



信用等级通知书

信评委函字 [2016]0786M 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

二零一六年八月十日

2016 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 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.3 |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|
| 总资产(亿元) | 1,053.04 | 1,285.03 | 1,381.07 | 1,484.54 |
| 所有者权益(含少数股东权益)(亿元) | 288.22 | 365.17 | 409.20 | 424.28 |
| 总负债(亿元) | 764.82 | 919.86 | 971.88 | 1,060.25 |
| 总债务(亿元) | 354.74 | 435.93 | 450.08 | 485.72 |
| 营业总收入(亿元) | 1,668.66 | 2,001.31 | 2,270.69 | 625.81 |
| 净利润 | 35.84 | 45.51 | 56.99 | 15.54 |
| EBIT(亿元) | 63.54 | 81.28 | 94.80 | - |
| EBITDA(亿元) | 70.44 | 89.73 | 104.98 | - |
| 经营活动净现金流(亿元) | 49.41 | 55.61 | 135.60 | -45.08 |
| 营业毛利率(%) | 8.13 | 8.22 | 8.26 | 8.07 |
| 总资产收益率(%) | 6.82 | 6.95 | 7.11 | - |
| 资产负债率(%) | 72.63 | 71.58 | 70.37 | 71.42 |
| 总资本化比率(%) | 55.17 | 54.42 | 52.38 | 53.38 |
| 总债务/EBITDA(X) | 5.04 | 4.86 | 4.29 | - |
| EBITDA 利息倍数(X) | 4.02 | 4.07 | 5.07 | - |

注：所有财务报表均根据新会计准则编制；公司 2016 年一季度财务报表未经审计；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：杨琳 lyang02@ccxi.com.cn

项目组成员：李敏 mli01@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2016 年 8 月 10 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、资产重组尚具有一定不确定性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级医药储备等政策资源。目前公司营销网络已遍布全国 32 个省、自治区、直辖市，形成具有 52 个分销中心的强大网络，2016 年 3 月底，公司的直销客户已涵盖全国 13,344 家医院，还拥有 182,058 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，资金实力不断增强。截至 2016 年 3 月末，公司所有者权益增长至 424.28 亿元。
- **收入与利润规模进一步增长，盈利能力不断增强。**2015 年，公司实现营业总收入 2,270.69 亿元，同比增长 13.46%，实现利润总额 74.09 亿元，同比增长 24.63%，盈利能力不断增强。

关注

- **重大资产重组事项的进展。**2016 年 5 月 6 日，公司与其子公司国药集团药业股份有限公司（以下简称“国药股份”）签订了重组框架协议，拟调整安排公司北京地区的医药分销业务资产。2016 年 6 月 14 日，子公司国药集团一致药业股份有限公司（以下简称“国药一致”）公布重大资产重组草案，拟重组国药集团旗下的医药商业和医药工业资产。当前上述重组事项均未完成，中诚信国际将对此保持关注。

- **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。

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。

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、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。

七、本次评级结果自本期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32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2016年3月末，公司拥有纳入合并范围的二级子公司68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。

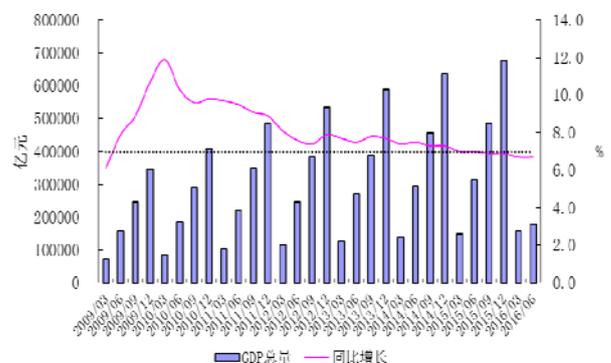
截至2015年末，公司总资产1,381.07亿元，所有者权益（含少数股东权益）409.20亿元，资产负债率70.37%。2015年全年公司实现营业总收入2,270.69亿元，利润总额74.09亿元，经营活动净现金流135.60亿元。

截至2016年3月末，公司总资产1,484.54亿元，所有者权益（含少数股东损益）424.28亿元，资产负债率71.42%。2016年1~3月，公司实现营业总收入625.81亿元，利润总额20.28亿元，经营活动净现金流-45.08亿元。

宏观经济和政策环境

2016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、金融市场波动加剧等多重因素影响，中国经济增长延续趋缓态势，上半年GDP增长6.7%，增速与一季度持平。未来，虽然经济下行压力依然较大，但随着“十三五”规划逐步落实、供给侧改革实质性推动，结构性减税等改革持续推进，一系列稳增长、促改革措施持续发力，中国经济或将持续筑底，预计2016年全年经济增长在6.6%左右。

图1：中国GDP及其增长



资料来源：国家统计局

从需求来看，需求结构呈现投资增长有所放缓、消费相对稳定、外贸持续低迷的特点，基建投资依然是稳定增长的关键力量。上半年，全社会固

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2016年3月末，公司股权结构见附表1。

定资产投资增速由一季度的 10.7% 回落至 9%；其中，随着财政支出力度加大，基础设施投资保持 20.9% 的高位增长，比前值加快 0.9 个百分点；而在销售增长趋缓的带动下，房地产开发投资增长进一步趋缓；受产能过剩制约，制造业投资增长由一季度的 4.6% 进一步回落至 3.3%；与此同时，受投资回报率低、投资门槛相对较高等多种因素影响，民间投资增速进一步降至 2.3%。消费增长相对平稳，季度内呈现稳中趋升态势，总体上与消费结构升级相关的消费持续保持较快增长，网上消费等新业态持续保持快速增长。传统金银珠宝类消费呈现下滑态势，而建筑装潢等与房地产相关的消费增长有所放缓，石油类消费持续下滑；网上消费等新业态持续保持 20% 以上的增速高位增长，占消费比重再创新高。随着美国等主要贸易伙伴经济复苏有所改善、大宗商品价格低位反弹以及基数效应等，对外贸易下滑幅度有所收窄；上半年，进出口贸易总额为 17126.73 万亿美元，同比下滑 8.7%，降幅比一季度收窄 2.6 个百分点；贸易顺差达到 2582.8 亿美元，比上年同期减少 50 亿美元。从产业发展来看，在需求疲弱、产能过剩依然没有化解的影响下，工业生产进一步回落，但整体效益有所改善，工业企业利润增长由负转正；从先行指标来看，5 月以来 PMI 指数呈现连续下滑态势，7 月为 49.9%，重回景气线之下，说明制造业总体下行压力依然较大。产业内部加速调整，传统行业与新兴行业分化态势延续，服务业持续保持快于工业的增速发展，新业态发展势头良好，产业结构持续优化。随着鲜菜等食品价格涨幅高位回落，猪周期影响渐弱，消费者价格指数呈现温和上涨态势；受大宗商品价格短期反弹、去产能有所进展等影响，工业领域产品价格下降幅度持续收窄；由于化解产能过程持续较长，工业领域通缩年内仍将持续，但伴随着供给侧结构性改革持续推进，通缩有望进一步改善。

货币政策方面，央行实施稳健偏松的货币政策，创新调控思路和方式，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宽松的货币金融环境。上半年，货币政策在操作工具和操作思路发生一定调整，操作工具更多

通过公开市场操作，搭配 SLF、MLF、PSL 等工具来维持资金面稳定；总体上，二季度末“宏观审慎评估体系”（MPA）对资金面的冲击明显减弱，市场流动性相对宽裕。上半年，社会融资规模增量为 9.58 万亿元，比去年同期增加 0.96 万亿元；其中，人民币贷款、委托贷款、信托贷款、企业债、非金融企业境内股票融资持续保持较快增长；而新增外币贷款及新增未贴现票据规模仍在继续收缩。年初，由于美元加息、年底购汇需求变化、监管政策等因素影响，人民币汇率走势跌宕起伏，外汇占款流出加剧，后来随着监管层的有所作为以及美元阶段性见顶，人民币汇率走势逐步企稳，5、6 月受美联储加息预期变化、英国“脱欧”事件等因素影响，人民币汇率贬值压力加大，短期波动加强。综合考虑汇率波动、资本外流压力、通胀水平、经济增长以及近期中央政治局经济工作会议精神，下半年将继续稳健的货币政策，央行将持续通过公开市场操作、中期借贷便利和新型再融资工具等多种手段合理调节银行体系流动性，同时考虑到下半年 MLF 集中到期，加上配合积极财政政策的资金需求，不排除央行通过实施一次降准来补充长期流动性。此外，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。

财政政策将更加积极，上半年，在房地产相关税收增长加快带动下财政收入略有加快。全国一般公共预算财政收入增长 7.1%，比去年全年下降 1.3 个百分点，但比上年同期加快 2.4 个百分点。与此同时，财政支出力度大幅加强，全国一般公共预算财政支出增长 15.1%，比上年同期加快 4.9 百分点，并且增长持续高于财政收入增长，财政收支压力进一步凸显。随着经济下行压力不减以及财政赤字目标提升，预计财政政策将更加积极。首先，适当扩大国债和地方债发行规模，加大对重大基础设施项目建设的支持力度。其次，进一步优化财政支出结构，实现兼顾短期需求托底与长期供给改善的目标。一方面，要加快过剩产能的出清，另一方面，要增加供给相对不足领域的支持力度，如科研、环保、新能源、教育等领域，同时与中国制造 2025、“十三五”规划重点产业相结合，改善财政支出结构，兼

顾短期需求托底与长期供给改善。第三，加大结构性减税力度，降低税费。第四，发挥财政资金效应，引导社会资金更多投向实体经济和基础设施建设薄弱领域。

未来，财政金融风险、资产泡沫以及产能过剩等问题仍然会对宏观经济、金融稳定带来一定的压力。中诚信国际认为，中央管理层的经济治理在保持经济增长底线的同时，更看重增长质量和发展转型，因此，结构性改革仍是经济工作的核心。

“两会”对“十三五时期”以及 2016 年的主要目标进行了明确，并对今年的重点工作做出了方向性部署。7 月的中央政治局经济工作会议进一步提出，全面落实“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大重点任务。中诚信国际认为：促进五大重点任务推进，围绕缩小收入差距和要素价格“两大核心”改革，国有企业改革、土地制度改革、财税金融体制改革、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。围绕全面深化改革、促进创新发展将释放新的动力和活力，一方面，通过有效的市场竞争，提高资源配置效率，实现优胜劣汰和产业重组，提升产能过剩行业集中度；另一方面，积极推进科技创新，增强核心竞争力，从而加快推进新旧动能转换。与此同时，通过有效措施，增加劳动力市场灵活性、抑制资产泡沫和降低宏观税负。此外，用重大改革举措落地增强发展信心，特别要坚持基本经济制度，鼓励民间投资，改善企业微观环境，创造各类企业平等竞争、健康发展的市场环境。

中诚信国际认为，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。

行业及区域经济环境

行业概况

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，但仍远低于美国、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，现代物流建设是降费增效的关键

据国家食品药品监督管理总局统计，截至2015年11月底，全国共有药品批发企业13,508家，药品零售连锁企业4,981家，下辖门店204,895家，零售单体药店243,162家，零售药店门店总数448,057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。2015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68.9%，比上年提高3.0个百分点，前三位药品批发企业占33.5%，比上年提高2.6个百分点；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的28.8%，比上年提高0.7个百分点，其中，前10位企业占15.9%。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。

2015年2月，国务院印发了《完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》（以下简称“指导意见”），主要思路是坚持以省为单位的网上药品集中采购方向，加强对药品采购全过程综合监管，依托和发展省级药品采购平台集中支付结算的优势，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款、药品生产企业与配送企业结算配送费用，进一步减少中间环节。国务院常务会议在2016年深化医改中重点提出将全面推进公立医院药品集中采购，建立药品

出厂价格信息可追溯机制，推行从生产到流通和从流通到医疗机构各开一次发票的“两票制”，使中间环节加价透明化。所谓“两票制”，是指药品从出厂到医院只许开两次发票，一是从生产企业到流通商业，二是从流通商业开到医院。国务院常务会议决定全面实施“两票制”，旨在进一步深化药品生产流通及公立医院药品采购改革，通过减少流通环节来压缩中间费用，以实现降低药价，从源头上治理长期困扰医药卫生行业的药价虚高、商业贿赂屡禁不止等问题。集中采购和两票制的推出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。

此外，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。

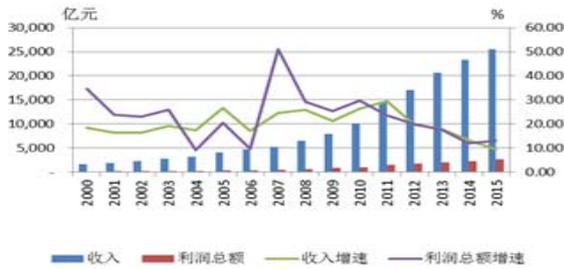
上游供给-医药制造业

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2015年的25,537.1亿元³，年均复合增长率达到20.31%；2015年全行业实现利润总额2,627.3亿元，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

³因国家统计局2007年~2010年只公布行业1~11月的统计数据，为便于描述，此处及图2所用的全年收入及利润数据系根据已公布的数据折算而成。

来仍有较大的增长空间。

图2:2000年~2015年中国医药制造业销售收入及利润总额变化情况

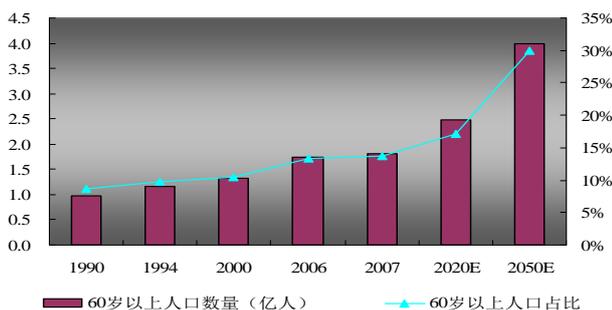


资料来源：公开资料整理

下游需求

截至2014年末，我国人口总数达到13.68亿，全国卫生费用达3.54万亿元，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研究报告》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

近年来，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，政策覆盖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。

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，全面推开县级公立医院改革，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，政府仍任重而道远。

药品招标制度方面，2015年2月国务院办公厅发布《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》，2015年6月卫计委发布《关于落实完善公立医院药品集中采购工作指导意见的通知》，坚持以省为单位的网上药品集中采购方向，加强对药品采购全过程综合监管。指导意见明确指出将药品分为五大类，实行药品分类采购。在改进货款结算方面，指导意见要求医院从交货验收合格到付款不得超过30天，依托和发展省级药品采购平台集中支付结算的优势，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款、药品生产企业与配送企业结算配送费用，进一步减少中间环节。另外，指导意见还提出加强药品配送管理、规范采购平台建设以及强化综合监督管理。此次指导意见在集中采购的各个环节提出了更加具体的措施，是深化医药改革的又一重大措施，在医保和医疗的配合下将有利于加快公立医院特别是县级公立医院改革、保障药品质量和供应、降低药品虚高价格、推动药品生产企业和流通企业的整合重组和公平竞争。

表1：2013年以来医改重要政策一览

| 发布时间 | 政策名称 |
|-------------|---|
| 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2月9日 | 国务院办公厅发布《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》 |
| 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》 |
| 2015年5月8日 | 国务院办公厅发布《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》 |
| 2015年5月17日 | 国务院办公厅印发《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》 |
| 2015年6月19日 | 国家卫生计生委发布《关于落实完善公立医院药品集中采购工作指导意见的通知》 |
| 2016年3月5日 | 国务院《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》 |
| 2016年4月26日 | 国务院办公厅《关于印发深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务的通知》 |

资料来源：根据公开资料整理

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，公司已能够通过遍布全国 32 个省、直辖市及自治区的 52 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 2016 年 3 月底，公司的直销客户已涵盖全国 13,344 家医院，还拥有 182,058 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。

公司融资渠道畅通，多次 H 股配售及债务融资工具的发行使得其资金实力不断增强

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 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。2015 年以及 2016 年上半年，公司还成功发行了六期超短期融资券和一期公司债。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，其抗风险能力很强。

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公司营业总收入中的占比超过 90%，公司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。2015 年，公司实现营业总收入 2,270.69 亿元，较上年增长 13.46%；实现利润总额 74.09 亿元，同比增长 24.63%。

图 4：2015 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把销售终端下移做大，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 32 个省、直辖市及自治区的 52 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 2016 年 3 月底，公司的直销客户已涵盖全国 13,344 家医院，还拥有 182,058 家医药分销商、零售药店及其他医疗机构客户。

表 2：2013 年~2016 年 3 月末公司客户构成情况（单位：家）

| 经营业态 | 数量 | | | |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.3 |
| 医院 | 11,552 | 12,264 | 13,310 | 13,344 |
| 分销商客户 | 7,790 | 7,796 | 8,773 | 8,807 |
| 零售药店及其他医疗机构 | 145,033 | 156,377 | 172,772 | 173,251 |

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，公司目前自 4,783 家国内外医药公司采购产品，包括全部全球 50 强医药公司，如 Roche、AstraZeneca、Pfizer、GlaxoSmithKline、Merck、Eli Lilly 及 NovoNordisk 等；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食品，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高质量、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。2015 年，公司前十大销售品种共计实现销售收入 134.88 亿元，占当期主营业务收入的 5.96%。

表 3：2015 年公司前 10 大销售品种收入情况（亿元）

| 药品 | 2015 年收入 |
|------------|----------|
| 硫酸氢氯吡格雷片 | 21.66 |
| 吸入用布地奈德混悬液 | 16.15 |
| 瑞格列奈片 | 13.91 |
| 阿托伐他汀钙片 | 13.18 |

| | |
|------------|---------------|
| 阿卡波糖片 | 11.98 |
| 硝苯地平控释片 | 11.77 |
| 酒石酸美托洛尔片 | 11.70 |
| 注射用血栓通(冻干) | 11.65 |
| 喜炎平注射液 | 11.65 |
| 注射用胸腺法新 | 11.23 |
| 合计 | 134.88 |

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。所有公司收购标的和合作方均为在全国与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，但同时也给管理带来挑战。

物流方面，公司已在北京、上海、广州及西安建立了4个枢纽级物流中心，对应其二级子公司，并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 2015 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。得益于公司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，我国药品消费高度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，亦在运营效率、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，总体盈利模式为通过总部集中采购和专销商品提升整体毛利水平。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。2015年医药零售业务实现销售收入84.81亿元，毛利润19.86亿元，在公司主营业务收入占比3.75%，毛利润占比10.85%，对公司整体运营影响较小。截至2016年3月末，国药控股共拥有3,139家零售门店（仅指国药控股国大药房有限公司所属），其中直营店2,199家、加盟店940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，随着医药零售业务覆盖区域不断扩充到全国范围，预计公司医药零售业务收入将实现稳步增长。

表 5：2013 年~2016 年 3 月末公司自营及特许经营零售药店数目变化情况

| 2013 | | 2014 | | 2015 | | 2016.1~3 | |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|-------|
| 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 |
| 1,632 | 285 | 1,747 | 349 | 2,129 | 951 | 2,199 | 940 |

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，2015 年，其他业务实现销售收入 43.89 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一致药业所属的子公司国瑞药业与致君制药、苏州致君万庆运营。其生产的产品以普药处方类药品为主，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。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。根据公司公告的资产重组方案，未来国药一致将置出其医药工业相关的资产，并置入公司部分的医药商业资产，当前该重组事项尚未完成，中诚信国际将持续关注公司该重组事项进展情况。

管理

产权状况

截至 2016 年 3 月末，国药产投和国药集团分别直接持有国药控股 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，其最终控股公司为国药集团；公司拥有纳入合并范围的二级子公司 68 家，其中国药股份为 A 股上市公司、一致药业为 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，公司对货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，采购货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

“十三五”期间，公司将积极实现由“科工贸”一体的全产业链模式向聚焦医药健康服务“大商贸、大流通”的专业化、数据化、互联网化新平台的转变，由传统型医药流通企业向创新服务型企业的转变。

根据计划，公司将进行全国重点区域物流中心的建设，截至 2016 年 3 月末，主要在建项目计划总投资 14.96 亿元，已完成投资金额为 5.49 亿元。公司拟建项目主要是洛阳物流中心项目，预计总投资 9,016 万元，截至 2016 年 3 月末，已经完成投资 3,677 万元。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。但总体来说，公司资金实力较强，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，资金压力较为有限。

表 6：公司在建项目情况（单位：万元）

| 项目名称 | 总投资 | 2016 年 3 月末已完成投资 | 目前进展 |
|-------------|----------------|------------------|------|
| 上海物流中心（二期） | 46,546 | 21,573 | 在建 |
| 江苏南通物流中心 | 11,462 | 7,501 | 在建 |
| 甘肃兰州物流中心 | 7,680 | 1,819 | 在建 |
| 国药乐仁堂唐山物流中心 | 9,489 | 3,692 | 在建 |
| 国药山西物流中心 | 19,067 | 4,627 | 在建 |
| 山东物流中心 | 14,786 | 4,778 | 在建 |
| 河南平顶山物流中心 | 9,851 | 5,901 | 在建 |
| 国控山西二期物流中心 | 8,413 | 600 | 在建 |
| 内蒙古物流中心 | 8,191 | 1,512 | 在建 |
| 温州物流中心 | 14,083 | 2,888 | 在建 |
| 合计 | 149,568 | 54,891 | - |

资料来源：公司提供

表 7：公司拟建项目情况（单位：万元）

| 项目名称 | 总投资 | 截至 2016 年 3 月末已完成投资 |
|----------|-------|---------------------|
| 洛阳物流中心项目 | 9,016 | 3,677 |

资料来源：公司提供

2016 年 5 月 6 日，公司与其子公司国药集团

药业股份有限公司签订了重组框架协议，以调整安排公司北京地区的医药分销业务资产。国药股份拟通过发行对价股份的方式购买公司持有的国药控股北京有限公司、国药控股北京华鸿有限公司、国药控股北京康辰生物医药有限公司以及国药控股北京天星普信生物医药有限公司股权，目前，该事项仍处于中介机构审计评估及尽职调查中，中诚信国际将密切关注以上重大资产重组事项的进展情况。

此外，2016 年 6 月 14 日，公司子公司国药集团一致药业股份有限公司发布了重大资产重组交易报告书（草案）。国药一致拟以子公司深圳致君制药有限公司 51% 股权、深圳致君医药贸易有限公司 51% 股权、国药集团致君（深圳）坪山制药有限公司 51% 股权和坪山基地整体经营性资产合计作价 251,132.25 万元认购上海现代制药股份有限公司新发行的 8,641.85 万股股份。与此同时，国药一致拟向国药控股非公开发行股票购买国药控股国大药房有限公司 100% 股权、佛山市南海医药集团有限公司 100% 股权、广东东方新特药有限公司 100% 股权，向中国医药对外贸易公司非公开发行股票购买广东南方医药对外贸易有限公司 51% 股权及向符月群等 11 名自然人少数股东支付现金购买南方医贸 49% 股权。上述重组完成后，国药一致不再控股经营医药工业相关的业务，主营业务将为全国性的医药零售和两广地区的医药分销业务。截至 2016 年 6 月 30 日，该重大资产重组申请已得到中国证监会受理，中诚信国际将保持对该事项的关注。

财务分析

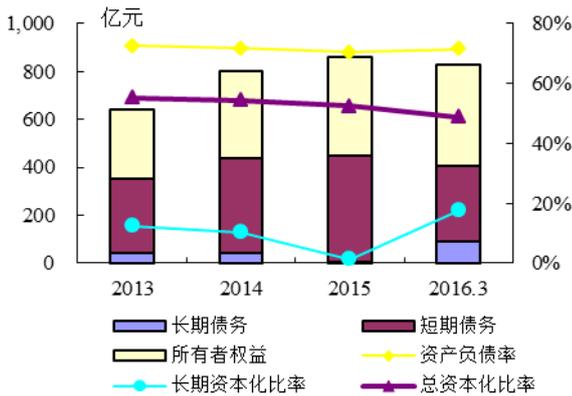
以下分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013 年~2015 年审计报告以及未经审计的 2016 年一季报，所有财务报表均按照新会计准则编制。

资本结构

随着公司经营规模的扩张和合并范围的增大，其资产规模出现大幅增长，2013 年~2015 年末总资产分别为 1,053.04 亿元、1,285.03 亿元和 1381.07 亿

元，年均复合增长率达 14.52%。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 288.22 亿元、365.17 亿元和 409.20 亿元。截至 2016 年 3 月末，公司总资产和所有者权益分别增至 1,484.54 亿元和 424.28 亿元。

图 5：2013 年~2016 年 3 月末公司资本结构



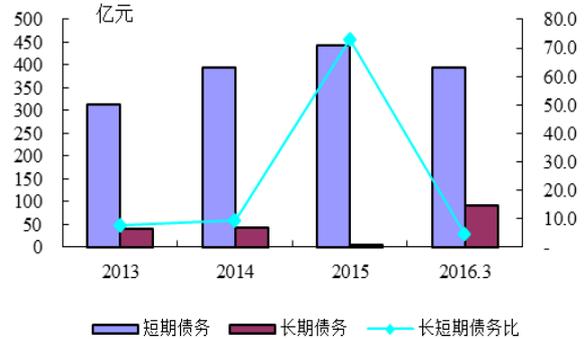
资料来源：根据公司财务报表计算

随着公司业务规模的逐渐扩大，总债务规模亦有所上升，2013 年~2015 年末分别为 354.74 亿元、435.93 亿元和 450.08 亿元；其中 2014 年公司债务上升较快主要是由于当年新增两期共计 60 亿元的超短期融资券所致。同期，公司资产负债率分别为 72.63%、71.58% 和 70.37%；总资本化比率分别为 55.17%、54.42% 和 52.38%，均呈现小幅下降态势。截至 2016 年 3 月末，公司总债务规模为 485.72 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 71.42% 和 53.38%。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，其债务水平或将维持上升趋势。

从债务结构来看，公司以短期债务为主，长期债务规模较小。2013 年~2015 年末公司短期债务/长期债务分别为 7.58 倍、9.32 倍和 73.00 倍。2015 年 3 月，“12 国控 01”的债券持有者享有提前赎回权，基于该提前赎回权，公司将其由“应付债券”调整至“一年内到期的非流动负债”，因此使得当年末的长期债务由上年同期的 42.23 亿元大幅下降至 6.08 亿元，短期债务升至 443.99 亿元。2016 年 3 月，债券投资者未行使提前赎回权，“12 国控 01”被重新分类至“应付债券”，当期公司发行了 40 亿

元的“16 国控 01”，使得长期债务回升至 90.86 亿元，同时公司新增发了 50 亿元的超短期融资券，当期末的长短期债务比降至 4.35 倍，债务结构有所改善。

图 6：2013 年~2016 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，资产负债率呈现小幅下降态势，债务规模保持增长态势，短期债务占比较高。

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，2013 年~2015 年公司分别实现营业收入 1,668.66 亿元、2,001.31 亿元和 2,270.69 亿元，年均复合增长率 16.65%。2016 年一季度，公司实现营业收入 625.81 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，2015 年公司医药分销板块实现营业收入 2,134.92 亿元，占公司营业总收入的 94.02%，主业优势明显。

表 8：2013 年~2016 年 3 月公司主营业务收入构成（亿元）

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.1~3 |
|------|----------|----------|----------|----------|
| 医药分销 | 1,581.73 | 1,897.91 | 2,134.92 | 592.64 |
| 医药零售 | 46.71 | 57.42 | 84.81 | 24.01 |
| 其他业务 | 35.34 | 40.47 | 43.89 | 9.16 |

资料来源：公司提供

公司 2013 年~2015 年毛利率水平分别为 8.13%、8.22% 和 8.26%，呈现小幅上升的态势。分板块来看，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。2016 年一季度，公司营业毛利率

为 8.07%。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，随着公司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 9：2013 年~2016 年 3 月公司分板块毛利率情况 (%)

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.1~3 |
|------|-------|-------|-------|----------|
| 医药分销 | 6.61 | 6.90 | 6.89 | 6.98 |
| 医药零售 | 28.47 | 26.98 | 23.42 | 24.98 |
| 其他业务 | 42.16 | 35.21 | 36.41 | 34.36 |

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，但得益于公司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。2015 年，公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 59.98 亿元、36.38 亿元和 17.33 亿元，三费收入占比 5.01%。2016 年一季度，公司三费收入占比降至 4.62%，预计其三费收入占比将持续保持较低的水平。

表 10：2013 年~2016 年 3 月公司三项期间费用情况

| 单位：亿元 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.1~3 |
|--------|----------|----------|----------|----------|
| 销售费用 | 44.74 | 51.23 | 59.98 | 15.61 |
| 管理费用 | 28.84 | 33.26 | 36.38 | 9.21 |
| 财务费用 | 14.93 | 18.76 | 17.33 | 4.10 |
| 三费合计 | 88.51 | 103.24 | 113.68 | 28.92 |
| 营业总收入 | 1,668.66 | 2,001.31 | 2,270.69 | 625.81 |
| 三费收入占比 | 5.30% | 5.16% | 5.01% | 4.62% |

资料来源：根据公司财务报表计算

利润总额方面，2013~2015 年公司分别实现利润总额 46.23 亿元、59.45 亿元和 74.09 亿元，年均复合增长率达 26.59%，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 95.37%、96.98% 和 95.01%，主业盈利能力很强。2016 年一季度，公司分别实现利润总额和经营性业务利润 20.28 亿元和 20.40 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，得益于公司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销售及服务销售。受销售规模持续增长的影响，2013 年~2015 年公司经营活动净现金流亦保持增长态势，分别为 49.41 亿元、55.61 亿元和 135.60 亿元。其中，2015 年公司对于子公司应收账款回笼率进行考核，加强了对应收账款的回收，当年经营活动净现金流同比大幅增长。2016 年 1~3 月，公司实现经营活动净现金流-45.08 亿元，主要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所致。

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，近年来公司的投资活动净现金流均呈现净流出态势，2013 年~2015 年分别为-40.66 亿元、-43.58 亿元和-15.96 亿元。其中 2015 年随着公司部分在建项目完工，投资活动现金流出有所下降。2016 年一季度，公司投资活动净现金流为-1.06 亿元。

近年来，公司的筹资活动净现金流波动较大，2013~2015 年分别为 34.09 亿元、0.22 亿元和-73.28 亿元。其中，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。2015 年公司与部分银行办理应付保理融资业务，由银行代为偿付应付帐款的同时转作等额银行借款，以现金偿还银行借款的交易按照筹资活动现金流出入帐，受此影响，当年公司筹资活动产生的现金流量净额为-73.28 亿元。2016 年 1~3 月，公司筹资活动净现金流为 28.96 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。

表 11：2013 年~2016 年 3 月公司现金流量变化 (亿元)

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.3 |
|----------|----------|----------|----------|--------|
| 经营活动现金流入 | 1,823.02 | 2,217.12 | 2,681.51 | 611.60 |
| 经营活动现金流出 | 1,773.60 | 2,161.51 | 2,545.91 | 656.68 |
| 经营活动净现金流 | 49.41 | 55.61 | 135.60 | -45.08 |

| | | | | |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 投资活动现金流入 | 0.55 | 1.11 | 3.62 | 2.62 |
| 投资活动现金流出 | 41.21 | 44.69 | 19.58 | 3.68 |
| 投资活动净现金流 | -40.66 | -43.58 | -15.96 | -1.06 |
| 筹资活动现金流入 | 376.16 | 423.37 | 428.81 | 173.14 |
| 其中：吸收投资 | 34.34 | 44.85 | 1.21 | 0.35 |
| 借款 | 298.44 | 318.58 | 336.70 | 172.79 |
| 筹资活动现金流出 | 342.07 | 423.15 | 502.09 | 144.19 |
| 其中：偿还债务 | 314.37 | 386.99 | 466.34 | 130.42 |
| 筹资活动净现金流 | 34.09 | 0.22 | -73.28 | 28.96 |
| 现金及等价物增加额 | 42.00 | 12.30 | 46.87 | -17.19 |

资料来源：公司报表

从反映现金获取能力的指标来看，近年来，公司收现比和付现比均保持较好水平且相互匹配。2015年，公司收现比和付现比分别上升至1.18倍和1.16倍。受益于2015年公司加大了应收账款的回收力度，获现能力得到了明显的提升。

表12：2013年~2016年3月年公司收现指标

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.3 |
|-----------------|------|------|------|--------|
| 收现比(X) | 1.09 | 1.11 | 1.18 | 0.98 |
| 付现比(X) | 1.09 | 1.11 | 1.16 | 1.07 |
| EBITDA/营业总收入(%) | 4.22 | 4.48 | 4.62 | - |
| 经营活动净现金流/净利润(X) | 1.38 | 1.22 | 2.38 | -2.90 |

资料来源：根据公司报表计算

总体来看，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，2013年~2015年末分别为354.74亿元、435.93亿元和450.08亿元。同期，短期债务分别为313.40亿元、393.71亿元和443.99亿元。其中，2014年短期债务同比增长25.63%，主要是当年新增两期共计60亿元的超短期融资券所致；2015年公司成功发行三期共计90亿元的超短期融资券，短期债务规模进一步上升。截至2016年3月末，公司总债务和短期债务规模分别为485.72亿元和394.86亿元。

从公司的偿债能力指标来看，2013年~2015年EBITDA和经营活动净现金流均能够很好的覆盖利息支出。2015年，EBITDA利息倍数和经营活动净

现金流/利息支出分别为5.07倍和6.55倍，均较上年同期有所优化。由于债务规模较大，经营活动净现金流和EBITDA尚不能完全覆盖公司总债务，近三年的经营净现金流/总债务分别为0.14倍、0.13倍和0.30倍；同期的总债务/EBITDA分别为5.04倍、4.86倍和4.29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，虽然债务规模增长较快，但受益于很强的盈利能力、获现能力以及充足的货币资金，2015年以来公司偿债能力有所增强。

表13：2013年~2016年3月公司偿债能力指标

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.3 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 长期债务(亿元) | 41.34 | 42.23 | 6.08 | 90.86 |
| 短期债务(亿元) | 313.40 | 393.71 | 443.99 | 394.86 |
| 总债务(亿元) | 354.74 | 435.93 | 450.08 | 485.72 |
| 资产负债率(%) | 72.63 | 71.58 | 70.37 | 71.42 |
| 总资本化比率(%) | 55.17 | 54.42 | 52.38 | 53.38 |
| EBITDA/短期债务(X) | 0.22 | 0.23 | 0.24 | - |
| EBITDA利息倍数(X) | 4.02 | 4.07 | 5.07 | - |
| 经营净现金流/利息支出(X) | 2.82 | 2.52 | 6.55 | - |
| 总债务/EBITDA(X) | 5.04 | 4.86 | 4.29 | - |
| 经营净现金流/总债务(X) | 0.14 | 0.13 | 0.30 | -0.37* |
| 货币等价物/短期债务(X) | 0.70 | 0.60 | 0.70 | 0.73 |

注：加“*”指标已经年化处理。

资料来源：公司年报及一季报

截至2016年3月底，在或有事项方面，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893.54亿元，其中未使用额度为503.24亿元。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、一致药业是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

根据公开资料显示，截至2016年3月末公司在公开市场无任何信用违约记录。

根据公司提供的企业信用报告，截至2016年3月末公司借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

表14：截至目前公司存续债务融资工具情况

| 债券名称 | 发行时间 | 发行金额(亿元) | 期限 |
|------|------|----------|----|
|------|------|----------|----|

| | | | |
|----------------|---------|----|-------|
| 16 国药控股 SCP001 | 2016.01 | 30 | 270 天 |
| 16 国药控股 SCP002 | 2016.03 | 20 | 270 天 |
| 16 国药控股 SCP003 | 2016.06 | 30 | 270 天 |
| 12 国控 01 | 2012.03 | 40 | 5 年 |
| 16 国控 01 | 2016.03 | 40 | 3+2 年 |

资料来源：中国货币网

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、资产重组事项尚具有一定不确定性等因素对公司经营及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

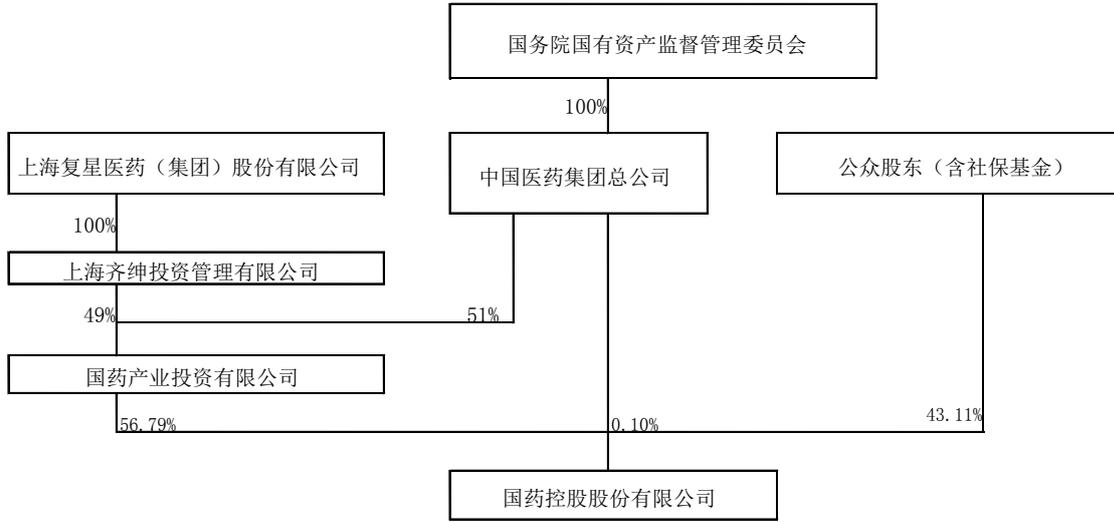
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将对国药控股股份有限公司每年定期或不定期进行跟踪评级。

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等重大事件，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

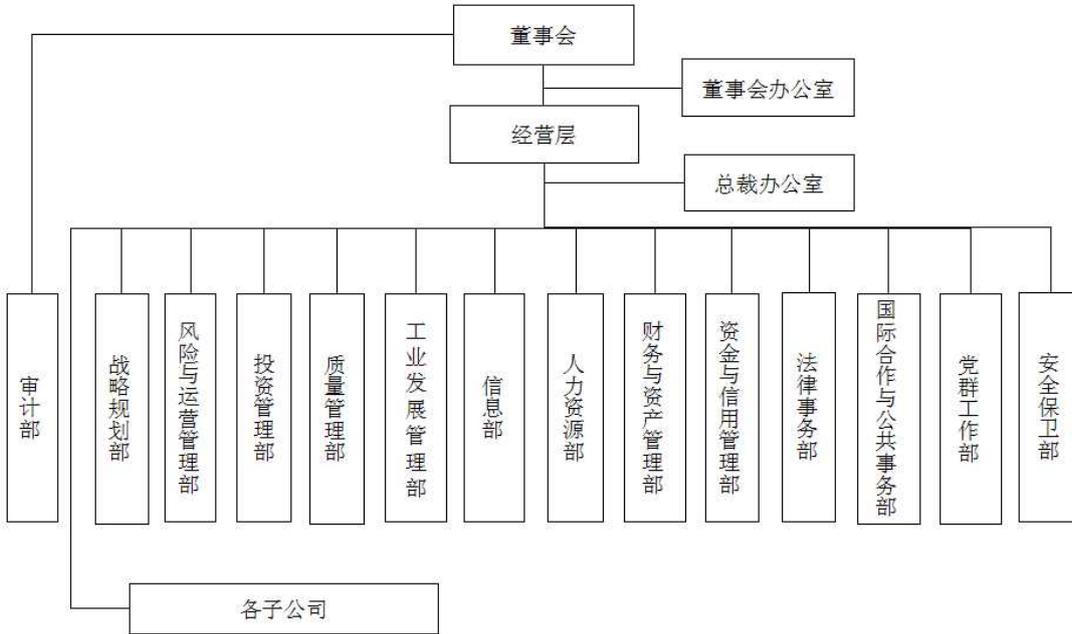
2016年8月10日

附一：国药控股股份有限公司股权结构图（截至 2016 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 2016 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) | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.3 |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 1,704,385.48 | 1,938,355.02 | 2,436,885.39 | 2,263,123.69 |
| 交易性金融资产 | 112.21 | 72.83 | 206.85 | 206.85 |
| 应收账款净额 | 4,695,657.77 | 6,189,831.75 | 5,809,274.21 | 7,042,126.45 |
| 其他应收款 | 154,217.46 | 194,010.02 | 219,020.14 | 272,242.03 |
| 存货净额 | 1,645,940.55 | 2,000,957.34 | 2,205,277.04 | 2,140,109.52 |
| 长期投资 | 100,544.08 | 127,857.53 | 145,569.09 | 151,764.00 |
| 固定资产 | 521,208.79 | 597,143.34 | 660,347.27 | 654,918.37 |
| 在建工程 | 97,913.29 | 84,608.88 | 73,296.92 | 76,926.42 |
| 无形资产 | 320,250.80 | 390,081.55 | 407,627.48 | 403,639.17 |
| 总资产 | 10,530,425.98 | 12,850,290.34 | 13,810,742.21 | 14,845,367.02 |
| 其他应付款 | 371,783.40 | 361,661.95 | 471,291.92 | 464,036.49 |
| 短期债务 | 3,134,006.88 | 3,937,057.27 | 4,439,939.48 | 3,948,575.65 |
| 长期债务 | 413,406.73 | 422,259.71 | 60,819.52 | 908,585.86 |
| 总债务 | 3,547,413.60 | 4,359,316.99 | 4,500,759.00 | 4,857,161.51 |
| 净债务 | 1,843,028.12 | 2,420,961.97 | 2,063,873.61 | 2,594,037.82 |
| 总负债 | 7,648,249.93 | 9,198,586.35 | 9,718,781.86 | 10,602,518.75 |
| 财务性利息支出 | 173,062.67 | 218,321.32 | 207,139.14 | - |
| 资本化利息支出 | 2,263.80 | 2,163.76 | 0.00 | - |
| 所有者权益合计 | 2,882,176.05 | 3,651,703.99 | 4,091,960.35 | 4,242,848.27 |
| 营业总收入 | 16,686,614.62 | 20,013,126.08 | 22,706,943.34 | 6,258,095.20 |
| 三费前利润 | 1,326,023.66 | 1,608,963.20 | 1,840,732.92 | 493,133.17 |
| 投资收益 | 15,873.88 | 18,065.67 | 22,840.13 | 3,578.10 |
| 净利润 | 358,353.21 | 455,127.35 | 569,911.58 | 155,408.71 |
| EBIT | 635,352.84 | 812,789.34 | 948,004.82 | - |
| EBITDA | 704,448.91 | 897,324.15 | 1,049,823.31 | - |
| 经营活动产生现金净流量 | 494,129.37 | 556,083.57 | 1,356,044.57 | -450,753.70 |
| 投资活动产生现金净流量 | -406,637.34 | -435,756.55 | -159,646.80 | -10,577.20 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 340,872.84 | 2,202.45 | -732,808.57 | 289,579.92 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 420,046.07 | 123,039.32 | 468,679.84 | -171,918.01 |
| 资本支出 | 130,809.18 | 188,735.08 | 129,248.35 | 36,394.43 |
| 财务指标 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016.3 |
| 营业毛利率(%) | 8.13 | 8.22 | 8.26 | 8.07 |
| 三费收入比(%) | 5.30 | 5.16 | 5.01 | 4.62 |
| EBITDA/营业总收入(%) | 4.22 | 4.48 | 4.62 | - |
| 总资产收益率(%) | 6.82 | 6.95 | 7.11 | - |
| 流动比率(X) | 1.26 | 1.28 | 1.23 | 1.33 |
| 速动比率(X) | 1.03 | 1.04 | 1.00 | 1.11 |
| 存货周转率(X) | 10.19 | 10.07 | 9.90 | 10.59* |
| 应收账款周转率(X) | 4.07 | 3.68 | 3.78 | 3.90* |
| 资产负债率(%) | 72.63 | 71.58 | 70.37 | 71.42 |
| 总资本化比率(%) | 55.17 | 54.42 | 52.38 | 53.38 |
| 短期债务/总债务(%) | 88.35 | 90.31 | 98.65 | 81.29 |
| 经营活动净现金流/总债务(X) | 0.14 | 0.13 | 0.30 | -0.37* |
| 经营活动净现金流/短期债务(X) | 0.16 | 0.14 | 0.31 | -0.46* |
| 经营活动净现金流/利息支出(X) | 2.82 | 2.52 | 6.55 | - |
| 总债务/EBITDA(X) | 5.04 | 4.86 | 4.29 | - |
| EBITDA/短期债务(X) | 0.22 | 0.23 | 0.24 | - |
| EBITDA 利息倍数(X) | 4.02 | 4.07 | 5.07 | - |

注：所有财务报表均根据新会计准则编制；公司 2016 年一季度财务报表未经审计；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：评级报告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（新）=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 / 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。