

浙江华通医药股份有限公司 公开发行可转换公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：A+

公司主体信用等级：AA-

评级展望：稳定

发行规模：不超过人民币 2.24 亿元（含）

债券期限：6 年

转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

担保方式：钱木水、沈剑巢、朱国良将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保（质押担保比例不低于本次债券本息总额的 150%），钱木水、沈剑巢、朱国良为本次债券提供连带责任保证担保

评级时间：2017 年 9 月 25 日

主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 6 月
资产总额（亿元）	7.57	9.39	10.59	11.50
所有者权益（亿元）	2.79	5.30	5.55	5.63
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务（亿元）	1.87	1.07	1.66	3.06
营业收入（亿元）	11.44	12.20	12.58	6.65
净利润（亿元）	0.46	0.47	0.40	0.23
EBITDA（亿元）	0.80	0.78	0.69	--
经营性净现金流（亿元）	0.78	0.20	0.05	-0.53
营业利润率（%）	11.29	11.22	11.12	12.88
净资产收益率（%）	17.28	11.60	7.35	4.20
资产负债率（%）	63.12	43.53	47.62	51.06
全部债务资本化比率（%）	40.15	16.82	22.99	35.23
流动比率（倍）	1.22	1.77	1.52	1.28
EBITDA 全部债务比（倍）	0.43	0.73	0.42	--
EBITDA 利息倍数（倍）	8.38	16.21	18.54	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.36	0.35	0.31	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、2017 年 1~6 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”）对浙江华通医药股份有限公司（以下简称“公司”或“华通医药”）的评级反映了公司作为浙江省绍兴市医药流通行业龙头企业，在绍兴地区基层终端渠道覆盖、物流仓库管理等方面具备综合竞争优势。近年来，受益于医药行业的迅速发展，公司收入规模和资产规模保持稳步增长。同时，联合评级也关注到公司所处医药流通行业政策变化较大、公司业务区域集中度高、区域市场拓展风险较大、销售回款周期较长等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将进一步推进包括中药配方颗粒在内的中药饮片业务发展，并以此为契机带动医药批发和医药连锁业务在浙江省内其他城市的拓展，公司经营规模有望保持增长，盈利能力有望得到提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券募集资金拟用于中药饮片扩建项目和技术研发中心项目。同时本次可转换公司债券发行条款设计偏向于转股，考虑到未来转股因素，预计公司的资本结构有进一步优化的可能，偿债压力将得以减轻。

本次债券采用股份质押和保证的担保方式。出质人钱木水、沈剑巢、朱国良将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保（质押担保比例不低于本次债券本息总额的 150%），该担保方式对本次债券的按期偿付具有显著的积极影响；同时钱木水、沈剑巢、朱国良为本次债券提供连带责任保证担保，保证范围为本次债券 100% 本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的合理费用，该担保方式体现出公司股东对公司未来经营的信心，对本次债券的信用水平具有一定的正面影响。

基于对公司主体长期信用以及本次可转换

公司债券偿还能力的综合评估,联合评级认为,本次可转换债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1·公司作为浙江省绍兴市医药流通行业龙头企业,扎根农村基层,具有一定的差异化竞争优势。

2·目前,公司医药批发业务已实现对绍兴地区乡镇卫生院和社区医疗机构、县级及县级以上医疗机构等的全覆盖;公司拥有现代化的物流仓储系统,物流仓库管理能力较强。

3·公司股东钱木水、沈剑巢、朱国良为本次债券提供股份质押担保,并设置了追加质押股票数量等约定,对保障本次可转换公司债券的还本付息起到了积极的影响。

关注

1·公司业务主要集中在绍兴市,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。公司未来计划向绍兴周边地区拓展,各地医药流通的市场环境存在一定的差异性,公司面临区域市场拓展风险。

2·本次债券募集资金拟主要用于中药饮片产能扩建项目,该项目能否如期完成或顺利实施并取得预期收益,尚存在诸多不确定因素。

3·公司净资产规模较小;应收账款和存货规模较大,对资金占用明显。

分析师

高 鹏

电话:010-85172818

邮箱:gaop@unitedratings.com.cn

孙林林

电话:010-85172818

邮箱:sunll@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：

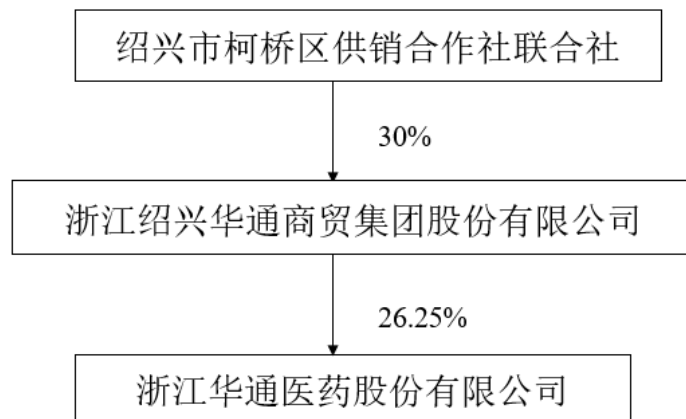

联合信用评级有限公司

一、主体概况

浙江华通医药股份有限公司（以下简称“公司”或“华通医药”）前身为成立于 1999 年 1 月的绍兴县华通医药有限公司（以下简称“华通有限”），公司于 2010 年 9 月 8 日经绍兴县供销合作社联合社[2010]25 号《关于同意绍兴县华通医药有限公司整体变更设立为浙江华通医药股份有限公司的批复》的批准，由绍兴县华通集团有限责任公司（以下简称“华通集团”）联合其他 43 个自然人以发起方式设立，初始注册资本 3,000.00 万元，并以华通有限截至 2010 年 7 月 31 日经审计净资产 3,213.28 万元，按 1.07109:1 的比例折合股本 3,000 万股整体变更为股份有限公司。2010 年 10 月，公司经绍兴市工商行政管理局登记成立。

2015 年 5 月 27 日，公司在深圳证券交易所中小板挂牌上市，首次公开发行 1,400 万股，股票简称“华通医药”，股票代码：002758.SZ。公司首次公开发行募集资金净额 22,097.58 万元。截至 2017 年 6 月底，公司注册资本 21,000.00 万元，其中公司控股股东为浙江绍兴华通商贸集团股份有限公司，为华通集团更名后的现名，持有公司 26.25% 的股份；公司实际控制人为绍兴市柯桥区供销合作社联合社。

图 1 截至 2017 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要的经营范围为：批发：中药材、中药饮片、中成药、化学药制剂、抗生素制剂、生化药品、生物制品、麻醉药品、第一类精神药品、第二类精神药品、蛋白同化制剂、肽类激素（凭《药品经营许可证》经营）；中药材收购；医疗器械（详见医疗器械经营许可证浙绍食药监械经营许 20140010 号）。食品经营（凭许可证经营），批发、零售：日用百货、化妆品、消毒用品、无需审批的医疗器械；商品信息咨询；房屋租赁；国内广告代理、发布、设计、制作。（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）

截至 2017 年 6 月底，公司下设人力资源部、财务部、办公室、质量管理部、销售部、采购部和证券部（见附件 1）；拥有直接或间接控制子公司共 6 家。截至 2016 年底，公司拥有在职员工 891 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 105,923.33 万元，负债合计 50,439.86 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 55,483.48 万元，其中归属于母公司所有者权益 55,365.62 万元。2016 年，公司实现营业收入 125,797.70 万元，净利润（含少数股东损益）3,986.38 万元，其中归属于母公司所有者的净利润 4,015.52 万元；经营活动产生的现金流量净额 455.00 万元，现金及现金等价物净增加额

-4,744.99 万元。

截至 2017 年 6 月底，公司合并资产总额 115,017.61 万元，负债合计 58,727.45 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 56,290.17 万元，其中归属于母公司所有者权益 56,212.17 万元。2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 66,488.36 万元，净利润（含少数股东损益）2,346.69 万元，其中归属于母公司所有者的净利润 2,386.55 万元；经营活动产生的现金流量净额-5,312.75 万元，现金及现金等价物净增加额-3,164.45 万元。

公司注册地址：绍兴市柯桥区轻纺城大道 1605 号；法定代表人：钱木水。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次可转换公司债券名称为“浙江华通医药股份有限公司公开发行可转换公司债券”（以下简称“本次债券”），本次债券及未来转换的 A 股股票拟在深圳证券交易所上市。本次债券募集资金总额不超过人民币 2.24 亿元（含），具体发行数额将由公司股东大会授权公司董事会在上述额度范围内确定。本次债券的期限为自发行之日起 6 年，转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本次债券到期日止。本次债券每张面值为人民币 100 元，按面值发行；票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会及其授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。。本次债券采用每年付息一次的付息方式，计息起始日为本次债券发行首日。

（1）转股条款 初始转股价

格的确定依据

本次债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

前 20 个交易日公司股票交易均价=前 20 个交易日公司股票交易总额/该 20 个交易日公司股票交易总量；前一交易日公司股票交易均价=前一交易日公司股票交易额/该日公司股票交易量。

转股价格的调整方法及计算公式

在本次债券发行之后，若公司发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况，将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

派送红股或转增股本： $P1 = P0 / (1+n)$ 增发新股或

配股： $P1 = (P0 + A \times k) / (1+k)$ ；上述两项同时进行：

$P1 = (P0 + A \times k) / (1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P1 = P0 - D$ ；

上述三项同时进行： $P1 = (P0 - D + A \times k) / (1+n+k)$ 。

其中： $P1$ 为调整后转股价， $P0$ 为调整前转股价， n 为送股或转增股本率， A 为增发新股价或配股价， k 为增发新股或配股率， D 为每股派送现金股利。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）指定的上市公司信息披露媒体上刊登董事会决议公告，并于

公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股期间（如需）。当转股价格调整日为本次债券持有人转股申请日或之后，转换股份登记日之前，则该持有人的转股申请按本公司调整后的转股价格执行。

当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使本公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次债券持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次债券持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据当时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订。

修正条款

在本次债券存续期间，当公司 A 股股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价和前一交易日公司 A 股股票的交易均价。

若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

(2) 赎回条款

到期赎回条款

在本次债券期满后 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款

在本次债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：

① 在本次债券转股期内，如果公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）。

② 当本次债券未转股余额不足 3,000 万元时。

当期应计利息的计算公式为： $IA=B \times i \times t/365$

IA：指当期应计利息；

B：指本次债券持有人持有的可转换公司债券票面总金额；

i：指可转换公司债券当年票面利率；t：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格

和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

(3) 回售条款 有

条件回售条款

本次债券最后两个计息年度，如果公司 A 股股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次债券

转股而增加的股本）配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股

价格向下修正的情况，则上述 30 个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

本次债券最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

附加回售条款 在本次债券存续期内，若本次债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺

情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，本次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

(4) 担保事项 本次债券采用股份质押和保证

的担保方式。 股份质押担保

公司董事长兼总经理钱木水、董事兼副总经理沈剑巢、董事兼副总经理朱国良将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保，质押担保比例不低于本次债券本息总额的 150%，质押担保的范围包括公司经中国证监会核准发行的可转债本金及由此产生的利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用。

钱木水、沈剑巢、朱国良保证在《浙江华通医药股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券之股份质押合同》签署后，不再在质押股权上设置其他质押权、优先权或者其他第三方权利，未经质权人代理人书面同意，不得采取转让该质押股权或作出其他损害质权人权利的行为。

在质权存续期内，如在连续 30 个工作日内，质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本次债券尚未偿还本息总额的 130%，质权人代理人有权要求出质人在 30 个工作日内追加担保物，以使质押资产的价值与本次债券未偿还本金的比率高于 150%；追加的资产限于公司人民币普通股，追加股份的价值为连续 30 个工作日内华通医药收盘价的均价。在出现上述须追加担保物情形时，出质人钱木水、沈剑巢、朱国良应追加提供相应数额的华通医药人民币普通股作为质押标的，以使质押资产的价值符合上述规定；若质押股票市场价值（以每一交易日收盘价计算）连续 30 个交易日超过本次债券尚未偿还本息总额的 200%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股票的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本次债券尚未偿还本息总额的 150%。 保证担保 为保障本次债券持有人的权益，除提供股份质押外，钱

木水、沈剑巢、朱国良为本次债券提供

连带保证责任担保，保证范围为本次经中国证监会核准发行的可转债总额的 100% 本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的合理费用，保证的受益人为全体债券持有人。

2· 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金总额不超过人民币 22,400.00 万元(含),扣除发行费用后全部用于以下项目：

表 1 本次债券募集资金用途 (单位:万元)

序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金
1	年产 10,000 吨中药饮片扩建项目	23,166.56	16,413.55
2	技术研发中心项目	11,244.87	5,986.45
合计		34,411.43	22,400.00

资料来源:公司提供

公司拟投资建设的年产 10,000 吨中药饮片扩建项目的实施主体为公司下属子公司浙江景岳堂药业有限公司(以下简称“景岳堂药业”),预计总投资 23,166.56 万元,建设期 2 年,税后财务内部收益率为 15.66%,所得税后项目投资回收期为 6.99 年。公司现已通过 2010 年新版国家药品生产企业 GMP 认证。2017 年 6 月,景岳堂药业与绍兴市国土资源局柯桥区分局签订并经浙江省绍兴市柯桥公证处公证的《国有建设用地使用权出让合同》,公司于 2017 年 9 月取得浙【2017】绍兴市柯桥区不动产权第 0045954 号土地使用权证,同时已取得绍兴县企业投资项目备案通知书【备案号:

06211612214031510027】、绍兴市柯桥区行政审批局环评文件【绍柯审批环审[2017]3 号】。技术研发中心项目的实施主体为景岳堂药业,预计总投资 11,244.87 万元,建设期 2 年。该项目按照 GMP 规范,引进先进的研发中试设备及技术,建筑面积 30,000 平方米,购置多功能提取浓缩机组、高效湿法制粒机、旋片式切药机及空调系统等设备 191 套(台)。2017 年 6 月,景岳堂药业与绍兴市国土资源局柯桥区分局签订并经浙江省绍兴市柯桥公证处公证的《国有建设用地使用权出让合同》,公司于 2017 年 9 月取得浙【2017】绍兴市柯桥区不动产权第 0045954 号土地使用权证,同时已取得绍兴县企业投资项目备案通知书【备案号:06211612214031547666】、绍兴市柯桥区行政审批局环评文件【绍柯审批环审[2017]3 号】。若本次发行扣除发行费用后的实际募集资金少于上述项目募集资金拟投入总额,在不改变本次

募投项目的前提下,公司董事会可根据项目的实际需求,对上述项目的募集资金投入顺序和金额进行适当调整,募集资金不足部分由公司自筹解决。在本次发行募集资金到位之前,公司将根据募集资金投资项目进度的实际情况以自筹资金先行投入,并在募集资金到位后予以置换。

总体看,上述项目与公司主营业务相关,项目建设完成后公司产能规模将有所扩大,公司的综合竞争实力将有所提升。

三、行业分析

公司营业收入主要来自于药品批发和药品零售收入,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。

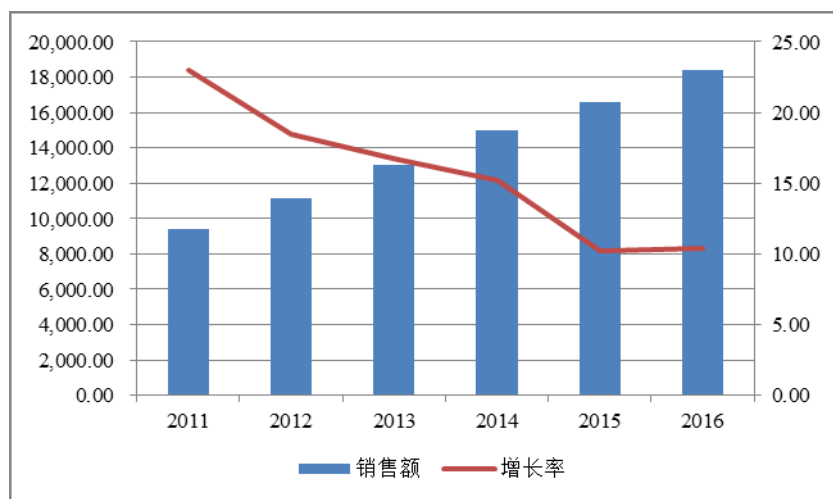
1. 行业概况

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,2014~2016 年,药品流通市场规模稳定增长,但增速放缓。2014 年,全国七大类医药(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)

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。2016 年，全国七大类医药商品销售总额 18,393 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.4%，增速较上年上升 0.2 个百分点；其中，药品零售市场 3,679 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.5%，增速同比上升 0.9 个百分点。医药商品销售额增幅持续回落，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 2 2011~2016 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

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。

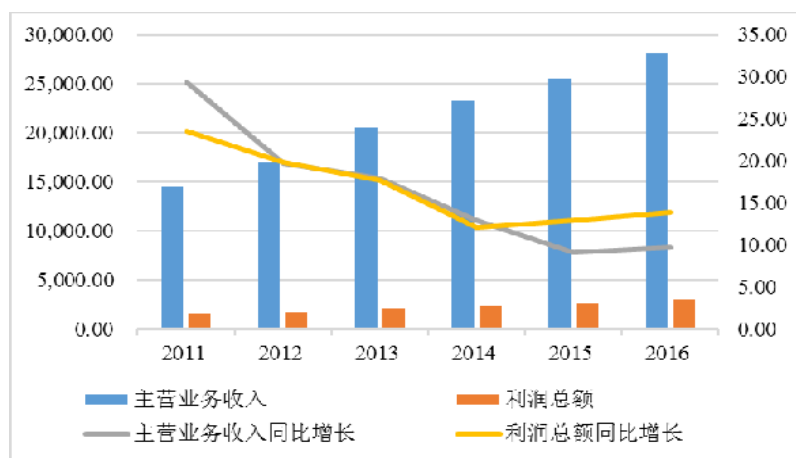
2·行业产业链分析

(1) 行业供给 医药流通行业的上游为医药制造业。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。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。

图3 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

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,2016 年,纯销类销售额为 10,813 亿元,占销售总额的 58.8%,较上年上升 0.6 个百分点;批发类销售额为 7,520 亿元,占销售总额的 40.9%,较上年下降 0.9 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 2016 年底,直报企业配送客户数量逾 122 万家,共拥有 674 个物流中心,仓库面积超约 723 万平方米,其中常温库占 26.0%,阴凉库占 71.8%,冷库占 2.2%;仓库存储标准托盘货位数约 279 万个,托盘数量约 188 万个;拥有专业运输车辆 13,534 辆,其中冷藏车占 11.1%,特殊药品专用车占 2.2%。

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。2016年,我国60岁及以上老年人口升至2.3亿,占人口总数16.7%,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13,154.00亿元,增长10.00%,拉动医药终端需求持续增加;医疗机构总诊疗人数达80亿人次左右。

从销售渠道看,2016年对生产企业销售额60亿元,占销售总额的0.3%;对批发企业销售额7,520亿元,占销售总额的40.9%,同比下降0.9个百分点;对终端销售额10,813亿元,占销售总额的58.8%,同比上升0.6个百分点。其中,对医疗机构销售额7,673亿元,占终端销售额的71.0%;对零售终端和居民零售销售额3,141亿元,占终端销售额的29.0%。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(一般指国内国外大型连锁超市、卖场),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,据商务部不完全统计,2016年,医药电商直报企业销售总额达612亿元,其中B2B和B2C业务销售额分别为576亿元和36亿元,分别占医药电商销售总额的94.2%和5.8%;订单总数4,305万,B2B订单转化率达96.7%,B2C订单转化率达86.3%;B2B网站活跃用户量27万,平均客单价3,652元,平均客品数791个;B2C网站活跃用户量11,162万,平均客单价148元,平均客品数11个。B2B日出库完成率98.4%,B2C日出库完成率96.5%;B2B电商业务费用率16.5%,B2C电商业务费用率22.2%,均远超行业平均费用率;B2B与B2C销售结构差异较为明显,B2B业务中西药类占比最高,而B2C业务主要集中在其他类(保健品、化妆品及个人护理用品、计划生育及成人用品等)。

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。2016年,主要销售区域分别为京津冀经济区(占13.8%)、长江三角洲经济区(占22.8%)和珠江三角洲经济区(占8.7%)。分省份看,销售额前十位分别是广东、北京、上海、浙江、江苏、安徽、山东、河南、四川、云南,占全国销售额的64.2%。

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,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。

从市场占有率来看,药品批发行业集中度进一步提高。2016年,药品批发企业主营业务收入前100位占同期全国医药市场总规模的70.9%,同比上升2.0个百分点。其中,4家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的37.4%,同比上升0.5个百分点;15家区域龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的18.4%,同比上升1.1个百分点。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 2016 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
1	中国医药集团总公司	2,988.10
2	华润医药商业集团有限公司	1,145.93
3	上海医药集团股份有限公司	1,137.71
4	九州通医药集团股份有限公司	615.57
5	广州医药有限公司	362.85
6	南京医药股份有限公司	266.24
7	中国医药健康产业股份有限公司	257.40
8	康德乐股份（香港）有限公司	254.03
9	华东医药股份有限公司	253.80
10	安徽华源医药股份有限公司	209.60
合计	--	7,491.23

资料来源：商务部、联合评级整理。

从市场格局看，2016 年，全国六大区域销售总额比重分别为：华东 37.4%、华北 16.2%、中南 23.7%、西南 13.0%、东北 5.1%、西北 4.6%；其中华东、华北、中南三大区域销售总额占到行业销售总额的 77.3%，同比上升 0.1 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 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

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、要求药品集中招标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¹；具有与经营规模相适应的一定数量的执业

¹ 《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

药师，质量管理负责人具有大专以上学历，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。

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。

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采购政策陆续出台、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、

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。

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

公司作为浙江省绍兴市医药流通行业龙头企业,是浙江供销系统首家改制设立的集医药批发和连锁零售于一体的药品流通企业,在绍兴区域市场具有较高的知名度和品牌效应。公司在商务部对2016年药品批发企业主营业务收入统计排名中位列第84位,下属子公司浙江华通医药连锁有限公司(以下简称“华通连锁”)在商务部对2016年药品零售企业销售总额排名中位列第69位。

(1) 基层终端优势 公司由供销社下属企业转型而来,具有农村村镇终端药店的渠道优势。公司大部分的零售门店都在农村乡镇,在农村市场有先入优势,能够避免与竞争对手的正面竞争,具有差异化竞争优势。2011年开始,公司实现了对绍兴地区范围内的乡镇卫生院和社区医疗机构、县级及县级以上医疗机构等的批发业务全覆盖。目前,公司共有85家直营药店,其中58家位于农村村镇一级,村镇门店占连锁直营门店总数的68.24%,农村市场始终是公司的传统基础市场。2015年初,公司在浙江省新一轮的配送权招标中进一步取得了杭州市萧山区和余杭区的基本药物配送权,配送网络逐步向绍兴地区以外的市场拓展。

(2) 物流现代化

公司的物流仓储使用了物流信息系统,可以高效、准确的掌握药品库存、物流数据信息,有效

降低商品损耗和人工成本，提高配送效率和准确度。公司物流基地一期位于绍兴市内，目前库容已经饱和，物流二期项目正在建设过程中，建成后公司物流仓储配送能力将有较大水平提升，同时也增强了公司与供应商以及终端客户的配送能力。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。截至 2016 年底，公司已投入使用的物流中心仓储面积合计 25,083 平方米；拥有货运车辆 17 量，其中冷藏车 2 辆，配送半径为绍兴市及周边 300 公里范围内区域，可以完全覆盖公司现有客户的配送范围，并且可以实现绍兴地区当天配送到货，具有一定的终端物流配送优势。

(3) 中药饮片、配方颗粒业务先入优势

公司把中药饮片业务的发展列为公司的发展战略重点，2015 年 12 月，公司下属子公司景岳堂药业成为首批入选浙江省中药配方颗粒科研专项认证的 2 家企业中的一家，并于 2016 年 1 月获得浙江省食品药品监督管理局颁发的有关中药配方颗粒的《药品 GMP 证书》，近年来业务收入增长明显，目前浙江省中药配方颗粒专项企业共有 4 家；目前，景岳堂药业拥有 1 项实用新型专利。2016 年，公司大力投入中药配方颗粒的科研生产项目及专业营销队伍的建设，科研生产备案品种的数量已达到 600 多种，中药配方颗粒的销售网络也已初步形成，截至 2017 年 6 月底，已有年产 2,000 吨的产能，并且公司新增中药配方颗粒的产能预计 2021 完全释放设计产能，将较大水平提升公司中药配方颗粒的生产能力。未来随着医保政策的不断深入推进，公司中药饮片配方颗粒业务有望成为新的利润增长点。总体看，通过多年发展，公司已成为绍兴地区的药品流通龙头企业，并保持了良好的发展势头；

目前，公司各细分板块已形成了一定客户资源及市场占有率，区域竞争力较强。

2· 人员素质

公司共有董事、监事及高管人员 13 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 5 人（其中 4 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。

公司董事长兼总经理钱木水先生，1962 年生，大专学历，副主任药师，中共党员；曾任绍兴县供销社钱清医药经营部总经理、华通有限董事长及总经理、华通商贸副董事长，2010 年 9 月至今任公司董事长兼总经理。

公司财务总监周志法先生，1963 年生，大专学历，会计师，中共党员；曾任绍兴县钱清供销社杨汛分社出纳、绍兴县钱清供销社会计、浙江精工科技股份有限公司审计主任、华通有限财务总监，自 2010 年 9 月至今担任公司财务总监。

截至 2016 年底，公司共有在职员工 891 人，按职能划分，销售人员占 44.56%，生产人员占 38.61%，技术人员占 6.62%，财务人员占 3.25%，行政人员占 6.96%；按文化程度划分，公司高中及以下占 56.23%，大专占 29.85%，本科及以上占 13.92%。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、公司管理

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 3 年，可连选连任，董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 名，由全体董事过半数选举产生，独立董事 3 名。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，全面负责公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，依据公司发展战略和规划，制定实施方案。

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·管理体制

公司根据自身情况制订了较为完整的管理体系和制度。截至 2017 年 6 月底，公司下设人力资源部、财务部、办公室、质量管理部、销售部、采购部和证券部，各部门分工明确，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，公司按照与子公司其他出资人的约定或子公司《公司章程》的规定向子公司委派或推荐董事、监事及高级管理人员、职能部门负责人，结合公司发展规划和经营计划，制定和不断修订自身经营管理目标，确保公司及其他股东的投资利益。各控股子公司建立了重大事项报告制度和审议程序，在购买或出售资产、对外投资、对外提供担保、提供财务资助等重大事项发生时，还需经过公司董事会或股东大会审议通过。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。

财务管理方面，为规范股份公司及下属子公司的财务行为，加强财务监督，根据《企业内部控制基本规范》、《股份有限公司治理规则》及国家有关法律法规，公司结合实际情况制定了《财务审批制度》，就财务管理、会计核算和投资审批等做了具体的规定。

对外投资方面，公司制定了《对外投资管理制度》，规定了公司的对外投资原则、决策程序、审批权限、工作程序、投资管理、投资后评价等方面。公司的重大投资行应由股东大会审议通过。董事会、总经理办公会议行使权限范围内的投资决策权。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，公司根据《公司法》、《担保法》、《关于规范上市公司对外担保行为的通知》等有关法律法规、规章制度以及公司章程的有关规定，结合公司的实际情况，制定对外担保制度。董事会审议担保事项时，除应当经全体董事的过半数出席外，还应当经出席董事会会议的三分之二以上（且该人数应占全体董事的过半数）董事同意。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《关联交易管理办法》，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。公司应将关联交易协议的订立、变更、终止及履行情况等事项按照法律、行政法规和规范性文件或深交所的相关规则予以披露，并对关联交易的定价依据予以充分披露。药品采购方面，公司根据

《药品管理法》及其实施条例、《药品经营质量管理规范》、《药品流通监督管理办法》及相关法律法规，制定了《药品采购管理制度》，加强药品采购质量管理，严把药品质量关。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，公司建立了质量管理部，并建立了完善的《质量管理制度》，包括质量体系内部审核制度、质量信息管理制度、购进销售药品的管理、药品入库验收制度、药品保管制度、药品养护制度、药品出库复核制度、特殊药品管理制度、不合格药品管理制度、近效期药品催销规定、质量事故报告制度、退货药品管理制度、药品不良反应报告的管理制度、冷藏药品管理制度、电子监管药品管理制度以及 GSP 实施情况内部评审等管理制度，使药品的质量得到充分保证。总体看，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

公司主要从事药品批发和药品零售业务。2014~2016 年，公司分别实现营业收入 11.44 亿元、12.20 亿元和 12.58 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 4.87%，主要系医药行业发展迅速，公司药品流通和药品生产业务收入增长所致。净利润方面，2014~2016 年，公司分别实现净利润 0.46 亿元、0.47 亿元和 0.40 亿元，年均复合减少 6.81%，其中 2016 年较 2015 年减少 15.09%，主要系期间费用增加所致。

从营业收入构成来看，2014~2016 年，公司主营业务收入占营业收入的比重均在 98%以上，主营业务十分突出。药品批发系公司营业收入中规模最大的业务，2014~2016 年，公司药品批发收入分别为 9.55 亿元、10.03 亿元和 10.18 亿元，年均复合增长 3.25%，占营业收入的比重分别为 83.47%、82.22%和 80.92%。近三年，公司药品零售业务板块收入分别为 1.48 亿元、1.69 亿元和 1.90 亿元，年均复合增长 13.35%，呈逐年增长趋势，占营业收入的比重也逐年上升，分别为 12.95%、13.86%和 15.13%。近三年，受公司中药饮片业务市场的不断扩展影响，公司的药品生产业务板块收入逐年增长，分别为 0.35 亿元、0.39 亿元和 0.41 亿元，年均复合增长 8.98%，占营业收入比重逐年上升，分别为 3.05%、3.21%和 3.29%。公司展会收入主要来自于举办医药会展活动所收取的服务费用，对外第三方物流业务收入主要来自于对外物流配送费用，占营业收入比例较低。

表 5 2014~2016 年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

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
药品批发	95,483.20	83.47	7.07	100,304.69	82.22	6.87	101,797.84	80.92	6.94

药品零售	14,813.05	12.95	33.08	16,906.88	13.86	30.63	19,031.14	15.13	27.69
药品生产	3,484.19	3.05	39.84	3,918.67	3.21	38.51	4,138.20	3.29	40.49
展会	112.10	0.10	40.24	111.39	0.09	53.65	110.20	0.09	59.94
对外第三方物流	127.42	0.11	52.36	171.08	0.14	48.34	171.78	0.14	46.22
其他业务	369.05	0.32	3.44	580.85	0.48	41.92	548.54	0.44	40.23
合计	114,389.00	100.00	11.51	121,993.56	100.00	11.45	125,797.70	100.00	11.43

资料来源：联合评级根据公司年报整理

从毛利率水平看,2014~2016年,公司综合毛利率较为稳定,分别为11.51%、11.45%和11.43%。分业务板块来看,2014~2016年,公司药品批发板块毛利率波动下降,分别为7.07%、6.87%和6.94%;药品零售板块毛利率逐年下降,分别为33.08%、30.63%和27.69%,主要系公司增加了毛利率较低的特殊自费药品的销售,拉低该业务板块的毛利率所致;药品生产板块毛利率波动上升,分别为39.84%、38.51%和40.49%。从公司产品销售的区域分布来看,公司各板块营业收入主要来源于绍兴地区,近三年,绍兴地区营业收入占比均在80%以上。

2017年1~6月,受益于药品生产相关业务的收入增加,公司实现营业收入6.65亿元,较上年同期增长10.55%;实现净利润0.23亿元,较上年同期增长15.17%。

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,近年来公司营业收入稳步增长,主营业务突出,毛利率较为稳定;公司营业收入主要来自于绍兴市地区。

2·业务运营

近年来,公司营业收入主要来源于药品批发和药品零售收入,多年来在绍兴地区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。公司药品生产业务主要由下属子公司景岳堂药业负责,主要业务为生产加工中药饮片、中药配方颗粒,同时还生产风油精等外用液体制剂;近三年,药品生产业务收入规模较小,对公司整体经营状况影响有限。因此,下文业务运营分析主要围绕药品批发和药品零售业务展开。

(1) 药品采购 公司药品采购主要采取统一采购模式,由母公司华通医药负责药品的集中采购,受“两票制”

政策影响,公司目前主要通过上游大型的药品生产企业进行采购,目前已建立合作关系的供应商达600余家。此外,华通连锁零售的药品除从母公司统一采购外还根据自己经营的需要直接从市场进行部分采购,主要原因是连锁公司直接面对终端消费者,具有终端广告效应,部分药品从厂家直接采购可以争取到终端促销价格,比从母公司集中采购更具价格优势。公司采购药品品类齐全,根据药品属性主要分为西药、中成药、中药材、中药饮片等类别。

采购流程方面,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,公司采购部门通过ERP综合系统生成每日采购建议,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,确定需采购的品种、规格及数量。在与确定后经审核合格的供货厂商进行询价后,由采购人员建立采购订单向供应商提出采购需求,签订采购合同。采购人员负责与厂商保持有效沟通和督促及时交货,以保证药品的及时供应。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,采购频率通常省内为2~3次/月,省外为1~2次/月。

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,部分采取银行承兑的方式支付货款,结算周期通常为60天左右。

从采购额来看，公司采购药品种类以西药、中成药为主，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9.80亿元、10.49亿元和10.50亿元，年均复合增长2.31%。其中西药和中成药的近三年采购金额分别为8.89亿元、9.47亿元和9.57亿元，年均复合增长3.76%，逐年稳步增长；中药材和中药饮片的近三年采购额分别为0.76亿元、0.86亿元和0.77亿元，年均复合增长0.10%，其中，2016年采购额同比下降11.13%，主要系原药品批发中的部分中药药材由景岳堂药业生产后直接供给医院，导致药品批发部分中药材的采购额下降所致。

表6 2014~2016年公司药品批发采购情况（单位：万元、%）

按品种分类	2014年		2015年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
西药、中成药	88,881.27	90.69	94,692.45	90.28	95,696.03	91.17
中药材、中药饮片	7,628.70	7.78	8,609.72	8.21	7,651.20	7.29
其他	1,495.19	1.53	1,580.23	1.51	1,619.56	1.54
合计	98,005.16	100.00	104,882.40	100.00	104,966.79	100.00

资料来源：公司提供

从上游供应商来看，公司与全国多家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682家。2014~2016年，公司前五大供应商采购金额分别为2.34亿元、2.66亿元和2.58亿元²，占当年采购总额的比例分别为22.97%、24.11%和22.46%，公司采购集中度较低，供应商较为稳定。

表7 2014~2016年公司前五大供应商情况（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	浙江英特药业有限责任公司	7,330.76	7.20
	华东医药股份有限公司	7,277.55	7.15
	浙江省医药工业有限公司	3,072.81	3.02
	北京赛科昌盛医药有限责任公司	2,867.28	2.82
	宁波医药股份有限公司	2,841.19	2.79
	合计	23,389.59	22.97
2015年	浙江英特药业有限责任公司	9,249.19	8.39
	华东医药股份有限公司	7,393.93	6.71
	浙江省医药工业有限公司	4,132.43	3.75
	北京赛科昌盛医药有限责任公司	2,898.44	2.63
	江苏恒瑞医药股份有限公司	2,892.38	2.62
	合计	26,566.37	24.11
2016年	浙江英特药业有限责任公司	8,846.08	7.72
	华东医药股份有限公司药品分公司	7,039.59	6.14
	浙江省医药工业有限公司	4,277.17	3.73
	江苏恒瑞医药股份有限公司	2,967.16	2.59
	浙江上药新欣医药有限公司	2,620.33	2.29
	合计	25,750.34	22.46

资料来源：公司提供

² 此处的前五大供应商是公司所有经营业务合并口径的前五大供应商。

总体看，公司采购药品品类齐全，以西药、中成药为主，药品采购总额逐年增长，对供应商的依赖程度较低。

(2) 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浙江省食品药品监督管理局颁发的《药品经营许可证》。

药品批发 公司的药品批发业务以纯销为主，公司将销售对象分为各级医疗机构、零售药店和医药商业批发企业。客户中的各级公立医疗机构通过全省药品统一招标采购系统下单，公司通过该系统接到订单后，及时组织药品配送，并定期对账和结算。全省药品统一招标采购目录中的药品价格(中标价)是固定的，因此，对各级公立医疗机构(包括农村和城市)招标采购的药品，不存在价格谈判，全部按全省统一中标价格结算，此价格一旦确定后，在一个招标采购标期内不会改变，以政府确认的中标产品价格为准向下浮动，影响公司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。

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 2.16%，其中西药、中成药的销售收入逐年增长，年均复合增长 1.46%；中药材、中药饮片的销售总额总体趋势增长，年均复合增长 9.95%。

表 8 2014~2016 年公司主要药品批发业务销售情况(单位：万元)

产品名称	2014 年	2015 年	2016 年
西药、中成药	86,775.79	90,034.82	90,621.10
中药材、中药饮片	7,078.63	8,551.55	9,408.91
其他	1,628.78	1,718.32	1,767.83
合计	95,483.20	100,304.69	101,797.84

资料来源：公司提供

从销售区域来看，2014~2016年，公司药品批发收入主要来自于绍兴地区的医疗机构，分别占药品批发销售收入的 88.81%、88.62%和 88.91%。

结算方式上，公司与客户主要以电汇方式结算，其中，公立医疗机构向公司支付的货款由浙江省药械平台转付，账期一般为 90~100 天。

从销售客户来看，2014~2016年，公司药品批发客户主要为医疗机构，其收入分别为 7.51 亿元、7.79 亿元和 7.82 亿元，年均复合增长 2.02%，占药品批发板块收入比例分别为 78.67%、77.71%和 76.79%，占比逐年小幅下降，总体趋于稳定。近三年，医药商业批发企业收入分别为 0.68 亿元、0.66 亿元和 0.71 亿元，变化不大。近三年，零售药店的收入分别为 1.36 亿元、1.44 亿元和 1.41 亿元，年均复合增长 1.88%，占比分别为 14.20%、14.32%和 13.83%，变化不大。

表 9 2014~2016 年公司药品批发板块按客户类型收入及占比情况 (单位: 万元、%)

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
医疗机构	75,115.75	78.67	77,946.66	77.71	78,173.64	76.79
医药商业批发企业	6,771.85	7.09	6,639.67	6.62	7,147.43	7.02
零售药店	13,559.80	14.20	14,361.48	14.32	14,074.32	13.83
其他	35.80	0.04	1,356.87	1.35	2,402.45	2.36
合计	95,483.20	100.00	100,304.69	100.00	101,797.84	100.00

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³, 主要为公立医疗机构, 销售额分别为 2.30 亿元、2.21 亿元和 2.28 亿元, 占当年销售收入比例分别为 20.12%、18.13%和 18.19%, 客户集中度较低, 客户较为稳定。

表 10 2014~2016 年公司前五大销售客户情况 (单位: 万元、%)

时间	客户名称	销售额	占年度销售收入比例
2014 年	绍兴市中心医院	6,991.47	6.11
	绍兴第二医院	5,617.37	4.91
	诸暨市人民医院	3,535.38	3.09
	绍兴市人民医院	3,469.39	3.03
	绍兴市柯桥区中医医院	3,403.19	2.98
	合计	23,016.79	20.12
2015 年	绍兴市中心医院	7,076.93	5.80
	绍兴第二医院	5,202.33	4.26
	诸暨市人民医院	3,457.67	2.83
	绍兴市柯桥区中医医院	3,285.12	2.69
	香港康福国际集团有限公司	3,115.90	2.55
	合计	22,137.96	18.13
2016 年	绍兴市中心医院	7,610.39	6.08
	绍兴第二医院	5,327.78	4.25
	诸暨市人民医院	4,023.10	3.21
	绍兴市柯桥区中医医院	3,379.57	2.70
	绍兴市上虞人民医院	2,446.06	1.95
	合计	22,786.90	18.19

资料来源: 公司提供

总体看, 公司医药批发板块销售额逐年稳步增长, 以西药、中成药为主, 主要客户集中在医疗机构中, 客户集中度较低。

零售连锁公司的药品连锁销售业务主要通过下属子公司华通连锁下辖的各零售药店直接销售给终端消费者, 其中各零售药店均为直营店。公司的零售业务由总部对下属门店实行集中统一管理、统一采购、统一配送、统一资金管理, 保证药品质量。

从销售区域看, 2014~2016 年, 公司零售连锁业务主要布局于绍兴地区。公司直营店分布在柯

³ 此处的前五大客户是公司所有经营业务合并口径的前五大客户。

桥区、越城区、诸暨市、嵊州市和新昌县等区域市场，2014~2016年，在绍兴市医药零售市场占有率分别为22%、22%和25%，市场占有率有所增长。截至2016年底，公司共拥有84家连锁直营门店及柯桥景岳堂中医门诊部、新昌景岳中医院。

从药品零售所处位置来看，2014~2016年，农村部分的药品连锁零售业务收入波动增长，分别为7,491.54万元、8,047.65万元和7,802.67万元，占比分别为50.57%、47.60%和41.00%，占比不断下降；城市部分收入分别为7,321.50万元、8,859.23万元和11,228.48万元，年均复合增长23.84%，占比分别为49.43%、52.40%和59.00%，占比不断上升。

表 11 2014~2016 年公司药品零售板块按客户类型收入及占比情况（单位：万元、%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
农村	7,491.54	50.57	8,047.65	47.60	7,802.67	41.00
城市	7,321.50	49.43	8,859.23	52.40	11,228.48	59.00
合计	14,813.05	100.00	16,906.88	100.00	19,031.14	100.00

资料来源：公司提供

2014~2016年，受益于终端需求的不断增长，公司药品零售收入逐年增长，年均复合增长13.35%，其中西药、中成药零售额有所增长，年均复合增长13.83%；中药材、中药饮片整体有所增长，2016年同比下降5.91%，主要系2016年中药处方外流量受到一定限制，导致药店所获得的中药处方来源减少所致。由于公司根据对市场需求的预测进行药品采购，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 12 公司近三年药品零售主要药品销售情况（单位：万元）

产品名称	2014 年	2015 年	2016 年
西药、中成药	12,985.95	14,602.42	16,825.77
中药材、中药饮片	1,571.24	1,990.83	1,873.20
其他	255.86	313.63	332.17
合计	14,813.05	16,906.88	19,031.14

资料来源：公司提供

结算方式上，公司药品零售直接面对终端客户销售，医保收入采用电汇结算方式，非医保收入采用现金结算方式。

2014~2016年，药品零售业务收入中，医保收入分别为3,632.10万元、4,132.04万元和4,578.06万元，占比分别为24.52%、24.44%和24.06%，占比较为稳定；非医保收入逐年增长，分别为11,180.95万元、12,774.84万元和14,453.08万元，占比分别为75.48%、75.56%和75.94%，占比小幅提升。

表 13 2014~2016 年公司药品零售板块按是否医保结算分类的收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
医保收入	3,632.10	24.52	4,132.04	24.44	4,578.06	24.06
非医保收入	11,180.95	75.48	12,774.84	75.56	14,453.08	75.94
合计	14,813.05	100.00	16,906.88	100.00	19,031.14	100.00

资料来源：公司提供

总体看，公司药品零售业务收入逐年增长，收入主要来自于绍兴地区，城市地区收入占比不断提升，药品销售以西药、中成药为主；面对终端客户消费，非医保收入为主要收入来源，且较为稳定。

(3) 仓储物流 公司及其药品流通业务通过下属子公司浙江华药物流有限公司（以下简称“华药物流”）完成，具有第三方药品物流资质，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。

公司物流仓库储存总面积为 25,083 平方米，其中阴凉库面积为 17,250 平方米，常温库面积为 7,250 平方米，冷库面积 450 立方米。办公用房面积 500 平方米。根据功能划分为：收货区、待验区、代管区、合格品区、不合格区、待发区、退货区、疑问药品区等区域，并按 GSP 要求进行色标标识。

仓储配有在线温湿度计显示仪 123 台，电子标签 1,210 个，无线基站 27 个，手持终端 29 个，条码打印设备 24 台，电子条码扫描机 25 个，大型传输设备 2 套，高速分拣系统一套，分拣口十道，电动叉车 3 辆，电动堆垛车 2 辆。运输设备有运输车辆 17 辆，其中冷藏车 2 辆，每辆运输车上都有 GPS 导航定位系统。冷链运输监测设备 20 套，配套保温箱 26 只，实现在途温度记录与数据实时上传、打印的功能。公司物流基地采用现代物流设施、设备，具有仓储管理系统（WMS）物流管理体系，保障了仓储、运输产品的质量。

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 12.53%，主要系人工成本增加所致；公司的仓储成本主要由人工成本、运输成本和其他构成，2016 年占仓储运输成本的比重分别为 59.60%、17.95%和 22.45%，其他成本主要为设备折旧，电费水费等，其中人工成本为公司仓储物流的主要成本。公司配送范围实现绍兴地区全覆盖，有部分配送范围覆盖到杭州等周边地区，公司药品物流配送可以实现当天到达。

表 14 2014~2016 年公司仓储运输成本主要情况（单位：万元、%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
人工成本	440.32	60.29	508.71	60.39	551.25	59.60
运输成本	101.63	13.92	122.52	14.54	165.99	17.95
其它	188.36	25.79	211.17	25.07	207.61	22.45
合计	730.31	100.00	842.40	100.00	924.85	100.00

资料来源：公司提供

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· 在建工程

公司目前的医药物流二期建设项目已经公司 2016 年度第二次临时股东大会审议通过，该项目工程预计在 2017 年 9 月 30 日前完工。计划投资额为 1.20 亿元，截至 2016 年底已投资金额为 0.73 亿元，占计划投资额总额的 60.36%。

该项目功能分区包括仓储物流区、运输服务区、物流信息区、流通加工区等保障功能区域，总建筑面积为 38,000 平方米，仓储面积为 35,000 平方米。仓库中将配备与经营范围相适应的常温库、阴凉库、冷库，其中冷库容积 2,500 立方米以上。项目建成后可实现全程网上处理，明显提高作业

效率与准确性。该项目预计建成后将具有药品的储存、分拆、拣选和配送等功能，仓储总量达到 60 万件，日分拣能力 20,000 件，日均配送量约 10,000 件，单日最大配送能力可达 15,000 件。总体看，该项目建成后将和公司医药物流一期一并投入使用，增强公司整体医药物流仓储配送能力。

4·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波动下降，分别为 4.51 次、4.68 次和 4.40 次，应收账款周转率处于一般水平，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 8.68 次、8.16 次和 6.58 次；总资产周转率逐年下降，分别为 1.52 次、1.44 次和 1.26 次。从同行业对比来看，公司应收账款周转率、存货周转率以及总资产周转率均低于行业平均水平。

表 15 2016 年医药流通行业地方性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
000705.SZ	浙江震元	5.89	5.84	1.23
000963.SZ	华东医药	6.26	6.98	1.96
002788.SZ	鹭燕医药	4.18	9.79	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
603368.SH	柳州医药	2.88	8.99	1.43
--	上述平均值	5.83	7.66	1.65
002758.SZ	华通医药	4.46	6.58	1.26

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。

总体看，公司经营效率处于行业一般水平。

5·经营关注

(1) 区域市场竞争加剧和区域市场拓展风险 近年来，随着医药流通行业市场竞争环境的不断优化以及行业经营逐步规范，行业内公司持续

加大了对医药流通领域的投资和市场营销网点的建设。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。公司目前主要经营区域在绍兴地区，并计划地向绍兴周边地区拓展，逐步走向浙江全省市场，而浙江省属于经济发达地区，更有可能吸引新的进入者，同时区域内规模较大的医药商业企业自身也在进一步发展，使得该区域医药市场竞争可能更为激烈。同时，由于各地医药流通的市场环境存在一定的差异性，公司在进行区域拓展的过程中，如果不能根据各区域特点将医疗资源进行有效整合，将面临一定的区域市场拓展风险。

(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) 药品质量风险

公司的主营业务为药品的批发与零售，现经营着 1,000 余家药品生产、经营企业的 10,000 多种品规的产品。尽管公司严格执行药品流通 GSP 的规定，从药品采购到销售的各个环节严格审查把关，但流通环节也有可能因保存不当等原因导致的产品质量问题，故公司在产品采购或者销售中仍有可能出现药品质量问题，可能会给公司带来一定的潜在风险。

6· 未来发展

公司所处药品流通行业，随着“健康中国”战略的实施，“医疗、医保、医药”三医联动改革的协调推进，两票制、医保控费等政策的出台，对药品流通企业的发展也将起到深远影响。未来几年内，公司将继续围绕《全国药品流通行业发展规划纲要（2016-2020）》指出的规划结合自身优势业务发展。

医药批发板块，进一步拓展农村和城市市场，利用现有的农村终端根基，继续发挥服务“三农”的优势。同时，实施区内和区外市场并重的战略，继续重点布局在本地区域市场，巩固和提高市场份额，并计划地向绍兴周边的地区拓展，公司将借助国家产业政策推动药品流通改革的契机，加大对现代医药物流业务的投入，将物流配送半径有效覆盖浙江全省。医药连锁板块，进一步对部分设施陈旧的门店进行规划整合，通过硬件与软件的改造，提升购药环境，并争取更多医保定点药房资格，扩大医保业务。同时加强下属中医馆建设，根据零售行业的发展趋势，积极实施中医馆的拓展和提升，加强中药专业人才的培育，实施名中医长期坐诊，成为中药和零售连锁拓展医疗服务的重要模式。

医药生产板块，进一步推进包括中药配方颗粒在内的中药饮片业务发展。公司将以物流基地和中药饮片生产加工基地作为后台支持，对在建中药饮片（包括中药配方颗粒）新厂区继续加大投入，预计 2017 年下半年投产，并以公司的批发零售网络作为拓展前台，同时有效利用中药配方颗粒在浙江省内的先入优势，加大生产经营规模，积极拓展业务，努力实现中药饮片业务跨越式发展。

总体看，公司未来发展规划整体定位明确，在巩固自身批发和零售业务的同时，着力发展中药配方颗粒的生产，有利于公司的长远发展。

七、财务分析

1· 财务概况

公司提供的 2014~2016 年合并财务报表经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见，2017 年 1~6 月合并财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定，以及中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》的披露规定编制。

从合并范围变化来看，2015 年公司合并范围较 2014 年未发生变化；2016 年公司投资设立新昌县景岳中医院有限公司，合并报表范围新增 1 家；2017 年 1~6 月公司合并范围未发生变化。截至 2017 年 6 月底，公司纳入合并报表范围的子公司共 6 家。公司会计政策连续，主要经营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2016 年底,公司合并资产总额 105,923.33 万元,负债合计 50,439.86 万元,所有者权益(含少数股东权益)合计 55,483.48 万元,其中归属于母公司所有者权益 55,365.62 万元。2016 年,公司实现营业收入 125,797.70 万元,净利润(含少数股东损益) 3,986.38 万元,其中归属于母公司所有者的净利润 4,015.52 万元;经营活动产生的现金流量净额 455.00 万元,现金及现金等价物净增加额 -4,744.99 万元。

截至 2017 年 6 月底,公司合并资产总额 115,017.61 万元,负债合计 58,727.45 万元,所有者权益(含少数股东权益)合计 56,290.17 万元,其中归属于母公司所有者权益 56,212.17 万元。2017 年 1~6 月,公司实现营业收入 66,488.36 万元,净利润(含少数股东损益) 2,346.69 万元,其中归属于母公司所有者的净利润 2,386.55 万元;经营活动产生的现金流量净额-5,312.75 万元,现金及现金等价物净增加额-3,164.45 万元。

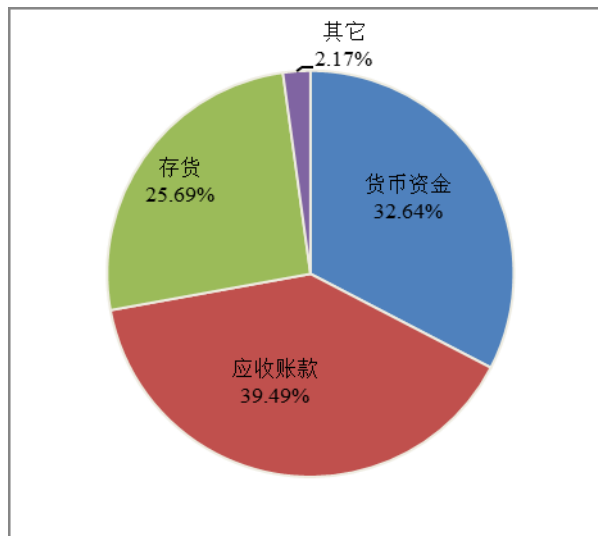
2· 资产质量

2014~2016 年,公司资产规模呈逐年增长趋势,年均复合增长 18.29%,流动资产和非流动资产规模均有所增加;截至 2016 年底,公司资产规模 105,923.33 万元,较年初增长 12.80%,其中流动资产占 70.47%,非流动资产占 29.53%,以流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年,公司流动资产呈逐年增长趋势,年均复合增长 14.26%,主要系货币资金、应收账款和存货增加所致;截至 2016 年底,公司流动资产合计 74,645.05 万元,较年初增长 5.89%;公司流动资产主要由货币资金(占 32.64%)、应收账款(占 39.49%)和存货(占 25.69%)构成。

图 4 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源:公司年报

2014~2016 年,公司货币资金呈波动增长趋势,年均复合增长 12.18%。截至 2015 年底,公司货币资金 27,823.59 万元,较 2015 年初增长 43.69%,主要系 2015 年公司首次公开发行股票,募集资金到账所致。截至 2016 年底,公司货币资金 24,366.07 万元,较年初减少 12.43%,主要系使用募集资金建设中药饮片加工项目工程和物流二期项目工程所致;公司货币资金以银行存款(占 75.04%)和其他货币资金(占 24.87%)为主,其余为库存现金(占 0.08%);公司其他货币资金全部为使用权受限的货币资金,为银行承兑汇票保证金,受限比例一般。

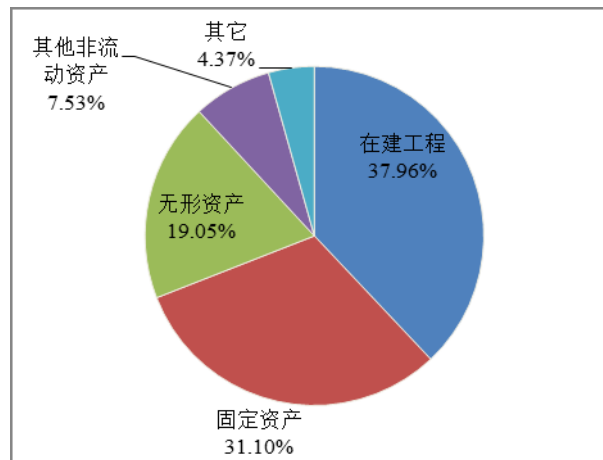
2014~2016年，公司应收账款账面价值呈逐年增长趋势，年均复合增长9.68%，主要系公司业务规模扩大所致。截至2016年底，公司应收账款账面价值29,477.72万元，较年初增长9.68%。公司按账龄分析法对应收账款计提坏账准备，其中1年以内的占99.70%，账龄较短；公司累计计提坏账准备433.71万元，计提比例1.45%；应收账款前五名合计金额为6,094.54万元，占应收账款账面余额的20.37%，应收账款集中度一般。公司应收账款规模较大，对运营资金形成一定占用，但考虑到应收账款客户主要为医疗机构，与公司合作多年且信誉良好，应收账款回收风险较小。

2014~2016年，公司存货账面价值呈逐年增长趋势，年均复合增长27.40%，主要系公司业务规模扩大以及子公司景岳堂药业新增中药配方颗粒产品库存所致。截至2016年底，公司存货主要由原材料（占5.44%）和库存商品（占91.16%）构成，通常公司存货期末余额均保持在公司两个月左右的销售额，主要是针对一些常用药品的备货，周转次数较快，因此公司未对存货计提跌价准备。

非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产呈逐年增长趋势，年均复合增长29.95%，主要系在建工程增加所致。截至2016年底，公司非流动资产合计31,278.29万元，较年初增长33.63%；公司非流动资产主要由固定资产（占31.10%）、在建工程（占37.96%）、无形资产（占19.05%）和其他非流动资产（占7.53%）构成。

图5 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，公司固定资产账面价值基本保持稳定，分别为9,513.55万元、9,434.57万元和9,727.28万元，年均复合增长1.12%。截至2016年底，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占63.91%）和机器设备（占25.16%）构成，受限资产为115.74万元，占固定资产账面价值的1.19%，受限比例低，主要系用于借款抵押所致；公司固定资产累计计提折旧6,752.00万元，成新率59.07%，成新率较低。

2014~2016年，公司在建工程呈逐年快速增长趋势，年均复合增长167.86%，主要系景岳堂药业中药饮片加工建设项目以及华药物流二期建设项目投入增加所致。截至2016年底，公司在建工程11,872.96万元，较年初增长95.89%。

2014~2016年，公司无形资产账面价值呈逐年减少趋势，年均复合减少2.47%，主要系计提摊销所致。截至2016年底，公司无形资产账面价值5,957.50万元，较年初减少2.69%；公司无形资产由土地使用权（占98.55%）和管理软件（占1.45%）构成；受限比例29.91%，主要系用于借款抵押所致。

2014~2016年,公司其他非流动资产呈逐年快速增长趋势,年均复合增长279.72%,主要系新药委托开发款和预付设备及工程款增加所致。截至2016年底,公司其他非流动资产2,353.99万元,较年初增长723.51%,其中预付设备及工程款和新药委托开发款分别占91.38%和8.62%。

截至2016年底,公司所有权或使用权受限资产合计7,957.61万元,主要系用于银行承兑汇票保证金的货币资金6,060.07万元,公司受限资产占资产总额的7.51%,受限比例低。

表16 截至2016年底公司所有权或使用权受到限制的资产(单位:万元、%)

项目	期末账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	6,060.07	5.72	银行承兑汇票保证金
固定资产	115.74	0.11	抵押借款
无形资产	1,781.80	1.68	抵押借款
合计	7,957.61	7.51	--

资料来源:公司年报、联合评级整理。

截至2017年6月底,公司资产总额115,017.61万元,较上年底增长8.59%,主要系固定资产、在建工程和无形资产增加所致;其中流动资产占63.98%,非流动资产占36.02%,资产结构仍以流动资产为主。

总体看,公司资产规模较小,近年来,随着经营规模的扩大,资产规模逐年增长;流动资产中应收账款和存货占比较高,对公司资金占用明显;非流动资产中在建工程和固定资产占比较高,且固定资产成新率较低;公司资产受限比例低,整体资产质量一般。

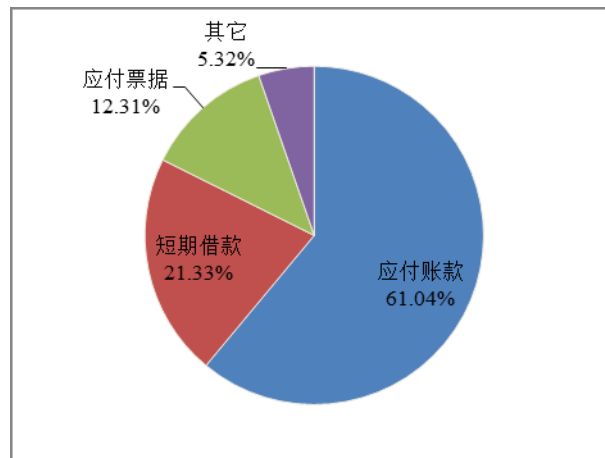
3· 负债及所有者权益

负债

2014~2016年,公司负债规模呈波动增长趋势,年均复合增长2.74%,主要系流动负债变动所致。截至2016年底,公司负债合计50,439.86万元,较年初增长23.41%,主要系流动资产增加所致;其中流动负债占97.59%,非流动负债占2.41%,以流动负债为主。

2014~2016年,公司流动负债呈波动增长趋势,年均复合增长2.28%。截至2015年底,公司流动负债39,838.31万元,较年初减少15.34%,主要系短期借款和应付票据减少所致。截至2016年底,公司流动负债合计49,225.67万元,较年初增长23.56%,主要系短期借款和应付账款增加所致;公司流动负债主要由短期借款(占21.33%)、应付票据(占12.31%)和应付账款(占61.04%)构成。

图 6 截至 2016 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司短期借款呈波动减少趋势，年均复合减少 9.43%。截至 2015 年底，公司短期借款 5,950.00 万元，较年初减少 53.52%，主要系 2015 年公司首次公开发行股票募集资金到账，对外融资需求下降所致。截至 2016 年底，公司短期借款 10,500.00 万元，较年初增长 76.47%，主要系公司为满足营业周转资金需求对外借款增加所致；其中抵押借款占 30.86%，保证借款占 47.62%，抵押保证借款占 21.52%。

2014~2016 年，公司应付票据分别为 5,929.73 万元、4,772.59 万元和 6,060.07 万元，呈波动增长趋势，年均复合增长 1.09%，主要系银行承兑汇票规模波动所致。

2014~2016 年，公司应付账款呈逐年增长趋势，年均复合增长 5.47%，主要系公司业务规模扩大所致。截至 2016 年底，公司应付账款 30,047.03 万元，较年初增长 8.95%，由采购货款（占 99.69%）和设备工程款（占 0.31%）构成。

2014~2016 年，公司非流动负债全部为递延收益，呈逐年增长趋势，年均复合增长 29.56%，主要系收到的拆迁补偿款和柯桥区财政局拨付的中央预算内投资资金等政府补助增加所致。截至 2016 年底，公司递延收益 1,214.18 万元，较年初增长 17.51%。

2014~2016 年，公司全部债务全部为短期债务，分别为 18,729.73 万元、10,722.59 万元和 16,560.07 万元，呈波动减少趋势，年均复合减少 5.97%。2014~2016 年，公司资产负债率分别为 63.12%、43.53% 和 47.62%，全部债务资本化比率分别为 40.15%、16.82% 和 22.99%，均呈波动下降趋势；2014~2016 年，公司无长期债务。受益于 2015 年公开发行股票成功，公司债务负担有所减轻。

截至 2017 年 6 月底，公司负债合计 58,727.45 万元，较上年底增长 16.43%，主要系短期借款增加所致，其中流动负债占 97.99%，非流动负债占 2.01%，仍以流动负债为主。截至 2017 年 6 月底，公司全部债务 30,612.26 万元，较上年底增长 84.86%，仍全部为短期债务；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 51.06% 和 35.23%，债务负担有所加重。

总体看，近年来，公司负债规模波动增长，负债结构以流动负债为主；公司债务全部为短期债务，债务结构有待优化，受益于 2015 年公开发行股票成功，债务负担有所减轻。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益呈逐年增长趋势，年均复合增长 40.98%，主要系股本和未分配利润增加所致。截至 2016 年底，公司所有者权益合计 55,483.48 万元，较年初增长 4.63%，其中归属于母公司所有者权益为 55,365.62 万元，较年初增长 4.40%；从权益结构来看，归属于母公司所有者权益占所有者权益的 99.79%，以股本、资本公积和未分配利润为主，占比分别为 25.29%、37.77%

和 33.01%，其中资本公积主要来自于股本溢价，公司所有者权益结构稳定性一般。

截至 2017 年 6 月底，公司所有者权益合计 56,290.17 万元，较上年底增长 1.45%。从权益结构来看，归属于母公司的所有者权益中，仍以股本、资本公积和未分配利润为主，占比分别为 37.36%、24.75%和 34.02%。总体看，近年来，公司所有者权益规模呈增长趋势，权益结构稳定性一般。

4· 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入分别为 114,389.00 万元、121,993.56 万元和 125,797.70 万元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 4.87%，营业成本与营业收入变化趋势相同，分别为 101,220.90 万元、108,027.87 万元和 111,420.16 万元，年均复合增长 4.92%。2014~2016 年，公司分别实现营业利润 5,782.51 万元、5,800.68 万元和 5,057.57 万元，年均复合减少 6.48%，其中 2016 年较 2015 年减少 12.81%，主要系期间费用增长较快所致；分别实现净利润 4,590.48 万元、4,695.07 万元和 3,986.38 万元，年均复合减少 6.81%。

从期间费用看，2014~2016 年，公司费用总额逐年增长，分别为 7,107.02 万元、7,992.50 万元和 8,876.10 万元，年均复合增长 11.76%。2016 年，公司期间费用中销售费用占 52.10%、管理费用占 49.53%、财务费用占-1.63%，以销售费用和管理费用为主。2014~2016 年，公司销售费用呈逐年增长趋势，年均复合增长 14.94%，主要系公司工资总额、房租费和业务宣传费增加所致；管理费用呈逐年增长趋势，年均复合增长 24.40%，主要系工资总额、福利、业务招待费增加所致；近三年财务费用分别为 765.45 万元、0.20 万元和-145.02 万元，呈逐年减少趋势，主要系贷款减少，且货币资金增加带来的利息收入增加所致。2014~2016 年，公司费用收入比逐年上升，分别为 6.21%、6.55%和 7.06%，费用控制能力较强。

2014~2016 年，公司营业外收入分别为 234.47 万元、448.75 万元和 288.65 万元，呈波动增长趋势，年均复合增长 10.95%，主要系政府补助金额变动所致，公司营业外收入占利润总额的比重分别为 3.98%、7.40%和 5.53%，营业外收入对利润总额的贡献程度较低。

从盈利指标看，2014~2016 年，公司营业利润率分别为 11.29%、11.22%和 11.12%，总资本收益率分别为 11.93%、9.37%和 6.22%，总资产报酬率分别为 9.07%、7.72%和 5.46%，净资产收益率分别为 17.28%、11.60%和 7.35%，均呈逐年下降趋势。从同行业比较情况看，2016 年公司主要盈利指标处于行业较低水平。

表 17 2016 年医药流通行业地方性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
000705.SZ	浙江震元	14.37	2.63	3.54
000963.SZ	华东医药	24.27	15.08	28.23
002788.SZ	鹭燕医药	7.59	6.23	10.96
600829.SH	人民同泰	10.02	6.70	14.62
600833.SH	第一医药	15.68	4.27	6.12
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	13.54	7.04	12.95
002758.SZ	华通医药	11.43	5.09	7.41

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1~6月,公司实现营业收入66,488.36万元,营业利润3,023.20万元,净利润2,346.69万元,分别较上年同期增长10.55%、21.09%和15.17%。总体看,近年来,随着公司业务规模的扩大,收入规模持续增长;由于期间费用增长较快,整体盈利能力一般。

5· 现金流

从经营活动看,2014~2016年,公司经营活动产生的现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金,近三年分别为134,770.06万元、140,310.12万元和144,553.34万元,呈逐年增长趋势,年均复合增长3.57%。2014~2016年,公司经营活动产生的现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金,近三年分别为126,950.21万元、138,352.98万元和144,098.34万元,呈逐年增长趋势,年均复合增长6.54%。受以上因素影响,2014~2016年,公司经营活动产生的现金流量净额逐年减少,分别为7,819.86万元、1,957.15万元和455.00万元,年均复合减少75.88%。从收入实现质量来看,2014~2016年,公司现金收入比分别为117.02%、114.17%和114.05%,收入实现质量较高。从投资活动看,公司投资活动现金流入主要为收到其他与投资活动有关的现金,2014~2016年,公司投资活动现金流入分别为110.48万元、1,100.83万元和657.87万元,2015年较上年大幅增长896.41%,主要系收到与资产相关的政府补助及收到土地保证金所致,2016年较上年减少40.24%,主要系收到与资产相关的政府补助和可供出售资产减少所致。2014~2016年,公司投资活动现金流出主要为为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金,分别为872.37万元、6,944.57万元和9,502.21万元,年均复合增长230.04%,主要系随着在建项目的推进,支付项目工程款增加所致。2014~2016年,公司投资活动产生的现金流量呈净流出状态,分别为-761.89万元、-5,843.74万元和-8,844.34万元。

从筹资活动看,2014~2016年,公司筹资活动现金流入分别为12,800.00万元、33,782.96万元和15,147.00万元,呈波动增长趋势,年均复合增长8.78%,其中2015年金额较大,主要系公司公开发行股票募集资金到账所致,公司筹资方式主要为发行股票和银行借款。2014~2016年,公司筹资活动现金流出分别为18,260.86万元、20,278.97万元和11,502.65万元,呈波动减少趋势,年均复合减少20.63%,主要系偿还债务支付的现金变动所致。2014~2016年,公司筹资活动产生的现金流量净额分别-5,460.86万元、13,504.00万元和3,644.35万元。

2017年1~6月,公司经营活动产生的现金流量净额为-5,312.75万元,投资活动产生的现金流量净额为-10,922.49万元,筹资活动产生的现金流量净额为13,070.80万元,现金及现金等价物净增加额-3,164.45万元。总体看,近年来,公司经营活动现金流持续净流入,收入实现质量较高,但经营活动现金流量

金额逐年减少,不能满足投资活动资金需求;投资活动现金流呈净流出状态,筹资方式主要为发行股票和银行借款。

6· 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2014~2016年,公司流动比率分别为1.22倍、1.77倍和1.52倍;速动比率分别为0.96倍、1.40倍和1.13倍,流动资产对流动负债的保护程度尚可。2014~2016年,公司现金短期债务比波动上升,分别为1.04倍、2.59倍和1.47倍,现金类资产对短期债务覆盖程度较高。整体看,公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看,2014~2016年,公司EBITDA呈逐年减少趋势,分别为7,986.30万元、

7,837.17 万元和 6,933.05 万元,年均复合减少 6.83%,主要系利润总额和计入财务费用的利息支出减少所致。2016 年,公司 EBITDA 由利润总额(占 75.24%)、计入财务费用的利息支出(占 3.37%)、摊销(占 4.76%)和折旧(占 16.62%)构成。2014~2016 年,公司 EBITDA 全部债务比波动下降,分别为 0.43 倍、0.73 倍和 0.42 倍,考虑到公司全部债务均为短期债务,EBITDA 对全部债务的保障能力较弱;EBITDA 利息倍数逐年增长,分别为 8.38 倍、16.21 倍和 18.54 倍,EBITDA 对利息的保障能力较强。整体看,公司长期偿债能力尚可。

截至 2017 年 6 月底,公司获得银行综合授信额度为 43,450.00 万元,尚未使用额度为 18,945.00 万元,公司间接融资渠道较为畅通。公司为深圳证券交易所中小板上市公司,具备直接融资渠道。

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》(机构信用代码:G1033062100018650G)显示,截至 2017 年 8 月 30 日,公司已结清信贷业务中,有 1 笔欠息、8 笔垫款和 1 笔关注类保理,根据企业提供的说明文件,主要系银行系统原因所致;未结清信贷业务中,无不良和关注类记录。截至 2017 年 6 月底,公司无对外担保和重大未决诉讼事项。总体看,近年来,公司经营状况良好,收入和资产规模稳步增长,融资渠道畅通,整体偿债能力较强。

八、本次可转换公司债券偿债能力分析

1. 本次可转换公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2017 年 6 月底,公司全部债务为 30,612.26 万元,本次拟发行可转换公司债券额度为 22,400.00 万元,总发债额度相对于公司全部债务规模的 73.17%,对公司债务水平影响较大。

以 2017 年 6 月底财务数据为基础,假设本次募集资金净额为 22,400.00 万元,在其他因素不变的情况下,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 51.06%、35.23%和 0.00%上升至 59.04%、48.50%和 28.47%,公司的负债水平有所上升,债务负担明显加重。考虑到可转换债券具有转股的可能性,如果公司股价未来上涨超过转股价,公司本次发行的可转换债券将转换为公司的权益,有利于公司降低资产负债率和减轻债务负担。

2. 本次可转换公司债券偿债能力分析

以 2016 年的财务数据为基础,公司 2016 年 EBITDA 为 6,933.05 万元,为本次可转换公司债券发行额度(22,400.00 万元)的 0.31 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为 144,553.34 万元,为本次可转换公司债券发行额度(22,400.00 万元)的 6.45 倍,公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度较高。从本次债券的发行条款来看,公司作出了转股价格

修正条款(在本次债券存续期间,当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时,公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决),同时制定了有条件赎回条款(在转股期内,如果公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%(含 130%)或当本次债券未转股余额不足 3,000 万元时),公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券,公司还制定了回售条款(如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时,可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司)。

总体看,上述条款有利于鼓励债券投资者将持有的债券转股。本次可转债发行后,考虑到未来转股因素,实际需要偿还的债券本息有可能低于发行时的预计水平,同时转股后公司的资产负债率

将进一步降低。

本次债券采用股份质押和保证的担保方式。股份质押方面，公司董事长兼总经理钱木水、董事兼副总经理沈剑巢、董事兼副总经理朱国良将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保，质押担保比例不低于本次债券本息总额的 150%，并设置了追加质押股票数量等约定，对保障本次债券的还本付息起到了积极影响。同时，钱木水、沈剑巢、朱国良为本次债券提供连带保证责任，保证范围为本次经中国证监会核准发行的可转债总额的 100% 本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的合理费用，保证的受益人为全体债券持有人，该担保方式体现了公司股东对公司未来经营的信心，对本次债券的信用水平具有一定的正面影响。。

综合以上分析，并考虑公司在区域终端渠道、物流配送能力和转股可能、股份质押等因素，联合评级认为，本次可转换公司债券到期无法还本付息的风险很低。

九、综合评价

公司作为浙江省绍兴市医药流通行业龙头企业，在绍兴地区基层终端渠道覆盖、物流仓库管理等方面具备综合竞争优势。近年来，受益于医药行业的迅速发展，公司收入规模和资产规模保持稳步增长。同时，联合评级也关注到公司所处医药流通行业政策变化较大、公司业务区域集中度高、区域市场拓展风险较大、销售回款周期较长等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将进一步推进包括中药配方颗粒在内的中药饮片业务发展，并以此为契机带动医药批发和医药连锁业务在浙江省内其他城市的拓展，公司经营规模有望保持增长，盈利能力有望得到提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

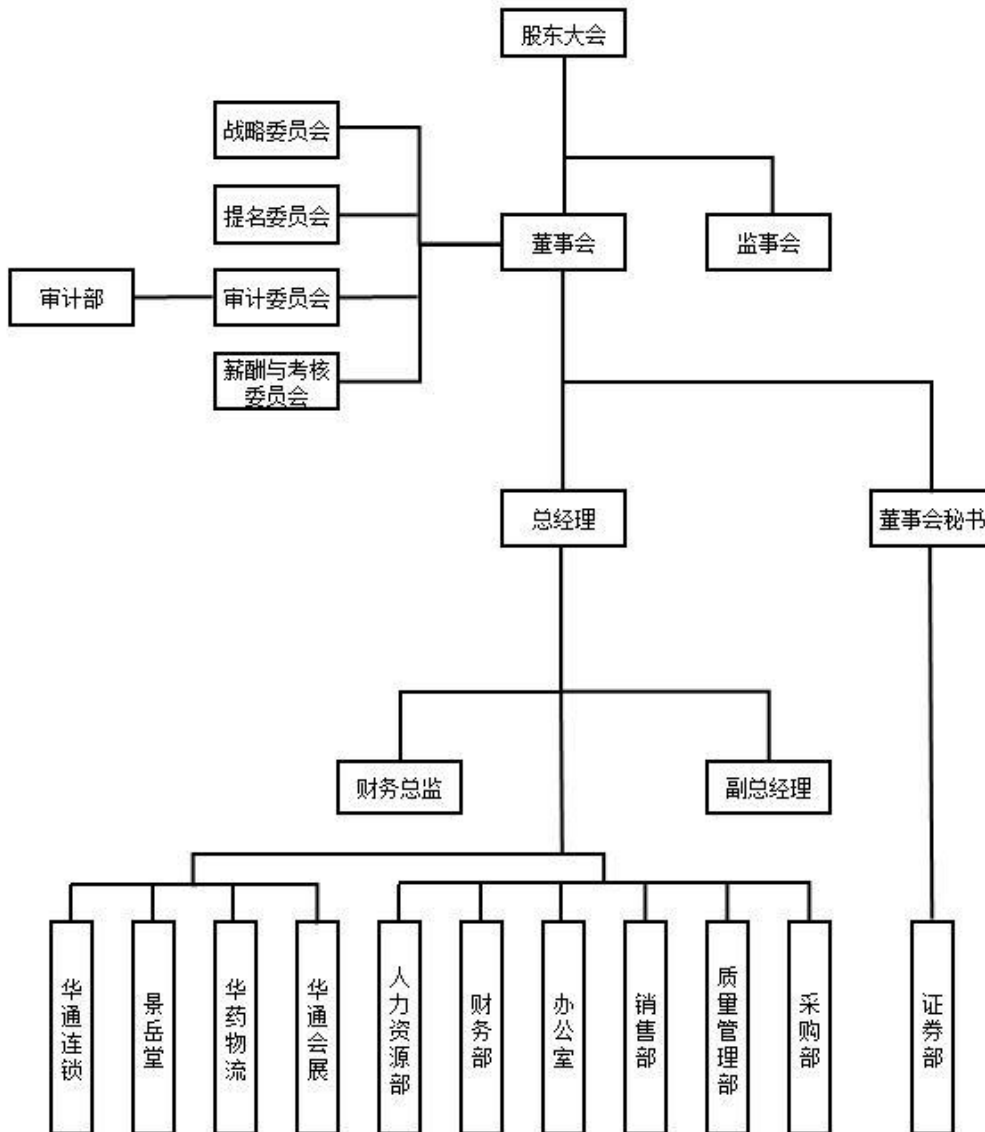
本次债券募集资金拟用于中药饮片扩建项目和技术研发中心项目。同时本次可转换公司债券发行条款设计偏向于转股，考虑到未来转股因素，预计公司的资本结构有进一步优化的可能，偿债压力将得以减轻。本次债券采用股份质押和保证的担保方式。出质人钱木水、沈剑巢、朱国良将其合

法拥有的公

司股票作为质押资产进行质押担保（质押担保比例不低于本次债券本息总额的 150%），该担保方式对本次债券的按期偿付具有显著的积极影响；同时钱木水、沈剑巢、朱国良为本次债券提供连带责任保证担保，保证范围为本次债券 100% 本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的合理费用，该担保方式体现出公司股东对公司未来经营的信心，对本次债券的信用水平具有一定的正面影响。

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

附件 1 浙江华通医药股份有限公司
组织结构图



附件 2 浙江华通医药股份有限公司
主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
资产总额 (亿元)	7.57	9.39	10.59	11.50
所有者权益 (亿元)	2.79	5.30	5.55	5.63
短期债务 (亿元)	1.87	1.07	1.66	3.06
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务 (亿元)	1.87	1.07	1.66	3.06
营业收入 (亿元)	11.44	12.20	12.58	6.65
净利润 (亿元)	0.46	0.47	0.40	0.23
EBITDA (亿元)	0.80	0.78	0.69	--
经营性净现金流 (亿元)	0.78	0.20	0.05	-0.53
应收账款周转次数 (次)	4.51	4.68	4.40	--
存货周转次数 (次)	8.68	8.16	6.58	--
总资产周转次数 (次)	1.52	1.44	1.26	0.60
现金收入比率 (%)	117.02	114.17	114.05	109.15
总资本收益率 (%)	11.93	9.37	6.22	--
总资产报酬率 (%)	9.07	7.72	5.46	--
净资产收益率 (%)	17.28	11.60	7.35	4.20
营业利润率 (%)	11.29	11.22	11.12	12.88
费用收入比 (%)	6.21	6.55	7.06	8.16
资产负债率 (%)	63.12	43.53	47.62	51.06
全部债务资本化比率 (%)	40.15	16.82	22.99	35.23
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA 利息倍数 (倍)	8.38	16.21	18.54	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.43	0.73	0.42	--
流动比率 (倍)	1.22	1.77	1.52	1.28
速动比率 (倍)	0.96	1.40	1.13	0.97
现金短期债务比 (倍)	1.04	2.59	1.47	0.66
经营现金流流动负债比率 (%)	16.62	4.91	0.92	-9.23
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.36	0.35	0.31	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、2017 年 1-6 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化。

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	
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)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次债券到期偿还额
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+长期应付款 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+应付短期融资款+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 浙江华通医药股份有限公司 公开发行可转换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，并在每年浙江华通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。

浙江华通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。浙江华通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浙江华通医药股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现浙江华通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。

如浙江华通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，直至浙江华通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浙江华通医药股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一七年九月二十五日

信用等级通知书

联合评字[2017]1541号

浙江华通医药股份有限公司：

受贵公司委托，联合信用评级有限公司对贵公司及贵公司拟公开发行的可转换公司债券的信用状况进行了综合分析和评估，经本公司信用评级委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 A+，评级展望为“稳定”；贵公司拟公开发行的可转换公司债券信用等级为 AA-。

特此通知

联合信用评级有限公司
二零一七年九月二十日



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>

信用等级公告

联合[2017]1541号

浙江华通医药股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对浙江华通医药股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

浙江华通医药股份有限公司主体长期信用等级为 A+，评级展望为“稳定”

浙江华通医药股份有限公司拟公开发行的可转换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

二零一七年九月二十五日

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>



营业执照

统一社会信用代码(副本) 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号爱丽园公寓508

法定代表人 李信宏

注册资本 叁仟万元人民币

成立日期 二〇〇二年五月十日

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)

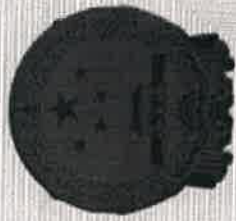


登记机关



2017年06月08日

每年1月1日至6月30日 应登录公示系统报送年度报告,逾期列入...



中华人民共和国
证券市场资信评级业务许可证

仅限评级业务使用
复印无效



公司名称: 联合信用评级有限公司
业务许可种类: 证券市场资信评级
法定代表人: 李信宏

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



中国证券监督管理委员会(公章)
2017 年 7 月 7 日

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 孙林林

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: R0040215120001

仅限评级业务使用
复 印 无 效

证书取得日期 2015-12-04 证书有效截止日期 2017-12-31



2017年09月04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: 高鹏

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: R0040214100002

仅限评级业务使用
复印无效

证书取得日期 2014-10-01

证书有效截止日期 2018-12-31



2017年09月04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。