



国药控股股份有限公司 跟踪评级

跟踪评级

信用等级：AAA- 评级展望：稳定

评级时间：2015.04.28

上次评级

信用等级：AAA- 评级展望：稳定

评级时间：2014.04.15

分析师

林雅丽 聂玉玲

电话：010-88090208

邮箱：linyali@chinaratings.com.cn

跟踪评级观点

中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）认为国药控股股份有限公司（以下简称“国药控股”或“公司”）在跟踪期内仍保持医药流通领域龙头地位，分销网络覆盖能力、终端掌控力和仓储物流配送能力进一步提升，整体经营风险极低。公司盈利能力保持稳定，债务负担仍相对适中，偿债指标表现有望维持，整体财务风险很低。外部支持增信作用仍较强，维持公司的主体信用等级为AAA-，评级展望为稳定。

公司概况

国内规模最大的医药流通企业。跟踪期内，公司仍主要从事医院纯销、商业分销和零售等业务（公司业务结构见附件一表1）；跟踪期内，公司H股增发募资55.52亿港元，公司控股股东国药产业投资有限公司（简称“国药产投”，国药集团和复星医药分别持股51%和49%）对其持股比例降至56.79%，但公司实际控制人仍为国务院国资委。

经营风险：仍保持极低水平

随着人口结构老龄化趋势的加快，国内药品市场仍将保持旺盛的需求，为医药流通行业创造良好的发展空间，但受医保控费及药品招标等相关政策影响，行业增速进一步承压。目前，中国医药流通行业已初步形成了全国性企业和地方寡头龙头企业并存的竞争格局，但行业竞争激烈。随着新版GSP认证的执行，行业准入门槛明显提升；同时，公立医院逐步取消药品加成以及医药电商冲击也将对医药流通业态结构产生影响，未来行业内企业分化将加剧。综合来看，医药流通行业具备良好的行业需求环境，但行业整体在医药产业链中地位不高，市场竞争激烈，行业信用品质一般（对医药流通行业现状及趋势分析请见相关行业研究及行业展望）。

跟踪期内，公司仍保持流通领域龙头地位，2014年实现医药流通收入1,995.80亿元，市场规模位居全国第一¹。跟踪期内，公司仍保持完整的业态结构，包括纯销、分销和零售业务（公司各业态客户数量情况见附件一表2）。从纯销业态看，公司进一步推动医院纯销网络建设，2014年公司纯销业务覆盖12,264家医院，其中三级医院数量增至1,718家，2014年公司纯销业务收入同比增长18.06%至1,229亿元，仍为公司收入贡献最大的业态，突出的纯销业务和对医院终端较强的掌控力保证了公司经营的稳定性。从分销业态看，跟踪期内公司商业分销客户数量基本保持稳定，2014年分销业务收入565.41亿元，同比增长4.95%，该业态对公司收入的贡献仅次于纯销。从零售业态看，跟踪期内，公司与上海复兴医药（集团）股份有限公司就收购上海复美益星大药房和北京金象大药房（合计药店数量634

中债资信是国内首家以采用投资人付费运营模式为主的新型信用评级公司，以“依托市场、植根市场、服务市场”为经营理念，按照独立、客观、公正的原则为客户提供评级等信用信息综合服务。

市场部

电话：010-88090123

传真：010-88090102

邮箱：cs@chinaratings.com.cn

地址：北京西城区金融大街28号院

盈泰中心2号楼6层（100032）

网站：www.chinaratings.com.cn

¹ 根据商务部公布的2013年医药分销企业和零售企业排名，公司医药分销和零售收入规模均处于行业第1位。

相关参考资料

评级方法:

[中债资信工商企业主体评级方法总论 \(2013.1\)](#)

[中债资信中国医药流通企业主体信用评级方法 \(2013.3\)](#)

评级模型:

[中债资信中国医药流通企业主体信用评级模型 \(2013.3\)](#)

评级报告:

[国药控股股份有限公司跟踪评级 \(2014.4\)](#)
[国药控股股份有限公司主体信用评级 \(2013.7\)](#)

家) 签订协议, 基于重点发展零售业务战略, 未来公司零售网络有望进一步扩大。2014 年公司零售门店数量达 2,096 家, 其中直营门店 1,747 家, 全年零售业务实现收入 57.42 亿元, 同比增长 22.93%, 但目前该业态对公司收入和利润贡献仍较低。此外, 跟踪期内, 公司积极探索医药电商 O2O 业务, 为医院提供供应链管理外包服务以及探索国内医疗福利管理业务 (PBM), 预计随着处方药限售放开、医药分开以及医保支付等相关问题的逐步解决, 未来公司医药电商业务发展空间较大。

跟踪期内, 公司进一步推进全国及省级两级采购体系和智慧供应链云平台体系建设, 大规模的经营体量以及有力的终端控制能力使其与国内外大型制药企业继续保持稳定的合作, 公司供应商及产品结构层次仍处于较高水平。跟踪期内, 公司继续推动分销网络下沉, 分销网络对相关地区医疗机构的覆盖密度进一步增强。仓储物流方面, 跟踪期内, 公司新增 2 个省级物流中心, 3 个地市级物流中心。截至 2014 年末, 公司物流中心总面积达 135.11 万平方米, 未来公司仍将继续建设区域性和省级物流配送中心, 上海、吉林、江苏、河南、福建、宁夏、甘肃、内蒙等地的物流中心已处在在建状态。随着各省级物流中心建设完成, 未来公司全国布局的物流仓储中心的配送能力将进一步巩固。

从已明确的投资计划看, 公司投资项目集中于物流中心建设、股权投资以及新设立公司投资 (投资计划见附件一表 3), 其中物流中心建设项目主要集中在上海、吉林、江苏、河南、福建、宁夏、甘肃、内蒙等地, 预计建成后, 公司的物流配送业务能力将进一步提高。上述物流中心项目投资总额 15.04 亿元, 截至 2014 年底, 已完成 5.75 亿元, 未来三年投资规模为 9.29 亿元。股权投资方面, 在基层医疗服务能力提升和基本药物市场大幅扩容的背景下, 公司还将继续加强对地市级分销渠道的覆盖, 2015~2017 年公司在股权投资方面的计划总投资为 43.00 亿元, 从投资规模看较前期明显回落, 未来公司收购流通企业的步伐将有所放缓。此外, 公司 2015 年计划新设立两家公司: 国药控股 (中国) 融资租赁有限公司和国药控股苏州康民医药有限公司, 分别计划投资 5.00 亿元和 1.41 亿元。整体看, 未来公司仍存在一定规模的投资支出, 但考虑到公司近年年均 73 亿元左右的 EBITDA 规模, 未来公司资金压力不大。

财务风险: 仍保持很低水平

跟踪期内, 公司继续展开对四川医药集团等区域性流通企业的收购, 纳入合并范围企业数量进一步增加, 2014 年公司营业收入同比增长 19.94% 至 2,001.31 亿元。随着公司医院纯销业务占比的提升, 2014 年营业毛利率略增至 8.22%; 同时, 受益于公司对平台的整合以及期费的控制, 2014 年公司期间费用率进一步降至 5.16%, 全年实现利润总额 59.45 亿元。未来随着医药市场的扩容以及公司内部整合的深化, 公司盈利能力或将进一步提升。跟踪期内, 考虑到公司有 46.05 亿元的应付账款在银行办理应付账款保理融资业务, 由银行代理支付, 同



时增加银行借款,公司当年实际经营活动净现金流规模仅为 9.56 亿元左右,较上年实际为-4.85 亿元的经营净现金流水平有所好转;但公司应收账款周转率仍持续弱化至 3.39 次,未来随着公司内部整合及规模铺货的推进,公司经营性现金流或将继续承压。跟踪期内,公司仍保持较大规模的并购及物流中心建设,2014 年末公司全部债务规模大幅增至 435.93 亿元。同期,随着 H 股增发融资以及自身盈余的积累,公司权益规模亦大幅增至 365.17 亿元,使得当期资产负债率和全部债务资本化比率分别略降至 71.58%和 54.42%,在流通行业中仍处于较好水平。2014 年末,公司流动比率、速动比率和现金类资产/短期债务分别为 1.28 倍、1.04 倍和 0.60 倍,现金类资产对短期债务保障程度仍较好。从债务周转来看,2014 年公司经营活动净现金流/短期债务²小幅弱化至 0.14 倍,但经营活动现金流入量对流动负债和短期债务的覆盖水平分别为 2.57 倍和 5.63 倍,整体仍保持在行业中等水平。从债务的偿付能力看,随着盈利能力的提高以及债务负担的减轻,2014 年公司全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数有所优化,整体偿债指标表现仍处于行业较好水平。未来公司并购重组和物流中心建设仍将保持一定规模的投资支出,但考虑到盈利的积累以及公司后期进一步权益融资规划,未来公司资金缺口不大,债务负担和偿债指标有望保持。

外部支持：增信作用仍较强

跟踪期内,公司仍为央企国药集团下属的药品流通业务平台(国药集团通过国药产投间接控股公司),公司在经营和收购等方面能够获得股东的较强支持,增信作用较强。

评级展望：稳定

未来 12~18 个月内,预计医药流通行业良好的外部发展环境仍将保持,公司龙头地位仍将维持,分销网络覆盖能力、终端掌控力和仓储物流配送能力亦将进一步提高,公司整体经营风险依然极低。公司债务负担和偿债指标有望保持,整体财务风险仍然很低。中债资信给予公司的评级展望为“稳定”。未来需关注公司并购重组以及内部整合情况,上述因素的变化可能触发信用等级或展望的调整。

² 此处经营活动净现金流数据为公司财务报表披露数据,与上文推测的实际经营活动净现金流不是一个概念。

附件一：公司主要经营数据信息

表 1：2012~2014 年公司主营业务收入及毛利润结构（单位：亿元、%）

业务类别	2012 年		2013 年		2014 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
医药分销	1,272.75	94.07	1,581.73	95.07	1,897.91	95.10
医药零售	38.68	2.86	46.71	2.81	57.42	2.88
其它	41.51	3.07	35.34	2.12	40.47	2.03
合计	1,352.93	100.00	1,663.77	100.00	1,995.80	100.00

业务类别	2012 年		2013 年		2014 年	
	毛利润	占比	毛利润	占比	毛利润	占比
医药分销	77.99	71.83	104.51	78.75	130.95	81.50
医药零售	17.57	16.18	13.30	10.02	15.49	9.64
其它	13.01	11.99	14.90	11.23	14.25	8.87
合计	108.58	100.00	132.71	100.00	160.68	100.00

资料来源：公司审计报告、中债资信整理

表 2：2012~2014 年公司各业态客户数量（单位：家）

业态模式	2012 年	2013 年	2014 年
医院客户	10,435	11,552	12,264
其中：三级医院	1,321	1,614	1,718
商业分销客户	9,268	7,790	7,796
零售药店等其他终端客户	127,766	145,033	156,377

资料来源：公司提供、中债资信整理

表 3：截至 2014 年末公司投资计划情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资额	已投资额	2015 年投资额	2016~2017 年投资额
国药控股（中国）融资租赁有限公司	5.00	—	5.00	—
国药控股苏州康民医药有限公司	1.41	—	1.41	—
上海物流中心（二期）	4.65	0.91		3.74
国药试剂上海沃凯项目	1.89	1.74		0.15
吉林长春物流中心项目	1.14	0.90		0.24
内蒙古呼和浩特物流中心项目	1.29	0.14		1.15
江苏南通物流中心项目	1.15	0.38		0.77
河南安阳物流中心项目	0.63	0.23		0.40
宁夏银川物流中心项目	0.74	0.47		0.27
甘肃兰州物流中心项目	0.82	0.15		0.67
福建厦门物流中心二期	0.73	0.19		0.54

项目名称	计划总投资额	已投资额	2015年投资额	2016~2017年投资额
河南商丘物流中心项目	0.50	0.41		0.09
河南南阳物流项目	0.60	—		0.60
国药乐仁堂唐山医药有限公司物流中心项目	0.90	0.23		0.67
股权投资（收购）	43	—		43
合计	64.45	5.75		58.70

资料来源：公司提供、中债资信整理

附件二：

公司主要财务数据和指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2012年	2013年	2014年
应收账款	342.28	469.57	618.98
其他应收款	9.14	15.42	19.40
存货	133.88	164.59	200.10
长期股权投资	8.47	9.36	9.30
固定资产	44.37	52.12	59.71
在建工程	8.59	9.79	8.46
无形资产	29.95	32.03	39.01
资产总计	797.05	1,053.04	1,285.03
其他应付款	29.27	37.18	36.17
负债合计	567.79	764.82	919.86
所有者权益合计	229.27	288.22	365.17
营业总收入	1,357.87	1,668.66	2,001.31
投资收益	1.72	1.59	1.81
利润总额	40.09	46.23	59.45
销售商品、提供劳务收到的现金	1,475.90	1,818.59	2,213.64
经营活动现金流入量	1,481.75	1,823.02	2,217.12
经营活动现金流量净额	40.17	49.41	55.61
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	15.22	13.08	18.87
投资活动现金流量净额	-22.09	-40.66	-43.58
筹资活动现金流量净额	-51.80	34.09	0.22
现金类资产	144.87	219.13	235.84
短期债务	195.88	313.40	393.70
长期债务	51.92	41.34	42.23
全部债务	247.79	354.74	435.93
EBIT	53.26	63.54	81.28
EBITDA	59.17	70.59	89.91
应收账款周转率（次）	4.24	3.71	3.39
存货周转率（次）	9.81	10.19	10.07
资产负债率（%）	71.24	72.63	71.58
全部债务资本化比率（%）	51.94	55.17	54.42
长期债务资本化比率（%）	18.46	12.54	10.36
营业毛利率（%）	8.19	8.13	8.22
总资产报酬率（%）	7.24	6.82	6.95
净资产收益率（%）	14.19	13.80	13.93
期间费用收入比（%）	5.43	5.30	5.16
现金收入比（%）	108.69	108.99	110.61
经营净现金/EBITDA（%）	67.89	70.00	61.85
流动比率（倍）	1.31	1.26	1.28
速动比率（倍）	1.04	1.03	1.04
保守速动比率（倍）	0.29	0.31	0.27
全部债务/EBITDA（倍）	4.19	5.03	4.85
EBITDA 利息保障倍数（倍）	4.40	4.01	4.06
经营净现金利息保障倍数（倍）	2.99	2.81	2.51

附件三：

中国医药流通行业企业主要经营指标对比表（2013年）

企业名称	信用等级	评级展望	流通收入规模	业态结构	渠道网络布局
国药控股	AAA-	稳定	1,663.77	医院纯销：51.69% 商业调拨：43.38% 医药零售：4.93%	全国
华润医药控股	AAA-	稳定	920.22	医药流通：79.22% 医药制造：20.87%	以华北、华东为主
上海上实	AA _{pi}	稳定	782.23	医院分销：82.48% 医药零售：3.82% 医药制造：13.69%	以华北、华东为主
广州医药	A+	稳定	228.43	医院纯销：44.37% 商业调拨：54.34% 医药零售：1.26%	广东省及周边
南京医药	A+	稳定	187.38	医院纯销：57.6% 药房托管：28.8% 商业调拨：9.6% 医药零售：4%	华东
英特药业	A	稳定	123.69	医院纯销：62.8% 商业调拨：28.2% 医药零售：9%	浙江省
国中医药	BBB+	稳定	107.49	医院纯销：70.85% 商业调拨：23.38% 医药零售：5.77%	以中南、华东为主

资料来源：公开资料、中债资信整理

注：以上所列级别为本报告出具前最新级别。

中国医药流通行业企业主要财务指标对比表（2013年）

企业名称	信用等级	评级展望	资产负债率 (%)	总资产周转率 (次)	销售净利率 (%)	现金资产/ 短期债务 (倍)	经营活动 现金流入 量/流动负 债 (倍)	全部债务 /EBITDA (倍)
国药控股	AAA-	稳定	72.63	1.80	2.15	0.70	2.57	5.15
华润医药控股	AAA-	稳定	71.90	1.25	4.65	1.07	2.30	2.98
上海上实	AA _{pi}	稳定	48.50	1.46	3.36	1.66	33.27	2.17
广州医药	A+	稳定	78.35	2.60	0.84	0.44	3.38	8.62
南京医药	A+	稳定	86.44	1.96	0.32	0.39	2.03	10.23
英特药业	A	稳定	74.02	2.78	1.36	0.68	4.21	3.30
国中医药	BBB+	稳定	51.43	1.29	3.33	0.43	2.67	4.78

资料来源：公开资料、中债资信整理

注：以上所列级别为本报告出具前最新级别。

信用评级报告声明

（一）中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）对国药控股股份有限公司（以下简称“受评主体”）的信用等级评定是以中债资信的评级方法为依据，在参考评级模型处理结果的基础上，通过信用评审委员的专业经验判断而确定的。

（二）中债资信所评定的受评主体信用等级仅反映受评主体违约可能性的高低，并非是对其是否违约的直接判断。

（三）中债资信所评定的受评主体信用等级反映的是中债资信对受评主体长期信用质量的判断，是中债资信对受评主体未来一个经济周期经营风险和财务风险综合评估的结果，而不是仅反映评级时点受评主体的信用品质。

（四）中债资信及其相关信用评级分析师、信用评审委员与受评主体之间，不存在任何影响评级客观、独立、公正的关联关系；本报告的评级结论是中债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，中债资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、独立、公正的原则，未因受评主体和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

（五）本报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议等。

（六）本报告中引用的受评主体相关资料均由受评主体提供或由其公开披露的资料整理，中债资信无法对引用资料的真实性及完整性负责。

（七）本报告所采用的评级符号体系仅适用于中债资信针对中国区域（不含港澳台）的信用评级业务，与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。

（八）本报告所评定的信用等级自评级报告出具之日起一年内有效；在有效期内，该信用等级有可能根据中债资信跟踪评级的结论发生变化。

（九）本报告版权归中债资信所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。