汇总

发布时间	国家部委	相关政策	政策描述	对行业的影响
2010 年 2 月	卫生部等五部委	《关于公立医院改革试点的指导意见》	选出 16 个城市作为国家联系指导的公立医院改革试点地区,积极稳妥推进公立医院改革试点工作	公立医院是我国医疗服务的主体，只能试点的方式启动，总结经验后再逐步推广、调整
2010 年 10 月	工信部、卫生部、食品药品监管局	《关于加快医药行业结构调整的指导意见》	以结构调整为主线，加强自主创新，促进新品种、新技术研发，推动兼并重组，培育大企业集团，加快技术改造	有助于推进产品结构调整、提升行业集中度

2010 年 12 月	国务院	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》	放宽社会资本举办医疗机构的准入范围；改善社会资本举办医疗机构的执业环境	政府鼓励和扶持非公立医疗机构，也为将来进行公立医院改革进行了一种尝试和准备
2011 年 2 月	国务院	了《医药卫生体制五项重点改革 2011 年度主要工作安排》	2011 年国家基本药物制度将实现基层全覆盖	2011 年改革的纲领性文件，针对药物招标、流通环节、医保范围等提出了规划。
2011 年 2 月	卫生部	《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》（新版 GMP）	于 2011 年 3 月 1 日起执行。新版 GMP 规定了所有制药企业在生产和销售药品前必须达到的标准，有 5 年过渡时间。	新版 GMP 的标准和国际接轨，有利于行业的升级与重组，改变目前的局面。
2011 年 3 月	国家发改委	《关于调整部分抗微生物类和循环系统类药品最高零售价格的通知》	从 3 月 28 日起降低部分主要用于治疗感染和心血管疾病的抗生素和循环系统类药品最高零售价格，共涉及 162 个品种，近 1300 个剂型规格。调整后的价格比现行规定价格平均降低 21%。	缩小部分药品的最高零售价和招标价的差距，倒逼将来招标价格进一步下调。
2012 年 4 月	卫生部	《抗菌药物临床应用管理办法》	从 2012 年 8 月起，开始实行抗菌药物临床应用分级管理制度，具体划分为非限制使用、限制使用、特殊使用三级管理。	使得抗菌药物限用走向常态化，将逼迫许多医药企业进行调整和转型。
2012 年 8 月	食品药品监管局	《加强药用辅料监督管理的有关规定》	从 2013 年 2 月起，药用辅料将实施分类管理。其中，新药用辅料和安全风险较高的药用辅料将实行许可管理，其他辅料实行备案管理。	提高药用辅料行业的门槛，影响到下游制药企业。
2012 年 9 月	国家发改委	《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》	提出按照建机制、控费用、调结构、强监管的原则，通过取消药品加成、调整医疗服务价格、改革收付费方式和落实政府办医责任。	县级公立医院改革开始进入实质性阶段，其中提出革除药品加成，改为服务收费和政府补助两个补偿渠道，将对医药行业产生长远影响。
2012 年 11 月	人力资源社会保障部、财政部、卫生部	《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》	用两年左右时间，在所有统筹地区范围内开展总额控制工作，并以此为基础，推进付费方式改革，结合门诊统筹的开展探索按人头付费，结合住院、门诊大病的保障探索按病种付费。	首次明确医保支付改革时间表，将影响到医疗终端的扩容速度和药品结构。

资料来源：联合资信整理

4. 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应逐步显现。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。

五、基础素质分析

公司主要从事抗生素制剂与原料药的生产及销售，是香港联邦的主要经营实体，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 1997 年和 1998 年全部通过国家 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 10000 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 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。

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，公司组织结构无重大变化，主要高管人员发生变化。

2012 年 11 月，彭魁辞任董事局副主席及总经理职务；2012 年 12 月，傅小楠获任独立非执行董事；2013 年 4 月，蔡海山接任董事局主席、梁永康获任副主席。

蔡海山先生，为联邦制药国际控股有限公司创始人蔡金乐先生之子，1998 年毕业于同济

医科大学，获得医学学士学位及外科学士学位，2000 年加盟联邦制药任职质量控制部主任，负责监督生产厂内的生产过程，2013 年 4 月公司创始人蔡金乐辞世，蔡海山先生接任董事局主席。

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 60% 以上，是公司收入主要来源。2012 年公司实现营业收入 44.52 亿元，原料药、制剂药占比分别为 62.20% 和 37.17%。近年来随着国内青霉素等抗生素原料药的大力发展，市场出现产能过剩局面，公司通过延伸下游产业链，逐步加大了相关制剂产品的战略部署。2013 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.91 亿元，制剂药占比上升至 44.68%。从产品毛利率来看，受累于国内青霉素产能过剩引致售价持续疲弱的影响，2011 年公司青霉素原料药产品毛利率大幅下降，2012 年开始呈现逐步企稳回升的趋势；头孢菌素类原料药毛利率呈现逐年下降的变动趋势，2012 年为 13.80%。近三年公司制剂产品毛利率波动上升，分别为 68.20%、67.60% 和 69.40%，是公司利润的重要组成部分。2013 年 1~3 月，原料药系列产品毛利率有所提高，制剂产品综合毛利率略有下降，分别为 16.90% 和 69.00%，主要是市场价格波动所致。

表 4 公司主营业务收入构成（单位：万元，%）

分类	2010 年			2011 年			2012 年			2013 年 1~3 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	323650	65.81	12.30	252249	61.94	9.10	276953	62.20	14.80	59803	54.82	16.90
青霉素系列 (含 6-APA)	227536	46.27	6.00	150733	37.01	2.70	169524	38.07	9.00	40868	37.47	9.70
头孢菌素系列 (含 7-ACA)	94891	19.30	19.60	62377	15.32	14.60	54066	12.14	13.80	7038	6.45	15.70

制剂合计	162770	33.10	68.20	151865	37.29	67.60	165482	37.17	69.40	48739	44.68	69.00
其他业务	5356	1.09	35.80	3126	0.77	90.10	2805	0.63	65.50	540	0.50	60.40
合计	491777	100.00	31.10	407240	100.00	31.50	445240	100.00	35.00	109082	100.00	42.00

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

原料药

公司原料药主要经营实体为珠海原料药厂。珠海原料药厂位于珠海高新技术产业开发区三灶科技园，厂区占地面积 25 万平方米，车间设计、建设、设备、工艺流程、机构设置、人员管理等方面，完全按国家 GMP 标准进行，并于 1998 年通过国家 GMP 认证。继 GMP 认证后，珠海原料药厂积极推进德国、欧洲、美国等多个国家的注册认证工作并获得成功，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，原料药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具

规模的生产车间，全年生产半合成青霉素类原料药可达 10000 吨以上。

为保证产品质量，创造产品品牌，原料药厂在引进机械设备的选型上优中选优，主要生产线及配套设备、检测仪器等全部从德国、美国、意大利、加拿大等著名医药机械制造公司进口，并设有专门的研究所、质检部和中试车间，集科研、中试、生产、销售于一体。

随着扩张产能的逐步释放和公司销售渠道的拓展，公司青霉素类产销量逐年增长，产能利用率有所提高，2012 年为 85.00%，头孢类产能利用率为 67.50%；其他（指贝塔-内酰胺酶抑制剂类）产能规模较小。2013 年一季度，公司头孢类产品产销率降低，主要由于 2012 年经销商头孢类产品库存较大，一季度减少了该类产品的采购量，1-5 月份头孢类产品销量已恢复至 356 吨。

表 5 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			
		2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-3 月	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-3 月
青霉素类	10000	9020	9800	8500	2500	8176	8207	8589	2974
头孢类	1200	906	880	810	200	860	811	783	87
其他（主要指贝塔-内酰胺酶抑制剂类）	800	230	450	734	150	255	296	466	109
合计		10156	11130	10044	2850	9291	9314	9838	3170

资料来源：公司提供

表 6 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）	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-3 月
青霉素类	181.00	166.31	160.91	170.93
头孢类	868.00	721.28	655.17	802.80
其他（主要指贝塔-内酰胺酶抑制剂类）	891.00	858.01	796.16	754.54

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。中山制剂厂位于中山市坦洲镇，总投资 2 亿元

人民币，于 1996 年 6 月建成。厂区占地面积约 6 万平方米，建筑面积约 5 万平方米。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共 5 个车间。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。

1997 年 12 月，制剂厂五个车间一次性通过国家 GMP 认证，成为国内首批全厂一次性通过国家 GMP 认证的综合性制药企业。随后公司又相继建成注射剂、软膏、滴眼剂生产车间，并全部通过国家 GMP 认证。中山制剂厂从厂房的选址、设计、施工到设备的选型、安装、调试，均严格按照 GMP 标准进行。主要的生产设备全部选用德国、意大利、日本等符合国际质量认证体系的新型设备及生产线。

制剂厂以生产基础抗生素为主，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。

为了应对青霉素原料药毛利率大跌的市场环境，公司在下游制剂产品上加大了研发力度，并不断扩张产能。2012 年，青霉素类冻干粉针剂产量达到 13.70 百万瓶，销量达到 14.20 百万瓶。

目前，公司主要制剂产品阿莫西林胶囊、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 2009 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拥有国家发改委核准的单独定价权，单独定价相对政府最高定价溢价达 27%-73%，毛利率水平较高。

表 7 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			
		2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-3 月	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-3 月
阿莫西林及氨苄西林胶囊	百万盒	46.00	39.50	45.00	11.80	45.40	40.40	44.70	12.30
阿莫西林颗粒	百万盒	5.00	4.50	5.00	1.50	4.70	4.80	5.00	1.40
头孢类粉针剂	百万瓶	61.90	35.00	30.00	10.00	51.10	35.30	31.20	9.00
青霉素类冻干粉针剂	百万瓶	17.00	13.70	13.70	4.00	16.10	13.20	14.20	4.30

资料来源：公司提供

表 8 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	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-3 月
阿莫西林（细粉）	元/千克	180.00	166.79	160.79	166.57
氨苄西林（细粉）	元/千克	178.00	176.79	173.75	176.00
阿莫西林（颗粒）	元/千克	172.00	162.41	156.06	168.64
氨苄西林（颗粒）	元/千克	175.00	161.91	157.53	166.81
联邦安必仙胶囊（氨苄西林胶囊）0.25g*24	元/盒	10.80	9.99	9.99	9.99
联邦阿莫仙胶囊（阿莫西林胶囊）0.25g*24	元/盒	9.80	9.20	9.50	9.50
联邦安必仙胶囊（氨苄西林胶囊）0.5g*24	元/盒	16.90	16.60	16.83	16.83
联邦阿莫仙胶囊（阿莫西林胶囊）0.5g*24	元/盒	17.30	16.11	16.31	16.32

资料来源：公司提供

2. 原材料采购

在公司生产成本构成中，原材料占比约

80%，其次为制造费用约占 10%左右，其余为人工成本和燃料动力。

表 9 公司主要产品成本构成

产品名称	成本项目	占成本百分比
原料药产品	直接材料	84.56%
	人工成本	4.97%
	燃料动力	3.11%
	制造费用	7.36%
制剂产品	直接材料	76.24%
	人工成本	8.13%
	燃料动力	1.09%
	制造费用	14.54%

资料来源：公司提供

公司原料药生产的原材料主要为中间体，

主要采购自关联公司联邦制药（成都）有限公司（以下简称“成都联邦”）和联邦制药（内蒙古）有限公司（以下简称“内蒙古联邦”），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。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。

2010~2012 年，公司中间体 6-APA 采购量分别为 8729 吨、5937 吨和 6303 吨，采购价格逐年下降；中间体 7-ACA 采购量分别为 563 吨、479 吨和 354 吨，采购价格下降明显。

表 10 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	2010年	2011年	2012年	13年1-3月	2010年	2011年	2012年	13年1-3月
6-APA	51.50%	8729	5937	6303	1558	160.50	151.10	139.00	142.00
7-ACA	8.50%	563	479	354	52	749.30	502.70	407.00	433.30
羟邓盐	15.00%	6081	5995	3883	1369	61.30	48.00	49.00	48.30
丙酮(散水)	2.10%	7156	6788	5432	990	6.60	7.70	7.10	7.90
邓盐	2.50%	1330	1256	1246	280	45.80	39.10	37.00	41.00

资料来源：公司提供

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。

公司制定了严格的质量标准和采购制度，要求各生产厂按 GMP 标准组织采购，同时与大宗物资供货商建立长期战略合作关系，并且在严控质量标准的基础上，加强对供应质量以及成本控制的管理。公司内部建立了评价体系与价格档案，便于及时掌握市场信息，实行比质比价采购。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。

总体看，公司制定了合理的采购策略，但受上游中间体行情影响，原材料采购价格波动明显，对成本控制提出了更高要求。

3. 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。2011 年 6 月，经国家工商局商标评审委员会认定，联邦“阿莫仙”商标在人用药商标上被评为驰名商标。

销售渠道

公司原料药大部分直接销售给国内和国外的各大制药厂，少部分通过分销商销售；销售方式主要是预付货款、货到后付款及开信用证等方式。

公司所有的制剂产品都是通过销售给一级商业客户，再由一级商业客户销售给二级分销客户或者直接销售给终端（医院、OTC 药店、社区医院、农村市场）市场。

价格政策与营销策略

公司品种设定全国统一的开票价，各区域客户的开票价按全国统一的开票价执行。终端对外零售价格按国家规定的最高零售价格执行。

公司设有专门的部门——信用风险部来负责全国客户的管理，包括事前客户资料的收集、信用风险的评估授信，事中合同的评审、债权的保障，事后应收账款的管理与催收。根据公司的信用政策、客户信用评估系统来评估客户的风险，谨慎地选择客户，为公司筛选出优秀、稳定的客户群，公司的客户分为一级赊销客户、一级现款客户、二级分销客户。一级赊销客户通过设置相应的信用等级、信用期限和信用额度，公司给予客户相应的现金折扣、批量折让商业政策，来保证与客户的良好合作，在扩大销售的同时，降低风险，以最快的速度回收货款。现款客户、分销客户通过给予相应的批量折让政策来保持良好的合作。

结算方式方面，公司原料药的销售结算方式主要是银行汇票及 LC 信用证，最长周期不超过发货后 6 个月；制剂产品的销售结算方式主要是银行存款及银行汇票，周期一般为发货后 2 个月以内。

产品出口

表 11 公司产品销售区域数据

区域		销售量/销售额占比（%）			
		2010年	2011 年	2012 年	13 年 1-3 月
内销	--	70.22	73.60	68.20	72.00
出口	香港	1.12	5.20	0.50	0.80
	欧洲	7.50	1.00	9.70	11.30
	印度	12.30	13.20	11.00	9.10
	其 他 亚 洲 地区	5.60	4.40	5.60	2.50
	其 他 地区	3.26	2.60	5.00	4.30

资料来源：公司提供

公司产品出口销售方面，销售品类主要以原料药为主，销售区域主要集中在亚洲及周边地区，出口销售额总体有所波动，但出口额占

销售收入比重呈现不断提高的趋势。

表 12 公司近年产品出口情况

	2010年	2011年	2012年	13年1-3月
总出口销售额(万元)	146391	106677	140785	30565
出口额/销售收入(%)	29.78	26.40	31.82	28.00

资料来源：公司提供

未来发展

“十二五”期间，公司将继续把握自身在抗生素市场的领导地位，增加市场占有率，同时抓紧机遇扩大稳固公司在生物制药领域特别是人工胰岛素领域的市场规模。

(1) 拓展国际市场

2012 年，公司在巴西、印度、杜拜、印尼、德国等地海外办事处全面投入运作，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。

(2) 加强新产品研发

公司将不断加强新产品研发力度。目前，开发中的新产品达 47 种，10 项专利注册获批，另有 5 项正在审批当中。

(3) 重组人胰岛素产品将成为新的利润增长点

公司将继续在重组人胰岛素产品的销售和研发上进行投入。由于公司产品的治疗效果较好，价格具竞争力，自 2011 年 5 月胰岛素治疗产品推出市场以来，陆续取得私人医院、诊所和药店的订单，各省份地区医院的招标工作按计划进行。2012 年 12 月，公司完成第三代胰岛素的临床试验，进入生产报批阶段，预计两年内达到一定规模，将成为公司新的增长点。

九、财务分析

公司提供的 2011 年和 2012 年财务报表均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，2013 年一季度财务报表

未经审计。

2012 年，公司审计报告合并范围新增 2 家子公司：珠海联邦制药（迪拜）有限公司、珠海联邦制药（印度）私人有限公司。

截至 2012 年底，公司合并资产总额为 61.12 亿元，所有者权益为 21.86 亿元（其中少数股东权益 0.35 亿元）；2012 年公司实现营业收入 44.52 亿元，利润总额 4.12 亿元。

截至 2013 年 3 月底，公司合并资产总额为 64.28 亿元，所有者权益为 22.95 亿元（其中少数股东权益 0.41 亿元）；2013 年 1~3 月公司实现营业收入 10.91 亿元，利润总额 1.31 亿元。

1. 盈利能力

2012 年，公司实现营业收入 44.52 亿元，同比增长 9.33%，营业成本 28.76 亿元，同比增长 3.14%，主要由于原料药收入和成本波动所致。2012 年公司营业利润率为 34.60%，较 2011 年提高了 3.72 个百分点。

2012 年，公司期间费用 11.66 亿元，占营业收入的 26.18%，较上年增长 7.36%。其中，销售费用 8.20 亿元，与 2011 年基本相当；管理费用同比增长 21.24%；财务费用同比增长 25.70%。公司期间费用规模较大，费用控制力度有待加强。

从盈利指标看，2012 年，公司营业利润率、总资产收益率、净资产收益率分别为 34.60%、8.71%、15.76%，与 2011 年相比均有所提高，整体盈利能力处于较好水平。

2013 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.91 亿元，达到 2012 年的 24.51%，营业利润率为 41.57%，较去年年底提高 6.97 个百分点。

总体看，跟踪期内公司营业收入规模保持增长，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，2012 年公司经营活动现金

流入量 50.43 亿元，同比下降 2.59%。公司销售商品、提供劳务收到的现金主要来源于药品销售，2012 年为 46.34 亿元；收到的其他与经营活动有关的现金主要源于收到的往来款、利息收入及政府补贴等，2012 年为 3.25 亿元。2012 年公司经营活动产生的现金流出量为 55.32 亿元，其中支付的其他与经营活动有关的现金 15.90 亿元，主要是支付的销售费用和管理费用，以及往来款项。2011 年和 2012 年公司经营活动产生的现金净流量分别为 3.30 亿元、-4.90 亿元。2012 年公司现金收入比为 104.08%，较 2011 年略有下滑，公司现金收入质量较差。

投资活动方面，2012 年公司投资活动现金流入量较 2011 年大幅度下滑至 0.30 亿元，全部来自投资收益；投资活动现金流出量 1.27 亿元，较去年下滑 52.04%，但仍保持较大规模，使得 2012 年公司投资活动产生的现金流量净额为负值。

2011 年和 2012 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 1.50 亿元、-5.87 亿元，经营性活动产生的现金不能满足公司投资所需资金需求，对外融资需求加大。

筹资活动方面，为满足营运资金、对外投资资金需求，2012 年公司筹资活动产生的现金流入量达到 15.34 亿元，较去年增长 40.95%，主要来自于借款和发行债券。公司筹资活动产生的现金流出主要用于偿还债务和利息，2012 年为 8.64 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入规模较大，但一系列的经营和投资支出，导致资金需求量仍然较大，公司通过借款和发行债券弥补了资金的需求。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2012 年底，公司合并资产总额 61.12 亿元，其中流动资产占 80.95%，非流动资产占 19.05%，公司资产以流动资产为主，流动资产

比重较去年略有提高。

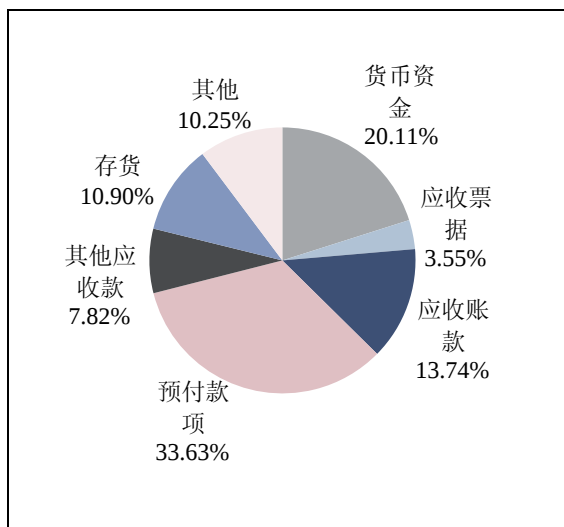
截至 2013 年 3 月底，公司合并资产总额 64.28 亿元，其中流动资产占 82.47%，非流动资产占 17.53%，流动资产比重进一步提高。

流动资产

截至 2012 年底，公司流动资产 49.48 亿元，主要由预付款项、货币资金、应收账款、存货和其他应收款构成。

截至 2012 年底，公司预付款项 16.64 亿元，较去年增长 200.90%，其中 97.72% 为预付关联方内蒙古联邦的原材料款项，大幅增长主要由于内蒙古联邦产能扩展，公司从集团整体发展考虑加大对内蒙古联邦产品采购力度。从账龄结构上看，1 年以内的占 99.23%，账龄较短。预付款项前五名单位合计 16.48 亿元，占预付款项总额的 99.04%，其中关联方内蒙古联邦欠款 16.26 亿元，为最主要的债务人。

图 3 截至 2012 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2012 年底，公司货币资金 9.95 亿元，较上年略有增长。2012 年公司现金类资产（货币资金+应收票据）11.71 亿元，资金较充裕。

跟踪期内，公司应收账款较 2011 年增长 11.83%。截至 2012 年底，公司应收账款 6.80 亿元，从账龄结构看，1 年以内的占 99.36%，1~2 年的占 0.11%，2~3 年的占 0.49%，3 年以上的占 0.04%，账龄较集中。2012 年公司根据账

龄分析法计提坏账准备 9.74 万元，计提比例为 0.01%，计提比例较低。应收账款中前五位单位合计 1.05 亿元，占应收账款总额的 15.44%，主要是医药商业客户，集中度一般，1 年以内欠款占比高，坏账风险较低。

截至 2012 年底，公司其他应收款 3.87 亿元，较 2011 年增长 340.88%，主要为成都联邦、内蒙古联邦等关联企业的欠款。从账龄分析，账龄在 1 年以内的占 90.07%，1~2 年的占 0.57%，2~3 年的占 0.83%，3 年及以上的占 8.53%，共计提坏账准备 0.12 亿元，计提比例为 3.09%。从欠款方来看，其他应收款前 5 名单位欠款合计占其他应收款的 87.34%，集中度高。总体看，公司其他应收款账龄不长，但集中度较高，关联方欠款占比较高。

2012 年，公司存货 5.39 亿元，同比下降 16.84%。截至 2012 年底，公司存货为 7.57 亿元，主要由库存商品（占 48.46%）、原材料（占 33.73%）和自制半成品（11.61%）构成。截至 2012 年底，公司累计对库存商品及原材料计提存货跌价准备 1038.58 万元。

非流动资产

截至 2012 年底，公司非流动资产 11.65 亿元，同比增长 2.83%。跟踪期内，公司非流动资产结构变化不大，主要由固定资产（占 80.02%）和在建工程（占 13.08%）构成。

总体看，跟踪期内，公司资产规模快速上升，公司资产仍以流动资产为主，现金类资产较充裕，公司资产流动性较高，资产质量良好。

所有者权益

截至 2012 年底，公司所有者权益合计 21.86 亿元，较 2011 年增长 6.03%，增长部分主要来自于实收资本和盈余公积的增长，实收资本较上年增长 0.80 亿元，主要由于控股公司平汇有限公司增加资本投入所致。其中，归属母公司所有者权益 21.51 亿元，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 53.12%、1.17%、13.37%和 32.33%。总体看，公司所有者权益稳定较好。

截至 2013 年 3 月底,公司所有者权益合计 22.95 亿元,较去年年底提高 1.10 亿元,主要由于未分配利润增长所致。

负债

截至 2012 年底,公司负债总额为 39.26 亿元,同比增长 55.24%。公司负债中流动负债占 94.79%,非流动负债占 5.21%,流动负债比重较上年上升 11.20 个百分点,负债结构有待改善。

截至 2013 年 3 月底,公司负债总额为 41.33 亿元,较上年底增长 5.26%,其中流动负债占 94.86%,非流动负债占 5.14%,流动负债比重有所提高。

截至 2012 年底,公司流动负债 37.22 亿元,较 2011 年增长 76.04%。流动负债主要以应付票据(占 38.68%)、短期借款(占 17.96%)、其他流动负债(占 16.35%)、一年内到期的非流动负债(占 10.32%)、应付账款(占 7.42%)和其他应付款(占 5.03%)构成。截至 2012 年底,公司其他流动负债 6.09 亿元,全部为短期融资券。

截至 2012 年底,公司非流动负债 2.05 亿元,同比下降 50.69%,主要由长期借款(占 87.57%)和其他非流动负债(占 11.90%)构成。

2012 年公司发行短期融资券,带动公司全部有息债务快速增长,2012 年为 26.72 亿元,其中短期债务占 93.29%、长期债务占 6.71%。从财务构成看,随着跟踪期内公司债务规模的增加,2012 年公司资产负债率、全部债务资本化比率分别增长至 64.24%、55.01%,长期债务资本化比率下降至 7.58%。总体看,公司债务负担尚可。

总体看,跟踪期内,公司债务规模大幅度增长,整体债务负担尚可;但随着短期融资券的发行,公司流动负债比重快速上升,负债结构有待改善。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看,2012 年公司流动比

率和速动比率分别为 132.94%和 118.46%。同期公司经营现金流动负债比为-13.16%,较 2011 年大幅下降。公司全部有息债务以短期负债为主,2012 年底现金类资产 11.71 亿元,公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 0.47 倍;经营活动现金流入量对短期债务的覆盖程度为 2.02 倍。整体看,公司经营活动现金流入量较大,短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标来看,2011 年和 2012 年公司 EBITDA 分别为 3.90 亿元、5.79 亿元;同期 EBITDA 利息倍数(已包含资本化利息支出)分别为 7.17 倍、7.36 倍,EBITDA 对利息保护能力强;同期公司全部债务/EBITDA 分别为 4.71 倍、4.62 倍,EBITDA 对全部债务保护能力尚可。总体看,公司长期偿债指标有所改善,整体偿债能力较强。

截至 2013 年 3 月底,公司获得各家银行授信总额度为 35.35 亿元,已使用额度 27.27 亿元,尚未使用额度为 8.08 亿元。公司间接融资渠道较畅通。公司母公司为上市公司,拥有直接融资渠道。

截至 2012 年底,公司对外提供担保 2.10 亿元,担保比率 9.61%,担保比率尚可,全部为关联企业成都联邦和内蒙古联邦的担保,目前被担保企业生产经营正常,公司或有风险小。

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“12 珠海联邦 CP001”,合计 6 亿元(以下简称“存续期债券”)。

截至 2012 年底,公司现金类资产 11.71 亿元,现金类资产是存续期内债券的 1.95 倍,公司现金类资产对存续期内债券的覆盖程度较高。

2012 年,公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对存续期内债券的保护倍数分别为 0.97 倍和 6.30 倍。总体看,公司存续期内债券偿还能力尚可。

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，截至2013年6月4日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，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。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“12珠海联邦 CP001”的 A-1 信用等级。

附表 1-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动资产：					
货币资金	42928.60	90827.45	99478.33	52.23	112868.62
交易性金融资产	0.00	0.00	64.78	--	0.00
应收票据	23836.07	15132.15	17556.61	-14.18	6979.54
应收账款	64305.03	60804.16	67998.77	2.83	55399.89
预付款项	31062.94	55345.14	166394.04	131.44	211782.76
应收利息	85.55	95.67	651.44	175.95	203.47
应收股利	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其他应收款	16439.87	8779.84	38708.38	53.45	30089.79
存货	67830.40	64838.17	53922.00	-10.84	62821.80
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其他流动资产	55000.00	50000.00	50000.00	-4.65	50000.00
流动资产合计	301488.46	345822.58	494774.34	28.11	530145.87
非流动资产：					
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	--	0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00	--	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	--	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
固定资产	64411.06	88608.25	93182.63	20.28	88725.77
在建工程	23519.35	19745.44	15236.87	-19.51	15303.32
工程物资	8.74	3.74	4.45	-28.64	4.05
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	--	2.20
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
无形资产	3624.97	3368.01	5881.03	27.37	5829.23
开发支出	0.00	0.00	0.00	--	0.00
商誉	72.48	72.48	72.48	0.00	72.48
合并价差	0.00	0.00	0.00	--	1154.46
长期待摊费用	146.22	342.53	728.16	123.16	1601.32
递延所得税资产	1518.95	1110.48	1345.26	-5.89	0.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
非流动资产合计	93301.77	113250.94	116450.88	11.72	112692.84
资产总计	394790.23	459073.51	611225.22	24.43	642838.71

附表 1-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动负债：					
短期借款	26300.00	30800.00	66855.51	59.44	61140.00
交易性金融负债	0.00	0.00	91.55	--	0.00
应付票据	89450.48	108354.64	143968.25	26.87	156495.50
应付账款	31130.74	32096.28	27628.66	-5.79	31839.08
预收款项	3878.23	5495.64	2654.55	-17.27	2819.43
应付职工薪酬	3234.20	4014.55	4497.13	17.92	0.00
应交税费	5351.92	3698.31	3454.36	-19.66	2085.71
应付利息	165.45	148.54	214.18	13.78	4517.73
应付股利	12417.41	15763.41	4823.00	-37.68	4823.00
其他应付款	23488.54	6330.26	18723.52	-10.72	29903.36
预计负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	4712.00	38400.00	--	38409.68
其他流动负债	0.00	0.00	60854.47	--	60000.00
流动负债合计	195416.98	211413.65	372165.17	38.00	392033.49
非流动负债：					
长期借款	42358.00	40000.00	17925.00	-34.95	17800.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	--	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	--	0.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00	--	0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
递延收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
递延所得税负债	12.83	14.35	107.43	189.35	0.00
其他非流动负债	1445.00	1492.83	2436.45	29.85	3461.81
非流动负债合计	43815.83	41507.18	20468.88	-31.65	21261.81
负债合计	239232.81	252920.83	392634.05	28.11	413295.30
所有者权益：					
实收资本(或股本)	56249.60	106249.60	114249.60	42.52	114249.60
资本公积	2526.00	2526.00	2526.01	0.00	2518.82
盈余公积	23250.35	25220.10	28752.37	11.20	28618.39
未分配利润	70560.82	69363.75	69534.73	-0.73	80054.69
外币报表折算差额	0.00	0.00	-1.21	--	0.00
归属于母公司权益合计	152586.77	203359.46	215061.51	18.72	225441.50
少数股东权益	2970.65	2793.22	3529.66	9.00	4101.90
所有者权益合计	155557.42	206152.68	218591.17	18.54	229543.40
负债和所有者权益总计	394790.23	459073.51	611225.22	24.43	642838.71

附表 2 利润表
 (单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、营业收入	491777.20	407240.06	445240.15	-4.85	109082.02
减: 营业成本	338988.27	278833.15	287585.21	-7.89	63160.13
营业税金及附加	1064.08	2648.63	3600.05	83.94	576.88
销售费用	75259.99	80267.66	82006.04	4.39	24453.45
管理费用	20591.85	22953.32	27828.89	16.25	6183.62
财务费用	6382.33	5354.75	6730.78	2.69	3429.88
资产减值损失	487.28	-3868.46	812.95	29.16	0.00
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	-26.77	--	0.00
投资收益	621.44	3341.14	2750.46	110.38	1352.80
其中: 对合营企业投资收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
二、营业利润	49624.84	24392.16	39399.92	-10.90	12630.86
加: 营业外收入	1629.04	2327.71	2239.57	17.25	764.07
减: 营业外支出	839.56	269.62	423.81	-28.95	261.85
其中: 非流动资产处置损失	129.58	47.53	125.18	-1.71	0.00
三、利润总额	50414.32	26450.25	41215.69	-9.58	13133.08
减: 所得税费用	7416.80	4588.81	6776.00	-4.42	2040.89
四、净利润	42997.52	21861.44	34439.69	-10.50	11092.19
其中: 归属于母公司的净利润	42461.95	20788.86	33703.25	-10.91	10519.96
少数股东损益	535.57	1072.58	736.44	17.26	572.24

附表 3-1 现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	530742.11	447879.20	463411.82	-6.56	132616.10
收到的税费返还	9926.72	16228.34	8349.89	-8.29	15.08
收到其他与经营活动有关的现金	88918.22	53540.11	32495.97	-39.55	118988.06
经营活动现金流入小计	629587.04	517647.65	504257.68	-10.51	251619.23
购买商品、接受劳务支付的现金	349314.95	287268.06	325621.98	-3.45	195442.04
支付给职工以及为职工支付的现金	29576.24	34871.88	36318.91	10.81	9038.67
支付的各项税费	30130.76	29178.86	32294.06	3.53	6973.04
支付其他与经营活动有关的现金	95012.83	133297.08	158998.55	29.36	28269.44
经营活动现金流出小计	504034.78	484615.88	553233.50	4.77	239723.19
经营活动产生的现金流量净额	125552.26	33031.77	-48975.81	--	11896.04
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	0.00	5000.00	0.00	--	0.00
取得投资收益收到的现金	553.10	3521.84	2993.11	132.63	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	63.76	16.93	12.92	-54.99	2.20
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00	--	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	--	786.44
投资活动现金流入小计	616.86	8538.77	3006.03	120.75	788.64
购建固定资产、无形资产等支付的现金	25094.20	26549.39	12708.26	-28.84	1113.14
投资支付的现金	55000.00	0.00	25.00	-97.87	21.20
取得子公司等支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	--	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	--	0.00
投资活动现金流出小计	80094.20	26549.39	12733.26	-60.13	1134.33
投资活动产生的现金流量净额	-79477.34	-18010.62	-9727.24	-65.02	-345.69
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	0.00	50000.00	8000.01	--	0.00
取得借款收到的现金	64300.00	58800.00	85355.51	15.22	38560.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	60000.00	--	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	--	0.00
筹资活动现金流入小计	64300.00	108800.00	153355.52	54.43	38560.00
偿还债务支付的现金	80230.00	51946.00	37687.00	-31.46	34425.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	18050.55	23403.82	47857.99	62.83	2397.31
支付其他与筹资活动有关的现金	98.00	357.81	879.15	199.51	0.00
筹资活动现金流出小计	98378.55	75707.63	86424.14	-6.27	36822.31
筹资活动产生的现金流量净额	-34078.55	33092.37	66931.38	--	1737.69
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-45.58	-214.67	422.55	--	102.26
五、现金及现金等价物净增加额	11950.80	47898.85	8650.88	-14.92	13390.29
加: 期初现金及现金等价物余额	30977.80	42928.60	90827.45	71.23	99478.33
六、期末现金及现金等价物余额	42928.60	90827.45	99478.33	52.23	112868.62

附表 3-2 现金流量表补充资料
 (单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	42997.52	21861.44	34439.69	-10.50
加: 资产减值准备	487.28	-3868.46	812.95	29.16
固定资产折旧及其他	5778.55	7428.11	9412.88	27.63
无形资产摊销	291.14	290.25	255.08	-6.40
长期待摊费用摊销	7.50	60.71	93.68	253.52
处置固定资产、无形资产等损失	96.61	0.08	6.45	-74.15
固定资产报废损失	30.42	87.98	117.71	96.70
公允价值变动损失	0.00	0.00	26.77	--
财务费用	5373.21	4768.39	6917.57	13.46
投资损失	-621.44	-3341.14	-2750.46	110.38
递延所得税资产减少	-507.81	408.47	-234.78	-32.01
递延所得税负债增加	12.83	1.52	93.08	169.33
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00	--
预提费用增加	0.00	0.00	0.00	--
存货的减少	-6190.82	2210.94	10819.24	--
经营性应收项目的减少	37631.68	-6916.94	-159732.29	--
经营性应付项目的增加	40165.59	10040.44	50746.60	12.40
其他	0.00	0.00	0.00	--
经营活动产生的现金流量净额	125552.26	33031.77	-48975.81	--
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本	0.00	0.00	0.00	--
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00	--
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00	--
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	42928.60	90827.45	99478.33	52.23
减: 现金的期初余额	30977.80	42928.60	90827.45	71.23
加: 现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	--
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	--
现金及现金等价物净增加额	11950.80	47898.85	8650.88	-14.92

附表 4 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值	2013 年 3 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	6.43	4.96	5.51	5.53	--
存货周转次数(次)	5.24	4.20	4.84	4.73	--
总资产周转次数(次)	1.34	0.95	0.83	0.97	--
现金收入比(%)	107.92	109.98	104.08	106.62	121.57
盈利能力					
营业利润率(%)	30.85	30.88	34.60	32.73	41.57
总资本收益率(%)	15.56	7.00	8.71	9.57	--
净资产收益率(%)	27.64	10.60	15.76	16.59	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	21.40	16.25	7.58	12.94	7.20
全部债务资本化比率(%)	50.41	47.14	55.01	51.73	59.26
资产负债率(%)	60.60	55.09	64.24	60.77	64.29
偿债能力					
流动比率(%)	154.28	163.58	132.94	146.40	135.23
速动比率(%)	119.57	132.91	118.46	123.01	119.21
经营现金流动负债比(%)	64.25	15.62	-13.16	10.96	12.14
EBITDA 利息倍数(倍)	10.65	7.17	7.36	7.96	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.56	4.71	4.62	4.23	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.29	0.08	-0.22	-0.03	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	8.57	3.15	-8.49	-1.58	--
现金偿债倍数(倍)	1.11	1.77	1.95	1.73	1.50
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	10.49	8.63	8.40	8.89	--
经营活动现金流量净额偿债倍数	2.09	0.55	-0.82	0.18	--

附件 5 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+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 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 7 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