

信用等级通知书

信评委函字[2015]0641号

国药控股股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司
信用评级委员会
信用评级委员会

二零一五年七月二十日

2015 年度国药控股股份有限公司信用评级报告

受评对象 国药控股股份有限公司

主体信用等级 AAA

评级展望 稳定

概况数据

国药控股	2012	2013	2014	2015.3
总资产(亿元)	797.05	1,053.04	1,285.03	1,322.51
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	229.27	288.22	365.17	378.98
总负债(亿元)	567.79	764.82	919.86	943.53
总债务(亿元)	247.79	354.74	435.93	427.73
营业总收入(亿元)	1,357.87	1,668.66	2,001.31	551.52
EBIT(亿元)	53.26	63.54	81.28	-
EBITDA(亿元)	59.02	70.44	89.73	-
经营活动净现金流(亿元)	40.17	49.41	55.61	-23.39
营业毛利率(%)	8.19	8.13	8.22	8.17
EBITDA/营业总收入(%)	4.35	4.22	4.48	-
总资产收益率(%)	7.24	6.82	6.95	-
资产负债率(%)	71.24	72.63	71.58	71.34
总资本化比率(%)	51.94	55.17	54.42	53.02
总债务/EBITDA(X)	4.20	5.04	4.86	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.37	4.02	4.07	-

注：所有财务报表均根据新会计准则编制；公司 2015 年一季度财务报表未经审计；2014 年年报及 2015 年一季报中公司将超短期融资券计入“其他流动负债”，中诚信国际将其调至“短期借款”。

分析师

项目负责人：刘 洋 yliu01@ccxi.com.cn

项目组成员：史 曼 mshi@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2015 年 7 月 20 日

基本观点

中诚信国际评定国药控股股份有限公司(以下简称“国药控股”或“公司”)主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

中诚信国际肯定了国药控股在规模、品牌和销售网络方面的优势及其很强的盈利能力；上市后多次 H 股配售成功使其资金实力不断增强。同时，良好的外部环境、行业需求的不断增长也为公司未来发展提供了有力保障。中诚信国际也关注到并购给公司带来管理方面的挑战、工业板块的实力有待提升等因素对公司整体信用状况的影响。

优势

- **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大幅扩容，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。
- **突出的行业地位。**国药控股建立了中国最大的、直达终端的药品分销、零售连锁和物流配送网络，是中国最大的药品、医疗保健产品分销商及领先的供应链服务提供商，并拥有麻特药一级代理权和国家医药储备等政策资源。目前公司营销网络已遍布全国 31 个省、自治区、直辖市，形成具有 51 个分销中心的强大网络，2015 年 3 月底，直销客户已涵盖全国 12,666 家医院，公司还拥有 166,755 家医药分销商、零售药店及其他医疗机构客户。
- **融资渠道畅通，资金实力显著增强。**作为 H 股上市公司，国药控股融资渠道畅通，分别于 2011 年、2013 年和 2014 年成功完成三次 H 股配售，在 2014 年 12 月完成的 1.99 亿 H 股配售募集资金净额 43.91 亿元，资金实力不断增强。
- **收入与利润规模进一步增长，盈利能力不断提升。**2014 年，公司实现营业总收入 2,001.31 亿元，同比增长 19.94%，实现利润总额 59.45 亿元，同比增长 28.59%，盈利能力不断提升。

关注

- **并购带来管理方面的挑战。**近年来，公司在医药商业及工业板块进行了较大规模的并购重组，给经营管理带来挑战，中诚信国际将持续关注其并购重组后的实际经营效果。
- **工业板块的实力待进一步提升。**外延式扩张带来的工业板块实力增强并不能弥补公司自有品牌建设能力的不足，公司医药制造业务的竞争力仍需进一步提升。

声明

一、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。

二、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。

三、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，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、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。

六、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。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的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

公司概况

国药控股股份有限公司的前身为“国药集团医药控股有限公司”，系由中国医药集团总公司（以下简称“国药集团”）及上海复星产业投资有限公司（以下简称“复星投资”）于2003年1月成立的有限责任公司。2004年5月，复星投资向上海复星大药房连锁经营有限公司（以下简称“复星大药房”）及上海复星医药（集团）股份有限公司（以下简称“复星医药”）转让了国药控股股权，同时公司名称变更为国药控股有限公司。转让完成后，国药集团、复星大药房及复星医药分别持有公司51%、40%及9%的股权。为筹备在香港联合交易所有限公司（以下简称“香港联交所”）主板上市，公司重整了部分权益持有人架构。在2008年7月该次重整完成后，国药集团及下属公司国药产业投资有限公司（以下简称“国药产投¹”）分别持有国药控股4%和96%的股权。2008年10月，根据国务院国有资产监督管理委员会2008年9月5日核发的《关于中国医药集团总公司所属国药控股有限公司变更设立股份有限公司的批复》(国资改革[2008]1071号)，“国药控股有限公司”整体变更为“国药控股股份有限公司”。2009年9月23日，公司在香港联交所上市（股票代码：HK01099）。此后，经过2011年、2013年和2014年三次H股配售，国药产投和国药集团对国药控股的持股比例分别降至56.79%和0.10%，其余股权均由公众股东（含社保基金）持有，其最终控股公司仍为国药集团²。

公司主营业务包括中药材、中成药、中药饮片、化学原料药、化学制剂药、生化药品等的产销；医药企业受托管理、资产重组；医药实业投资项目咨询服务等。作为中央医药储备定点单位，国药控股还承担着全国重大灾情、疫情、事故的急救供应工作。公司通过多年来的发展，已在全国31个省、自治区、直辖市建立了中国最大的、直达终端的药品分销、零售连锁和物流配送网络，是中国最大的药品、医疗保健产品分销商及领先的供应链服务提供

商。截至2015年3月末，公司拥有纳入合并范围的二级子公司64家，其中国药集团药业股份有限公司（以下简称“国药股份”）为A股上市公司、国药集团一致药业股份有限公司（以下简称“国药一致”）为A股、B股上市公司。

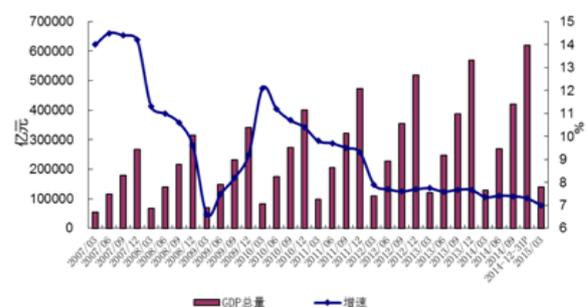
截至2014年末，公司总资产1,285.03亿元，所有者权益（含少数股东权益）365.17亿元，资产负债率71.58%。2014年全年公司实现营业总收入2,001.31亿元，利润总额59.45亿元，经营活动净现金流55.61亿元。

截至2015年3月末，公司总资产1,322.51亿元，所有者权益（含少数股东权益）378.98亿元，资产负债率71.34%。2015年1~3月，公司实现营业总收入551.52亿元，利润总额17.48亿元，经营活动净现金流-23.39亿元。

宏观经济和政策环境

2015年，受世界经济复苏疲弱、我国增长周期调整、房地产市场降温、产能过剩依然严重等多重因素影响，中国经济增长延续趋缓态势，一季度GDP增长7%，增速较上年同期和去年平均水平分别低0.4个百分点和0.3个百分点，是2009年以来的同期最低水平。未来，随着“一带一路”战略推进、一系列稳增长、促改革措施持续发力，二季度经济下行压力或将得到一定程度的缓解，考虑到基数原因，中诚信预测二季度GDP有望实现7.1%。

图1：中国GDP及其增长



资料来源：国家统计局

从需求角度来看，需求结构呈现投资增长大幅放缓、消费相对稳定，出口改善的特点，基建投资是稳定增长的关键力量。最终消费需求对经济增长的贡献较上年同期有所上升。受房地产调整、制造

¹ 国药集团及上海齐坤投资管理有限公司（以下简称“齐坤公司”）分别持有国药产投51%和49%股权；齐坤公司的控股公司为上海复星医药（集团）股份有限公司。

² 截至2015年3月末，公司股权结构见附表1。

业需求疲弱等影响，房地产投资、制造业投资增速下降带动整体投资增速递减，基础设施投资增速回升，并保持 20% 以上的高速持续增长；汽车相关的消费增长不及预期，与住房相关的消费以及网络购物、电子商务等新兴消费业态带动消费平稳增长；随着美国、东盟等主要贸易伙伴经济有所改善，出口有所恢复，而受国内需求不足影响，进口贸易状况低于预期，进出口贸易顺差增速进一步改善。从产业来看，受到需求放缓、价格下跌和产能过剩等因素的影响，工业生产总体呈回落态势。从先行指标来看，PMI 指数由年初的低于 50%，逐步企稳于荣枯线，说明制造业虽然持续低迷，但总体略有回升。服务业持续保持高于第二产业的速度发展，产业结构持续优化；物价水平持续走低，通缩压力依然存在。消费者价格指数涨幅降中趋稳，生产领域价格持续低迷，但年内降幅有所收窄。

货币政策方面，一季度央行坚持稳中求进的总基调，继续实施稳健的货币政策，创新调控思路和方式，更加注重松紧适度，适时适度预调微调，为经济结构调整与转型升级营造中性适度的货币金融环境。除了常规的公开市场操作，出台了不对称降准、降息以及 MLF 续作等政策，引导实体经济融资成本下行，适时调整流动性。2015 年一季度，全社会融资总额 4.6 万亿元，比上年同期下降一万亿左右。其中，新增人民币贷款受消费贷下降影响同比减少、非金融企业境内股票融资占比同比有所提升。预计二季度货币政策延续稳中趋松，调控工具将以总量工具为主，综合考虑中国目前的通胀水平以及经济增长情况，除了已经实施的降准外，预计将有 1 次降息等。此外，资本市场或将小幅调整，而随着利率市场化进程推进，人民币汇率双向波动机制将进一步健全。

财政政策方面，受经济增长趋缓、结构性减税、房地产调整等因素综合影响，我国财政收入增长有所减慢，增速由年初的 5% 回落至一季度的 3.9%。与此同时，受收入增长约束，财政支出增长保持有所下降，一季度中央财政支出增长 7.8%，虽然增速有所放慢，但持续高于财政收入增长，财政收支压力不减。2015 年二季度，预计财政政策将更加积极，

加大稳增长力度。一方面，严格执行全年预算额度，通过加大转移支付、增加发债额度、债务置换、盘活存量等加大财政支出，提升财政资金使用效率；另一方面，加快推出 PPP 项目，鼓励社会资本参与基础设施建设，通过城镇化基金模式，拓展新的融资渠道。与此同时，加大结构性减税的力度。

未来，房地产市场调整、财政金融风险、地方政府债务累积以及产能过剩等仍然会对宏观经济、金融稳定带来一定的压力。中诚信国际认为，在“低增长、低通胀”背景下，基于“稳增长”的需要，社会经济仍然面临较大的调整和再平衡的压力。改革的不断深入有利于实现社会资源的合理配置，协调稳增长与调结构之间的关系，使得社会经济进入新的平衡期。

中央管理层的经济治理在保持经济增长底线的同时，更看重增长质量，以去杠杆化、结构性改革为调控核心。中诚信国际认为，围绕缩小收入差距和要素价格“两大核心”改革，土地征地制度改革、财税金融体制改革、“国退民进”、国有企业改革、政府职能转变、资本市场等重点领域的改革工作都将不断推动。阻碍市场发挥作用的壁垒将进一步打破，垄断行业、特许经营、对外投资等领域的改革将加快推进，市场机制将会进一步发挥作用。全面深化改革将释放新的动力和活力，更限度地激发发展的内生动力，为实现新常态下经济社会科学发展提供动力。中诚信国际认为，宏观调控和改革将对我国经济面临的下行压力起到缓解作用，总体上 2015 年中国经济将进一步趋缓。

行业及区域经济环境

医药行业

医药行业是按国际标准划分的 15 类国际化产业之一，被称为“永不衰落的朝阳产业”，是国民经济的重要组成部分，与人民群众的生命健康和生活质量等切身利益密切相关。在我国居民生活水平及城镇化水平不断提高、医疗保险制度改革全面推进、人口老龄化等因素的影响下，医药行业将保持稳定增长。医药行业可分为医药商业（流通业）和医药工业（制造业）两大子行业。从收入规模来看，公司以医药商业为主。

医药商业

医药商业是指连接上游医药生产企业和下游经销商以及终端客户的一项经营活动，主要是从上游企业采购货物后批发给下游经销商，或直接出售给医院、药店等零售终端客户的药品流通过程。医药流通企业则通过流通过程中的交易差价及提供增值服务获取利润。

我国医药流通市场经过多年发展，已经基本形成了包括国有企业、民营企业和外资企业等多种所有制并存、覆盖城乡的药品流通体系，已培育出国药集团这样具有全国性销售网络的大型医药商业企业，以及为数不多的区域性医药商业龙头，如华北地区的华润医药商业集团有限公司（以下简称“华润医药商业集团”）、天津医药，华东地区的上海医药、南京医药，华南地区的广州药业，西南地区的桐君阁、重庆医药等。尽管医药流通业集中度远高于医药工业，但销售额在 100 亿元以上的流通企业只有 15 家，2014 年医药商业前十名占前百强比例约 66.72% 的市场份额，仍低于美国、日本等成熟市场。

2009 年 8 月 18 日，国家出台《关于建立国家基本药物制度的实施意见》（以下简称“《意见》”），《意见》中规定：“政府办医疗机构使用的基本药物，由省级人民政府指定机构按《招标投标法》和《政府采购法》的有关规定，以省为单位实行网上集中采购、统一配送。由招标选择的药品生产企业、具有现代物流能力的药品经营企业或具备条件的其他企业统一配送”。随着基本药物制度的推行，医疗资源将向基层倾斜。但基本药物的特性决定了配送企业的低利润率；另一方面，基层医疗机构数量众多且遍布全国，单一机构的药品用量较小，这对流通企业的配送能力提出了更高的要求，必然增加配送成本。低利润空间和高流通成本的矛盾决定了中小规模、终端较少的医药流通企业的生存空间将受到限制，只有具备规模化、专业化及现代化物流体系的医药流通企业才能在竞争中凭借更为明显的成本优势和流通效率，使盈利能力有所提升；同时，规模企业也将通过并购重组，进一步提高市场份额、获取更多利润。

行业集中度的提高是我国药品流通行业发展的大趋势

根据商务部发布的《2014 年药品流通行业运行统计分析报告》，截至 2013 年末，全国共有药品批发企业 1.49 万家，药品零售连锁企业 3,570 家，零售药店门店总数达 43.26 万家。流通企业多，行业集中度较低，恶性竞争屡禁不止，严重制约了我国医药流通行业的健康发展、阻碍了新医改的贯彻实施。针对上述情况，减少流通企业数量，加速行业内整合，提高行业集中度已成为我国药品流通行业发展的大趋势，同时也是国家制定规划的重点内容之一。

随着我国药品流通市场销售额的不断攀升，大公司、大集团在医药市场的地位和作用日益突出，市场集中度和经济效益集中度显著提高。2014 年前 100 位药品批发企业主营业务收入占同期全国市场总规模的 65.9%，比上年提高 1.6 个百分点，前三位药品批发企业约占 30%；前 100 位药品零售企业销售额占同期全国零售市场销售总额比重远低于美国、日本等成熟市场。同时，利润也向优势企业集中，规模扩张加速。目前医药生产、流通百强企业多集中在长三角、珠三角、环渤海等经济发达地区，而在国家实施西部大开发、振兴东北、促进中部地区崛起等发展战略背景下，上述地区的医药经济发展也将被带动起来。

另外，2011 年 5 月 5 日，商务部正式对外公布了《全国药品流通行业发展规划纲要（2011~2015）》。《规划纲要》在分析了当前行业发展现状和面临的形势后，明确了行业发展的“十二五”时期的总体目标，即：到 2015 年形成 1~3 家年销售额过千亿元的全国性大型医药商业集团，20 家年销售额过百亿的区域性药品流通企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发总额 85% 以上，药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额 60% 以上；连锁药店占全部零售门店的比重提高到 2/3 以上；县以下基层流通网络更加健全，骨干企业综合实力接近国际分销企业先进水平的目标。同时，提出了围绕“提高行业集中度，调整行业机构；发展药品现代物流和经营方式，加强对外交流

合作；规范药品流通秩序，加强行业信用建设；加强行业基础设施建设，提升行业发展水平”四个方面的八大任务。《规划纲要》的发布，有助于改善并逐步解决我国医药商业行业集中度低，现代医药物流发展相对滞后，管理水平、流通效率和物流成本与发达国家差距大等诸多问题，并进一步推进我国医药卫生体制改革的进程；行业内龙头企业有望通过收购、合并、托管、参股和控股等多种方式逐步实现规模化、集约化和国际化经营，降低营业成本，提高盈利能力。同时，由商务部制定的《药品批发企业物流服务能力评估指标》、《零售药店经营服务规范》、《药品流通企业诚信经营准则》、《药品流通行业职业经理人标准》、《药品流通企业通用岗位设置规范》等五个药品流通行业标准于2012年12月1日起正式实施，这将使我国整个医药流通行业更加规范，并促使药企进行调整和转型，行业整合仍将是顺势所趋。

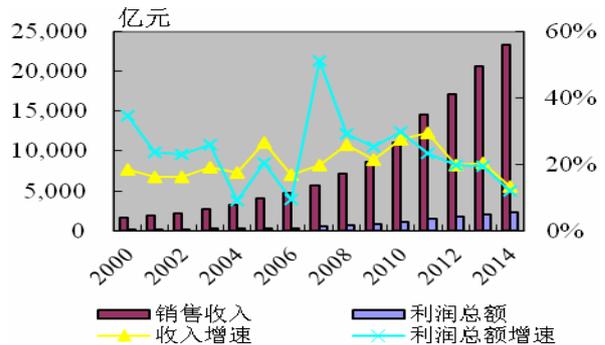
现代物流建设是降费增效的关键

现代医药物流作为医药流通企业调整经济结构、转变经济增长方式的重要途径，将是降低成本、提高效率与效益最关键的因素之一，在医药经济发展中发挥着越来越重要的作用。因此，整合各类资源，延伸服务领域，提升服务水平，建立快捷、高效、安全、方便且具有国际竞争力的现代医药物流服务体系，大幅提高物流的社会化、专业化和现代化水平，将是医药流通企业应对挑战、谋求发展的上佳选择。

上游供给-医药制造业

随着经济的增长和人口老龄化的加快，我国医药行业近年来保持了快速增长。医药制造业的销售收入从2000年的1,594.33亿元增长到2014年的23,325.61亿元，年均复合增长率达到21.12%；2014年全行业实现利润总额2,322.20亿元，同比亦增长12.09%，医药制造业收入和利润水平仍保持两位数的增速，但中诚信国际注意到近年来增速已呈下滑趋势。目前我国的医药行业与欧盟和北美国家相比尚处于成长阶段，医药企业在规模、资金和技术等方面较国际知名医药企业仍存在较大差距，行业未来仍有较大的增长空间。

图2: 2000年~2014年中国医药制造业销售收入及利润总额变化情况

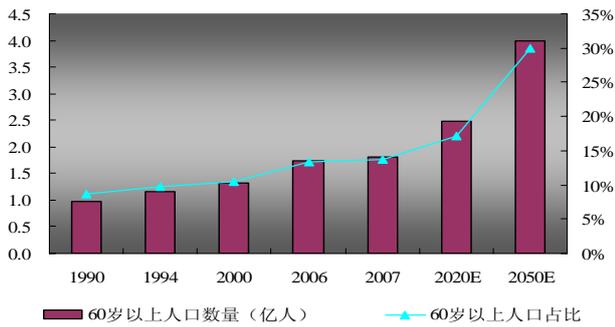


资料来源：公开资料整理

下游需求

药品消费的增长与人口的自然增长及人口结构的变化有着密不可分的关系。根据《2010年第六次全国人口普查主要数据公报》，大陆31个省、自治区、直辖市和现役军人的人口同第五次全国人口普查相比，十年共增加7,389.98万人，增长5.84%，年均增长率为0.57%。截至2013年末，我国人口总数达到13.61亿，全国卫生费用达3.17万亿元，较上年增长约9.69%，却仍远不能满足居民的医疗卫生需求。人口数量及人均卫生费用的增长构筑了医药行业巨大的潜在需求，并将对药品消费的增长形成有力拉动。同时，人口老龄化程度的加剧也是国内医药市场快速增长的重要推动力。根据联合国标准，一国60岁以上老年人口达到总人口的10%或者65岁以上老年人口占人口总数的7%以上并不断增加，这个国家就属于人口老龄化国家。按此标准，中国自2000年起就已经进入老龄化社会，截至2014年末，我国60岁及以上老年人口达到2.12亿，占总人口的15.5%，较上年末提高0.6个百分点。根据《中国人口老龄化发展趋势预测报告》预测，到2020年，老年人口将达到2.48亿，老龄化水平为17.17%；到2050年，老年人口总数将超过4亿。由于老龄人口疾病发生率高，且以重病、慢性病为主，需要经常或长期用药（相关研究表明，退休人员卫生费用一般是未退休人员卫生费用的3倍，在某些国家甚至达到5倍），因此老龄人口占比的增加将直接刺激我国药品消费总量的增长。

图 3: 中国 60 岁以上人口数量及占总人口的比例



资料来源: 卫生部

此外, 由于城镇居民人均可支配收入远高于农村居民, 且我国医疗资源在城镇和农村的分布极不均衡, 绝大部分医疗资源集中于城镇, 导致城镇居民医疗费用支出远高于农村人口。通过历史数据分析, 农村人口的年均医疗费用只及城镇人口的1/4~1/3, 城镇化水平的提升也有助于扩大国内医疗卫生需求的总量。截至 2014 年末, 我国城镇人口已达 7.49 亿, 城镇化水平为 54.77%, 今后几年政府仍将加大城乡基础设施投资力度, 快速推动城镇化进程。

行业关注

医药行业运行态势良好, 医药卫生体制改革的推进有助于扩大市场容量

2012年以来, 政府对医药行业的调控力度不断加强, 国家及地方政府的医药政策密集出台, 从年初的《国家药品安全“十二五”规划》, 到年末印发的《生物产业发展规划》, 政策面覆盖到医药各细分领域, 不仅大部分对各领域的具体发展方向和目标进行了明确, 也对实施方法进行了指导, 这将有利于行业规范化程度的提高, 并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。在医药新政中, 2012年1月工信部发布《医药工业“十二五”发展规划》, 聚焦五大重点领域、六大保障措施、七大发展目标、十大主要任务, 将促进我国医药工业由大到强的转变; 《关于县级公立医院综合改革试点的意见》及《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》的发布标志着对医院补偿机制的改革开始进入实质阶段, 推进县级医院综合改革, 通过取消药品加成而转为服务收费及政府补贴并落实相

关责任等方式使医改的执行性得到加强; 同年11月, 《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》出台, 医保支付方式改革正式开始, 新政主要面向基层, 并建立了激励约束机制, 虽然目前尚处于探索阶段, 但控制总额、按人头或病种付费等方式的转变, 将影响医疗终端的扩容速度和药品结构, 未来高性价比产品将迎来发展机遇; 同时, 由商务部制定的《药品批发企业物流服务能力评估指标》、《零售药店经营服务规范》、《药品流通企业诚信经营准则》、《药品流通行业职业经理人标准》、《药品流通企业通用岗位设置规范》等五个药品流通行业标准于2012年12月1日起正式实施, 这将使我国整个医药流通行业更加规范, 并促使药企进行调整和转型, 行业整合仍将是大势所趋。2013年3月, 卫生部发布《国家基本药物目录》(2012年版), 涉及品种大幅增加, 中药品种比例有所提升, 注重结构优化, 剂型规格标准化增强, 基药招标采购中的质量指标愈加重要。

2014年, 李克强总理在政府工作报告中提出要推进医改向纵深发展, 扩大城市公立医院综合改革试点, 创新社会资本办医机制和巩固完善基本药物制度, 并于3月25日主持召开国务院常务会议确定今年深化医药卫生体制改革重点工作。中诚信国际认为, 此次政府工作报告首次提出“创新社会资本办医机制”的理念, 进一步表明了政府对社会资本办医的大力支持, 为社会资本办医扫清部分障碍, 有助于调动社会资本办医的积极性和促进多元化医疗体系的发展。2015年, 李克强总理提出继续深入推进医药卫生改革发展, 取消绝大部分药品政府定价, 完善城乡居民基本医保, 深化基层医疗卫生机构综合改革, 全面推县级公立医院改革, 破除以药养医, 并积极发展中医药和民族医药产业。

在医改纵深发展的政策鼓励下, 目前已有多家医药企业向产业链的下游拓展, 参与到公立医院改革和民营医院建立的大潮中, 预计未来将会有越来越多企业参与其中。而民营医院的建立也对以提供医疗服务和医疗器械为主的企业带来新的发展机遇。从具体执行来看, 目前新医改在加大投入方面成效渐显, 但要达到改革目标, 政府仍任重道远。

表1：2012年以来医改重要政策一览

发布时间	政策名称
2012年1月19日	工信部发布《医药工业“十二五”发展规划》
2012年3月14日	国务院办公厅发布《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》
2012年6月7日	国务院办公厅以国办发〔2012〕33号印发《关于县级公立医院综合改革试点意见》
2012年9月3日	发改委发布《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》
2012年11月14日	人力资源社会保障部、财政部、卫生部发布《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》
2012年12月29日	国务院印发《生物产业发展规划》
2013年2月22日	国家食品药品监督管理局发布《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励药物创新的意见》
2013年3月15日	卫生部发布2012年版《国家基本药物目录》
2013年7月18日	国务院印发《深化医药卫生体制改革2013年主要工作安排》
2013年9月28日	国务院印发《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》
2013年12月30日	国家卫生和计划生育委员会发布《关于加快发展社会办医的若干意见》
2014年3月26日	卫生计生委、财政部、中央编办、发展改革委和人社部《关于推进县级公立医院综合改革的意见》
2014年5月8日	发改委发布《发改委定价范围内的低价药品目录》
2014年5月13日	国务院印发《深化医药卫生体制改革2014年重点工作任务》
2014年11月25日	发改委发布《推进药品价格改革方案（征求意见稿）》
2015年1月14日	国家卫生计生委《2015年卫生计生工作要点》
2015年5月4日	国家发改委、国家卫生计生委等部门联合下发《关于印发推进药品价格改革意见的通知》

资料来源：根据公开资料整理

低价药目录以及相关改革方案出台标志着药价监管将逐渐放开，长期来看药品价格将趋于市场化

多年以来国家对于医药行业进行了持续的治理整顿，大规模降低药价数十次，但药价虚高的问题仍然突出，消费者的医疗负担仍然沉重。2014年5月，国家发改委发布《发改委定价范围内的低价药品目录》（简称“低价药目录”），共涉及533个品种（其中西药283种、中成药250种）1,154个剂型，其筛选标准为：中成药日服用费用不超过5元，化学药日服用费用不超过3元。同时，明确了目录内的药品将取消政府制定的最高零售价，由生产者根据成

本和市场供应自行制定销售价格。目前除西藏外，全国30个省(市、区)的主管部门已相继公布了各地的低价药增补目录。部分低价药物由于销售价格低，医药企业利润空间小导致生产积极性差，出现了不同层次的断供现象，该低价药目录的出台在一定程度上体现了政府在医疗体制改革推进过程中，逐渐放松价格行政管制，尊重市场机制的积极信号，同时也纠正了招标过程中唯低价是取、忽视质量的招标方式，对低价药品供应起到了积极推动作用。对低价药目录内的药品来说，取消最高零售价意味着有一定的提价空间，相应的药品制造企业在保证质量的前提下，生产积极性也会有所提高。而对低价药目录之外的药品来说，中长期来看，为控制医疗卫生费用支出，药品价格仍将呈下降趋势，医药制造企业利润空间亦将受到挤压。

2015年5月，国家发改委、国家卫生计生委等部门联合下发《关于印发推进药品价格改革意见的通知》指出，从2015年6月1日起除麻醉药品和第一类精神药品外，国家取消药品政府定价，从完善药品采购机制、强化医保控费作用、强化医疗行为监督、强化价格行为监管等四方面加强监管，发挥医保支付基准价的引导作用，由市场竞争形成药品实际成交价格，并使药品市场价格保持在合理水平。具体细则方面，医保基金支付的药品由医保部门会同有关部门制定医保支付标准，建立引导市场价格合理形成的机制；专利药品（包括医保目录外专利药品）、独家生产的药品等市场竞争不充分的药品建立公开透明、多方参与的价格谈判形成机制；医保目录外的血液制品、全国统一采购的预防免疫药品和避孕药具，通过招标采购或谈判形成价格。第一类精神药品和麻醉药品，基本沿用现行政策，仍实行最高出厂价格和最高零售价格管理。长期来看，取消药品政府定价后，受药品招标采购机制和医保控费机制的综合制约，大部分药品市场价格上涨空间较为有限，其中技术水平较低的大宗仿制药价格将面临较大的冲击，而专利药、创新药、独家药品受到的影响不大，药品价格将逐步趋于市场化。

竞争及抗风险能力

营销网络进一步扩展，渠道下沉取得成效，行业地位不断巩固

公司拥有全国最大的药品分销网络，目前已经能够通过遍布全国 31 个省、直辖市及自治区的 51 个分销中心的庞大分销网络为全国客户提供产品及服务，其销售规模已连续数年保持全国第一。在充裕资金的支撑下，国药控股通过加速建立或并购区域分销中心等方式拓展销售网络，截至 2015 年 3 月底，公司的直销客户已涵盖全国 12,666 家医院，公司还拥有 166,755 家医药分销商、零售药店及其他医疗机构客户。

总体来看，公司在医药商业领域拥有很强的整体竞争实力，通过近年的大规模并购重组，网络铺设及渠道下沉成效已得到体现，行业地位不断巩固。

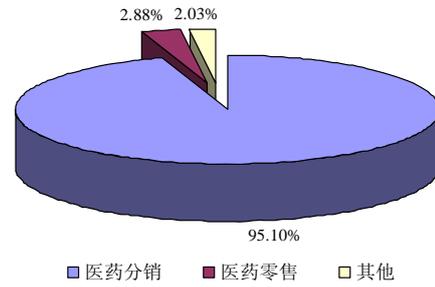
融资渠道畅通，多次 H 股配售及债务融资工具的发行令公司资金实力不断增强

作为国内最大的药品分销商及领先的供应链服务供应商，继 2011 年成功完成 H 股的配售和中期票据的发行，以及 2013 年成功完成 H 股的配售和公司债的发行之后，国药控股于 2014 年 12 月又完成了 1.99 亿 H 股的配售，募集资金净额 43.91 亿元。2014 年及 2015 年上半年，公司还成功发行了四期超短期融资券。总体来看，国药控股融资渠道畅通，资金实力不断增强，多元的融资渠道也为公司充分把握国内医药卫生体制改革所带来的历史机遇、通过多种方式加速销售网络布局、巩固行业地位提供了资金保障，其抗风险能力极强。

业务运营

公司业务分为医药分销、医药零售和其他业务三大板块，其中医药分销业务的收入在营业总收入中的占比超过 90%，医药分销主业较为突出；其他业务包括实验室用品、化学试剂、药品的制造销售。2014 年，公司实现营业总收入 2,001.31 亿元，较上年增长 19.94%；实现利润总额 59.45 亿元，同比增长 28.59%。

图 4：2014 年公司主营业务收入构成



资料来源：公司财务报表

医药分销

公司拥有全国最大的药品分销网络，近年通过加强对销售终端的管理，实施学术推广、深度分销、临床销售推广等一系列举措将销售终端下移，从而提升了自身的竞争力和对供应商的话语权。目前，公司已能够通过遍布全国 31 个省、直辖市及自治区的 51 个分销中心的庞大分销网络为全国客户提供产品及服务，其销售规模已连续数年保持全国第一。公司还长期承担着全国各地所需抢险救灾药品及医疗器械的中央储备、调拨和供应任务。

从业态结构来看，商业分销和医院纯销业务的增长一直支撑着公司整体的销售规模。通常来说，医院纯销利润率较高，应收账款的坏账损失率低但回款时间较长；商业分销利润率相对较低，但增长的空间较大，且应收账款回款时间短于医院纯销，能够有效的补充公司现金流。鉴于销售方式各有利弊，公司在日常经营管理中注重各项业态间的结构平衡，以兼顾盈利水平和回款效率。在充裕资金的支撑下，国药控股通过加速建立或并购区域分销中心等方式拓展销售网络。截至 2015 年 3 月底，公司的直销客户已涵盖全国 12,666 家医院，还拥有 166,755 家医药分销商、零售药店及其他医疗机构客户。

表 2：2012 年~2015 年 3 月公司客户构成情况（单位：家）

经营业态	数量			
	2012	2013	2014	2015.3
医院	10,351	11,552	12,264	12,666
分销商客户	6,581	7,790	7,796	6,197
零售药店及其他医疗机构	132,690	145,033	156,377	160,558

资料来源：公司提供

从终端市场来看，公司经销的产品多销往第一

（主要指城市医院）、二（主要指商业客户和零售药店）终端，对第三终端市场（主要指城市社区及农村卫生院所）较少涉及。从产品结构来看，公司采购的产品主要来源于全球50强医药公司，如Roche、AstraZeneca、Pfizer、GlaxoSmithKline、Merck、Eli Lilly及Novo Nordisk等，以及98家中国100强医药公司，如江苏恒瑞、哈药及华北制药等；同时，公司在中国分销50种全球最畅销药品中的38种。此外，公司还是我国仅有的三家特许麻醉药品全国分销商之一，根据中国麻药协会的资料，公司目前占该行业国内市场份额约90%。公司经销超过28,500余种不同类型医药及保健商品，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。凭借全国性的销售网络和质量、高附加值的物流配送服务，国药控股已成为跨国医药公司进入中国市场的重要合作伙伴。2014年，公司前十大销售品种共计实现销售收入116.53亿元，占同期主营业务收入的5.84%。

表 3：2014 年公司前 10 大销售品种收入情况（亿元）

药品	2014 年收入
硫酸氢氯吡格雷片	18.62
瑞格列奈片	13.51
吸入用布地奈德混悬液	12.17
阿托伐他汀钙片	11.30
注射用血栓通(冻干)	11.02
喜炎平注射液	11.02
阿卡波糖片	10.33
恩替卡韦片	9.54
盐酸氨溴索注射液	9.53
注射用胸腺法新	9.49
合计	116.53

资料来源：公司提供

市场覆盖方面，在充裕资金的支撑下，国药控股一方面加速建立或并购区域分销中心以拓展销售网络，一方面对下属核心子公司进行增资以提高其资金实力，以便进一步扩大市场份额。截至2014年底，公司已完成208个网络下沉项目，通过新设和收购新增纳入合并范围的子公司40家。所有公司收购标的和合作方均为在全国或省级市场拥有较高市场占有率或直销业务突出的优质医药销售企业，极大地充实了公司的销售网络，但较大规模

的并购重组同时也给管理带来挑战。

公司已在北京、上海、广州及西安建立了四个枢纽级物流中心，对应其二级子公司在省会城市建立了省级物流中心42个，地市级物流网点174个，零售物流网点21个，总网点数达到241个。上述物流中心拥有先进的仓储条件，运用现代化的信息管理系统对各个区域的药品进行统一调配，能够有效的节约成本，提高整体运营效率。另外，公司还会为供应商及客户提供包括供应商解决方案、网上产品订购、存货追踪与管理、分销中心管理及供应链管理顾问服务等供应链增值服务，在帮助其改善医疗保健产品的付运效率、降低所占医药供应链的整体成本的同时，为加强双方之间的合作奠定了基础。

表 4：截至 2014 年末医药分销物流中心情况

配送范围	物流中心数量	省级物流中心数量
东北地区	17	3
华北地区	39	7
华东地区	63	13
华中地区	39	3
西北地区	30	6
华南地区	26	4
西南地区	27	6
合计	241	42

资料来源：公司提供

总体来看，医药分销是公司最重要的业务板块。得益于全国性的销售网络以及长时间从事医药流通业务形成的资源、渠道、仓储等多方面的优势，公司在医药商业领域拥有很强的整体竞争实力，通过近年的大规模并购重组，网络铺设及渠道下沉成效已得到体现。中诚信国际同时也关注到，随着国家医疗体制改革的逐步推进以及新型农村合作医疗制度和社区卫生服务体系目标的确立，我国药品消费集中在城市大型医院的市场格局将得到调整，第三终端市场将呈现较快增长，原有的药品终端消费结构和医药商业经营模式将发生改变，这为公司商业发展提供了更广阔的空间，同时重组整合使得公司商业规模不断扩大，但会在运营效率、管理水平等方面为其带来挑战。

医药零售

公司医药零售业务主要是通过直营店和特许

经营店等连锁形式销售处方药、非处方药及医疗保健品等医药产品。同医药分销主业相比，公司医药零售业务的收入、利润占比均较低。2014 年医药零售业务实现销售收入 57.42 亿元，毛利润 15.49 亿元，在主营业务收入占比 2.88%，毛利润占比 9.64%，对公司整体运营影响较小。截至 2015 年 3 月底，国药控股共拥有 2,789 家零售门店，其中直营店 1,919 家、特许经营店 870 家，并已在北京、上海、天津、辽宁、江苏、浙江和广东等主要省市建立了如“国大”、“大德生”、“一致”等品牌。

目前零售业务对公司整体收入和净利润的贡献不大，但随着公司逐步将下属主要零售品牌进行整合，统一采购、统一管理等方式将逐步改善该项业务的盈利能力。同时，在外延拓展方面，公司在渤海湾、长江三角洲、珠江三角洲等国内发达地区的各个主要城市直营店的数目及竞争连锁药店的收购数量大幅增加，并开设了更多零售药店，预计到“十二五”末，其医药零售业务覆盖区域将扩充到全国范围，预计医药零售业务收入将实现稳步增长。

表 5：2012 年~2015 年 3 月公司自营及特许经营零售药店数目变化情况

2012		2013		2014		2015.1~3	
直营店	特许经营店	直营店	特许经营店	直营店	特许经营店	直营店	特许经营店
1,554	241	1,632	285	1,747	349	1,919	870

资料来源：公司提供

其他业务

公司的其他业务包括实验室用品、化学试剂、药品的制造销售，2014 年其他业务实现销售收入 40.47 亿元。制药业务规模虽然不大，但盈利比较稳定，正逐步形成与公司分销业务的良好互动。

国药控股的药品生产和销售主要由下属上市公司国药股份及国药一致所属的子公司国瑞药业与致君制药、苏州致君万庆分别通过设于淮南与深圳、苏州的基地进行，其生产的产品以普药处方类药物为主，治疗领域包括抗感染、呼吸系统、心血管系统及疼痛治疗等。实验室用品及化学试剂的生产及分销由国药集团化学试剂有限公司负责，该公司产品包括化学、生化及诊断试剂、玻璃器皿、实验室设备、仪器及其他实验产品，2014 年动销品规

为 78,219 个，其中化学试剂类 57,669 个，非化学试剂类 20,550 个。此外，公司还是全国仅有的 21 家麻特药定点生产企业之一，由于麻醉药品属国家专控产品，因此该项业务多年来利润保持稳定。同时，公司继续积极与全球各地医药行业的优秀企业进行交流，与多家海外企业达成了广泛的合作意向，并继续加速推进了合作项目，使得自身医药制造业务的产业链一体化日趋完善，未来收入规模有望实现稳定增长，但也带来了不同企业和地域间的文化融合、管理模式的探索借鉴以及资金的调配管理等一系列问题。外延式扩张带来的工业板块实力的增强并不能弥补自有品牌建设能力的不足，公司医药制造业务的竞争力仍需进一步提升。中诚信国际将持续关注公司并购重组后的实际经营效果。

管理

产权状况

截至 2015 年 3 月末，国药产投和国药集团直接持有国药控股 56.79% 和 0.10% 的股权，其余股权均由公众股东（含社保基金）持有，其最终控股股东为国药集团；公司拥有纳入合并范围的二级子公司 64 家，其中国药股份为 A 股上市公司、国药一致为 A 股、B 股上市公司。

法人治理结构

公司已按照公司法和有关规定建立了法人治理结构，设置了股东大会、董事会和监事会。其中股东大会是公司的最高权力机构；董事会是公司的决策机构；监事会是公司的监督机构。

管理水平

公司建立了以资金管理、预算管理、信用管理、应收及应付账款管理、费用管理、投资及担保管理等为主要内容的管控体系。

在预算管理方面，公司实行“统一预算、分级授权、差异控制”的原则，且需要做到全员参与、全面覆盖，并进行事前预算、事中控制和事后分析相结合的全程监控。在资金管理方面，公司本部对下属子公司实行了资金统筹与资金下拨，要求各项目所属子公司根据月度预算和实际资金需求，提前 7 个工作日报公司本部审批后，由本部将资金下拨

到项目所属公司物流基建资金专户，合理调配资金使用；年度预算、月度预算和日计划分别由省级公司、地级公司、成员企业上报资金计划，由相关权力部门进行统一的资金筹措和调配，并预测资金余缺，提前做好融资准备或盈余资金的安排。另外，公司对贷款严格实行资金收支两条线管理，所有销售回款汇入指定收款账户，采购贷款则从指定付款账户支付。

在信用管理方面，公司设置了独立于销售部门的信用管理部门，由该部门拟定信用管理目标、建立和维护客户信用档案、组织客户信用评估、审核信用评估结果、监控公司的应收账款状况等，同时配备适当数量的专职人员从事信用管理工作。在应收及应付账款管理、费用管理、存货管理等方面，公司制定了一系列完善的管理制度，为日常生产经营提供保障。公司还严格控制对外担保，禁止其成员公司（包括公司本部、二级子公司和三级子公司）对成员外企业提供担保；需对参股企业提供担保的，必须由其他股东与控股股东按股权比例共同提供担保，从而保证公司资金安全。

总体看，公司的经营管理制度健全，对下属企业的控制力较强。但下属子公司数量较多、管理跨度较大、地域间企业文化差距较为明显，未来随着业务规模的进一步扩张，公司内部管理难度将加大。

战略规划

“十二五”期间，国药控股将秉承“贸科工”一体化发展的方略，以“保持行业第一，创新商业模式，实现一体化运营”为战略目标，使自身成为具有国际竞争力的医药健康服务提供商。

根据计划，公司仍在进行全国重点区域物流中心的建设，截至 2015 年 3 月末，主要在建和拟建项目计划总投资 14.90 亿元，已完成投资金额为 6.23 亿元。此外，虽然目前营销网络下沉已经取得一定成效，中诚信国际预计未来国药控股仍将通过并购整合的方式进一步推进经营网络的整体下沉，提高对终端市场的控制力，同时对内部管理体系进行深化建设，不断巩固自身行业龙头的地位，因此公司未来仍将保持一定资本支出规模，面临一定的资金

压力。但总体来说，公司资金实力很强，融资渠道畅通，且与目前的盈利能力相比，该部分投入规模不大，公司资金压力较为有限。

表 6：公司在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	2015 年 3 月末已完成投资	目前进展
上海物流中心（二期）	46,546	11,243	在建
国药试剂上海沃凯项目	18,900	17,472	在建
吉林长春物流中心项目	10,383	9,223	在建
江苏南通物流中心项目	11,462	4,341	在建
河南安阳物流中心项目	6,280	2,639	在建
宁夏银川物流中心项目	7,432	5,405	在建
甘肃兰州物流中心项目	8,227	1,540	在建
福建厦门物流中心二期	7,300	2,354	在建
河南商丘物流中心项目	4,562	4,422	在建
内蒙古呼和浩特物流中心项目	12,894	1,427	在建
国药乐仁堂唐山医药有限公司物流中心项目	8,998	2,271	在建
河南南阳物流项目	6,000	-	拟建
合计	148,984	62,337	-

资料来源：公司提供

财务分析

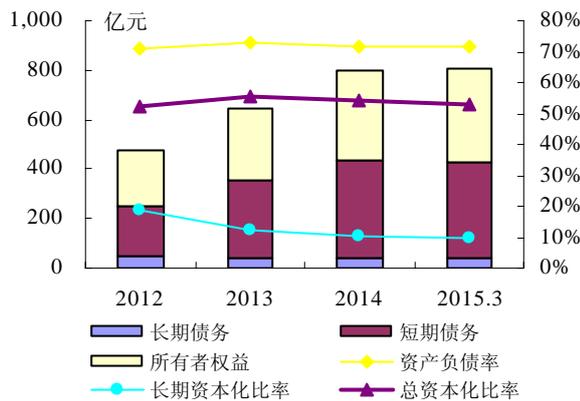
以下分析基于经普华永道中天会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2012 年审计报告、经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）³ 审计并出具标准无保留意见的 2013 年和 2014 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2015 年一季报。

资本结构

随着公司经营规模的扩张和合并范围的增加，其资产规模出现大幅增长，2012 年~2014 年末总资产分别为 797.05 亿元、1,053.04 亿元和 1,285.03 亿元，年均复合增长率达 26.97%。同期，得益于净利润增长和多次 H 股配售成功，公司所有者权益（含少数股东权益）逐年增厚，分别为 229.27 亿元、288.22 亿元和 365.17 亿元。截至 2015 年 3 月末，公司总资产和所有者权益分别增至 1,322.51 亿元和 378.98 亿元。

³ 普华永道中天会计师事务所有限公司于 2014 年改制为特殊普通合伙。

图 5： 2012 年~2015 年 3 月末公司资本结构

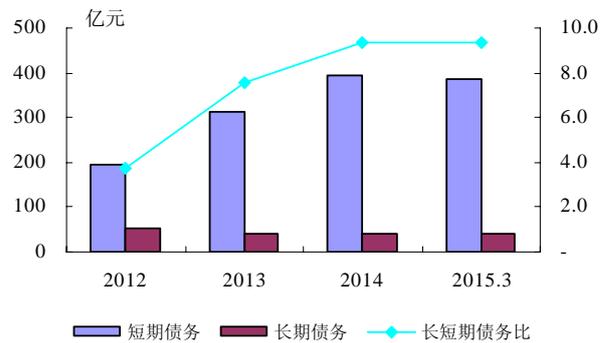


资料来源：根据公司财务报表计算

2012 年~2014 年末，公司总债务分别为 247.79 亿元、354.74 亿元和 435.93 亿元，年均复合增长率高达 32.64%，有息债务规模上升较快。其中 2013 年总债务增长较快，主要是公司于当年发行了规模为 40 亿元的公司债以及增加了短期借款所致；2014 年，短期借款的持续增长和超短期融资券的发行继续推高总债务规模。同期，公司资产负债率分别为 71.24%、72.63%和 71.58%；总资本化比率分别为 51.94 %、55.17%和 54.42%；由于业务规模逐渐扩大，负债规模随之扩大，资产负债率和总资本化比率均保持在较高水平。截至 2015 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 71.34%和 53.02%。未来随着公司继续以并购重组方式推进经营网络进一步下沉，其债务水平将维持高位。

从债务结构来看，公司以短期债务为主，长期债务规模较小。2012 年~2014 年末公司短期债务/长期债务分别为 3.77 倍、7.58 倍和 9.32 倍。2012 年短期债务/长期债务大幅上升主要是两期共计 50 亿元的中期票据转入一年内到期的非流动负债，以及短期借款增加所致。2014 年，公司偿还了 2011 年发行的两期中期票据共计 50 亿元，同时又发行了两期超短期融资券共计 60 亿元，长短期债务比保持增长态势。截至 2015 年 3 月末，短期债务和长期债务分别为 386.42 亿元和 41.31 亿元，其债务结构有待改善。

图 6： 2012 年~2015 年 3 月末公司债务结构



资料来源：根据公司财务报表计算

总体来看，公司近几年资产规模和所有者权益均快速扩张，资产负债率变化不大但维持在较高水平，债务规模保持增长态势，其中短期债务占比较高，公司债务结构有待优化。

盈利能力

受益于国内医药市场的发展，以及并购重组带来的公司医药流通板块市场份额的增长和工业板块实力的增强，2012 年~2014 年公司分别实现营业收入 1,357.87 亿元、1,668.66 亿元和 2,001.31 亿元，年均复合增长率 21.40%。2015 年一季度，公司实现营业总收入 551.52 亿元，占上年全年营业总收入的 27.56%。从收入结构来看，医药分销业务是公司营业收入的主要来源，2014 年医药分销板块实现营业收入 1,897.91 亿元，占营业总收入的 94.83%，主业优势明显。

表 7： 2012 年~2015 年 3 月公司主营业务收入构成（亿元）

	2012	2013	2014	2015.1~3
医药分销	1,272.75	1,581.73	1,897.91	519.66
医药零售	38.68	46.71	57.42	19.48
其他业务	41.51	35.34	40.47	10.80

资料来源：公司提供

公司 2012 年~2014 年和 2015 年一季度毛利率水平分别为 8.19%、8.13%、8.22%和 8.17%，总体呈现较为稳定的态势。分板块来看，公司医药分销业务毛利率变化不大，医药零售板块毛利率虽有所下降但仍维持在较好水平，以医药制造为主的其他业务板块与医药流通业务相比盈利能力较好。在收入规模增长的同时，公司也十分重视对营业成本的管理控制，随着渠道网络的逐渐铺开，布局逐渐完

善，中诚信国际预计未来其毛利率水平保持较为平稳的状态。

表 8：2012 年~2015 年 3 月公司分板块毛利率情况 (%)

	2012	2013	2014	2015.1~3
医药分销	6.13	6.61	6.90	6.77
医药零售	45.42	28.47	26.98	23.94
其他业务	31.36	42.16	35.21	36.85

资料来源：公司提供

费用方面，随着营业规模的扩大，公司三项期间费用也逐年上升，但得益于内部管理效率的提升和成本控制的加强，三费收入占比保持在较低水平且呈现逐年下降趋势。2014 年，公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 51.23 亿元、33.26 亿元和 18.76 亿元，三费收入占比 5.16%。2015 年一季度，公司三费收入占比降至 4.79%，预计其三费收入占比将持续保持较低的水平。

表 9：2012 年~2015 年 3 月公司三项期间费用情况

单位：亿元	2012	2013	2014	2015.1~3
销售费用	37.30	44.74	51.23	14.20
管理费用	24.83	28.84	33.26	8.08
财务费用	11.66	14.93	18.76	4.13
三费合计	73.79	88.51	103.24	26.41
营业总收入	1,357.87	1,668.66	2,001.31	551.52
三费收入占比	5.43%	5.30%	5.16%	4.79%

资料来源：根据公司财务报表计算

利润总额方面，2012~2014 年公司分别实现利润总额 40.09 亿元、46.23 亿元和 59.45 亿元，年均复合增长率达 21.77%，盈利能力不断增强，其中经营性业务利润在利润总额中的占比分别为 87.26%、95.37% 和 96.98%，主业盈利能力很强。2015 年一季度，公司分别实现利润总额和经营性业务利润 17.48 亿元和 17.80 亿元。

总体来看，受益于国内医药市场的迅速发展和并购重组的推进，公司收入规模和利润总额逐年增长，盈利能力不断增强。同时，得益于内部管理效率的提升和成本控制的加强，三费收入占比呈现下降趋势，中诚信国际预计国药控股未来仍将保持很强的盈利能力。

现金流

从公司近年来现金流入结构上看，经营活动现金流入构成了绝大部分现金总流入。公司经营活动

现金流主要来源于医药分销、医药零售及其他业务板块产品的销售及服务。受销售规模持续增长的影响，2012 年~2014 年公司经营活动净现金流亦保持增长态势，分别为 40.17 亿元、49.41 亿元和 55.61 亿元。2015 年 1~3 月，公司实现经营活动净现金流 -23.39 亿元，由于医院纯销客户回款周期较长且收入占比较大，第一季度尚未实现回款，导致经营性净现金流较少。

由于规模扩张较快，用于购建固定资产、无形资产和并购支出等的投资支出较大，2012 年~2014 年，公司投资活动净现金流分别为 -22.09 亿元、-40.66 亿元和 -43.58 亿元，呈净流出态势。同期，公司筹资活动净现金流分别为 -51.80 亿元、34.09 亿元和 0.22 亿元；2012 年筹资活动净现金流为负，主要由于当年经营活动产生的净现金流较为充裕，以及投资规模有所回落，公司偿还了部分银行借款所致；2013 年筹资活动净现金流大幅增长，主要由于国药控股当年发行了规模为 40 亿元的公司债以及 H 股的配售成功；2014 年，公司发行了两期超短期融资券共计 60 亿元，同时又偿还了 2011 年发行的两期中期票据共计 50 亿元及部分银行借款，抵消了债务发行的现金流入，使得当年筹资活动净现金流回落至 0.22 亿元。预计随着经营规模的扩大，公司筹资活动现金流仍将保持一定规模。2015 年 1~3 月，公司投资活动净现金流和筹资活动净现金流分别实现 -6.12 亿元和 -25.99 亿元。

表 10：2012 年~2015 年 3 月公司现金流量变化 (亿元)

	2012	2013	2014	2015.3
经营活动现金流入	1,481.75	1,823.02	2,217.12	560.49
经营活动现金流出	1,441.58	1,773.60	2,161.51	583.89
经营活动净现金流	40.17	49.41	55.61	-23.39
投资活动现金流入	4.04	0.55	1.11	1.32
投资活动现金流出	26.12	41.21	44.69	7.44
投资活动净现金流	-22.09	-40.66	-43.58	-6.12
筹资活动现金流入	224.04	376.16	423.37	107.45
其中：吸收投资	1.33	34.34	44.85	0.40
借款	218.72	298.44	318.58	107.05
筹资活动现金流出	275.84	342.07	423.15	133.43
其中：偿还债务	246.47	314.37	386.99	114.88
筹资活动净现金流	-51.80	34.09	0.22	-25.99
现金及等价物增加	-33.69	42.00	12.30	-55.10

额

资料来源：公司报表

从反映现金获取能力的指标来看，近年，公司收现比和付现比均保持较好水平且相互匹配，2014年，公司收现比和付现比均为 1.11 倍，表现出较好的获现能力。

表11：2012年~2015年3月年公司收现指标

	2012	2013	2014	2015.3
收现比 (X)	1.09	1.09	1.11	1.01
付现比 (X)	1.09	1.09	1.11	1.09
EBITDA/营业总收入 (%)	4.35	4.22	4.48	-
经营活动净现金流/净利润 (X)	1.30	1.38	1.22	-1.74

资料来源：根据公司报表计算

总体来看，虽然保持了较大的资本支出规模，但随着业务规模的扩大和营业收入的增长，公司获现能力较强，经营活动现金流规模稳步增长，加之融资渠道畅通，其现金流仍较为充裕。

偿债能力

由于合并范围的扩大及固定资产投资规模的增加，公司的总债务规模持续提升，2012年~2014年末分别为 247.79 亿元、354.74 亿元和 435.93 亿元。同期，短期债务分别为 195.88 亿元、313.40 亿元和 393.71 亿元，2013 年短期债务大幅增长 60.00%，主要是两期共计 50 亿元的中期票据转入一年内到期的非流动负债，以及短期借款增加所致。截至 2015 年 3 月末，公司总债务和短期债务规模分别为 427.73 亿元和 386.42 亿元。

从公司的偿债能力指标来看，2012年~2014年 EBITDA 和经营活动净现金流均能够很好的覆盖利息支出。2014 年，EBITDA 利息倍数和经营活动净现金流/利息支出分别为 4.07 倍和 2.52 倍。由于债务规模较大，经营活动净现金流对总债务的覆盖程度较低，近三年分别为 0.16 倍、0.14 倍和 0.13 倍。总体来看，公司经营活动净现金流可以完全覆盖利息支出，但短期债务规模增长较快，公司仍面临一定短期偿债压力。

表 12：2012 年~2015 年 3 月公司偿债能力指标

	2012	2013	2014	2015.3
长期债务(亿元)	51.92	41.34	42.23	41.31
短期债务(亿元)	195.88	313.40	393.71	386.42
总债务(亿元)	247.79	354.74	435.93	427.73

资产负债率(%)	71.24	72.63	71.58	71.34
总资本化比率(%)	51.94	55.17	54.42	53.02
EBITDA/短期债务(X)	0.30	0.22	0.23	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.37	4.02	4.07	-
经营净现金流/利息支出(X)	2.97	2.82	2.52	-
总债务/EBITDA(X)	4.20	5.04	4.86	-
经营净现金流/总债务(X)	0.16	0.14	0.13	-0.22*
货币等价物/短期债务(X)	0.74	0.70	0.60	0.46

资料来源：公司年报及一季报

或有事项方面，截至 2015 年 3 月底，公司无对外担保；在银行授信方面，公司从交通银行、工商银行、招商银行、兴业银行等金融机构共获得授信总额 827.12 亿元，其中未使用额度为 482.82 亿元。此外，公司自身是 H 股上市公司，下属子公司国药股份为 A 股上市公司、国药一致是 A 股、B 股上市公司，资本市场融资渠道畅通。

过往债务履约情况

根据公开资料，2012 年~2015 年 3 月末，公司银行借款（含债务融资工具）均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

评级展望

作为中国最大的药品、医疗保健产品分销商及领先的供应链服务提供商，国药控股在规模、品牌和销售网络方面的优势明显，盈利能力逐年提升，上市后多次 H 股配售成功使其资金实力不断增强。同时，良好的外部环境、行业需求的不断增长也为公司未来发展提供了有力保障。中诚信国际也关注到并购给公司带来管理方面的挑战、工业板块的实力有待提升等因素对其整体信用状况的影响。

综合来看，中诚信国际认为国药控股未来 12~18 个月信用水平将保持稳定。

结论

中诚信国际评定国药控股股份有限公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

中诚信国际关于国药控股股份有限公司 的跟踪评级安排

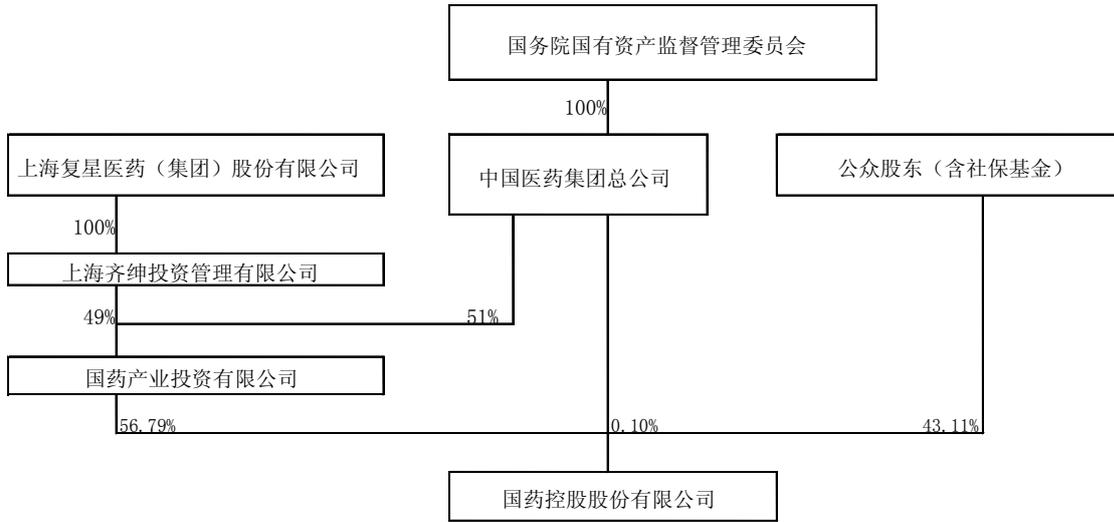
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将对国药控股股份有限公司每年定期或不定期进行跟踪评级。

我公司将在国药控股股份有限公司的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注国药控股股份有限公司公布的季度报告、年度报告及相关信息。如国药控股股份有限公司发生可能影响信用等级重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

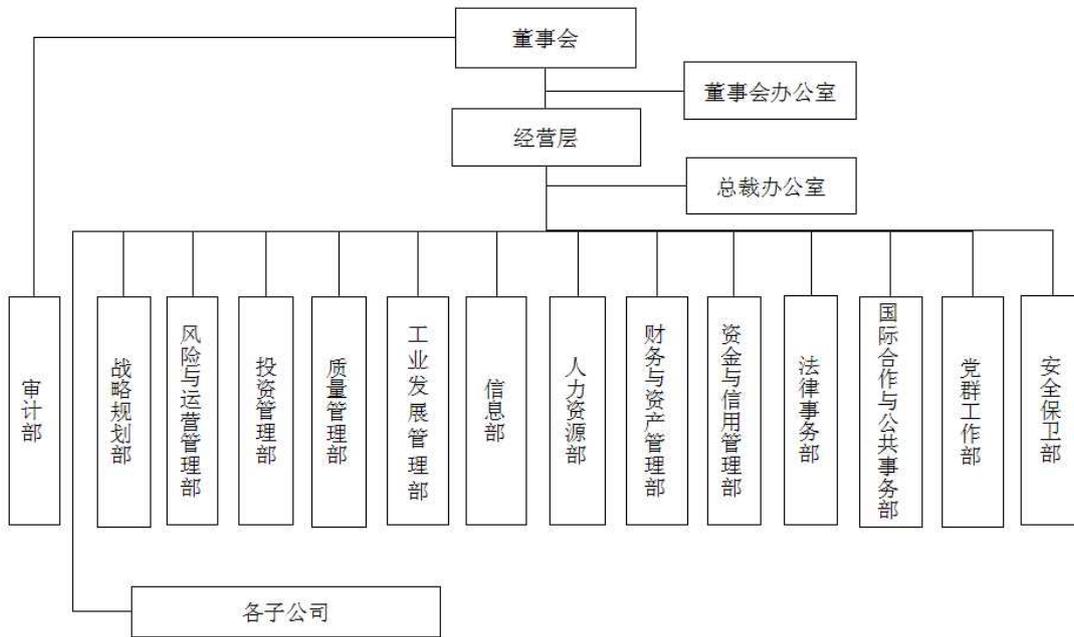
2015年7月20日

附一：国药控股股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：国药控股股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：国药控股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)	2012	2013	2014	2015.3
货币资金	1,131,236.54	1,704,385.48	1,938,355.02	1,373,433.78
交易性金融资产	155.91	112.21	72.83	72.83
应收账款净额	3,422,762.32	4,695,657.77	6,189,831.75	7,045,339.33
存货净额	1,338,839.44	1,645,940.55	2,000,957.34	2,048,044.44
其他应收款	91,400.91	154,217.46	194,010.02	219,228.17
长期投资	89,473.25	100,544.08	127,857.53	135,904.66
固定资产(合计)	555,746.26	643,254.44	727,101.98	730,506.45
总资产	7,970,543.20	10,530,425.98	12,850,290.34	13,225,118.13
其他应付款	292,717.38	371,783.40	361,661.95	361,249.19
短期债务	1,958,767.49	3,134,006.88	3,937,057.27	3,864,234.20
长期债务	519,158.03	413,406.73	422,259.71	413,081.86
总债务	2,477,925.51	3,547,413.60	4,359,316.99	4,277,316.06
净债务	1,346,688.97	1,843,028.12	2,420,961.97	2,903,882.27
总负债	5,677,878.20	7,648,249.93	9,198,586.35	9,435,290.94
财务性利息支出	131,738.57	173,062.67	218,321.32	-
资本化利息支出	3,405.76	2,263.80	2,163.76	-
所有者权益(含少数股东权益)	2,292,665.00	2,882,176.05	3,651,703.99	3,789,827.19
营业总收入	13,578,683.59	16,686,614.62	20,013,126.08	5,515,165.97
三费前利润	1,087,659.57	1,326,023.66	1,608,963.20	442,119.99
投资收益	17,194.67	15,873.88	18,065.67	4,381.00
EBIT	532,620.40	635,352.84	812,789.34	-
EBITDA	590,201.86	704,448.91	897,324.15	-
经营活动产生现金净流量	401,720.89	494,129.37	556,083.57	-233,935.53
投资活动产生现金净流量	-220,862.18	-406,637.34	-435,756.55	-61,240.12
筹资活动产生现金净流量	-517,950.30	340,872.84	2,202.45	-259,851.11
现金及现金等价物净增加额	-336,901.93	420,046.07	123,039.32	-550,988.69
资本支出	152,239.08	130,809.18	188,735.08	40,260.44
财务指标	2012	2013	2014	2015.3
营业毛利率(%)	8.19	8.13	8.22	8.17
三费收入比(%)	5.43	5.30	5.16	4.79
EBITDA/营业总收入(%)	4.35	4.22	4.48	-
总资产收益率(%)	7.24	6.82	6.95	-
流动比率(X)	1.31	1.26	1.28	1.28
速动比率(X)	1.04	1.03	1.04	1.05
存货周转率(X)	9.81	10.19	10.07	10.01*
应收帐款周转率(X)	4.65	4.07	3.68	3.33*
资产负债率(%)	71.24	72.63	71.58	71.34
总资本化比率(%)	51.94	55.17	54.42	53.02
短期债务/总债务(%)	79.05	88.35	90.31	90.34
经营活动净现金/总债务(X)	0.16	0.14	0.13	-0.22*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.21	0.16	0.14	-0.24*
经营活动净现金/利息支出(X)	2.97	2.82	2.52	-
总债务/EBITDA(X)	4.20	5.04	4.86	-
EBITDA/短期债务(X)	0.30	0.22	0.23	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.37	4.02	4.07	-

注：所有财务报表均根据新会计准则编制；公司 2015 年一季度财务报表未经审计；2014 年年报及 2015 年一季报中公司将超短期融资券计入“其他流动负债”，中诚信国际将其调至“短期借款”；带“*”指标已年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

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

营业毛利率 = (营业收入-营业成本)/营业收入

三费收入比 = (财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

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 = 营业成本合计 / 存货平均净额

应收账款周转率 = 营业总收入净额 / 应收账款平均净额

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))

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：主体信用等级的符号及定义

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。