



# 信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪110号

## 国药控股股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“2012年国药控股股份有限公司（第一期）公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，维持本期债券的信用等级为AAA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一四年五月十六日

## 2012 年国药控股股份有限公司公司债券（第一期）跟踪评级报告（2014）

发行主体	国药控股股份有限公司		
担保主体	国药产业投资有限公司		
担保方式	无条件不可撤销的连带责任担保		
发行规模	人民币 40 亿元		
存续期限	2013/3/13-2018/3/13		
上次评级时间	2012/9/4		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

### 概况数据

国药控股	2011	2012	2013	2014.Q1
所有者权益（亿元）	205.56	229.27	288.22	298.28
总资产（亿元）	674.95	797.05	1053.04	1099.86
总债务（亿元）	206.89	243.80	354.74	372.44
营业总收入（亿元）	1022.25	1357.87	1668.66	457.95
营业毛利率（%）	8.28	8.19	8.13	8.30
EBITDA（亿元）	44.43	59.17	70.59	-
所有者权益收益率（%）	11.75	13.45	12.43	14.63
资产负债率（%）	69.54	71.24	72.63	72.88
总债务/EBITDA (X)	4.66	4.12	5.03	-
EBITDA 利息倍数 (X)	5.25	4.49	4.08	-

国药产投	2011	2012	2013
所有者权益（亿元）	207.59	231.35	289.33
总资产（亿元）	676.98	809.86	1054.14
总债务（亿元）	206.89	244.97	354.74
营业总收入（亿元）	1022.25	1365.02	1668.66
营业毛利率（%）	8.28	8.18	8.13
EBITDA（亿元）	44.44	59.27	70.60
所有者权益收益率（%）	11.62	13.36	12.37
资产负债率（%）	69.34	71.43	72.55
总债务/EBITDA (X)	4.66	4.13	5.02
EBITDA 利息倍数 (X)	5.22	4.50	4.08

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

### 基本观点

国药控股股份有限公司（以下简称“国药控股”或“公司”）作为国内最大的药品及保健品分销商，2013 年其继续完善分销网络，持续加强物流配送能力，不断巩固其市场地位，业务规模持续扩大，全年营业收入及净利润实现稳步增长。同时中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司较为复杂的组织结构与管理体系对管理提出的挑战、业务规模持续扩张带来的负债水平上行压力等因素对公司盈利水平和财务结构稳定性的影响，进而可能对公司信用水平造成影响。

综上，中诚信证评维持国药控股主体信用等级 AAA，评级展望稳定；维持“2012 年国药控股股份有限公司公司债券（第一期）”信用等级 AAA。该债项级别同时考虑了国药产业投资有限公司提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

### 正 面

- 良好的行业长期发展趋势。受医保基金增速放缓、控费、药品降价等因素影响，2013 年医药行业增速放缓，但长期来看，随着中国医疗体系改革的推进，加上人口老龄化、城镇化等内生因素的驱动，未来医药行业的刚性需求将持续上升，行业发展前景较好，为公司业务发展奠定良好的外部环境。
- 全国性的分销网络布局。公司持续完善国内医药销售网络，进一步巩固全国医药流通市场龙头地位，2013 年公司下属分销网络已扩张至中国 31 个省、直辖市及自治区，形成总数达 51 个分销中心（二级分销公司）的庞大网络。
- 不断增强的盈利能力。2013 年公司在内生性增长和外延式扩张的带动下，业务规模持续扩大，全年实现收入 1,668.66 亿元，同比上升 22.89%，并且稳定的毛利水平和良好

## 分析师

张逸楠 ynzhang@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014年5月16日

的费用控制能力使得公司综合盈利能力不断增强。

- 行业龙头地位稳固。国药控股于 2011 年率先成为商务部提出的“千亿”销售目标的医药流通企业，同时自 2005 年以来，在中国医药商业年度销售排名中，公司连续数年位居榜首，行业龙头地位稳固。

## 关注

- 复杂的组织结构与管理体系对公司管理提出挑战。近年来外延式扩张的发展策略使得公司的组织架构和管理体系进一步复杂化。截至 2013 年 12 月 31 日，公司纳入合并范围的子公司达到了 337 家，由于子公司分布地域广泛，使得公司在统一经营管理和财务控制等方面操作难度有所加大。
- 负债水平上行压力较大。由于公司上下游结算周期不能完全匹配，业务规模快速扩张的同时，公司负债率亦保持了上升趋势，2013 年公司资产负债率和总资本化率达 72.63% 和 55.17%。未来随着公司业务规模继续增长，负债水平面临较大的上行压力。

## 募集资金专项说明

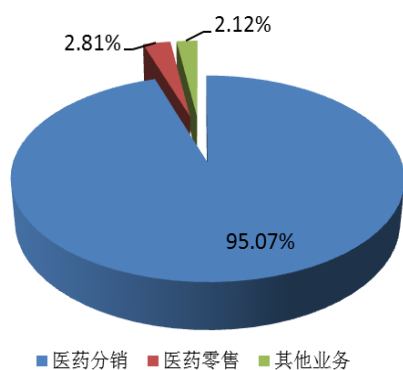
2013年，公司发行40亿元的公司债券，扣除发行相关费用，实际募集资金39.75亿元，上述募集资金全部用于补充公司营运资金。截至2013年12月31日，公司已使用全部募集资金39.75亿元。

公司已按照本次公司债券发行申请文件中关于“本次募集资金运用计划”的约定使用本次公司债券募集资金，募集资金的使用符合《发行管理办法》、《募集资金管理规定》等相关法规的规定。

## 基本分析

作为中国目前最大的药品及保健品分销商，国药控股主营业务包括医药分销、医药零售以及其他业务三大业务板块。2013年公司实现主营业务收入1,663.77亿元，较上年22.97%。其中，医药分销业务和医药零售业务全年分别实现收入1,581.73亿元和46.71亿元，分别同比增长24.28%和20.75%，其他业务收入较上年略有下降；从业务结构来看，医药分销业务依旧占据公司主导业务地位，2013年占主营业务收入比例达95.07%，较上年略有上升。

图1：2013年公司主营业务收入构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司作为跨国医药公司进入中国市场的重要合作伙伴，目前已与多家全球50强医药公司及中国100强医药公司建立合作关系，包括罗氏、拜耳以及辉瑞等医药公司。分产品品种来看，公司目前经销的药品品种多达数万种，品种基本覆盖了全部治疗领域，其中多数是新药特药品种及合资、进口产品，普药相对较少。

表1：2013年公司前五大供应商

序号	供应商名称	采购金额 (亿元)	占总采购金额的比例 (%)
1	罗氏	35.39	1.72
2	拜耳 OTC	31.89	1.55
3	诺和诺德	26.91	1.31
4	辉瑞	20.86	1.01
5	默沙东	18.43	0.89
合计		133.48	6.48

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表2：2012~2013年公司前十大药品销售情况

单位：亿元

2012		2013	
药品	收入金额	药品	收入金额
氯吡格雷	16.57	氯吡格雷	20.19
氨溴索	15.08	混合胰岛素	17.40
瑞格列奈	12.89	恩替卡韦	15.93
混合胰岛素 <sup>1</sup>	12.61	氨溴索	15.72
恩替卡韦	12.12	瑞格列奈	14.03
阿卡波糖	9.85	阿托伐他汀	13.86
阿托伐他汀	9.22	人血白蛋白	12.61
奥美拉唑	8.79	阿卡波糖	11.17
胸腺法新	8.70	布地奈德	10.83
人血白蛋白	8.69	硝苯地平	10.75
合计	114.52	合计	142.49

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

医药行业保持增长趋势，但增速略有放缓；公司作为国内医药流通行业龙头企业，医药分销业务规模持续扩大，盈利能力稳步提升。

我国是世界第一人口大国，因此也是医药及医疗器械需求的经济大国。近年来中国经济的快速发展为中国医药行业创造了巨大的市场需求。根据发改委统计，截至2013年末，我国医药产业全年实现主营业务收入21,682亿元，同比增长17.9%，其中子行业化学药品原药实现主营收入3,820亿元，同比增长13.7%；化学药品制剂5,731亿元，同比增长15.8%；中药饮片1,259亿元，同比增长26.9%；中成药5,065亿元，同比增长21.1%；生物生化药品2,381亿元，同比增长17.5%；医疗器械1,889亿元，同比增长17.2%。2013年，我国医药产业工业增加值同比增长13.5%，高于工业增速3.8个百分点。

<sup>1</sup> 该表中混合胰岛素均指70%（低精蛋白人胰岛素）30%（人胰岛素）混合胰岛素。



分点。中诚信证评认为，人口增长、人均 GDP 提高、社会老龄化和疾病谱的变化以及新医改的不断升入是中国医药行业的长期根本动力，在较长的时期内，中国医药行业仍将保持相对快速的增长态势。

在此背景之下，医药分销业务作为公司的核心主业，2013年全年实现主营业务收入1,581.73亿元，同比上升24.37%；其主营业务毛利率为6.61%，较上年增长0.48个百分点，公司整体盈利能力稳中有升。

公司客户类型包括医院、分销商客户及终端零售药店三类。从业务占比来看，2013年医院客户（包括二级以上医院和其他医疗结构）占主营业务收入的比重持续上升，当年达62.59%，较上年上升0.48个百分点。值得指出的是，公司在高级别医院的竞争优势尤为明显，高质量的客户在一定程度上保障了公司应收账款的回收，但由于医院直销类客户回款期限较长，对公司流动资金形成一定占用，随着业务规模的扩大，公司面临的流动资金压力也将有所上升。

表 3：2011~2013 年公司分客户类型主营业务收入占比

经营业态	2011	2012	2013
医院	52.40%	54.34%	54.44%
分销商客户	35.87%	32.84%	32.38%
零售药店	5.40%	5.06%	5.03%
其他医疗机构	6.33%	7.77%	8.15%

注：“医院”指二级以上医院，其余为“其他医疗机构”

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

### 医药流通行业整合加快，公司通过完善的分销网络和先进的物流设施，扩大市场份额，保持行业领先地位。

长期以来，我国医药行业一直处于“小、散、差”的格局，在医药流通领域尤其明显。根据 SFDA 南方医药经济研究所统计，我国流通批发企业超过 12,000 家，90%左右为地方性小型医药流通企业。除了数量众多的药品流通批发企业外，我国还有大量的医药门诊药房进行药品零售，在此行业背景下，国内医药商业巨头已纷纷加快整合重组的步伐。国药控股、华润医药、上海医药、九州通等为代表的几家医药商业批发商，凭借各自优势在珠三角、长三角和环渤海经济圈大力发展，在各自区域

通过收购或设分、子公司等方式不断抢占市场份额，规模优势逐步显现，成为全国性的商业龙头企业。其他企业如广州医药股份有限公司等也在积极扩张，占据区域市场份额，成为区域性龙头企业。

分销网络的完善程度构成了医药分销企业最主要的核心竞争力之一。作为国内医药流通行业的龙头企业，公司拥有中国最大的全国药品分销网络，截至2013年12月31日，其下属分销网络已扩张至中国31个省、直辖市及自治区，形成总数达51个分销中心（二级分销公司）的庞大网络。分区域销售情况来看，华北、华东及华南地区的销售占比较大，2013年上述三大区域分布实现主营业务收入494.76亿元、582.91亿元和223.74亿元，分别占公司医药分销业务收入的31.28%、36.85%和14.15%。

表 4：2011 年~2013 年分区域主营业务收入情况

地区	单位：亿元		
	2011	2012	2013
东北	67.91	81.35	100.00
华北	231.24	415.70	494.76
华东	199.76	492.27	582.91
华南	122.43	189.94	223.74
西北	46.19	98.31	113.80
西南	30.17	40.71	54.60
华中	81.92	119.84	168.47

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

先进的物流设施及信息系统构成医药分销企业除分销网络外另一主要核心竞争力。近年来，公司也加快了物流设施及信息系统建设方面的投入。具体来看，截至2013年12月31日，公司已建成2个物流枢纽、29个省级物流网、159个地市级物流网，公司整体物流配送能力得到进一步强化，同时也有助于巩固其行业地位及扩大业务规模。

### 国内医药零售市场竞争激烈，通过零售药店品牌的整合，将进一步提升公司医药零售业务的市场竞争力和影响力。

得益于公司完善的分销网络、广泛的供应商合作关系以及多元化的客户结构等优势，公司行业龙头地位较为稳固。自2005年以来，在中国医药商业年度销售排名中，国药控股连续数年位居榜首，并在2011年成为全国首家完成商务部提出的“千亿”销售目标的医药流通企业。除了分销业务外，公司

在零售业务方面也具备很强的行业竞争实力，2012年，国药控股国大药房有限公司（以下简称“国控国大”）主营业务收入位列行业首位（表6）。公司旗下“大德生”、“一致”以及“国大药房”等多个品牌均具有较高的品牌知名度。

表 5：2012 年度医药批发企业主营业务收入 10 强

单位：万元		
位序	企业名称	主营业务收入
1	中国医药集团总公司	14,966,103
2	华润医药控股有限公司	6,382,658
3	上海医药集团股份有限公司	6,167,565
4	九州通医药集团有限公司	2,940,884
5	广州医药有限公司	2,094,074
6	重庆医药（集团）股份有限公司	1,878,934
7	南京医药股份有限公司	1,802,400
8	华东医药股份有限公司	1,453,414
9	四川科伦医药贸易有限公司	1,303,746
10	浙江英特药业有限责任公司	1,056,979

资料来源：商务部、中国医药商业协会，

注：中国医药集团总公司主营业务收入中的医药商业收入主要来自国药控股

表 6：2012 年度医药零售企业主营业务收入 10 强

单位：万元		
位序	企业名称	主营业务收入
1	国药控股国大药房有限公司	476,049
2	中国北京同仁堂（集团）有限责任公司	438,312
3	重庆桐君阁药房连锁有限公司	436,248
4	中国海王星辰连锁药店有限公司	397,000
5	广东大参林连锁药店有限公司	390,870
6	重庆和平药房连锁有限责任公司	356,000
7	云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司	325,176
8	湖北同济堂药房有限公司	302,038
9	辽宁成大方圆医药连锁投资有限公司	282,419
10	浙江震元股份有限公司	227,198

资料来源：商务部、中国医药商业协会

注：国药控股的医药商业收入部分来自国控国大。

2013年公司医药零售业务实现主营业务收入46.71亿元，同比上升20.76%，其毛利率为28.47%。虽然近年来公司医药零售业务也呈现较快增长态势，且拥有较高的毛利空间，但相较分销业务，零售业务的规模仍十分有限。

2007年以来，公司下属子公司国药集团药业股份有限公司（以下简称“国药股份”）和国药集团

一致药业股份有限公司（以下简称“国药一致”）相继将医药零售业务剥离给国药控股。另一方面，公司加快在各地增开直营店及收购竞争药店，近年来其门店数量不断上升，截至2013年12月31日，门店总数由上一年的1,795家上升至1,917家，其中直营店由1,554家上升至1,632家，加盟店由241家上升至285家。在经营策略上，公司坚持以“直营店为主、加盟店为辅”的战略，这有利于其加强对门店的经营管理以及加快对收购门店的整合。

品牌建设方面，目前公司旗下零售药店涉及“大德生”、“一致”以及“国大药房”等多个品牌。为更好的管理零售药店、提升品牌影响力并增强公司医药零售业务的盈利能力，公司已启动对旗下零售药店的品牌整合，未来计划将零售药店品牌统一为“国大药房”。

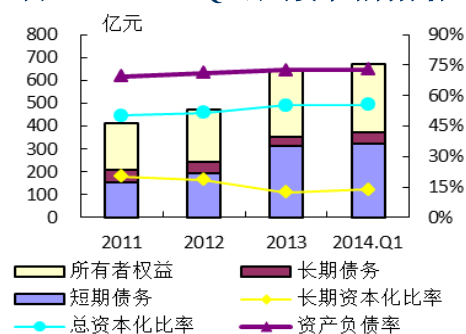
总体来看，虽然医药零售业务板块规模有限，但作为公司占领零售终端市场的主要渠道，在公司整体战略发展中仍占据较为重要的地位。目前国内医药零售行业竞争较为激烈，零售药店品牌整合的推进将有效带动“国大药房”品牌影响力和竞争力的提升。与此同时，中诚信证评认为“新医改”带来的医保药品市场扩容也为医药零售行业提供良好的外部发展环境，公司的医药零售业务收入规模有望得到进一步提升。

## 财务分析

以下分析基于普华永道中天会计师事务所对公司出具的2011年度、2012年度、2013年度标准无保留意见的审计报告（境内准则），以及未经审计的2014年一季度财务报表。

## 资本结构

图 2：2011~2014.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

继 2009 年 9 月成功在香港联交所上市募集资金 100.4 亿港元后，2011 年 5 月和 2013 年 4 月，公司又先后成功完成 H 股配售，分别再募资金 28.35 亿人民币和 32.25 亿人民币，公司自有资本实力大幅增强，截至 2013 年 12 月 31 日，公司所有者权益达 288.22 亿元，同比上升 11.53%。同期，公司总资产和总负债分别为 1,053.04 亿元和 764.82 亿元，资产负债率为 72.63%。截至 2014 年 3 月 31 日，公司总资产达 1,099.86 亿元，较年初上升 4.45%；负债总额 801.58 亿元，较年初上升 4.81%，公司资产负债率为 72.88%。整体来看，公司近年资产负债率呈上升趋势，在行业中处于中等偏高水平。

表 7:截至 2013 年 12 月 31 日部分医药流通上市公司  
资本结构比较

公司名称	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)
上海医药	563.12	48.50
华东医药	76.73	60.71
桐君阁	31.71	82.34
九州通	185.96	71.29
<b>国药控股</b>	<b>1,053.04</b>	<b>72.63</b>

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，由于公司短期借款有所上升，同时两笔中期票据将于 2014 年度到期，公司短期债务规模有所上升。截至 2013 年 12 月 31 日，公司短期债务达 313.40 亿元，同比上升 63.33%；长期债务 41.34 亿元，同比下降 20.37%，长短期债务比达 7.58。2014 年第一季度，公司长期债务有所上升，长短期债务比下降至 6.75，考虑到公司自有资本实力强且货币资金充裕，其债务偿付压力很小。

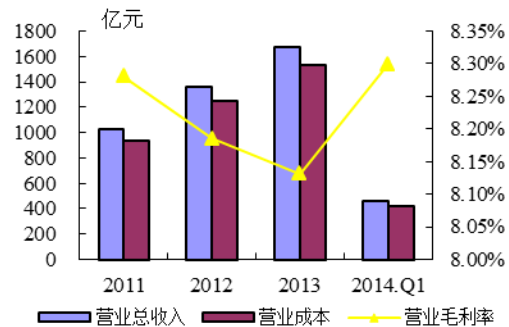
总体来看，2013 年公司业务发展迅速，资产规模快速上升，资产负债率呈上升趋势，未来业务的扩张使得公司负债水平面临一定上行压力。

## 盈利能力

一方面收益于国内医药市场保持较快发展速度，另一方面公司并购重组步伐持续推进，2013 年公司营业收入规模保持上升势头，全年共完成营业收入 1,668.66 亿元，同比上升 22.89%。2014 年第一季度，公司实现营业收入 457.95 亿元，同比上升 20.01%。从收入构成来看，医药分销为公司最主

要的收入来源，近三年其营业收入占比均达到 93% 以上。

图 3: 2011~2014.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，凭借公司在国内医药分销领域领先的行业地位及较强的议价能力，公司维持了较为稳定的毛利，2013 年和 2014 年一季度公司综合营业毛利率分别为 8.13% 和 8.30%。分产品来看，医药分销业务毛利率较低，2013 年达 6.61%，但总体保持平稳；医药零售和医药工业等其他业务的毛利空间相对较高，从近几年的表现来看，均维持在 25% 以上的水平。

表 8: 2011~2013 年公司各业务板块主营业务毛利率比较

业务类型	2011	2012	2013
医药分销	6.84%	6.13%	6.61%
医药零售	25.41%	45.42%	28.47%
其他	26.62%	31.35%	42.17%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 9: 2013 年末国内部分医药商业上市公司盈利能力比较

单位：亿元、%			
公司简称	营业总收入	毛利率 <sup>2</sup>	净利润
上海医药	782.23	6.17	26.27
华东医药	167.18	6.69	7.48
九州通	334.38	5.58	4.71
桐君阁	46.35	10.79	0.20
<b>国药控股</b>	<b>1,668.66</b>	<b>6.61</b>	<b>35.84</b>

数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

期间费用方面，业务规模的快速扩张使得公司期间费用呈现相应增长，2013 年公司发生销售费用、管理费用和财务费用共计 88.51 亿元，三费收入占比为 5.30%；2014 年三费收入占比进一步下降至 5.08%。值得指出的是，得益于公司近年加强管

<sup>2</sup> 因各上市公司分销业务、医药制造等业务板块占比不同，为增加可比性，此处毛利率为各上市公司分销业务\贸易业务板块数据。



控能力、推进整合战略，运营管理效率稳步提升。2014 年一季度，公司管理费用占营业收入的比重为 1.54%，呈逐年下降态势。

表 10：2011~2014.Q1 公司期间费用变化

单位：亿元

项目	2011	2012	2013	2014.Q1
销售费用	29.23	37.30	44.74	11.70
管理费用	19.03	24.83	28.84	7.07
财务费用	7.62	11.66	14.93	4.50
三费合计	55.88	73.79	88.51	23.28
收入占比	5.47%	5.43%	5.30%	5.08%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

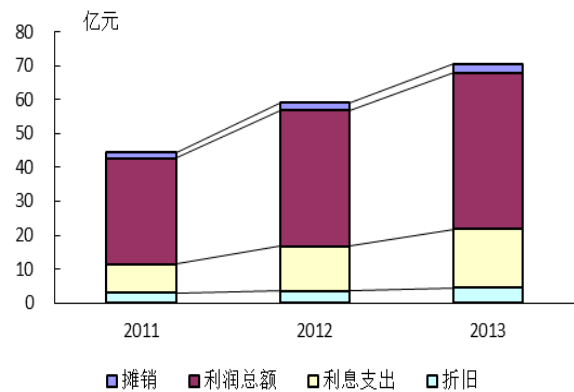
利润方面，一方面，公司业务的拓展带动营业收入规模不断增长；另一方面，公司具备较为稳定的初始盈利空间及良好的费用控制能力，受益于此，2013 年，公司实现营业利润 43.10 亿元，同比上升 21.41%，体现出良好的主业盈利能力及成长性。2014 年一季度，公司盈利能力继续保持良好增长势头，当期实现营业利润 13.82 亿元，同比上升 36.00%。

总体来看，2013 年公司在内生和外延式增长的共同带动下，营业收入规模不断扩大。同时，公司毛利空间较为稳定，且具备良好的费用控制能力，综合盈利能力不断增强。长期来看，公司将不断受益于国内医药市场容量的增长，其收入规模和盈利能力仍具备较大提升空间。

### 偿债能力

从获现能力来看，经营性业务利润的不断提升为公司 EBITDA 的提升形成良好支撑，2013 年，公司 EBITDA 为 70.59 亿元，其获现能力进一步增强。经营性现金流方面，2013 年公司经营性现金净流入规模达到 49.41 亿元，较上年增加 9.24 亿元，经营性现金流表现良好。

图 4：2011~2013 年公司 EBITDA 变化趋势



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务压力方面，随着业务规模的扩大，公司流动资金需求量上升，债务规模呈现上升态势，2013 年公司总债务为 354.74 亿元，同比上升 45.50%，其中，短期债务达 313.40 亿元，同比上升 63.32%；2014 年一季度公司总债务为 372.43 亿元，其中短期债务达 324.37 亿元，长期债务达 48.06 亿元，公司短期债务增长幅度较大，短期偿债压力上升。2013 年公司总债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数分别为 5.03 和 4.08 倍；经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.14 和 2.86 倍，受债务规模大幅提升影响，公司 EBITDA 和经营活动净现金对债务本息偿付的保障程度同比略有弱化，但仍处于较好水平。

表 11：2011~2014.Q1 公司偿债能力分析

指标	2011	2012	2013	2014.Q1
总债务	206.89	243.80	354.74	372.44
资产负债率	69.54	71.24	72.63	72.88
总资本化率	50.16	51.24	55.17	55.53
经营活动净现金流	10.19	40.17	49.41	0.40
经营活动净现金/总债务 (X)	0.05	0.16	0.14	0.00
经营活动净现金/利息支出 (X)	1.20	3.05	2.86	0.42
EBITDA	44.43	59.17	70.59	-
总债务/EBITDA (X)	4.66	4.12	5.03	-
EBITDA 利息倍数 (X)	5.25	4.49	4.08	-

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2013 年 12 月 31 日，公司拥有各商业银行综合授信额度人民币 732.50 亿元、未使用授信额度人民币 452.58 亿元、整体备用流动性充沛。

或有负债方面，截至 2013 年 12 月 31 日，公



司无对外担保。2013 年末，公司与英顺源（上海）科技有限公司存在买卖合同纠纷，标的额为 1,766,651,02 元，上海仲裁委员会已受理该纠纷案件，案件已开庭但尚未裁决。除上述事项外，截至 2013 年末，公司无其他重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债。

整体来看，2013 年随着内生和外延式增长的同步推动，公司资产规模和收入规模呈现持续较快增长态势。与此同时，稳定的毛利空间、良好的费用控制能力及获现能力为公司的债务偿还提供有力保障。

## 担保实力

本次债券由国药产业投资有限公司（以下简称“国药产投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

国药产投成立于 2008 年 5 月，注册资本人民币 10,000 万元，是由中国医药集团总公司（以下简称“国药集团”）与上海齐绅投资管理公司（以下简称“齐绅投资”）<sup>3</sup>分别出资 51% 和 49% 组建成立的。国药产投经营范围主要有实业投资，医药企业受托管理等业务。国药产投不从事日常经营活动，其成立目的主要是持有国药控股的股权。截至 2013 年 12 月 31 日，国药集团和齐绅投资分别持有国药产投 51% 和 49% 的股权。

财务方面，截至 2013 年 12 月 31 日，国药产投总资产规模达到了 1,054.14 亿元，同比增加了 30.16%；期末所有者权益（含少数股东权益）289.33 亿元，同比增加了 25.06%；总债务规模达到了 354.74 亿元，同比增长 44.81%。受益于国药产投整体较强的自有资本实力，2013 年 12 月 31 日的资产负债率和总资本化比率分别为 72.55% 和 55.08%，整体负债水平略微偏高。受益于近年来随着国药产投下属各业务板块快速扩张，2013 年全年营收规模增长迅速，实现营业收入 1,668.66 亿元，同比增长 22.24，实现利润总额 46.24 亿元，同比增长 15.10%。2013 年国药产投总债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数分别为 5.03 和 4.08 倍；经营活动净现金/总

债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.14 和 2.86 倍，受同期债务规模变化的影响，盈利能力偿债指标亦呈现出一定的变动趋势。

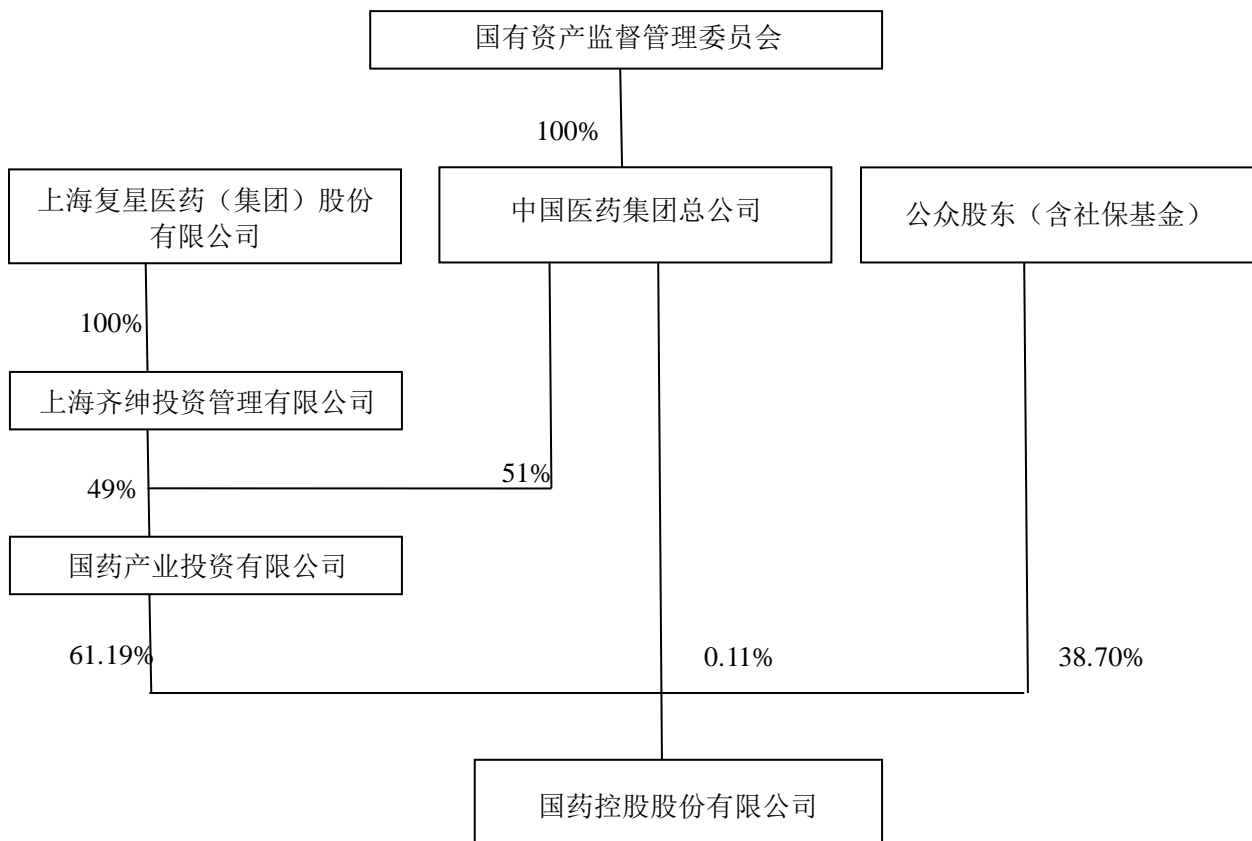
或有负债方面，截至 2013 年 12 月 31 日，国药产投无对外担保。

## 结论

综上，中诚信证评维持“2012 年国药控股股份有限公司公司债券（第一期）”信用级别 **AAA**，国药控股主体级别 **AAA**，中诚信证评认为国药控股在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

<sup>3</sup> 上海齐绅投资管理公司是上海复星医药（集团）股份有限公司的全资子公司。

附一：国药控股股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 3 月 31 日）



**附二：国药控股股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位: 万元)	2011	2012	2013	2014.3
货币资金	1,428,953.10	1,131,236.54	1,704,385.48	1,673,198.69
应收账款净额	2,417,438.87	3,422,762.32	4,695,657.77	5,202,517.15
存货净额	1,202,065.58	1,338,839.44	1,645,940.55	1,677,672.54
流动资产	5,603,969.25	6,577,638.95	8,945,914.87	9,394,504.61
长期投资	72,886.55	89,473.25	100,544.08	107,834.90
固定资产合计	461,511.81	555,746.26	643,254.44	648,814.71
总资产	6,749,536.14	7,970,543.20	10,530,425.98	10,998,567.08
短期债务	1,550,690.95	1,918,866.00	3,134,006.88	3,243,739.28
长期债务	518,235.28	519,158.03	413,406.73	480,616.63
总债务(短期债务+长期债务)	2,068,926.23	2,438,024.03	3,547,413.60	3,724,355.91
总负债	4,693,908.16	5,677,878.20	7,648,249.93	8,015,799.12
所有者权益(含少数股东权益)	2,055,627.98	2,292,665.00	2,882,176.05	2,982,767.96
营业总收入	10,222,480.70	13,578,683.59	16,686,614.62	4,579,534.05
三费前利润	828,531.61	1,087,659.57	1,326,023.66	371,958.12
投资收益	23,032.50	17,194.67	15,873.88	3,348.63
净利润	241,538.71	308,436.97	358,353.21	109,076.28
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	444,300.41	591,730.71	705,899.08	-
经营活动产生现金净流量	101,926.83	401,720.89	494,129.37	4,022.05
投资活动产生现金净流量	-283,082.84	-220,862.18	-406,637.34	-63,603.94
筹资活动产生现金净流量	743,526.09	-517,950.30	340,872.84	10,028.64
现金及现金等价物净增加额	561,631.30	-336,901.93	420,046.07	-49,082.16
财务指标	2011	2012	2013	2014.3
营业毛利率(%)	8.28	8.19	8.13	8.30
所有者权益收益率(%)	11.75	13.45	12.43	14.63
EBITDA/营业总收入(%)	4.35	4.36	4.23	-
速动比率(X)	1.09	1.04	1.03	1.04
经营活动净现金/总债务(X)	0.05	0.16	0.14	0.00
经营活动净现金/短期债务(X)	0.07	0.21	0.16	0.00
经营活动净现金/利息支出(X)	1.20	3.05	2.86	-
EBITDA 利息倍数(X)	5.25	4.49	4.08	-
总债务/EBITDA(X)	4.66	4.12	5.03	-
资产负债率(%)	69.54	71.24	72.63	72.88
总资本化比率(%)	50.16	51.54	55.17	55.53
长期资本化比率(%)	20.13	18.46	12.54	13.88

**附三：国药产业投资有限公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013
货币资金	1,434,180.47	1,141,143.86	1,715,396.25
应收账款净额	2,417,438.87	3,499,071.41	4,695,657.77
存货净额	1,202,065.58	1,361,757.38	1,645,940.55
流动资产	5,624,232.93	6,700,875.98	8,956,925.96
长期投资	72,886.55	89,473.25	100,544.08
固定资产合计	461,512.38	558,703.87	643,254.44
总资产	6,769,800.39	8,098,599.60	10,541,437.06
短期债务	1,550,690.95	1,930,563.54	3,134,006.88
长期债务	518,235.28	519,158.03	413,406.73
总债务(短期债务+长期债务)	2,068,926.23	2,449,721.57	3,547,413.60
总负债	4,693,939.49	5,785,138.26	7,648,124.64
所有者权益(含少数股东权益)	2,075,860.90	2,313,461.34	2,893,312.42
营业总收入	10,222,480.70	13,650,165.98	16,686,614.62
三费前利润	828,531.61	1,092,162.21	1,326,023.66
投资收益	23,032.50	17,194.67	15,873.88
净利润	241,113.22	309,000.38	357,989.73
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	444,382.96	592,706.15	705,960.71
经营活动产生现金净流量	101,944.58	385,591.95	493,637.11
投资活动产生现金净流量	-283,083.41	-246,918.27	-384,677.34
筹资活动产生现金净流量	742,358.91	-472,787.48	330,161.74
现金及现金等价物净增加额	560,481.30	-333,924.14	430,802.72
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	8.28	8.18	8.13
所有者权益收益率(%)	11.62	13.36	12.37
EBITDA/营业总收入(%)	4.35	4.34	4.23
速动比率(X)	1.09	1.04	1.03
经营活动净现金/总债务(X)	0.05	0.16	0.14
经营活动净现金/短期债务(X)	0.07	0.20	0.16
经营活动净现金/利息支出(X)	1.20	2.93	2.85
EBITDA 利息倍数(X)	5.22	4.50	4.08
总债务/EBITDA(X)	4.66	4.13	5.02
资产负债率(%)	69.34	71.43	72.55
总资本化比率(%)	49.92	51.43	55.08
长期资本化比率(%)	19.98	18.33	12.50



**附四：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 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

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 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 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

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 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

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

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

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（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。