

信用等级公告

联合[2015] 1956 号

联合资信评估有限公司通过对广州医药有限公司 2015 年度第一期短期融资券的信用状况进行综合分析和评估，确定

广州医药有限公司
2015 年度第一期短期融资券的信用等级为
A-1

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年九月六日



广州医药有限公司

2015 年度第一期短期融资券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期短期融资券信用等级: A-1

本期短期融资券发行额度: 4 亿元

本期短期融资券期限: 366 天

偿还方式: 到期一次还本付息

发行目的: 归还银行贷款

评级时间: 2015 年 9 月 6 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
现金类资产(亿元)	11.18	16.19	17.29	14.31
资产总额(亿元)	77.71	97.77	122.51	125.31
所有者权益(亿元)	19.10	21.17	23.15	24.47
短期债务(亿元)	31.57	43.81	60.13	45.60
全部债务(亿元)	31.57	43.81	60.13	45.60
营业收入(亿元)	193.33	228.43	262.39	145.19
利润总额(亿元)	2.31	2.65	2.90	1.73
EBITDA(亿元)	3.77	4.47	5.43	--
经营性净现金流(亿元)	0.15	1.95	0.87	-5.17
净资产收益率(%)	8.86	9.01	8.95	--
资产负债率(%)	75.42	78.35	81.10	80.47
速动比率(%)	92.51	93.53	91.72	95.42
EBITDA 利息倍数(倍)	3.02	2.86	2.47	--
经营现金流流动负债比(%)	0.25	2.54	0.88	--

现金偿债倍数(倍) 2.79 4.05 4.32 4.77

注: 2015 年上半年财务数据未经审计; 现金类资产已剔除受限货币资金; 2013 年公司其他流动负债中的有息债务已计入短期债务。

分析师

荣毅 谭心远

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

经联合资信评估有限公司 (“联合资信”) 评定, 广州医药有限公司 (简称 “公司”) 拟发行的 2015 年度第一期短期融资券的信用等级为 A-1。基于对公司主体长期信用状况以及本期短期融资券偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期短期融资券到期不能偿还的风险低, 安全性高。

优势

1. 公司是作为中国华南地区医药流通行业的龙头企业, 业务经营规模大, 渠道优势突出, 区域市场份额高, 区域竞争优势明显。
2. 公司现金类资产及经营活动现金流入量对本期短期融资券覆盖程度高。

关注

1. 医药流通行业竞争激烈, 行业毛利率水平普遍较低。
2. 近年来, 公司应收账款增长较快, 规模较大, 一定程度上占用运营资金。
3. 目前公司应收账款和存货占比大, 资产流动性一般; 负债水平高。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与广州医药有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与广州医药有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因广州医药有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由广州医药有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、广州医药有限公司 2015 年度第一期短期融资券信用等级自本期短期融资券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

广州医药有限公司（以下简称“公司”或“广州医药”）原为广州医药集团有限公司（以下简称“广药集团”）下属公司，成立于1951年1月1日。1997年经广州市国有资产管理局批准，广药集团将其在下属的11家企业（包括广州医药）中享有的权益纳入股份制改造范围，设立广州药业股份有限公司（以下简称“广州药业”，香港H股、上海A股上市），广州药业持有公司的全部股权。2001年12月21日，公司改制成为有限责任公司，改制后注册资本为人民币22200万元，持股比例为：广州药业持股90.09%、广州敬修堂（药业）股份有限公司3.919%、广州潘高寿药业股份有限公司3.919%、冯赞胜等三十三位自然人2.072%。2007年1月27日，广州敬修堂（药业）股份有限公司、广州潘高寿药业股份有限公司及33名自然人与欧洲联合博姿有限公司（以下简称“联合博姿”）下属联合美华有限公司（以下简称“联合美华”）签订《广州医药有限公司出资额转让合同》。根据合同，联合美华受让广州敬修堂（药业）股份有限公司、广州潘高寿药业股份有限公司及33名自然人持有公司的股权，再单方增资至与广州药业持相同的股权，并成立新的合资公司，公司变更为中外合资有限责任公司，注册资本增加至人民币40000万元。2008年1月28日，上述股权转让及增资行为已完成，公司股东变更为广州药业和联合美华，双方分别持有公司50%的股权。2011年6月27日，公司股东合计增资人民币30000万元，公司注册资本增加至人民币70000万元，其中：广州药业以人民币15000万元出资，联合美华以英镑1454.79万出资（折合人民币15000万元），2011年8月5日增资行为完成。2013年5月，广药集团通过广州药业换股吸收合并白云山并向广药集团发行股份购买资产的方式实现医药主业资产的整体上市，新上市公司更名为“广州白云山医药集团股份有限公司”（以下简称“广州白云山”）。截至2015

年6月底，公司注册资本70000.00万元，广州白云山和联合美华各持有公司50%股权。公司实际控制人为广药集团和Walgreens Boots Alliance（见附件1-1）。

公司主营业务为药品、生物制品、保健食品、医疗器械等的批发、零售及进出口等业务。

截至2015年6月底，公司本部设有16个部门（见附件1-2），合并范围内全资和控股子公司18家。截至2015年6月底，公司共有员工1446人。

截至2014年底，公司（合并）资产总额122.51亿元，所有者权益合计23.15亿元（其中少数股东权益2.04亿元）；2014年，公司实现营业收入262.39亿元，利润总额2.90亿元。

截至2015年6月底，公司（合并）资产总额125.31亿元，所有者权益合计24.47亿元（其中少数股东权益2.12亿元）；2015年1~6月，公司实现营业收入145.19亿元，利润总额1.73亿元。公司注册地址：广州市荔湾区大同路97-103号；法定代表人：John Kallend。

二、本期短期融资券概况

公司2015年计划注册短期融资券8亿元，其中本期计划发行2015年第一期短期融资券（以下简称“本期短期融资券”），期限366天，额度为4亿元，将全部用于偿还银行贷款。

本期短期融资券无担保。

三、主体长期信用状况

公司作为目前中国医药流通领域最大的中外合资企业，拥有齐全的经营门类和品种，具备完善的经营网络，是华南区域医药流通龙头企业。

公司与上游国内外知名药品生产企业和供货商建立了长期稳定的供求关系，采购渠道畅通。为了降低采购成本，控制产品质量，公司实行集中采购管理模式。公司是行业内首家建

立现代药品物流中心的公司，并且在业内首次引入自动分拣技术。公司主要销售区域为华南地区，主要以西药销售为主，医院客户是公司主要的收入和利润来源。总体看，公司经营规模大，上游厂商和下游客户资源较为丰富，物流配送体系先进，质量管理体系健全，区域市场份额高。

目前，公司法人治理结构完善，内部管控力度大，管理水平较高。

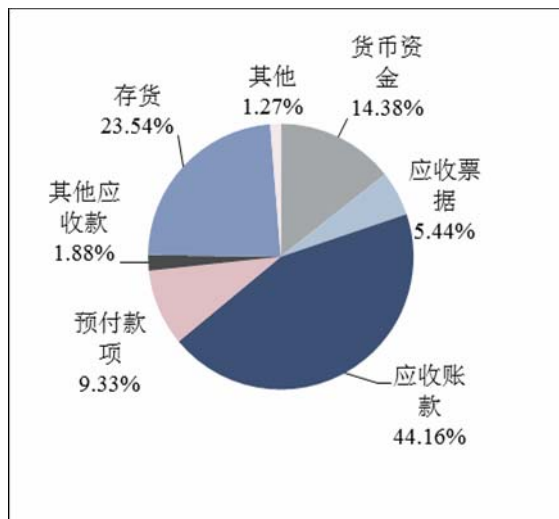
近三年，公司资产规模和营业收入稳步增长，分别年均复合增长 25.56% 和 16.50%，截至 2014 年底，公司资产总额 122.51 亿元，实现营业收入 262.39 亿元。公司资产以流动资产为主，应收款项和存货占比较大，资产流动性一般；负债水平高；近年来公司收入利润规模稳步增长，但盈利能力较低；短期偿债能力较强。总体看，公司发展前景良好，整体信用风险较低。

经联合资信评定，公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。

四、主体短期信用分析

1. 资产流动性

图 1 截至 2014 年底流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司资产总额快速增长，年均复合变动率为 25.56%。截至 2014 年底，

公司资产总额 122.51 亿元，同比增长 25.30%，其中流动资产占 97.12%，非流动资产占 2.88%。公司资产以流动资产为主，符合行业特点。

2012~2014 年，公司流动资产年均复合增长 25.73%。截至 2014 年底，公司流动资产 118.98 亿元，较上年底增长 26.09%。流动资产构成以货币资金（占 14.38%）、应收票据（占 5.44%）、应收账款（占 44.16%）、预付款项（占 9.33%）和存货（占 23.54%）为主。

2012~2014 年，公司货币资金快速增长，年均复合变动率为 35.61%。截至 2014 年底，公司货币资金 17.10 亿元，同比增长 33.85%，其中所有权受到限制的货币资金占 36.78%，占比较高。

2012~2014 年，公司应收票据波动增长，年均复合变动率为 18.95%。截至 2014 年底为 6.48 亿元，同比下降 1.06%，主要由银行承兑汇票和商业承兑汇票构成，分别占 31.17% 和 68.83%，均为一年内到期。

2012~2014 年，随着公司业务规模的扩大及医院客户占比的增加，公司应收账款快速增长，年复合变动率为 25.30%。截至 2014 年底，公司应收账款净额为 52.54 亿元，同比增长 22.34%；主要为应收客户货款，其中账龄在 1 年以内的占 98.81%；综合计提比例为 1.13%，计提比例较低；前五名集中度为 6.05%，每家账面余额障壁不超过 1.50%。总体看，近年来，公司应收账款增长较快，规模较大，一定程度占用公司运营资金；构成以医院客户为主，整体账龄短、集中度低，风险较小。

表 1 2014 年底公司应收账款前五位情况

（单位：万元、%）

客户名称	账面余额	占比
中山大学附属第三医院	7436.00	1.42%
广东省第二人民医院	6900.00	1.31%
北京科园信海医药经营有限公司	6014.00	1.14%
华润广东医药有限公司	5818.00	1.11%
梅州市人民医院	5593.00	1.06%
合计	31761.00	6.05%

资料来源：公司提供

近三年，公司预付款项快速增长，年复合变动率为 51.93%。截至 2014 年底，公司预付款项 11.10 亿元，同比大幅增长 65.97%，主要为预付货款，公司预付款项账龄在 1 年以内的占 99.73%。

近三年，公司其他应收款快速增长，年复合变动率为 101.96%。截至 2014 年，公司其他应收款为 2.24 亿元，同比增长 119.50%，主要由关联方往来款构成，账龄主要在一年以内（占 77.43%），综合计提比例为 0.88%。

2012~2014 年，公司存货快速增长，年复合变动率为 15.20%。截至 2014 年底，公司存货净额 28.01 亿元，同比增长 22.99%；公司存货全部为库存商品。2014 年底，公司对库存商品计提存货跌价准备 815.47 万元，综合计提比例为 0.28%，计提比例偏低，有一定存货跌价风险。

近三年，公司其他流动资产保持相对稳定，分别为 1.46 亿元、1.61 亿元和 1.52 亿元，由留抵增值税构成。

截至 2015 年 6 月底，公司资产总额 125.31 亿元，同比增长 2.28%。资产构成与 2014 年底相比变化不大，其中流动资产合计占 97.20%，非流动资产合计占 2.80%。流动资产构成中，仍以应收账款、存货和货币资金为主。

总体看，近年来公司资产规模稳步增长，资产构成以流动资产为主。流动资产中，应收款项和存货占比大，应收款项账龄短，存货计提比例偏低，非流动资产中，以固定资产、无形资产和商誉为主。总体看，公司资产流动性尚可，整体资产质量一般。

2. 现金流量

从经营活动看，近年来公司经营活动现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金，经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金。2012~2014 年，公司经营活动现金流入量持续增长，分别为 222.17 亿元、258.56 亿元和 300.01 亿元；同期，经营活动现金流量

净额分别为 0.15 亿元、1.95 亿元和 0.87 亿元，有所波动。2012~2014 年，公司现金收入分别比为 114.92%、113.19%和 114.34%，收入实现质量较好。

从投资活动看，2012~2014 年公司投资活动产生的现金流量规模较小，表现为净流出，投资活动产生的现金流量净额分别为-0.28 亿元、-0.92 亿元和-0.35 亿元。其中，近三年公司投资活动现金流入量分别为 0.15 亿元、0.25 亿元和 0.29 亿元；投资活动现金流出量分别为 0.43 亿元、1.18 亿元和 0.64 亿元。

从筹资活动看，近年来公司筹资活动现金流入主要依靠取得借款收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金；公司筹资活动现金流出主要是偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金。公司收到与支付其他与筹资活动有关的现金主要是司库资金调拨归集的流入流出；支付其他与筹资活动有关的现金主要是关联公司往来款。2012~2014 年，公司的筹资活动产生的现金流净额分别为 1.29 亿元、2.03 亿元和 0.65 亿元，均能覆盖筹资前产生的现金流缺口。

2015 年 1~6 月，公司经营活动现金流量净额为-5.17 亿元，同期现金收入比为 105.83%。投资活动产生的现金流净额为-0.54 亿元。公司筹资活动现金流量净额为 0.29 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入量规模大，现金收入实现质量较好，但经营活动现金流净额有所波动，投资活动表现为净流出，存在一定的对外融资需求。

3. 短期偿债能力

从短期偿债指标看，2012~2014 年，公司流动比率持续下降，速动比率波动下降，三年加权平均值分别为 122.67%和 92.42%，2014 年底分别为 119.96%和 91.72%；2015 年 6 月底分别为 120.97%和 95.42%，指标良好；近三年经营现金流动负债比波动增长，分别为 0.25%、2.54%和 0.88%。考虑到经营现金流入量规模

大，公司短期偿债能力较强。

五、本期短期融资券偿债能力

本期短期融资券发行额度为4亿元，占公司2015年6月底短期债务和全部债务的8.77%，对整体债务规模影响不大。

2015年6月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为80.47%和65.08%。不考虑其他因素，预计本期短期融资券发行后，上述两项指标将分别升至81.07%和66.96%。考虑到本期短期融资券将用于置换银行贷款，实际债务负担将低于模拟值。

2012~2015年6月，公司现金类资产（剔除受限货币资金）对本期发行额度的覆盖倍数分别为2.79倍、4.05倍、4.32倍和4.77倍；现金类资产对本期短期融资券的覆盖程度高。

2012~2014年，公司经营活动现金流入量分别为本期短期融资券发行额度的55.55倍、64.64倍和75.03倍。同期，公司经营活动现金流量净额对本期短期融资券的覆盖倍数有所波动，三年分别为0.04倍、0.49倍和0.22倍。公司经营性现金流入量对本期短期融资券的覆盖程度高。

截至2015年6月底，公司无对外担保。

公司与各家银行保持着密切的合作关系，截至2015年6月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量（保函票据授信）为119.58亿元，尚未使用的额度为55.31亿元。总体看，公司间接融资渠道较为畅通。

六、结论

公司是中国华南地区医药流通行业的龙头企业，业务经营规模大，渠道优势突出，区域市场份额高，区域竞争优势明显，主体信用风险较低。公司资产和收入规模稳定增长，现金类资产充裕，应收款项和存货占比重大，资产流动性一般；债务构成全部为短期债务；经营

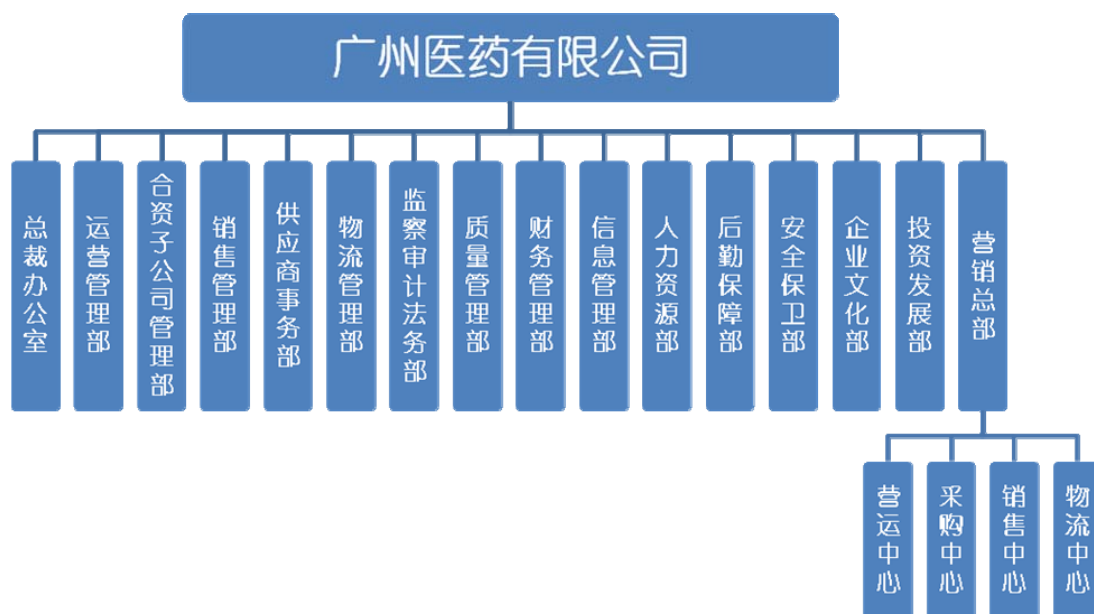
性现金流入量规模较大，现金类资产及经营活动现金流入量对本期短期融资券覆盖程度高。

综合分析，公司对于本期短期融资券具有很强的偿还能力，本期短期融资券到期不能偿付的风险低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.18	16.19	17.29	14.31
资产总额(亿元)	77.71	97.77	122.51	125.31
所有者权益(亿元)	19.10	21.17	23.15	24.47
短期债务(亿元)	31.57	43.81	60.13	45.60
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(亿元)	31.57	43.81	60.13	45.60
营业收入(亿元)	193.33	228.43	262.39	145.19
利润总额(亿元)	2.31	2.65	2.90	1.73
EBITDA(亿元)	3.77	4.47	5.43	--
经营性净现金流(亿元)	0.15	1.95	0.87	-5.17
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.08	5.22	4.84	8.78
存货周转次数(次)	8.70	9.88	9.79	20.53
总资产周转次数(次)	2.49	2.60	2.38	4.69
现金收入比(%)	114.92	113.19	114.34	105.83
营业利润率(%)	4.96	5.06	5.21	4.95
总资本收益率(%)	5.81	5.43	5.13	7.54
净资产收益率(%)	8.86	9.01	8.95	21.58
长期债务资本化比率(%)	--	--	--	--
全部债务资本化比率(%)	62.30	66.92	72.20	65.08
资产负债率(%)	75.42	78.35	81.10	80.47
流动比率(%)	128.55	123.28	119.96	120.97
速动比率(%)	92.51	93.53	91.72	95.42
经营现金流流动负债比(%)	0.25	2.54	0.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.02	2.86	2.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.37	9.58	11.08	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	55.55	64.64	75.03	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.04	0.49	0.22	--
现金偿债倍数(倍)	2.79	4.05	4.32	4.77

注：公司 2015 年上半年财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限货币资金；公司其他流动负债中的有息债务已计入短期债务。

附件3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期短期融资券偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期短期融资券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额
现金偿债倍数	现金类资产/本期短期融资券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

联合资信评估有限公司关于 广州医药有限公司 2015 年度第一期短期融资券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期短期融资券存续期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

广州医药有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。广州医药有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注广州医药有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现广州医药有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期短期融资券的信用等级。

如广州医药有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如本期短期融资券信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送广州医药有限公司、主管部门、交易机构等。

