



中国医药制造行业企业 信用评级方法

版本号：FECR-YYZZ-FFV02-202112

远东资信评估有限公司

二〇二一年十二月

目 录

一、修定说明	3
二、适用业务类别	3
三、行业界定	3
四、评级基本假设	4
五、评级方法：行业特征、评级思路和评级要素	5
六、评级方法的局限性	15

一、修定说明

为适应评级业务发展的需要和相关监管规定，远东资信修定了《中国医药制造行业企业信用评级方法》（版本号为：FECR-YYZZ-FFV02-202112，以下简称“本方法”）。本方法经过公司内部评估审核等相关流程并正式生效。

和之前版本相比，本方法的主要修定内容如下：

- 1、删除了原评级方法中的摘要部分，增加了版本号、修定日期（即审议通过日期）、生效日期、修定说明、适用业务类别、评级基本假设、评级方法局限性等内容；
- 2、在行业分类表格中增加了中类名称及代码、小类名称和代码以及针对每个小类子行业的说明；调整了评级方法适用范围的相关表述。

本方法的修定、生效未对尚处于远东资信信用等级有效期的受评主体评级结果产生影响。

本方法经公司评级标准委员会于 2021 年 12 月 29 日审议通过，自 2022 年 4 月 27 日生效。同时，之前版本的评级方法不再适用。

二、适用业务类别

本方法适用于中国医药制造行业企业的主体信用评级。

对于中国医药制造行业企业主体发行的债券的信用评级，远东资信以发行主体的信用评级为基础，并结合有关债券条款等因素综合评定。

三、行业界定

本评级方法所指的医药制造行业，是指按照国家统计局的行业分类标准（GB/T4754-2017），在国民经济分类中的 C 门类 27 大类，包括化学药品原料药制造、化学药品制剂制造、中药饮片加工、中成药生产、兽用药品制造、生物药品制品制造、卫生材料及医药用品制造、药用辅料等子行业。

表 3.1：医药制造行业分类

中类名称及代码	小类名称及代码	说明
化学药品原料药制造 (C271)	化学药品原料药制造 (C2710)	指供进一步加工化学药品制剂、生物药品制剂所需的原料药生产活动
化学药品制剂制造 (C272)	化学药品制剂制造 (C2720)	指直接用于人体疾病防治、诊断的化学药品制剂的制造

中类名称及代码	小类名称及代码	说明
中药饮片加工 (C273)	中药饮片加工 (C2730)	指对采集的天然或人工种植、养殖动物、植物和矿物的药材部位进行加工、炮制,使其符合中药处方调剂或中成药生产使用的活动
中成药生产 (C274)	中成药生产 (C2740)	指直接用于人体疾病防治的传统药的加工生产活动
兽用药品制造 (C275)	兽用药品制造 (C2750)	指用于动物疾病防治医药的制造
生物药品制品制造 (C276)	生物药品制造 (C2761)	指利用生物技术生产生物化学药品的生产活动
	基因工程药物和疫苗制造 (C2762)	
卫生材料及医药用品制造 (C277)	卫生材料及医药用品制造 (C2770)	指卫生材料、外科敷料以及其他内、外科用医药制品的制造
药用辅料及包装材料 (C278)	药用辅料及包装材料 (C2780)	指药品用辅料和包装材料等制造

资料来源:国民经济行业分类(GB/T4754-2017),远东资信整理

医药制造行业关系国计民生,具有特殊的行业地位。医药制造行业上游包括化学原料制造业、种植业和生物原料业,其中化工原料主要用于制造西药,种植业主要提供中药原料;下游为经销商和医院,最终面向终端消费群体。

适用于本评级方法的医药制造行业企业是指:1.医药制造行业相关业务所贡献的营业收入占企业总营业收入总额的比重大于或等于50%;2.不满足上述情况,但综合考察企业的运营模式、资产结构、收入结构、成本结构、利润结构和中长期发展战略等,判定该企业医药制造行业经营特征明显。本评级方法仅适用于中国医药制造行业企业及相关债券。

四、评级基本假设

1. 外部环境相对稳定性假设

远东资信针对医药制造行业受评主体的评级,是建立在对受评主体发展的外部环境相对稳定性假设基础上的,包括假定宏观经济和金融环境、法律和政治环境、社会环境、行业竞争环境等外部环境不会发生重大意外变化,不会发生不可控的自然灾害、重大公共卫生事件、武装冲突乃至战争等突发性、不可抗力事件。

2. 企业未来状况可预期假设

远东资信针对医药制造行业受评主体的评级,体现了对受评主体未来偿还债务的能力和意愿的预测,需假定:基于对受评企业的历史和现状的考察,以及针对未来企业发展环境和条件等发展趋

势的合理推断，能够预测企业未来经营和财务状况的变化，并假定企业未来经营状况具有可持续性，不会发生影响信用质量的突发性重大事件等异常情形。

3. 企业信息质量可靠性假设

远东资信针对医药制造行业受评主体的评级，有赖于从受评主体或监管机构等第三方所搜集的受评主体经营和财务等信用质量相关信息的真实性、完整性、准确性、合法性，不存在受评主体信用质量相关信息的隐瞒、信息延迟披露等任何影响所掌握信息的质量，并进而影响针对受评企业的信用评级结果的情形。

五、评级方法：行业特征、评级思路和评级要素

（一）行业特征

1. 需求刚性

医药制造行业与人民群众的生命健康、生活质量直接相关，行业需求主要受人口数量及增长情况、经济发展水平、人均收入水平、城镇化进度、健康意识及政策推动等因素影响，需求具备一定的刚性，宏观经济周期性波动对行业景气度的影响小，是典型的弱周期性行业，不具备明显的周期性特点。

但医药制造子行业因产品的不同存在一定的季节性波动，如春季为感冒、咳嗽高发季节，此时对感冒、止咳类药物需求较大；秋冬季节风湿类疾病高发，此时治疗风湿骨伤类疾病的产品需求增加。本评级方法所指周期性是指行业周期性波动，非季节性波动。

2. 政策监管力度大

医药制造行业关系国计民生，与人民群众的健康生活密切相关，因此成为政府高度监管的行业之一，从医药制造企业的设立、药品研发、采购、生产、配送、使用各环节均受到政府的严格管控，行业政策和监管对医药制造行业影响大，行业的行政性进入壁垒高。此外，行业发展的不同阶段推出的相应产业政策，一定程度上对行业的竞争格局、生产经营状况、盈利能力产生影响。

3. 行业集中度较低

相对于国际大型医药企业，我国医药制造行业企业长期存在规模较小、行业集中较低、同质化竞争激烈的现象。从数量上看，我国医药制造企业远超美、德、英等发达国家，但其中大部分规模小、工艺装备落后、管理水平较低，行业内部过度竞争。

4. 资金、技术密集，进入壁垒高

医药制造行业产品研发周期长、费用高，属于资金及技术密集型行业。新药开发到上市需要经过研发、临床前试验、临床试验审批、临床试验、上市审批等流程，整个过程周期长、投入大。同时，生产条件严格（药品生产质量管理规范），厂房和设备投资大，加之市场开发费用大，使得医药制造行业较其他制造工业更加依赖资本投入。

此外，医药制造行业的生产受到国家相关部门的严格控制，行业内企业均要进行资格审核和获取许可证。我国国家药品监督管理局早已宣布，在 2004 年 6 月 30 日以前，我国所有药品和原料药生产企业必须符合药品生产质量管理规范要求，并取得证书。自 2004 年 7 月 1 日起，凡未取得相应类别 GMP 证书的企业，一律停止生产，与其他行业相比，医药行业存在较高的进入壁垒。

5. 研发实力较弱

受到用药水平低、医药基础研究薄弱、生产装备落后等因素影响，我国医药制造行业研发投入不足。目前，国际医药制造业以专利药为主体，而我国医药制造企业仍以仿制药为主体，医药制造企业整体工艺水平和技术含量与国际领先的仿制药企业存在较大差距。另一方面，我国医药制造企业规模普遍较小，同时低水平的仿制压缩了企业的利润空间，资金实力不足亦限制了研发投入规模。2017 年，我国医药制造百强企业研发总投入占主营业务收入的比例为 4.2%，而全球领先的制药企业研发投入比例超过主营业务收入的 15%。

6. 销售渠道对企业盈利影响大

医药制造企业销售渠道一般为医疗机构、药店等。2017 年 1 月，国务院医改办会同国家卫生和计划生育委员会等 8 部门联合下发通知明确，综合医改试点省（区、市）和公立医院改革试点城市的公立医疗机构要率先推行药品采购“两票制”，鼓励其他地区执行“两票制”，以期进一步降低药品虚高价格，减轻群众用药负担。“两票制”是指药品从制造企业销售至一级经销商开一次发票，经销商销售至医院再开一次发票，以“两票”替代常见的七票、八票，减少流通环节，并且每个品种的一级经销商不得超过 2 个。“两票制”实行后，流通环节和经销商数量大幅减少，因此经销商稳定性对制药企业经营和盈利具有重大影响。

对于药店渠道，药品销售具有专业性，处方医生和驻店药师掌握药品的选择权，消费者一定程度上处于被动消费状态，因此终端药店的渠道维护对制药企业扩大产品覆盖及销量亦至关重要。

（二）评级思路

远东资信对企业主体信用评级的核心是向投资者揭示被评对象的违约风险。远东资信采用宏观与微观相结合、定性与定量相结合的方法，在着重对被评对象自身信用状况的考察基础上，同

时考虑外部支持因素，由此判断被评对象未来的偿债能力和偿债意愿，并最终确定其信用等级。

1.宏观和微观相结合

首先分析被评对象所处的宏观经济环境、区域经济环境和行业环境，这是同行业内所有企业共同面临的经营风险；但是，这些风险对每个企业的影响程度是不同的，因为不同企业的经营模式和管理战略不尽相同，对待外部风险所做出的反应也会不同。因此，接下来，远东资信在充分考虑行业特点和发展趋势的基础上，归纳出决定该行业成功的关键驱动因素，由此确定行业内企业自身特有的经营风险评价要素；最后，考虑政府可能给予被评对象的外部支持因素。

具体对于医药制造行业企业：

（1）外部经营环境方面：医药制造行业关系国民身体健康和生命安全，其特殊的行业属性决定了该行业成为受政府监管力度最大、政策影响最深的行业之一，行业政策的变化将产生明显影响，同时国家对医疗保障体系的投入变化也会对行业需求产生一定影响，进而影响行业竞争格局。具体表现：（1）医疗卫生体制的变化，对医药制造行业供给、需求竞争格局产生深远影响。

（2）价格管理方面，由于关系民生问题，药品零售价格长期受国家监管，医药制造行业对下游的相对弱势地位决定了终端零售价格的变化将直接传导至行业内。（3）环保政策方面，医药制造行业属于高污染行业，近年环保标准不断趋严，意味着医药制造行业要承担环保投入和成本上升的压力。（4）质量管理方面，药品研发、采购、生产、流通、销售各个环节均受到政策监管，一旦出现药品质量问题，轻则产品召回，重则企业关停。

（2）企业运营方面：规模大的企业在研发投入和渠道建设方面更具有优势，同时规模大、市场地位突出的企业在药品定价以及其他资源获取方面能够获得政策倾斜和支持，从而增强其盈利能力和抗风险能力。产品结构丰富和多元化的企业，有利于平抑单一产品受政策调控及市场变化影响所带来的经营风险。研发能力的高低根本上决定了制药企业的市场竞争力和行业地位，是良好经营和持续发展的重要保障。药品的销售具有一定的特殊性，良好的销售模式和销售渠道，可以保证企业生产经营的有序进行和现金流的畅通。因此，远东资信在考察企业运营时，主要从规模、产品结构和多元化、研发能力、销售模式和渠道等方面进行衡量。

（3）管理与战略方面：企业的管理能力能否适应发展的需要将对企业的信用等级产生重要的影响。对企业管理能力的评估主要包括管理制度的健全程度、内部控制制度的执行情况、决策机制的科学合理性、危机应对措施的全面有效性方面，同时将企业管理目标与实际业绩进行对比，考察管理层绩效管理和危机处理能力。管理层对企业的市场定位和经营风险是否有足够的认识，是否能根据企业的实际情况和经营环境的变化制定切实可行的发展战略是企业未来生产和发展的关键。

（4）外部支持因素方面：主要考察医药制造企业可获得的来自控股股东、实际控制人的支

持力度。考察重点在于控股股东、实际控制人资本实力，对企业在资金、研发、人力资源等方面能够给予的支持力度，以及对企业的定位及重视程度。

2.定性和定量相结合

对于企业所处宏观和行业环境、运营与管理、外部支持因素等方面的分析过程都难以量化，属于定性分析范畴。我们还要进行财务实力方面的定量分析，它是定性分析的有效补充。它验证了一个企业的竞争能力、经营风险和管理能力的强弱，有助于识别企业债务负担、偿债能力和抗风险能力。对于医药制造行业企业，财务实力方面主要考察：会计信息质量、资本结构、资产质量、盈利能力、现金流、财务弹性、或有事项。

（三）评级要素

1.宏观环境

人民群众对医药产品的需求具备一定的刚性，因此医药制造行业不具备明显的周期性特点，与宏观经济波动的相关性较小。然而，宏观经济的增长，带动人民收入水平的提高，人均收入水平的增加可进一步提升健康意识，医药产品的需求层次将相应提高。同时，宏观经济的增长，基础设施建设投入的增加，亦会进一步加快城镇化进程，医疗机构增加，从而扩大基础医药产品的需求。

此外，人口结构亦是影响医药制造行业发展的关键因素。从身体机能自然发展规律看，随着年龄的增长，对相关医药产品的需求亦相应增加。中国人口的老龄化程度正在加速加深，人口老龄化已经成为我国一个严峻的社会问题。随着老龄化进程的加快，我国医药制造行业具备长期的增长空间。

2.行业环境

（1）行业供需

从需求方面看，医药制造行业周期性弱，受宏观经济波动影响小，下游需求相对稳定。随着医保体系进一步健全，一系列医改政策调整的有利推动，2016年以来，药品终端需求增长较快，行业需求受政策性推动较大。远东资信在考察行业需求时，主要考虑人口增长、老龄化、政策性因素影响。

从供给方面看，医药制造行业产品同质化现象普遍，部分产品产能过剩，医药制造企业销售业绩更大程度上取决于产品的营销策略以及营销资金投入。对于少部分药品，因准入门槛更高、国家监管更加严格等因素影响，制造该药品的企业呈现为寡头垄断，如血制品行业、疫苗行业等，该子行业地位相对强势，具备较强的议价能力，以及更快的回笼资金。远东资信在考察行业供给

时，主要考察细分产品所在子行业的竞争状况。

（2）行业竞争

我国医药制造行业规模经济水平低，呈粗放式增长的态势，行业内企业存在数量多、规模小、集中度低的特点。因我国大部分医药制造企业以仿制药为主，药品品种雷同现象普遍，部分产品存在产能过剩，同质产品带来了激烈竞争，利润空间很大程度上被销售费用所侵蚀。随着行业内监管趋严，政策调控力度加大，行业内资源不断向优势企业集中，整合并购或将一定程度上降低同质化竞争格局。

远东资信在考察行业竞争时，亦区分不同子行业所对应的特点，如上文行业供给方面所指出的，某些受准入门槛高、监管更严格的子行业，呈现寡头垄断的特点，行业竞争程度明显较其他子行业同质化竞争弱。

（3）行业政策

医药制造行业与人民群众健康生活息息相关，行业特点决定了受政府监管力度大、受政策影响深。医药行业政策的变化，对原材料供给、生产、流通、需求均产生明显影响，进而影响行业的竞争格局。远东资信考察行业制度时，主要关注医改政策、药品 GXP 管理规范、环保政策、价格管理制度等，以及政策的变化及趋势。

医疗卫生体制改革：随着人民生活水平不断提高、消费能力提升，医疗健康已经成为人民群众最关注和最现实的利益问题，对改善医药卫生服务提出了更高的要求。深化医药卫生体制改革，有利于缓解群众反映强烈的就医问题，同时解决医药卫生领域长期以来形成和积累的深层次矛盾，推动医药卫生事业持续健康发展。国家正逐步对卫生医疗体制进行改革，改革的逐步深化将对医药制造行业的供给、需求、竞争格局产生深远影响。

价格管理：我国从 2015 年 6 月起逐步放开了药品政府定价模式，通过完善药品采购机制、制定医保支付标准、强化价格行为监管等综合措施，引导药品价格主要由市场竞争形成，逐步建立以市场为主导的药品价格形成机制。然而，由于关乎民生，药品价格仍然受到国家的严格监管，医药制造行业对下游相对弱势地位决定了终端销售价格的变化将直接转导至制药企业。药品价格的下降使得盈利空间受到挤压，进而影响制药企业的整体经营效益。

环保政策：医药制造行业属于高污染行业，近年环保标准不断趋严。2016 年，随着严格的新《环境保护法》的出台，各地环保力度加大，2018 年 1 月起实施的《环境保护税法》又让制药工业面临重税的考验。日益严峻的环保政策将倒逼制药企业不得不重视环保问题，制药企业要承受环保投入和成本上升的压力。

质量管理：因行业的特殊性，监管部门对药品质量管理严格，从医药产品的研发、采购、生

产、流通、终端消费各环节均受到相关政策的严格监管，一旦出现药品质量安全问题，轻则产品召回，重则企业关停。严格质量管理的使得行业的进入壁垒提高，同时增加行业内企业技改方面的资金投入，从而增加企业的资金压力和经营成本。

3. 企业运营

(1) 经营规模和市场地位

经营规模较大和市场地位突出的企业拥有更强的资本实力，在产品研发投入和销售渠道建设方面优势突出。同时，规模大的企业在行业竞争力、上下游议价能力、融资等方面具有优势，在药品定价方面拥有更大的话语权，更可能在资源获取方面获得政策的倾斜和支持，其收入与盈利水平稳定性较好，整体经营风险较低。

远东资信在考察该因素时主要关注企业总资产、净资产、营业收入、产量、利润等绝对指标，以及与同行业中其他企业相对比的相对指标。

(2) 产品结构和多元化

医药制造企业的细分子行业较多，主要包括化学原料药、化学制剂药、中成药、生物制药，其中化学制剂药、中成药和生物制药行业的运行稳定性要优于化学原料药，业务结构集中于运行稳定的子行业将保持更稳定的盈利能力。医药制造企业丰富的产品结构、多元化经营，有利于缓冲市场或政策变化所产生的负面影响。

不同医药产品的盈利能力及所受行业政策影响有所差异，特色产品、优势产品多的企业相对具有更强的经营稳定性，对于医药制造企业，销售过亿产品数量可以较好的体现企业的优势产品情况。同时，经过专利保护期，随着同类产品生产企业的增多导致市场竞争的激烈以及药品降价的影响，单一药品的盈利能力将逐步下滑，企业需要有充足且梯次合理的后续产品支持，以保证在重点产品进入生命周期的衰退期时能够出现新的核心产品补充。良好的产品梯次结构是保证医药制造企业持续经营和盈利稳定性的基础，因此产品梯次结构也是影响医药制造企业产品结构的重要因素。

远东资信在考察该因素时，主要关注企业涉及的细分子行业数量及情况、独家产品数量、进入国家医保目录的品种数量、销售过亿产品数量和规模、产品梯次结构等。

(3) 研发实力

我国医药制造行业整体研发实力较弱，医药产品大部分为仿制药。因研发实力的相对薄弱，成份相同的仿制药疗效可能与原研药存在差距。在同质化竞争激烈的医药制造行业，研发实力相对较强、研发资金投入多的企业，更有利于研发创新药，仿制药的疗效亦更显著。此外，研发实

力强的企业将可获得更多的政策支持，对拥有自主知识产权的医药产品拥有单独定价的特权。

远东资信在考察该因素时，首先结合企业研发机构的实力、研发人员的规模、过往的研发成果（获得的专利、正在申请的专利、技术的独创性等）、新药储备数量等进行定性判断。其次，企业研发投入情况也是重要因素，选取研发投入/营业收入指标进行定量衡量。

（4）营销资源

药品用途的特殊性及使用的专业性决定了药品销售的专业性很强，同时中国地域广阔，且医药品种繁多、同质化竞争激烈，因此良好的销售模式和渠道建设成为产品能否顺利销售的关键因素，可以保证企业生产经营的有序进行和现金流的畅通。按照销售特征可将医药产品划分为化学原料药、处方药和 OTC 产品。化学原料药具有普通工业产品属性，销售模式与一般制造业较为相似，在分析时重点关注企业渠道建设、销售网络布局以及销售收款政策等内容。处方药方面，由于该类产品主要销往各级医疗机构，医药制造企业的产品学术推广能力对其实现销售尤为重要，在产品品质趋同的情况下，拥有人员充足且专业素质高的销售团队的企业将更好地实现其产品在专业医疗机构的推广，从而获得更佳的销售业绩。OTC 产品方面，由于该类产品直接面对终端消费者，具有一定消费品的属性，消费者对药品的药效及品质判断更多的依赖对品牌的认知，品牌知名度对消费者的购买选择具有导向性作用。在同等条件下，品牌知名度高的企业将获得更多的利润回报。

远东资信在考察该因素时，主要关注细分领域产品的销售模式和渠道建设、销售队伍状况、专业推广能力、销售网络布局、品牌知名度、客户稳定性和集中度等。

4. 管理与战略

（1）管理素质

管理素质是决定被评对象信用状况的重要因素之一，因为公司的管理承担了在既定的宏观和行业环境中有效地运用内外部资源，以实现最好的经营和财务业绩的任务。在企业管理素质方面，远东资信主要关注股东背景及支持、公司治理结构、公司组织架构、内控制度和人力资源状况等方面。

股东背景及支持方面主要考察主要的股东背景、股东实力、被评对象对股东的重要性（被评对象的主营业务在股东业务构成、未来战略中的重要性以及资产、收入、利润占比情况）。对于股东可能提供的支持可以基于主要股东对被评对象的历史支持的表现及被评对象在主要股东经营战略中的位置进行判断，还可根据主要股东与被评对象的具体支持的法律文件进行判断。

对于医药制造行业，行业内企业以民营企业为主，公司治理结构方面主要关注股权结构情况，股东、董事会、管理层之间的权责明晰状况，同时需要关注关联交易是否频繁及财务报表质量状

况。

有效的内控制度有助于企业战略的实施、提高经营的效率和效果、有效防范经营风险，保证会计和管理信息的真实可靠、保障资产安全、确保国家法律法规和监管要求在企业内的遵守和落实。对于医药制造行业，受政策监管严格，因此，远东资信主要关注治理层和管理层对内控制度的重视程度、内控制度的建立及实际执行情况，尤其关注是否受过相关部门的警示和处罚情况。

人力资源是经济发展状况中最重要的战略资源，是企业能够进行发展的重要依托，也是对企业发展的一种重要保障。对于医药制造行业，远东资信主要关注管理层的背景、素质和稳定性，同业评价及历史业绩，管理层变动对公司的影响程度（对某些个人的依赖性），研发团队的规模和成绩，员工学历和从业经验，研发费用支出状况等方面，专业团队形成机制（自身培养还是对外聘请）等。

（2）发展战略

发展战略从长期上决定企业的发展方向和途径，发展战略规划的合理性及可行性决定了公司持续经营的可能及前景。

医药行业企业规模小、行业集中度低、同质化竞争激烈、受政策监管严格、销售渠道对销售和盈利能力影响大，因此远东资信在考察该因素时主要关注：公司是否制定了较为明确的长期发展的目标、有无具体可操作性的实施方案，未来医药产品的开发方向和研发投入计划、新产研发状况、生产线和上下游产业链规划建设状况、是否存在重组或收购计划，相关投资对债务负担的影响程度等。

5. 财务分析

企业业务的性质和风险状况决定了财务风险的内容和大小，财务风险评价很大程度上依赖于定量的手段，特别是财务指标的比较和分析。财务指标的计算和比较有助于分析企业主要的风险因素，形成优势和劣势的判断，最终获得对偿债能力的判断。使用财务指标有必要将其放在业务风险的环境中，并充分考虑到不同企业在业务类型、经营风险、会计质量、指标计算方法等各方面的差异。同时，因为信用评级是基于长期基础上的评价，跨越整个行业周期，某一时点的财务指标并不能综合反映公司的信用状况。对于财务风险，远东资信主要从会计信息质量、资本结构、资产质量、盈利性、现金流分析、财务弹性、或有事项等方面进行分析。

（1）会计信息质量

财务数据是企业经营管理结果的综合体现，会计信息质量则反映向财务信息使用者提供与企业财务状况、经营成果等相关信息的真实性、完整性和相关性，直接关系到对信用风险判断是否合理。审计机构是对企业财务报表进行审计的专业机构，其对财务报表的审计意见是评级机构判

断会计信息质量的基础。在对同一行业内的不同企业进行可比分析时，需要注意的是，由于会计政策选择的差异可能导致财务信息不具可比性，需要进行相关调整，然后进行分析，否则，将影响对受评对象财务实力的判断。

远东资信在进行财务分析之前，会对财务报表近三年的审计意见、审计机构的从业资质、审计机构是否频繁变动及原因进行查看，并据此提出客观的表述。对于下属子公司较多的医药制造企业，在编制合并财务报表时需关注合并范围的准确性；医药制造企业原材料价格波动时，需关注原材料价格确认的准确性、存货跌价准备计提的充足性等；医药制造行业属于资本密集型行业，还需关注固定资产折旧政策是否符合行业特点，是否保持稳定等。

(2) 资本结构

医药制造行业属于资本密集型行业，投资规模相对较大，因此，远东资信在考察医药制造行业企业资本结构时主要关注：（1）历史财务杠杆水平及变动趋势，可以由资产负债率、总债务/总资本等指标反映。财务杠杆水平一般情况下与风险程度呈正相关。在同等条件下，财务杠杆水平越高，进一步融资的空间越小，利息支付压力越大，信用风险也越大。当然，这里需结合业务风险来分析财务杠杆水平，现金流相对稳定前提下的适当的高负债不一定意味着更为激进的财务政策；（2）债务期限结构，如长期负债和短期负债的比例；（3）资本结构与资产结构的匹配程度。假如用短期资金来源满足长期资金需求，资金使用成本较低，但会面临较大的短期偿债压力；用长期资金来满足短期资金需求，资金的使用效率较低，成本较高；（4）未来资本性支出预测，及相应的融资安排，对企业财务杠杆水平的影响。

(3) 资产质量

一般情况下，制造类企业非流动资产占比较大。流动资产方面，医药制造企业行业地位相对弱势，因此需关注应收款项账龄、坏账准备计提的合理性、可回收性、周转率等因素。存货方面，医药制造企业存货规模相对较大，对于原材料波动大的子行业，关注存货跌价准备计提的合理性。对于关联企业较多的医药制造企业，需关注其他应收款的性质和账龄情况。非流动资产方面，医药制造企业以厂房和设备为主，因此需关注该类资产折旧政策的合理性。医药制造企业的无形资产一般为专有技术，需关注其入账价值的是否合理。

远东资信在考察该因素时主要关注：各类资产的变现能力、利用效率、各类资产组合增值的能力，资产实际价值的判断及与账面价值的差异。

(4) 盈利能力

盈利能力显示出企业经营资产的财务业绩，也是管理战略实施效果的证明，盈利稳定的企业具有较强的持续经营能力，亦可对债务的偿还形成保障。对于医药制造行业企业而言，不同子行

业主营业务盈利能力存在差异，因此需关注企业产品结构差异对毛利率的影响。医药制造企业期间费用占比普遍较高，且主要为销售费用，因此需关注销售渠道建设、新药推广费用对整体盈利状况的影响。另外，医药制造企业研发投入相对较大，研发费用是当期计入费用还是资本化，对盈利能力亦产生影响，研发支出的核算方式也需要关注。

远东资信在考察该因素时主要关注：收入结构与成本结构分析、期间费用占比变化情况及原因、主要利润来源及稳定性（有必要对非经常性损益的项目进行调整）、公司发展规划对盈利能力的影响。主要考核指标包括利息保障倍数，净资产收益率等，通过分析主要指标变动趋势和同业比较，一定程度上可反映企业在行业中的竞争地位。

（5）现金流

未来经营性现金净流入的稳定性和可预测性，是评价企业信用等级核心。一定的业务规模、良好的业务质量、业务多元化等各方面因素有助于企业在不同时期获得均衡的现金净流入。对于医药制造行业企业，远东资信主要考察目前企业经营性现金流入的主要来源以及未来可能的变动；经营性现金净流入在不同时期的均衡性以及债务期限结构的对称性；经营性现金净流入对利息支出的保障程度；关联方资金往来情况及对经营性现金净流入稳定性的影响。

另外，投资性现金流状况也是影响公司偿债资金来源的重要方面，对于医药制造行业企业，需了解企业在建项目及未来拟建项目的规模和资金安排，结合企业的发展战略分析企业未来资本性支出的规模和投资性现金流出情况，同时关注企业投资资金来源对投资项目的影

响。远东资信在考察该因素时主要关注：经营性现金流对总债务和短期债务的覆盖程度、总债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数、营业收入现金率等。

（6）财务弹性

企业的扩张若得到良好财务弹性的支持，有利于平衡巨大资本性支出对财务状况的不利影响。财务弹性首先表现于企业的融资能力，即其能在多大范围内和多大程度上获取现金以维持资产的流动性、保障债务的偿还。而企业的资产质量，一方面体现在其产生可持续现金流的能力，一方面则体现在其迅速变现的能力，因此也是财务弹性的反映。另外，企业的财务政策与财务弹性间也具有密切联系，过于激进的财务政策往往会影响其的再融资能力，降低其的财务弹性。

远东资信在考察该因素时，结合行业融资环境、经营性现金流状况、财务政策、资产质量及流动性等因素进行分析，主要关注：1）银行综合授信额度，可能的融资便利，银行信用记录；2）资本市场融资历史和信用状况，监管机构对其历史经营状况的评价，再融资条件标准的比较；3）抵/质押资产数量及其对再融资的影响；4）是否具有易变现的金融资产或其它资产；5）融资方式是否多元化，是否能够有效降低综合融资成本。

(7) 或有事项

在对企业自身的账面债务及潜在的债务压力进行判断的同时，需要考虑企业可能承担的表外责任。对外担保、未决诉讼或仲裁等或有事项可能会对企业的偿债能力产生重要影响，成为评级的不利因素。

远东资信在考察该因素时主要关注：1) 对外担保，过多的对外担保将产生或有风险，影响经营的稳定性，从而引发财务风险。需关注对外担保规模与企业净资产的比例、担保对象与被评对象的关联关系、担保对象的经营状况；2) 企业未决诉讼或仲裁。这些有可能形成企业或有负债，亦进而增加企业的债务压力。

6. 外部支持分析

医药制造行业大部分为民营企业，企业获得的外部支持主要来自股东支持，股东给予企业的支持力度与企业对股东的重要性紧密关联。因此，远东资信在考察该因素时主要关注：股东的资本实力、发展战略、医药制造业务在股东目前及未来业务发展中的地位、对企业提供的资金支持、为企业融资提供担保等方面来评价对企业的支持意愿。

六、评级方法的局限性

远东资信的评级方法主要基于历史信息，通过受评主体的过往表现、现状与目前政策导向，对其未来表现进行合理预测。但影响受评企业信用风险变化的因素是动态变化的，对未来的预测难以避免地存在不准确的风险，本评级方法不能保证完全符合客观情况与进行适时调整。

为了避免评级方法过于复杂，本方法中仅涵盖关键评级因素，未能涵盖所有影响企业信用风险的因素。具体比如，评估企业内控制度的实际执行的好坏是极为困难的，因此我们的评级方法未能将企业的质量管理体系实际运行质量纳入考虑。企业规模方面，在建生产设施的实际价值未被纳入评级方法考虑范畴，由于企业的固定资产投资在未来可能带来的收益是无法准确估计的，其投资质量对企业的影响既可能是正面的也可能是负面的，而且这种影响具有一定的时滞性，如果纳入评级方法将会让评估变得极为复杂且不能得到准确的结果。此外，对于众多难以预测的突发因素，如重大自然灾害、公共卫生事件、战争等，本方法也未能全部涵盖。针对方法中部分定性要素，主观判断依然是不能避免的，远东资信会利用专家的长期经验实施尽可能严谨的评估。

远东资信将定期或不定期对本评级方法进行审查，适时对关键评级因素进行优化调整。

此外，本评级方法所使用的数据主要由受评主体与专业机构所提供，评级结果受数据采集难度、数据可靠性与完整性影响。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-57277666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-65100651

【免责声明】

本评级方法由远东资信提供。其中引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供保证。

远东资信对本评级方法内容持客观中立态度。其中的任何表述，均应严格从经济学意义上理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。其中内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本评级方法版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行包括但不限于展示、修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，须注明出处，且不得篡改或歪曲。

远东资信对于本声明条款具有最终解释权。