



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪039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

二零一四年四月二十三日

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（2014）

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	2013/05/22		
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	2011	2012	2013
所有者权益（亿元）	48.11	56.07	78.37
总资产（亿元）	73.30	96.88	119.12
总债务（亿元）	2.31	12.65	12.08
营业总收入（亿元）	61.08	75.17	87.15
营业毛利率（%）	41.00	43.89	42.87
EBITDA（亿元）	9.32	12.21	14.64
所有者权益收益率（%）	13.61	15.67	13.61
资产负债率（%）	34.36	42.12	34.21
总债务/EBITDA（X）	0.25	1.04	0.83
EBITDA 利息倍数（X）	91.85	66.12	22.29

注：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；

基本观点

受益于政府和社会各界对中医药事业的扶持力度不断加大，我国中成药制造行业发展较快，中药产业保持着较大的市场需求潜力。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”）具有比较显著的竞争优势，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，盈利能力继续提升，并将通过扩充产能和拓展零售终端等继续完善产业布局，未来增长空间较大。同时，中诚信证评也关注到行业竞争日趋激烈和政策导向等因素对公司业务规模和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

- 行业发展趋势良好。医改的持续推进和深入、人口老龄化和居民保健意识不断提高是驱动医药行业发展的长期动力，医药市场的持续扩容将为制药企业带来广阔的发展空间和机遇。
- 品牌优势明显，医药资源丰富，通过扩产行业地位可进一步巩固。公司医药品种众多、技术资源丰富，产业链布局也日趋完善。未来随着其大兴生产基地项目建成投产，公司产能将会有较大提高，有利于稳固其行业地位。
- 新版 GSP 正式实施使公司医药零售业务获得更多发展机遇。新版 GSP 的正式实施将推动优势资源向规模企业和规范企业集中，公司将大力发展零售渠道，以在政策支持下获得更多的发展机遇。
- 资金流充裕，对业务扩张形成有力支撑。2013 年公司通过子公司在资本市场募集资金达 14 亿元以上，其年末货币资金余额 49.38 亿元，资金流非常充裕，可为业务扩张提供良好的资金支持。

分析师

刘 兰 lanlan@ccxr.com.cn

折 立 lshe@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014 年 4 月 23 日

- 较强的盈利能力和稳定的获现能力。2013 年公司各板块业务规模继续攀升，盈利能力得到增强，同时现金流状况良好，为其偿债能力提供很强的保障。

关 注

- 市场风险。医药行业受政策影响较大，政策执行带来行业格局的调整和市场秩序净化过程中需求的变化，将对行业内企业的应变能力和对市场的把握能力提出更高要求。
- 费用控制压力。2013 年公司销售费用达到 15.80 亿元，同比增长 12.49%，增幅虽有放缓，但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，因此仍存在一定的费用控制压力。

重大事项说明

本次可转债转股情况。本次可转债于 2012 年 12 月 4 日公开发行人，发行总额为 12.05 亿元，期限为 5 年，募集资金净额为 11.76 亿元，于 2012 年 12 月 10 日全部到位。本次可转债于 2012 年 12 月 18 日起在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“同仁转债”，债券代码“110022”。本次可转债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，于 2013 年 6 月 5 日起进入转股期。截至 2014 年 3 月 31 日，共有 15,857.30 万元同仁转债已转换成公司股票，转股数为 9,068,582 股，占可转债转股前公司已发行股份总额的 0.70%；尚未转股的可转债金额为 104,642.70 万元，占可转债发行总量的 86.84%。

同仁堂科技配售股份。公司控股子公司北京同仁堂科技发展股份有限公司（以下简称“同仁堂科技”）于 2013 年 8 月在香港联合交易所向投资者发行 5,239.20 万股 H 股新股，发行价格为每股 23 港元，于 2013 年 9 月 6 日完成配售。截至 2013 年 12 月 31 日，同仁堂科技总股本为 64,039.20 万元。同仁堂科技配售完成后，公司所持股份占比为 46.85%。

同仁堂国药发行上市。公司下属北京同仁堂国药有限公司（以下简称“同仁堂国药”）于 2013 年 5 月 7 日在香港联合交易所创业板发行上市，股份数为 80,000 万股，并于 2013 年 5 月 21 日超额配发股份 3,000 万股，超额配发后股本为 41,500 万港元。公司对同仁堂国药的直接持股比例为 33.91%，公司子公司同仁堂科技对同仁堂国药的持股比例为 38.38%。

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，使用的“同仁堂”品牌已有 300 多年的历史，为我国中药著名品牌，具有比较深远的品牌影响力。公司拥有包括丸剂、散剂、片剂等 28 个剂型的 800 多个药品品种的生产批件，其中有“国家保护品种”9 个，独家品种 174 个，品种资源非常丰富。截至 2013 年末，公司拥有 9 个中成药

生产基地，9 家中药材种植基地，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”）管控约 400 余家自有零售药店，目前已形成以中成药生产制造为核心，具备中药材种植、中药材贸易、现代医药物流配送、药品销售的较为完善的产业链条。

截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产 119.12 亿元，所有者权益（含少数股东权益）78.37 亿元；2013 年公司实现营业总收入 87.15 亿元，净利润 10.67 亿元，经营活动现金净流量 6.76 亿元。

随着国家对医疗卫生事业的不断投入和医疗卫生体制改革的深入，医药市场将继续扩大，为公司带来良好发展环境。公司业务扩展空间广阔，行业地位有望不断得到巩固

近年来我国经济持续稳定增长，居民药品消费意识和消费能力不断提高，医疗保健支出占消费性支出的比重逐步上升，带动了医药消费市场的持续扩容，近年来医药行业收入保持 20% 以上的高增长。2013 年医药工业规模以上企业实现主营业务收入 21,681.6 亿元，同比增长 17.9%，增速较 2012 年的 20.4% 下降了 2.5 个百分点。2013 年医药行业进入医改纵深推进的阶段，同年在卫计委的统一部署下启动了反商业贿赂行动，种种措施有利于净化市场环境并推动建立良好的行业秩序，短期也在一定程度上造成医药行业收入增幅略有放缓。不过随着国家对医疗卫生事业的不断投入和医疗卫生体制改革的深入，医药市场将继续扩容，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。

中医药在我国有着五千多年的历史，得到国家政策的重点扶持和促进。2012 年《中医药事业发展“十二五”规划》颁布出台，2013 年党的十八届三中全会提出“完善中医药事业发展政策和机制”，再次强调并肯定了中医药在国家发展战略中的地位。受益于政府和社会各界对中医药事业的扶持力度不断加大，我国中成药制造行业发展较快，2013 年中成药制造主营业务收入为 5,065 亿元，同比增长 21.1%，近两年来收入增速均领先于化学药品和生物药品制造行业，中药产业将保持着较大的市场需

求潜力。

中成药市场总量的持续扩容为相关制药企业带来了良好的发展环境。公司作为一家品种众多、技术资源丰富、品牌效应突出且产业链构架比较完善的医药制造企业之一，具有比较显著的竞争优势，并不断通过研发新产品、扩充产能和拓展零售终端等来进一步完善产业布局，巩固行业地位。2013 年公司实现主营业务收入 86.68 亿元，较上年的 74.46 亿元增长了 16.41%，增幅有所放缓；分行业来看，医药工业和医药零售板块收入分别为 52.46 亿元和 39.31 亿元¹，同比分别增长 17.02% 和 15.77%，其中医药零售收入增幅有所放缓。

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，公司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，在北京大兴、通州、丰台、昌平等地共投资建设 9 个中成药生产基地（制药厂）和 1 个前处理中心。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 2014 年 3 月末，公司拥有 69 条药品生产线，其中已有 54 条通过新版 GMP 认证，年内还有 14 条进入新版认证程序。公司生产工艺成熟，并注重新技术的研发和创新，近年来着力推动机械化生产的进程，如成功引入散剂灌装机以提升该剂型的机械化生产水平，在大蜜丸、小蜜丸的机械化包装减少手工程序方面也取得一定突破。

表 1：2012~2013 年公司主要剂型的产量以及产能情况

剂型	2013		2012	
	产量	产能	产量	产能
大蜜丸（亿丸）	13.24	12.10	12.37	11.60
小蜜丸（吨）	4,749.88	6,000	4,882.5	6,000
散剂（吨）	108.30	100	75.10	100
颗粒剂（吨）	2,634.47	3,500	2,782.90	3,500
片剂（亿片）	22.79	35.60	30.33	35.60
酒剂（吨）	5,633.61	6,000	5,292	6,000
口服液（万支）	13,607.34	15,000	11,208.67	12,500

资料来源：公司提供、中诚信证评整理

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产能利用率良好，部分剂型的生产线超负荷运行，因此公司也致力于扩充产能。2013 年公司主要剂型的产量均有明显增长。

为扩充产能满足市场需求，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，建成后将主要用于生产大蜜丸、小蜜丸、散剂、口服液等重点剂型的产品，设计产能为大蜜丸 24.85 亿丸、小蜜丸 600 吨、散剂 507.80 吨、口服液制剂 14,980 万瓶。项目总投资预计 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，项目融资需求已得到解决。目前项目已经动工，受环保新要求等政策影响，项目进度慢于预期，预计可在 2015 年底前竣工。公司将通过调节产品结构、积极探索营销模式、内部挖掘潜力等方面提升经营管理效率，以缓解短期内的产能瓶颈压力。未来随着大兴生产基地等项目的逐步投产，公司产能将有较大的提高空间，业务规模也将有大幅提升，有利于扩大在相关产品方面的市场占有率。

公司建有 9 家种植基地，市场化采购也基本形成了稳定的供应商网络，同时公司拥有专业化的采购队伍，具备较强的药材周期把握能力，为其稳定发展提供了良好的基础保障

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。公司现有 9 家种植基地，分布于山西、吉林、内蒙古、河北、湖北、安徽、浙江和河南等地，可供应人参、党参、山茱萸、板蓝根、黄芪和甘草等药材，2013 年公司种植基地供给原材料约占公司采购总额的 14%。公司建有种植基地既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。此外，公司依照“按时、按质、按量”的原则和末位淘汰制对药材供应商进行考核，在多年筛选后也基本形成了较为稳定的供应商网络。

在采购量方面，公司严格按照客户订单进行生

¹ 分板块收入数据包含内部抵消部分。

产，按生产计划进行采购，在日常经营中建立各类物资的最低库存，采购中注重控制订货量，提高订货频率。公司除对稀缺原料等加大储备以满足产品未来需求增长外，对常规品种则严格控制存货量。在采购价格方面，公司拥有专业化的采购队伍，不仅实时监测中药材市场价格波动、定期对价格走势做出分析，同时也对原材料产地、药材市场进行实地考察，以对市场价格走势做出合理预测，最大可能的避开市场价格波动高峰。

整体来看，公司建有种植基地，近年来也持续推进对于濒危物种原材料的替代性研究，同时公司具有专业化的采购队伍，比较善于研究分析中药原材料市场变化，合理配置原材料库存结构。公司具备较强的药材周期把握能力，为其稳定发展提供了良好的基础保障。

公司通过营销改革形成了有效的营销模式，自有产品销售收入稳定增长；同时随着优质企业及其品种定价政策环境趋暖，公司有望凭借其独特的品牌及资源优势保持较强的自主定价能力

公司自 2003 年开始进行一系列的营销改革，自有产品销售逐步形成了以与经销商合作为主，同时通过营销团队对渠道进行维护和管控的营销模式。近年来公司也致力于不断完善对销售人员的激励机制，加强对渠道的管控，扩大对空白区域的覆盖，并增加对地区性公共媒体的投入。有效的营销模式为公司自有产品销售收入保持稳定增长奠定了基础，随着公司持续推进大品种战略，其重点培育的 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销售额已数年超过亿元，2012 年以来金匮肾气丸和阿胶产品销售也过亿并在 2013 年得到保持。另外，公司还不断挖掘自身产品储备，着力培养二、三线品种，打造健康可持续发展的品种梯队；2013 年重点二线品种继续保持两位数增长，新品巴戟天寡糖胶囊也已在 11 个省市初步实现上市销售。

在销售定价方面，2014 年 4 月国家卫计委、发改委等八部委联合发布了《关于印发做好常用低价药品供应保障工作意见的通知》（国卫药政发

〔2014〕14 号），其中首次明确指出：“对纳入国家低价药品清单的药品，取消针对每一个具体品种的最高零售限价”，生产经营者被允许在日均费用标准内，根据药品生产成本和市场供求状况自主制定或调整零售价格，保障合理利润。公司众多品种符合低价药目录标准，有望在中药价格调整中得到政策支持。另外，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，截至 2014 年 3 月末，公司共有“国家保护品种”9 个、独家品种 174 个，共有 332 个品规的产品可以自主定价，因此公司可以在医药总体降价的背景下，凭借独特优势保护产品的价格。

总体来看，随着优质企业及其品种定价政策环境趋暖，公司基于其独特的品牌、资源优势及显著的渠道优势，将有望保持较强的自主定价能力，为其业绩持续提升提供支撑。

医药零售

公司自有零售药店门店数量不断增加，区域布局日趋完善，同时新版 GSP 的正式实施将推动优势资源向规模企业和规范企业集中，公司医药零售板块面临较好发展机遇

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。截至 2013 年末，公司自有零售药店门店数量为 400 余家。公司门店主要布局于省会城市和其他大中城市，新开门店主要选址中东部一线城市。公司约有 10% 的自有药品通过下辖零售门店销售，并且注重通过加强中医坐诊服务，提高中药饮片和中成药销售，并且“以医带药”的销售模式也可为消费者提供增值服务，实现差异化经营。

公司自有门店通常经历 3-5 年进入成熟期，在经过投建初期的发展后，近年来成立的门店陆续进入盈利及成熟期；并且随着收入的增长，公司老门店的利润水平也会进一步提高。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，旗下零售药店的收入规模和盈利能力不断提升，医药商业板块的收入和利润规模也呈现出逐年提升的态势。按照分部报告口径，

2013 年公司医药零售收入为 39.94 万元，同比增长 15.20%，与上年 35.75% 的增速相比明显放缓，主要系中高端滋补品和贵细药材等高端产品的销售增速在一定程度上受到反腐和限制“三公消费”等的影响。随着公司积极调整市场策略，发掘新的增长点，其医药零售收入情况也逐步转好。

表 2：2011~2013 年公司医药零售板块业务相关情况

	2011	2012	2013
医药零售收入 ² (亿元)	25.54	34.67	39.94
占营业收入比重 (%)	41.81	46.20	45.83

资料来源：公司提供、中诚信证评整理

新版药品 GSP 于 2013 年 6 月 1 日正式实施，将全面提高药品流通市场准入门槛和经营要求，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。因此，公司将大力发展零售渠道作为主攻方向之一，计划未来三年计划每年增设 50 家店铺，以增强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控，并可借助自有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，更可进一步拉动医药工业的发展，实现产品制造和产品销售的成功对接，提高整体经济效益。

中诚信证评认为，人口增长、老龄化步伐加快和居民保健意识不断增强将推动药品需求持续增长，是未来医药行业稳步发展的动力来源。随着医改政策的逐步落实和深化，行业配套政策有望逐渐完善，将推动医药市场持续增容。公司在中成药制造方面具有突出的品牌影响力，产品线丰富，药品批件储备充足，研发实力比较领先，并且渠道布局日趋完善。随着公司致力于扩大产能，其业务规模将保持增长，竞争优势愈发明显，行业地位将进一步巩固，公司发展前景较好。

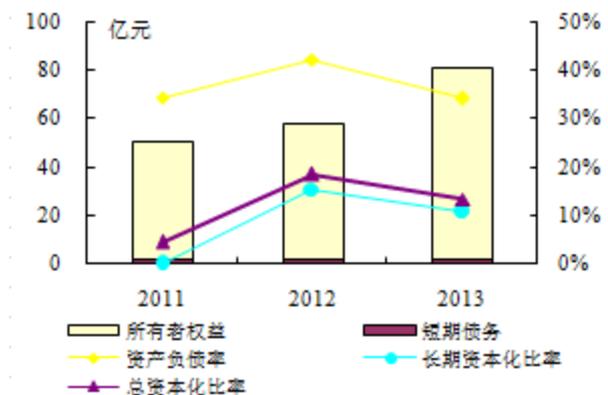
财务分析

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 2011~2013 年财务报告，其中 2012 年末财务数据采取 2013 年财务报告的期初重述数。

资本结构

近年来公司医药产销量规模不断提升，自有零售门店也处于持续扩张的进程中，因此各项经营性资产规模保持增长。同时，留存收益的充实使得公司自有资本实力得到增强，并且 2013 年同仁堂科技配股和同仁堂国药上市共募集资金约 14.62 亿元，也在当年极大的提升了公司净资产规模。截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产规模达 119.12 亿元，同比增长 22.95%；所有者权益（含少数股东权益）为 78.37 亿元，同比增长 39.77%。

图 1：2011~2013 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，2013 年末余额分别为 49.38 亿元、41.80 亿元和 11.33 亿元，分别占总资产的 41.46%、35.09% 和 9.52%。由于对上下游货款的收付进度控制较好，加上 2013 年子公司在资本市场募集资金达 14 亿元以上，公司资金状况比较充裕；销售规模的扩大和原材料价格上涨导致公司存货规模尤其是原材料规模保持了一定幅度的增长，存货规模偏高，不过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，随着募集资金投资项目的开展，其在建工程规模将有所扩大。

从负债规模来看，公司上下游结算模式比较匹配，随着主要新增债务在 2012 年完成，公司 2013 年负债规模得到控制。截至 2013 年 12 月 31 日，公司总负债和总债务分别为 40.74 亿元和 12.08 亿元，同比分别下降 0.15% 和 4.46%；资产负债率和总资本化比率分别为 34.21% 和 13.36%，分别较上年减少了 7.91 和 5.05 个百分点。与同行业上市公

² 分部报告口径数据。

司相比，公司杠杆比率较低，财务弹性较好（表 3）。

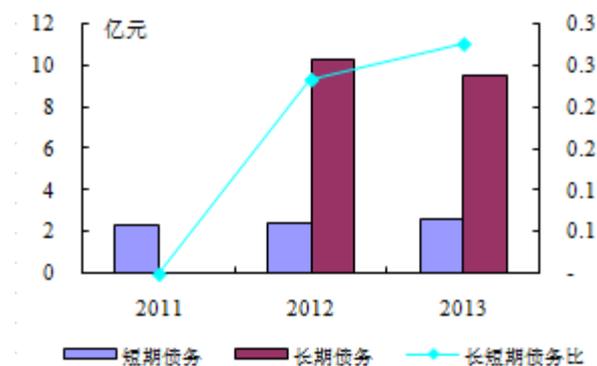
表 3：截至 2013 年 12 月 31 日中药上市公司资本结构比较

公司	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)
康美药业	222.51	45.93	32.78
云南白药	128.81	29.91	6.48
同仁堂	119.12	34.21	13.36
健康元	107.45	43.94	31.07
华润三九	102.42	37.90	11.04
天士力	102.12	59.43	44.57
太极集团	93.68	84.00	79.16
中恒集团	60.58	39.10	21.56
东阿阿胶	59.80	14.97	0.00
中新药业	52.62	51.07	31.39
以岭药业	46.58	8.58	0.00
康恩贝	44.54	41.81	29.18
紫鑫药业	37.78	48.49	46.60
贵州百灵	34.79	38.85	32.21
金陵药业	33.04	22.09	5.91

资料来源：各公司定期报告，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，公司经营性现金回款稳定，短期债务规模有限，2012 年通过发行 5 年期可转债来支撑制药基地项目的建设。截至 2013 年 12 月 31 日，公司短期债务和长期债务分别为 2.61 亿元和 9.47 亿元，短期债务/长期债务为 0.28，债务结构匹配性较好，符合其在建项目建设进度安排。

图 2：2011~2013 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

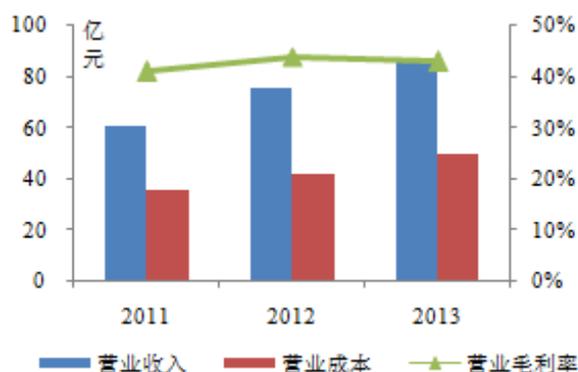
总体来看，近年来随着医药工业和医药商业板块保持较好发展态势，公司经营规模逐年提升，资产总额亦持续较快增长，同时公司通过发行长期债券来支撑项目建设，债务期限结构匹配性良好，财务结构处于合理的水平，杠杆比率亦处于较低水平，拥有较好的财务弹性。

盈利能力

近年来受益于医药行业总体持续向好发展，同时凭借同仁堂品牌较好的市场认可度，公司医药工

业和医药商业板块的收入规模均保持增长态势，但 2013 年受国家政策导向和行业开展反商业贿赂行动的影响，公司收入增速略有放缓。2013 年公司实现营业总收入 87.15 亿元，较上年增长 15.94%，增幅较上年减少 6.81 个百分点。主营业务分行业来看，医药工业板块实现营业收入 52.46 亿元，较上年增长 17.02%，增幅高于上年，其中工业子公司收入增速快于股份公司；医药零售板块全年实现营业收入 39.31 亿元，同比增长 15.77%，增幅下降明显，显示医药零售要求况在一定程度上受到国家政策导向的影响。

图 3：2011~2013 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

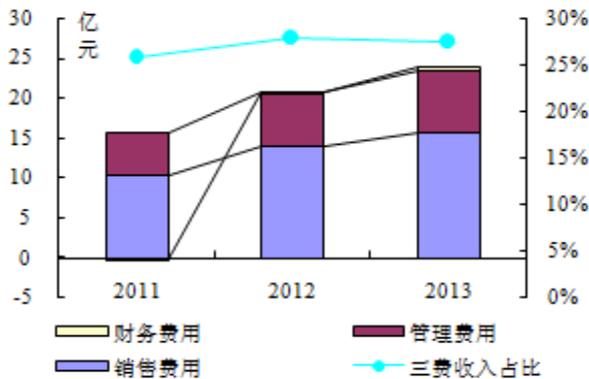
毛利率方面，公司医药工业毛利率基本保持在较高水平，2013 年则由上年的 49.25% 降至 46.64%，减少了 2.61 个百分点，主要系部分产品结构变化和原材料价格上涨所致；医药零售板块方面，公司通过及时调整营销策略来弥补高端产品销售受限带来的不利影响，整体产品结构未发生明显变化，当年医药零售板块的毛利率为 32.22%，较上年增加 2.03 个百分点³。2013 年公司综合毛利率为 42.87%，较上年略降 1.02 个百分点。

2013 年公司期间费用为 23.87 亿元，占营业收入的比重为 27.39%，与上年的 27.83% 相比基本持平。近年来由于公司不断加强对销售渠道的建设和维护，增加了包括职工薪酬、市场拓展等方面的销售投入，销售费用规模持续增长，2013 年达到 15.80 亿元，同比增长 12.49%，增幅较上年有所放缓。2013 年公司期间费用控制较好，不过考虑到公司将继续推进大品种战略并着力进行零售终端的布局，其销售投入仍将保持较高水平，公司仍存在一定的费用

³ 分业务版块收入和毛利率均包含内部抵消部分。

控制压力。

图 4：2011~2013 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

2013 年公司实现利润总额 12.96 亿元，同比增长 20.37%，其中经营性业务利润占比为 97.46%。总体来看，受益于医药行业良好的发展环境，公司两大业务的盈利能力均保持了增长态势，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继续扩大，以及集中管控自营零售药店的经营管理优势逐步体现，公司盈利规模有望保持持续提升。

偿债能力

表 4：2011~2013 年公司偿债能力分析

财务指标	2011	2012	2013
总债务 (亿元)	2.31	12.65	12.08
EBITDA (亿元)	9.32	12.21	14.64
资产负债率 (%)	34.36	42.12	34.21
长期资本化比率 (%)	0.00	15.47	10.79
总资本化比率 (%)	4.58	18.41	13.36
EBITDA 利息倍数 (X)	91.85	66.12	22.29
总债务/EBITDA (X)	0.25	1.04	0.83
经营净现金流/总债务 (X)	2.36	0.69	0.56
经营净现金流利息倍数 (X)	53.69	47.30	10.30

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在 2012 年为大兴基地项目进行大规模债券融资后，2013 年公司未有大额新增融资需求，当年债务水平略有下降。另一方面，2013 年公司营业收入和盈利水平继续保持增长，相应 EBITDA 也表现良好，当年 EBITDA 为 14.64 亿元，同比增长 19.92%。受此带动，2013 年公司总债务/EBITDA 降至 0.83。2013 年公司可转债全年计息，利息支出增幅明显，当年 EBITDA 利息保障倍数降至 22.29 倍，但

EBITDA 对债务和利息支出的保障程度仍属很强。

从现金流来看，公司业务获现能力较强，2013 年经营性现金流仍呈现净流入态势，达到 6.76 亿元，当年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 10.30 和 0.56，现金流对债务仍具备较好的保障能力。

或有负债方面，截至 2013 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。

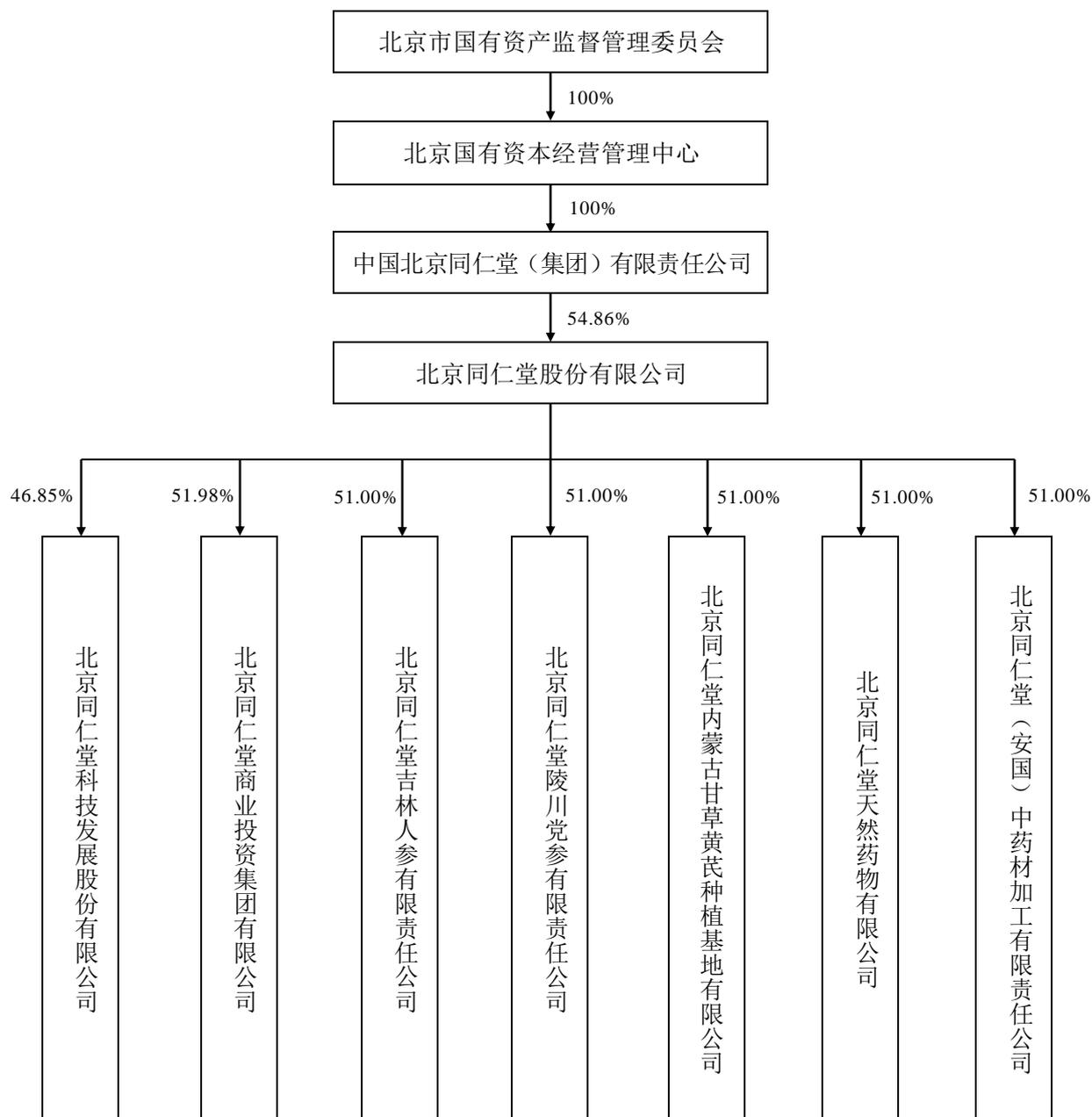
公司与银行等金融机构保持着良好的合作关系，融资渠道较为畅通，截至 2013 年 12 月 31 日，公司共获得银行授信总额 9 亿元，未使用授信余额 6.79 亿元。

总体看，公司现金流获取能力很强并可基本保持稳定，盈利能力较高且保持增长态势，目前其债务压力较小，财务结构稳健且财务弹性较好，偿债能力极强。未来随着医药工业板块产能的扩充和医药商业板块的继续布局，公司获利能力和获现能力将继续提升，可进一步增强其偿债能力。

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。

附一：北京同仁堂股份有限公司股权结构图（截至 2013 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)	2011	2012	2013
货币资金	207,899.35	364,092.86	493,826.10
应收账款净额	29,538.76	32,419.83	47,114.26
存货净额	316,677.47	369,497.37	418,032.41
流动资产	594,999.73	809,974.83	999,729.11
长期投资	2,869.42	3,671.36	2,957.74
固定资产合计	104,553.13	111,342.74	139,699.29
总资产	732,989.94	968,820.73	1,191,190.00
短期债务	23,100.00	23,900.00	26,100.00
长期债务	0.00	102,591.72	94,746.22
总债务(短期债务+长期债务)	23,100.00	126,491.72	120,846.22
总负债	251,883.97	408,075.07	407,449.81
所有者权益(含少数股东权益)	481,105.97	560,745.66	783,740.19
营业总收入	610,838.37	751,676.07	871,464.74
三费前利润	244,535.83	322,395.45	364,982.18
投资收益	1,266.48	775.29	388.47
净利润	65,465.11	87,863.10	106,670.13
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	93,231.70	122,083.44	146,407.82
经营活动产生现金净流量	54,490.53	87,342.92	67,639.87
投资活动产生现金净流量	-23,748.27	-23,759.25	-43,143.38
筹资活动产生现金净流量	-23,231.37	92,776.67	103,425.22
现金及现金等价物净增加额	6,854.32	156,031.34	124,713.24
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	41.00	43.89	42.87
所有者权益收益率(%)	13.61	15.67	13.61
EBITDA/营业总收入(%)	15.26	16.24	16.80
速动比率(X)	1.15	1.51	1.95
经营活动净现金/总债务(X)	2.36	0.69	0.56
经营活动净现金/短期债务(X)	2.36	3.65	2.59
经营活动净现金/利息支出(X)	53.69	47.30	10.30
EBITDA 利息倍数(X)	91.85	66.12	22.29
总债务/EBITDA(X)	0.25	1.04	0.83
资产负债率(%)	34.36	42.12	34.21
总资本化比率(%)	4.58	18.41	13.36
长期资本化比率(%)	0.00	15.47	10.79

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。