



# 信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪293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已发行的“国药控股股份有限公司2012年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。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**，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
信用评级委员会  
二零一六年六月二十四日

## 国药控股股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2016）

<b>发行主体</b>	国药控股股份有限公司		
<b>发行规模</b>	人民币 20 亿元		
<b>存续期限</b>	2013/3/13-2018/3/13, 附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。		
<b>上次评级时间</b>	2015/5/14		
<b>上次评级结果</b>	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定
<b>跟踪评级结果</b>	债项级别 主体级别	AAA AAA	评级展望 稳定

### 概况数据

国药控股	2013	2014	2015	2016.3
所有者权益 (亿元)	288.22	365.17	409.20	424.28
总资产 (亿元)	1,053.04	1,285.03	1,381.07	1,484.54
总债务 (亿元)	354.74	375.97	360.10	405.76
营业总收入 (亿元)	1,668.66	2,001.31	2,270.69	625.81
营业毛利率 (%)	8.13	8.22	8.29	8.07
EBITDA (亿元)	70.59	89.91	101.79	-
所有者权益收益率 (%)	12.43	12.46	13.93	14.65
资产负债率 (%)	72.63	71.58	70.37	71.42
总债务/EBITDA (X)	5.03	4.18	3.54	-
EBITDA 利息倍数 (X)	4.08	4.12	5.87	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、2016 年第一季度所有者权益收益率经年化处理。

### 分析师

袁龙华 [yuanyuan@ccxr.com.cn](mailto:yuanyuan@ccxr.com.cn)

梁晓佩 [liangxiaopei@ccxr.com.cn](mailto:liangxiaopei@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2016 年 6 月 24 日

### 基本观点

近年来我国医药市场总量持续扩容，为整个医药行业带来广阔的发展空间和机遇。作为国内医药流通行业龙头企业，国药控股股份有限公司（以下简称“国药控股”或“公司”）已在全国范围内建立了完整的、国内领先的医药销售网络，并实现了分销、零售、物流一条龙服务。2015 年，国药控股整体经营状况良好，在内生和外延式增长的共同带动下，营业收入规模稳定增长，综合盈利能力不断增强；同时公司财务杠杆比率维持稳定，其获现能力可对其债务本息偿付提供良好保障，公司整体偿债能力仍极强。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司以短期债务为主的债务结构，使得其未来将面临一定短期偿债压力等因素对公司经营及信用水平的影响。

综上，中诚信证评维持国药控股主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；维持“国药控股股份有限公司 2012 年公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**。

### 正面

- 良好的行业长期发展趋势。医改覆盖面扩大、居民保健意识不断提高、人口老龄化是驱动医药行业发展的长期动力，医药市场总量的持续扩容将为整个医药行业带来广阔的发展空间和机遇。
- 全国性的分销网络布局。国药控股在全国范围内建立了完整的医药销售网络，并实现了分销、零售、物流一条龙服务。截至 2016 年 3 月末，公司拥有 7,796 个商业网点，已深入全国 12,264 家二级、三级医院。
- 不断增强的盈利能力。近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，公司毛利空间稳定，且具备良好的费用控制能力，综合盈利能力不断增强。2015 年公司实现营业总收入 2,270.69 亿元，

较上年增长 13.46%；同期，公司营业毛利率为 8.29%，较上一年上涨 0.07 个百分点。

## 关 注

- 面临一定短期偿债压力。由于业务规模快速扩张，使得公司负债规模不断扩大，且以短期债务为主。截至 2016 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 71.42% 和 48.88%，总债务规模和短期债务规模分别为 405.76 亿元和 314.91 亿元，公司面临一定的短期偿债压力。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、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.ccxr.com](http://www.ccxr.com)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

## 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，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，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当年深化医药卫生体制改革重点工作。中诚信证评认为，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，全面推开展县级公立医院改革，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。

### 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。从历史来看，药品降价具有一定的周期性，政府往往是在医疗保险药品目录的修订之后开始分批分次地对目录

中的药品进行降价。

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。

### 随着国家加大对医疗流通体制的改革，医药流通行业集中度日趋提高

我国医药流通市场目前呈现出整体分散区域集中的竞争格局，随着新医改的深入进行，国家出台一系列政策鼓励医药流通行业的整合：2011年5月，商务部发布了《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015年）》，明确了对大型医药流通企业的支持政策：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家年销售额过百亿元的区域性医药流通企业。该政策有助于促进行业整合、提升行业集中度，对行业内领先企业进一步扩大市场份额起到了积极作用。

2013年6月1日起，新版《药品经营质量管理规范》（GSP）正式实施。新修订的GSP对行业内企业药品的采购、验收、储存、配送等环节做出了许多更高要求的规定。新修订的GSP意在调整我国

药品流通结构,解决行业内企业小、散、低的问题,通过强化管理、规范行为、提高准入门槛等方法,鼓励做强做大,进而推动结构调整,提升行业的集中度。公司作为全国最大的医药商业流通企业之一,将充分受益于国家的相关政策,未来具有较好的发展前景。

## 业务运营

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。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%,医药分销主业较为突出;其他业务则包括实验室用品、化学试剂、药品的制造销售。2015年公司实现营业收入2,270.04亿元,同比增加13.43%。其中,医药分销业务和医药零售业务全年分别实现收入2,134.92亿元和84.81亿元,分别同比增长12.49%和47.69%。2016年1~3月,公司已实现营业收入625.81亿元。

表 1: 2014~2015 年公司营业收入构成情况

	单位: 亿元		
	2014 年	2015 年	同比增减
医药分销	1,897.91	2,134.92	12.49%
医药零售	57.42	84.81	47.69%
其他	45.98	50.31	9.42%
<b>合计</b>	<b>2,001.31</b>	<b>2,270.04</b>	<b>13.43%</b>

注: 1、其他主要为药品、保健品、化学试剂及实验室用品的制造和销售; 2、由于数据经四舍五入处理,故单项求和数与合计数存在尾差

资料来源: 公司定期报告,中诚信证评整理

凭借多年来积累的渠道资源,以及完善的分销网络布局及物流服务,2015 年公司医药分销业务收入持续增长,同时,受到“新医改”等行业政策变化的影响,其客户结构有所变化

医药分销业务为公司的核心主业。得益于公司分销网络的不断完善以及国内医药市场的持续快速增长,2015年公司医药分销业务实现收入2,134.92亿元,较上一年增长12.49%;同期,医药分销业务毛利率为6.89%,整体盈利能力较为稳定。

客户结构方面,公司依然以医院客户(包括二级以上医院和其他医疗结构)和分销商客户为主,

但受到“新医改”以及新型农村合作医疗制度和社区卫生服务体系目标确立的影响,其客户结构有一定变化。从收入占比来看,2015年公司分销商占比有所增加,与此同时,医院占比相应减少。值得注意的是,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,随着医院占比相应减少,公司面临的流动资金压力也将有所减少。

表 2: 2013~2015 年公司分客户类型医药分销业务收入占比

经营业态	2013	2014	2015
医院	54.44%	61.99%	57.45%
商业分销	32.38%	23.54%	28.18%
零售药店	5.03%	5.61%	5.57%
其他医疗机构	8.15%	8.85%	8.74%
<b>合计</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

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

药品分销网络方面,截至2016年3月末,公司拥有7,796个商业网点,已深入全国12,264家二级、三级医院。分区域销售情况来看,2015年华东、华北、华中及华南地区的销售占比较大,上述四大区域分别实现主营业务收入占公司医药分销业务收入的32.25%、28.17%、11.38%和12.37%。

另外,公司还是很多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 3: 2015 年公司前五大供应商

	单位: 亿元、%	
供应商名称	采购金额	占总采购金额的比重
阿斯利康(无锡)贸易有限公司	74.68	3.74
拜耳医药保健有限公司	38.70	1.94
上海罗氏制药有限公司	31.45	1.57
赛诺菲(杭州)制药有限公司	31.22	1.56
北京科园信海医药经营有限公司	30.32	1.52
<b>合计</b>	<b>206.37</b>	<b>10.33</b>

资料来源: 公司提供,中诚信证评整理

表 4：2015 年公司前十大药品销售情况

单位：亿元	
药品名称	收入金额
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

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2015年末，公司已建成44个省级物流网、251个地市级物流网，拥有136.20万平方米的仓储空间，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。

总体来看，医药分销业务为公司核心主业，凭借多年来积累的渠道资源，以及完善的分销网络布局及物流服务，公司在我国医药分销领域的行业龙头地位稳固。此外，受到“新医改”以及新型农村合作医疗制度和社区卫生服务体系目标确立的影响，未来公司医药分销业务客户构成也将持续发生变化。

### 2015 年公司并购的新公司毛利水平较低，从而稀释其零售业务毛利率，致使公司医药零售板块盈利表现有所弱化

2015年公司医药零售业务实现收入84.81亿元，较上一年增长47.69%，主要系公司2015年收购了金象复美；同期，医药零售业务毛利率为23.41%，较上年下降3.56个百分点，整体盈利能力呈现逐年下降趋势。2015年公司医药零售业务毛利率呈下滑趋势，主要系由于新收购的金象复美零售毛利较低，从而拉低了公司整体医药零售业务盈利水平。

门店方面，近年来公司加快在各地增开直营店及收购竞争药店，其门店数量不断上升。截至2016年3月31日，公司直接客户包括13,310家医院（仅指分级医院，包括最大型最高级别的三级医院1,847

家），小规模终端客户（含基层医疗机构等）104,508家，零售药店68,264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，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。

公司的其他业务主要为药品、保健品、化学试剂及实验室用品的制造和销售等。2015年公司该业务板块实现主营业务收入50.31亿元，较上年上涨9.42%；同期该板块主营业务毛利率为36.40%，近年来相对稳定。公司的药品生产和销售主要由下属上市公司国药股份及国药集团一致药业股份有限公司的下属子公司进行。公司产品主要以普药处方类药物为主，包括抗感染、呼吸系统、心血管系统级疼痛治疗等领域。实验室用品及化学试剂的生产和销售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、实验室设备和仪器等。

在建拟建项目方面，近年来公司主要项目均为物流所需的仓库，投资金额较小。其中，国药控股上海物流中心二期项目投资金额属于相对较大，工程总建筑面积为59,557平方米，分南、北两块基地。南块基地拟建设三层物流仓库（含地下一层车库）和6巷道、24m高单层立体仓库，及配送车辆维护保养及门卫、监控等辅助用房，建筑面积约为33,379.7平方米；北块基地建设四层物流仓库（含地下一层车库）和局部五层配套综合用房等，建筑面积为26,177.5平方米。该项目预计总投资46,546万元，截至2016年3月末，已经完成投资21,573万元。

总体来看，2015年公司医药零售业务板块增长较快，但毛利水平受收购金象复美影响，有所下降。作为公司占领零售终端市场的主要渠道，医药零售业务板块在公司整体战略发展中仍占据较为重要的地位，未来具有较好的发展潜力。此外，以药品生产和销售为主的公司其他业务发展较为稳定且已形成一定规模，进一步提升了公司的综合竞争力。

## 财务分析

以下分析基于普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对公司出具的2013~2015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2016年一季度财务报表。

## 资本结构

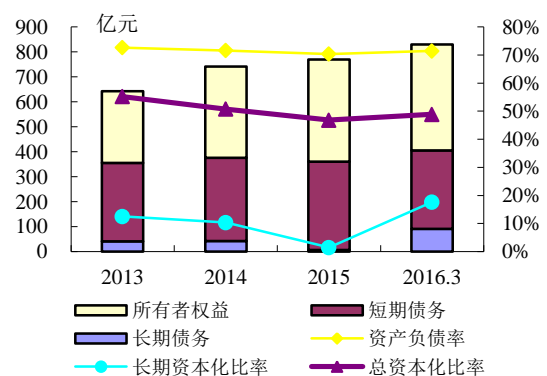
随着业务规模的提升，公司资产规模逐步增长。截至2015年12月31日，公司资产总额1,381.07亿元，较上年末增长7.47%。从所有者权益方面，随着每年留存收益的积累，公司自有资本实力逐步增加，截至2015年末，公司所有者权益为409.20亿元，较上年增长12.06%。截至2016年3月31日，公司总资产为1,484.54亿元，所有者权益为424.28亿元。

从资产结构来看，公司资产以流动资产为主。2015年末公司流动资产为1,164.82亿元，占当期公司资产规模的84.34%，其货币资金、应收账款和存货系公司流动资产的主要构成部分。2015年末公司应收账款为580.93亿元，占其流动资产的49.87%，账龄主要以1年内为主，符合其药品分销及医药制造业务以30~210天为信用期销售的业务模式，客户主要系医院、医药公司等，公司客户质量较高，坏账风险较小。2015年末公司存货220.53亿元，主要系产成品及库存商品，跌价风险较小。非流动资产方面，公司主要以固定资产、无形资产、商誉和长期应收款为主。截至2015年末，公司非流动资产为216.26亿元，其中固定资产为66.03亿元，占当期非流动资产的30.54%，主要系房屋建筑、机械设备等；无形资产为40.76亿元，占当期非流动资产的18.85%，主要系土地使用权；商誉为39.48亿元，占当期非流动资产的18.26%，2015年新增主要系

公司以非同一控制下企业合并方式取得一些子公司股权所致；长期应收款为29.62亿元，占当期非流动资产的13.69%，主要系应收融资租赁款。截至2016年3月31日，公司流动资产为1,264.19亿元，非流动资产为220.34亿元。

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主。2015年公司流动负债为947.73亿元，占当期公司负债规模的97.52%，其短期借款、应付票据和应付账款系公司流动负债的主要构成部分。2015年公司应付账款为429.46亿元，其中账龄在一年以内的占其总额的97.50%；应付票据主要系银行承兑汇票。非流动负债方面，2015年公司非流动负债较上一年有所减少，主要系公司2013年发行的5年期公司债券有提前赎回条款，即在发行日后第三年年末，债权人有权提前赎回，基于该条款，2015年末公司将该债券计入一年内到期的非流动负债，导致其应付债券项下为零，从而使其非流动负债减少。截至2016年3月31日，公司负债规模为1,060.25亿元，其中流动负债为949.41亿元，非流动负债为110.85亿元。

图1：2013~2015年及2016年一季度末公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从杠杆比率来看，近年来，虽然负债规模逐年上涨，但公司杠杆比率相对稳定。截至2015年12月31日，公司资产负债率和总资本化比率分别为70.37%和46.81%，分别较上年末下降1.21个百分点和3.92个百分点，与同业相比，公司负债水平处于中等水平。截至2016年3月31日，公司资产负债率和总资本化比率分别为71.42%和48.88%。



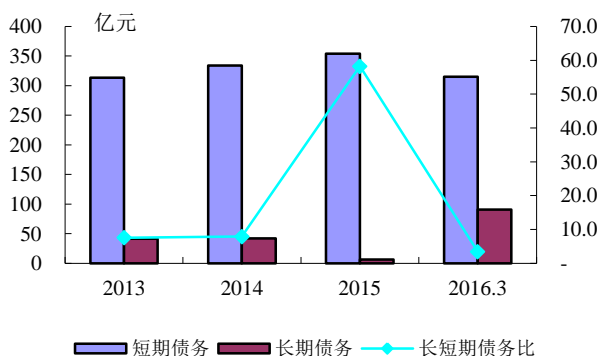
表 5: 截至 2015 年末主要医药制造上市公司资本结构比较

	资产规模 (亿元)	资产负债率
上海医药	743.42	54.52%
九州通	325.85	69.78%
南京医药	125.95	78.67%
华东医药	114.17	71.59%
<b>国药控股</b>	<b>1,381.07</b>	<b>70.37%</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, 公司债务结构以短期债务为主。截至 2015 年 12 月 31 日, 公司总债务为 360.10 亿元, 其中短期债务为 354.02 亿元, 长期债务为 6.08 亿元, 长短期债务比(短期债务/长期债务)由上年的 7.90 增至 58.21。2015 年公司债务结构变化明显主要系公司 2013 年发行的 5 年期公司债券有提前赎回条款, 即在发行日后第三年年末, 债权人有权提前赎回, 基于该条款, 2015 年末公司将该债券计入一年内到期的非流动负债, 导致其应付债券项下为零, 从而使其短期债务增加, 长期债务减少。截至 2016 年 3 月 31 日, 公司总债务为 405.76 亿元, 长短期债务比为 3.47。目前公司以短期债务为主, 符合公司所处的行业特性。

图 2: 2013~2015 年及 2016 年一季度末公司债务结构分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

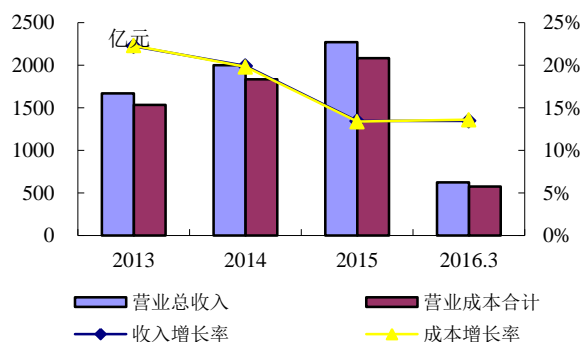
总体看, 随着业务规模的扩大, 公司资产、负债规模持续提升, 财务杠杆比率仍处于合理水平, 但其有息债务主要集中于短期债务, 未来可能面临一定的短期偿债压力。

## 盈利能力

从收入规模看, 2015 年公司实现营业总收入 2,270.69 亿元, 较上年增长 13.46%。其中, 医药分销板块实现营业收入 2,134.92 亿元, 较上年增加 12.49%, 其增长主要依赖于多年来积累的渠道资源,

以及完善的分销网络布局及物流服务; 医药零售板块实现营业收入 84.81 亿元, 较上年增加 47.69%, 主要由于公司于 2015 年年初进行外延式并购, 导致其业务规模及收入增长; 药品制造销售等其他业务实现营业收入 50.31 亿元, 较上年增加 9.42%, 增长较为平稳。2016 年 1~3 月, 公司实现营业总收入 625.81 亿元。

图 3: 公司 2013~2015 年及 2016 年一季度盈利能力分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

毛利率方面, 2015 年公司营业毛利率为 8.29%, 较上一年上涨 0.07 个百分点。具体来看, 2015 年公司医药分销板块毛利率为 6.89%, 较上年基本持平, 盈利空间相对稳定; 2015 年公司医药零售板块毛利率为 23.41%, 较上年下降了 3.56%, 主要系 2015 年年初公司外延式并购所吸纳的新公司毛利水平相对较低, 从而稀释公司整体零售业务毛利率; 2015 年药品制造销售等其他业务毛利率为 40.73%, 较上年增加了 1.18%。2016 年 1~3 月, 公司营业毛利率为 8.07%。

表 6: 公司 2014~2015 年分产品收入和毛利率情况

单位: 亿元、%

业务	2014		2015	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
医药分销	1,897.91	6.90	2,134.92	6.89
医药零售	57.42	26.97	84.81	23.41
其他	46.16	39.55	50.13	40.73
合计	2,001.31	8.22	2,270.04	8.29

注: 1、其他主要为药品、保健品、化学试剂及实验室用品的制造和销售; 2、由于数据经四舍五入处理, 故单项数和与合计数存在尾差

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从期间费用来看, 2015 年公司期间费用为 113.68 亿元, 较上年增长 10.44 亿元, 增幅为 10.11%。分项来看, 2015 年公司销售费用为 59.98 亿元, 较

上年增加 8.75 亿元，增幅为 17.07%，主要系当年公司加大销售力度所致；2015 年公司管理费用为 36.38 亿元，较上年增加 3.12 亿元，增幅为 9.39%；2015 年公司财务费用为 17.33 亿元，较上年减少 1.43 亿元，降幅为 7.63%。公司对费用的控制能力尚可，其三费收入占比呈现下降趋势，2015 年公司三费收入占比为 5.01%，较上年下降 0.15 个百分点。2016 年 1~3 月，公司三费收入占比为 4.62%。

表 7：2013~2015 年及 2016 年一季度公司期间费用情况

单位：亿元

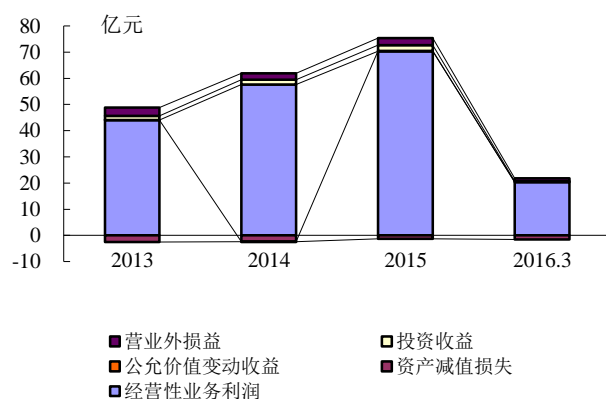
	2013	2014	2015	2016.3
销售费用	44.74	51.23	59.98	15.61
管理费用	28.84	33.26	36.38	9.21
财务费用	14.93	18.76	17.33	4.10
三费合计	88.51	103.24	113.68	28.92
营业总收入	1,668.66	2,001.31	2,270.69	625.81
三费收入占比	5.30%	5.16%	5.01%	4.62%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2015 年公司利润总额为 74.09 亿元，较上一年上涨 14.64 亿元，涨幅为 24.63%。公司利润总额主要由经营性业务利润构成，2015 年公司经营性业务利润为 70.39 亿元，较上一年增加 12.74 亿元，增幅为 22.10%，主要由于毛利率上涨以及三费收入占比下降导致经营性业务利润有所增加。2016 年一季度，公司利润总额为 20.28 亿元。

图 4：2013~2015 年及 2016 年一季度公司利润总额分析

单位：亿元



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来说，近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

从现金流来看，公司经营性现金流呈现持续净流入态势，且保持逐年上涨，2015 年公司经营活动净现金流为 135.60 亿元，同比增长 143.86%。2015 年经营活动净现金流/利息支出为 7.83 倍，较上年增加 5.23 倍，经营净现金流/总债务为 0.38 倍，较上年增加 0.23 倍，公司经营性净现金流对债务本息的保障程度很高。

EBITDA 获现能力方面，近年来公司 EBITDA 表现尚可，2015 年为 101.79 亿元，较上年上涨 13.81%。同期，公司总债务/EBITDA 为 3.54 倍，较上年下降 0.64 倍，EBITDA 利息保障倍数为 5.87 倍，较上年增加 1.75 倍，公司 EBITDA 对债务和利息支出的保障程度有所加强。

表 8：2013~2015 年偿债能力分析

财务指标	2013	2014	2015
总债务 (亿元)	354.74	375.97	360.10
EBITDA (亿元)	70.59	89.91	101.79
资产负债率 (%)	72.63	71.58	70.37
长期资本化比率 (%)	12.54	10.36	1.46
总资本化比率 (%)	55.17	50.73	46.81
EBITDA 利息倍数 (X)	4.08	4.12	5.87
总债务/EBITDA (X)	5.03	4.18	3.54
经营净现金流/总债务 (X)	0.14	0.15	0.38
经营净现金/利息支出 (X)	2.86	2.60	7.83

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

银行授信方面，截至 2016 年 3 月 31 日，公司共获得银行授信总额 893.54 亿元，未使用授信余额 503.24 亿元，仍具有较好的备用流动性。

或有负债方面，截至 2016 年 3 月 31 日，公司无对外担保。

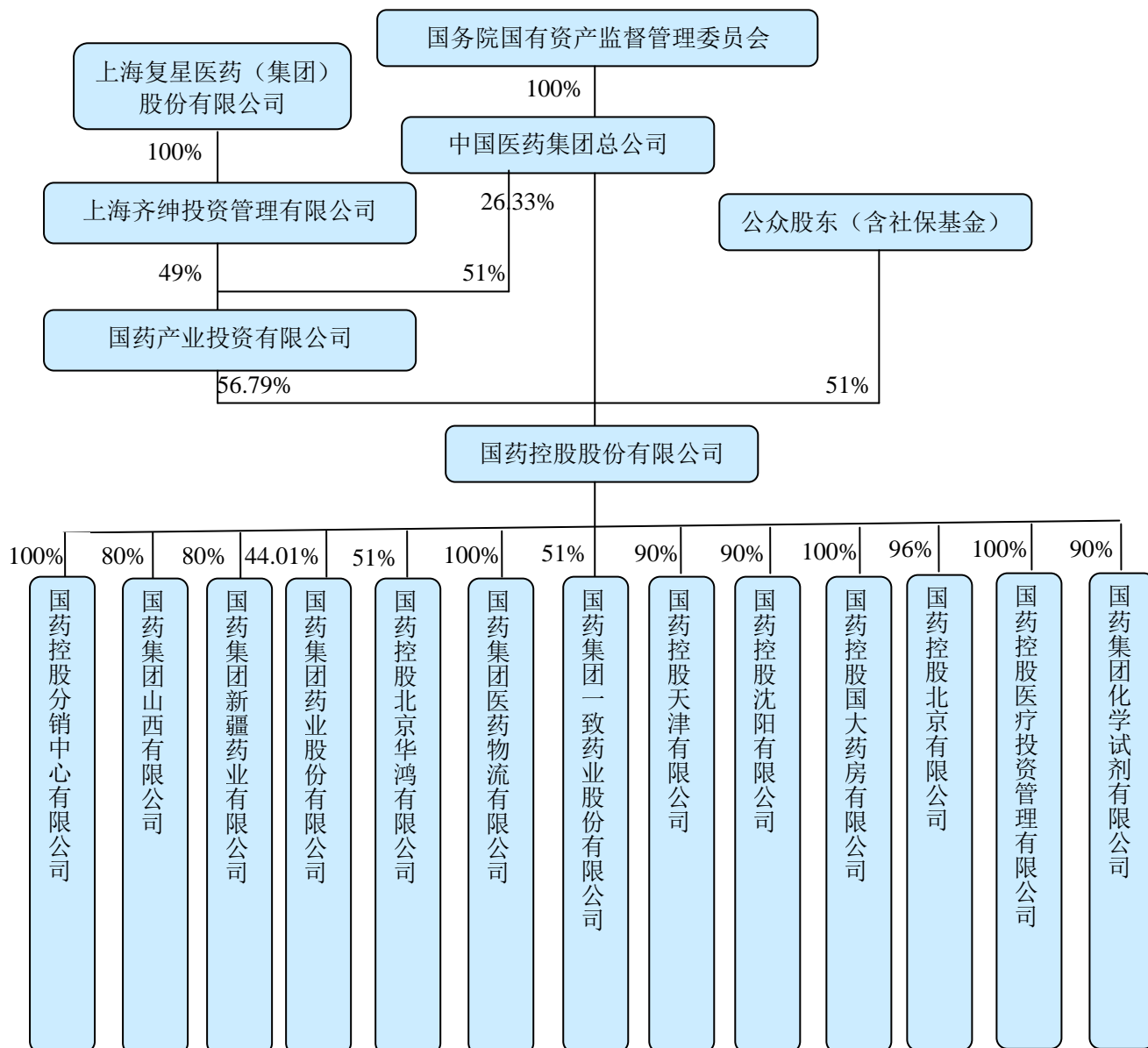
未决诉讼方面，公司没有正在进行的或未决的、会对公司的财务状况和运营业绩产生重大不利影响的任何诉讼、仲裁或行政处罚情形。

整体来看，近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，稳定的毛利空间和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。

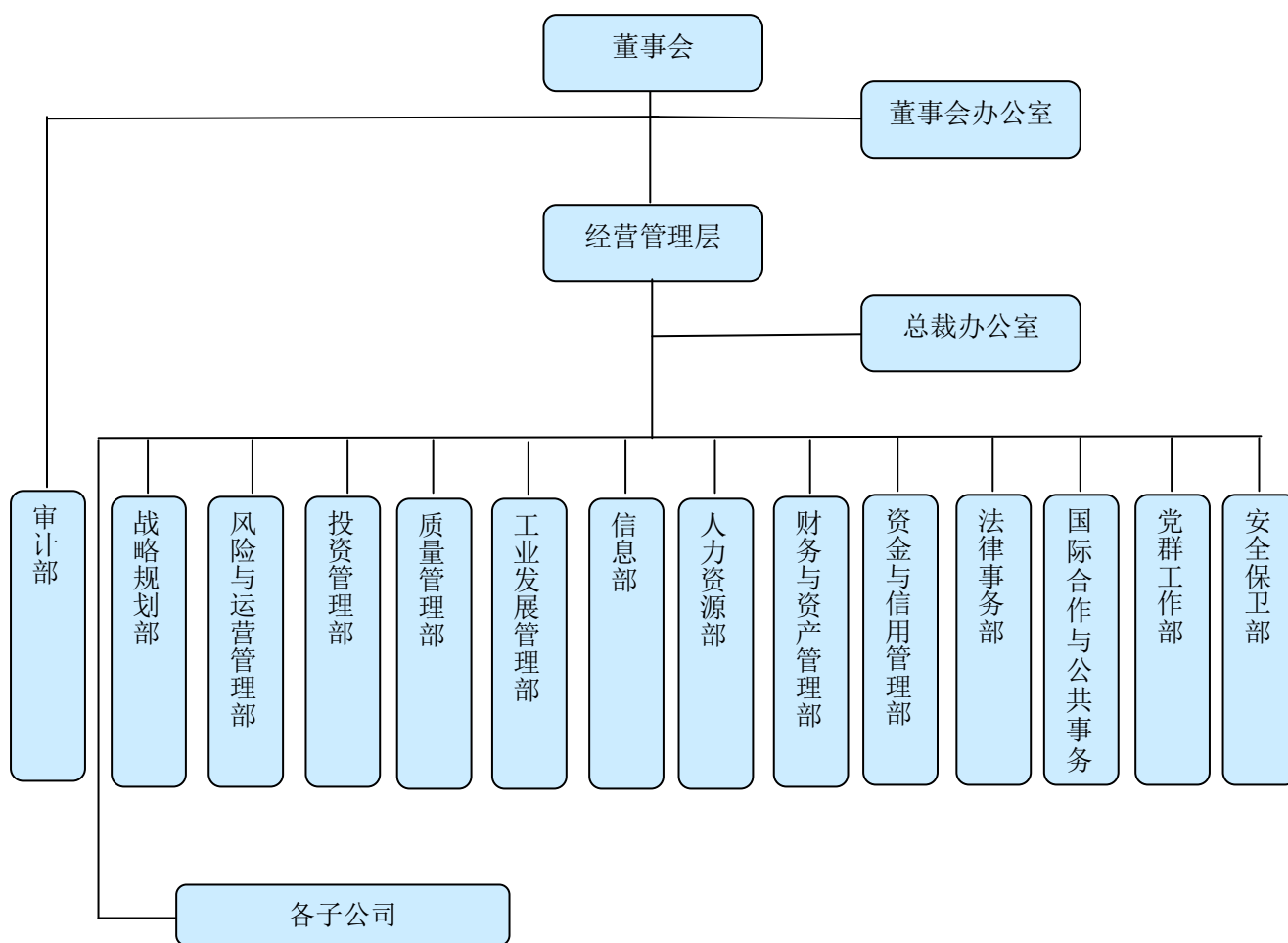
## 结 论

综上，中诚信证评维持国药控股主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“国药控股股份有限公司2012年公司债券(第一期)”信用级别为 **AAA**。

附一：国药控股股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



附二：国药控股股份有限公司组织架构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



## 附三：国药控股股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	1,704,385.48	1,938,355.02	2,436,885.39	2,263,123.69
应收账款净额	4,695,657.77	6,189,831.75	5,809,274.21	7,042,126.45
存货净额	1,645,940.55	2,000,957.34	2,205,277.04	2,140,109.52
流动资产	8,945,914.87	10,997,284.78	11,648.18	12,641.93
长期投资	100,544.08	93,017.92	145,569.09	417,898.56
固定资产（合计）	643,254.44	727,101.98	660,347.27	654,918.37
总资产	10,530,425.98	12,850,290.34	13,810,742.21	14,845,367.02
短期债务	3,134,006.88	3,337,467.31	3,540,168.31	3,149,062.17
长期债务	413,406.73	422,259.71	60,819.52	908,585.86
总债务（短期债务+长期债务）	3,547,413.60	3,759,727.02	3,600,987.83	4,057,648.03
总负债	7,648,249.93	9,198,586.35	9,718,781.86	10,602,518.75
所有者权益（含少数股东权益）	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
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	705,899.08	899,052.26	1,017,933.70	243,746.81
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
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	8.13	8.22	8.29	8.07
所有者权益收益率（%）	12.43	12.46	13.93	14.65
EBITDA/营业总收入（%）	4.23	4.47	4.48	-
速动比率（X）	1.03	1.04	1.00	1.11
经营活动净现金/总债务（X）	0.14	0.15	0.38	-0.44
经营活动净现金/短期债务（X）	0.16	0.17	0.38	-0.57
经营活动净现金/利息支出（X）	2.86	2.60	7.83	-11.00
EBITDA 利息倍数（X）	4.08	4.12	5.87	-
总债务/EBITDA（X）	5.03	4.18	3.54	-
资产负债率（%）	72.63	71.58	70.37	71.42
总资本化比率（%）	55.17	50.73	46.81	48.88
长期资本化比率（%）	12.54	10.36	1.46	17.64

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、公司 2016 年第一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务（X）和经营活动净现金/短期债务（X）经年化处理。

**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。