

华北制药股份有限公司 2017 年面向合格投资者公 开发行公司债券、2017 年面向合格投资者公开发 行公司债券（第二期）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 洋 yyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 05 月 22 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0308 号

华北制药股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“17 华药债”和“17 华药 02”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月二十二日

评级观点：中诚信国际维持华北制药股份有限公司（以下简称“华北制药”或“公司”）的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定；维持“17华药债”和“17华药02”的债项信用等级为**AA**。中诚信国际肯定了公司依托完整的产品链，加快推进产品结构调整，收入进一步增长，盈利能力稳中有升，获现水平保持稳定等方面对公司整体信用实力提供了有力支持。但中诚信国际也关注到，期间费用管控能力和经营性业务盈利能力有待加强、以短期债务为主的债务负担仍较重，债务期限结构有待优化和重组及增发事项进展具有不确定性等因素对公司经营和整体信用状况造成的影响。

概况数据

华北制药（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	171.52	179.17	185.41	209.71
所有者权益合计（亿元）	52.81	55.12	56.24	56.83
总负债（亿元）	118.71	124.05	129.17	152.89
总债务（亿元）	93.63	96.30	100.88	125.84
营业总收入（亿元）	77.09	92.14	108.81	22.10
净利润（亿元）	0.14	1.46	1.48	0.58
EBIT（亿元）	4.28	6.23	7.70	--
EBITDA（亿元）	8.88	11.88	13.54	--
经营活动净现金流（亿元）	2.87	7.74	7.33	0.75
营业毛利率(%)	31.70	42.19	42.21	37.70
总资产收益率(%)	2.55	3.55	4.22	--
资产负债率(%)	69.21	69.24	69.67	72.90
总资本化比率(%)	63.94	63.60	64.21	68.89
总债务/EBITDA(X)	10.54	8.10	7.45	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.17	2.80	2.54	--

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **外部发展环境良好。**国家医药卫生体制改革推进，政府投入增加，使得医药市场及下游需求总量扩容，且国家逐步提高医药行业准入标准，扶持大型药企发展，为公司创造了良好的外部环境。

■ **继续保持完整的产业链，加快推进产品结构调整。**依托从发酵青霉素原料到半合成原料药再到制剂的完整产品链，2019 年以来公司加快推进产品结构调整，着重发展制剂药和生物药等，2019 年形成过亿制剂产品 13 个，过 10 亿制剂产品 2 个。

■ **收入和盈利能力稳中有升，获现水平保持稳定。**产品结构调整初见成效，2019 年营业总收入和净利润稳中有升。且受益于 2019 年公司沿用销售管控模式，回款情况良好，经营获现水平

同行业比较

公司名称	2019		2020.3	
	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	资产总额（亿元）	资产负债率(%)
东北制药	82.20	1.70	140.53	71.36
鲁抗医药	37.33	1.29	73.29	56.63
华北制药	108.81	1.48	209.71	72.90

注：“东北制药”为“东北制药集团股份有限公司”简称；“鲁抗医药”为“山东鲁抗医药股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	存续期
17 华药债	AA	AA	2.10	2017/07/28~2021/07/28
17 华药 02	AA	AA	2.90	2017/09/25~2021/09/25

保持稳定。

关注

■ **行业波动风险。**由于公司主要生产品种为抗生素系列，而国家近年陆续出台限抗政策对其加以控制，抗生素行业的发展受到一定影响。同时，受外部医药大环境及基药招标影响，医药产品价格持续走低，而生产原材料、能源、动力、人工成本费以及环保治理投入的不断加大，进一步压缩了企业的利润空间。

■ **期间费用管控能力有待加强，经营性业务盈利能力仍偏弱。**2019 年，受制于销售费用的增加和政府补助的减少，公司经营性业务盈利能力仍有待提升。

■ **债务负担重，短期偿债压力增加，债务期限结构有待优化。**公司债务规模不断增加，且 2020 年 3 月末短期债务占比达 73.44%，仍面临较大的短期偿债压力，债务期限结构有待进一步优化。

■ **重组和增发事项尚存不确定性。**公司计划发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金，若顺利完成，有利于拓展业务范围，保证资产完整性和独立性，优化公司资本结构，改善财务状况。不过上述事项尚需有关方核准，仍存在一定不确定性，中诚信国际将持续关注进展情况。

评级展望

中诚信国际认为，华北制药股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，产品结构大幅优化且竞争力显著提升，经营性业务盈利大幅增长并具有可持续性，偿债能力显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**医药政策限制或控制公司产品生产和销售等情况大幅侵蚀利润水平，财务杠杆大幅攀升，流动性恶化，资本实力大幅削弱或其他导致信用水平显著下降的因素。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

华北制药股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（债券简称为“17 华药债”，债券代码 143217）和华北制药股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）（债券简称为“17 华药 02”，债券代码 143313）发行规模分别为 2.10 亿元和 2.90 亿元，募集资金用途为偿还银行借款，调整债务结构等。截至 2019 年 12 月 31 日，上述债券募集资金使用情况与《募集说明书》承诺的用途、使用计划一致。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进

展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势

均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

医药行业运行态势整体良好，占比较高的化学制剂药收入和利润增幅更快；近年来各项医改政策及实施细则密集出台，有利于提升行业规范化程度，并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境

随着经济增长和人口老龄化的加快，我国医药行业持续发展，根据国家统计局的数据显示，2019 年前三季度医药工业整体经济平稳运行，全国医药工业企业实现营业收入 19,734.7 亿元，同比增长 8.4%；实现利润总额 2,628.1 亿元，同比增长 10.8%。

表 1：2019 年前三季度全国医药工业收入构成情况
(亿元、%)

行业名称	营业收入	同比增长	利润总额	同比增长
化学药品原料药制造	2,768.7	5.5	325.1	8.7
化学药品制剂制造	6,918.7	11.8	950.4	14.4
中药饮片加工	1,419.0	-1.8	122.1	-20.3
中成药生产	3,377.1	7.9	431.4	4.7
生物药品制造	1,835.1	10.3	376.1	20.8
卫生材料及医药用品制造	1,309.7	8.9	135.9	16.4
制药专用设备制造	118.1	10.2	2.4	205.6
医疗仪器设备及器械制造	1,988.3	7.6	284.9	14.8
合计	19,734.7	8.4	2,628.1	10.8

注：因采用四舍五入的取数原则，合计数可能存在尾差。

资料来源：公开数据整理

具体来看，化学制剂药在医药工业收入占比较高，市场规模持续增长，2019 年前三季度营业收入 6,918.7 亿元，同比增长 11.8%；实现利润总额 950.4 亿元，同比增长 14.4%，增速快于医药工业整体增速。但目前我国 95% 以上的药企以仿制药生产为主，未来研发能力突出、营销能力强、产品稳定性好的品牌企业将在行业变革中表现出更强的竞争优势。

2019 年以来随着“4+7”扩面、新版医保目录、重点药品监控、新版药品管理法以及药品优先审批政策等一系列重磅政策法规的发布，通过医保、医药和医疗的联动，医药行业改革进一步推进与深化。2019 年新医保目录调整及药品集采落地和扩面等，使得药品费用显著降低；同时，一致性评价范围扩大等政策，有助于整体提升仿制药品品质，加速原研药替代。预计未来行业将向鼓励研发创新并向治疗性品种倾斜的方向发展。随着医药行业调控力度的不断加强，行业规范化程度或将进一步提高，为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。

表 2：2019 年以来医改重要政策一览

发布时间	部门	政策名称	政策概述	对行业影响
2019年1月	国务院	《关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	进行带量采购，量价挂钩，以量换价，形成药品集中采购价格。通过招标、议价、谈判等不同形式确定集中采购品种。	药价明显降低，降低企业交易成本，引导医疗机构规范用药，探索完善药品集中采购机制和以市场为主导的药价形成机制。
2019年7月	国家卫健委	《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生	制定省级和各医疗机构目录；制定省级和各医疗机构目录；加强目录外药品的处方管理。	辅助用药将受到极大限制，目录内药品将被严格管理。

		物制品)的通知》		
2019年9月	国家医保局	《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》	在全国范围内推广国家组织药品集中采购和使用试点集中带量采购模式。	使全国符合条件的医疗机构能够提供质优价廉的试点药品,进一步降低群众用药负担。
2019年10月	国家卫健委等	《第一批鼓励仿制药目录》	纳入目录的品种有33个,包括多种抗癌药、帕金森药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等,属于国内专利到期和即将到期、尚没有提出注册申请,或临床供应短缺(竞争不充分)以及企业主动申报的药品。	有利于促进仿制药研发。提高药品供应保障能力。
2019年10月	国家药监局	《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求(征求意见稿)》	对参比制剂、处方工艺技术、原辅包质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、规格注射剂、药品说明书、药品标准、无开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求。	有助于提升注射剂仿制药的质量水平,促进产业升级和结构调整。
2019年11月	国家发改委	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	在医药领域,鼓励类8项,包括儿童药、短缺药的开发和生产,重大疾病防治疫苗、抗体药物、基因治疗药物、细胞治疗药物、重组蛋白质药物、核酸药物,数字化医学影像设备、人工智能辅助医疗设备、高端放射治疗设备等;限制类6项,包括新建紫杉醇(配套红豆杉种植除外)、植物提取法黄连素(配套黄连种植除外)生产装置等。淘汰类13项,包括铅锡软膏管、单层聚烯烃软膏管(肛肠、腔道给药除外)等。	推动制造业高质量发展,引导产业升级转型。
2019年11月	国家医保局、人力资源社会保障部	《关于将2019年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》	2019年《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》共收录药品2,709个,与2017年版相比,调入药品218个,调出药品154个,净增64个。	医保目录药品结构明显优化,保障能力显著提升;药品费用显著降低;突出鼓励创新的导向。
2019年12月	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《全国药品集中采购文件》	第二批国家组织药品集中采购和使用工作正式启动,此次参与带量采购的共有33个药品品种,50个品规,将于2020年1月17日在上海开标。	今年9月起,中标药品从11个试点城市向全国扩容,25个中标药品在原来的降价基础上平均再降25%。

资料来源:公开资料整理

疫情期间,随着疫情防控和治疗工作的持续进行,相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求增加,国家和金融机构出台一系列政策和措施为医药企业提供良好的行业发展环境和融资环境,此次疫情对医药行业的信用水平和未来发展起到一定正面影响

2020年初新型冠状病毒疫情的爆发直接带动医药和医疗用品相关产业的需求与生产。疫情具有短期冲击大的特点,预计其对我国医药工业和医药流通行业2020年第一季度的销售规模数据影响较大,后期随着疫情控制对医药行业的影响减弱。随着疫情防控和治疗工作的持续进行,相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求量亦随之增加,医药和医疗用品相关行业已提前复工保证生产。针对国内医疗物资需求大且紧缺,我国不断加大医疗物资全球采购;同时,叠加消费者恐慌性抢购推升零售及网上药店的相关防控物资的消费量,受上述因素

影响,预计疫情相关产品的医药工业和医药流通市场规模或将增长,不过疫情期间,交通运输受阻、医院普通门诊量和住院人数下降等因素,对医药工业和医药流通市场形成一定冲击。

自疫情爆发以来,国家和金融机构紧急出台了一系列政策和措施:为新型冠状病毒疫情防治工作、患者救治工作以及相关经费问题提供了良好的保障;针对加快医疗器械审批速度,国家药监局发布了《关于印发医疗器械应急审批程序的通知》,有利于医疗器械产品快速上市抗击疫情;各金融机构信贷政策亦向医药企业倾斜,积极支持医药企业开发、生产和销售疫情防控所需品,对抗击疫情的相关医药企业开辟绿色通道、加大信贷支持、降低融资成本以及提供保险保障等。

2019年以来,公司加快推进产品结构调整,聚焦重点制剂产品,积极拓展新治疗领域,医药工业主业实现平稳经营,未来在建项目投资规模不大

作为在抗生素领域具有传统优势企业，公司拥有从发酵青霉素原料到半合成原料药再到制剂的完整产品链，且产品丰富，涉及 700 多个品规，共计 215 个品种（357 个品规）纳入 2019 版医保目录。目前，公司整体搬迁工作基本结束，能够实现生产平稳运行，随着生物技术药物产业化基地、华北制药金坦生物技术股份有限公司（以下简称“金坦公司”）生物产品扩产项目主体工程建设的完成，顺利投产后将进一步提升公司生产能力。截至 2020 年 3 月末，公司累计获得 41 张新版 GMP 认证，包括 77 条无菌药品生产线和 46 条非无菌药品生产线。

2019 年以来，公司加快推进产品结构调整，完善营销管控体系，持续加大制剂产品的市场开拓力度，化学制剂药和生物制剂收入进一步提升，其中乙肝疫苗收入首次突破 10 亿元带动生物药同比增长 46.91%；同时，通过实施创效“大产品战略”，公司 7 个重点产品销售收入同比增长 27%。2019 年全年收入过亿制剂品种为 13 个，其中过 10 亿元品种 2 个（注射用阿莫西林钠克拉维酸钾和重组乙肝疫苗），过 5 亿元品种 4 个。上述因素亦使得公司营业总收入保持良好增长态势。

此外，2020 年 1 月，公司阿莫西林胶囊（250mg、500mg）和头孢氨苄胶囊（250mg）参与全国药品集中采购中标¹，有利于未来扩大相关产品的销售，提高市场占有率。

表 3：2019 年公司销售额过亿产品情况

销售额	产品	主要治疗领域
超过 10 亿元	注射用阿莫西林钠克拉维	抗感染类
	重组乙肝疫苗	防疫类
超过 5 亿元	注射用头孢噻肟钠	抗感染类
	苯磺酸左旋氨氯地平片	心脑血管
超过 1 亿元	注射用哌拉西林钠他唑巴	抗感染类
	注射用奥美拉唑钠	其他
	EPO 折合 3000IU	神经、血液系统用药
	环孢素软胶囊	肾病及免疫调节剂

¹ 其中阿莫西林胶囊（0.25g*40 粒）中选价格 2.66 元/盒，供应省份为河北、山西、吉林、安徽、江西；头孢氨苄胶囊（0.25g*60 粒）中选

阿莫西林胶囊	抗感染类
注射用青霉素钠	抗感染类
注射用盐酸去甲万古霉素	抗感染类
注射用脂溶性维生素 II	维生素及健康
注射用头孢呋辛钠	抗感染类

资料来源：公司提供

具体来看，抗感染类仍是公司最主要的治疗领域，同时积极向肾病及免疫调节类、心脑血管类等新治疗领域拓展，其中，2019 年受益于乙肝疫苗较好的销售情况，防疫类产品收入占比提升。

表 4：近年来公司分板块收入和按治疗领域分类收入情况（亿元）

板块	2017	2018	2019	2020.1~3
化学制剂药	38.23	53.78	59.09	11.39
化学原料药	17.67	17.81	23.29	5.32
医药中间体	1.19	2.28	2.03	0.29
生物制剂	6.52	9.38	13.78	2.42
其他性状	2.17	1.11	1.21	0.45
医药及其他物流贸易	10.59	6.94	8.83	2.17
其他收入	0.73	0.83	0.57	0.06
营业总收入	77.09	92.14	108.81	22.10
治疗领域	2017	2018	2019	2020.1~3
抗感染类	46.50	56.42	65.38	13.14
肾病及免疫调节类	2.65	3.49	4.32	1.03
心脑血管类	1.30	3.39	4.01	1.06
维生素及健康消费品	2.59	4.40	3.64	0.96
神经、血液系统用药	1.53	1.73	1.95	0.32
医药中间体	1.19	2.28	2.03	0.29
防疫类	4.93	7.06	11.11	1.73
其他	5.09	5.58	6.97	1.35

注：以上产品数据为四舍五入，尾数加总和合计数有差异。

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2020 年 3 月末生物发酵基地项目累计投资 2.53 亿元，剩余计划投资 2.43 亿元，项目建成后公司将新增 1 万吨/年维生素 C 产能。公司拟建项目包括华胜公司发酵基地、华北制药生物发酵基地二期等项目，计划投资总额为 17.00 亿元，未来对拟建项目的推进或将推高公司债务规模。

中诚信国际关注到，国家出台的抗生素限用政策及环保等因素，仍对公司所在抗生素行业发展有

价格为 5.11 元/盒，供应省份为全国。

所影响。此外，2020年一季度，受新冠肺炎疫情影响，国内物流运输不畅，且各医疗机构、疾控中心正常运行受限，亦使得公司乙肝疫苗等产品市场需求有所下降，营业总收入同比下滑。不过考虑当前我国疫情基本得到控制，复工复产正在逐步接近或达到正常水平，公司业绩经营亦将不断恢复。

公司仿制药一致性评价工作和重点在研新药产品进展顺利

2019年，公司研发投入3.66亿元，占营业总收入比重为3.37%。截至2020年3月末，公司累计申请专利549件，授权专利377件，其中发明专利279件。公司是首批国家认定企业技术中心，拥有微生物药物国家工程研究中心和抗体药物研制国家重点实验室等。

2019年以来，公司加快仿制药一致性评价，截至2020年3月末共计6个品种、8个品规通过一致性评价。同时，积极推进多个口服制剂、注射剂品种一致性评价工作。

表 5：截至 2020 年 3 月末公司产品通过一致性评价情况

产品	规格	通过时间	通过情况
阿莫西林胶囊	0.5g、0.25g	2020/01	第三家（0.5g） 第十家（0.25g）
盐酸二甲双胍片	0.5g	2020/01	第二家（0.5g）
布洛芬缓释胶囊	0.3g	2019/12	第三家（0.3g）
头孢呋辛酯片	0.125g	2019/12	第四家（0.125g）
头孢氨苄胶囊	0.25g	2019/11	第五家（0.25g）
环孢素软胶囊	25mg、50mg	2019/11	第二家

资料来源：公司提供

在研项目方面，公司自主研发的一类新药重组人源抗狂犬病毒单抗注射液（200IU/瓶，500IU/瓶）完成 III 期临床试验并取得 III 期临床试验报告。**中诚信国际认为**，作为国内独家产品的基因重组抗狂犬抗体，若顺利申报并按计划获批上市后，有利于提升公司经营业绩和盈利水平。此外，公司其他主要在研产品包括多个一、二类生物制品和化药，为新产品储备和向生物制剂转型奠定了基础，不过在研项目多处于研发临床早期试验或准备临床试验，尚具较大不确定性，且仍需一定研发投入。

表 6：公司主要研发项目情况

	注册分类	基本信息	研发所处阶段
基因重组抗狂犬病毒抗体的研发	生物制品 1 类	用于狂犬病暴露后预防，人狂犬病免疫球蛋白的升级替代产品	完成 III 期临床试验研究；
重组抗人血管内皮生长因子单克隆抗体注射液	生物制品 2 类	CHO 表达的重组抗 VEGF 单克隆抗体	完成临床前药理学研究和动物药理学研究，正在注册报批
重组人源抗人肿瘤坏死因子 (TNF- α) 单克隆抗体注射液	生物制品 2 类	类风湿性关节炎和强直性脊柱炎，是重组人源抗 TNF- α 单抗	已完成临床样品的制备，并获得伦理批件，已进行国家临床试验登记，准备临床试验
FDMS 原料及制剂的研究开发	原化药 3.1+3.1 类	非达霉素片由美国 Optimer 公司研制开发，于 2011 年 5 月在美国获得了上市批准，商品名：Dificid，用于治疗艰难梭菌感染。上市剂型为片剂，规格为每片含非达霉素 200mg	完成了工艺优化、验证和临床样品制备，进行了原料和制剂的稳定性研究。正在准备临床试验
达托霉素原料及制剂	化药 6 类	达托霉素(Daptomycin)是由 Cubist 制药公司开发的环脂肽类抗生素。达托霉素化合物专利保护已于 2004 年 9 月到期，制剂专利及给药方法专利分别在 2010 年 3 月及 2011 年 9 月到期	已申请现场核查，目前准备现考中
LCZ-696	化药 4 类	该产品为诺华公司研发，2015 年获美国 FDA 和欧盟批准上市，用于治疗伴有射血分数降低 (HFrEF) 的心衰治疗，作为首个脑啡肽酶和血管紧张素受体双重抑制剂，LCZ696 为近 10 年中获批用于慢性心力衰竭的首个新药	完成原料药及制剂的中试验证；在国家局网站进行 BE 备案。正在进行 BE 试验
基因重组人血白蛋白	生物制品 11 类	人血白蛋白升级替代产品。现有人血白蛋白从人血中提取，存在病毒污染等风险，本产品纯度更高，无病毒污染风险	辅料用途：正在进行与疫苗结合的临床试验；药用：临床前研究

资料来源：公司提供

规划进行的重组和增发事项，有利于拓展公司业务范围，保证资产完整性和业务独立性，优化公司资本结构，改善财务状况；但上述事项仍需有关方核准，进展情况需持续关注

2020年5月，公司公告拟向华北制药集团有限责任公司（以下简称“华药集团”）发行股份及支付现金购买华药集团持有的华北制药集团爱诺有限公司（以下简称“爱诺公司”）51%股权（截至预案签署日，公司持有爱诺公司49%股权）、华北制药集团动物保健品有限责任公司（以下简称“动保公司”）100%股权及华药集团持有的华北牌系列商标资产，此次交易标的资产预估值区间为8.50亿元~10.50亿元，其中华药集团持有的爱诺公司51%股权与动保公司100%股权全部通过发行股份支付对价，华药集团持有的华北牌系列商标资产通过发行股份支付对价比例不低于50%，其余部分以现金方式支付，具体比例将由交易双方在补充协议中予以协商确定。此外，拟向不超过35名（含35名）特定投资者非公开发行股份（不超过489,241,418股）募集配套资金，募集资金拟用于支付此次交易的现金对价、相关交易税费以及中介机构费用、补充公司和爱诺公司、动保公司流动资金、偿还债务等。

此次重组事项完成后，公司的主营业务范围将拓展至人用药、农药和兽药，产品结构将进一步丰富。同时，华北牌系列商标注入后，能够解决华北牌系列商标使用权和所有权的分离问题，有利于进一步减少因华药集团收取商标许可使用费产生的关联交易，增强公司业务独立性和资产完整性，发挥品牌价值。此外，增发及募集配套资金完成后有助于优化资本结构，增强资本实力。截至目前，上述交易正式方案仍需取得公司董事会、国有资产监督管理部门或其授权机构、公司股东大会、中国证监会等审议通过或核准，尚存在不确定性，中诚信国际将持续关注进展情况。

表7：2019年爱诺公司和动保公司财务指标（亿元）

	总资产	净资产	营业收入	净利润	经营活动净现金流
爱诺公司	3.76	1.94	4.24	0.25	0.19

动保公司	1.31	0.50	1.91	0.07	0.12
------	------	------	------	------	------

注：上述财务数据未经审计。

资料来源：公司提供

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017~2019年度审计报告和未经审计的2020年一季报，2017~2019年财务数据均为审计报告期末数。中诚信国际分析时公司计入“其他流动负债”中的短期融资券及超短期融资券调整至短期债务，将计入“长期应付款”中的应付融资租赁款调整至长期债务。

2019年，公司营业毛利率同比基本持平；同时销售和财务费用的增加使得经营性业务盈利能力仍然偏弱，利润对政府补助呈现一定的依赖性

通过延续突出制药主业，产品结构向抗感染领域高端产品、新治疗领域制剂产品等调整的思路，2019年，公司营业毛利率与上年同期基本持平。2020年一季度，受新冠疫情等影响，营业毛利率同比有所下降。

表8：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

	2017	2018	2019	2020.1~3
化学制剂药	42.98	53.66	54.17	52.81
化学原料药	9.98	5.81	6.33	2.28
医药中间体	-4.13	-2.04	-7.58	-5.38
生物制剂	85.58	87.32	87.27	86.34
医药及其他物流贸易	0.90	0.75	0.97	0.65
营业毛利率	31.70	42.19	42.21	37.70

资料来源：公司提供

受公司加强终端销售等策略调整影响，2019年销售费用进一步增加；加之当年融资总额和融资成本上升，期间费用和期间费用率仍较高，费用控制能力有待提升。

受费用增长和其他收益中相关政府补助减少影响，2019年经营性业务利润略有下降，但仍为利润总额的主要组成部分；且当年对联营企业的投资收益增加和库存商品销售后相应存货跌价准备转销，全年利润总额同比增长19.42%，总资产收益率

进一步提高。2020年一季度，受益于收到政府稳岗返还补贴0.76亿元，经营性业务利润和利润总额同比增加。**中诚信国际认为**，公司经营性业务盈利能力仍然较弱，利润对政府补助呈现一定的依赖性，需关注政府补助的持续性。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
销售费用	13.71	26.39	31.99	5.79
财务费用	3.79	4.32	5.21	1.25
管理费用	4.69	5.65	5.50	1.15
期间费用合计	22.18	36.36	42.70	8.19
期间费用率	28.78	39.46	39.24	37.08
其他收益	0.40	1.36	0.40	0.82
经营性业务利润	1.51	2.48	2.29	0.64
利润总额	0.60	1.98	2.37	0.70
EBITDA 利润率	11.52	12.90	12.44	--
总资产收益率	2.55	3.55	4.22	--

注：公司其他收益主要为涉及科研创新项目、环保项目和援企稳岗等收到的政府补助。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总资产和所有者权益稳步增长；但总债务增长较快，财务杠杆呈上升态势，且债务结构有待优化；定增完成后有助于改善其资本结构

2019年以来公司业务稳步推进，资产规模进一步扩大，流动资产和非流动资产相当。2020年以来，公司加大融资规模，3月末货币资金的大幅增加带动总资产的增加；以库存商品、原材料和在产品为主的存货保持在较高水平。此外，以搬迁停工损失和土地收储保证金等为主的其他应收款亦保持在一定规模，待政府返还土地出让收益对公司予以补偿后，有助于改善其资产流动性，优化资本结构。目前公司亦积极推进搬迁土地腾退并持续跟进后续相关工作，但其收到土地收益补偿的具体金额和时间受城市规划、市场变动等因素影响，尚存在不确定性，中诚信国际将对此保持关注。非流动资产主要为固定资产，2020年3月末略有下降。

公司负债主要以有息债务和应付账款构成，由于新增长期借款和融资租赁借款，2019年末债务结构有所改善。**中诚信国际关注到**，2020年一季度在较为宽松的融资环境下，公司低成本短期借款大幅

增加，加之发行疫情防控相关的超短期融资券，推升有息债务和总负债规模，亦使得公司面临一定的短期偿债压力。此外，随着业务规模的扩大，以应付材料款和工程款的应付账款保持在一定水平。

受益于利润积累，所有者权益稳步增长，但由于有息债务的增加，资产负债率和总资本化比率大幅上升，在医药制造行业处于较高水平。增发完成后有助于改善资本结构，中诚信国际对此保持关注。

表 10：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	11.47	12.50	12.23	33.64
其他应收款	22.31	24.20	24.94	25.49
存货	17.31	20.74	21.09	21.74
固定资产	78.83	78.39	79.20	77.89
短期债务	62.74	79.74	73.08	92.41
总债务	93.63	96.30	100.88	125.84
短期债务/总债务	67.00	82.81	72.44	73.44
总负债	118.71	124.05	129.17	152.89
所有者权益	52.81	55.12	56.24	56.83
资产负债率	69.21	69.24	69.67	72.90
总资本化比率	63.94	63.60	64.21	68.89

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年公司保持较稳定的经营获现水平；债务规模和融资成本增加，部分偿债指标仍有待提升

2019年公司经营回款情况良好，经营活动获现水平同比基本持平；对新药研发、赵县生物合成基地、内蒙古开鲁项目等投资，2019年以来投资活动现金流仍保持净流出态势。2020年一季度公司为置换高成本借款，调整债务结构，新增长短期借款和发行债务融资工具，当期筹资活动现金流呈大幅净流入状态。

受益于平稳的业务运营，公司部分偿债指标有所好转。不过利息支出随融资规模和成本的增加而增加，使得经营活动净现金流和 EBITDA 对利息支出的保障能力均下降；且货币等价物对短期债务的覆盖程度仍较弱，公司面临一定的债务压力。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	2.87	7.74	7.33	0.75

投资活动净现金流	-5.81	-4.69	-5.61	-1.36
筹资活动净现金流	0.51	-2.07	-1.42	23.78
经营活动净现金流/总债务	0.03	0.08	0.08	0.03*
经营活动净现金流/利息支出	-0.01	0.03	0.01	--
总债务/EBITDA	10.54	8.10	7.45	--
EBITDA 利息保障倍数	2.17	2.80	2.54	--
货币等价物/短期债务	0.21	0.17	0.19	0.38

注：带*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信能够对整体偿债能力提供支持，或有事项对公司产生影响的可能性较小

对外担保方面，截至 2020 年 3 月末，公司为石家庄焦化集团有限责任公司（以下简称“焦化集团”）担保 9,000 万元，该借款已逾期，2010 年公司收到中国工商银行股份有限公司石家庄和平支行（以下简称“工行和平支行”）诉焦化集团案判决书，工行和平支行采取了诉中保全措施，焦化集团价值约 8 亿元土地已被查封。焦化集团查封土地及其他资产高于全部债务价值，以上担保对公司不会产生实质性影响。工行和平支行于 2014 年 12 月 26 日将相应债权及担保权利整体转让给中国华融资产管理股份有限公司河北省分行（以下简称“华融公司”）和河北国傲投资有限公司（以下简称“国傲公司”）。华融公司和国傲公司受让标的债权后又与石家庄宝德投资集团有限公司（以下简称“宝德集团”）签订了编号为河北 Y03140065-2 号、债转 20150123 号债权转让协议，将标的债权及担保权利转让给宝德集团，宝德集团已成为上述债权的合法权利人。宝德集团为石家庄市国资委全资子公司，亦为焦化集团控股股东，根据石家庄市国资委的要求，宝德集团申请中止执行该方案，河北省高级人民法院已裁定中止执行。焦化集团查封土地及其他资产高于全部债务价值，公司的连带保证责任在焦化集团有能力履行其全部债务且焦化集团的债权人变更为其最大股东宝德集团的情况下，风险较小，对公司利润产生影响的可能性较小。

备用流动性方面，截至 2020 年 3 月末，公司拥有银行授信总额 164.90 亿元，其中未使用的授信额度为 55.88 亿元。同时，作为上市公司，公司股

权融资渠道畅通。

根据公告，公司下属子公司河北维尔康制药有限公司在美国涉及反垄断集团诉讼案，2013 年 11 月 27 日，美国纽约东区联邦法院对维生素 C 反垄断案一审作出判决，判定全体被告（东北制药、江苏江山药业有限公司、维尔康、维生药业有限公司、石家庄制药（美国）有限公司和中国制药集团等企业及关联企业）连带承担 1.478 亿美元赔偿。经二审、再审后，2018 年 6 月 14 日，美国联邦最高法院作出再审裁决，将案件发回二审法院重新审理后，目前案件尚在审理中，诉讼结果具有不确定性。中诚信国际将持续关注案件进展情况。

截至 2020 年 3 月末，公司无股权质押情况。

过往债务履约情况：根据公司提供的相关资料，2017~2020 年 4 月 8 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

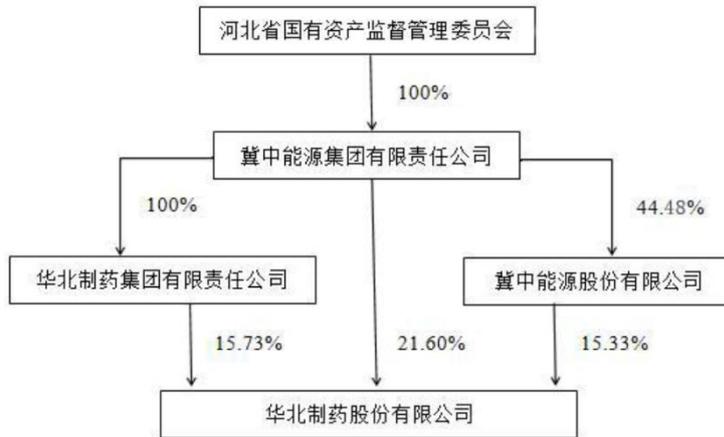
控股股东系多产业综合发展的省属大型国有企业，实力较强，公司作为其规划发展的医药健康业务经营主体，对控股股东收入和利润有重要补充，控股股东对公司支持意愿较强

公司控股股东冀中能源集团有限责任公司是一家以煤炭为主业，制药、现代物流、化工、电力、装备制造等多产业综合发展的省属大型国有企业，2019 年位居世界 500 强第 347 位，中国企业 500 强第 86 位，中国煤炭企业 50 强第 5 位，综合实力较强，对公司支持能力较强。作为控股股东医药制造经营主体，公司对冀中能源营业收入和利润形成重要补充。此外，计划实施的购买爱诺公司、动保公司和华北牌系列商标等事项，亦是在冀中能源的支持和协调下进行，凸显了控股股东度公司较强的支持意愿。

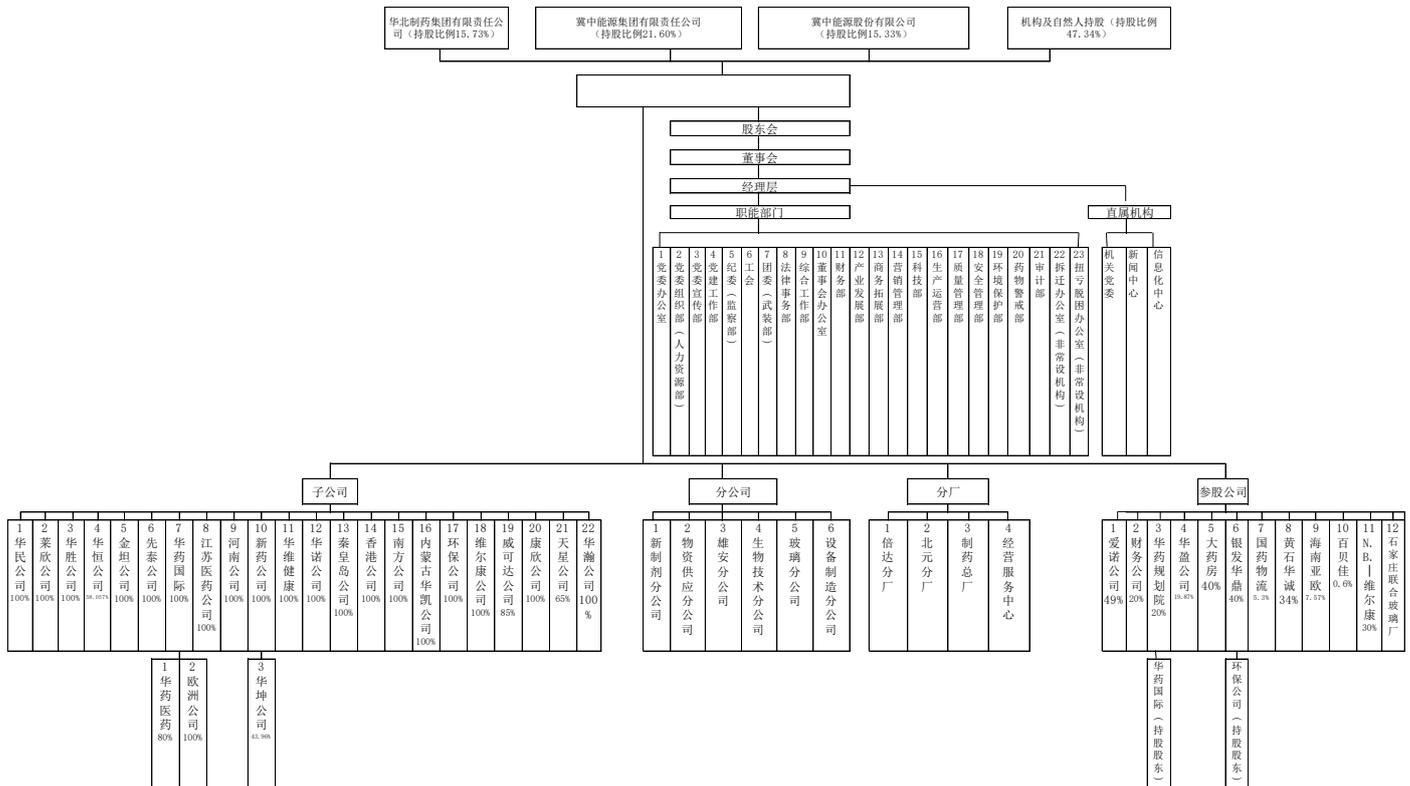
评级结论

综上所述，中诚信国际维持华北制药股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“17 华药债”和“17 华药 02”的债项信用等级为 **AA**。

附一：华北制药股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



华北制药股份有限公司组织结构图



资料来源：公司提供

附二：华北制药股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	114,683.92	124,954.64	122,287.33	336,379.22
应收账款净额	123,833.36	120,002.52	148,005.72	155,815.69
其他应收款	223,070.19	242,035.04	249,357.19	254,924.75
存货净额	173,138.71	207,367.61	210,930.74	217,417.41
长期投资	67,091.92	67,726.08	70,572.32	71,834.69
固定资产	788,287.25	783,858.72	792,023.94	778,893.38
在建工程	61,421.00	65,416.72	43,631.64	49,818.36
无形资产	33,640.16	37,598.24	46,926.88	48,953.23
总资产	1,715,150.02	1,791,681.74	1,854,119.13	2,097,144.02
其他应付款	32,360.30	31,166.74	39,876.81	35,763.99
短期债务	627,361.41	797,440.71	730,829.12	924,136.43
长期债务	308,986.78	165,521.02	278,002.38	334,238.04
总债务	936,348.19	962,961.73	1,008,831.49	1,258,374.47
净债务	821,664.26	838,007.09	886,544.17	921,995.25
总负债	1,187,092.70	1,240,478.37	1,291,713.74	1,528,865.70
费用化利息支出	36,839.18	42,412.85	53,289.10	--
资本化利息支出	4,147.60	0.00	0.00	--
所有者权益合计	528,057.32	551,203.37	562,405.39	568,278.32
营业总收入	770,912.19	921,377.53	1,088,076.78	221,007.87
经营性业务利润	15,134.20	24,845.19	22,875.28	6,393.05
投资收益	3,753.70	4,031.77	4,648.31	1,246.31
净利润	1,443.81	14,581.67	14,790.11	5,758.71
EBIT	42,794.35	62,251.23	76,979.33	--
EBITDA	88,823.11	118,836.89	135,352.03	--
经营活动产生现金流量	28,725.04	77,432.57	73,296.65	7,467.33
投资活动产生现金流量	-58,075.30	-46,898.30	-56,057.99	-13,610.51
筹资活动产生现金流量	5,073.27	-20,708.08	-14,194.01	237,805.08
资本支出	39,969.15	50,663.85	64,596.92	13,610.51
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	31.70	42.19	42.21	37.70
期间费用率(%)	28.78	39.46	39.24	37.08
EBITDA 利润率(%)	11.52	12.90	12.44	--
总资产收益率(%)	2.55	3.55	4.22	--
净资产收益率(%)	0.27	2.70	2.66	4.07
流动比率(X)	0.78	0.69	0.77	0.86
速动比率(X)	0.58	0.49	0.56	0.68
存货周转率(X)	3.26	2.80	3.01	2.57*
应收账款周转率(X)	6.06	7.56	8.12	5.82*
资产负债率(%)	69.21	69.24	69.67	72.90
总资本化比率(%)	63.94	63.60	64.21	68.89
短期债务/总债务(%)	67.00	82.81	72.44	73.44
经营活动净现金流/总债务(X)	0.03	0.08	0.07	0.02*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.05	0.10	0.10	0.03*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.70	1.83	1.38	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-1.30	2.64	1.24	--
总债务/EBITDA(X)	10.54	8.10	7.45	--
EBITDA/短期债务(X)	0.14	0.15	0.19	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.17	2.80	2.54	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.04	1.47	1.44	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入“其他流动负债”中的短期融资券及超短期融资券调整至短期债务，将计入“长期应付款”中的应付融资租赁款调整至长期债务；3、将研发费用计入管理费用，将信用减值损失计入资产减值损失；4、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。