



信用等级通知书

信评委函字[2013] 跟踪059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已发行的“北京同仁堂股份有限公司2012年可转换公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信评估信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一三年五月二十二日

北京同仁堂股份有限公司 2012 年可转换公司债券跟踪评级报告（2013）

发行主体	北京同仁堂股份有限公司		
发行规模	人民币 12.05 亿元		
存续期限	2012/12/04-2017/12/04		
上次评级时间	2012/03/27		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

同仁堂	2010	2011	2012	2013.Q1
所有者权益（亿元）	42.21	48.11	56.04	58.98
总资产（亿元）	54.89	73.30	96.68	101.10
总债务（亿元）	1.73	2.31	12.65	12.70
营业总收入（亿元）	38.24	61.08	75.04	27.76
营业毛利率（%）	45.41	41.00	43.91	43.89
EBITDA（亿元）	6.68	9.32	12.24	—
所有者权益收益率	11.16	13.61	15.68	20.17
资产负债率（%）	23.10	34.36	42.03	41.66
总债务/EBITDA（X）	0.26	0.25	1.03	—
EBITDA 利息倍数	86.28	91.85	55.67	—

注：1、上述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、2013年1季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

2012 年，我国医药市场继续保持快速增长趋势。作为一家具有突出的品牌影响力和产品竞争力的老字号企业，北京同仁堂股份有限公司（以下简称“同仁堂”或“公司”）全年实现了中成药产品产销量和医药零售规模的稳定增长，盈利能力稳步提升。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，这些都可能在一定程度上影响到公司的信用水平。

中诚信证评维持同仁堂主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，维持“北京同仁堂股份有限公司 2012 年可转换公司债券”的信用等级为 **AAA**。

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。
- 医药品种丰富，产能提升空间大，行业地位进一步巩固。公司医药品种丰富，产业链布局日趋完善。未来随着其大兴生产基地项目逐步投产，公司产能将有较大的提升空间，有利于行业地位的巩固。
- 新版 GSP 将正式实施，公司医药零售业务将获得更多发展机遇。新版 GSP 将于 2013 年 6 月 1 日正式实施，有望推动优势资源向规模企业和规范企业集中，公司医药零售业务将获得扩大规模做大市场的机遇。
- 稳定的盈利能力和获现能力。2012 年公司各板块业务规模稳步攀升，盈利能力不断增强，同时现金流状况稳定，为其偿债能力提供很强的保障。

分 析 师

刘 兰 lanliu@ccxr.com.cn
折 立 lshe@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn

2013 年 5 月 22 日

关 注

- 市场风险。医药行业受政策影响较大，政策引导下药品消费向医疗领域倾斜和消费需求多样化的发展，将在一定程度上考验行业内企业的应变能力和对市场的把握能力。
- 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。

募集资金使用情况

本次可转债于 2012 年 12 月 4 日公开发行，期限为 5 年，转股期为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，期间各年票面利率分别为 0.50%、0.70%、1.30%、1.70% 和 2.00%。本次发行共募集资金 12.05 亿元，扣除承销费、保荐费、审计费、律师费和法定信息披露费等费用后的净额为 11.76 亿元，募集资金已于 2012 年 12 月 10 日全部到位。

本次债券募集资金将全部用于公司大兴生产基地建设项目。2013 年 3 月 5 日，公司以募集资金 7492.12 万元置换预先已投入募集资金投资项目的自筹资金，目前募集资金余额约 11 亿元。

基本分析

公司是一家以传统中成药的生产、研发和销售为主的老字号企业，其产品以“配方独特、选料上乘、工艺精湛、疗效显著”而著称，使用的“同仁堂”品牌优势显著，在中成药市场树立了良好的口碑。公司药品剂型齐备，品种丰富，目前拥有包括丸剂、散剂、片剂等 28 个剂型的 800 多个药品品种的生产批件；药品治疗范围广泛，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。目前，公司拥有 8 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 370 余家自营药品零售门店，具备中药材种植、中成药生产、现代医药物流配送、药品销售的较为完善的产业链条。

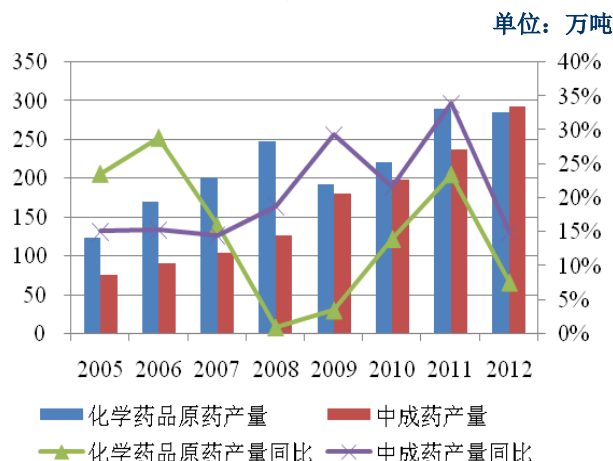
截至 2012 年 12 月 31 日，公司总资产 96.68 亿元，所有者权益（含少数股东权益）56.04 亿元；2012 年公司实现营业总收入 75.04 亿元，净利润 8.79 亿元，经营活动现金净流量 8.74 亿元。

我国医药市场规模高速增长，公司成长空间广阔，未来通过不断完善产业链布局，公司行业地位将进一步巩固

在人口老龄化及经济发展的双重因素作用下，

我国医药市场大幅扩容，2012 年国内居民医疗需求旺盛，全国医疗卫生机构总诊疗人次增速创近年新高，表明我国居民对于医疗服务的需求保持较快增长。受此带动，2012 年我国医药市场规模达到 9261 亿元，年均复合增长速度超过 20%；预计到 2020 年，我国医药市场规模将达到 2.3 万亿元，医药行业长期可保持稳定的增长趋势。

图 1：2005~2012 年我国药品产量及增速



数据来源：同花顺，中诚信证评整理

中医药在我国有着五千多年的历史，中药以其安全、有效、毒副作用小为广大患者所接受，需求量极大。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，我国中成药制造行业发展也较快，近年来产量增速均领先于化学药品（图 1）。2012 年随着《国务院关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》的继续贯彻落实，以及《中医药事业发展“十二五”规划》的颁布出台，中医药事业得到国家政策的重点扶持，中成药产量首次超过化学药品，中药产业将保持较大的市场需求潜力。

医药市场尤其是中成药市场总量的持续扩容为制药企业带来了广阔的发展空间。公司作为一家产品品种众多、品牌优势明显且产业链构架比较完善的医药制造企业之一，具有比较显著的规模优势，并不断通过研发新产品、提升产能和拓展零售终端等来完善产业布局，巩固行业地位。2012 年公司实现主营业务收入 74.33 亿元，同比增长 22.62%；其中医药工业和医药零售板块收入分别为 44.70 亿

元和 33.95 亿元¹，同比分别增长 15.57%和 35.81%。

医药工业

公司医药品种丰富，生产线产业链条齐全，产能利用情况良好。未来随着其大兴生产基地项目逐步投产，产能将有较大的提升空间

公司拥有公司本部和同仁堂科技两大制药平台，其中本部主要生产安宫牛黄丸、同仁牛黄清心丸、同仁大活络丸、同仁乌鸡白凤丸、国公酒等蜜丸、散剂、酒剂的传统剂型中成药；同仁堂科技系公司于 2000 年通过分拆旗下资产而设立，主要生产六味地黄丸、感冒清热颗粒、牛黄解毒片等片剂、颗粒剂、胶囊剂型中成药。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 8 个中成药生产基地。

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，截至 2012 年末，公司拥有 77 条药品生产线，其中已有 41 条通过新版 GMP 认证；2013 年公司将加紧部署新版 GMP 认证工作，同时继续推进生产机械化进程，改进生产工艺，为公司持续规范发展提供保证。从产能和产量情况看，由于市场销售情况较好，近年来公司主要剂型的生产线大都处于满产或高负荷运行，因此公司也致力于扩充产能。2012 年除散剂和酒剂之外，其余剂型的产能均有大幅提升，且当年除酒剂外，其余所有剂型的产量均有所提高，产能利用情况较好。

表 1：2011~2012 年公司主要剂型的产量以及产能情况

剂型	2011		2012	
	产量	产能	产量	产能
大蜜丸（亿丸）	12.11	9.07	12.37	11.60
小蜜丸（吨）	4,186.20	4,635	4,882.5	6,000
散剂（吨）	72.06	100	75.1	100
颗粒剂（吨）	2,584.10	2,580	2,782.9	3,500
片剂（亿片）	31.37	23.70	30.33	35.60
酒剂（吨）	6,039	6,000	5,292	6,000
口服液（万支）	8,134	6,500	11,208.67	12,500

资料来源：公司提供、中诚信证评整理

另外，随着医药行业发展形势良好，公司产品销售逐年增加，其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

园区投资建设现代化中成药生产基地，该基地将以制剂生产为主同时兼有物流配送功能，产品将以大蜜丸、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为主，设计产能为大蜜丸 24.85 亿丸、小蜜丸 600 吨、散剂 510 吨、口服液制剂 15,000 万支。项目总投资预计为 11.76 亿元，为项目而发行可转债募集的资金 11.76 亿元已全部到位，项目融资需求得到解决。目前项目已经动工，预计可在 2014 年内完成全部的建设工程，并有望进入试产阶段。未来随着大兴生产基地项目逐步投产，公司产能将有较大的提升空间，有利于巩固公司在相关产品方面的市场占有率。

公司建有种植基地，市场化采购也基本形成了较为稳定的供应商网络，同时公司具备较强的药材周期把握能力，可为其稳定发展提供基础保障

公司为生产采购的原材料主要为中药材以及生产用辅料，其中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。公司供应商包括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，在通过多年筛选后基本形成了较为稳定的供应商网络。

公司一般按计划进行采购，并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，以最大可能的避开市场价格波动高峰。另外，公司下属有九个种植基地，可供应人参、党参、山茱萸、板蓝根、黄芪、甘草等药材，公司药材自给率超过 10%。公司与种植基地签订长期合作协议，即可较好地控制药材质量，还可以保障部分药材的稳定供应，并有助于公司平抑部分原料的价格波动。

整体来看，公司建有种植基地，近年来也致力于开展涉及濒危物种原材料的替代性研究工作，同时公司比较善于研究分析中药原材料市场变化，及时跟踪各种因素导致的价格波动，以合理配置原材料库存结构，确保生产经营的正常进行。公司具备较强的药材周期把握能力，为其稳定发展提供了基础保障。

¹ 分板块收入数据包含内部抵消部分。

公司有效的营销模式已经形成，自有产品销售收入保持了稳定的增速；同时公司拥有多个国家保护品种，可以凭借其独特优势避免医药总体降价的冲击

公司自 2003 年开始进行了一系列营销改革，其自有产品销售逐步形成了与经销商合作为主，同时通过营销团队对渠道进行维护和管控的营销模式。近年来公司不断完善销售人员绩效激励机制，加强与经销商的合作深度和对渠道的管控，并不断扩大对空白区域的覆盖，增加对地区性公共媒体的投入，提高和增强消费者对公司产品的认知度。随着营销方向的确立和深入，公司自有产品销售收入保持了稳定的增速，其中重点培育的 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，2012 年金匮肾气丸和阿胶产品销售也过亿。

由于拥有国家一级、二级保护品种及保密品种药品的生产企业具有自主定价权、专利保护等优势，因此，拥有国家保护品种以及独家品种的中成药企业，在医药总体降价的背景下，可以凭借其独特优势保护产品的高价。截至 2012 年末，公司共拥有保护品种 14 个，并且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。另外，继止渴养阴胶囊之后，2012 年同仁堂参丹活血胶囊成为又一个入选北京“十病十药”工程的品种，可进一步提升公司在政府医药采购领域的竞争力。

公司在业内具有领先的中药研发水平，近年来在新药研发和工艺改进等多个方面取得成果

公司为高新技术企业，注重中药的研发和创新，其中本部与同仁堂科技均建有研究所，多年来作为公司发展的技术支撑力量，在新药研发和工艺改进等多个方面提供支持。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”方面也取得了不俗的成绩。2001~2012 年间公司取得了 11 项新药证书，其中 2012 年取得了巴戟天寡糖胶囊的新药证书与生产批件；另外八类新药坤宝片临床研究工作在 2012 年顺利结束，将于 2013 年开展注册申报工作；六类新药清脑宣窍滴丸将进入

三期临床研究工作。此外，公司还完成了对部分品种的海外注册，对濒危原材料的替代性研究也在持续进行中。

工艺改造方面，公司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，不仅保证了产品内在质量的稳定性，同时机械化水平的提升还可有效控制生产成本，为国内中药产业结构优化和技术升级起到了较好的示范作用。

截至目前公司已经取得授权的专利有 35 项，其中有 22 项为中药药物、中药制剂及其生产方法、制备方法方面的发明专利，13 项为公司产品的药品包装实用新型、外观设计专利。突出的研发技术水平将成为公司未来持续发展的动力来源。

医药零售

新版 GSP 的正式实施有望推动优势资源向规模企业和规范企业集中，公司医药零售将获得扩大规模做大市场的机遇

公司医药零售板块的经营主体为同仁堂商业，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。2011 年公司成功完成了对同仁堂商业的资产重组后，通过控股同仁堂商业，至 2012 年末公司自有门店数量超过 370 家。

具体来说，公司门店主要布局于省会城市和其他大中城市，目前公司约 10% 的自有药品通过下辖零售门店销售，且同仁堂自有产品须作为各药店的重点推介对象；各门店还销售其他品牌的药品和医疗器械等。同时，公司自营药店注重特色经营，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，可为消费者提供增值服务，从而实现差异化经营。

表 2：2010~2012 年公司医药零售板块业务相关情况

	2010	2011	2012
医药零售收入 ² （亿元）	9.49	25.54	34.67
占营业收入比重（%）	24.81	41.81	46.20

资料来源：公司提供、中诚信证评整理

公司自有门店通常经历 3-5 年进入成熟期，近

² 分部报告口径数据。

年来在经过了投建初期的发展后，2006 年之后成立的门店大都已进入盈利及成熟期；并且随着收入的增长，公司老门店的利润水平也会进一步增长。经过多年积累，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逐步体现，旗下零售药店盈利能力不断提升的效应显现，医药商业板块的收入和利润规模也呈现出逐年提升态势。

2013 年 6 月 1 日，新版药品 GSP 将正式实施，将会推动优势资源向规模企业和规范企业方面集中，届时有望给予优势医药零售企业以扩大规模、完善网络、做大市场的机遇，可在很大程度上加快行业集中度的提升。因此，未来公司将把大力发展零售渠道作为主攻方向之一，提高对终端市场的把控能力。公司将通过同仁堂商业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，在发展医药零售业务、拓展利润来源的同时，更可进一步拉动公司医药工业的发展，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。

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将推动药品需求持续增长，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。公司在中成药制造方面具有突出的品牌影响力和竞争实力，产品线丰富，药品批件储备充足，在业内的研发实力也比较领先，并且具备了从中药材种植、中成药生产，到现代医药物流配送、药品销售等一系列较为完善的产业链条，随着其产能的不断提升和产业布局的完善，公司竞争优势将日趋凸显，有望在新的一轮竞争中得到更大的市场份额，公司发展前景较好。

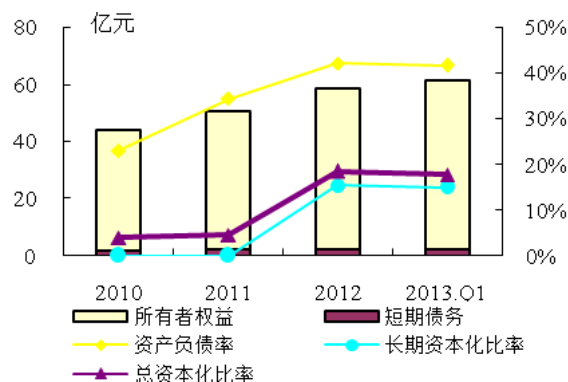
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的 2010~2012 年财务报告，以及未经审计的 2013 年一季度报表。

资本结构

近年来公司产销量规模不断提升，各项经营性资产规模保持增长。继 2011 年实现同仁堂商业的控股以来，其医药零售板块资产规模不断增长；另外，2012 年公司为新项目建设而成功发行了 12.05 亿元的可转债，医药工业业务规模也将持续增长，资产规模较上年继续提升；同时，较好的留存收益的充实也使得公司自有资本实力得到不断增强。截至 2012 年 12 月 31 日，公司资产规模达到了 96.68 亿元，同比增长 31.90%；所有者权益（含少数股东权益）为 56.04 亿元，同比增长 16.49%。

图 2：2010~2012 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司资产中货币资金、存货和固定资产的占比较高，2012 年末余额分别为 36.40 亿元、36.80 亿元和 9.58 亿元，分别占总资产的 37.65%、38.06% 和 9.91%。由于对上下游货款的收付进度控制较好，公司资金状况比较充裕；而随着销售规模的不断扩大，公司存货尤其是库存商品规模也保持了一定幅度的增长，存货规模偏高，不过考虑到公司存货管理措施严格，内控执行情况良好，其存货跌价风险可控。另外公司固定资产主要为用于生产药品的厂房和设备等，而随着募集资金投资项目的进一步开展，未来在建工程规模将会迅速扩大。

表 3：截至 2012 年 12 月 31 日中药上市公司资本结构比较

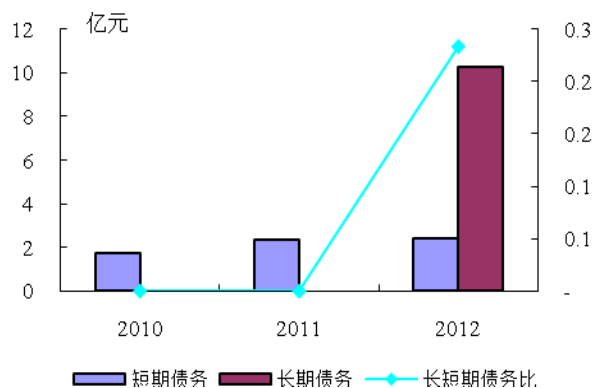
公司	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)
康美药业	179.58	41.07	34.65
云南白药	106.64	34.10	6.85
健康元	101.46	42.99	28.04
同仁堂	96.68	42.03	18.41
华润三九	86.12	35.26	4.06
广州药业	75.33	41.93	3.06
天士力	74.86	43.81	25.76
东阿阿胶	54.40	13.53	—
中恒集团	52.68	36.60	24.64
康恩贝	45.39	46.23	35.23
中新药业	44.20	48.45	29.90
以岭药业	43.24	9.47	0.94
贵州百灵	32.40	36.96	31.96
金陵药业	31.99	22.92	4.78
紫鑫药业	30.45	37.76	37.14

资料来源：各公司定期报告，中诚信证评整理

从负债规模来看，随着 2011 年医药商业资产注入，公司负债率有所提升，2012 年公司主要通过债券融资来满足新项目的资金需求，当年负债规模继续增长。截至 2012 年 12 月 31 日，公司总负债和总债务分别为 40.64 亿元和 12.65 亿元，同比分别增长 61.33%和 447.58%；资产负债率和总资本化比率分别为 42.03%和 18.41%，分别较上年提高了 7.67 和 13.83 个百分点。不过与同行业上市公司相比，公司杠杆比率仍处于较低水平，财务弹性较好。

从债务期限结构来看，公司原先固定资产方面投资较少，且经营性现金回款情况稳定，短期债务可以满足日常经营性资金周转需求。随着新项目的启动，2012 年公司通过成功发行可转债，其债务期限结构得到较大改善。截至 2012 年 12 月 31 日，公司短期债务和长期债务分别为 2.39 亿元和 10.26 亿元，短期债务/长期债务为 0.23，债务结构较好的匹配性有利于其在建项目的建设。

图 3：2010~2012 年公司债务结构分析



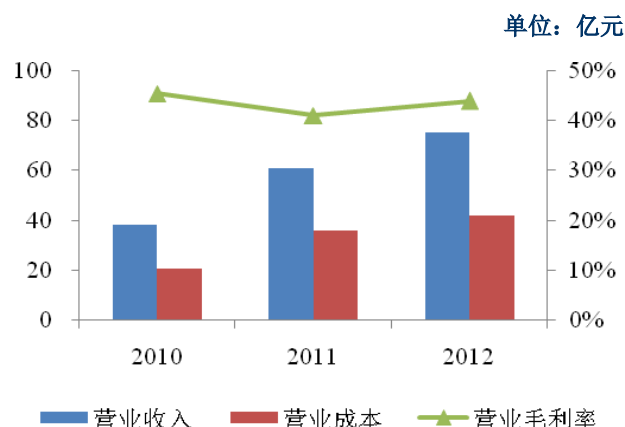
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来随着医药工业和医药商业板块稳定发展，公司业务规模逐年提升，资产总额持续较快增长，同时杠杆比率有所上升，但公司债务期限结构得到较大改善，财务结构处于较为合理的水平，仍拥有一定的财务弹性。

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，以及商业资产的注入和发展，公司收入规模稳步攀升。2012 年公司实现营业总收入 75.04 亿元，较上年增长 22.85%。主营业务中，医药工业板块实现营业收入 44.70 亿元，较上年增长 15.57%；医药零售板块实现营业收入 33.96 亿元，较上年增长 35.81%。

图 4：2010~2012 年公司盈利能力分析

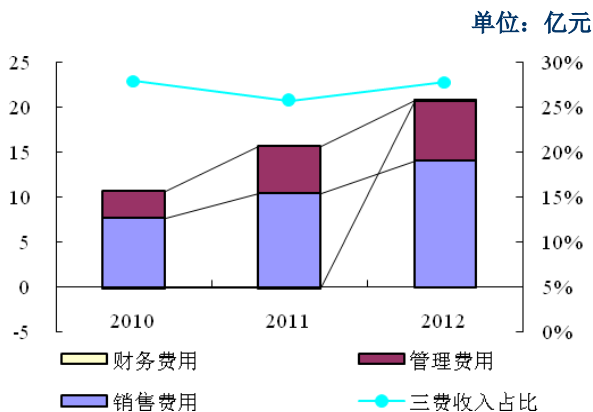


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，得益于公司产品突出的品牌优势和较好的成本控制，公司医药工业板块的毛利率始终保持在较高水平，2012 年增加 4.97 个百分点至 49.30%；而医药零售板块方面，随着同仁堂药店的经营模式在各网点得到成功复制，进入盈利期的门

店数量不断增加,2012 年医药零售板块的毛利率达到 30.19%,同比增加 2.69 个百分点³。2012 年公司综合毛利率为 43.91%,较上年提升 2.91 个百分点。

图 5: 2010~2012 年公司期间费用分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

2012 年公司期间费用为 20.88 亿元, 占营业收入的比重为 27.83%, 较上年增加 2.08 个百分点。近年来由于公司不断加强对销售渠道的建设和维护, 扩大对空白区域的覆盖, 其销售费用规模持续增长, 2012 年达到 14.03 亿元, 同比增长 34.65%, 构成了三费占比逐年攀升的主要因素。根据公司的战略规划, 未来公司还将增加多个收入过亿的品种, 其市场推广费用仍将保持较高的投入水平, 可能会对公司的利润水平造成一定的影响。

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, 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。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利润水平造成的影响。

偿债能力

为了满足大兴基地项目方面的资金需求, 2012 年公司债券融资规模大幅增加, 债务水平明显上升, 主要偿债指标较上年有所弱化, 但公司债务期限结构的改善则大大缓解了其短期偿债压力。

受益于旺盛的市场需求及自身的规模优势,

2012 年公司营业收入和盈利水平均有所增长, 相应 EBITDA 也表现良好。尽管由于债务规模和利息支出上升较快, 公司总债务/EBITDA 增至 1.03, EBITDA 利息保障倍数降至 55.67 倍, 但 EBITDA 对债务和利息支出的保障程度仍属很强。

表 4: 2010~2012 年公司偿债能力分析

财务指标	2010	2011	2012
总债务 (亿元)	1.73	2.31	12.65
EBITDA (亿元)	6.68	9.32	12.24
资产负债率 (%)	23.10	34.36	42.03
长期资本化比率 (%)	0.00	0.00	15.47
总资本化比率 (%)	3.94	4.58	18.41
EBITDA 利息倍数 (X)	86.28	91.85	55.67
总债务/EBITDA (X)	0.26	0.25	1.03
经营净现金流/总债务 (X)	2.84	2.36	0.69
经营净现金流利息倍数 (X)	63.55	53.69	39.75

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从现金流来看, 公司业务的获现能力较强, 2012 年经营性现金流仍呈现净流入态势, 达到 8.74 亿元, 对债务本息形成很强的保障。2012 年公司经营活动净现金流利息保障倍数和经营净现金流/总债务分别为 39.75 和 0.69, 现金流对债务仍具备较强的保障能力。

或有负债方面, 截至 2012 年 12 月 31 日, 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 2012 年 12 月 31 日, 公司共获得银行授信总额 9 亿元, 未使用授信余额 6.69 亿元。

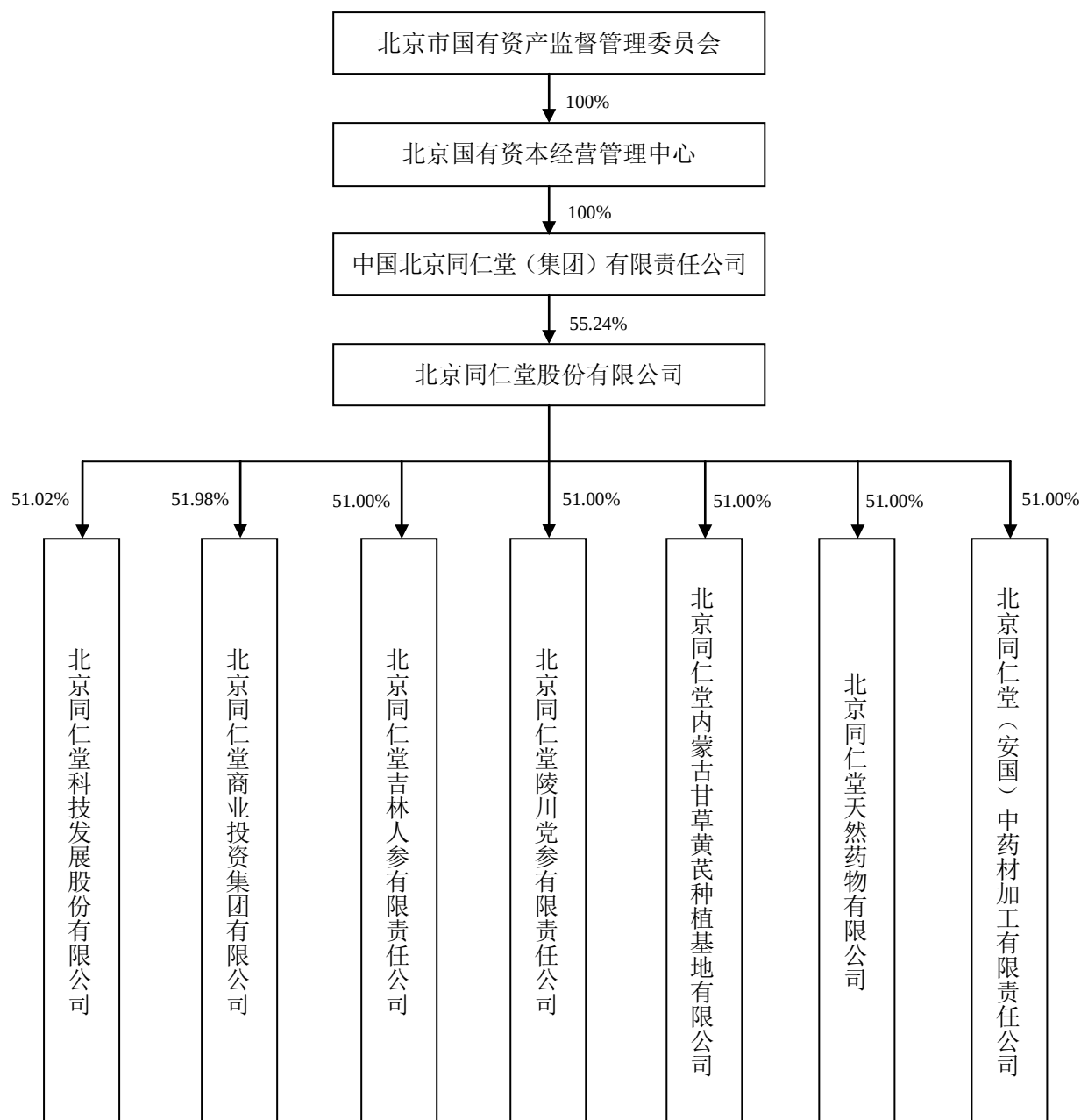
总体看, 公司财务结构较为稳健, 债务压力较小, 财务弹性较好, 盈利能力较高, 现金流获取能力很强并保持了稳定, 偿债能力极强。未来随着公司医药商业板块业务进一步提升, 公司获利能力和获现能力将继续增强, 为公司的偿债能力提供进一步保障。

结 论

综上, 中诚信证评维持“同仁转债”信用等级为 AAA, 维持北京同仁堂股份有限公司主体信用等级为 AAA, 评级展望稳定。

³ 分业务版块收入和毛利率均包含内部抵消部分。

附一：北京同仁堂股份有限公司股权结构图（截至 2012 年 12 月 31 日）



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)	2010	2011	2012	2013.Q1
货币资金	179,018.60	207,899.35	364,006.32	393,470.06
应收账款净额	28,805.17	29,538.76	32,210.81	40,602.71
存货净额	204,849.53	316,677.47	367,983.51	332,134.35
流动资产	441,032.69	594,999.73	808,029.02	839,623.99
长期投资	5,995.36	2,869.42	3,671.36	3,919.97
固定资产合计	88,746.36	104,553.13	111,297.99	123,627.88
总资产	548,931.82	732,989.94	966,792.66	1,010,956.30
短期债务	17,300.00	23,100.00	23,900.00	23,100.00
长期债务	0.00	0.00	102,591.72	103,908.72
总债务（短期债务+长期债务）	17,300.00	23,100.00	126,491.72	127,008.72
总负债	126,803.70	251,883.97	406,354.63	421,182.91
所有者权益（含少数股东权益）	422,128.12	481,105.97	560,438.03	589,773.39
营业总收入	382,444.61	610,838.37	750,403.20	277,577.32
三费前利润	168,951.66	244,535.83	322,004.00	118,621.13
投资收益	717.90	1,266.48	775.29	238.75
净利润	47,109.31	65,465.11	87,861.38	29,740.25
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	66,803.49	93,231.70	122,403.86	—
经营活动产生现金净流量	49,204.38	54,490.53	87,396.84	44,527.80
投资活动产生现金净流量	-15,692.82	-23,748.27	-23,737.54	-14,196.05
筹资活动产生现金净流量	-16,688.25	-23,231.37	92,776.67	-781.52
现金及现金等价物净增加额	16,739.88	6,854.32	156,106.97	29,463.74
财务指标	2010	2011	2012	2013.Q1
营业毛利率（%）	45.41	41.00	43.91	43.89
所有者权益收益率（%）	11.16	13.61	15.68	20.17
EBITDA/营业总收入（%）	17.47	15.26	16.31	—
速动比率（X）	1.95	1.15	1.52	1.69
经营活动净现金/总债务（X）	2.84	2.36	0.69	1.40
经营活动净现金/短期债务（X）	2.84	2.36	3.66	7.71
经营活动净现金/利息支出（X）	63.55	53.69	39.75	—
EBITDA 利息倍数（X）	86.28	91.85	55.67	—
总债务/EBITDA（X）	0.26	0.25	1.03	—
资产负债率（%）	23.10	34.36	42.03	41.66
总资本化比率（%）	3.94	4.58	18.41	17.72
长期资本化比率（%）	0.00	0.00	15.47	14.98

注：1、公司2013年1季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经年化处理；

2、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。