

固定收益研究/深度研究

2019年05月27日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

李铭一
联系人 limingyi@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究：活跃券现象解密》2019.04
- 2《固定收益研究：政策筑底，建工民企信用价值挖掘》2019.04
- 3《固定收益研究：海云横处是千山》2019.04

政策落地，信用投资价值可期

医药流通行业信用分析报告

核心观点

到2018年末，“两票制”等重要医药流通行业政策基本落地，从数据看2018年也是行业内集中的并购整合期。2018年行业主体整体盈利波动不大，下游医院客户和应收款项资质整体较好，部分民企营运效率和自由现金流有所改善。虽然整体债务负担仍较重，但是主体的流动性压力更多来自业务盈利偏弱以及扩张期的资金链压力，建议更多关注流通行业资源向龙头整合集中的中长期趋势、信贷和一级发行边际改善、银行系统认可度的提升，可考虑适当下沉资质，寻求中短久期确定性相对较高的信用债预期差机会。

行业政策调整大范围落地，行业内整合达到峰值

2017、2018年，包括“两票制”、取消药品加成、处方外流、“4+7”带量采购等重要医药流通行业政策发布或落地，下游医药盈利和现金流压力增大并不可避免向中游转移。目前行业呈“3+N”竞争格局，集中度仍有提升空间，行业内整合在2018年达到峰值。

关注高附加值业务对总体盈利的拉动作用及商誉减值风险

单纯药品批发流通技术含量低、壁垒弱、受上下游挤压压力大，盈利能力一般较弱，对于有制药、药品零售、器械配送等毛利率相对更高业务的发展主体，其业务布局相对更有竞争力，总体毛利率将受到一定拉动。此外，民企业务区域分布相对集中，一定程度反映企业在该地区有更强的市场竞争力。2018年发债主体盈利能力整体变动不大，但部分主体商誉规模偏大而减值计提有限，后续仍需关注商誉减值风险。

部分民企净营业周期缩短，自由现金流有所改善

医药流通主体客户以医院为主，应收账款账期较短、资质尚可。2018年来部分民企净营业周期缩短，反映在加快应收款项周转、加快存货周转、拉长应付款项周期某些方面有所改善。区域性药品批发国企对域内下游客户话语权相对较强，而药品零售企业对上游供应商的话语权相对更强。现金流方面，行业内主体投资活动现金流出普遍扩大，但是民企经营和自由现金流多有改善，可能有主动加快资金回笼的原因。

整体偿债能力仍偏弱，关注供应链金融应用对资产的盘活帮助

大部分医药流通发债主体负债率偏高，短期流动性储备有限，且由于业务本身盈利能力偏弱，成本端压力上行，部分民营批发企业发债指标有小幅弱化，债务长期周转方面普遍存在压力。近期部分主体与银行合作开展供应链金融业务合作已有一定成果，未来若继续落地推广有望较大程度改善供应链占款，并降低民企综合融资成本。

建议关注行业整合及融资环境边际改善，适当下沉资质寻找机会

医药流通行业下游客户以大型医院为主，应收账款资质整体较好，所以业内主体的流动性压力更多是来自流通业务本身较弱的盈利能力以及扩张期普遍存在的产业链资金占用压力，近期主体营运效率和经营获现有所改善，伴随政策落地后续并购投资支出动力也有望减弱。目前业内主体债务负担仍较重，且市场对民企认可度较低，建议更多关注医药流通行业资源向龙头整合集中的中长期趋势、信贷和一级发行边际改善、银行系统认可度的提升，可考虑适当下沉资质寻求中短久期确定性相对较高的信用债预期差机会。

风险提示：药品招标价格大幅下降风险；融资成本上行风险。

正文目录

医药流通行业政策大范围落地，行业整合达到峰值	4
2017-2018年医改政策及影响大面积落地	4
行业增速放缓，内部整合在2018年出现高峰	5
医药流通发债主体信用资质对比分析	7
业务竞争力差异主要体现在高附加值业务比例和区域竞争优势	7
发债主体国企民企参半	7
业务均以医药销售为主，制药、器械、零售等盈利能力相对更高	7
部分民企区域竞争力较强，高比例调拨业务稳定性需关注	8
财务分析：部分营业周期缩短，整体偿债能力偏弱	9
盈利能力波动不大，关注资产减值风险	9
多数主体客户质量较好，坏账和存货跌价风险可控	10
关注资产运营效率指标的边际变化	11
投资活动现金流出普遍扩大，部分民企经营和自由现金流有所好转	12
整体债务负担较重，民企偿债能力偏弱	13
融资成本上行，关注外部融资环境的边际改善迹象	13
医药流通信用债梳理及投资建议	15
医药流通信用债：民企利差居高，但行业融资环境有所改善	15
投资建议	16
风险提示：	16

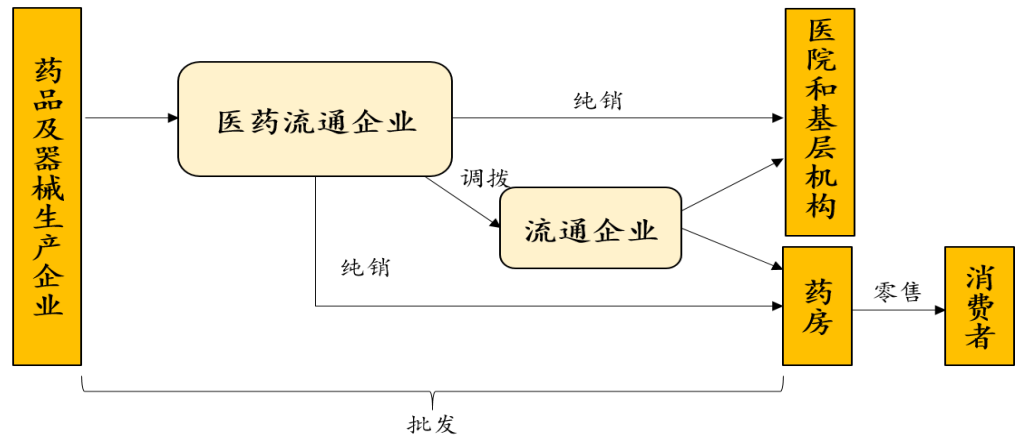
图表目录

图表 1: 医药流通产业链示意图	4
图表 2: “两票制”政策推进落地情况	4
图表 3: 其他重要医改政策推进情况	5
图表 4: 药品流通行业销售增速放缓, 纯销占比继续提高	5
图表 5: 2017 年主营业务收入 200 亿元以上药品流通企业情况	6
图表 6: 药品流通行业集中度逐渐上行	6
图表 7: 2018 年 SW 医药商业行业总资产增速超过净利润增速	6
图表 8: SW 医药商业行业投资现金流出继续扩大	6
图表 9: 医药流通发债主体基本情况 (亿元)	7
图表 10: 2018 年医药流通发债主体业务构成及细分盈利能力情况	8
图表 11: 2018 年发债主体注册地、业务分布、纯销占比情况	8
图表 12: 2018 年调拨业务 (下游医药批发商) 在九州通收入仍占较大比例	9
图表 13: 医药行业发债主体盈利能力对比	9
图表 14: 2018 年医药流通主体利润结构与减值损失情况 (亿元)	10
图表 15: 截至 2018 年末医药流通主体资产质量分析	10
图表 16: 医药流通主体资产运营效率情况 (次、天)	11
图表 17: 2018 年医药流通主体上下游资金占用能力对比	12
图表 18: 医药流通主体经营、投资现金流及自由现金流情况	12
图表 19: 医药流通主体负债率及偿债能力情况对比	13
图表 20: 2018 年医药流通主体财务费用率普遍上行	14
图表 21: 瑞康医药与建设银行供应链金融合作示意图	14
图表 22: 医药流通发债主体存量债情况 (亿元)	15
图表 23: 医药流通主体存量债估值和超额利差分布情况	15
图表 24: 医药流通主体外部融资有所好转 (亿元)	16

医药流通行业政策大范围落地，行业整合达到峰值

医药流通企业位于医药产业链中间位置，上游是药品及器械生产商，下游是医院、药房及基层医疗机构。医药流通企业商业模式主要分批发和药品零售两大类，药品零售是各地药房将药品销售给终端消费者，批发指流通企业将药品或器械批量配送至医院和基层机构。批发又可分成纯销和调拨两类，其中纯销是由流通企业直接配送给终端医院，对应的调拨是医药流通企业间的销售和配送行为。

图表1：医药流通产业链示意图



资料来源：国药控股募集说明书、《2017年药品流通行业运行统计分析报告》，华泰证券研究所

2017-2018年医改政策及影响大面积落地

2018年“两票制”在全国范围内落地。“两票制”是指从药厂到流通企业开一次发票、从流通企业到医疗机构开一次发票，替代此前的“七票”、“八票”甚至更多，减少药品流通环节和附加成本以降低药品销售价格。该项政策最早于2014年在福建省开始试点，到2017年在全国范围内加速推进，到2018年末全国各省、自治区、直辖市绝大部分已经落地“两票制”政策。医药流通企业调拨业务无疑将受到政策较大冲击，此前调拨业务较易做大业务规模，同时由于医院处于消费终端地位强势，药品销售给流通企业利润偏低但是回款情况相对更好，预计这部分业务受政策影响将逐步萎缩，中游缺少供应商和医院资源的弱竞争力流通企业生产压力较大，大型流通企业有望强者更强。

图表2：“两票制”政策推进落地情况

主题	日期	部门/省份	文件	相关内容
两票制	201406	福建	《福建省2014年医疗机构药品集中采购实施意见》	两票制试点，取消先前分片区配送模式，实行全省统一配送，严格实行“两票制”政策
	201604	国务院	《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》	明确提出在再综合医改试点省份、和公立医院综合改革试点城市推行“两票制”，全国“两票制”改革拉开帷幕
	201610	安徽	《安徽省公立医疗机构药品采购推行“两票制”实施意见》	安徽公立医院药品采购推行“两票制”
	201701	八部委	《印发关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》	明确公立医疗机构药品采购中逐步推行“两票制”，鼓励其他医疗机构药品采购中推行“两票制”，争取到2018年全面推开
	201710	西藏	《西藏自治区药品集中采购“两票制”实施办法》	西藏公布两票制实施办法，所有省、自治区、直辖市均已公布具体实施办法
	201803	六部委	《关于巩固破除以药补医成果持续深化公立医院综合改革的通知》	强调全面落实、落地药品两票制
	201806	甘肃	《甘肃省关于进一步巩固破除以药补医成果持续深化公立医院综合改革的实施意见》	“两票制”推行至二级及以上公立医院

资料来源：政府官方网站、新华网、上海阳光医药采购网、中国医药创新促进会网站，华泰证券研究所

取消药品加成等政策或迫使医院向中游转移流动性压力。除“两票制”外，近年国家层面逐渐推进落地取消药品加成、医院处方药外流等政策，取消药品加成是为杜绝医院“以药养医”、减轻患者治疗成本，处方药外流政策是指门诊患者可以自主选择在医疗机构或零售药店购药，2018年四季度《4+7城市药品集中采购文件》出台也是为降低药品采购价格。整体上，我们认为未来终端医院盈利情况将受到一定负面影响，但是大中医院相对中游众多流通企业多处于较强势地位，盈利下降和现金流压力或向中游转移。考虑到民企相对国企融资环境较差，医院端的压力也或将迫使中游企业加速整合，行业内竞争的长期趋势将向国企和有客户及药厂资源的大型民企转变。

图表3：其他重要医改政策推进情况

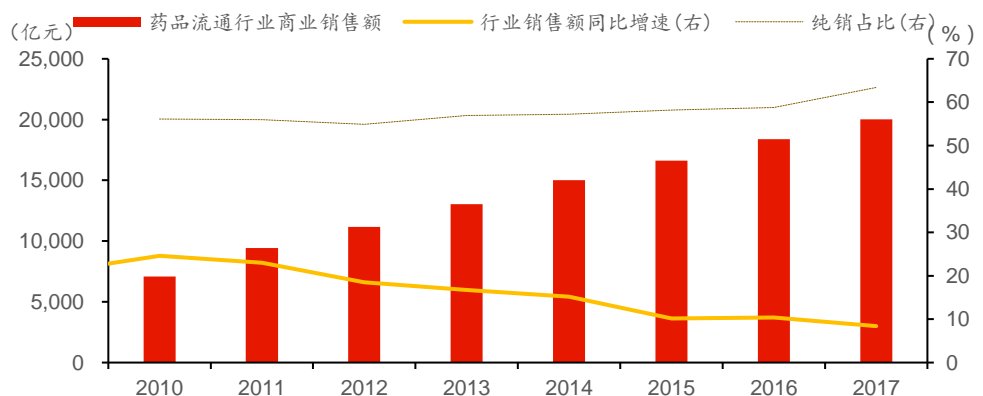
主题	日期	部门/省份	文件	相关内容
取消药品加成	201204	国务院	《深化医药卫生体制改革 2012 年主要工作安排》	声明公立医院改革将取消药品加成
	201505	国务院	《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	力争在 2017 年将试点城市公立医院药占比(不含中药饮片)总体降到 30%左右
	201611	国务院	《国务院深化医药卫生体制改革领导小组关于进一步推广深化医药卫生体制改革经验的若干意见》	要求所有公立医院取消药品加成
	201704	七部委	《关于全面推开公立医院综合改革工作的通知》	2017 年 9 月底前所有公立医院全部取消药品加成，2017 年底前 4 批试点城市公立医院药占比(不含中药饮片)总体下降到 30%
处方外流	201702	国务院	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	门诊患者可以自主选择在医疗机构或零售药店购药，医疗机构不得限制门诊患者凭处方到零售药店购药
	201803	天津市场和监督质量管理委员会	市市场监管委关于零售药店试行凭电子处方销售处方药的通知	试行凭电子处方销售处方药
	201811	国家卫健委、中医药管理局	《关于加快药学服务高质量发展的意见》	公立医院不得承包、出租药房，不得向盈利性企业托管药房
	201812	重庆市人民政府	《重庆市加快“互联网+医疗健康”发展行动计划(2018—2020年)的通知》	2019 年，探索建立电子处方信息共享流转机制，零售药店试行凭电子处方销售处方药
带量采购	201811	联合采购办公室	《4+7 城市药品集中采购文件》	确定了 31 个采购品种和约定采购量。带量采购可以通过企业间的市场化竞价，起到以量换价的作用，降低采购药品的价格

资料来源：政府官方网站、新华网、上海阳光医药采购网、中国医药创新促进会网站，华泰证券研究所

行业增速放缓，内部整合在 2018 年出现高峰

行业销售增速放缓，纯销占比持续提高。根据商务部统计数据，2017 年药品流通行业商业销售额 2.0 万亿元、同比增长 8.4%，自 2010 年增速下滑以来再创低谷，行业发展成熟扩容放缓。2017 年纯销收入占比 63.40%、同比增加 4.6 个百分点，增速同比有较大提高，“两票制”背景下未来持续提升趋势明显。

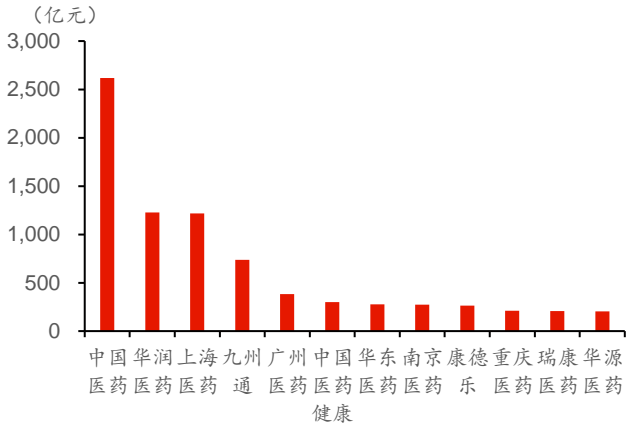
图表4：药品流通行业销售增速放缓，纯销占比继续提高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

全国龙头和区域龙头并存，行业整体集中度尚可。从收入看过千亿主体中国医药、华润医药、上海医药均是全国性的流通企业，包括收入在500-1000亿元的九州通也是全国性流通企业。而规模相对小些的流通企业中，如广州医药、华东医药、南京医药、瑞康医药分别立足华南、华东、江苏、山东，主要依托与当地医院多年密切合作关系，业务布局有明显区域性特点。规模以上流通企业中，CR3、CR10、CR100分别为41.6%、59.5%、88.4%，考虑2018年行业内整合仍在推进，行业集中度有望继续提高。

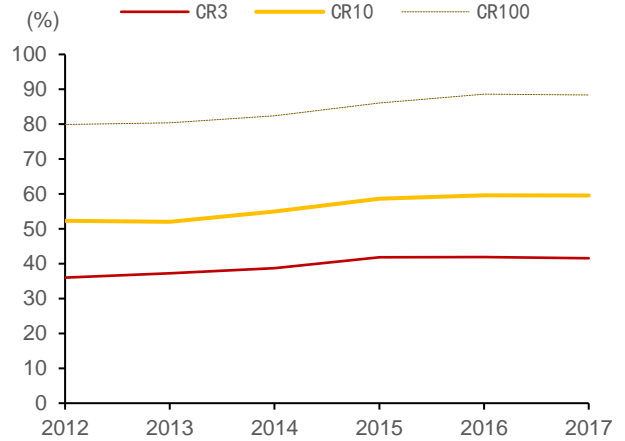
图表5：2017年主营业务收入200亿元以上药品流通企业情况



注：仅包括医药商业行业数据；

资料来源：《2017年药品流通行业运行统计分析报告》，华泰证券研究所

图表6：药品流通行业集中度逐渐上行

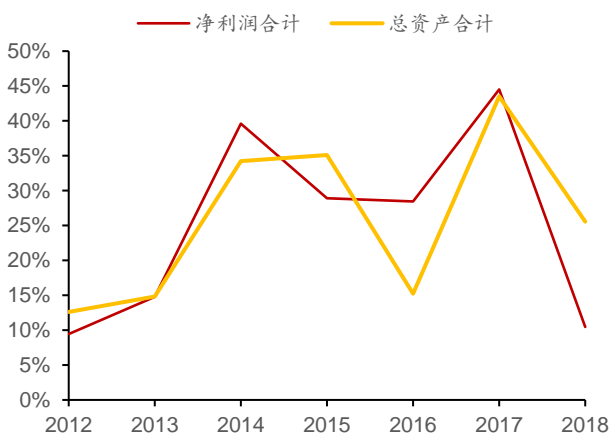


注：数据是头部企业在规模以上流通企业中的占比

资料来源：商务部，华泰证券研究所

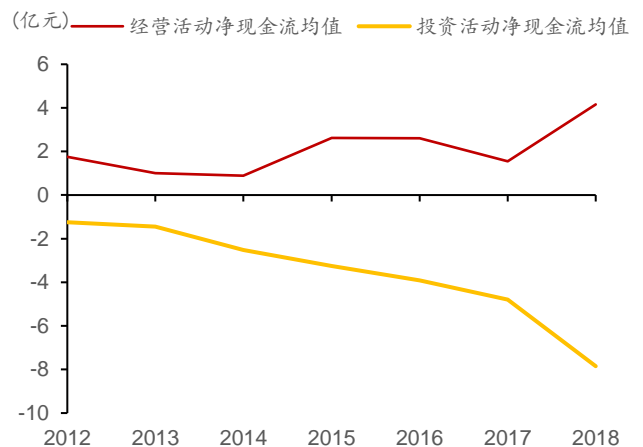
申万医药商业行业趋势扩张，投资整合在2018达到高峰。从资产和利润增速情况看，2018年申万医药商业行业总净利润同比增长10.48%，增速为2013年以来最低值，行业总资产同比增速25.56%显著高于净利润增速，外延扩张特点明显。从平均现金流情况看，2018年行业经营活动净现金流有所好转，但是投资活动现金流净流出大幅增长，达到2012年以来峰值。结合2017年以来的行业政策背景，我们认为医药商业行业在2018年的大幅扩张主要是行业内部公司并购整合的缘故，后续整合进展及业内主体扩张动向仍需关注。

图表7：2018年SW医药商业行业总资产增速超过净利润增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：SW医药商业行业投资现金流出继续扩大



资料来源：Wind，华泰证券研究所

医药流通发债主体信用资质对比分析

由于药品流通业务处于产业链中游且相对上下游话语权普遍较弱，所以对该行业主体的业务分析我们主要关注其业务模式及细分业务的附加值情况，以及企业区域、客户分布及其竞争力情况。财务分析部分，我们分盈利能力、资产质量、营运效率及对上下游话语权、现金流量、偿债能力及融资成本六个部分加以对比分析。

业务竞争力差异主要体现在高附加值业务比例和区域竞争优势

发债主体国企民企参半

本文选择包括国药控股、上海医药、九州通等在内共 10 家医药流通发债主体作为研究对象，其中央企为国药控股一家、地方国企三家、民营企业六家。10 家企业均是 A 股或港股上市公司，除国药控股、上海医药两家 AAA 评级主体外，其他评级均在 AA+ 或 AA，展望均为稳定。

图表9：医药流通发债主体基本情况（亿元）

企业名称	简称	企业属性	是否上市	主体评级	展望	总资产
国药控股股份有限公司	国药控股	中央国有企业	1099. HK	AAA	稳定	2356.27
上海医药集团股份有限公司	上海医药	地方国有企业	2607. HK、601607. HK	AAA	稳定	1268.79
九州通医药集团股份有限公司	九州通	民营企业	600998. SH	AA+	稳定	666.74
深圳市海王生物工程股份有限公司	海王生物	民营企业	000078. SZ	AA	稳定	411.27
瑞康医药集团股份有限公司	瑞康医药	民营企业	002589. SZ	AA+	稳定	348.36
南京医药股份有限公司	南京医药	地方国有企业	600713. SH	AA+	稳定	195.55
华东医药股份有限公司	华东医药	民营企业	000963. SZ	AA+	稳定	192.17
浙江英特集团股份有限公司	英特集团	地方国有企业	000411. SZ	AA	稳定	89.93
老百姓大药房连锁股份有限公司	老百姓	民营企业	603883. SH	AA	稳定	84.85
云南鸿翔一心堂药业(集团)股份有限公司	一心堂	民营企业	002727. SZ	AA	稳定	73.56

资料来源：Wind，华泰证券研究所

业务均以医药销售为主，制药、器械、零售等盈利能力相对更高

从 2018 年收入构成情况看，医药流通（包括批发和零售）是 10 家公司主要收入来源，其中国药控股、南京医药仅涉及流通业务，其他 8 家企业多少涉及制药和器械配送业务。从毛利润及毛利率情况看，除上海医药、瑞康医药、华东医药的制药或器械配送业务产生利润较多外，医药流通是其他 7 家主体第一大毛利润组成部分。

相对来讲，制药、零售、器械配送等业务一般具备更高的毛利率水平，可以提高业务总体盈利能力。老百姓、一心堂经营业务以药品零售为主，相比药品批发配送给医院，其客户主要是终端消费者，毛利率表现更高；南京医药大部分是药品批发业务，有小部分药品零售业务、2018 年毛利率 21.39%，流通业务总体毛利率 6.32%。所有细分业务中，一般可认为制药准入壁垒最高，业务附加值最高，毛利率最高，但是相应也需要持续较大资本投入，这方面国企竞争力一般更强，国药控股、上海医药、华东医药具有一定规模制药业务，其中上海医药、华东医药制药毛利占比分别为 50.78%、80.57%，毛利率分别为 58.87%、86.94%。九州通、海王生物、老百姓制药毛利率相比流通也较高，但是对利润贡献有限。国药控股、九州通、海王生物、瑞康医药、英特集团、一心堂均有器械配送业务，该项业务视器械、服务、客户不同毛利率水平存在差异，但是一般相比药品配送业务盈利能力较强，对总体盈利水平有一定提升。

图表10：2018年医药流通发债主体业务构成及细分盈利能力情况

简称	收入占比			毛利润及占比				合计及细分业务毛利率			
	医药流通	制药	器械	合计(亿元)	医药流通	制药	器械	合计	医药流通	制药	器械
国药控股	81.58%	4.30%	14.36%	316.43				9.18%			
上海医药	92.18%	12.23%		225.63	47.17%	50.78%		14.18%	7.26%	58.87%	
九州通	83.02%	3.90%	12.88%	75.22	81.80%	6.20%	11.08%	8.63%	8.51%	13.74%	7.43%
海王生物	78.79%	1.19%	17.55%	50.41	67.31%	4.70%	17.66%	13.13%	11.22%	51.75%	13.21%
瑞康医药	61.72%		37.96%	64.94	38.68%		61.47%	19.15%	12.00%		31.00%
南京医药	99.35%			20.68	95.07%			6.61%	6.32%		
华东医药	72.88%	26.87%		88.89	18.79%	80.57%		28.99%	7.47%	86.94%	
英特集团	94.92%		4.58%	13.54	88.30%	7.60%		6.61%	6.15%		10.95%
老百姓	98.94%	0.37%		33.35	99.35%	0.24%		35.21%	35.35%	22.86%	
一心堂	78.51%		7.08%	37.19	72.22%		9.20%	40.53%	37.28%		52.62%

资料来源：跟踪评级报告、募集说明书、Wind，华泰证券研究所

部分民企区域竞争力较强，高比例调拨业务稳定性需关注

由于非零售医药流通企业客户以医院为主，除专业资质外，与当地医院长期合作关系对流通业务开展较为重要。比较有代表性如瑞康医药，其在山东做药品批发配送起家，业务覆盖山东省98%二级以上医药、96%基础医疗机构，2017年及以前山东省收入占比均在50%以上，2018年省外规模增长，山东省内收入首次降至43%。再如南京医药是江苏省最大的纯销商业公司，配送网络主要覆盖南京和苏北，覆盖江苏省医院总数的35%，2018年南京地区收入占比34.78%居首位。药品零售企业如云南一心堂，以西南地区（尤其是云南）为根据地，在当地有成熟门店网络、高知名度和牢固客户群体，2018年西南地区销售收入占比达到83.04%，在该地区业务有较强竞争力。总体看，大型央企国药控股在全国范围内的综合竞争力较强，没有明显区域偏好，某些地方国企和民企与所在地医疗体系关系更为密切，且考虑地方政府也可能存在政策支持，业务竞争力不存在明显劣势。

流通业务模式方面，调拨业务模式空间将逐渐受“两票制”政策执行挤压。目前，从业批发主体经营模式绝大部分以纯销为主，海王生物阳光集中配送模式销售占比在50%以上，本质上仍是纯销模式，其他业务包括调拨、零售、共管药房等，目前“两票制”在全国大部分地区均已落地，后续调拨业务或逐渐被压缩。

图表11：2018年发债主体注册地、业务分布、纯销占比情况

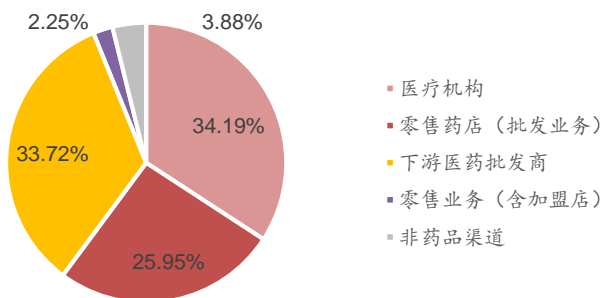
发债主体	省份或直辖市	第一大收入区域	第一大区域收入占比	业务模式
国药控股	上海			纯销为主、药品零售、调拨
上海医药	上海	华东	54.31%	纯销和制药为主、药品零售、调拨
九州通	湖北省	华中	34.98%	纯销、调拨、零售
海王生物	广东省	华东	44.82%	阳光集中配送为主，传统纯销、调拨、共管药房
瑞康医药	山东省	山东	43.40%	纯销为主、调拨、器械配送
南京医药	江苏省	南京	34.78%	纯销为主、药品零售
华东医药	浙江省			纯销、制药
英特集团	浙江省			纯销为主、调拨、药品零售
老百姓	湖南省	华中	36.44%	药品零售
一心堂	云南省	西南	83.04%	药品零售、器械配送

注：上海医药区域收入占比2018H1数据。

资料来源：募集说明书、跟踪评级报告、2018年年报，华泰证券研究所

国药控股、上海医药、九州通等大型药品流通企业能够保持较大收入规模，一个原因是其作为很多药企的一级配送商承担了较多分销调拨业务。以九州通为例，2018年其对医疗机构纯销收入占比约34.19%，对下游医药批发商收入居第二位、占比约33.72%。考虑“两票制”政策推进，2019年调拨业务比例较高的可能未来会受下游经销商转型的影响，值得关注。

图表12： 2018年调拨业务（下游医药批发商）在九州通收入仍占较大比例



资料来源：2018年年报，华泰证券研究所

财务分析：部分营业周期缩短，整体偿债能力偏弱

盈利能力波动不大，关注资产减值风险

2018年医药流通发债主体盈利能力波动整体有限。考虑到流通业务性质，在分析毛利率时对营业成本加入销售费用作为修正，此外主要关注净资产收益率、EBITDA/营业总收入两个指标。从绝对水平看，国企华东医药三项利润率均处于最高水平，反映其在行业内较强的盈利能力，主要是受该公司强盈利制药业务占比较高的影响；此外，瑞康医药、老百姓、一心堂的修正毛利率均在10%以上，主要由于瑞康的器械份额较大拉高了毛利率，而一心堂和老百姓由于终端零售毛利率较高，也使得整体毛利处于较高水平。净资产收益率方面，除九州通、海王生物、瑞康医药、南京医药外其他主体均在10%以上，海王生物、瑞康医药同比下降均超过4个百分点，很大程度上是净利润受到当期资产减值损失的影响。不考虑利息、税收影响，近三年大部分医药流通发债主体EBITDA/营业总收入波动情况整体有限，自身盈利能力基本稳定。

图表13： 医药行业发债主体盈利能力对比

发债主体	修正毛利率			净资产收益率(平均、%)			EBITDA/营业总收入		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
均值	8.20%	8.70%	8.92%	13.42	13.26	12.12	5.73%	6.34%	6.21%
国药控股	5.53%	5.83%	6.17%	14.88	15.52	14.93	4.54%	4.82%	5.03%
上海医药	6.76%	7.12%	7.23%	10.39	10.72	10.63	4.92%	5.24%	4.81%
九州通	5.18%	5.36%	5.40%	8.50	9.77	7.29	3.32%	4.01%	3.50%
海王生物	9.69%	9.41%	8.52%	11.67	11.70	7.24	6.59%	6.34%	5.23%
瑞康医药	9.70%	11.98%	12.76%	11.73	13.73	9.58	6.70%	9.18%	8.12%
南京医药	3.73%	3.81%	3.97%	7.32	8.86	8.20	2.41%	3.02%	2.91%
华东医药	11.28%	12.72%	14.97%	28.23	22.71	24.74	8.54%	9.51%	10.69%
英特集团	3.99%	3.97%	3.98%	12.12	10.42	10.58	2.43%	2.45%	2.55%
老百姓	12.89%	13.07%	12.43%	14.59	15.51	14.56	9.23%	9.36%	9.42%
一心堂	13.27%	13.69%	13.78%	14.82	13.66	13.47	8.57%	9.45%	9.89%

注：修正毛利率=1-（营业成本+销售费用）/营业总收入

资料来源：Wind，华泰证券研究所

从利润构成来看，医药流通发债主体利润主要来自经营主业，非主业利润贡献不大，多元化的风险相对可控。但是考虑到近两年医药流通企业较大扩张并购力度以及收紧的外部融资环境，资产和信用减值风险均有提升。2018年上海医药、瑞康医药、海王生物分别计提资产减值损失9.96亿元、8.02亿元、3.35亿元，其构成主要以商誉减值为主，上海医药、国药控股分别计提信用减值损失0.85亿元、3.57亿元。除上述主体减值规模较大外，一心堂、九州通等也有计提一定资产减值损失。对比期末商誉规模，只九州通、南京医药减值计提比例超过50%、且两者本身账面商誉规模较小，其他商誉规模较大、但是计提减值损失比例较低的主体可能存在计提不充分的风险。

图表14： 2018年医药流通主体利润结构与减值损失情况（亿元）

发债主体	主业利润	非主业利润	营业外净收益	减值损失合计	资产减值损失	信用减值损失	期末商誉	减值损失/期末商誉
国药控股	108.52	13.64	0.08	4.10	0.53	3.57	48.51	8.5%
上海医药	35.49	16.59	1.35	10.80	9.96	0.85	113.45	9.5%
九州通	16.66	1.64	0.01	0.67	0.67	0.00	1.26	53.4%
海王生物	6.96	2.83	0.27	3.35	3.35	0.00	39.18	8.5%
瑞康医药	13.03	6.71	-0.11	8.02	8.02	0.00	33.08	24.2%
南京医药	4.44	0.36	-0.04	0.10	0.10	0.00	0.14	72.7%
华东医药	27.92	1.18	-0.37	0.51	0.51	0.00	14.58	3.5%
英特集团	2.95	0.10	0.01	0.15	0.15	0.00	1.08	14.0%
老百姓	6.09	0.20	0.07	0.10	0.10	0.00	19.87	0.5%
一心堂	6.59	0.25	0.07	0.94	0.94	0.00	10.77	8.7%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

多数主体客户质量较好，坏账和存货跌价风险可控

从资产构成结构看，10家发债主体均以流动资产为主，轻资产属性明显。除华东医药、一心堂、老百姓外，流动资产占比均在70%以上，最高如南京医药占比达到了90.52%。细分结构方面，流动资产构成以货币资金、应收账款、存货为主，其中海王生物、瑞康医疗两家民企货币资金占比在10%以下，现金储备相对有限。药品零售企业老百姓、一心堂业务收现能力较强，应收账款占比较低；其他发债主体应收账款占总资产比重分布在29.31%-49.27%，应收账款期限集中在一年期以内、最低占比为93.83%（九州通），由于账期较短且客户以医院为主，已收账款回款安全边际相对较高，总体上坏账计提比例较低，少数国企如上海医药、华东医药坏账计提比例达到4%以上，其他主体则均在2%以内。医药流通企业存货一定程度上反映为下游需求情况，且部分产品售价波动空间较有限，发展中主体存货减值风险相对可控、跌价计提比例较低。非流动资产中，仍需重点关注商誉占比高的主体，老百姓、一心堂并购产生较大规模商誉，在批发企业中上海医药、海王生物、瑞康医药等商誉占比相对较高，后续仍需关注被收购企业业绩对赌完成情况及其潜在减值风险，可能是未来一段时间影响流通企业盈利的重要因素。

图表15： 截至2018年末医药流通主体资产质量分析

发债主体	流动资产	货币资金	应收票据	应收账款		存货		商誉	
	占比	占比	占比	占比	一年内占比	坏账计提比例	占比	跌价比例	占比
平均值	77.79%	14.58%	3.16%	33.51%	97.63%	1.88%	18.33%	0.50%	7.71%
国药控股	86.69%	20.15%	4.17%	41.00%	98.93%	1.27%	14.86%	0.59%	2.06%
上海医药	73.52%	14.73%	1.43%	33.22%	99.52%	4.33%	19.72%	2.23%	8.94%
九州通	85.58%	19.05%	2.07%	31.07%	93.83%	1.18%	20.83%	0.12%	0.19%
海王生物	81.71%	9.94%	2.68%	46.08%	95.76%	0.92%	9.61%	0.85%	9.53%
瑞康医药	82.27%	8.81%	2.35%	49.27%	96.48%	1.27%	12.92%	0.01%	9.50%
南京医药	90.52%	11.58%	14.82%	43.07%	99.26%	1.88%	15.04%	0.07%	0.07%
华东医药	67.98%	12.71%	3.33%	29.31%	98.93%	5.30%	20.17%	0.41%	7.59%
英特集团	90.05%	17.30%	0.59%	42.80%	98.65%	1.03%	24.66%	0.00%	1.20%
老百姓	50.81%	13.18%	0.07%	11.08%	98.27%	0.84%	20.17%	0.06%	23.42%
一心堂	68.75%	18.38%	0.06%	8.24%	96.63%	0.82%	25.37%	0.64%	14.64%









注：占比为各项资产占总资产比例。

资料来源：Wind，2018年年报，华泰证券研究所

关注资产运营效率指标的边际变化

流通主体主要流动资产周转率指标及净营业周期变动趋势需关注。从周转率绝对水平看，老百姓、一心堂应收款项周转率高而存货周转率低，基本匹配药品零售业务的特点。对其他八家批发企为主的发债主体，应收款项周转率以海王生物、瑞康医药相对较低，反映两家主体应收款项周转压力相对偏大，其他主体应收账款周转率基本分布在3-6次。存货周转率方面，多数批发企业周转率分布在6-7次附近，国药控股、南京医药近两年保持在10次左右，周转能力相对较强。考虑到票据使用情况，净营业周期方面，药品零售业务多现金结算，产生应收款项较少而应付款项较多，本处不对其净营业周期对比分析；批发企业中海王生物、瑞康医药绝对值均在百天以上，处于行业高位，总体资金周转压力更大；九州通、瑞康医药、英特集团3家民企近四个季度表现出持续缩短趋势，反映在加快应收款项周转、加快存货周转、拉长应付款项周期某些方面有所改善。

图表16：医药流通主体资产运营效率情况（次、天）

发债主体	应收款项周转率		存货周转率		应付款项周转率		净营业周期			
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2018Q3	2018Q4	2019Q1	近三年趋势
国药控股	3.83	3.79	9.79	10.18	3.81	4.16	61	41	61	
上海医药	4.26	4.16	6.78	6.46	4.28	4.37	61	67	62	
九州通	5.47	4.60	6.06	6.11	3.83	3.57	63	45	45	
海王生物	2.20	2.20	8.87	9.16	2.64	3.30	90	99	101	
瑞康医药	2.17	2.18	6.68	6.47	3.47	3.61	126	122	116	
南京医药	3.40	3.12	9.88	10.48	4.77	4.79	89	82	85	
华东医药	4.94	5.06	6.34	5.98	5.38	5.25	67	68	54	
英特集团	5.23	5.34	9.10	8.70	4.62	4.79	50	46	44	
老百姓	10.82	10.81	3.87	4.06	3.27	2.92				
一心堂	15.30	15.05	3.02	3.13	2.82	2.92				

注：应收款项指应收账款及应收票据，应付款项指应付账款及应付票据，净营业周期（季度年化）=应收账款及票据周转天数+存货周转天数-应付账款及票据周转天数。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

透过应收应付指标可一定程度上反映流通企业对上下游话语权情况。一般可以认为，应收票据在经营性应收款和营业收入中占比越高，对下游客户话语权相对越强，应付票据在经营性应付款和营业成本中占比越高，对上游供应商话语权相对更强。对老百姓、一心堂两药房企业，其应收票据占比较低而应付票据占比较高，反映其对上游相对更强的话语权，主要是两者在某些区域药品零售市场具有更强竞争力，使得供应商优先选择与其合作，提高了对上游话语权。对其他八家批发企业，除南京医药、华东医药外 2018 年应收票据/经营性应收款均在 10%以下，南京医药应收票据/营业收入为 7.68%处于行业最高水平，反映其作为南京市属流通国企，在南京及江苏省内对下游医院更强话语权。关于药品批发企业对上游话语权方面，除票据占比外可能也涉及流动性因素，规模前列的国药控股、上海医药应付票据/经营性应付款在行业中间位置以下，可能是两公司本身流动性较为充裕的缘故；九州通应付票据/经营性应付款 46.17%、应付票据/营业成本 15.02%，均处于批发企业首位，在民企中对上游供应商有相对更强的话语权和资金占用能力。

图表17： 2018年医药流通主体上下游资金占用能力对比

发债主体	应收票据/经营性应收	应收票据/营业收入	应付票据/经营性应付	应付票据/营业成本
平均值	6.82%	2.13%	25.10%	8.43%
国药控股	9.23%	3.14%	18.85%	5.46%
上海医药	4.14%	0.92%	11.31%	2.97%
九州通	6.25%	1.75%	46.17%	15.02%
海王生物	5.50%	2.46%	25.82%	8.86%
瑞康医药	4.55%	2.30%	14.44%	7.53%
南京医药	25.60%	7.68%	27.78%	6.88%
华东医药	10.20%	2.62%	8.73%	2.16%
英特集团	1.36%	0.22%	17.83%	3.68%
老百姓	0.66%	0.07%	43.29%	18.14%
一心堂	0.67%	0.08%	36.80%	13.63%

注：经营性应收款包括应收票据和应收账款，经营性应付款包括应付票据和应付账款；应收票据/营业收入、应付票据/营业成本均采用期初期末资产均值数据。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

投资活动现金流出普遍扩大，部分民企经营和自由现金流有所好转

2018年多数主体经营活动边际出现好转趋势。2017年“两票制”在全国各省份逐渐落地，医药流通发债主体业务仍处于扩张期，经营获现出现了一定波动，九州通、海王生物、瑞康医药当年经营活动现金流净流出规模较大。2018年，除南京医药经营活动现金流有波动小幅净流出外，其他发债主体均表现出边际好转趋势，海王生物、瑞康医药仍未实现完全转正，但是净流出规模得到遏制，反映发债主体努力改善经营获现境况的行为。

投资活动现金流净流出仍处于较高水平，民企自由现金流出收缩。2018年全部10家发债主体投资活动净现金流均处于净流出态势，除九州通和英特集团外均成边际扩大趋势，九州通等民企投资活动现金流流出规模同比增长相对有限，一方面受到融资紧张的外部环境的影响，另一方面也存在投资现金流滞后投资行为发生的原因。伴随2018年“两票制”全国范围内落地，后续收缩投资的民企投资活动净现金流有望改善。结合经营净现金流情况，国药控股、上海医药两大国企自由现金流有所恶化，九州通、海王生物、瑞康医药、英特集团4家民企自由现金流均有不同程度改善，两家药品零售企业自由现金流波动不大。

图表18： 医药流通主体经营、投资现金流及自由现金流情况

单位：亿元	经营活动净现金流			投资活动净现金流			自由现金流		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
国药控股	92.58	16.67	36.54	-16.06	-25.47	-59.08	76.52	-8.80	-22.54
上海医药	19.47	26.49	31.35	-28.90	-23.55	-76.93	-9.43	2.94	-45.58
九州通	4.31	-10.12	12.22	-14.98	-19.96	-15.18	-10.67	-30.08	-2.96
海王生物	-14.97	-24.33	-11.35	-7.32	-14.32	-17.47	-22.29	-38.65	-28.82
瑞康医药	-17.59	-24.22	-1.69	-6.39	-7.73	-15.79	-23.98	-31.95	-17.49
南京医药	-2.41	1.88	-3.67	-0.70	-1.29	-2.18	-3.11	0.59	-5.85
华东医药	13.47	16.61	20.39	-6.14	-10.06	-15.61	7.33	6.55	4.79
英特集团	1.42	1.58	1.66	-1.08	-1.87	-1.35	0.34	-0.29	0.32
老百姓	3.13	4.92	9.13	-5.86	-6.29	-14.13	-2.73	-1.37	-5.00
一心堂	1.93	3.91	6.36	-6.69	-2.86	-8.94	-4.76	1.06	-2.58

注：自由现金流=经营活动净现金流+投资活动净现金流

资料来源：Wind，华泰证券研究所

整体债务负担较重，民企偿债能力偏弱

负债率水平整体较高且仍在增长。2018年10家医药流通发债主体平均资产负债率66.08%、同比增长2.16个百分点，仅南京医药、英特集团、一心堂负债率同比有所下降，海王生物负债率82.69%、为行业最高水平，同比增长3.64个百分点，九州通、瑞康医药、老百姓4家民企负债率也均有一定程度增长。

民营药品批发主体偿债能力处行业中下，部分边际弱化。短期偿债能力方面，截至2018年末，南京医药、海王生物、瑞康医药、老百姓、九州通的货币资金/短期债务列行业后5位，且均在50%以下，其中若考虑应收票据储备，南京医药流动性储备情况相对好于其他4家民企，整体上民营发债主体短期流动性压力仍较大，相比2017年也同比有一定程度下行。长期偿债能力方面，2018年民企中九州通、海王生物全部债务/EBITDA数据升至行业较高水平、长期债务周转压力仍较大；除英特集团和一心堂外，其他8家发债主体全部债务/EBITDA数值均有同比上升，行业均值由2017年的4.38倍增至5.27倍，对长期债务偿付保障能力有所下降。

图表19：医药流通主体负债率及偿债能力情况对比

单位：%、倍	资产负债率			货币资金/短期债务			全部债务/EBITDA		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
平均值	63.26	63.92	66.08	88.17	100.88	65.46	4.51	4.38	5.27
国药控股	71.59	69.65	70.95	78.63	74.65	68.32	4.27	3.79	4.30
上海医药	55.48	57.95	63.40	89.81	83.61	71.32	2.72	3.02	4.68
九州通	68.99	62.46	69.43	32.34	49.58	44.13	8.56	6.30	9.96
海王生物	64.72	79.05	82.69	60.86	33.68	31.28	5.66	7.11	8.20
瑞康医药	52.08	64.15	67.55	79.65	43.94	31.49	2.46	2.93	4.29
南京医药	78.02	79.99	78.99	22.29	26.67	26.17	8.43	8.01	9.50
华东医药	47.14	44.90	45.75	275.17	334.35	198.02	0.91	0.66	0.68
英特集团	75.72	79.03	76.83	39.32	56.27	58.48	4.91	6.42	5.89
老百姓	60.38	53.71	60.29	92.27	131.33	36.96	3.02	2.73	3.49
一心堂	58.46	48.31	44.95	111.33	174.68	88.44	4.16	2.80	1.68

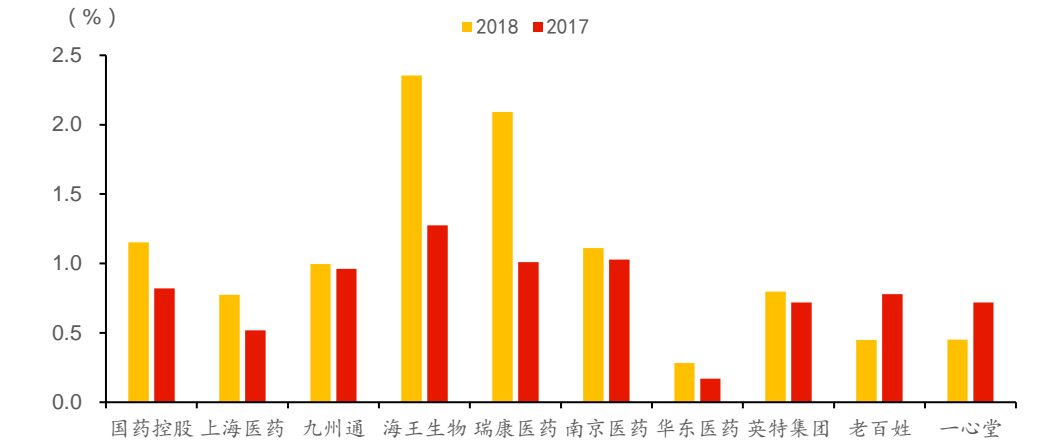
注：总债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期流动负债+长期借款+应付债券

资料来源：Wind，华泰证券研究所

融资成本上行，关注外部融资环境的边际改善迹象

2018年多数医药流通发债主体面临融资成本上行压力，尤以批发环节民企压力较大。除老百姓、一心堂外其他8家发债主体2018年财务费用率均同比上升，海王生物、瑞康医药财务费用率分别为2.35%、2.09%，分别同比增长1.08、1.08个百分点，大央企国药控股财务费用率也有一定上行，整体融资成本压力增大。

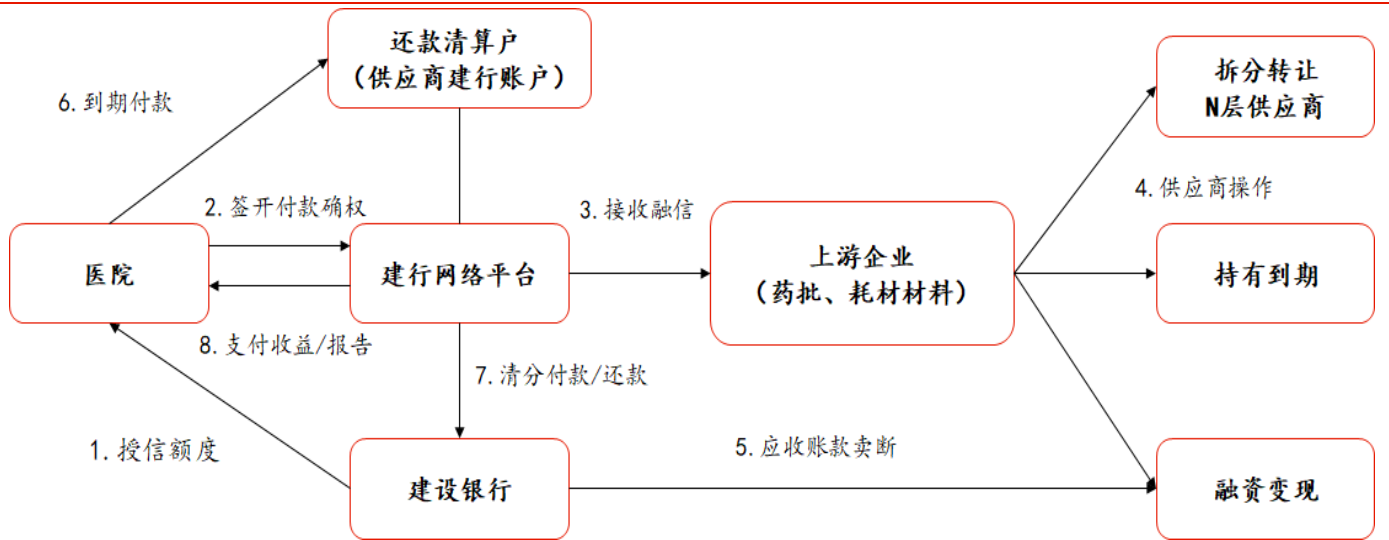
图表20: 2018年医药流通主体财务费用率普遍上行



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

与银行等供应链金融合作推进有望降低企业融资成本。以瑞康医药供应链金融业务为例, 该公司已建设银行、民生银行等银行机构开展了供应链金融合作, 主要模式是与银行实现系统对接, 实时上传二甲及以上级别医院的供销合同和发票, 自动将瑞康应收账款入池“兑换”为可借款额度。公司与建设银行的供应链金融合作模式是, 对于在建行有空余授信未使用的三家医院, 在医院签开付款确权后瑞康可以向建设银行贴现变现, 实现对该医院应收账款为0, 医院应收账款直接偿还给建行(债权债务关系), 利息和贴现成本由瑞康医药承担; 期间建行也可以为上游企业提供融资服务。这一模式下, 考虑保理费用瑞康的融资成本稍高于基准利率4.35%, 低于2018年5.95%-7.4%的信用债发行利率, 既盘活了应收账款还降低了融资成本; 对银行, 也可以盘活区域优质医院空余授信并扩大上游企业合作面, 也有动力推进这一业务模式。考虑到公司较大应收账款规模, 这一模式推进有望盘活资产并降低融资成本, 对于其他医药流通企业也有一定示范效应。

图表21: 瑞康医药与建设银行供应链金融合作示意图



资料来源: 公司推介资料, 华泰证券研究所

医药流通信用债梳理及投资建议

医药流通信用债：民企利差居高，但行业融资环境有所改善

截至2019年5月24日，本文选取的10家医药流通发债主体合计存量债58只、合计余额561.03亿元，其中行业龙头央企国药控股存量债298.40亿元、占比达到53.19%；主体隐含评级分布在AA-至AAA-，其中从事批发的四家医药流通民企中有三家（海王生物、瑞康医药、英特集团）隐含评级为AA-。

图表22：医药流通发债主体存量债情况（亿元）

主体简称	隐含评级	债券数	存量债余额	主体简称	隐含评级	债券数	存量债余额
国药控股	AAA-	12	298.40	南京医药	AA	3	14.00
上海医药	AA+	1	30.00	华东医药	AA+	1	10.00
九州通	AA	18	96.52	英特集团	AA-	1	2.50
海王生物	AA-	6	32.22	老百姓	AA	2	11.27
瑞康医药	AA-	12	56.09	一心堂	AA	2	10.03

注：存量债统计包括ABS、ABN、可转债。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

民营批发主体信用债估值和利差高企。截至2019年5月24日，暂不考虑临近到期的短久期信用债估值，九州通、海王生物、瑞康医药、英特集团4家主体长久期信用债估值分布在6.89%-7.54%，在行业内处于较高位置，九州通、海王生物、瑞康医药超额利差极大值均在150BP以上，市场对三家主体信用债接受程度相对较差，反映出投资者对重负债行业认可度较低以及对民企信用资质更多担忧。其他发债主体信用债估值整体处于合理波动区间，故不作赘述分析。

图表23：医药流通主体存量债估值和超额利差分布情况

单位：年、%、BP	存量债期限		估值范围		超额利差范围	
	极小	极大	极小	极大	极小	极大
发债主体						
国药控股	0.05	3.44	2.77	3.91	-4.92	2.50
上海医药	2.46	2.46	3.76	3.76	0.92	0.92
九州通	0.02	4.14	3.35	6.89	35.12	242.50
海王生物	0.44	2.61	5.70	7.54	70.72	152.99
瑞康医药	0.28	1.91	4.18	7.38	49.92	156.32
南京医药	0.17	0.55	3.34	3.39	-5.44	-1.91
华东医药	0.99	0.99	3.67	3.67	20.36	20.36
英特集团	3.90	3.90	7.03	7.03	24.45	24.45
老百姓	2.15	2.15	3.84	3.84	-8.84	-8.84
一心堂	0.41	0.41	4.35	4.35	97.23	97.23

注：数据截至2019年5月24日；不包括可转债、可交债；超额利差计算基准为存量债券对应的同期限到期收益率曲线估值。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

部分主体短期存量债到期相对集中，但行业整体融资环境有所改善。截至2019年5月24日，按全部行权计算未来一年医药流通企业信用债到期量达404.79亿元，占存量信用债的72.15%。其中国药控股将到期250亿元，作为行业龙头央企，债务周转能力稳定较好，南京医药、华东医药等地方国企存量债将到期比例为100%，但是债券规模有限，对资金链压力基本可控；九州通、瑞康医药、老百姓未来一年行权到期占比均在70%以上的较高水平。再融资方面，2018年以来所有发债主体总授信额度同比均有一定增长，大型批发主体未使用授信规模基本保持稳定，债券净融资也有好转趋势，中信银行和青岛银行分别对九州通、瑞康医药两大民企新债设立了信用风险缓释凭证加以支持，银行系统对大型民企资质认可度提升，整体再融资环境已有好转。

图表24：医药流通主体外部融资有所好转（亿元）

发债主体	行权到期量	占存量债比	总授信	未使用授信	总授信	未使用授信	信用债净融资		信用风险缓释凭证
			2017	2017	2018	2018	2017	2018	
国药控股	250	84%	1081.84	519.92	1324.01	693.59	-20.00	103.00	
上海医药	0	0%	509.00	342.00	793.65	489.08	0.00	30.00	
九州通	63	65%	258.63	143.83	298.90	130.44	-1.00	17.00	18 中信银行 CRMW001
海王生物	13	39%	45.08	11.48	109.16	44.88	41.00	-3.58	
瑞康医药	44	84%	62.30	21.07	191.00	113.00	22.10	30.99	19 青岛银行 CRMW001、18 青岛银行 CRMW001
南京医药	14	100%	91.81	41.29	93.81	41.07	-30.00	31.00	
华东医药	10	100%	65.50	58.90	72.42	63.57	0.00	0.00	
英特集团	0	0%	57.73	26.60	60.77	23.81	-5.00	2.50	
老百姓	8	71%	20.31	12.45	44.01	24.92	0.00	0.00	
一心堂	4	40%	21.30	18.40	22.50	17.90	-4.00	-4.00	

注：数据截至2019年5月24日；九州通、英特集团2017年授信采用当年9月末数据，九州通、南京医药、英特集团、一心堂授信分别采用2018Q3、2018Q1、2018Q1、2019Q1数据

资料来源：Wind，华泰证券研究所

投资建议

到2018年末，“两票制”等重要医药流通行业政策基本落地，从数据看2018年也是行业内集中的并购整合期。对于本文所选发债主体，虽然部分主体偿债能力偏弱，但是下游交易对手方以大型医院为主，客户和应收账款资质整体较好，所以债务主体的流动性压力更多是来自流通业务本身较弱的盈利能力以及扩张期普遍存在的产业链资金占用压力，2018年来主体营运效率和经营获现有所改善，伴随政策落地后续部分主体并购投资支出动力也有望减弱。目前业内主体债务负担仍较重，且市场对民企认可度较低，建议多加关注医药流通行业资源向龙头整合集中的中长期趋势、信贷和一级发行边际改善、银行系统认可度的提升，可考虑适当下沉资质寻求中短久期确定性相对较高的信用债机会。

风险提示：

- 1、药品招标价格大幅下降风险。若医保控费、带量采购等政策推进超预期，导致药品招标价格下跌，中游流通企业利润空间或被进一步压缩。
- 2、融资成本上行风险。医药流通企业存在较大资金运营需求，若受其他外部因素影响导致企业融资成本进一步上升，对业务经营和信用资质稳定都将产生负面影响。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com