



信用等级通知书

信评委函字[2012] 006号

北京同仁堂股份有限公司：

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“北京同仁堂股份有限公司2012年可转换公司债券”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，贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；本次债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一二年三月二十七日

北京同仁堂股份有限公司 2012 年可转换公司债券信用评级报告

债券信用等级	AAA
主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
发行主体	北京同仁堂股份有限公司
发行规模	不超过人民币12.05亿元（含12.05亿元）
债券期限	自发行之日起5年
转股期	自可转债发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至到期日止。

概况数据

同仁堂	2009	2010	2011
所有者权益（亿元）	39.13	42.21	48.11
总资产（亿元）	49.22	54.89	73.30
总债务（亿元）	1.73	1.73	2.31
营业总收入（亿元）	32.50	38.24	61.08
营业毛利率（%）	43.99	45.41	41.00
EBITDA（亿元）	5.73	6.68	9.32
所有者权益收益率（%）	9.92	11.16	13.61
资产负债率（%）	20.51	23.10	34.36
总债务/EBITDA（X）	0.30	0.26	0.25
EBITDA 利息倍数（X）	64.81	86.28	91.85

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

中诚信证券评估有限公司（简称“中诚信证评”）评定“北京同仁堂股份有限公司（以下简称“同仁堂”或“公司”）2012 年可转换公司债券”的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券信用质量极高，信用风险极低。

中诚信证评评定同仁堂主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。该级别反映了同仁堂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。中诚信证评肯定了医药行业良好的发展前景、公司突出的品牌影响力和产品竞争力、丰富的产品线和药品批件储备、稳定的盈利能力和获现能力等有利评级因素。同时，中诚信证评也关注到行业集中度偏低，竞争激烈，未来市场费用支出持续增加等因素对公司盈利稳定性存在的影响，进而可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- ▶ 行业发展长期趋势良好。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制药企业带来广阔的发展空间和机遇。
- ▶ 突出的品牌影响力和产品竞争优势。“同仁堂”是中国最富盛名的中药老字号，创办至今历经 343 年，凭借上乘的选料、独特的配方、精湛而严谨的制药工艺在品质方面显著优于同类其他产品，数百年来在中医药市场积累的良好口碑，确保了同仁堂品牌的长盛不衰。
- ▶ 丰富的产品线和药品批件储备。截至 2011 年末，公司拥有丸剂、散剂等 28 个剂型 800 多种药品注册批件，治疗范围广，其中 8 个过亿品种近年来销量稳步增长，非主力品种销售占比亦保持逐年上升趋势，丰富的产品线药品批件储备不仅使公司具备较强的抗风险能力，同时还为公司奠定了较好的发展基础。
- ▶ 业内领先的中药研发水平。公司下属科研部门多年来通过与企业内外部的国内权威医学机构

分 析 师

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

宋 诚 csong@ccxr.com.cn

魏 巍 www@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2012 年 3 月 27 日



密切合作，已经将自身打造成为国内知名的中药创新平台。2001~2011 年间公司共取得了 10 项新药证书，在传统中药的“二次开发”方面亦取得了突破性的进展。

- 稳定的盈利能力和获现能力。公司近年来各板块业务规模稳步攀升，盈利能力不断增强，现金流状况稳定。2011 年公司完成了对同仁堂商业的控股之后，使得医药零售板块的收入和利润规模获得大幅提升。

关 注

- 行业集中度偏低、制剂与研发水平普遍不高对中药行业的长期发展不利。中药行业集中度偏低，竞争激烈，影响行业整体盈利水平；业内制剂和研发投入水平不高，导致长期以来行业内新药偏少、各企业生产的仿制药质量参差不齐，低水平产品之间的无序竞争充斥市场。
- 费用支出加大。随着产销规模的扩大及市场开拓的推进，公司销售费用将会保持较高的增长水平。持续增长的费用支出可能将对公司利润造成不利影响。

公司概况

北京同仁堂股份有限公司（以下简称“同仁堂”或“公司”）成立于 1997 年 6 月 18 日，是经北京市经济体制改革委员会京体改发（1997）11 号批复批准，由中国北京同仁堂（集团）有限责任公司（以下简称“集团公司”）作为独家发起人，通过注入集团公司下属的北京同仁堂制药厂、北京同仁堂制药二厂、北京同仁堂药酒厂、北京同仁堂中药提炼厂、进出口分公司和外埠经营部共六个单位的生产经营性资产，并以募集方式设立的股份有限公司。1997 年 6 月 25 日，公司向社会公众发行的人民币普通股 5000 万股（含公司职工股 500 万股）¹ 在上海证券交易所正式挂牌²。2000 年 3 月公司以北京同仁堂制药二厂、北京同仁堂中药提炼厂等实物资产及部分现金作为注入性资产，并与其他企业法人及自然人共同投资设立了北京同仁科技发展股份有限公司（以下简称“同仁堂科技”）。当年 10 月 31 日，同仁堂科技在香港联交所创业板成功上市。此后公司又经历了一系列配股及送股，截至 2011 年末，公司总股本为 130,206.57 万股，其中集团公司持有公司 55.24% 的股权，是公司的控股股东。北京市国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）通过北京国有资本经营管理中心³ 全资持有集团公司股权，因此北京市国资委是公司的最终控制人。

公司目前主要从事中成药的生产、研发和销售，拥有包括丸剂、散剂、片剂等 28 个剂型的 800 多个药品品种的生产批件，药品治疗范围覆盖了内科、外科、儿科、妇科等各类疾病。公司目前拥有 7 个中成药制造基地，9 个中药材种植基地，并通过旗下的北京同仁堂商业投资集团有限公司（以下简称“同仁堂商业”）管控超过 350 家药品零售门店。

截至 2011 年末，公司总资产 73.30 亿元，所有者权益（含少数股东权益）48.11 亿元；2011 年公

司实现营业总收入 61.08 亿元，净利润 6.55 亿元，经营活动现金净流量 5.45 亿元。

本期债券概况

表 1：本期可转换公司债券概况

债券概况	
债券品种	可转换公司债券
本期债券申请规模	不超过人民币 12.05 亿元（含 12.05 亿元）
债券期限	自发行之日起 5 年
债券利率	本次发行的可转债票面利率不超过 3%，具体利率水平公司股东大会授权公司董事会根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。
转股期	自可转债发行结束之日满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。
转股价的确定	本次发行可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日均价，具体转股价格公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐人（主承销商）协商确定。
募集资金用途	本次发行可转债募集的资金总额扣除发行费用后全部用于大兴生产基地建设项目。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

医药工业

医药工业⁴作为国民经济的重要组成部分，对于保护和增进人民健康，促进经济发展及社会进步有十分重要的作用。中国是世界第一人口大国，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工业创造了巨大的市场需求。“十一五”期间，中国医药工业保持高位运行，总产值年复合增长率达到 20.86%，远高于同期的 GDP 增速。2010 年中国医药工业全年累计完成总产值 11,933.82 亿元，同比增长 19.25%。2010 年医药工业中上升幅度较快的三大子行业：中成药制造业完成总产值为 2,587.05 亿元，同比增长 22.51%，化学药品制造业总产值为 5,952.75 亿元，同比增长

¹ 经中国证券监督管理委员会【证监发字（1997）270 号文】和【证监发字（1997）271 号文】批准。

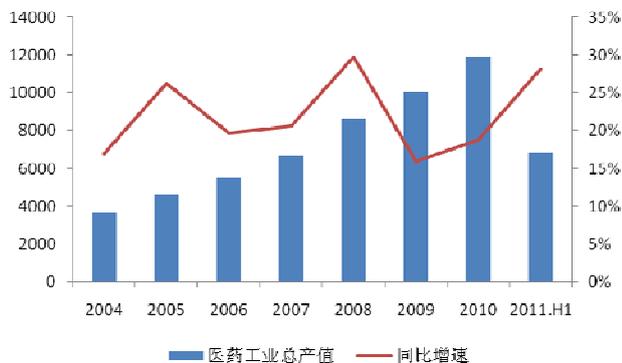
² 其中向公司职工配售的 500 万股公司职工股按照国家有关规定于从正式挂牌之日起半年后上市交易。

³ 北京国有资本经营管理中心是北京市国资委的全资子公司，并全资持有集团公司。

⁴ 医药工业按门类可以分为中成药、中药饮片加工、化学原料药、化学药品制剂、生化及生物制品、医疗仪器设备与器械、卫生材料及医药用品等七大子行业。

23.20%，生物生化制品制造业总产值为 1,314.16 亿元，同比增长 43.04%。

图 1：2004~2011.6 中国医药工业产值及增速情况



资料来源：工信部，中诚信证评整理

政策方面，从 2007 年开始，国家关于医疗卫生服务方面的改革措施陆续出台。2009 年 3 月末，国务院公布了《医药卫生体制改革近期重点实施方案 2009-2011 年》（国发【2009】12 号），标志着新一轮医改开始。文件中指出到 2011 年，基本医疗保障制度全面覆盖城乡居民，基本药物制度初步建立，城乡基层医疗卫生服务体系进一步健全，基本公共卫生服务得到普及，公立医院改革试点取得突破，明显提高基本医疗卫生服务可及性，有效减轻居民就医费用负担，切实缓解“看病难、看病贵”问题。因此医疗卫生体制改革等相关政策逐步落实必将推动中国医药市场总量的持续扩容，为制药企业提供了广阔的市场空间和发展机遇。

表 2：近年来中国医疗卫生体制改革政策出台情况

日期	政策及主要内容
2007.05	《卫生事业发展“十一五”规划纲要》明确到 2010 年初步建立覆盖城乡居民的基本卫生保健制度框架，建立三级医疗卫生服务体系，初步建立社区卫生服务体系，初步建立国家基本药物制度，基本建立比较规范的公立医院管理制度等。
2007.10	《中国共产党第十七次全国代表大会上的报告》中提出了医改指导精神的“四分开原则”，即实行政事分开、管办分开、医药分开、盈利性和非盈利性分开。
2008.10	《关于深化医药卫生体制改革的意见（征求意见稿）》提出到 2020 年基本建立覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度。
2008.11	国家出台了扩大内需的 4 万亿元投资计划，主要集中于基础设施建设和民生项目，其中加大基层医疗卫生服务投入被列为重要内容之一。
2009.04	《关于深化医药卫生体制改革的意见》明确提出深化医药卫生体制改革的总体目标，建立健全覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度。
2009.03	《医药卫生体制改革近期重点实施方案 2009-2011 年》中提出重点抓好五项改革：建设基本医疗保障制度、初步建立国家基本药物制度、健全基层医疗卫生服务体系、基本公共卫生服务逐步均等化、公立医院改革试点。
2010.12	国务院印发《建立和规范政府办基层医疗卫生机构基本药物采购机制的指导意见》针对基本药物招标采购不够规范等现象，要求各地规范相关基本药物的采购机制，有利于规范基本药物生产流通秩序，促进药品生产流通行业健康发展。
2011.05	商务部发布的《全国药品流通行业发展规划纲要(2011-2015 年)》强调了规模化、集中化的导向，提出到 2015 年前全国要形成 1~3 家年销售额过千亿元的全国性大型医药商业集团；药品批发百强企业年销售额占药品批发总额 85% 以上等要求。
2011.11	科技部等十部委联合发布了《医学科技发展“十二五”规划》提出了“十二五”期间医学科技发展的战略目标和重点任务，进一步明确了加快医学科技发展在实施医疗卫生体制改革和发展生物医药战略性新兴产业中的重要地位。

资料来源：中诚信证评整理

中诚信证评认为，人口结构老龄化、农村城镇化、居民保健意识不断增强所推动的药品需求持续增长将是未来医药工业乃至整个医药行业稳步发展的动力来源。随着医改政策逐步落实，行业配套政策的逐渐完善，将推动医药市场大幅扩容，因此也将促成行业保持快速发展趋势。

中成药制造

中国的中药文化历史长达数千年，拥有悠久的历史积淀，深厚的中医药理论基础和丰富的临床经验。中药的原材料来源广泛，涵盖植物、动物及矿物等。中药以其源于天然、毒副作用小、疗效显著、价格相对经济等优势，在诸多方面优于同类西药产

品。根据加工工艺方法和服用方式的不同，中药可以分为中药饮片和中成药。

近几年受益于医改覆盖面持续扩大、居民保健意识不断提高以及传统中医药文化的宣传力度加大等因素，中国中成药制造行业发展较快，行业产品利润率普遍较高，“十一五”期间中成药制造业年产值增速超过了 20%，2010 年总产值达到了 2,587.05 亿元，同比增长 22.51%，行业毛利率达到了 35%。截至 2010 年末，中国中成药制造企业数量为 1540 家，总资产规模达到了 2600 亿元，年销售收入达到了 2200 亿元。从地域上看，中药制造业主要分布在区域经济较发达的东部珠三角、长三角、环渤海地区，以及中药材资源丰富的中国西南部地区如云南、贵州、四川等地。从企业形态来看，中小企业构成行业竞争主体，行业内营业收入过亿的企业约在 50 家左右，行业集中度较低，竞争较为激烈。

中药是中国的传统优势行业，但是近年来随着全球经济一体化、科技进步和现代医学的快速发展，中国中医药发展环境发生了深刻变化。国内方面，长期以来以西方科学标准评价中医理论的做法，使得中医理论的发展受到了一定的限制，造成中医实践萎缩，传统中药行业面临一定的发展困境；国际方面，中国中药企业在质量控制和创新能力等方面的不足，也使得中国的中药产品在国际市场上的份额远落后于国际同行——日本与韩国，近年来日韩的中药产品在国际中药制剂市场占据了约 80% 的份额，而中国的市场份额仅为 5%。目前国内大部分厂商的中药制剂工艺仍以简单的提取加工为主，现代科技投入较少，制剂和检验设备的系列化、标准化、配套能力差，对药材、药品有效成分的检验和控制能力偏弱等问题造成产品质量难以保障；创新能力方面，中国中药制造行业普遍存在创新意识不足，企业研发投入较少等问题，导致长期以来行业内新药偏少、各企业生产的仿制药质量参差不齐，低水平产品之间的无序竞争充斥市场。除此以外，中国中药企业近年来还面临着人工、药材成本上升所带来的经营压力。从 2009 年开始，中药材价格呈现普涨格局，中药材价格指数翻了一番，部分企业由于其产品属于医保目录和基本药物

范畴，产品价格调整受限，加上其产品在终端市场的竞争力不足，巨大的成本压力使得企业只能选择内部承受，减产或停产的负面影响逐步加大。

总体来看，近年来在居民消费升级、行业政策推动下，中成药制造行业持续快速发展。未来以药材价格引领的制造成本上涨将对企业在成本消化和转移能力方面提出严峻考验，新版药典和 GMP 标准的实施也将有助于行业的优胜劣汰，行业长期集中度偏低的情况将有望得到改善，具备竞争优势的龙头企业将从中受益。

行业关注

国家政策重点扶持中药行业，“十二五”期间政策效应将逐步凸显，产业整体水平将会有明显提升

一直以来，提升中药产业的现代化水平、促进中药产业结构优化和技术水平升级都是国家政策的重点扶持方向。2002 年国家科技部联合八部委制定的《中药现代化发展纲要》就提出了从 2002 年至 2010 年我国中药现代化发展的指导思想、基本原则和战略目标、重点任务和主要措施。“十一五”期间，国家继续推动中药行业的发展。2006 年《医药行业“十一五”发展指导意见》提出了制订和完善中药标准和规范、积极开发新产品、重视中药工程装备开发与运用的要求；2007 年《高技术产业化“十一五”规划》提出了包括“现代中药”产业在内的 16 个高技术产业化重大专项；2009 年国务院下发的《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》提出要坚持中西医并重的方针，充分发挥中医药作用，加强中医医疗服务体系建设，县级以上地方人民政府要在区域卫生规划中合理规划和配置中医医疗机构等以及完善中药注册管理等意见，这些措施的逐步落实将对中医药行业的发展构成直接影响。“十一五”期间，全国各地在政策的推动下纷纷加大了中药项目的投资，考虑到中药项目通常有 1~2 年的建设期，回报周期较长，预计在未来 3-5 年内陆续显示出效果，届时中国中药产业整体水平有望获得较大的提升。

表 3: 近十年来国家对中药行业扶持政策出台情况

时间	政策及主要内容
2002	国家科技部联合八部委制定的《中药现代化发展纲要》提出了 2002 年至 2010 年我国中药现代化发展的指导思想、基本原则和战略目标、重点任务和主要措施。
2006	国家发改委制定的《医药行业“十一五”发展指导意见》中对于中药行业，提出了制订和完善中药标准和规范、积极开发新产品、重视中药工程装备开发与运用的要求。
2007	国家发改委发布的《高技术产业化“十一五”规划》提出“十一五”期间我国将实施 16 个高技术产业化重大专项，其中包括“现代中药”产业。
2009	国务院公布的《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》提出要坚持中西医并重方针，充分发挥中医药作用，表明国家对大力发展中医药态度坚决，从政策和舆论上为中医药的发展保驾护航。

资料来源：中诚信证评整理

近三年来中药材价格呈现出普涨格局，中药制药企业成本压力提升，行业整合加速

2009 年甲流疫情的爆发促成金银花、板蓝根等清热解毒类药材量价齐升，2010 年、2011 年自然灾害造成部分药材减产，加之游资炒作等因素，导致近三年来中药材价格呈现出了普涨的格局。根据中药材天地网公布的中药材综合 200 价格指数显示，截至 2011 年 2 月末，指数超过了 2600 点，较 2009 年初上涨了近 1600 点。原材料价格的持续攀升对部分中药制药企业的经营造成了一定的压力。短期来看，企业通过制定存货应急方案，加强对药材栽种面积、气候等市场信息的密切跟踪，及时根据变化作出储备方面的调整，控制采购进度，有利于降低原材料成本上涨带来的影响。长期来看，拥有自建的药材基地将有助于企业平抑成本的波动、有效控制药材质量和保障原材料稳定供应。

近期内由于部分企业的产品价格调整受限，企业向下传递成本压力的通道堵塞，因此在此轮药材价格上涨中，部分中小企业可能出现减产甚至面临淘汰，行业整合将进入加速期。

医药流通行业“十二五”规划出台，整合并购将是近期行业发展的主要基调，市场集中度有望进一步提高

2011 年 5 月 5 日商务部公布的《全国药品流通行业发展规划纲要(2011-2015 年)》中明确提出：2015 年前，全国要形成 1~3 家年销售额过千亿元的

全国性大型医药商业集团，20 家销售额过百亿元的区域性药品流通企业；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。较此前的征求意见稿，该规划再次明确强调了行业未来规模化、集中化的发展导向。而从 2009 年的统计数据来看，销售过百亿的区域性大型医药企业只有 8 家，销售总额超过 50 亿的企业也仅 18 家；全国百强连锁药店的销售规模占整个药品零售行业比重的 37%。可以推断整合并购将是医药流通行业未来五年的主要发展基调，市场结构的重新调整将有利于行业有序的市场竞争和整体利润水平的提高。

竞争优势

突出的品牌影响力和产品竞争力

“同仁堂”是中国最富盛名的中药老字号，其创建于清康熙八年（1669 年），自雍正元年（1723 年）起开始供奉御药，历经八代皇帝，长达 189 年。“同仁堂”343 年以来始终恪守“炮制虽繁必不敢省人工，品味虽贵必不敢减物力”的传统古训，树立“修合无人见，存心有天知”的自律意识，其产品凭借上乘的选料、独特的配方、传统而严谨的制药工艺在品质方面显著优于同类其他产品，因此数百年来在中医药市场积累的良好口碑确保了同仁堂品牌的长盛不衰。同仁堂由国家商业部授予“老字号”品牌，2004 年被中宣部、国务院国资委确定为十户国有重点企业典型经验之一，2005 年荣获“2005CCTV 我最喜爱的中国品牌”、“2004 年度中国最具影响力行业十佳品牌”、“中国出口名牌企业”，2006 年同仁堂中医药文化进入国家非物质文化遗产名录，2008 年同仁堂入选世界品牌价值实验室编制的《中国购买者满意度第一品牌》中名列第八位。强大的品牌优势有利于公司产品在 OTC 市场树立优良的产品形象，未来还将有助于公司其他产品的市场推广。

丰富的产品线和药品批件储备

数百年来同仁堂在继承前人宝贵药方的基础上积极进行再评价、衍生和创新，积累了丰富的产品线和药品注册批件，为公司持续发展奠定了良好

基础。截至 2011 年末，公司拥有丸剂、散剂、片剂等 28 个剂型 800 多个药品注册批件，其中包括 19 个国家中药保护品种、180 多个国内独家生产品种。公司药品治疗范围广泛，基本覆盖了内科、外科、儿科、妇科等各类疾病，其中主导品种治疗范围涉及滋阴补肾、心脑血管疾病、清热解毒、抗感冒、风湿、妇科疾病等。公司的八个主力产品六味地黄丸、安宫牛黄丸、同仁牛黄清心丸、同仁大活络丸、国公酒、同仁乌鸡白凤丸、牛黄解毒片、感冒清热颗粒近年来销售额均超过亿元，凭借优良的产品品质和显著的临床疗效在中成药市场树立了良好的口碑，为公司创造了良好的经济效益。丰富的产品线和药品批件储备不仅为公司的持续发展奠定了稳固的基础，同时还提高了公司的抗风险能力。

行业领先的研发技术水平

公司作为高新技术企业，注重中药的研发和创新，多年来公司科研部门通过与外部的权威医学研究机构之间的紧密合作，构筑了立体研发网络；另一方面公司还与集团公司下属的研究院、博士后流动站及工程中心⁵，在信息、技术等方面紧密协作、互相支持，逐步将自身打造成为了国内知名的中药创新平台。近年来公司在新药研发方面取得了丰厚的成果，在传统中药的“二次开发”方面也取得了突破性的进展，为企业持续发展提供了稳定的技术保障，为中国中药事业的发展做出了贡献。新药方面，公司自“八五”期间以来共开发各类新产品百余种，其中公司与合作单位共同开发的塞隆骨是国家新药审评办法实施以来的全国第一个一类新药；2001~2011 年间公司取得了 10 项新药证书，包括三类新药 2 项，四类新药 3 项，六类新药 3 项，八类新药 2 项。2011 年公司获得了六类新药贞芪益肾颗粒的生产批件，五类抗抑郁新药巴戟天寡糖胶囊也顺利通过技术审核与现场核查，预计 2012 年能够获得新药证书和生产批件，八类新药坤宝片目前正在三期临床研究中，预计 2012 年可完成申报工作。“二次开发”方面，公司一直致力于传统中药的

现代化和国际化，通过使用高新技术改造传统产业，在该领域已经取得了不俗的成绩，如在板蓝根颗粒和六味地黄丸等项目的“二次开发”中成功完成了药材及成品的质量标准提高工作，为后续基于有效成分开发新药奠定了基础。此外，公司还完成了对部分出口品种检测方法的研究，为该等品种的出口注册提供有力的技术支持，同时对公司产品使用濒危药材的替代研究也在持续进行中。在国家新版药典的制定过程中，公司凭借在行业内的技术优势，在 2010 版药典中完成了 56 个品种的标准修订工作，并就新版药典与药典委员会和药研所进行多次沟通、协调。突出的研发技术水平是公司未来持续发展的动力来源。

业务运营

公司目前业务主要分成两大板块：医药工业和医药零售，其中医药工业板块主要是中成药的生产、研发和销售，产品主要为治疗心脑血管疾病、清热解毒、感冒、风湿、妇科疾病的药物。医药零售板块主要为公司旗下超过 350 家医药门店的药品零售业务。2011 年公司实现营业总收入 61.08 亿元，两大板块的收入分别为 38.80 亿元和 25.54 亿元⁶。

医药工业

生产

公司目前拥有两大制药平台，即公司本部和同仁堂科技，其中公司本部主要生产蜜丸、散剂、酒剂等传统剂型的中成药，而公司于 2000 年通过分拆旗下资产而投资设立的同仁堂科技则是作为公司生产片剂、颗粒剂、胶囊剂等剂型，推行传统中药现代化改造和实现中药国际化的平台。公司两个制药平台在北京大兴、亦庄、刘家窑、通州、昌平等地共投资建设 7 个中成药生产基地。

表 4：公司两大制药平台相关情况介绍

	主要剂型	代表产品
公司本部	丸、散、膏、药酒	安宫牛黄丸、牛黄清心丸、大活络丸、乌鸡白凤丸、国公酒等。
同仁堂科技	颗粒、水蜜丸、片剂、软胶囊	六味地黄丸、感冒清热颗粒、牛黄解毒片等。

资料来源：公司提供、中诚信证评整理

⁵ 中药复方新药开发国家工程研究中心暨北京同仁堂研究院，是国家发改委在中药领域首批批准建设的四个国家工程中心之一。

⁶ 分板块收入数据包含内部抵消部分。

公司生产线覆盖了从药材前处理到中成药成品出厂的完整产业链条，所有生产线均得到 GMP 认证，其中 18 条还获得了澳大利亚 TGA 认证。截至 2011 年末，公司拥有 68 条药品生产线，主要剂型情况如表 4 所示。近年来由于市场销售情况较好，公司通过调整生产班次、机械化改造升级等方式进行产能内部挖潜，以满足下游订单量的迅速提升。从产能利用情况看，近年来大蜜丸、片剂、口服液等剂型的生产线均处于高负荷运行，2011 年末产能利用率分别达到了 133.52%、132.36% 和 125.14%。未来随着大兴生产基地项目逐步投产，公司产能将进一步得到释放。

表 5：2009~2011 公司主要剂型的产量以及产能情况

剂型	产量			设计产能
	2009	2010	2011	
大蜜丸（亿丸）	10.66	11.04	12.11	9.07
小蜜丸（吨）	3,429.30	3,993.10	4,186.20	4635
散剂（吨）	69.18	80.02	72.06	100
颗粒剂（吨）	1,872.80	2,151.90	2584.10	2580
片剂（亿片）	30.20	25.34	31.37	23.70
酒剂（吨）	4723	4747	6039	6000
口服液（万支）	10015	8437	8134	6500

资料来源：公司提供、中诚信证评整理

环保方面，公司下属生产单位的污水排放均达到了北京市地方污水排放标准。目前除亦庄分厂污水直接排放到亦庄污水处理厂外，其他生产单位均建有污水处理站。废气排放方面，公司现有的 14 套锅炉均安装脱硫除尘器，每年环保大气污染物排放环保监测均符合北京市《锅炉大气污染物排放标准》。公司设备采购均选择低噪音、节能型，对噪声较大的设备建设适当的隔音罩、隔音房或隔音墙确保厂界噪声达到环保要求。固废处理方面，公司根据相关规定对于可回收利用的废纸箱、打包带、药渣、炉渣全部回收利用；不可回收利用垃圾交由当地有资质的环卫单位处理；危险废弃物各单位每年统一上交至具有北京市具有相关处理资质的单位处理。

采购

公司采购的原材料主要为中药材以及生产用辅料。公司通过建立以原材料需求计划为核心的采购制度，坚持“按时、按质、按量”的采购原则，将供应与生产有机地统一，提高生产效率。年初公司

采购部根据年度生产计划、配料及消耗状况和合理周转期，经核定各类物资的合理库存定额，然后编制年度存货采购资金计划。年内公司按计划采购，并且在日常经营中建立各类物资的最低库存，按照库存情况，综合考虑市场变化，进行灵活机动、科学合理的采购，避开市场价格波动高峰。

采购渠道方面，公司的中药材采购主要来自市场化采购，部分来自于公司自建的种植基地。公司下属的九个种植基地主要向公司供应人参、党参、山茱萸、板蓝根、黄芪、甘草等药材，自给率超过 10%。公司与种植基地签订有长期合作协议，不仅使得药材质量得到了较好的控制，并且还保障了部分药材的稳定供应，同时还有助于公司平抑部分原料的价格波动。公司上游的供应商主要分为产地供应商和贸易商，公司在日常管理中依照“按时、按质、按量”的原则对药材供应商进行考核，并在年终实行综合评价末位淘汰制，通过多年筛选后基本形成了较为稳定的供应商网络。

产品销售

2003 年以前公司较为依赖同仁堂在 OTC 市场的品牌效应，在渠道建设和维护方面较为薄弱。2003 年开始公司进行了一系列营销改革，已经逐步形成目前的与经销商合作为主，同时通过公司营销团队对渠道进行维护和管控的营销模式。近年来公司还在不断加强与经销商的深度合作，通过协助经销商进行市场推广、增加对经销商的服务内容，调动其积极性。公司的营销团队通过与经销商的密切合作，不仅确保了销售渠道的畅通，还有效地提高了营销团队的工作效率和销售业绩。公司不断扩大对空白区域的覆盖，增加地区性的公共媒体投入。公司近年来还通过在北京及其周边地区的举行社区健康知识讲座及公益宣传活动，进行中医药知识宣传普及，提高消费者对公司产品的认知度。

从近年来产品销量走势来看，公司营销方面的改革措施已经取得一定成效。公司重点培育的 8 个主力品种：六味地黄丸、安宫牛黄丸、同仁牛黄清心丸、同仁乌鸡白凤丸、同仁大活络丸、牛黄解毒片、感冒清热颗粒以及国公酒近年来销售额均超过亿元，并且销量保持增长态势。同时由于部分自定

价产品所用药材的珍稀性，使得公司的该类产品未来具备一定的价格提升空间，市场竞争能力较强。如公司生产的安宫牛黄丸的主要原材料之一——天然麝香，国家林业局近年来对天然麝香的使用控制十分严格，企业使用申报程序较为复杂，公司是国内目前少数拥有使用天然麝香资格的药企之一。从表 6 可以看出，公司近年来制药收入同比增速均保持在较高水平，而主力品种的占比则出现一定幅度的下降，主要是因为公司前期对梯队品种的市场培育已经取得一定成效，部分潜力较好的产品市场推广工作开展较为顺利，收入占比逐步提升。未来随着过亿品种的继续增加，公司有望取得更好的经济效益。

表 6：2009~2011 年公司药品销售情况

	2009	2010	2011
医药工业收入 ⁷ （亿元）	27.08	31.41	38.80
主力品种占比（%）	46.19	42.70	41.27

资料来源：公司提供、中诚信证评整理

研发

公司本部与同仁堂科技均建有研究所，多年来作为企业发展的技术支撑力量，在新药研发、工艺改进等多个方面为公司提供服务。公司研究所的人员规模、学历构成以及在研项目数量方面在国内中药企业下属的研究机构中均处于领先地位，目前研究所在职人员合计达到了 88 人，其中硕士以上学历的人员比重为 27%，高级职称员工比重为 20%。截至目前公司共申请专利 45 件，其中有 33 件专利已获授权（发明专利 20 件，实用新型和外观设计专利 13 件）。2001~2011 年公司共取得十项新药证书，并在多个传统中药的“二次开发”项目中取得了突破性进展。工艺改造方面，公司研究所实施的中药压丸制剂工艺关键技术、大蜜丸自动包装技术等工程化研究不仅提高了产品内在质量稳定性，同时机械化水平的提升还使得生产成本得到了有效控制，为国内中药产业结构优化和技术升级起到较好的示范作用。

医药零售

2011 年公司旗下 23 家零售药店的股权及下属同仁堂药店相关资产对关联方同仁堂商业投资，

并实现对同仁堂商业控股，股权比例为 51.98%。同仁堂商业是由集团公司于 2003 年 6 月联合多家企业共同投资设立，其中集团公司持股 66%。自成立以来，同仁堂商业一直专注于发展同仁堂连锁药店，经营范围包括批发销售中成药、中药饮片、化学药制剂，销售医疗器械等。该项工作已经在 2011 年内完成，公司下属门店由年初 60 多家增至 350 多家，公司通过同仁堂商业集中管控自建零售药店的经营管理优势将逐步体现。

公司门店位置主要分布在省会城市及其他大中城市。目前公司约 10% 的药品通过下辖零售门店销售，各门店同时还销售其他品牌的药品，但是在公司统一管理的要求下，同仁堂自有产品须作为公司下辖药店的重点推介对象，并且须放置在门店核心位置以保证公司自有产品的销售。

表 7：2009~2011 年公司医药零售板块业务相关情况

	2009	2010	2011
医药零售收入 ⁸ （亿元）	7.53	9.49	25.54
占营业收入比重（%）	23.17	24.81	41.81

资料来源：公司提供、中诚信证评整理

近年来公司自建药店经过了投建初期的发展后，逐步进入盈利阶段，各门店的盈利能力不断增强，医药商业板块的收入和利润规模也呈现出逐年提升态势。同时公司自建药店注重特色经营，以“名医+名药+名店”的经营方式提升药店的盈利水平，如提供门类齐全的同仁堂特色产品，增加高端保健品比重，采取中医坐堂，以医带药的模式，为消费者提供增值服务，实现差异化经营。

公司管治

治理结构

根据相关法律法规以及中国证监会有关规范性文件要求，公司已建立健全了股东大会、董事会、监事会以及经营管理层的治理架构，并且制定了较为规范和完善的制度。公司董事会下设战略与投资委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会等 4 个专门委员会，为董事会的科学决策提供咨询、建议，保证董事会议事、决策的专业和高效。

上市以来，公司制定并完善了《股东大会议事

⁷ 包含内部抵消部分。

⁸ 包含内部抵消部分。

规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《独立董事工作制度》、《信息披露事务管理制度》以及《董事会专门委员会工作细则》等规章制度，已形成了比较系统的公司治理框架。

日常运作中，股东大会、董事会、监事会等机构和人员均能够按照有关法律、法规、公司章程和相关议事规则的规定开展工作并切实履行应尽的职责和义务，没有违法、违规的情形发生。

内部治理

安全生产方面，公司严格执行 GMP 认证标准，对生产基地的软硬件进行管理，确保安全、规范生产；认真做好生产的过程控制，对生产环节进行精细化管理，完善质量检查体系，保证产品质量。

财务管理方面，公司财务部通过定期及不定期的检查以及对下属子公司派出财务负责人等方式，有效落实公司的内部控制制度，对采购等方面统一公开招标、公开询价，操作透明，公平、公开、公正。对于重大财务决策，包括贷款和投资等，先由公司财务部门对该财务项目进行分析核查，报送公司总经理办公会讨论，通过后报请公司董事会审议，公司董事会决议通过后，视其权限或需要再提请公司股东会审议批准。

总体看，公司的治理结构健全，运作上不存在违法违规情形。公司内控制度基本控制了业务运营中的关键风险点，较好的保障了各项业务的顺利运行，整体管理效率较高。

战略规划

未来公司将继续恪守“炮制虽繁必不敢省人工，品味虽贵必不敢减物力”的古训，将“修合无人见，存心有天知”的企业道德标准传承下去，坚持质量至上的原则，保持同仁堂品牌在中成药市场长盛不衰的地位。“十二五”期间，公司将以品种为核心，以品质为保障，继续拓展医药工业和医药商业两大板块，增强企业的规模效益，提高企业的竞争力，实现企业的可持续发展。

医药工业方面，公司注重同仁堂数百年来在中成药市场积累的良好口碑、树立的优良产品形象这一宝贵财富，未来将继续借助突出的品牌优势为后续产品开拓市场创造条件。公司近年来通过前期市

场培育发掘了 4-5 个潜力品种，计划在未来五年内逐步培育成销售额过亿的产品。产能扩张方面，近年来由于医药行业发展形势良好，加上公司市场营销工作的推进，产品销售逐年增加，公司原有的生产基地已经不能满足产量增加的需求。公司计划在北京大兴生物医药产业园区建立新的现代化中药生产基地，提升公司的制剂能力，采用新技术、新工艺，实现生产方式的升级换代。公司已公布向控股股东购买中药材前处理基地，以提升药材前处理能力，目前前处理基地项目建设正在推进过程中。公司计划在该产业园区投资建设以制剂为主兼有物流配送功能的现代化中成药生产基地，以大蜜丸、小蜜丸、散剂和口服液四大类剂型产品中具有较大需求空间和较强竞争优势的品种，作为主要生产对象。预计正式立项批准后可在 2014 年上半年完成全部项目的建设工程，并有望在 2014 年下半年进入试产阶段。项目全部建成后大蜜丸年产将达到 24.85 亿丸，小蜜丸年产达到 60 万公斤，散剂年产将达到 51 万公斤，口服液制剂年产 1.50 亿瓶。项目总投资预计为 11.76 亿元，公司本次发行可转债募集资金在扣除发行费用后，计划全部用于大兴生产基地建设项目。

医药商业方面，公司重点着眼于国家医药行业“十二五”规划对国内医药流通行业的整合和扶持，经过前期近十年在医药零售经营经验的积累，公司已经在中医坐堂、中药饮片及中成药方面的经营形成了一定程度的差异化，利润水平高于其他普通零售药店，因此未来公司将把大力发展零售渠道作为未来的主要方向之一，提高公司对终端市场的把控能力。2011 年公司成功完成了对同仁堂商业的资产重组，自有门店数量超过 350 家，该板块收入和利润规模均获得较大幅度提升。未来公司将通过同仁堂商业这个平台对旗下商业资产和零售门店进行集中管理和控制，并借助自有商业零售平台实现自有产品的终端拓展，实现上游产品制造和下游产品销售的成功对接，提高企业整体经济效益。

财务分析

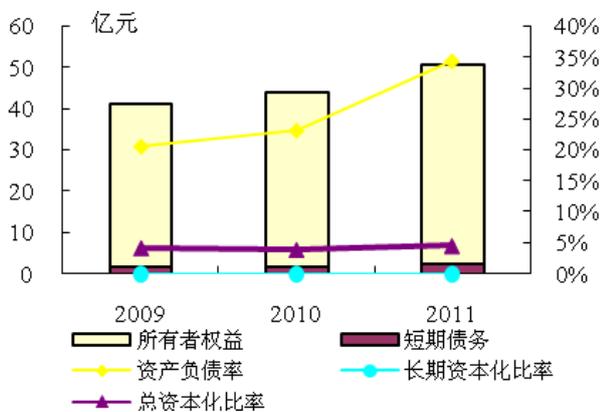
以下财务分析基于公司提供的经京都天华会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见

的 2009~2011 年财务报告⁹。

资本结构

近年来公司医药工业和医药零售板块业务规模持续增长，自有资本实力不断增强，同期资产规模呈现出稳步增长态势；2011 年内公司以旗下 23 家零售药店的股权及下属同仁堂药店相关资产对同仁堂商业进行投资，并实现了对同仁堂商业的控股，因此资产规模较年初获得进一步增长。截至 2011 年底，公司资产规模达到了 73.30 亿元，同比增长 33.53%，公司所有者权益（含少数股东权益）为 48.11 亿元，同比增长 13.97%。

图 2：2009~2011 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

从资产构成情况来看，公司货币资金、存货、和固定资产的占比较高。2011 年末公司货币资金、存货和固定资产分别为 20.79 亿元、31.67 亿元和 8.85 亿元，分别占总资产的 28.36%、43.20% 和 12.08%。货币资金方面，由于近年来公司对上下游货款的收付进度控制较好，现金流较为稳定，资金状况充裕。存货方面，近年来随着公司业务规模不断提升，公司存货规模也保持一定的增长幅度，由于公司在存货的日常管理中采取“库存低限”的管理模式，根据生产进度实行随用随补，因此在药材价格普涨过程中未出现存货大幅波动的局面。2011 年末由于集团商业资产的注入，公司存货规模较年初出现较大幅度增长。公司固定资产主要为用于生产药品的厂房和设备等。

公司近年来两大业务板块稳步发展，负债规模

保持小幅增长态势，随着 2011 年集团的医药商业资产注入，公司负债率亦有所提升，截至 2011 年底，公司资产负债率和总资本化比率分别为 34.36% 和 4.58%，其中负债率较上年提高了 11.26 个百分点，主要是年末应付账款和预收账款规模上升所致。2011 年末公司应付账款和预收账款余额分别为 13.92 亿元和 4.00 亿元，分别较上年提高了 147.06% 和 107.91%，占总负债的比重分别提高了 10.83 和 0.71 个百分点。其中应付账款增加主要是 2011 年集团商业资产注入所致。而预收账款方面，公司主力品种市场销售较为紧俏，部分产品短期内出现供不应求的情况，因此公司近年来预收账款的规模逐步提升。2011 年总资本化比率较上年提高了 0.64 个百分点，近年来公司通过内部权益积累净资产规模不断扩大，但是 2011 年末短期负债规模提升幅度较大导致总资本化率较上年有所提高。与同行业上市公司 2011 年三季度末数据相比，公司杠杆比率仍处于均较低水平，财务弹性较好。

表 8：截至 2011 年 9 月末中药上市公司资本结构比较

公司	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)
康美药业	143.34	38.01	34.49
云南白药	92.06	43.47	7.80
健康元	71.22	74.89	67.85
华润三九	63.81	24.96	2.64
同仁堂	62.62	29.09	4.95
天士力	58.19	37.07	27.96
广州药业	48.32	20.46	3.51
以岭药业	41.62	14.87	7.42
中新药业	41.53	46.70	29.11
东阿阿胶	41.36	22.27	1.53
中恒集团	40.63	41.29	40.34
康恩贝	31.00	49.83	34.55
紫鑫药业	29.01	39.66	36.29
金陵药业	28.66	20.58	4.04
贵州百灵	28.15	34.47	28.81
行业¹⁰平均水平	24.26	34.28	53.80

资料来源：恒生聚源，中诚信证评整理

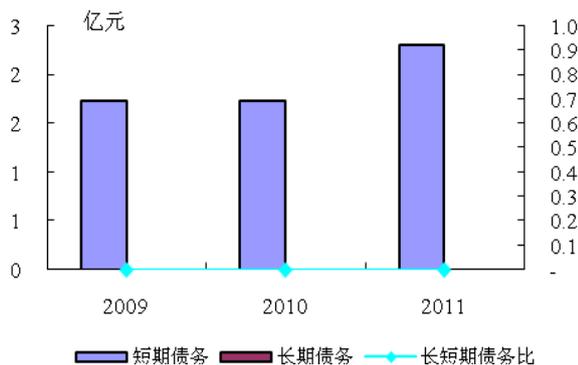
从债务期限结构来看，近年来公司业务规模逐步扩大，债务规模亦相应增加，由于同期公司固定资产方面投资较少，主要是为了应对经营过程中的资金周转需求，因此公司基本都是依靠短期债务满足公司的融资需求。2009~2010 年公司短期债务均

⁹ 财务分析部分采用数据的是 2009~2011 会计年度期末数据。

¹⁰ 申万医药生物中药行业。

为 1.73 亿元，2011 年末公司短期借款增加，短期债务上升至 2.31 亿元。从公司的生产经营特点来看，由于公司严格执行生产订单及现金销售的回款制度，货款回收较快，短期债务基本能满足公司日常的营运需求。随着公司位于大兴的生产基地工程项目在近期内启动，公司在厂房和生产设备方面的投入逐步增加，公司需要逐步增加长期债务的比重，保证资金的稳定性。

图 3：2009~2011 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

根据公司本次发债计划，本期公司债券发行规模不超过 12.05 亿元，扣除发行费用后均用于大兴生产基地建设项目，因此债务净增加 12.05 亿元。若本期债券成功发行，按照公司 2011 年末的财务数据进行静态保守测算，公司资产负债率及总资本化比率将分别为 43.63% 和 22.99%，财务结构仍处于较为合理的水平。

综合来看，公司近年来医药工业和医药商业板块稳定发展，业务规模逐年提升。未来大兴基地的投建项目逐步启动，公司未来的资本支出可能会加大，但是鉴于公司债务水平较低，财务弹性较好，公司未来资本结构仍将保持合理水平。

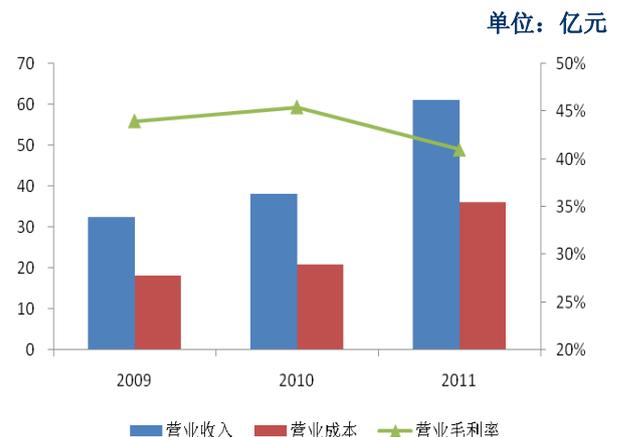
盈利能力

近年来受益于医药行业良好的发展态势，并凭借同仁堂品牌较高的信誉和消费者认可度，公司产品市场销售情况良好，业务规模稳步攀升，2009~2011 年公司分别实现营业收入 32.50 亿元、38.24 亿元和 61.08 亿元。分业务板块来看，医药工业是公司的主要收入来源之一，2009~2011 年占营业收入分别为 27.08 亿元、31.41 亿元和 38.80 亿元，呈现逐年增长态势；医药零售方面，近年来随着部分零售门店逐步进入盈利及成熟期以及 2011 年集

团商业资产的注入，公司该板块业务对收入的贡献度逐步提高。

从营业毛利率水平来看，得益于公司产品突出的品牌优势和较好的成本控制，公司近年来营业毛利率始终保持在较高水平，2009~2011 年公司营业毛利率分别为 43.99%、45.41% 和 41.00%。2011 年由于集团商业资产的注入，商业板块业务比重的提升导致整体毛利率有所下降。从调整合并范围¹¹后的年初数据来看，2010 年公司营业毛利率为 41.45%，2011 年全年营业毛利率仅下降了 0.45 个百分点。分业务板块来看，医药工业方面，虽然公司部分药品属于医疗保险目录范畴，产品终端价格调整受到一定限制，但是凭借在终端市场突出品牌地位和产品竞争力，公司近年来表现出了一定的成本传导能力，同时公司还加大生产线的升级改造力度，进一步降低人工成本，因此也在一定程度保证了公司较好的经济效益。医药商业方面，通过公司近年来的精耕细作，同仁堂药店的经营模式在各网点得到成功复制，部分亏损门店逐步扭亏为盈，进入盈利期和成熟期。公司零售药店实行差异化竞争，销售药品中除了普药以外，还有部分利润较高的高端药品，同时门店还推出中医坐堂等增值服务。

图 4：公司 2009~2011 盈利能力分析



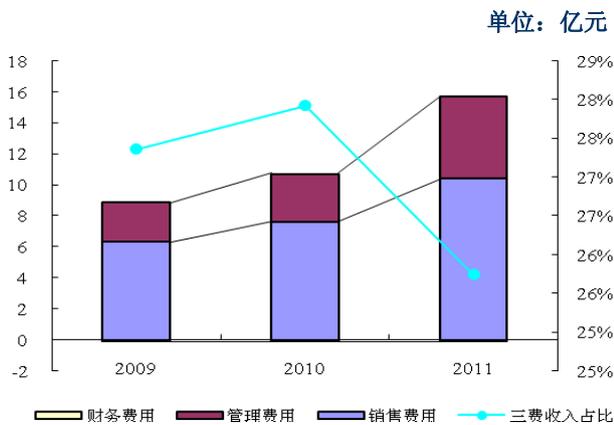
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2009~2011 年公司期间费用分别为 8.89 亿元、10.68 亿元和 15.73 亿元，三费占营业收入的比重分别为 27.36%、27.92% 和

¹¹ 2011 年公司经同一控制下企业合并取得对同仁堂商业的控制权，将其纳入合并范围。

25.74%。近年来公司逐步加强对销售渠道的建设和维护工作，加大和经销商合作深度的同时，还增强了对自身销售队伍的建设力度，因此近年来销售费用不断提高，也构成了三费占比逐年攀升的主要因素。2009~2011年，公司销售费用分别为6.35亿元、7.65亿元和10.42亿元，年复合增长率达到了28.10%。根据公司的战略规划，未来还将增加多个收入过亿的品种，公司市场推广费用仍将保持较高的投入水平，可能会对公司利润造成一定的影响。

图 5：2009~2011 公司期间费用分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额构成来看，2009~2011年公司利润总额分别为4.60亿元、5.62亿元和8.02亿元，其中经营性业务利润构成公司利润总额的主要来源。2009~2011年经营性业务利润分别为4.99亿元、6.22亿元和8.73亿元。资产减值损失方面，2009~2011年分别为0.53亿元、0.76亿元和0.96亿元，由于近年来受医改政策影响，中成药有效期规定及包装物的有关要求调整，公司的存货价值受到一定影响，2009~2011年，公司存货跌价损失分别为0.35亿元、0.34亿元和0.49亿元，造成同期资产减值损失增加。另外，公司作为我国中药行业的龙头企业每年承担北京市级和国家级的中药科研项目，2009~2011年公司获得的政府补助分别为0.07亿元、0.12亿元和0.15亿元。从目前来看，经营性业务利润构成公司利润总额的主要来源，未来随着公司业务规模持续增长，以及通过同仁堂商业集中管控自建零售药店的经营管理优势逐步体现，公司利润总额有望获得进一步提升。

图 6：2009~2011 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

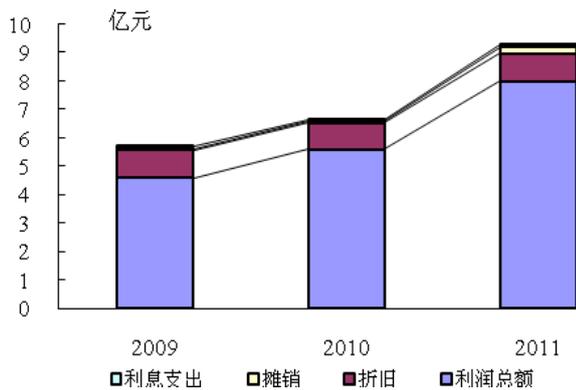
总体来看，受益于医药行业良好的发展态势，公司制药和医药零售业务的盈利能力稳步提升。需要关注的是未来公司市场推广投入继续增加，持续增长的费用支出可能会对公司利润水平造成的影响。

偿债能力

2009~2011年公司业务规模持续增长，同时公司上下游货款收付进度控制较好，资金较为充裕，债务规模基本保持稳定，且债务主要由银行短期借款构成。截至2011年末，公司的短期借款略有上升，短期债务增加至2.31亿元。

从EBITDA构成来看，公司EBITDA主要由利润总额构成，固定资产折旧基本保持稳定。未来随着大兴基地的生产项目逐渐投产，固定资产折旧部分将会有所增加。2009~2011年，公司EBITDA分别为5.73亿元、6.68亿元和9.32亿元。2009~2011年公司EBITDA/营业总收入分别为17.63%、17.47%和15.26%，近年来由于市场推广费用支出增加，该比例有所下降。

图 7：2009~2011 年 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从现金流角度来看，由于公司在经营过程中对现金收付的控制力度较好，并且主要客户的信用度较高，贷款的回收情况较好，公司业务的获现能力较强，经营性现金流始终表现为净流入。2009~2011 年公司经营性净现金流分别为 6.28 亿元、4.92 亿元和 5.45 亿元，公司现金流状况保持稳定，资金较为充裕。

从偿债指标看，2009~2011 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 64.81 倍、86.28 倍和 91.85 倍；总债务/EBITDA 指标分别为 0.30、0.26 和 0.25，公司盈利对债务本息的覆盖能力极强。近年来公司各板块业务稳定发展，加之上下游货款收付进度控制较好，现金流状况始终保持稳定，对债务本息的保障能力极强，2009~2011 年经营活动净现金流利息保障倍数分别为 70.98 倍、63.55 倍和 53.69 倍，经营净现金流/总债务指标分别为 3.63、2.84 和 2.36 倍。

表 9：2009~2011 偿债能力分析

财务指标	2009	2010	2011
总债务 (亿元)	1.73	1.73	2.31
EBITDA (亿元)	5.73	6.68	9.32
资产负债率 (%)	20.51	23.10	34.36
长期资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.00
总资本化比率 (%)	4.23	3.94	4.58
EBITDA 利息倍数 (X)	64.81	86.28	91.85
总债务/EBITDA (X)	0.30	0.26	0.25
经营净现金流/总债务 (X)	3.63	2.84	2.36
经营净现金流利息倍数 (X)	70.98	63.55	53.69

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2011 年末，公司没有为股东、股东的控股子公司及其他任何非法人单位或

个人提供任何担保，因此无或有风险。

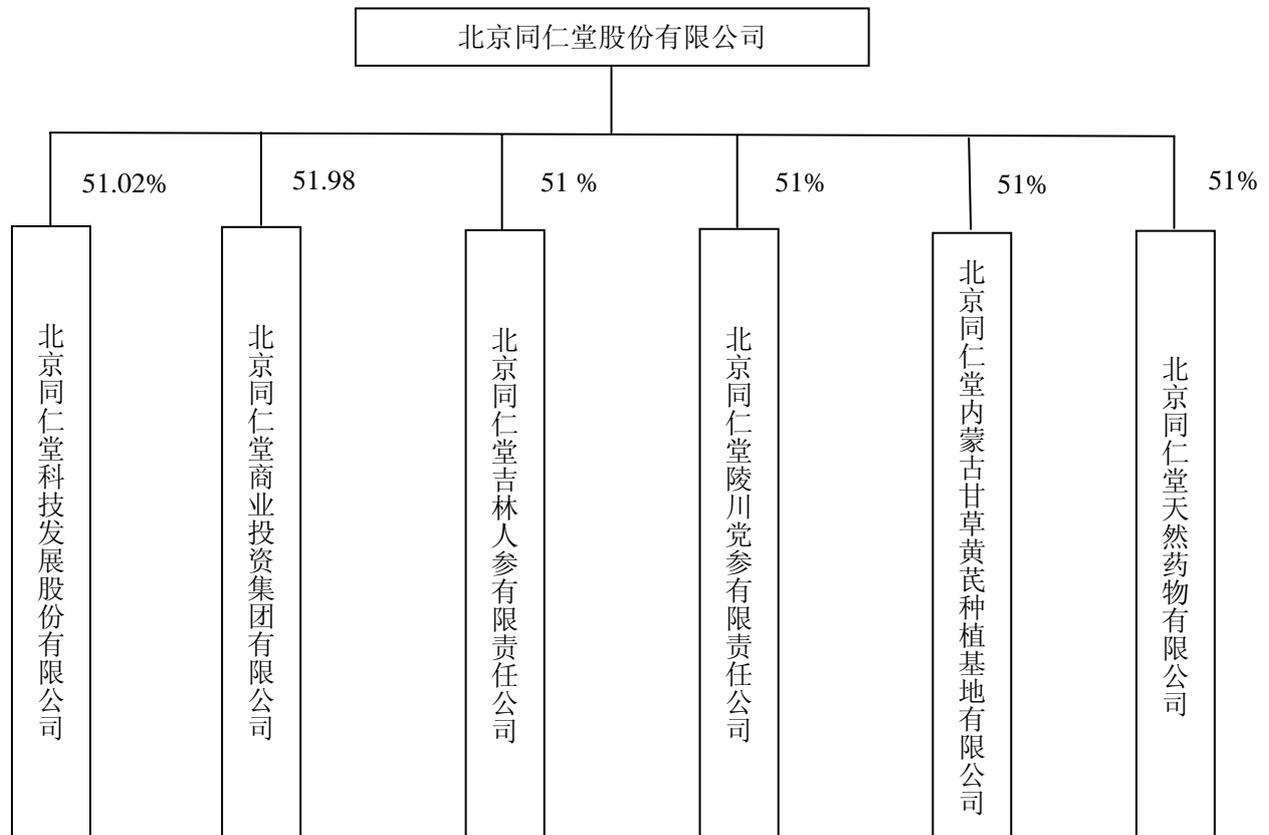
公司与银行等金融机构保持着良好的合作关系，融资渠道较为畅通，截至 2011 年底，公司共获得银行授信总额 8.36 亿元，未使用授信余额 6.05 亿元。

总体看，公司财务结构较为稳健，债务压力较小，现金流获取能力很强并保持稳定，偿债能力极强。未来随着公司医药商业板块业务进一步提升，公司获利能力和获现能力将继续增强，为公司的偿债能力提供进一步保障。

结 论

综上，中诚信证评认为本期同仁堂可转换公司债券信用质量极高，信用风险极低，中诚信证评认为同仁堂在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

附一：北京同仁堂股份有限公司股权结构图（截至 2011 年末）



附二：北京同仁堂股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2009	2010	2011
货币资金	159,995.55	179,018.60	207,899.35
应收账款净额	29,838.52	28,805.17	29,538.76
存货净额	181,510.57	204,849.53	316,677.47
流动资产	379,890.51	441,032.69	594,999.73
长期投资	5,454.25	5,995.36	2,869.42
固定资产合计	93,768.05	88,746.36	104,553.13
总资产	492,226.59	548,931.82	732,989.94
短期债务	17,300.00	17,300.00	23,100.00
长期债务	0.00	0.00	0.00
总债务(短期债务+长期债务)	17,300.00	17,300.00	23,100.00
总负债	100,931.18	126,803.70	251,883.97
所有者权益(含少数股东权益)	391,295.41	422,128.12	481,105.97
营业总收入	325,021.99	382,444.61	610,838.37
三费前利润	138,871.97	168,951.66	244,535.83
投资收益	692.12	717.90	1,266.48
净利润	38,829.24	47,109.31	65,465.11
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	57,315.26	66,803.49	93,231.70
经营活动产生现金净流量	62,768.99	49,204.38	54,490.53
投资活动产生现金净流量	-4,755.18	-15,692.82	-23,748.27
筹资活动产生现金净流量	-15,861.77	-16,688.25	-23,231.37
现金及现金等价物净增加额	41,959.07	16,739.88	6,854.32
财务指标	2009	2010	2011
营业毛利率(%)	43.99	45.41	41.00
所有者权益收益率(%)	9.92	11.16	13.61
EBITDA/营业总收入(%)	17.63	17.47	15.26
速动比率(X)	2.04	1.95	1.15
经营活动净现金/总债务(X)	3.63	2.84	2.36
经营活动净现金/短期债务(X)	3.63	2.84	2.36
经营活动净现金/利息支出(X)	70.98	63.55	53.69
EBITDA 利息倍数(X)	64.81	86.28	91.85
总债务/EBITDA(X)	0.30	0.26	0.25
资产负债率(%)	20.51	23.10	34.36
总资本化比率(%)	4.23	3.94	4.58
长期资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附三：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)

附四：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。

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发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，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，不存在因发行主体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。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，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。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、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。

关于北京同仁堂股份有限公司 2012年可转换公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用等级有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于发行主体及担保主体年度报告公布后一个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本次债券信用等级的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

如发行主体、担保主体未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用等级或公告信用等级暂时失效。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）予以公告。