

## 国药控股股份有限公司 2021 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：许新强 [xqxu@ccxi.com.cn](mailto:xqxu@ccxi.com.cn)

项目组成员：田梦婷 [mttian@ccxi.com.cn](mailto:mttian@ccxi.com.cn)

刘逸伦 [yliu@ccxi.com.cn](mailto:yliu@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 23 日

## 声 明

■ 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。

■ 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。

■ 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。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 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。

■ 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。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起，有效期为一年。主体评级有效期内，中诚信国际将不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更、暂停或中止评级对象的主体等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 0979 号

## 国药控股股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **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

二零二一年六月二十三日

**评级观点：**中诚信国际维持国药控股股份有限公司（以下简称“国药控股”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了公司股东背景实力雄厚、继续保持突出的行业地位，分销业务竞争实力强、收入规模进一步扩大，主营业务盈利能力持续提升、备用流动性充足和融资渠道畅通等方面的优势及良好的外部发展环境对公司整体信用实力提供了有力支持。但中诚信国际也关注到，并购带来管理方面的挑战、应收账款规模大且持续增加和债务增长且债务期限结构有待调整等因素对公司经营和整体信用状况造成的影响。

## 概况数据

国药控股（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	2,356.27	2,697.38	3,110.80	3,309.14
所有者权益合计（亿元）	684.51	771.37	901.66	923.76
总负债（亿元）	1,671.77	1,926.01	2,209.14	2,385.38
总债务（亿元）	745.22	846.72	1,027.70	1,122.76
营业总收入（亿元）	3,445.26	4,252.73	4,564.15	1,202.66
净利润（亿元）	94.16	106.31	121.05	21.61
EBIT（亿元）	163.68	172.04	190.24	--
EBITDA（亿元）	178.11	203.72	226.36	--
经营活动净现金流（亿元）	36.54	187.77	111.55	-348.43
营业毛利率(%)	9.18	8.92	8.96	7.67
总资产收益率(%)	7.68	6.81	6.55	--
资产负债率(%)	70.95	71.40	71.02	72.08
总资本化比率(%)	52.12	52.33	53.27	54.86
总债务/EBITDA(X)	4.18	4.16	4.54	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.29	5.94	6.62	--

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

## 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：医药流通(C100200\_2019\_02)

国药控股股份有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力与效率(25%)	EBITDA 利润率(%)*	4.86	7
	净资产回报率(%)*	25.52	10
	现金周转天数(天)*	53.23	10
财务政策与偿债能力(30%)	资产负债率(%)	71.40	7
	总债务/EBITDA(X)*	4.04	8
	货币等价物/短期债务(X)*	0.87	8
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	5.09	7
规模(15%)	营业总收入(亿元)	4,252.73	10
运营实力(30%)	销售区域覆盖广度及深度	10	10
	渠道保障能力	10	10
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA
<b>打分卡定性评估与调整说明：</b>			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上考虑支持评级得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、财务政策及财务报表质量、流动性、药品安全质量及特殊事件风险等因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

\*指标采用 2017 年~2019 年三年平均值

## 正面

■ **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。

■ **股东背景实力雄厚。**公司间接控股股东中国医药集团有限公司（以下简称“国药集团”）作为国务院国资委直接管理的唯一一家以医药健康产业为主业的中央医药企业，经营实力很强。公司作为国药集团最重要的分销业务平台和收入来源，能够得到国药集团较强的支持。

■ **行业地位突出，分销业务竞争实力强。**公司拥有全国最大的医药分销网络，通过建立或并购方式推动分销网络下沉，在稳固已有区域网络业务基础上，持续拓展基层市场业务，2020 年以来公司继续保持突出的行业地位，作为头部企业的竞争优势明显。

■ **收入规模进一步扩大，主营业务盈利能力持续提升。**受益于分销网络规模优势及不断扩展，器械及零售业务的持续增长等，2020 年公司营业总收入和净利润分别提高至 4,564.15 亿元和 121.05 亿元，主营业务盈利能力持续提升。

■ **备用流动性充足，融资渠道畅通。**截至 2021 年 3 月末，公司共获得银行授信总额 2,543.53 亿元，其中未使用额度为 1,459.44 亿元，备用流动性充足。此外，公司为 H 股上市公司，下属子公司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”）是 A 股、B 股上市公司，资本市场融资渠道畅通。

## 关注

■ **并购带来管理方面的挑战。**公司继续通过收并购促进业务发展的同时，亦需关注其并购重组后的实际经营效果和效益实现情况。

■ **应收账款规模大且持续增加，对营运资金形成占用。**2020 年在疫情的影响下，医院客户回款速度变慢，加之公司营业总收入增加及保理规模下降，应收账款规模进一步扩大；2021 年一季度新增销售令 3 月末应收账款进一步增加，对营运资金形成占用。

■ **债务增幅较大且债务期限结构有待调整。**2020 年以来公司总债务持续增加，且短期债务占比超过 85%，债务期限结构有待调整。

## 评级展望

中诚信国际认为，国药控股股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**下游回款出现超预期坏账令净利润出现大幅亏损、财务杠杆进一步大幅攀升、流动性恶化或其他导致信用水平显著下降的因素。

**评级历史关键信息 1**

国药控股股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2021/01/15	史曼、田梦婷	<a href="#">中诚信国际医药流通行业评级方法 C100200_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	--	2011/01/27	李欣、毛麒麟、吴继德	--	<a href="#">阅读全文</a>

注：中诚信国际原口径

**评级历史关键信息 2**

国药控股股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	--	2019/08/27	周莉莉、赵屹	<a href="#">通用行业评级方法</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	--	2012/08/03	邵津宏、宋诚、蔡汤东	--	<a href="#">阅读全文</a>

注：原中诚信证券评估有限公司口径

**同行业比较**

2020年部分医药流通企业主要指标对比表					
	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	现金周转天数（天）	资产总额（亿元）	资产负债率（%）
华润医药控股	1,782.96	53.10	109.09	1,724.12	65.84
上海医药	1,919.09	56.05	76.34	1,491.86	63.31
国药控股	4,564.15	121.05	70.57	3,110.80	71.02

注：“华润医药控股”为“华润医药控股有限公司”简称；“上海医药”为“上海医药集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹

仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注

重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

**医药行业运行态势整体良好，近年来各项医改政策及实施细则密集出台，有利于提升行业规范化程度，并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境**

随着经济增长和人口老龄化的加快，我国医药行业持续发展，根据国家统计局的数据显示，2020年医药工业整体经济平稳运行，全国医药工业规模以上企业实现营业收入 27,960.3 亿元，同比增长 7.0%；实现利润总额 4,122.9 亿元，同比增长 19.3%。

医药工业的 10 个子行业中，除化学药品制剂、中药饮片加工和中成药外，其它 7 个子行业营业收入和实现利润均实现正增长。

中诚信国际认为，随着“4+7”扩面、新版医保目录、重点药品监控、新版药品管理法以及药品优先审批政策等一系列重磅政策法规的发布，通过医保、医药和医疗的联动，医药行业改革进一步推进与深化。近年来，新医保目录调整及药品集采落地和扩面等，使得药品费用显著降低；同时，一致性评价范围扩大等政策，有助于整体提升仿制药品质量，加速原研药替代。预计未来行业将向鼓励研发创新并向治疗性品种倾斜的方向发展。随着医药行业调控力度的不断加强，行业规范化程度或将进一步提高，为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。

表 1：2019 年以来医改重要政策一览

发布时间	部门	政策名称	政策概述	对行业影响
2019年1月	国务院	《关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	进行带量采购，量价挂钩，以量换价，形成药品集中采购价格。通过招标、议价、谈判等不同形式确定集中采购品种。	药价明显降低，降低企业交易成本，引导医疗机构规范用药，探索完善药品集中采购机制和以市场为主导的药价形成机制。
2019年7月	国家卫健委	《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》	制定省级和各医疗机构目录；重点监控目录内药品的临床应用；加强目录外药品的处方管理；加强药品临床使用监测和绩效考核。	辅助用药将受到极大限制，目录内药品将被严格管理。
2019年9月	国家医保局	《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》	在全国范围内推广国家组织药品集中采购和使用试点集中带量采购模式。	使全国符合条件的医疗机构能够提供优质价廉的试点药品，进一步降低群众用药负担。
2019年10月	国家卫健委等	《第一批鼓励仿制药目录》	纳入目录的品种有33个，包括多种抗癌药、帕金森药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等，属于国内专利到期和即将到期、尚没有提出注册申请，或临床供应短缺（竞争不充分）以及企业主动申报的药品。	有利于促进仿制药研发。提高药品供应保障能力。
2019年10月	国家药监局	《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》	对参比制剂、处方工艺技术、原辅包质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求。	有助于提升注射剂仿制药的质量水平，促进产业升级和结构调整。
2019年11月	国家发改委	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	在医药领域，鼓励类8项，包括儿童药、短缺药的开发和生产，重大疾病防治疫苗、抗体药物、基因治疗药物、细胞治疗药物、重组蛋白质药物、核酸药物，数字化医学影像设备、人工智能辅助医疗设备、高端放射治疗设备等；限制类6项，包括新建紫杉醇(配套红豆杉种植除外)、植物提取法黄连素(配套黄连种植除外)生产装置等。淘汰类13项，包括铅锡软管、单层聚烯烃软管(肛肠、腔道给药除外)等。	推动制造业高质量发展，引导产业升级转型。
2019年11月	国家医保局、人力资源社	《关于将2019年谈判药品纳入<国家基本	2019年《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》共收录药品2,709个，与2017年版相比，	医保目录药品结构明显优化，保障能力显著提升；药

	会保障部	医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》	调入药品218个，调出药品154个，净增64个。	品费用显著降低；突出鼓励创新的导向。
2019年12月	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《全国药品集中采购文件》	第二批国家组织药品集中采购和使用工作正式启动，此次参与带量采购的共有33个药品品种，50个品规。	2019年9月起，中标药品从11个试点城市向全国扩容，25个中标药品在原来的降价基础上平均再降25%。
2020年3月	国务院	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	提出“1+4+2”的总体改革框架，“1”是力争到2030年，全面建成以基本医疗保险为主体，医疗救助为托底，补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的多层次医疗保障制度体系；“4”是健全待遇保障、筹资运行、医保支付、基金监管四个机制。“2”是完善医药服务供给和医疗保障服务两个支撑。	有助于进一步拓展、完善和深化医保制度改革。
2020年3月	国家药监局	2020新版《药品注册管理办法》和《药品生产监督管理办法》	全面落实药品上市许可持有人制度、优化审评审批工作流程、落实全生命周期管理要求和强化责任追究。	强化药品质量安全风险控制，规范和加强药品监管，保障药品安全、有效和质量可控奠定法治基础。
2020年7月	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《第三批国家组织药品集中采购》	第三批国家组织药品集中采购在上海开标，此次采购共有189家企业参加，产生拟中选企业125家，拟中选产品191个，采购规模达数百亿元。	此次拟中选产品平均降价53%，最高降幅95%，带量采购或将常态化。
2021年2月	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《第四批国家组织药品集中采购》	第四批国家组织药品集中采购在上海开标，此次采购共有152家企业参加，产生拟中选企业118家，共纳入45种药品，拟中选产品158个。	此次拟中选药品平均降价52%，最高降幅96%，国家集采范围将持续扩大，进一步保障临床用药需求。

资料来源：公开资料整理

## 医药流通行业稳定发展，受政策影响，行业规模效应逐渐凸显，行业集中度或将进一步提高

在宏观经济持续发展、居民收入增长、人口老龄化趋势加剧的背景下，我国医药流通行业销售额稳步增长。根据《中国药品流通行业发展报告（2020）》数据，2019年全国七大类商品销售总额（含税值）23,667亿元，扣除不可比因素同比增长8.6%，增速同比上升0.9个百分点；其中药品零售市场销售额4,733亿元，扣除不可比因素同比增长9.9%，增速同比上升0.9个百分点。

近年来，国家出台了一系列如“两票制”、“营改增”、国家集中带量采购、新版GSP《药品经营质量管理规范》、医保控费和飞行检查等医改措施和政策，持续影响国内医药流通行业的发展。2018年全国31个省份已全面执行“两票制”，直接压缩流通环节，工业-流通-医院将成为主流模式。纯销业务占比提升，拉长回款周期，带来更大的资金周转压力，对流通企业的成本控制和经营能力提出更高要求。2019年国家集中带量采购政策已在全国陆续实施和深化，以量取价的销售模式进一步压缩了流通企业的利润空间，大型流通企业的规模优势将得以

体现，未来行业集中度或将进一步提升，中诚信国际将持续关注医改政策对医药流通企业的影响。

**表 2：2020 年度医药批发业企业主营业务收入前 10 强**

位序	企业名称
1	中国医药集团有限公司
2	上海医药集团股份有限公司
3	华润医药商业集团有限公司
4	九州通医药集团有限公司
5	中国医药-重庆医药联合体
6	广州医药有限公司
7	深圳市海王生物工程股份有限公司
8	南京医药股份有限公司
9	华东医药股份有限公司
10	安徽华源医药集团股份有限公司

资料来源：中国医药商业协会

药品零售方面，连锁药店具备的品牌、质量、服务、成本控制等方面的优势，将使得零售企业连锁化成为行业发展方向。行业内龙头企业有望通过收购、合并、托管、参股等多种方式逐步实现规模化、集约化和国际化经营，提高经济效益，药品流通市场集中度也将进一步提升。截至2019年末，药品零售连锁率为55.80%，同比提高3.6个百分点，前100位的药品零售企业销售总额1,653亿元，占零售市场总额的34.9%，同比上升1.5个百分点，

药品零售企业集中度逐步提升。

此外，现代医药物流作为医药流通企业调整经济结构、转变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。未来建立快捷、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。

**疫情期间，随着疫情防控和治疗工作的持续进行，相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求增加，国家和金融机构出台一系列政策和措施为医药企业提供良好的行业发展环境和融资环境，此次疫情对医药行业的信用水平和未来发展起到一定正面影响**

2020年初新型冠状病毒疫情的爆发直接带动医药和医疗用品相关产业的需求与生产。疫情具有短期冲击大的特点，对我国医药工业和医药流通行业2020年第一季度的销售规模数据影响较大，后期随着疫情控制对医药行业的影响减弱。随着疫情防控和治疗工作的持续进行，相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求量亦随之增加，医药和医疗用品相关行业已提前复工保证生产。针对国内医疗物资需求大且紧缺，我国不断加大医疗物资全球采购；同时，叠加消费者恐慌性抢购推升零售及网上药店的相关防控物资的消费量，受上述因素影响，疫情相关产品的医药工业和医药流通市场规模大幅增长，不过疫情期间，交通运输受阻、医院普通门诊量和住院人数下降等因素，对医药工业和医药流通市场形成一定冲击。

自疫情爆发以来，国家和金融机构紧急出台了一系列政策和措施：为新型冠状病毒疫情防治工作、患者救治工作以及相关经费问题提供了良好的保障；针对加快医疗器械审批速度，国家药监局发布了《关于印发医疗器械应急审批程序的通知》，有利于医疗器械产品快速上市抗击疫情；各金融机构信贷政策亦向医药企业倾斜，积极支持医药企业开

发、生产和销售疫情防控所需品，对抗击疫情的相关医药企业开辟绿色通道、加大信贷支持、降低融资成本以及提供保险保障等。

**公司完善营销网络并拓展基层市场业务，保持突出的行业地位，分销业务竞争实力强；器械分销区域覆盖率不断增加，其收入亦快速提升，增长潜力明显**

公司为中国最大的药品、医疗器械分销商，拥有全国最大的药品分销网络，截至2020年末，其分销网络已覆盖全国31个省、直辖市及自治区，地级行政区覆盖率提升至99%、县级行政区覆盖率亦达93%；当年公司重点挖掘各级配送网络的规模优势，提升集约化运营能力，继续通过建立或并购方式推动分销网络下沉，在稳固已有区域网络业务基础上，持续拓展基层市场业务。受益于此，2020年以来公司医药分销板块收入保持持续增长态势。

在终端覆盖和业态结构方面，随着公司基层市场业务的持续拓展，截至2020年末，公司终端网络覆盖已经超过50万家，直接客户包括19,721家等级医院（其中三级医院2,671家），153,094家基层医疗卫生机构，117,806家零售药店，各类客户数量同比均有较大提升。2020年以来，在新冠肺炎疫情的影响下，医院的日常诊疗、手术服务量急剧下降，导致公司医院客户全年销售收入占比有所下降，但仍为医药分销收入的主要来源；零售药店及其他医疗机构销售收入占比基本保持稳定。

**表 3：近年来公司分客户类型医药分销业务收入占比(%)**

经营业态	2018	2019	2020	2021.1~3
等级医院	67.39	67.98	59.89	60.47
商业分销	10.56	8.90	17.34	16.19
零售药店及其他 医疗机构	22.05	23.12	22.53	22.34

注：公司在统计2020年及2021年一季度数据时，“商业分销”业态统计对象由“分销公司”更新为“药品分销业务及器械分销业务”，即增加了二级专业器械公司商业分销收入，因此2020年及2021年一季度商业分销收入占比较之前年度出现明显上升。

资料来源：公司提供

信息化系统和现代物流设施建设方面，2020年

公司对物流设施及信息系统建设累计投入 5.9 亿元，截至年末已建立 5 个枢纽物流中心，38 个省级物流中心，280 个地市级物流网点，39 个县级物流网点，31 个零售物流网点，224 个器械物流网点，总网点数 617 个，拥有超过 298 万平方米的仓储空间。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，有利于公司强化物流运营管理和供应链综合服务能力，为公司向供应链服务深化转型奠定基础，物流配送系统的升级以及信息化水平的提高也将为公司节约成本、提高运营效率。

从产品结构看，公司经销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。2020 年以来公司重点关注产品比重的调整优化，加速对接上游业务资源，强化对带量采购品种和创新药品的承接能力。公司在前三期带量采购相关品种的获取率上亦保持行业领先地位，市场占有率和配送总量显著提升，作为头部企业的竞争优势明显。此外，凭借覆盖全国的销售网络和高质量、高附加值的物流配送服务，公司与国内外众多知名医药公司保持良好的合作关系，2020 年，公司前十大销售品种共实现销售收入 306.96 亿元，占医药分销收入的 7.27%。

**表 4：2020 年公司前十大药品销售情况（亿元）**

药品名称	收入金额
人血白蛋白	57.71
阿托伐他汀钙片	32.63
注射用曲妥珠单抗	29.77
注射用胸腺法新	28.95
注射用 A 型肉毒毒素	28.57
吸入用布地奈德混悬液	28.54
甲磺酸奥希替尼片	25.87
贝伐珠单抗注射液	25.72
硝苯地平控释片	25.11
硫酸氢氯吡格雷片	24.10
<b>合计</b>	<b>306.96</b>

资料来源：公司提供

在完成对中国科学器材有限公司（以下简称“中科器”）收购项目<sup>1</sup>后，2020 年以来，公司持续推动器械分销网络建设和业务模式创新，截至年末，公司器械分销网络地级市覆盖率已增至 76%，加之“药械联动”战略的持续深入，全年医疗器械板块继续保持高速增长，2020 年实现板块收入 894.02 亿元，同比提升 29.02%，板块增长潜力明显。未来公司将持续通过内生增长和外延并购继续扩大网络布局，加快实现等级以上医院有效覆盖，打造面向医疗机构的全国一体化专业服务体系。**中诚信国际关注到**，随着高值耗材带量采购的正式落地，医疗器械分销行业亦将面临经营模式转型，公司器械板块收入和毛利率或将承压，中诚信国际将对行业政策变化及其对公司医疗器械分销业务的影响保持关注。

### **“批零一体”和“全国一体”战略的推进令零售业务收入保持较好增速，完成对成大方圆的收购将补强公司区域市场覆盖能力**

2020 年 7 月，公司间接附属公司国药控股国大药房有限公司（以下简称“国大药房”）与辽宁成大股份有限公司（以下简称“辽宁成大”）签署产权交易合同，以 18.6 亿元收购辽宁成大持有的成大方圆医药集团有限公司（以下简称“成大方圆”）100% 股权。成大方圆是汇集医药零售连锁和物流配送于一体的区域性大型医药流通企业，共有零售药房约 1,500 家，覆盖辽宁、吉林、内蒙古、山东和河北部分重点城市，此次收购将有助于国大药房巩固在医药零售领域龙头地位，扩充优势区域，进一步提升其市场占有率和竞争力。同时，当年公司医药零售板块落实“批零一体”和“全国一体”战略，推行统一的标准化建设和连锁认证体系，同时深化全国采购、物流资源的统筹和协同，推动零售业务的增长，全年医药零售业务实现收入 268.82 亿元，保持了较好的收入增速。公司建立了以国大药房为主的零售药房及 SPS+ 为主体的专业药房，截至 2021 年

<sup>1</sup> 2018 年公司以 51.08 亿元的交易对价通过发行股份收购国药集团持有的中科器 60% 股权，2018 年 10 月中科器纳入公司合并范围。

3 月末，子公司国药控股大药房有限公司的门店覆盖全国 23 个省、直辖市和自治区，直营店和特许经营店分别增至 6,494 家和 1,495 家。

尽管同分销业务相比，公司医药零售业务收入、利润占比均较低，对其整体运营影响较小，但公司零售业务销售规模行业内排名位列第一，亦具备很强的竞争实力。同时零售业务作为战略性板块，依托分销供应链体系优势和医院客户资源，公司积极推动传统零售药店转型升级，持续进行专业化药房网络布局，强化零售终端服务能力和业务覆盖，未来零售业务盈利能力有望进一步提升。

### 未来战略目标明确，在建项目主要为物流中心，未来资本支出较小

公司将抓住医药行业发展契机，在巩固商贸流通网络优势的基础上，挖掘分销和零售、药品和器械的协同能力，探索创新业务领域的发展机遇，推动业务板块的纵向延伸，构建适应行业转型背景下全新竞争格局的供应链服务体系。

截至 2020 年末，公司在建项目主要为各地物流中心，计划总投资 8.97 亿元，预计尚需投资 6.35 亿元，未来资本支出较小。

表 5：截至 2020 年末公司在建项目情况（平方米、万元）

项目名称	建筑面积	计划总投资	截至 2020 年末投资额	2020 年计划投资额	预计完工时间
国药乐仁堂物流中心三期项目	51,224	33,908	8,218	15,000	2021 年 10 月
南阳物流中心项目	16,250	12,798	6,972	2,000	2021 年 10 月
江苏物流中心项目	28,160	17,765	5,934	8,000	2021 年 10 月
内蒙古物流中心项目	11,179	8,192	3,077	3,000	2022 年 1 月
国药山西物流中心二期项目	18,662	8,864	805	4,000	2022 年 3 月
国药乐仁堂秦皇岛物流中心项目	16,113	8,222	1,197	4,000	2022 年 8 月
合计	141,588	89,749	26,203	36,000	--

资料来源：公司提供

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）出具标准无保留意见的 2018~2020 年度审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表。中诚信国际在分析时将公司计入“其他流动负债”的超短期融资券调至短期债务；将“长期应付款”中的应付融资租赁款调整至长期债务。各期财务数据均为审计报告本期数或期末数。

### 收入规模进一步扩大，主营业务盈利能力持续提升，整体盈利能力很强

2020 年，公司药品分销网络进一步扩展，加之器械分销的高速增长，作为公司收入最重要来源的医药分销业务收入提升；在“批零一体”、“全国一体”战略下，医药零售业务收入亦保持较好的增长态势，上述因素使得 2020 年公司营业总收入进一

步扩大。2021 年一季度，公司整体业务规模保持良好增长态势，营业总收入同比增长 27.40%。

受益于毛利率较高的器械分销业务收入的的增长等，2020 年公司医药分销业务毛利率小幅回升；公司零售网络覆盖能力及区域竞争优势的增强亦推动零售业务毛利率稳步提升，但 2021 年一季度，医药分销业务毛利率的下降导致公司整体毛利率小幅下滑。

表 6：近年来公司主营业务收入和毛利率构成（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
医药分销	3,251.98	3,967.34	4,223.56	1,110.50
医药零售	145.62	227.55	268.82	70.60
其他	35.97	42.60	51.62	17.12
其他业务	11.68	15.23	20.15	21.56
<b>营业总收入</b>	<b>3,445.26</b>	<b>4,252.73</b>	<b>4,564.15</b>	<b>1,202.66</b>
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
医药分销	8.28	8.08	8.13	6.67
医药零售	19.91	16.24	17.06	17.52
其他	31.05	30.56	38.40	33.47
<b>营业毛利率</b>	<b>9.18</b>	<b>8.92</b>	<b>8.96</b>	<b>7.67</b>

注：公司其他收入主要包括实验室用品、化学试剂和药品的制造商销售

收入；其他业务收入主要包括原材料销售、咨询服务、经营租赁、零售加盟和进口代理等非主营业务收入。

资料来源：公司提供

2020年，经营规模的扩大，业务的开拓和分销网络扩张等推升销售费用和管理费用，亦使得期间费用增长；融资成本降低和利息收入增加使得公司财务费用有所下降，同时受益于营业总收入实现良好增速，期间费用率呈下降态势。

收入的持续增长推动公司盈利水平持续提升，其中经营性业务利润是公司利润总额最主要来源，2020年保持较好增长带动利润总额的增加，但受新冠肺炎疫情疫情影响，医院客户回款延长等导致公司全年对应收票据及应收账款计提的坏账损失及存货跌价损失等增幅较大，对当期利润有一定影响。2021年一季度，公司利润总额和净利润分别同比增长41.27%和50.90%。

公司EBIT和EBITDA随利润总额和折旧等的增加而增长，EBITDA利润率亦实现小幅提升，且净资产回报率保持在较高水平，公司整体盈利能力很强。

**表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2018	2019	2020	2021.3
销售费用	103.70	125.57	141.42	37.54
管理费用	52.13	65.40	66.48	15.87
财务费用	39.72	29.25	27.04	6.35
期间费用合计	195.54	220.22	234.93	59.75
期间费用率	5.68	5.18	5.15	4.97
经营性业务利润	116.57	153.45	169.02	30.40
资产减值损失	0.53	2.01	4.19	0.17
信用减值损失	--	4.04	7.41	4.62
投资收益	8.66	-9.78	-1.20	1.75
利润总额	122.23	137.74	156.07	27.90
净利润	94.16	106.31	121.05	21.61
EBIT	163.68	172.04	190.24	--
EBITDA	178.11	203.72	226.36	--
EBITDA 利润率	5.17	4.79	4.96	--
净资产回报率	25.87	23.63	22.74	--

注：管理费用含研发费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**业务规模扩大使得公司总资产和总负债持续增加，其中应收账款增速快，对资金形成较大占用，营运资金需求等推升总债务规模，财务杠杆水平有所上**

## 升，以短期债务为主的债务结构有待调整

随着业务规模的扩大及收并购等，公司以流动资产为主的总资产进一步增加，其中货币资金较为充裕，2020年末随经营获现留存及随债务融资规模扩大而有所增加，2021年一季度公司营运资金占用增幅较大，使得3月末货币资金降至381.65亿元，其中100.30亿元作为保证金或三个月以上银行存款使用受限，受限比例为26.28%；2020年在疫情的影响下，医院客户回款速度变慢，加之公司营业总收入增加及保理规模下降，应收账款规模快速增长，但资金回收较有保障，截至当年末，应收账款坏账计提比例为1.71%，公司一年以内的应收账款占比超过95%，2021年一季度新增销量令3月末应收账款进一步增加，对营运资金形成较大占用；公司存货亦稳步增长并保持在较大规模。

公司总负债主要为应付账款、其他应付款和有息债务，其中由于业务规模扩大，未结算采购货款增加使得应付账款持续增长；公司2020年偿付较多保理业务还款，令年末其他应付款下降，但2021年一季度续做保理业务、应付保证金增加等推动该科目有所回升。由于业务规模扩大、经营周转及疫情物资采购需求对资金需求增大，2020年公司增加银行借款融资规模，同时采购使用票据结算增多，共同推升年末公司债务规模；2021年一季度，公司短期借款融资进一步增加，且同期发行较多超短期融资券，亦使得期末总债务增长，公司以短期债务为主的债务结构有待调整。

资产流动性方面，2020年，受医院客户回款速度变慢等影响，公司应收账款与存货周转速度降低，现金周转天数有所上升，但仍处于同行业较好水平，中诚信国际将持续关注公司销售回款及现金周转情况。

**表 8：近年来公司主要周转率指标（次、天）**

	2018	2019	2020
应收账款周转率	4.17	4.12	3.75
存货周转率	9.64	9.96	9.31
应付账款周转率	5.24	5.82	5.61
现金周转天数	55.05	61.54	70.57

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年1月，公司配发新H股募资35.67亿元，加之全年利润积累等，年末公司所有者权益规模进一步增加；同年，公司向股东派发18.72亿元股息。由于总债务和总负债的增幅更大，公司财务杠杆水平整体仍呈现上升趋势，截至2021年3月末，公司资产负债率与总资本化比率分别升至72.08%和54.86%。

**表9：近年来公司主要资产、负债和资本结构情况**  
 (亿元、%)

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	474.88	498.46	602.08	381.65
应收账款	966.01	1,096.15	1,341.20	1,695.12
存货	350.04	425.19	467.03	511.88
总资产	2,356.27	2,697.38	3,110.80	3,309.14
流动资产/总资产	86.69	85.11	85.67	86.33
应付账款	644.85	710.12	786.87	829.63
其他应付款	165.43	249.06	225.65	271.92
短期债务	695.03	732.60	906.24	986.85
总债务	745.22	846.72	1,027.70	1,122.76
总负债	1,671.77	1,926.01	2,209.14	2,385.38
短期债务/总债务	93.26	86.52	88.18	87.90
少数股东权益	255.12	295.79	336.53	346.49
所有者权益合计	684.51	771.37	901.66	923.76
资产负债率	70.95	71.40	71.02	72.08
总资本化比率	52.12	52.33	53.27	54.86

注：中诚信国际将合同资产计入存货。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2020年公司经营获现水平有所下降，同时加大债务融资力度，筹资活动现金流转为净流入；部分偿债指标有所弱化，但仍保持很强的偿债能力

公司通过年底催款及应收账款保理业务促进货款回款，2020年，受新冠肺炎疫情对下游客户回款的不利影响，加之保理业务规模降低等，公司经营获现水平有所下降，但仍实现较大净流入；同期，公司收到长期保证金利息及收回作为担保的银行存款和各类保证金较多，且支付长期保证金规模下降等，使得投资活动现金净流出规模有所下降；2020年新增银行借款及发行H股股票等令筹资活动现金流转为净流入。2021年一季度，受流通行业特性年底回款及公司增大债务融资力度影响，经营活动净现金流为负，同时筹资活动现金流为大幅净

流入态势。

2020年，公司经营获现水平有所下降，EBITDA同比提升，但同期公司增加债务融资规模，债务本息的持续上升令部分偿债指标有所弱化；短期债务的增加亦使得货币等价物/短期债务有所下降，但整体来看，公司仍保持很强的偿债能力。

**表10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	36.54	187.77	111.55	-348.43
投资活动净现金流	-59.08	-67.96	-22.03	3.82
筹资活动净现金流	103.19	-130.85	20.26	133.41
总债务/EBITDA	4.18	4.16	4.54	--
EBITDA利息保障倍数	4.29	5.94	6.62	--
经营活动净现金流/总债务	0.05	0.22	0.11	-1.24*
经营活动净现金流/利息支出	0.88	5.47	3.26	--
货币等价物/短期债务	0.83	0.85	0.79	0.49

注：带\*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从存续债券分布来看，公司2021年共有93亿元债券到期，但其整体融资能力很强，偿债压力较小，中诚信国际将对公司偿债资金安排保持关注。

**表11：截至报告出具日公司本部存续债券到期分布情况（亿元）**

	2021	2022	2023及以后
到期金额	93.00	49.90	37.00

注：假设当期可以赎回/回售的债券全额赎回/回售。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

### 充足的外部授信能够对整体偿债能力提供支持，受限资产规模较小

银行授信方面，截至2021年3月末，公司共获得银行授信总额2,543.53亿元，其中未使用额度为1,459.44亿元，备用流动性充足。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、国药一致是A股、B股上市公司，资本市场融资渠道畅通。同期末，公司对国药股份和国药一致持股比例分别为54.72%和56.06%，上述股权均无质押情况。

或有负债方面，截至2021年3月末，公司无对外担保及重大未决诉讼。

资产抵质押方面，截至2021年3月末，公司受限资产余额为126.27亿元，占总资产的比重为

3.82%；主要为受限货币资金 100.30 亿元、应收账款 21.19 亿元和应收票据 3.27 亿元。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的相关资料，2018~2021 年 4 月 26 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

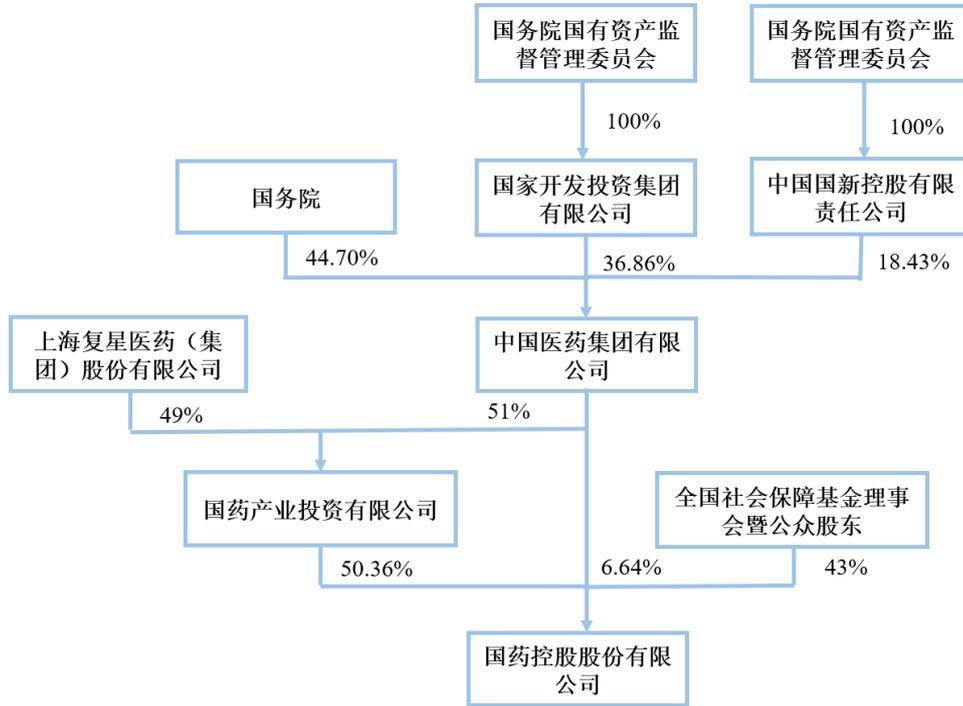
**间接控股股东国药集团在规模、效益和综合实力持续保持中国和亚洲医药行业领先地位，经营实力很强；公司作为国药集团最重要的分销业务平台和收入来源，可获得股东较大支持**

公司间接控股股东国药集团是由国务院国资委直接管理的唯一一家以医药健康产业为主业的中央医药企业，拥有大健康全产业链。2020 年，国药集团营业收入近 5,000 亿元，位列世界 500 强企业榜单第 145 位，在世界 500 强医药企业榜单中位列前 12 位。在规模、效益和综合实力持续保持中国和亚洲医药行业领先地位，经营实力很强。2018 年公司向国药集团收购中科器，成为中科器的控股股东，不仅能够与中科器在营销网络等方面协同发展，共同整合医疗器械相关业务，实现药械联动，亦彰显国药集团对公司较大的支持力度。此外，目前公司作为国药集团最重要的分销业务平台和收入来源，亦是集团未来发展的重要业务板块，股东对公司支持意愿很强。

## 评级结论

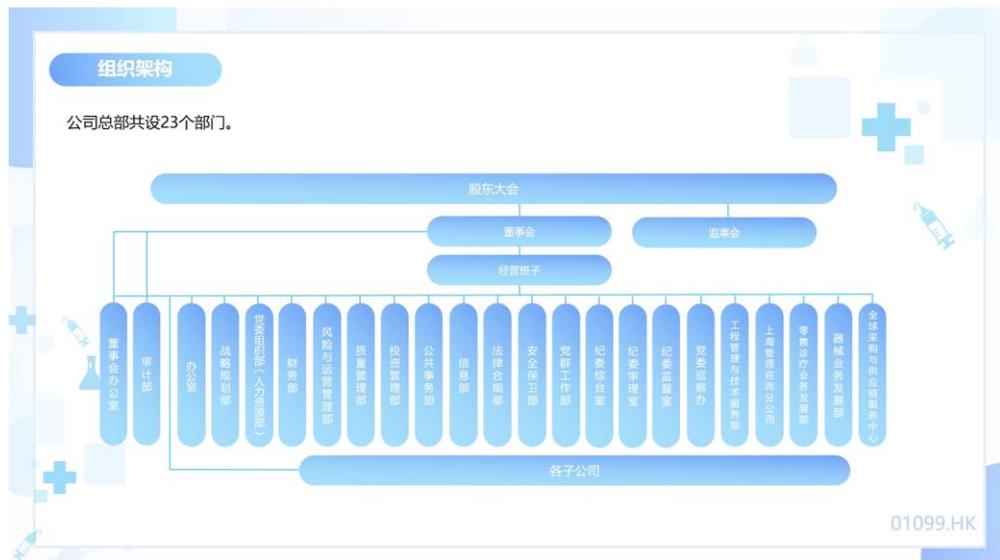
综上所述，中诚信国际维持国药控股股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

### 附一：国药控股股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



公司主要子公司

全称	持股比例 (%)	简称
国药集团药业股份有限公司	54.72	国药股份
国药集团一致药业股份有限公司	56.06	国药一致
国药控股分销中心有限公司	100.00	国控分销公司
国药集团医药物流有限公司	100.00	国药物流



资料来源：公司提供

## 附二：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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	4,748,752.86	4,984,560.01	6,020,795.78	3,816,472.49
应收账款净额	9,660,127.47	10,961,458.82	13,411,998.27	16,951,230.50
其他应收款	465,689.05	504,813.23	487,778.30	649,367.64
存货净额	3,500,352.17	4,251,933.28	4,670,275.97	5,118,846.47
长期投资	706,511.41	782,055.76	847,287.57	864,624.68
固定资产	801,809.16	851,697.50	1,050,581.19	1,039,511.15
在建工程	236,306.62	231,019.84	51,984.70	57,346.29
无形资产	389,090.02	462,609.24	478,086.73	476,782.29
总资产	23,562,727.92	26,973,785.36	31,108,013.89	33,091,424.33
其他应付款	1,654,340.38	2,490,560.63	2,256,454.08	2,719,231.35
短期债务	6,950,264.95	7,325,998.95	9,062,375.21	9,868,524.39
长期债务	501,910.10	1,141,168.57	1,214,639.67	1,359,090.51
总债务	7,452,175.05	8,467,167.52	10,277,014.89	11,227,614.90
净债务	2,703,422.19	3,482,607.51	4,256,219.10	7,411,142.42
总负债	16,717,652.28	19,260,087.31	22,091,399.45	23,853,799.65
费用化利息支出	414,521.69	342,931.93	341,627.60	--
资本化利息支出	651.10	261.86	335.25	--
所有者权益合计	6,845,075.64	7,713,698.05	9,016,614.43	9,237,624.68
营业总收入	34,452,582.07	42,527,272.58	45,641,461.06	12,026,622.75
经营性业务利润	1,165,671.82	1,534,493.80	1,690,187.62	304,031.28
投资收益	86,555.12	-97,826.77	-11,951.37	17,486.15
净利润	941,574.69	1,063,128.23	1,210,470.10	216,077.27
EBIT	1,636,823.98	1,720,353.04	1,902,374.57	--
EBITDA	1,781,130.48	2,037,157.37	2,263,557.31	--
经营活动产生现金净流量	365,373.88	1,877,709.76	1,115,460.93	-3,484,328.40
投资活动产生现金净流量	-590,762.37	-679,596.71	-220,275.93	38,215.46
筹资活动产生现金净流量	1,031,851.96	-1,308,456.59	202,585.22	1,334,102.86
资本支出	340,416.39	257,238.73	208,732.41	37,464.88
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	9.18	8.92	8.96	7.67
期间费用率(%)	5.68	5.18	5.15	4.97
EBITDA 利润率(%)	5.17	4.79	4.96	--
总资产收益率(%)	7.68	6.81	6.55	--
净资产回报率(%)	25.87	23.63	22.74	--
流动比率(X)	1.28	1.29	1.31	1.30
速动比率(X)	1.06	1.05	1.08	1.07
存货周转率(X)	9.64	9.96	9.31	9.08*
应收账款周转率(X)	4.17	4.12	3.75	3.17*
资产负债率(%)	70.95	71.40	71.02	72.08
总资本化比率(%)	52.12	52.33	53.27	54.86
短期债务/总债务(%)	93.26	86.52	88.18	87.90
经营活动净现金流/总债务(X)	0.05	0.22	0.11	-1.24*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.05	0.26	0.12	-1.41*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.88	5.47	3.26	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-4.05	12.07	2.97	--
总债务/EBITDA(X)	4.18	4.16	4.54	--
EBITDA/短期债务(X)	0.26	0.28	0.25	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.29	5.94	6.62	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.94	5.01	5.56	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、中诚信国际在分析时将公司计入“其他流动负债”的超短期融资券调至短期债务，将“长期应付款”中的应付融资租赁款调整至长期债务；3、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用；将信用减值损失计入资产减值损失；4、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产回报率	=EBIT/净资产平均余额
现金流	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	流动比率	=流动资产/流动负债
偿债能力	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	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 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。