

信用等级公告

联合[2017]398号

瑞康医药股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对瑞康医药股份有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2017 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

瑞康医药股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

瑞康医药股份有限公司拟面向合格投资者公开发行的 2017 年公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年五月十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

瑞康医药股份有限公司

2017年面向合格投资者公开发行公司债券信用评级报告

本次债券信用等级: AA+

公司主体信用等级: AA+

评级展望: 稳定

本次发行规模: 不超过 20 亿元 (含)

本期发行规模: 不超过 10 亿元 (含)

债券期限: 不超过 5 年 (含)

还本付息方式: 每年付息一次, 到期一次还本

评级时间: 2017 年 5 月 15 日

主要财务数据:

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额 (亿元)	56.78	88.62	156.57	182.46
所有者权益 (亿元)	18.25	34.04	75.03	79.97
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务 (亿元)	16.12	22.82	25.73	35.52
营业收入 (亿元)	77.86	97.50	156.19	49.79
净利润 (亿元)	1.82	2.43	6.75	3.70
EBITDA (亿元)	3.45	4.53	10.68	--
经营性净现金流 (亿元)	-1.64	-4.66	-17.59	-9.78
营业利润率 (%)	8.89	10.82	15.31	16.33
净资产收益率 (%)	10.46	9.30	12.38	4.78
资产负债率 (%)	67.85	61.58	52.08	56.17
全部债务资本化比率 (%)	46.90	40.13	25.54	30.76
流动比率 (倍)	1.31	1.37	1.58	1.45
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.21	0.20	0.41	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.44	5.14	10.15	--
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.17	0.23	0.53	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.34	0.45	1.07	--

注: 1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径; 2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 3、2017 年 1-3 月财务报表数据未经审计, 相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对瑞康医药股份有限公司 (以下简称“公司”或“瑞康医药”) 的评级反映了公司作为山东省医药流通行业龙头企业, 在销售网络, 业务布局, 供应商数量, 物流配送能力等方面具有的竞争优势; 近年来, 公司坚持内生增长与外延发展相结合的发展战略, 通过收购其业务范围逐步覆盖全国 20 余个省份, 收入规模和资产规模快速增长; 通过三次定向增发, 公司资本实力和整体抗风险能力大幅增强。同时, 联合评级也关注公司所处医药流通行业政策变化较大、收购整合挑战较大、销售回款周期较长、业务区域集中度高、债务结构不合理等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来, 公司将进一步完善医疗器械各产品线业务的布局, 通过外延式扩张实现跨省复制、资源共享、协同增效, 公司经营规模有望保持增长, 联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司为山东省医药流通行业龙头企业, 销售网络完善、终端直接覆盖能力强、终端客户质量高, 基本实现了山东省三级医院的全覆盖。

2. 近年来公司加快医疗器械领域的战略布局, 业务范围逐步覆盖全国, 产品系列进一步完善, 供应商数量持续增长, 收入规模和资产规模快速增长。

3. 公司近年来完成三次定向增发, 所有者权益及资产规模持续较快增长, 资本实力和整体抗风险能力得到大幅提升。

1. 公司近年来加快业务转型升级，收购子公司较多，各方面的融合和协同发展尚需时日，对公司经营管理带来挑战。

2. 公司业务集中在山东省省内，区域经济及行业政策对其影响较大，存在一定区域集中风险。

3. 公司应收账款和存货规模较大，对资金占用明显，债务结构有待优化。

分析师

唐玉丽

电话: 010-85172818

邮箱: tangyl@unitedratings.com.cn

任贵永

电话: 010-85172818

邮箱: rengy@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层 (100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

瑞康医药股份有限公司（以下简称“公司”或“瑞康医药”）前身为成立于2004年9月的烟台瑞康药品配送有限公司，初始注册资本267.54万元。2009年11月，公司整体变更为股份有限公司，并以截至2009年10月31日经审计净资产22,193.11万元，按1:0.3154的折股比例折为7,000万股，余下未折为股份的15,193.11万元计入资本公积。2016年10月，经国家工商行政管理总局核准，公司变更为现名。

2011年6月10日公司在深圳证券交易所中小板挂牌上市，首次公开发行2,380万股，股票简称：“瑞康医药”，股票代码：002589.SZ。公司首次公开发行募集资金4.76亿元，扣除各项费用后，剩余4.37亿元。首发后，公司总股本增至9,380万股。后经多次增资、资本公积转增股本，截至2017年3月底，公司注册资本6.54亿元，其中张仁华女士持股比例为24.13%，韩旭先生持股比例为13.09%，实际控制人张仁华夫妇合计持股比例37.22%。

表1 截至2017年3月底公司前十大股东情况（单位：%、万股）

股东名称	持股比例	持股数量
张仁华	24.13	15,787.03
韩旭	13.09	8,562.69
TB NATURE LIMITED	4.99	3,267.87
汇添富基金-工商银行-汇添富-优势医药企业定增计划4号资产管理计划	4.54	2,968.83
汇添富基金-工商银行-汇添富-优势医药企业定增计划5号资产管理计划	4.54	2,968.83
长城国融投资管理有限公司	1.78	1,167.20
全国社保基金四一六组合	1.67	1,089.86
深圳市创新投资集团有限公司	1.52	996.78
合众人寿保险股份有限公司-分红-个险分红	1.52	996.78
汇添富基金-宁波银行-程义全	1.51	989.61
汇添富基金-宁波银行-海通证券股份有限公司	1.51	989.61

资料来源：公司提供

公司主要经营范围为：医药商业，主要经营活动：中药材、中药饮片、中成药、化学原料药、化学药制剂、抗生素、生化药品、生物制品（含疫苗）、精神药品、麻醉药品、蛋白同化制剂、肽类激素、医疗用毒性药品、罂粟壳、药品类易制毒化学品的批发；II、III类医疗器械的批发和零售；常温保存保健食品及日用品销售；健身器械、化妆品、消毒液的批发；药品的仓储、配送；普通货运；普通货运（冷藏保鲜）；医用织物的生产加工、租赁、销售及洗涤配送；玻璃仪器、化工产品（不含危险化学品）、化学试剂（不含危险化学品）的批发；预包装食品、乳制品（含婴幼儿配方乳粉）的批发；医疗器械租赁和技术服务；仓储服务（国家专项规定除外）；经济贸易咨询；电子产品的销售；医疗设备维修保养。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，有效期以许可证为准）。

截至2017年3月底，公司下设财务管理部、资本运营部、人力资源部、行政管理部、基础医疗事业部、物流事业部等21个职能部门（见附件1）；拥有直接或间接控制子公司共106家。截至2016年底，公司拥有在职员工4,051人。

截至2016年底，公司资产总额为156.57亿元，负债合计81.54亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计75.03亿元，其中归属于母公司所有者权益68.76亿元。2016年，公司实现营业收入156.19亿元，净利润（含少数股东损益）6.75亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为5.91亿元；经营

活动产生的现金流量净额-17.59 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.35 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 182.46 亿元，负债合计 102.48 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 79.97 亿元，其中归属于母公司所有者权益 71.68 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 49.79 亿元，净利润（含少数股东损益）3.70 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 2.92 亿元；经营活动产生的现金流量净额-9.78 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.14 亿元。

公司注册地址：烟台市芝罘区机场路 326 号；法定代表人：韩旭。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“瑞康医药股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券”，发行规模为不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元），拟分期发行，首期发行规模不超过人民币 10 亿元。本次债券存续期限为不超过 5 年（含 5 年），债券品种可以为单一年限品种，也可以为多种期限的混合品种。本次债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本次债券票面利率由公司与主承销商根据询价结果协商确定，在本次债券存续期内固定不变。本次债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券为无担保债券。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行债券募集资金拟用于优化公司负债结构，补充流动资金。

三、行业分析

公司营业收入主要来自于药品流通和医疗器械销售收入，属于医药行业细分行业中的医药流通行业，因此下文行业分析将围绕医药流通行业展开。

1. 行业概况

医药流通是指连接上游医药生产企业和下游经销商以及终端客户的一项经营活动，主要是从上游企业采购货物后批发给下游经销商，或直接出售给医院、药店等零售终端客户的药品流通过程。

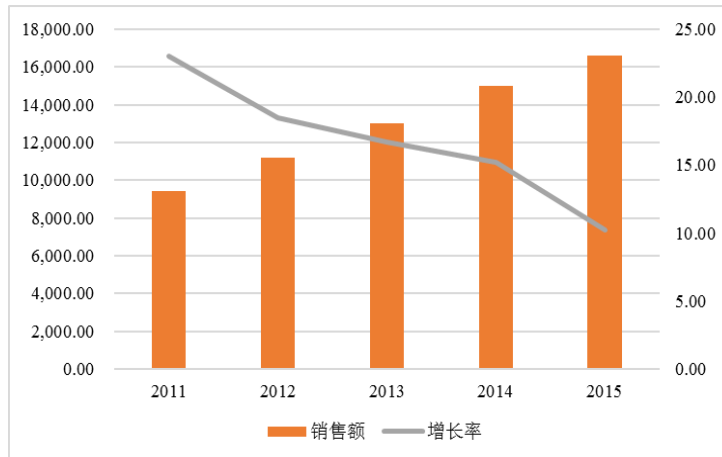
改革开放以来，我国药品流通从计划分配体制转向市场化经营体制，行业获得了长足发展，药品流通领域的法律框架和监管体制基本建立，药品供应保障能力明显提升，多种所有制并存、多种经营方式互补、覆盖城乡的药品流通体系初步形成，医药商业市场规模持续扩大。

根据商务部公布的相关数据，2014~2015 年，药品流通市场规模稳定增长，但增速有所回落。2014 年，全国七大类医药商品销售总额 15,021 亿元，同比增长 15.2%，增速较上年下降 1.5 个百分点；2015 年，全国七大类医药商品销售总额 16,613 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.2%，增速较上年下降 5 个百分点。2014 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 11,321 亿元，扣除不可比因素同比增长 15.4%，增幅回落 1.6 个百分点；利润总额 247 亿元，扣除不可比因素同比增长 14.8%，增速较上年下降 1.2 个百分点；2015 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 12,625 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.9%，增幅回落 4.5 个百分点；利润总额 283 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.6%，

1.主要是指药品、医疗器械、化学试剂、玻璃仪器、中成药、中药材及其他类。

增速较上年下降 4.2 个百分点，主营业务收入和利润总额增幅持续回落，主要原因是在医药卫生体制综合改革的推动下，各地医保控费政策和招标政策陆续出台、基层用药政策调整、“限抗令”的实施以及医药电商对传统行业的影响，使得药品价格水平不断下降，医药流通企业的业务增长、盈利能力受到挑战。

图 1 2011~2015 年全国七大类医药商品销售总额及同比变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合评级根据商务部公开数据整理

2016 年 1~6 月，全国七大类医药商品销售总额 19,273 亿元，扣除不可比因素同比增长 12.0%，增幅回落 0.4 个百分点；药品流通直报企业（近 1,200 家）主营业务收入 6,515 亿元，扣除不可比因素同比增长 12.5%，增幅回落 0.3 个百分点；实现利润总额 111 亿元，扣除不可比因素同比增长 11.5%，与上年基本持平。

总体看，近几年，医药流通市场规模和收入持续增长，但受医药卫生体制综合改革政策影响，增幅持续回落。

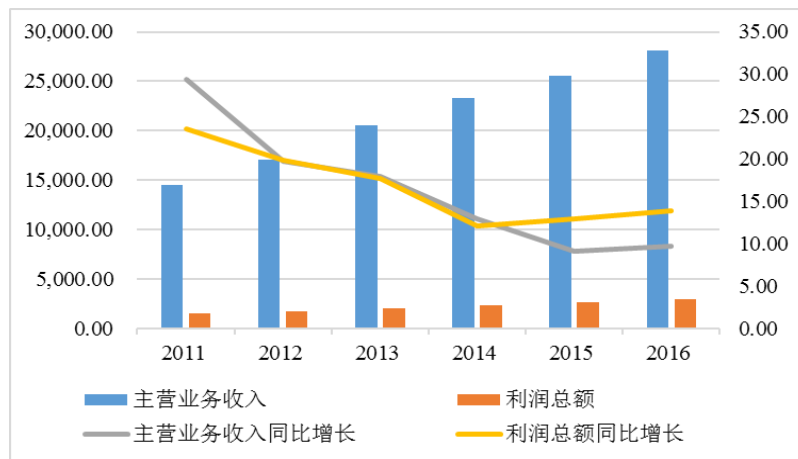
2. 行业产业链分析

(1) 行业供给

医药流通行业上游为医药制造业。医药制造业可分为七大子行业，分别为：化学原料药制造业、化学制剂制造业、生物制剂制造业、医疗器械制造业、卫生材料制造业、中成药制造业、中药饮片制造业。医药行业与民众健康密切相关，是我国国民经济的重要组成部分，其行业高增长和高收益性突出。进入 21 世纪以来，我国医药制造行业保持快速增长势头，行业总产值增长率均高于同期 GDP 增长率。

2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，以及新型农村合作医疗建设和医改的深入，中国药品市场需求快速增长，行业营业收入规模不断增长，销售利润率较为稳定，但近两年受医保控费、招标限价等政策措施影响，行业增速有所下滑。2015 年，中国医药制造业实现主营业务收入 25,537.10 亿元，同比增长 9.10%，增速较上年回落 3.84 个百分点；利润总额 2,627.30 亿元，同比增长 12.90%，增速较上年提高 0.81 个百分点。

图 2 2011~2016 年医药制造业主营业务收入、利润总额及同比变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局

2016 年，医药制造业增速小幅回升，实现主营业务收入 28,062.90 亿元，同比增长 9.70%，增速较上年提高 0.60 个百分点；实现利润总额 3,002.90 亿元，同比增长 13.90%，增速较上年提高 1.00 个百分点。

我国医药制造业的显著特征是企业数量多、规模小，行业集中度低。我国制药企业在 20 世纪 80 年代初期只有 800 余家，2016 年底已经达到 7,449 家。目前我国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右，与全球医药巨头 400~500 亿美元的业绩相比差距甚远。造成医药产业集中度低的主要原因是大部分制药企业由于市场份额、生产条件等限制无法形成规模经济，整个行业呈粗放型发展的态势，与世界级制药企业相比还有很大差距。

总体看，近年来我国医药制造业稳步增长，但增速呈现下滑趋势，2016 年增速有所回升；医药制造业企业数量多、规模小、行业集中度低，规模效应不显著。

（2）经营模式

一般来说，医药流通包括医药代理和医药配送两大环节。从盈利模式看，目前，医药代理环节主要通过提供药品的投标、医院中标、药物使用的说明培训等增值服务并以药品交易差价的方式获取利润，医药配送环节主要通过提供配送服务获取利润。

医药代理方面，目前医药代理企业的业务模式可以分为纯销（包含对医疗终端、零售终端和居民的销售）和批发两种。纯销业务中客户以医疗机构为主，该类业务毛利率受到药品采购价格、销售价格及增值服务成本影响，一般为 6~8%，部分新特药产品毛利率水平远高于一般水平，纯销业务回款周期相对较长，一般在 3~6 个月以上，国有及国有控股大型医药流通企业以及一些专门经营医疗机构临床药品的医药流通企业主要采取这种模式；批发业务是指医药代理企业将药品直接分销给下游经销商，该类业务毛利率相对纯销业务较低，一般在 4% 以下，回款周期相对较短且库存周转速度快，但在“两票制”政策的影响下，预计未来批发模式的存在空间将会被大幅削减。从两种业务模式的占比来看，2015 年，纯销类销售额为 9,677 亿元，占销售总额的 58.2%，较上年上升 1 个百分点；其中对医疗机构销售额为 6,907 亿元，占终端销售额的 71.4%，对零售终端和居民零售销售额为 2,770 亿元，占终端销售额的 28.6%；批发类销售额为 6,936 亿元，占销售总额的 41.8%，较上年降低 1 个百分点。

药品配送方面，2011 年以来，医药流通企业配送能力不断加强，截至 2015 年底，直报企业共拥有 958 个物流中心，仓库面积超过 900 万平方米，其中常温库占 32.5%，阴凉库占 64.3%，冷库占 3.2%；物流设备完好率达到 99% 以上；拥有专业运输车辆 15,363 辆，其中冷藏车占 11.9%，特殊药

品专用车占 8.8%。2015 年配送客户数量逾 120 万家，其中批发企业客户占 14.2%、零售药店客户占 27.0%、医院客户占 11.7%、城市基层医疗卫生机构客户占 20.8%、农村医疗卫生机构客户占 21.4%、专业公共卫生医疗机构客户占 1.5%、其他客户占 3.4%。

总体看，医药流通行业业务模式主要包括医药纯销和医药批发两种模式，医药纯销客户以医疗机构为主且毛利率较高，但回款周期相对较长；医药流通行业配送能力不断增强，配送货值持续增加。未来，在两票制影响下，采取纯销模式的医药流通企业将受益较多，具有更强的市场竞争力。

(3) 行业需求

近年来，我国人口老龄化带动医药终端需求稳步增长。2015 年，我国 60 岁及以上老年人口升至 2.2 亿，占人口总数 16.1%，老年人医疗服务需求增长迫切；全国医疗卫生与计划生育总支出 11,916 亿元，增长 17.1%，拉动医药终端需求持续增加；医疗卫生机构总诊疗量达 80 亿人次左右，入院人数超过 2.1 亿人，增长 5%。样本医院统计显示，2015 年医院购药金额同比增长 6.0%，药品终端市场总体规模已达 13,775 亿元，同比增长 7.6%，较 2010 年增长近 2 倍。

从销售渠道看，2015 年我国医药流通行业对批发企业销售额占销售总额的 41.8%，较上年降低 1 个百分点；对终端销售额占销售总额的 58.2%，较上年增加 1 个百分点，其中对医疗机构销售额占终端销售额的 71.4%，终端需求仍以医院为主。近几年，随着一系列医改政策实施，如集中采购招标、药占比不得超过收入 30.00%以及取消药品加成等，药品整体价格可能进一步降低，更多医药流通企业可能会开拓其他终端市场，如连锁药店、网上药店以及 KA 市场²，以医院为主要客户的医药流通企业销售收入可能受到影响。

同时，近年来医药电商发展呈爆发式增长，截至 2015 年底，全国累计有 517 家企业拥有《互联网药品交易服务资格证书》，较上年底增加 164 家；从业务形式来看，全国累计有 25 家平台具有第三方交易服务平台交易证照（国 A 证），较上年底增加 9 家；106 家企业拥有批发交易类 B2B 证书（B 证），新增 33 家；386 家企业拥有网上零售类 B2C 证书（C 证），新增 122 家。2015 年，商务部直报系统医药电商销售总额达 476 亿元，其中 B2B 市场规模达 444 亿元（占医药电商销售总额的 93.3%），B2C 市场规模达 32 亿元（占医药电商销售总额的 6.7%），订单总数超 4,000 万，订单转化率超过 81%，货物准时送达率达到 99%，退货率及客户投诉率均低于 1%。

从销售区域结构看，医药流通行业销售区域以经济发达、人口集中的地区为主。截至 2015 年底，主要销售区域分别为京津冀经济区（占 14.1%）、长江三角洲经济区（占 22.7%）和珠江三角洲经济区（占 8.0%）。分省份看，销售额前十位分别是北京、广东、上海、浙江、江苏、安徽、山东、河南、重庆、云南，占全国销售额的 63.8%。

总体看，随着我国经济发展和人口老龄化进程的加快，我国医药流通市场前景广阔；药品销售主要以医院等终端销售为主，但随着一系列医改政策实施、医药电商快速发展，我国药品销售渠道未来可能会发生变化。

3. 行业竞争

医药流通企业可以分为全国性医药流通企业和地区性医药流通企业。全国性医药流通企业业务范围能够覆盖全国主要地区，但受药品省内集中招标采购、《药品经营质量管理规范认证证书》（以下简称“GSP”）以及药品时效性等因素的影响，目前全国性医药流通企业较少，仅有中国医药集团总公司、华润医药商业集团有限公司（以下简称“华润医药”）及九州通医药集团股份有限公司（以下简称“九州通”）等少数几家；地区性医药流通企业业务范围一般局限于本省、本市或本县，

²一般指国内国外大型连锁超市、卖场。

企业数量较多，如华东地区的上海医药（集团）股份有限公司（以下简称“上海医药”）、南京医药股份有限公司（以下简称“南京医药”）、安徽华源医药股份有限公司（以下简称“安徽华源”）等。

从行业集中度上看，2015年，中国前10强医药流通企业实现主营业务收入6,658.85亿元，占全行业的52.74%，其中占比较高的包括中国医药集团总公司、华润医药和上海医药，行业集中度尚可。未来，随着“两票制”的实施，药品流通环节将得到压缩，“挂票”和“走票”的医药商业企业将被清洗，区域医疗资源不足的流通企业将被市场所淘汰，行业集中度进一步提升，流通行业整合重组将是大势所趋。

表2 2015年医药流通前10强企业主营业务收入情况（单位：亿元、%）

序号	企业名称	主营业务收入	行业占比
1	中国医药集团总公司	2,776.45	21.99
2	华润医药商业集团有限公司	988.14	7.83
3	上海医药（集团）股份有限公司	985.12	7.80
4	九州通医药集团有限公司	495.89	3.93
5	广州医药有限公司	323.27	2.56
6	南京医药股份有限公司	247.23	1.96
7	重庆医药（集团）股份有限公司	242.99	1.92
8	华东医药股份有限公司	217.27	1.72
9	中国医药健康产业股份有限公司	205.70	1.63
10	安徽华源医药股份有限公司	176.79	1.40
合计	--	6,658.85	52.74

资料来源：中国医药商业协会，联合评级整理。

从市场格局看，2015年，全国六大区域销售总额比重分别为：华东37.9%、华北16.4%、中南22.9%、西南12.8%、东北5.4%、西北4.6%；其中华东、华北、中南三大区域销售额占到行业销售总额的77.2%，同比下降0.5个百分点。各省市主要医药流通企业数量较少，华东地区主要医药流通企业包括上海医药、国药控股股份有限公司（以下简称“国药控股”）、南京医药以及安徽华源等，华北地区主要医药流通企业包括北京医药股份有限公司（以下简称“北医股份”）、国药集团药业股份有限公司（以下简称“国药股份”）及国药控股等，其余市场分布见下表。

表3 2015年国内医药流通企业市场格局

区域	省份及直辖市	主要流通企业
华东	上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东	上海医药、国药控股、南京医药、华东医药股份有限公司、安徽华源
华北	北京、天津、河北、山西、内蒙古	北医股份、国药股份、国药控股、天津医药集团太平医药有限公司
华南	广东、海南、广西	深圳一致药业股份有限公司、广州医药有限公司
华中	河南、湖北、湖南	九州通、长沙双鹤医药有限公司、国药控股
西南	重庆、四川、贵州、云南、西藏	重庆医药（集团）股份有限公司、重庆桐君阁股份有限公司、云南医药有限公司
东北	辽宁、吉林、黑龙江	哈药集团医药有限公司、国药控股
西北	陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆	兰州医药（集团）有限公司、青海省医药有限责任公司

资料来源：中信证券研究报告

总体看，医药流通行业已形成少数大型全国性企业为龙头，众多地区性企业共同竞争的市场格局，未来随着医改政策继续深入实施，医药流通行业集中度可能进一步提高。

4. 行业政策及法律法规

(1) 行业政策

2009年，《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》（中发[2009]6号）文件提出要建立基本药物生产供应保障体系，基本药物实行公开招标采购，统一配送，减少中间环节；发展药品现代物流和连锁经营，促进药品生产、流通企业整合。

2011年，商务部公布了《全国药品流通行业发展规划纲要（2011~2015）》，提出提高行业集中度，推动实力强、管理规范、信誉度高的企业发展现代医药物流，形成以全国性、区域性骨干企业为主体的遍及城乡的药品流通体系。

2015年，国务院印发了《国务院办公厅关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》（国办发[2015]7号）（以下简称《意见》），《意见》的基本思路是坚持以省为单位的网上药品集中采购的方向，鼓励医院与企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费，减少中间环节。

2016年，国务院常务会议提出将全面推进公立医院药品集中采购，推行从生产到流通和从流通到医疗机构各开一次发票的“两票制”。2016年，国务院印发了《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》（国发[2016]78号），提出要深化药品流通体制改革，加快构建药品流通全国统一开放、竞争有序的市场格局，形成现代流通新体系，加快发展药品现代物流，鼓励区域药品配送城乡一体化。2016年，商务部发布《全国药品流通行业发展规划（2016~2020年）》，其指导思想是以建立现代药品流通体系为目标，以促进行业转型升级为主线，以流通信息化、标准化、集约化为方向，以改善行业发展环境为着力点，积极推进药品流通行业供给侧结构性改革。《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》和《全国药品流通行业发展规划（2016~2020年）》提出要提升医药流通行业集中度，培育超过5,000亿元规模的医药流通企业，未来要形成3家年销售额超过1,000亿元的全国性大型药品流通企业和25家年销售额超过100亿元的区域性药品流通企业，明显提升行业集中度。

2017年1月，八部委（国务院深化医药卫生体制改革领导小组办公室、国家卫生和计划生育委员会、国家食品药品监督管理总局、国家发展和改革委员会、工信部、商务部、国家税务总局和国家中医药管理局）联合签署《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》（以下简称“通知”）正式公布，通知主要明确了试点省份及时间表、要求药品集中采购中标企业必须承诺试行“两票制”、严格执行药品购销票据管理等内容。

(2) 行业法律法规

我国在1985年开始实施《中华人民共和国药品管理法》，2001年2月28日修订并施行新的《中华人民共和国药品管理法》。该法对药品研制、生产、经营、使用和监督管理的单位或者个人都做出了规定。除了《中华人民共和国药品管理法》外，我国还制订了《中华人民共和国药品管理法实施条例》、《药品经营许可证管理办法》、GSP以及《药品流通监督管理办法》等法律法规。

表4 国内医药流通行业主要法律法规

主要法律法规	实施时间
《中华人民共和国药品管理法》	2001.12.01
《中华人民共和国药品管理法实施条例》	2002.09.15
《药品经营许可证管理办法》	2004.04.01

《医疗器械经营企业许可证管理办法》	2004.06.25
《疫苗流通和预防接种管理条例》	2005.07.26
《药品流通监督管理办法》	2007.05.01
新修订《医疗器械监督管理条例》	2014.02.12
《医疗器械经营质量管理规范》	2014.12.12
新修订《药品经营质量管理规范》	2016.06.20

资料来源：联合评级整理

2000年，国家药品监督管理局公布GSP，后经多次修改，目前2016版GSP已经公布。GSP从质量管理体系、人员培训、设备与设施、计算机系统、采购、收货与验收、存储与养护、销售等方面都做出强制要求。

2004年4月，我国开始实施《药品经营许可证管理办法》，对申领《药品经营许可证》的条件、程序、变更与换发以及监督检查等进行具体规定。申领条件方面，办法规定企业申请《药品经营许可证》必须具有保证所经营药品质量的规章制度；企业、企业法定代表人或企业负责人、质量管理负责人无《药品管理法》第76条、第83条规定的情形³；具有与经营规模相适应的一定数量的执业药师，质量管理负责人具有大学以上学历，且必须是执业药师；此外对仓库、现代物流系统、信息管理系统均需符合一定要求。

2007年5月，我国开始实施《药品流通监督管理办法》，对药品生产、经营企业购销药品的监督管理，明确药品生产、经营企业对其药品购销行为负责，对其销售人员或设立的办事机构以本企业名义从事的药品购销行为负责，不得在经药品监督管理部门核准的地址以外的场所储存或者现货销售药品等；要求医疗机构设置的药房，应当具有与所使用药品相适应的场所、设备、仓储设施和卫生环境，配备相应的药学技术人员，并设立药品质量管理机构或者配备质量管理人员，建立药品保管制度，购进药品时索取、查验、保存供货企业有关证件、资料、票据，医疗机构储存药品，应当制订和执行有关药品保管、养护的制度，并采取必要的冷藏、防冻、防潮、避光、通风、防火、防虫、防鼠等措施，保证药品质量等。

（3）山东省主要行业政策

山东省人民政府办公厅发布的《山东省深化医疗卫生体制改革2016年重点工作任务》（鲁政办发〔2016〕25号）指出，推进公立医院药品集中采购机制，全面实施新一轮药品和第二批高值医用耗材省级集中采购，完善妇儿用药、急（抢）救用药、低价药品供应保障措施，协调推进临床短缺药品定点生产和储备管理；鼓励以市为单位组成公立医院采购联合体，在省级药品集中采购平台上自行议价采购；优化药品购销秩序，压缩流通环节，在济南、青岛、东营、潍坊、威海、滨州6个市推行“两票制”。同时，通过严格药品经营企业准入，规范药品流通秩序；提高基层特别是农村和边远地区药品配送能力，鼓励各地推进县乡村一体化配送。

总体看，我国出台了一系列医药流通行业的政策及法律法规，规范医药流通行业秩序，降低医药流通成本。2017年后，随着“两票制”的全面实施，医药流通行业洗牌必然加速，市场集中度将进一步提升。全国性以及区域性具有规模配送能力，掌握渠道和终端的医药商业龙头企业将获得扩大医院终端市场份额的增长契机，而具有创新业务模式，产业链不断延伸，能够针对上下游提供专业化增值服务的医药商业公司也将成为未来市场竞争的主角。

³ 《药品管理法》第76条：从事生产、销售假药及生产、销售劣药情节严重的企业或者其他单位，其直接负责的主管人员和其他直接责任人员十年内不得从事经营活动。对生产者专门用于生产假药、劣药的原辅材料、包装材料、生产设备，予以没收。第83条：违反本法规定，提供虚假的证明、文件资料样品或者采取其他欺骗手段取得《药品生产许可证》、《药品经营许可证》、《医疗机构制剂许可证》或者药品批准证明文件的，吊销《药品生产许可证》、《药品经营许可证》、《医疗机构制剂许可证》或者撤销药品批准证明文件，五年内不受理其申请，并处一万元以上三万元以下的罚款。

5. 行业关注

(1) 药品流通城乡发展不均衡

我国药品配送网络尚未实现全面有效覆盖，大部分的医药流通企业集中在发达地区和城市，广大农村及中西部偏远地区医药配送体系不完善。

(2) 医药流通行业集中度较低，发展水平不高

与发达国家相比，我国医药流通企业规模庞大，行业集中度较低，跨区域发展缓慢，全国性的医药流通企业数量较少；现代医药物流发展相对滞后，物流成本普遍较发达国家高。

(3) 受政策影响较大

近年来，在医药卫生体制综合改革的推动下，各地医保控费政策和招标政策陆续出台、基层用药政策调整、“限抗令”的实施以及医药电商对传统行业的影响，使得药品价格水平不断下降，药品流通企业的业务增长、盈利能力受到挑战，加之国内外宏观经济环境均面临增长放缓的压力，致使药品流通市场销售总额增速有所放缓。

6. 行业发展

(1) 医药流通行业集中度进一步提高

从行业集中度看，随着省级平台药品集中招标采购及“两票制”在全国范围内实施，资金实力强、物流网络完善、信息管理体系先进以及具有丰富的上游医药生产企业资源的医药流通企业将获得更大的市场，过票公司将被淘汰、地区中小型公司将被地区性大企业收购或兼并，行业集中度将进一步提高。

(2) “互联网+药品流通”将更加广泛运用

《全国药品流通行业发展规划(2016~2020年)》提出要推进“互联网+药品流通”，推动互联网、物联网等信息技术在药品流通领域广泛应用，丰富药品流通渠道和发展模式。发展“互联网+药品流通”有利于减少交易成本、提高流通效率、促进信息公开以及打破垄断。未来，国家将进一步推进药品流通企业和互联网企业合作，推动线上线下融合发展，推广“网订店取”、“网订店送”等新型配送模式。同时，根据2017年2月国务院办公厅印发的《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》，鼓励有条件的地区依托现有信息系统，开展药师网上处方审核、合理用药等服务，预示着未来处方药可能允许通过互联网购买处方药，“互联网+药品流通”将获得更加广泛的运用。

(3) 综合服务水平将成为流通行业核心竞争力

《全国药品流通行业发展规划(2016~2020年)》提出要创新行业经营模式，拓展行业服务功能，对医药流通企业提出了更高的要求。医药流通企业作为医院上游，其产业升级方向需要契合医院诉求发展方向。短期看，取消药品加成、降低药占比、医保控费等措施要求医药流通企业提供“高附加值”的服务；长期看，医疗服务将更加市场化，医药流通企业间的竞争不仅仅是配送和垫资能力，更是服务质量的竞争，综合服务水平将成为医药流通企业的核心竞争力。

(4) 流通管理水平进一步提升，现代医药物流更加完善

近年来，全行业现代医药物流建设快速发展，成为药品流通企业核心竞争力的重要体现。同时，新版GSP的实施及“互联网+药品流通”的推动，以及信息化、现代化技术水平的显著提高，促使医药物流向新的方向发展，提升企业物流信息化管控能力，提高流通技术含量，并逐渐向医疗机构和药品生产企业延伸服务，全供应链的服务模式开始形成。伴随医药物流业态的专业化发展，行业内第三方物流发展日渐成熟，如北京嘉和嘉事医药物流有限公司及九州通等经过多年努力成为专业

第三方医药物流服务提供商。未来医药物流企业广泛采用先进物流设备和管理软件及管理手段的水平将进一步提高。

总体看，未来医药流通行业集中度将不断提高，“互联网+药品流通”将更加广泛运用，医药流通企业的综合服务能力将不断增强。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为山东省医药流通行业龙头企业，经过多年发展，业务已逐步覆盖到全国 20 多个省份（直辖市）。近年来，公司作为药品冷链物流运作规范国家标准试点企业，先后获得了烟台市“2015 年度全市纳税百强”、“烟台市医药创新杰出贡献单位”，中国物流与采购联合会授予公司“AAAA 物流企业”，中华全国工商联医药业商会授予公司“2015 年中国医药行业成长五十强企业”、“2015 年守法诚信企业”等称号。

上游供应商方面，目前公司与全国正常经营的药品生产厂家和医疗器械及医用耗材生产厂均建立了业务往来，对单一客户的依赖较低。2010~2016 年，与公司实际发生业务的供应商数量由 2010 年的 1,380 家增加至 5,092 家，增幅达 269%。每类供应商数量均呈增加趋势，随着公司业务的发展、终端覆盖率的不断提高、向供应商提供服务的持续升级，公司获得上游配送权的能力越来越强，同时，上游配送权的获得也更有利于公司开拓下游客户。

下游客户方面，公司在山东省规模以上医院和基层医疗机构的覆盖率分别超过 98% 和 96%。公司已将山东省直销模式在全国各省份复制，掌控终端医疗机构销售渠道，目前已在全国 20 多个省份（直辖市）通过在各省的控股公司，实现全国直销渠道建设，在 2015 年中国医药批发企业营业收入排名中名列第 16 名。在医疗器械领域，公司自 2012 年起，在山东省内向各级医疗机构提供医疗器械和医用耗材配送服务，在省内建立了检验、介入、骨科、设备、设备维修、医护、五官科、口腔、血液透析、康复等十三大事业部，并形成了一整套符合医疗器械行业特性的质量管理及信息化管理系统。

质量管理和现代物流方面，公司及其医药流通板块下属子公司均取得了 GSP 认证证书，其中公司本部于 2016 年 11 月取得新版 GSP 认证证书，公司被山东省食品药品监督管理局确认为药品现代物流企业。公司从采购、仓储、运输、销售各环节要严格按照 GSP 要求执行，尤其在冷链产品等特殊药品方面。公司取得了道路运输经营许可证和委托药品储存配送业务批件，具备在全国开展储存配送业务和为第三方全国物流服务的的能力，为公司全国业务扩张提供了保障。截至 2016 年底，公司已投入使用的物流中心仓储面积合计 63,124 平方米；拥有货运车辆 166 辆，其中冷藏车 41 辆，阴凉运输车 65 辆。同时，公司及其医疗器械板块下属子公司均取得了《医疗器械经营许可证》。

总体看，通过多年发展，公司已初步完成了从区域龙头企业向全国综合性医疗服务商的转变，并保持了良好的发展势头；目前，公司各细分版块已形成了一定的客户资源及市场占有率，整体市场竞争力较强。

2. 人员素质

公司共有董事、监事及高管人员 17 人。其中，董事会成员 9 人，设董事长 1 人；监事会成员 3 人，设监事会主席 1 人；高级管理人员 8 人（其中 3 人为董事）。公司高管人员大多从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司实际控制人、董事长韩旭先生，1965年生，本科学历。曾任烟台二运公司职业高中教师，烟台二运公司企管科科长，山东瑞康药业有限公司董事长，山东瑞康药品配送有限公司董事长，2009年12月起担任公司董事长。

公司实际控制人、副董事长兼总经理张仁华女士，1966年生，大专学历，药剂师。曾任烟台山医院团总支书记，山东瑞康药业有限公司总经理，山东瑞康药品配送有限公司总经理，2009年12月起担任公司副董事长兼总经理。

截至2016年底，公司共有在职员工4,051人。其中销售人员占38.56%，技术人员占3.90%，财务人员占6.74%，行政人员占43.87%，采购人员占6.94%；从文化程度看，公司中专及以下占29.62%，专科占44.75%，本科及以上占25.62%。

总体看，公司主要高级管理人员拥有丰富的行业背景和管理经验；公司人员构成符合行业特点，可以满足目前的生产经营需要。

五、管理分析

1. 治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律、法规的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

公司全体股东组成股东大会，股东大会是公司的最高权力机构，依法决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事；审议批准董事会、监事的报告等，在职责范围内依法行使职权。

公司董事由股东大会选举或更换，任期三年，可连选连任，董事会由9名董事组成，设董事长1名，副董事长1名。其中独立董事不少于董事人数的三分之一；兼任公司高级管理人员的董事人数不得超过公司董事总数的二分之一。董事会向股东会负责，向股东会报告工作，负责决定公司的经营计划和投资方案，制订公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等职权。

公司监事会由3名监事组成，设主席1名，由全体监事过半数选举产生。监事会包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于1/3。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。公司监事会按照《公司章程》和《监事会议事规则》要求，对公司财务状况、董事会专门委员会及董事、独立董事、高级管理人员履职的合法合规性进行监督。

公司设总经理1名，由董事会聘任或者解聘，设副总经理若干名，由董事会聘任或解聘，公司总经理、副总经理、财务负责人和董事会秘书为公司高级管理人员。总经理每届任期三年，连聘可以连任，在董事会的领导下，全面负责公司的日常经营管理活动，组织实施董事会决议。

总体看，公司已建立起与现代企业相适应的决策监督制约机制，法人治理结构完善，组织机构设置和职能的分工符合内部控制的要求，同时也符合《上市公司治理准则》等法律、法规的要求。

2. 管理体系

公司根据自身情况制订了较为完整的管理体系和制度。公司下设财务管理部、资本运营部、人力资源部、行政管理部、基础医疗事业部、物流事业部等21个职能部门，各个部门分工明确，运作

规范。公司按照《公司法》、《证券法》有关法律法规及《企业内部控制基本规范》及其配套指引的相关要求，结合公司自身情况，逐步完善内部控制体系，规范公司日常运作，提升管理效能。

对子公司的管理方面，公司严格按照有关法律法规和上市公司的有关规定，通过对控股公司外派高级管理人员，明确委派高级管理人员的职责权限，根据公司的经营策略督导各控股子公司建立起相应的经营计划、风险管理程序。同时公司进一步强化对控股公司经营计划的审核和审批管理，各控股子公司建立了重大事项报告制度和审议程序，及时向公司分管负责人报告重大业务事项、重大财务事项以及其他可能对公司股票及其衍生品种交易价格产生重大影响的信息，并严格按照授权规定将重大事项报公司董事会审议或股东大会审议。同时，公司要求各控股子公司均参照公司制度，并结合其实际情况建立健全经营和财务管理制度。公司依据考核规定对控股子公司进行年度业绩考核，并评价子公司经营管理绩效，以此作为奖惩依据。

财务管理方面，为规范公司财务管理及会计核算，加强财务在公司治理中的核算和监督作用，公司财务部门根据《中华人民共和国会计法》、新《企业会计准则》、《会计基础工作规范》、《企业内部控制基本规范》等国家有关法律法规，结合公司具体情况及公司对会计工作管理的要求制定了《公司财务管理制度》，就财务管理、会计核算等做了具体的规定，上述制度的制订为公司财务人员开展日常核算工作提供了良好的保障，为公司及时、准确、完整提供高质量财务报告奠定了基础。

对外投资方面，公司制定了《对外投资管理制度》，对公司对外投资的投资类别、投资对象以及相应的决策程序、决策权限等方面作了明确规定。决策投资项目不能仅考虑项目的报酬率，更要关注投资风险的分析与防范，对投资项目的决策要采取谨慎的原则。重大投资项目遵循《上市规则》和《公司章程》所规定的标准，按照相关规定执行报董事会或股东大会及相关主管部门的审批程序，并及时履行信息披露义务。

对外担保方面，公司在《公司章程》、《公司内部控制制度》中对公司对外担保事项作了明确的规定，对公司发生对外担保行为时的对担保对象、审批权限和决策程序、安全措施等作了详细规定，并明确规定：公司对外担保应当取得出席董事会会议的 2/3 以上董事同意并经全体独立董事 2/3 以上同意，或者经股东大会批准。未经董事会或股东大会批准，公司不得对外提供担保。

关联交易方面，公司制定了《关联交易决策制度》，对关联交易事项作出了规定，明确公司股东大会、董事会和管理层对关联交易事项的审批权限，规定关联交易事项的审议程序和回避表决要求。关联交易行为必须严格履行关联交易审批程序及履行信息披露义务，力求遵循诚实信用、公正、公平、公开的原则，保护公司及中小股东的利益。

药品仓储物流管理方面，公司按照药品的性能分库、分区存放；通过各种养护设施与方法保持药品在库的质量稳定；对于药品的温度控制方面，公司仓库配备、安装有中央空调、三个独立的冷库、若干保温箱、冰箱、冷藏车、温度自动监控仪和自动报警设备等，保证了药品在库及运输途中对温度的要求。

药品采购和销售方面，公司根据《药品管理法》、《药品经营质量管理规范》等相关规章制度，制订了公司的《药品采购管理制度》和《药品销售及售后服务管理制度》，确定药品采购原则，并在每年 11 月，商务管理部负责填写《供货单位满意度调查表》，作为对供货单位服务质量的评判依据之一；同时，公司对销售客户的选择原则、销售范围控制和售后服务都进行了具体的规定。

药品质量管控方面，公司建立了包括质量管理部、储运部、采购部、销售部、财务部、人力资源部等组织机构，相关部门按照《药品管理法》等法律法规起草、发布了公司的质量管理制度以及岗位职责，赋予质量管理人员质量否决权。公司建立了完善的质量管理制度，包括：质量保证体系

审核制度、药品质量方面教育培训及考核管理制度、质量否决制度、不合格药品管理制度、近效期药品管理制度、首营企业和首营品种审核制度、药品验收管理制度、药品储存养护管理制度、药品的出库复核制度、药品运输管理制度、药品销售及售后服务管理制度等，使药品的质量得到充分保证的条件。

总体来看，公司部门设置齐全，符合业务发展需要，内部管理制度规范，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事药品流通和医疗器械销售业务。2014~2016年，公司分别实现营业收入77.86亿元、97.50亿元和156.19亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长41.63%，主要系医药行业发展迅速、公司自身业务取得内生增长及并购子公司导致合并范围变化，各业务板块收入均取得较快增长所致。2014~2016年，公司主营业务收入占营业收入的比重均在99%以上，主营业务突出。净利润方面，2014~2016年，公司分别实现净利润1.82亿元、2.43亿元和6.75亿元，年均复合增长92.72%。

从营业收入构成来看，药品流通系公司营业收入中规模最大的业务，2014~2016年，公司药品流通收入分别为72.43亿元、86.70亿元和126.68亿元，主要系医药行业发展迅速及公司自身业务的内生增长所致，占营业收入比重分别为93.02%、88.93%和81.11%。公司以控股收购的方式不断开拓医疗器械销售市场，医疗器械销售收入和占营业收入比重逐年上升，近三年，该板块收入分别为5.40亿元、10.51亿元和28.99亿元，占营业收入比重分别为6.93%、10.77%和18.56%；2015年公司顺应市场趋势，发展移动医疗业务，2015~2016年分别实现收入0.11亿元和0.20亿元，占营业收入比例较低；其他收入主要来自于公司为医疗机构提供后勤服务及其他业务收入，占营业收入比例较低。

表5 2014~2016年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014年			2015年			2016年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
药品流通	72.43	93.02	8.16	86.70	88.93	8.97	126.68	81.11	12.18
医疗器械销售	5.40	6.93	20.93	10.51	10.77	26.88	28.99	18.56	30.67
移动医疗	--	--	--	0.11	0.11	72.24	0.20	0.13	54.93
其他	0.04	0.05	40.37	0.18	0.19	9.66	0.32	0.21	11.97
合计	77.86	100.00	9.06	97.50	100.00	10.97	156.19	100.00	15.67

资料来源：联合评级根据公司年报整理

注：表中2014年公司药品流通收入和其他业务收入采用2014年年报披露数据，与公司2015年报数据略有差异，主要系2015年公司根据业务性质将部分业务重新归类所致。

从毛利率水平看，2014~2016年，公司业务综合毛利率逐年上升，分别为9.06%、10.97%和15.67%，主要系公司业务规模扩大，规模优势得以显现，公司内部采购资源共享，与上游供应商议价能力增强，以及毛利率较高的医疗器械销售板块业务扩张所致。分业务板块来看，2014~2016年，公司药品流通板块毛利率逐年上升，分别为8.16%、8.97%和12.18%；医疗器械销售板块毛利率逐年上升，分别为20.93%、26.88%和30.67%。

从公司产品销售的区域分布看，公司药品流通板块收入主要来自于山东省，医疗器械销售收入来自于全国各省市。2014~2015年公司主要业务集中在山东省内，销售额占比在95%以上。2016年，公司加快药品流通和医疗器械销售网络的全国布局，山东省销售额占比下降至76.08%，湖南、北京

和河南的销售额占比分别达到 4.25%、3.64% 和 1.87%。未来，随着公司全国销售网络的拓展，山东销售额占比可能进一步降低。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 49.79 亿元，较上年同期增长 53.54%；实现净利润 3.70 亿元，较上年同期大幅增长 294.95%，主要系收入增长及执行新的坏账政策所致。

总体看，受益于医药行业的迅速发展、公司自身业务取得内生增长及并购子公司导致合并范围变化，近年来公司营业收入快速增长；随着公司业务规模扩大，规模优势得以显现，毛利率逐年提升；公司营业收入主要来自于山东省。

2. 药品流通板块

公司以医药配送起家，多年来在山东省内外形成了较强的药品供应能力。公司及其下属子公司均取得了 GSP 认证证书，被山东省食品药品监督管理局确认为药品现代物流企业。

(1) 药品采购

公司采取“以销定购”的采购、销售模式，并建立了完整的信息化管理系统对公司的采购、销售、仓储等流程进行管理。公司采购药品品类齐全，涵盖所有可经营销售的医用药品，根据药品属性主要分为中药、中药饮品和西药三大类别。

采购流程方面，公司主要采用订货点采购模式，公司为保证医院的用药需求，确保药品及时配送到客户手中，采购员结合销售计划以及公司库存情况，制定合理的采购计划，然后将每个品种的订购点、订购批量或订货周期、最高库存水平等指标在管理软件中设立规则，建立起库存检查机制，当系统发现到达订购点时进行提示，仓储人员检查库存情况将信息反馈给采购人员，由采购人员建立采购订单向供应商提出采购需求，确认采购订单，提前将药品采购到位，提高到货率，保证及时供应。采购员每年都要与上游供应商签订年度采购合同和采购协议。

结算方式上，公司采购药品多为赊购，部分紧俏药品采用预付货款的形式进行采购。公司与供货商首次合作时，会与其确认赊销政策、回款期限、药品检验等相关政策。付款方式以电汇为主，部分采取支票、银行承兑的方式支付货款，结算周期通常为 1~5 个月。

从采购额来看，公司采购药品种类以西药为主，中药饮片采购额最低，其中，西药包括化学药制剂、化学原料药、生物制品、医药用毒性药品、抗生素、一类精神药、二类精神药、疫苗、麻醉药品等小类。2014~2016 年，公司药品采购额逐年增长，分别为 67.60 亿元、79.54 亿元和 115.33 亿元，年均复合增长 30.61%，其中各类药品采购额均有所增长。采购数量方面，公司中药、中药饮片和西药采购量均呈逐年增长趋势，年均复合增长率分别为 11.84%、100.53% 和 30.08%。采购价格方面，由于公司药品的采购是以客户的需求为基础，而且相同类别（比如同是西药）但功效不同的药品价格差异较大，即使是相同规格的药品因产地不同也存在较大的价格差，所以药品的采购均价与采购药品的品种、规格、采购量有很大关系，每年都有所差异，2014~2016 年，公司药品采购均价分别为 24.04 元/件、26.09 元/件和 25.90 元/件。

表 6 2014~2016 年公司药品采购情况（单位：万件、元/件、亿元）

类别	2014 年			2015 年			2016 年		
	数量	均价	金额	数量	均价	金额	数量	均价	金额
中药	7,013.18	25.29	17.73	7,594.74	27.35	20.77	8,772.52	29.01	25.44
中药饮片	18.81	43.99	0.08	35.60	36.56	0.13	75.64	35.01	0.26
西药	21,088.47	23.61	49.79	22,861.75	25.65	58.65	35,683.63	25.11	89.62
合计	28,120.46	24.04	67.60	30,492.09	26.09	79.54	44,531.79	25.90	115.33

资料来源：公司提供

从上游供应商看，公司与全国正常经营的药品生产厂家都建立了业务往来，对单一客户的依赖较低。截至 2016 年底，与公司实际发生业务的供应商达 5,092 家。2014~2016 年，公司药品流通板块前五大供应商采购金额分别为 13.08 亿元、15.32 亿元和 19.54 亿元，占当年药品流通板块采购总额的比例分别为 18.55%、18.36%和 17.92%，公司药品流通板块采购集中度较低，且逐年下降。

表 7 2014~2016 年公司药品流通板块前五大供应商情况（单位：万元、%）

时间	供应商名称	采购额	占年度采购总额比例
2014 年	辉瑞制药有限公司	44,649.22	6.33
	齐鲁制药有限公司	38,858.13	5.51
	上海罗氏制药有限公司	18,446.58	2.62
	江苏恒瑞医药股份有限公司	17,091.56	2.42
	诺和诺德(中国)制药有限公司	11,773.18	1.67
	合计	130,818.67	18.55
2015 年	辉瑞制药有限公司	55,374.41	6.64
	齐鲁制药有限公司	39,889.07	4.78
	上海罗氏制药有限公司	21,860.44	2.62
	江苏恒瑞医药股份有限公司	20,377.73	2.44
	阿斯利康制药有限公司	15,698.81	1.88
	合计	153,200.46	18.36
2016 年	辉瑞制药有限公司	75,396.49	6.92
	齐鲁制药有限公司	54,302.49	4.98
	上海罗氏制药有限公司	24,111.42	2.21
	江苏恒瑞医药股份有限公司	23,461.53	2.15
	阿斯利康制药有限公司	18,078.28	1.66
	合计	195,350.21	17.92

资料来源：公司提供

总体看，公司采购药品品类齐全，以西药为主，药品采购额逐年增长，对供应商依赖度较低。

（2）药品仓储运输

公司及其药品流通板块下属子公司均取得了 GSP 认证证书，其中公司本部于 2016 年 11 月取得新版 GSP 认证证书，从采购、仓储、运输、销售各环节要严格按照 GSP 要求执行，冷链产品等特殊药品一样严格执行，公司经营多年未发生质量问题。公司取得了道路运输经营许可证和委托药品储存配送业务批件，具备在全国开展储存配送业务和为第三方全国物流服务的的能力。

公司在山东省内设置烟台、济南、济宁和青岛四大物流中心，其中烟台、济南和济宁物流中心已投入使用，青岛物流中心还在建设中。公司已投入使用的物流中心仓储面积合计 63,124 平方米，其中烟台物流中心仓储面积 20,431 平方米，可调温度的冷藏库 8 个，温度控制范围为-10℃以下的冷冻库 1 个；济南物流中心仓储面积 3 万平米，全部为阴凉库，建设可调温度的冷库 8 个；济宁仓储面积为 11,223 平方米。

公司目前拥有货运车辆 166 辆，其中冷藏车 41 辆，阴凉运输车 65 辆。车辆均安装有 GPS 定位跟踪系统，可随时查看车辆位置、车辆速度，并有专人负责查看监控平台，随时监控车辆运行情况，确保配送安全与准时。冷链配送大宗货品使用冷藏车运输，小宗货品使用冷藏箱运输，均能提供运输温度监控与实时传输。公司物流基地采用现代物流设施、设备，已形成仓储管理系统（WMS）、设备控制系统（WCS）、运输管理系统（TMS）三大物流管理体系，保障了仓储、运输产品的质量。

公司仓储物流主要考核指标为到货率、破损率、及时率和抽样不合格率。2014~2016年，公司仓储物流效率和质量逐年提高，到货率和及时率逐年上升，2016年分别为97.50%和95.20%，分别较2014年上升7.90个百分点和3.70个百分点；破损率逐年下降，2016年为0.01%，较2014年下降0.04个百分点；抽样不合格率维持在0.00%。

表8 2014~2016年公司仓储物流主要考核指标情况（单位：%）

项目	2014年	2015年	2016年
到货率	89.60	92.80	97.50
破损率	0.05	0.04	0.01
及时率	91.50	93.60	95.20
抽样不合格率	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司提供

仓储成本方面，2014~2016年，公司仓储物流成本逐年上升，年均复合增长30.86%，主要系采购药品数量增加所致；公司仓储成本主要由电力成本、人工成本和车辆成本构成，2016年占仓储运输成本的比重分别为7.54%、40.69%和29.21%，其它成本主要为设备折旧、车辆及货品保险费等，占22.56%。公司在全国范围内结合销售网络布局和省市地理区域位置，合理设置枢纽中心和仓储转运中心，各转运中心满足200公里覆盖区域客户的配送需求，同时通过路由优化、科技管控等方式来控制仓储运输成本。

总体看，公司仓储和运输能力较强，信息化程度较高，为公司向下游客户及时、安全配送药品提供了必要条件。

（3）药品销售

根据《药品经营许可证管理办法》，在国内从事药品批发企业必须取得省、自治区、直辖市（食品）药品监督管理部门颁发的《药品经营许可证》，公司及子公司均按照规定取得了山东省食品药品监督管理局颁发的《药品经营许可证》。

公司药品销售有两种模式：对于参与政府招投标的公立医院，公司主要业务模式是直销，在这种销售模式下，医药商业企业的药品销售价格通过省招投标平台统一确定，此价格一旦确定后，在一个招标采购标期内不会改变，医药商业企业的药品采购价格通过与中标产品的医药制造企业进行商业谈判确定，以政府确认的中标产品价格为标准向下浮动，影响医药商业企业价格议价能力的因素主要是其终端市场覆盖率和协销能力等，其议价能力也决定了自身的毛利率水平。直销模式具有毛利率水平较高，终端掌控能力强，对医药制造企业的价格谈判能力强，争取医药工业企业配送权占优势等特点。未来，随着“两票制”的不断推进，直销模式将成为医药商业重要发展趋势之一。对于零售药店及不参加政府招投标的医疗机构，公司主要业务模式是分销，在这种销售模式下，医药商业企业的药品采购和销售价格主要由市场供需确定，采购价格主要取决于医药商业企业的市场地位、采购量及货款支付模式，销售价格主要取决于药品销售对象的营销渠道地位、付款方式、采购量和药品稀缺程度。公司根据客户性质，将其分为高端医疗客户（规模以上医院）、基础医疗客户（一级医院、社区医院、乡镇卫生院等基层医疗机构）、零售药店和其他医药商业企业，2016年销售收入占比分别为67.02%、7.25%、25.40%和0.33%，公司药品销售收入主要来自于高端医疗客户。截至2016年底，公司通过直销模式在山东省规模以上医院、基层医疗机构的覆盖率分别超过98%和96%。

从销售区域来看，2014~2016年，公司药品销售收入主要来自于山东省，占药品流通收入的比

重分别为 98.93%、98.78% 和 83.85%。截至 2016 年底，随着公司销售区域的拓展，业务覆盖范围已包括山东、北京、上海、天津、黑龙江、河南等 22 个省份，其中湖南省和内蒙古自治区药品销售收入分别占公司药品流通收入的 4.95% 和 1.72%，其余省份占比均在 1.50% 以下。

结算方式上，公司与客户主要以电汇方式结算，账期为 1~6 个月，高端医疗客户账期相对较长，主要为 7~12 月。

2014~2016 年，受益于医药行业的迅速发展和公司自身业务的内生增长，公司药品销售收入逐年增长，年均复合增长 32.24%，其中各类药品销售额均有所增长。由于公司采取“以销定购”的采购销售模式，各类型药品销售量、销售额变动幅度与采购量、采购额变动幅度基本一致。

表 9 2014~2016 年公司药品销售情况（单位：万件、元/件、亿元）

类别	2014 年			2015 年			2016 年		
	数量	均价	金额	数量	均价	金额	数量	均价	金额
中药	7,014.02	27.09	19.00	7,601.04	29.87	22.71	8,747.80	31.77	27.79
中药饮片	18.80	52.44	0.10	35.58	43.93	0.16	76.24	42.05	0.32
西药	21,090.59	25.29	53.33	23,239.77	27.47	63.84	36,651.01	26.89	98.56
合计	28,123.41	25.75	72.43	30,876.39	28.08	86.70	45,475.05	27.86	126.68

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，2014~2016 年，公司前五大客户比较稳定，均为三级医院，销售额分别为 8.70 亿元、10.74 亿元和 13.47 亿元，占当年药品流通板块销售总额比例分别为 12.01%、12.39% 和 10.64%，客户集中度一般。

表 10 2014~2016 年公司药品流通板块前五大销售客户情况（单位：万元、%）

时间	客户名称	销售额	占年度销售总额比例
2014 年	烟台毓璜顶医院	32,768.50	4.52
	青岛大学附属医院	15,684.31	2.17
	山东大学齐鲁医院	13,204.62	1.82
	滨州医学院附属医院	12,742.19	1.76
	中国人民解放军济南军区总医院	12,598.78	1.74
	合计	86,998.40	12.01
2015 年	烟台毓璜顶医院	41,390.25	4.77
	山东省立医院	17,160.31	1.98
	青岛大学附属医院	16,953.57	1.96
	山东大学齐鲁医院	16,076.31	1.85
	山东中医药大学第二附属医院	15,834.03	1.83
	合计	107,414.47	12.39
2016 年	烟台毓璜顶医院	53,479.12	4.22
	北京安贞医院	22,122.13	1.75
	山东省立医院	20,444.28	1.61
	烟台市莱阳中心医院	19,443.45	1.53
	滨州医学院附属医院	19,235.71	1.52
	合计	134,724.69	10.64

资料来源：公司提供

总体看，公司药品销售以直销方式为主，主要客户为高端医疗客户，其销售结算周期较长，存

在较大的资金占用；销售药品以西药为主；主要客户保持稳定，客户集中度一般。

3. 医疗器械销售板块

公司从 2012 年底开始发展医疗器械销售业务，在山东省内向各级医疗机构提供医疗器械和医用耗材配送服务。在山东省内医疗器械业务快速增长的基础上，公司将经营模式跨省复制，2016 年进一步向省外拓展，完成全国 20 多个省份控股式收购医疗器械和医用耗材商业公司，实现医疗器械和医用耗材业务的快速增长，医疗器械销售板块占主营业务比重逐年上升。

(1) 医疗器械采购

与药品流通板块相同，公司医疗器械销售板块采取“以销定购”的采购、销售模式。公司采购器械品类齐全，根据器械产品的属性主要分为骨科类、检验试剂、介入类、口腔类、器械耗材、医疗设备、血液透析类、眼耳鼻喉类、医护类。

采购模式方面，对于耗材类产品或与耗材类相关的产品，公司采用与药品采购相同的订货点采购模式；对于设备类及与设备相关的产品，公司采用准时化采购，即公司根据订单需要，对供应商下达订货指令，要求供应商在指定的时间、将指定的品种、指定的数量送到指定的地点。

结算方式上，公司采购设备类产品时与供应商采用预付款的方式结算，采购其他器械产品时多为赊购，部分紧俏器械采用预付货款的形式进行采购，付款方式以电汇为主，账期通常为 1~5 个月。

从采购额来看，公司医疗器械采购器械种类以器械耗材为主，2014~2016 年，公司医疗器械采购额逐年增长，分别为 4.68 亿元、8.94 亿元和 22.79 亿元，年均复合增长 120.61%，主要系器械耗材采购额大幅增长所致。采购数量方面，公司检验试剂、介入类和器械耗材采购量均呈逐年增长趋势，年均复合增长率分别为 247.83%、87.08%和 126.45%；骨科类器械采购量逐年减少，年均复合减少 43.67%，主要系目前大量骨科患者就医时选择骨科专业医院，传统的综合医院骨病患者就诊率越来越低，使得公司骨科类产品订单量减少所致。采购价格方面，与药品采购类似，公司医疗器械采购是以客户的需求为基础，所以每年采购的各类医疗器械品种差异较大，使得采购平均价格有所差异，2014~2016 年，公司医疗器械采购均价分别为 51.12 元/件、49.81 元/件和 46.91 元/件。

表 11 2014~2016 年公司主要医疗器械采购情况（单位：万件、元/件、亿元）

类别	2014 年			2015 年			2016 年		
	数量	均价	金额	数量	均价	金额	数量	均价	金额
骨科类	7.50	809.74	0.61	3.28	1,448.82	0.47	2.38	2,101.76	0.50
检验试剂	35.05	109.88	0.39	250.59	44.38	1.11	424.07	46.93	1.99
介入类	9.10	1,390.22	1.27	15.13	1,002.95	1.52	31.85	598.45	1.91
器械耗材	840.13	27.43	2.30	1,476.21	35.72	5.27	4,307.97	39.82	17.15
其他	24.39	49.50	0.12	50.39	112.45	0.57	87.53	141.74	1.24
合计	916.17	51.12	4.68	1,795.59	49.81	8.94	4,853.78	46.91	22.79

资料来源：公司提供

从上游供应商看，公司医疗器械销售板块前五大供应商采购金额分别为 1.12 亿元、1.88 亿元和 6.05 亿元，占医疗器械销售板块当年采购总额的比例分别为 23.84%、21.05%和 26.53%，公司医疗器械销售板块采购集中度一般。

表 12 2014~2016 年公司医疗器械销售板块前五大供应商情况 (单位: 万元、%)

时间	供应商名称	采购额	占年度采购总额比例
2014 年	强生(上海)医疗器械有限公司	5,516.73	11.78
	济南静远科技有限公司	1,816.71	3.88
	淄博莘安商贸有限公司	1,495.15	3.19
	烟台澳斯邦生物工程有限公司	1,250.88	2.67
	史赛克(北京)医疗器械有限公司	1,087.22	2.32
	合计	11,166.69	23.84
2015 年	强生(上海)医疗器械有限公司	6,644.77	7.43
	上海盾沁贸易商行	4,160.03	4.65
	威海鲁康生物技术有限公司	4,022.16	4.5
	史赛克(北京)医疗器械有限公司	2,129.31	2.38
	土卓曼(北京)医疗器械贸易有限公司	1,868.03	2.09
	合计	18,824.30	21.05
2016 年	贝克曼库尔特商贸(中国)有限公司	32,437.25	14.23
	上海屹贞商贸中心	10,994.85	4.82
	强生(上海)医疗器械有限公司	7,079.72	3.11
	北京恒万泰科技有限公司	5,464.78	2.4
	北京联合聚成医疗器械有限公司	4,485.94	1.97
	合计	60,462.54	26.53

资料来源: 公司提供

总体看, 公司采购医疗器械品类齐全, 以器械耗材为主, 采购额逐年增长, 对供应商依赖程度一般。

(2) 医疗器械仓储运输与销售

仓储运输方面, 除检验试剂类产品需使用冷冻库进行储存并采用冷链运输外, 其他医疗器械产品无特殊仓储运输要求, 公司按照普通药品标准进行储存和配送。

根据《医疗器械经营监督管理办法》, 经营第一类医疗器械不需许可和备案, 经营第二类医疗器械实行备案管理, 经营第三类医疗器械实行许可管理⁴, 公司及其医疗器械板块下属子公司均取得了《医疗器械经营许可证》。

公司医疗器械销售客户与药品流通板块基本一致, 主要面向高端医疗用户和基础医疗客户, 结算方式与药品流量板块一致。

2014~2016 年, 随着公司医疗器械销售市场的拓展, 医疗器械销售收入逐年增长, 年均复合增长 131.77%, 主要系器械耗材类销售额大幅增长所致。由于公司采取“以销定购”的采购、销售模式, 各产品销售量、销售额变动幅度与采购量、采购额变动幅度基本一致。

表 13 2014~2016 年公司主要医疗器械销售情况 (单位: 万件、元/件、亿元)

类别	2014 年			2015 年			2016 年		
	数量	均价	金额	数量	均价	金额	数量	均价	金额
骨科类	7.69	1,012.18	0.78	3.36	1,811.02	0.61	2.44	2,627.20	0.64
检验试剂	35.95	137.35	0.49	256.99	55.48	1.43	434.90	58.67	2.55
介入类	8.87	1,829.23	1.62	14.74	1,319.67	1.95	31.03	787.43	2.44

⁴ 第一类指通过常规管理足以保证其安全性、有效性的医疗器械; 第二类指对其安全性、有效性应当加以控制的医疗器械; 第三类指植入人体, 用于支持、维持生命, 对人体具有潜在危险, 对其安全性、有效性必须严格控制的医疗器械。

器械耗材	650.22	36.10	2.35	1,232.81	46.99	5.79	4,151.49	52.40	21.75
其他	23.76	65.15	0.15	49.27	148.58	0.73	85.42	187.56	1.60
合计	726.49	74.28	5.40	1,557.17	67.46	10.51	4,705.28	61.61	28.99

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，2014~2016年，公司前五大客户均为三级医院，销售额分别为1.77亿元、2.58亿元和6.18亿元，占医疗器械销售板块当年销售总额比例分别为32.88%、24.59%和21.33%，客户集中度逐年下降，客户集中度一般。

总体看，公司医疗器械销售以直销方式为主，销售产品主要为器械耗材，客户集中度一般。

4. 移动医疗板块

2015年，公司紧跟互联网医疗健康领域的发展，大力发展在线服务，有效整合了产业链中的药品福利管理（PBM）、GPO、医院信息化管理、分级诊断等业务模块，为公司持续发展奠定基础。公司以并购整合与战略合作相结合的方式整合人才资源、技术资源与管理资源，依托被并购公司先进的信息技术与专业化的运营团队，加速市场布局，提升服务的专业化水平与智能化程度。2016年，公司移动医疗板块实现营业收入0.20亿元，较2015年增长79.87%。移动医疗板块业务规模较小，对公司整体经营状况影响较小。未来，随着公司“临床使用、采购供应、支付理赔、疾病管理”环节的合理用药管理与服务闭环的建立，业务收入有望进一步提升，成为公司新的利润增长点。

5. 经营效率

2014~2016年，公司业务规模扩张，营业收入、应收账款和存货规模等不断增长，公司整体经营效率呈下滑趋势。2014~2016年，公司应收账款周转率逐年下降，分别为2.72次、2.48次和2.47次，应收账款周转率处于偏低水平，主要系公司客户以医院为主，账期普遍较长所致；存货周转率逐年下降，分别为11.57次、10.00次和9.64次；总资产周转率逐年下降，分别为1.54次、1.34次和1.27次。从同行业对比来看，公司应收账款周转率和总资产周转率低于行业平均水平，存货周转率高于行业平均水平。

总体看，公司经营效率处于行业中上水平。

表14 2016年医药流通行业上市公司经营效率指标（单位：次）

证券代码	证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
000028.SZ	国药一致	5.97	11.13	2.39
000705.SZ	浙江震元	5.89	5.84	1.23
000963.SZ	华东医药	6.26	6.98	1.96
002758.SZ	华通医药	4.46	6.58	1.26
002788.SZ	鹭燕医药	4.18	9.79	2.01
600056.SH	中国医药	4.62	5.13	1.44
600511.SH	国药股份	5.55	10.65	1.92
600713.SH	南京医药	4.28	10.80	2.01
600829.SH	人民同泰	3.82	9.78	1.99
600833.SH	第一医药	11.96	4.59	1.26
601607.SH	上海医药	4.69	6.76	1.54
603368.SH	柳州医药	2.88	8.99	1.43
603883.SH	老百姓	12.22	3.71	1.40

--	上述中位值	4.69	6.98	1.54
002589.SZ	瑞康医药	2.55	9.64	1.27

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 资讯保持一致。

6. 经营关注

(1) 市场竞争加剧风险

近年来，随着医药流通行业市场竞争环境不断优化以行业经营逐步规范，行业内公司持续加大对医药流通领域的投资和营销网络的建设。根据商务部发布的《全国药品流通行业发展规划（2016~2020 年）》，我国将鼓励医药流通企业做强、做大，加快实现规模化、集约化和现代化经营；吸引境外药品流通企业按照有关政策扩大境内投资，参与国内兼并重组。公司虽然在山东省内具有较强的市场竞争力，但也可能面临全国性及地区性医药流通企业，甚至是外资医药流通企业的竞争。

(2) 《药品经营许可证》被吊销和 GSP 认证证书被收回的风险

国家针对医药流通行业设定了较高的准入门槛，企业必须拥有《药品经营许可证》和 GSP 认证证书获得相应资质才能从事药品经营。2017 年 4 月 1 日，国家取消 GSP 定期认证，改为采用随时抽查的方式对 GSP 证书持有企业进行不定期检查，这对药品流通企业的经营管理提出了更高的要求。近年来，随着公司经营规模的扩大，存货规模逐年增长，存货管理压力有所增加。如果公司在不定期检查中达不到相关要求，可能面临丧失相关证书的风险。

(3) 跨区域经营风险

公司通过并购的方式跨出山东省，逐步建立起全国医疗器械销售网络，把山东省医疗器械发展的经验和模式复制到全国各地市，资金需求较大；同时，各地市在经营的过程中有一致性也存在差异性，如果公司不能根据各区域特点将医疗资源进行有效整合，将面临一定的并购整合风险。

(4) 区域集中风险

公司销售区域集中在山东省省内，受山东省内经济及行业政策影响较大，存在一定的区域集中风险。

7. 未来发展

未来三年内，公司将继续围绕“三年规划”进行经营发展，即三年内完成全国 31 个省份（直辖市），每个省份建立 10 条业务线，实现 10 条业务线均有利润产出。

医药板块，逐步完成各省份药品配送平台公司的建设。

医疗器械板块，进一步向省外拓展，借助公司的信息化管理系统，迅速完成并购公司的整合，实行全国主要医疗市场的一体化管理，完成 31 个省份平台公司的建设，实现医疗器械和医用耗材业务的快速增长。

医疗后勤服务板块，进一步完善服务项目，满足不同规模医疗机构的需求，为医疗机构提供专业、放心的服务，成为专业化的医疗机构后勤服务商；移动医疗信息化服务板块，公司将依托被并购公司先进的信息技术和专业化的运营团队，加速市场布局，提升服务的专业化水平和智能化程度，探索建立“临床使用、采购供应、支付理赔、疾病管理”环节的合理用药管理与服务闭环，形成公司新的利润增长点；第三方物流板块，随着各地平台公司的搭建完毕，公司将逐步以点带面，在全国范围建立起第三方物流服务体系；精细化管理方面，公司为提高内部管理水平，提高运行效率，引用并开发的 SAP 信息管理系统将于 2017 年投入实施和运行，对公司各业务板块进行一体化管理。

总体看，公司整体定位明确，有利于长远发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014~2016 年度合并财务报表已经北京天圆全会计师事务所(特殊普通合伙)审计,均出具了标准无保留审计意见,2017 年一季度合并财务报表未经审计。公司财务报表根据财政部颁布的最新企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定编制。

从合并范围来看,2015 年公司纳入合并范围内的各级子公司共 51 家,较 2014 年增加 26 家子公司,其中 17 家为通过购买股权方式获得,为非同一控制下的企业合并;9 家公司为新设立的子公司。2016 年公司纳入合并范围内的各级子公司共 91 家,较 2015 年增加 40 家子公司,其中 32 家为通过购买股权方式获得,为非同一控制下的企业合并;8 家公司为新设立的子公司。2017 年 1~3 月,公司纳入合并范围内的各级子公司共 106 家,较年初新增 16 家子公司。近年来,公司合并范围存在一定变动,且新增子公司较多,对主营业务存在一定影响,故财务数据可比性一般。

截至 2016 年底,公司资产总额为 156.57 亿元,负债合计 81.54 亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计 75.03 亿元,其中归属于母公司所有者权益 68.76 亿元。2016 年,公司实现营业收入 156.19 亿元,净利润(含少数股东损益)6.75 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润为 5.91 亿元;经营活动产生的现金流量净额-17.59 亿元,现金及现金等价物净增加额 8.35 亿元。

截至 2017 年 3 月底,公司资产总额为 182.46 亿元,负债合计 102.48 亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计 79.97 亿元,其中归属于母公司所有者权益 71.68 亿元。2017 年 1~3 月,公司实现营业收入 49.79 亿元,净利润(含少数股东损益)3.70 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润为 2.92 亿元;经营活动产生的现金流量净额-9.78 亿元,现金及现金等价物净增加额-4.14 亿元。

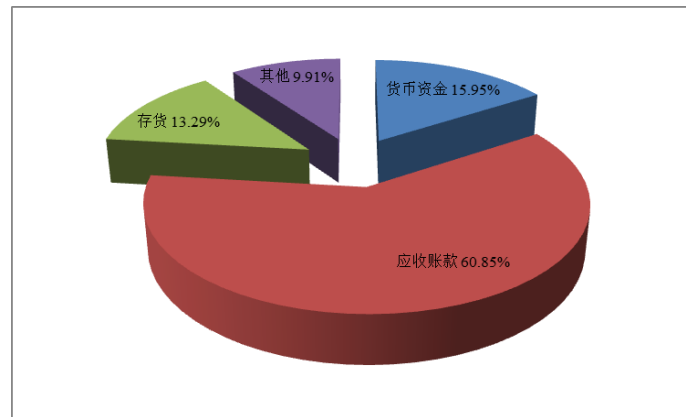
2. 资产质量

2014~2016 年,随着公司定向增发以及多家子公司并购的顺利完成,公司资产规模快速增长,年均复合增长率为 66.05%。截至 2016 年底,公司资产合计 156.57 亿元,较年初增长 76.68%,主要系货币资金、应收账款、固定资产和商誉规模大幅增长所致。从资产结构上看,流动资产占 82.07%、非流动资产占 17.93%,以流动资产为主,符合医疗流通企业资产结构特征。

流动资产

2014~2016 年,公司流动资产规模逐年增长,年均复合增长率为 59.53%,主要系货币资金、应收账款和存货增长所致;截至 2016 年底,公司流动资产 128.50 亿元,较年初增长 72.43%,主要由货币资金(占 15.95%)、应收账款(占 60.85%)和存货(占 13.29%)构成。

图3 截至2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2014~2016年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长率为88.22%，主要系公司分别于2015年和2016年定向增发11.78亿元和30.71亿元资金到位所致。截至2016年底，公司货币资金为20.50亿元，较年初增长74.05%，主要由银行存款（90.17%）和其他货币资金（占9.72%）构成。其他货币资金主要为开具银行承兑汇票而存入的保证金，使用权受到限制，受限资金占比较低。

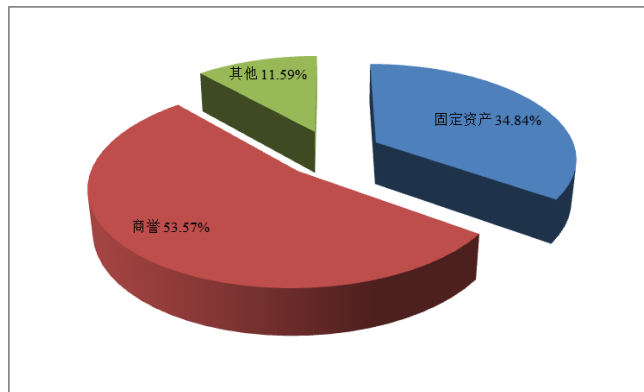
公司客户结构以山东省内的规模以上医院为主，而医院客户对药品的采购通常采用赊购的方式，因此公司应收账款规模较大。2014~2016年，随着医疗器械产品和药品销售收入的持续增长，公司应收账款规模继续保持增长，年均复合增长率为55.27%。截至2016年底，公司应收账款为78.19亿元，较年初大幅增长75.95%。从账龄上看，6个月以内的占比82.41%，7~12个月的占比14.64%，1~2年占比2.53%，2~3年占比0.42%，账龄以短期为主。公司全部采用信用风险特征组合法计提坏账准备，累计计提坏账准备2.62亿元，计提比例3.24%。截至2016年底，公司应收账款余额前五名占比7.39%，集中度较低。为保证应收账款的回收质量和回款速度，公司建立了应收账款管理制度，根据客户的销售和回款记录变化情况，公司会相应动态地调整该客户的信誉天数和信誉额度。虽然应收账款客户均为规模以上医院，与公司合作多年且信誉良好，但仍存在一定的回收风险。

2014~2016年，公司存货逐年增长，年均复合增长率为55.00%，主要系医疗器械配送增加了库存量以及销售增长对库存需求量增加所致。截至2016年底，公司存货为17.07亿元，较年初增长66.49%，主要由原材料（占0.25%）、库存商品（占99.41%）和物资采购（占0.35%）构成。通常公司存货期末余额均保持在公司一个月左右的销售额，主要是针对一些常用药品的备货，2016年公司存货周转天数37.34天，周期较短，因此公司未对存货计提跌价准备。

非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产规模呈逐年增长趋势，年均复合增长率为111.16%，主要系固定资产和商誉大幅增长所致。截至2016年底，公司非流动资产总额为28.07亿元，较年初增长99.17%，主要包括固定资产（占34.84%）和商誉（占53.75%）。

图 4 截至 2016 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司固定资产规模逐年增长，年均复合增长率为 55.60%。截至 2015 年底，公司固定资产账面价值为 7.31 亿元，较年初增长 80.88%，主要系购置上海办公房产、济南医疗器械配送项目和济南医疗洗涤配送项目转固所致。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值为 9.78 亿元，较年初增长 33.86%，主要系在济南市购置房屋所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 64.29%）、专用设备（占 24.66%）、运输设备（占 2.85%）和电子设备及其他（占 8.21%）构成。公司累计计提折旧 1.83 亿元，固定资产成新率为 86.23%，成新率较高。

2014~2016 年，公司商誉逐年大幅增长，年均复合增长率为 421.21%，主要系公司近年来大规模溢价收购非同一控制下的企业所致。截至 2016 年底，公司商誉为 15.09 亿元，较年初大幅增长 225.40%，主要为当期收购太原维康鸿业科技有限公司、北京时代瑞澳商贸有限公司、河南东泰电子科技有限公司等 32 家子公司产生的 10.53 亿元商誉。2016 年，公司对苏州鼎丞大通医疗科技有限公司和北京悦康北卫医药有限公司计提了 787.25 万元商誉减值准备。公司整体商誉规模较大，且主要溢价收购的公司均为医疗器械行业，未来经营存在一定不确定性，存在一定减值风险。

截至 2016 年底，公司所有权和使用权受限资产规模合计为 16.15 亿元，主要为货币资金、应收票据、固定资产和应收账款使用权受限，受限比例 10.31%。

表 15 截至 2016 年底公司使用受限资产情况（单位：万元）

科目	受限规模	受限原因
货币资金	19,915.30	保证金
应收票据	3,081.60	质押
固定资产	3,164.60	借款抵押
无形资产	572.50	借款抵押
应收账款	134,763.67	借款抵押、保理
合计	161,497.67	--

资料来源：公司年报

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 182.46 亿元，较年初增长 16.54%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占比 81.19%、非流动资产占比 18.81%，非流动资产占比相较年初有所上升。公司流动资产为 148.14 亿元，较年初增长 15.29%，主要系应收账款增长所致。公司应收账款为 95.22 亿元，较年初增长 21.78%，主要系新收购子公司纳入合并范围所致。公司非流动资产 34.31 亿元，较年初增长 22.26%，主要系商誉大幅增长所致；公司商誉为 19.75 亿元，较年初增长 30.93%，主要系本期收购公司增加所致。公司其他非流动资产为 1.59 亿元，较年初增长 349.78%，主要系收购的

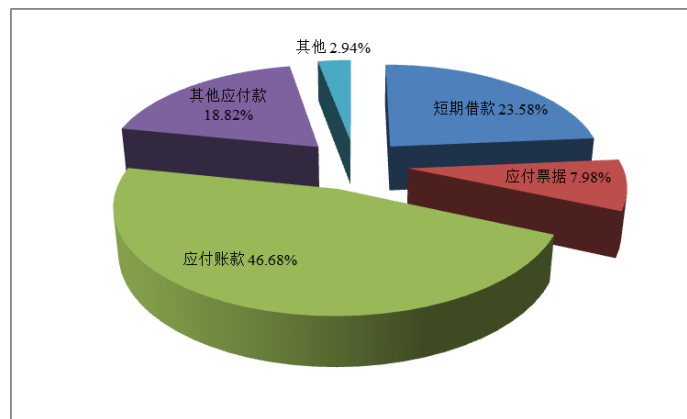
安徽井泉中药股份有限公司的股权款，因工商未完成变更所致。公司流动资产和非流动资产结构较年初变化不大。

总体看，近年来公司资产规模逐年快速增长，以流动资产为主，现金类资产较为充裕，但应收账款和存货占比较高，对营运资金形成了一定的占用；非流动资产中商誉占比较高，存在一定减值风险。公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2014~2016年，伴随公司业务规模扩大，公司负债规模逐年增加，年均复合增长率为45.48%，主要系短期借款、应付账款和其他应付款增长所致。截至2016年底，公司负债合计81.54亿元，较年初增长49.42%，全部为流动负债。公司流动负债主要包括短期借款（占23.58%）、应付票据（占7.98%）、应付账款（占46.68%）和其他应付款（占18.82%）。

图5 截至2016年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2014~2016年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长率为22.90%，主要系随着业务规模不断扩大，流动资金需求增加导致借款增加所致。截至2016年底，公司短期借款为19.23亿元，较年初增长21.39%。公司短期借款中质押借款占44.16%、保证借款占42.91%、保理借款占7.80%和未终止确认应收票据确认的金融负债占5.13%。

2014~2016年，公司应付票据波动增长，年均复合增长率为38.50%。截至2015年底，公司应付票据为6.98亿元，较年初大幅增长105.68%，主要系公司对下游客户的议价能力逐年提高，逐渐以承兑汇票方式结算代替现金结算所致。截至2016年底，公司应付票据为6.51亿元，较年初下降6.74%，变化较小。公司应付票据中商业承兑汇票占15.37%、银行承兑汇票占84.63%。

2014~2016年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长率为35.45%，主要是一方面随着公司销售规模的逐年扩大，公司的医药产品采购金额也相应扩大，因此公司应付账款的金额较大；另一方面是由于公司属于医药流通企业，通常以赊购的方式向医药工业企业进行采购。截至2016年底，公司应付账款为38.06亿元，较年初增长39.86%。从账龄上看，公司应付账款以一年以内为主（占98.82%）。

2014~2016年，公司其他应付款逐年大幅增长，年均复合增长率为265.91%，主要系当期新收购子公司往来款增加以及股权转让款未支付所致。截至2016年底，公司其他应付款为15.35亿元，较年初增长321.16%，主要由股权款（占39.27%）和其他往来款（占49.76%）构成。

2014~2016年，公司全部债务规模逐年增长，年均复合增长率为26.35%，主要系公司加大短期

借款力度所致。截至 2016 年底，公司全部债务为 25.73 亿元，较年初增长 12.79%，全部为短期债务。债务指标方面，近三年公司资产负债率和全部债务资本化比率逐年下降，其中，公司资产负债率分别为 67.85%、61.58% 和 52.08%，全部债务资本化比率分别为 46.90%、40.13% 和 25.54%，主要系公司于 2015 年和 2016 年定向增发导致净资产规模增长所致。2016 年底公司上述债务指标分别较年初下降了 9.50 个百分点和 14.59 个百分点。整体看，公司债务负担较轻，但债务结构有待优化。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 102.48 亿元，较年初增长 25.68%，主要为短期借款和其他应付款增长所致。公司负债中全部为流动负债，结构较年初无变化。公司短期借款为 26.60 亿元，较年初增长 38.36%，主要系为满足公司购销业务增加银行借款所致。公司其他应付款 24.31 亿元，较年初增长 58.40%，主要系本期部分收购子公司股权款尚未支付所致。公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 56.17% 和 30.76%，较年初分别上升了 4.09 个百分点和 5.22 个百分点，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

总体看，近三年随着公司不断扩大经营规模，对流动资金需求逐年提高，债务规模逐年增长，但公司直融渠道畅通，通过定向增发不断优化资本结构，使得债务负担逐年减轻；公司债务全部为短期债务，债务结构有待优化。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 102.74%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。截至 2016 年底，公司所有者权益为 75.03 亿元，较年初增长 120.38%；其中归属于母公司的所有者权益为 68.76 亿元（占 91.64%），少数股东权益 6.27 亿元（占 8.36%）。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 9.52%，资本公积占 70.96%，未分配利润占 18.56%、盈余公积占 0.97%。所有者权益构成中，实收资本和资本公积占比较大，公司所有者权益稳定性较强。

2014~2016 年，公司资本公积逐年大幅增长，年均复合增长率为 118.49%。截至 2016 年底，公司资本公积为 48.79 亿元，较年初增加 161.71%，主要系 2016 年公司定向增发募集资金 30.71 亿元，其中增加资本公积 29.72 亿元所致。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益为 79.97 亿元，较年初增长 6.59%，变化不大。其中归属于母公司所有者权益合计 71.68 亿元，占所有者权益的 89.62%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 9.13%、资本公积占 68.07%、未分配利润占 21.88%，公司所有者权益构成较年初变化较小。

总体看，近三年，由于成功完成三次定向增发，公司所有者权益大幅增长，权益结构稳定性高。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入稳定增长，年均复合增长 41.63%，主要系自身业务的内生增长及并购子公司导致合并范围变化综合影响所致。2016 年实现营业收入 156.19 亿元，同比增长 60.19%，主要系公司业务布局全国，除传统市场保持稳定增长外，积极拓展省外医药、器械市场所致。公司营业成本近三年复合增长 36.39%，低于公司营业收入增幅。2014~2016 年，公司净利润分别为 1.82 亿元、2.43 亿元和 6.75 亿元，年均复合增长 92.72%。

期间费用方面，2014~2016 年，公司销售费用逐年增长，分别为 2.34 亿元、4.09 亿元和 9.32 亿元，年均复合增长 99.56%，主要系一方面随着业务的增长，特别是器械业务开拓市场，差旅费大幅上升，另一方面加大了药品、器械的宣传力度，广告费用及市场推广费同比增加以及合并范围扩大使得办公费用也相应大幅增加所致；2016 年，公司销售费用同比增长 128.08%。近三年公司管理费用大幅增长，分别为 1.32 亿元、2.25 亿元和 4.26 亿元，年均复合增长 79.60%，主要系合并范围扩大使得差旅费用、职工薪酬以及厂房、办公等设备的折旧费大幅增加所致。2016 年，公司管理费用同

比增加 88.88%。近三年公司财务费用小幅增长，分别为 0.77 亿元、0.74 亿元和 0.84 亿元，年均复合增长 4.75%。受上述因素影响，2014~2016 年，公司期间费用分别为 4.43 亿元、7.08 亿元和 14.42 亿元，年均复合增长 80.46%。2016 年，公司销售费用、管理费用和财务费用分别占比 64.64%、29.51% 和 5.84%，以销售费用和管理费用为主。2014~2016 年，公司费用收入分别为 5.69%、7.27% 和 9.23%，呈逐年上升的趋势，期间费用对其利润存在一定侵蚀，公司费用控制能力一般。

2014~2016 年，公司资产减值损失大幅增长，年均复合增长 143.59%。2016 年公司减值损失为 0.90 亿元，同比大幅增长 133.88%，主要系新增坏账损失 0.43 亿元和商誉减值损失 0.08 亿元所致。

从各项盈利指标来看，公司加大毛利率较高的医疗器械板块布局，导致公司盈利能力逐年提高。2014~2016 年，公司主营业务毛利率分别为 9.05%、10.94% 和 15.57%，营业利润率分别 8.89%、10.82% 和 15.31%。2016 年公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 9.90%、8.02% 和 12.38%，较 2015 年的 7.26%、5.59% 和 9.30% 均有所提升。整体看，公司盈利能力提升速度较快。从与同行业上市公司比较来看（见下表），2016 年公司盈利指标处于行业中游偏上水平。

表16 2016年医药流通行业上市公司盈利能力指标（单位：%）

证券代码	证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
000028.SZ	国药一致	11.15	9.87	17.07
000705.SZ	浙江震元	14.37	2.63	3.54
000963.SZ	华东医药	24.27	15.08	28.23
002758.SZ	华通医药	11.43	5.09	7.41
002788.SZ	鹭燕医药	7.59	6.23	10.96
600056.SH	中国医药	11.79	8.32	15.44
600511.SH	国药股份	7.42	10.17	16.72
600713.SH	南京医药	5.88	4.01	7.32
600829.SH	人民同泰	10.02	6.70	14.62
600833.SH	第一医药	15.68	4.27	6.12
601607.SH	上海医药	11.79	6.51	10.39
603368.SH	柳州医药	9.31	7.31	14.21
603883.SH	老百姓	36.06	10.17	14.59
--	上述中位值	11.43	6.70	14.21
002589.SZ	瑞康医药	15.67	7.85	11.73

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 资讯保持一致。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 49.79 亿元，较上年同期增长 53.54%；实现净利润 3.70 亿元，较上年同期大幅增长 294.95%，主要系收入增长及执行新的坏账政策所致。

总体看，近年来，公司营业收入快速增长，盈利能力提升较快，但期间费用控制能力一般。

5. 现金流

从经营活动来看，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，2014~2016 年公司经营活动现金流入大幅增长，三年复合增长 46.28%，均随公司营业收入的扩大而增长。2016 年公司经营活动现金流入 156.77 亿元，同比增长 64.25%；其中，收到其他与经营活动相关的现金为 18.62 亿元，同比增长 420.87%，主要是收回医院的保证金，收取供应商的保证金。由于保证金支付和收回主要是根据公司与客户、供应商的政策，有年度、半年度、季度支付和收取，所以往来金额

较大。2014~2016 年公司经营活动现金流出大幅增加，年均复合增长 52.58%，主要系随着公司市场的销售规模逐渐增大，购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。2016 年公司经营活动现金流出 174.36 亿元，同比增加 74.17%，主要系保证金及差旅费支出大幅增加所致。受上述因素影响，2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额均呈净流出状态，分别为-1.64 亿元、-4.66 亿元和 -17.59 亿元，净流出规模持续扩大。从收入实现质量来看，近三年公司的现金收入比分别为 92.08%、94.23%和 88.45%，2016 年较 2015 年下降 5.78 个百分点，呈波动下降趋势，主要系公司医疗器械板块销售收入回款周期相对较长所致，公司收入实现质量一般。

从投资活动情况来看，2014~2016 年，公司投资活动现金流入量逐年减少，年均复合减少 53.81%。2016 年公司投资活动现金流入为 3.27 亿元，同比减少 76.82%，主要系公司收回投资收到的现金减少所致。2014~2016 年，公司投资活动现金流出量波动下降，年均复合下降 25.39%。2016 年，公司投资活动现金流出为 9.66 亿元，同比减少 46.68%，主要系公司取得子公司及其他营业单位支付的现金减少所致。受上述因素影响，投资活动产生的现金流量净额分别为-2.02 亿元、-4.00 亿元和-6.39 亿元，净流出规模持续扩大。

公司近三年及近期筹资渠道主要为银行借款和股权融资。从筹资活动情况来看，2014~2016 年，公司筹资活动现金流入量呈逐年快速增长态势，年均复合增长 81.26%，主要系当期定向增发收到的现金增加所致。2016 年公司筹资活动现金流入为 76.06 亿元，同比增加 90.39%。2014~2016 年，公司筹资活动现金流出呈逐年增长态势，年均复合增长率为 46.51%，主要系公司偿还债务支付的现金增长所致。2016 年公司筹资活动现金流出为 43.74 亿元，同比增加 65.08%。受上述因素影响，筹资活动产生的现金流量净额分别为 2.77 亿元、13.46 亿元和 32.33 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流入为 50.48 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 45.49 亿元，收到其他与经营活动有关的现金为 4.99 亿元；经营活动现金流出 60.26 亿元，公司经营活动产生的现金流量净额为-9.78 亿元；公司投资活动产生的现金流量净额为-1.97 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 7.61 亿元。

总体看，近年来公司经营活动和投资活动净现金流持续为负，且规模逐年扩大，对筹资活动资金需求较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率逐年上升，分别为 1.31 倍、1.37 倍和 1.58 倍，流动资产对流动负债的覆盖能力较好；公司速动比率处于较高水平，分别为 1.13 倍、1.18 倍和 1.37 倍；2014~2016 年公司现金短期债务比分别为 0.56 倍、0.74 倍和 1.03 倍，主要得益于货币资金增长所致，现金类资产对短期债务的覆盖能力较高。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标来看，2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 3.45 亿元、4.53 亿元和 10.68 亿元，逐年增长，主要系利润总额和计入财务费用的利息支出增长所致；2016 年公司 EBITDA 中折旧、摊销、计入财务费用的利息支出和利润总额占比分别为 7.02%、0.87%、9.86%和 82.25%。近三年，EBITDA 利息倍数分别为 4.44 倍、5.14 倍和 10.15 倍，覆盖程度很高；EBITDA 全部债务比分别为 0.21 倍、0.20 倍和 0.41 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖水平较高。

截至 2016 年底，公司不存在对外担保情况。

截至 2016 年底，公司没有对其生产经营或偿债能力产生重大影响的未决诉讼或未决仲裁。

截至 2016 年底，公司共获得银行授信额度合计 55.05 亿元，已使用额度 22.24 亿元，未使用额度 32.81 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司作为深交所上市公司，直接融资渠道畅通。

根据企业提供的人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G10370602000435507），截至 2017 年 4 月 14 日，公司不存在已结清和未结清的关注类及不良类信贷信息记录，公司过往履约情况良好。

总体看，公司整体偿债能力很强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2017 年 3 月底，公司债务总额合计 35.52 亿元，本次拟发行债券规模为不超过 20 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度较大，对公司债务水平有较大的影响。

以 2017 年 3 月底财务数据为基础，假设本次债券（20 亿元）发行后，在其它因素不变的情况下，长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 20.01%、40.98%和 60.50%，分别较发行前上升 20.01 个百分点、10.22 个百分点、4.33 个百分点，债务负担进一步加重，但仍属合理水平。考虑到公司拟将部分募集资金用于偿还现有债务，实际债务负担将低于预测值。

以 2017 年 3 月底财务数据为基础，假设本期债券（10 亿元）发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 11.11%、36.27%和 58.45%，分别较发行前上升 11.11 个百分点、5.52 个百分点、2.28 个百分点，债务负担仍属较轻水平。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2016 年的相关财务数据为基础，公司 2016 年 EBITDA 为 10.68 亿元，为本次公司债券发行额度（20 亿元）的 0.53 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；2016 年经营活动产生的现金流入 156.77 亿元，为本次公司债券发行额度（20 亿元）的 7.84 倍，公司经营活动现金流入对本次债券覆盖程度较高。

以 2016 年的相关财务数据为基础，公司 2016 年 EBITDA 为 10.68 亿元，为本次公司债券发行额度（10 亿元）的 1.07 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度高；2016 年经营活动产生的现金流入 156.77 亿元，为本次公司债券发行额度（10 亿元）的 15.68 倍，公司经营活动现金流入对本次债券覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司在销售网络，业务布局，供应商数量，物流配送能力等方面具备的竞争优势，且近年来公司完成多次定向增发，资本实力大幅增强，未来伴随被收购企业业绩的显现，公司收入及利润有望进一步提高，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

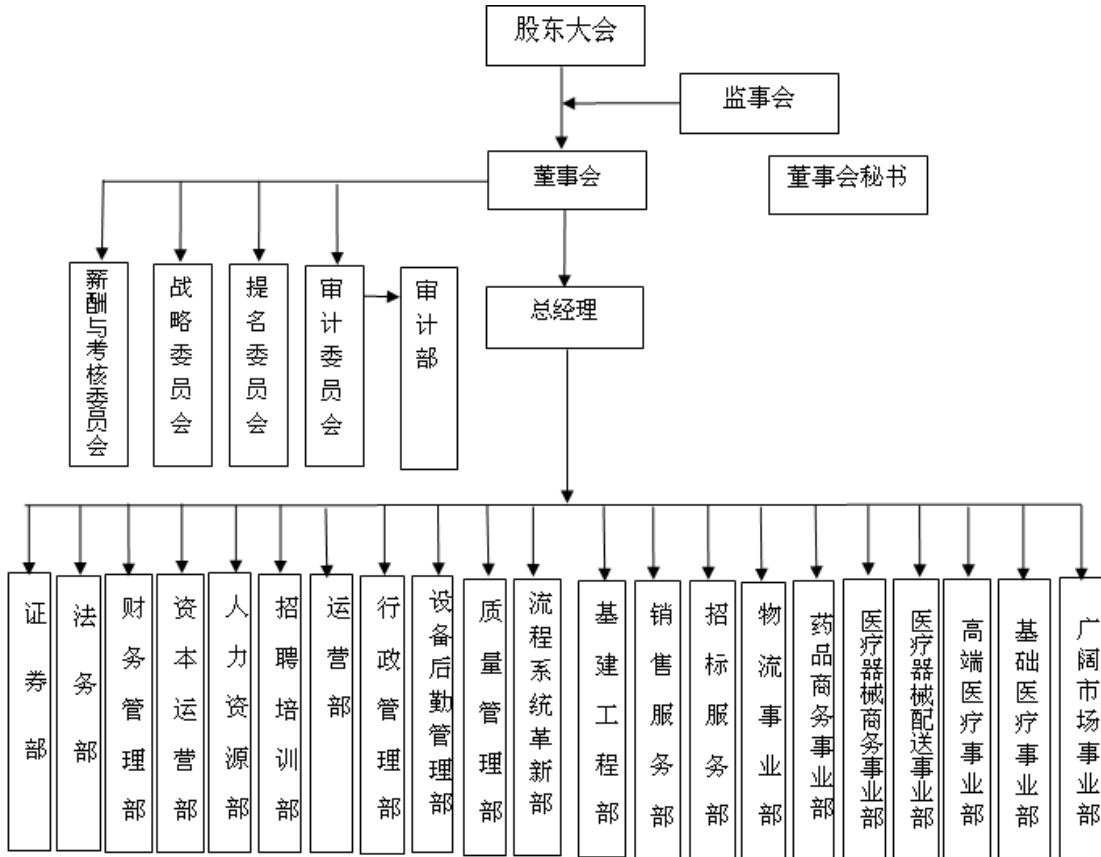
九、综合评价

公司作为山东省医药流通行业龙头企业，在销售网络，业务布局，供应商数量，物流配送能力等方面具有的竞争优势；近年来，公司坚持内生增长与外延发展相结合的发展战略，通过收购其业务范围逐步覆盖全国 20 余个省份，收入规模和资产规模快速增长；通过三次定向增发，公司资本实力和整体抗风险能力大幅增强。同时，联合评级也关注公司所处医药流通行业政策变化较大、收购整合挑战较大、销售回款周期较长、业务区域集中度高、债务结构不合理等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，公司将进一步完善医疗器械各产品线业务的布局，通过外延式扩张实现跨省复制、资源共享、协同增效，公司经营规模有望保持增长，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 瑞康医药股份有限公司组织结构图



附件 2 瑞康医药股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额 (亿元)	56.78	88.62	156.57	182.46
所有者权益 (亿元)	18.25	34.04	75.03	79.97
短期债务 (亿元)	16.12	22.82	25.73	35.52
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务 (亿元)	16.12	22.82	25.73	35.52
营业收入 (亿元)	77.86	97.50	156.19	49.79
净利润 (亿元)	1.82	2.43	6.75	3.70
EBITDA (亿元)	3.45	4.53	10.68	--
经营性净现金流 (亿元)	-1.64	-4.66	-17.59	-9.78
应收账款周转次数 (次)	2.72	2.48	2.47	--
存货周转次数 (次)	11.57	10.00	9.64	--
总资产周转次数 (次)	1.54	1.34	1.27	--
现金收入比率 (%)	92.08	94.23	88.45	91.37
总资本收益率 (%)	8.35	7.26	9.90	--
总资产报酬率 (%)	6.30	5.59	8.02	--
净资产收益率 (%)	10.46	9.30	12.38	--
主营业务毛利率 (%)	9.05	10.94	15.57	16.67
营业利润率 (%)	8.89	10.82	15.31	16.33
费用收入比 (%)	5.69	7.27	9.23	10.10
资产负债率 (%)	67.85	61.58	52.08	56.17
全部债务资本化比率 (%)	46.90	40.13	25.54	30.76
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.44	5.14	10.15	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.21	0.20	0.41	--
流动比率 (倍)	1.31	1.37	1.58	1.45
速动比率 (倍)	1.13	1.18	1.37	1.26
现金短期债务比 (倍)	0.56	0.74	1.03	0.65
经营现金流动负债比率 (%)	-4.25	-8.54	-21.57	-9.55
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.17	0.23	0.53	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.34	0.45	1.07	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3、2017 年 1~3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化。

附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
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
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
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/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

 长期债务=长期借款+应付债券

 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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

 全部债务=长期债务+短期债务

 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

 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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）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。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司 关于瑞康医药股份有限公司 2017年面向合格投资者公开发行公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年瑞康医药股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

瑞康医药股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。瑞康医药股份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，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注瑞康医药股份有限公司的相关状况，如发现瑞康医药股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，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，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如瑞康医药股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至瑞康医药股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送瑞康医药股份有限公司、监管部门等。





营业执照

(副本)

统一社会信用代码 91120104738471845H

名称 联合信用评级有限公司

类型 有限责任公司(法人独资)

住所 天津市南开区水上公园北道38号爱俪园公寓508

法定代表人 吴金善

注册资本 叁仟万元人民币

成立日期 二00二年五月十日

营业期限 2002年05月10日至 2032年05月09日

经营范围 从事企业资信评估及相关业务的人员培训、咨询服务(不含中介);从事证券市场资信评级业务。(国家有专项专营规定的按国家专项专营规定办理)



登记机关



2015年11月18日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



公司名称：鹏亨信用评级有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：吴金贵

注册地址：天津市南开区水上公园北道38号爱俪园公寓508
编号：ZPJ005

中国证券监督管理委员会(公章)
2004年9月3日



中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 唐玉丽

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 联合信用评级有限公司

编号: R0040215110002

仅限评级业务使用
证书取得日期 2016-11-14
证书有效截止日期 2017-12-31



2017年05月15日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期, 从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 任贵永

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 联合信用评级有限公司

编号: R0040215070002

证书取得日期: 2005-07-25
证书有效截止日期: 2017-12-31

仅限评级业务
复印无效



2017年05月15日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。