

跟踪评级公告

联合〔2019〕1129号

瑞康医药集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的“17瑞康01”和“18瑞康01”进行跟踪评级，确定：

瑞康医药集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

瑞康医药集团股份有限公司公开发行的“17瑞康01”和“18瑞康01”信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十四日

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>

瑞康医药集团股份有限公司

公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17 瑞康 01	10 亿元	3 年 (2+1)	AA+	AA+	2018 年 6 月 22 日
18 瑞康 01	8.50 亿元	3 年 (2+1)	AA+	AA+	2018 年 4 月 11 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 14 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	269.83	348.36	369.51
所有者权益 (亿元)	96.74	113.06	116.20
长期债务 (亿元)	16.69	20.77	18.99
全部债务 (亿元)	65.04	138.51	144.32
营业收入 (亿元)	232.94	339.19	87.42
净利润 (亿元)	13.68	12.78	2.86
EBITDA (亿元)	21.66	28.06	--
经营性净现金流 (亿元)	-24.22	-1.69	1.05
营业利润率 (%)	18.06	18.77	18.00
净资产收益率 (%)	15.93	12.18	2.49
资产负债率 (%)	64.15	67.55	68.55
全部债务资本化比率 (%)	40.20	55.06	55.40
流动比率 (倍)	1.35	1.35	1.32
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.33	0.20	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	10.89	4.83	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.17	1.52	--

注：1.本报告财务数据及指标计算均为合并口径；2.因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；3.2019 年一季报财务数据未经审计，相关指标未年化；4.其他应付款中的资产支持证券已调至短期债务指标核算，长期应付款已调整至长期债务指标核算；5.EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，瑞康医药集团股份有限公司（以下简称“公司”或“瑞康医药”）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仍具有的较强竞争优势。2018 年，公司收入和资产规模快速增长，经营活动现金流状况大幅改善，并在 2019 年一季度转为净流入。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司所处医药流通行业政策变化较大、收购整合挑战较大、销售回款周期较长产生的大额应收账款对运营资金占用严重、业务区域集中度高、商誉规模较大且存在减值风险、债务规模增长很快且短期债务偿债压力较大以及期间费用及资产减值损失对利润侵蚀严重等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，公司将深度整合内外部资源，张弛有度地推进外延式发展，实现资源共享、协同增效，公司经营规模有望保持增长。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望维持为“稳定”；同时维持“17 瑞康 01”和“18 瑞康 01”的债项信用等级为 AA+。

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. 跟踪期内，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。

关注

1. 公司收购子公司较多，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；此外，并购产生的大额商誉存在一定减值风险。

2. 公司应收账款和存货规模较大，对资金占用严重；债务规模增长很快且短期债务偿债压力较大；期间费用和资产减值损失对利润侵蚀严重。

3. 公司业务扩张太快，对资金需求规模很大，公司投资活动现金流持续净流出，对外部筹资依赖较大。

分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

范琴

电话：010-85172818

邮箱：fanq@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）

网址：[Http://www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

信用评级报告声明

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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

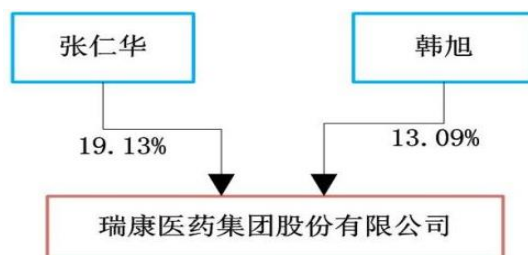
一、主体概况

瑞康医药集团股份有限公司（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“瑞康医药股份有限公司”。2018 年 12 月，公司更名为现名。

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 2018 年底，公司股本 15.05 亿元，其中张仁华女士持股比例为 19.13%，韩旭先生持股比例为 13.09%，（二人为夫妻关系），实际控制人张仁华夫妇合计持股比例 32.22%。

截至 2019 年 6 月 10 日，实际控制人张仁华夫妇所持公司股份合计质押 43,231.1661 万股，占其所持公司股份总数的 90.94%。

图 1 截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

截至 2018 年底，公司经营范围及组织结构较上年无重大变化；合并范围内共有子公司 278 家；公司拥有在职员工 10,097 人。

截至 2018 年底，公司资产总额为 348.36 亿元，负债合计 235.30 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 113.06 亿元，其中归属于母公司所有者权益 84.51 亿元。2018 年，公司实现营业收入 339.19 亿元，净利润（含少数股东损益）12.78 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 7.79 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.69 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.22 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 369.51 亿元，负债合计 253.31 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 116.20 亿元，其中归属于母公司所有者权益 86.22 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 87.42 亿元，净利润（含少数股东损益）2.86 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.90 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.05 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.68 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、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2017]1635号文核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值不超过20亿元（含20亿元）的公司债券。2017年10月19日，公司完成“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（第一期）”的发行，并于2017年11月15日在深圳证券交易所

挂牌上市（债券简称：17瑞康01；债券代码：112596.SZ），募集资金规模为10亿元，票面利率5.70%，债券期限3年，债券存续期第2年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，募集资金扣除发行费用后用于补充公司流动资金。公司已于2018年10月18日支付“17瑞康01”第一期利息5,700万元。

2018年4月20日，公司完成“瑞康医药股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的发行，并于2018年5月28日在深圳证券交易所挂牌上市（债券简称：18瑞康01；债券代码：112676.SZ），募集资金规模为8.50亿元，票面利率6.80%，债券期限3年，债券存续期第2年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，募集资金扣除发行费用后用于补充公司流动资金。公司已于2019年4月19日支付“18瑞康01”第一期利息5,780万元。

截至2019年4月底，“17瑞康01”和“18瑞康01”募集资金账户余额8.46万元，募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

三、行业分析

1. 行业概况

随着医疗改革的推进和基本医保扩容所带来城乡居民用药需求的上升，我国药品流通市场销售规模继续保持高增长态势，但由于目前基本医保已对我国总人口形成大规模的覆盖，居民用药需求趋于稳定，致使我国药品流通市场增速放缓。

根据商务部发布的《2017年药品流通行业运行统计分析报告》，2017年，药品流通市场销售规模稳步增长，增速有所下降。商务部药品流通统计系统数据显示，2017年，全国七大类医药商品销售总额20,016亿元，扣除不可比因素同比增长8.4%，增速同比下降2.0个百分点。其中，药品零售市场4,003亿元，扣除不可比因素同比增长9.0%，增速同比下降0.5个百分点。按销售渠道分类，2017年，对生产企业销售额107亿元，占销售总额的0.5%，同比上升0.2个百分点；对批发企业销售额7,227亿元，占销售总额的36.10%，同比下降4.8个百分点；对终端销售额12,628亿元，占销售总额的63.4%，同比上升4.6个百分点。其中，对医疗机构销售额8,766亿元，占终端销售额的69.10%；对零售终端和居民零售销售额3,916亿元，占终端销售额的30.90%。

2017年，全国医药物流基础设施规模持续扩大，医药物流仓储面积比2016年增加14.6%，企业自有运输车辆比2016年增加10.5%，这主要是受“两票制”、“第三方物流审批取消”等相关政策影响，传统药品批发企业和医药物流企业不断加快物流资源投入和网络布局。第三方物流企业也通过收购药品经营企业、与传统医药企业合作建设医药云仓等形式，参与医药物流仓储业务、干线运输及落地配送业务的争夺，医药物流市场竞争日趋激烈。

总体看，随着我国医疗卫生体系的逐步完善，居民用药需求的增长趋于稳定，药品流通市场销售增速有所放缓，行业发展产生较大压力，随着两票制的推行，行业内企业对经营模式进行调整，并推动电子商务和医药流通行业合作发展。

2. 行业政策

2018年3月，卫计委、财政部、人社部、发改委、中医药管理局、医改办联合印发《关于巩固破除以药补医成果持续深化公立医院综合改革的通知》，提出2018年各省份要将药品购销“两票制”方案落实落地。

2018年8月，卫健委、财政部、医保局、工信部等联合印发《关于印发2018年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风专项治理工作要点的通知》，要求针对当前医药购销领域和医疗服务中不

正之风的主要特点和变化趋势，继续做好医用耗材专项治理，持续强化医保资金合理使用，严格规范医药购销领域秩序，坚持标本兼治不偏废，坚持受贿行贿一起查，促进行业作风持续好转。

总体看，2018年，医药流通行业政策重点仍在加强医药批发整治，医药流通行业洗牌必然加速，市场集中度将进一步提升。

3. 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。

四、管理分析

2018年，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化。目前公司高管及核心人员稳定，主要管理制度连续，管理运作良好。

五、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司仍主要从事药品流通和医疗器械销售业务。2018年，公司实现营业收入339.19亿元，较上年增长45.61%，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扩大所致；实现营业利润19.74亿元，较上年增长9.05%，实现净利润12.78亿元，较上年减少6.62%，主要系所得税费用增加所致；其中归属于母公司所有者的净利润7.79亿元。

从收入构成来看，2018年，公司主营业务收入占营业收入的比重为99.60%，主营业务仍十分突出。药品流通仍为公司营业收入中规模最大的业务，2018年实现收入209.34亿元，较上年增长31.73%，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，占营业收入比重为61.72%，较上年下降6.50个百分点。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进一步上升，2018年，医疗器械销售业务实现收入128.76亿元，较上年大幅增长75.58%，占营业收入比重上升至37.96%。2018年，移动医疗业务主要是面向医院客户的应用软件服务、基础软件服务，实现收入0.47亿元，较上年增长42.42%，主要是公司研发的合理用药软件、医保与费控软件产品功能逐渐完善，销售规模扩大所致，占营业收入的比例较低；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1 2016~2018年公司营业收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2016年			2017年			2018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	126.68	81.11	12.18	158.91	68.22	12.38	209.34	61.72	11.69
医疗器械销售	28.99	18.56	30.67	73.33	31.48	31.50	128.76	37.96	31.19
移动医疗	0.20	0.13	54.93	0.33	0.14	43.86	0.47	0.14	50.89
其他	0.32	0.21	11.97	0.36	0.16	12.26	0.61	0.18	12.65
合计	156.19	100.00	15.67	232.94	100.00	18.44	339.19	100.00	19.15

资料来源:联合评级根据公司年报整理

从毛利率来看,2018年,公司业务综合毛利率为19.15%,较上年上升0.71个百分点,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,2018年,公司药品流通和医疗器械销售板块毛利率分别为11.69%和31.19%,分别较上年下降0.69个百分点和0.31个百分点,变化不大;移动医疗业务毛利率为50.89%,较上年提升16.03个百分点。

从公司产品销售的区域分布看,2018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43.40%,较2017年大幅下降17.49个百分点,北京、湖南、辽宁、江苏和安徽的销售额占比分别达到6.36%、4.39%、3.93%、3.79%和3.77%。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。

2019年1~3月,公司实现营业收入8.74亿元,较上年同期增长22.62%,主要系业务扩张所致;实现净利润2.86亿元,较上年同期减少22.07%,主要系一季度融资额增加,财务费用增长所致。

总体看,2018年,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因并购子公司合并范围扩大,公司营业收入快速增长;药品流通业务仍然为公司的第一收入来源,但占比进一步下降;公司业务毛利率变化不大;公司营业收入主要来自于山东省,但占比大幅下降。

2. 药品流通板块

跟踪期内,公司仍采取“以销定购”的采购、销售模式,采购流程和结算方式未发生变化。

公司采购药品种类包括中药、中药饮片和西药,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。从采购额来看,2018年,随着公司业务规模的扩大,公司药品采购额大幅增长,为184.87亿元,较上年增长31.25%(见表2)。从上游供应商看,截至2018年底,与公司实际发生业务的供应商达12,653家;2018年,公司药品流通板块前五大供应商采购金额为19.17亿元,占公司全部采购总额的比例为5.64%,较上年下降4.54个百分点,主要系器械增长快于药品增长所致。

药品仓储运输方面,2018年,公司仓储运输能力仍较强,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。

药品销售模式方面,公司仍采用直销与分销相结合的方式。具体来看,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;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。截至2018年底,公司覆盖山东省规模以上公立医院520家,基层医疗机构2,422家,覆盖率分别超过98%和96%。目前已在全国31个省份(直辖市)设立有近200家子公司,直接服务于全国4万多家各级医疗机构,其中,二级以上医疗机构覆盖率超过80%,基层医疗机构覆盖率超过60%。

从销售区域来看,2018年,公司药品销售收入仍主要来自于山东省,随着公司销售区域的拓展,

山东省药品收入占公司药品流通收入的比重由 2017 年的 60.89% 下降至 43.40%。

从销售额来看，受益于医药行业的迅速发展和公司自身业务的内生增长，2018 年，公司药品销售收入 209.34 亿元，较上年增长 31.73%。由于公司采取“以销定购”的采购销售模式，药品销售额变动幅度与采购额变动幅度基本一致。

表 2 2016~2018 年公司药品采购和销售情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	采购金额	销售金额	采购金额	销售金额	采购金额	销售金额
药品流通	115.33	126.68	140.85	158.91	184.87	209.34

资料来源：公司提供

注：采购金额为销售部分对应的采购成本，不包含存货成本

总体看，公司采购药品品类齐全，随着业务规模的扩大，2018 年，药品采购和销售额均大幅增长；受公司销售区域拓展的影响，销售收入区域集中度较高的情况有所改善。

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，2017 年进一步向省外拓展，通过控股收购的方式完成全国 31 个省份（直辖市）的业务覆盖，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进一步上升。

2018 年，公司医疗器械销售板块仍采取“以销定购”的采购、销售模式，采购流程和结算方式未发生变化。

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。从采购额来看，2018 年，随着公司业务规模的扩大，公司医疗器械采购额大幅增长至 88.60 亿元，较上年增长 61.00%（见表 3）。从采购集中度来看，2018 年，公司医疗器械销售板块前五大供应商采购金额为 14.91 亿元，占公司全部采购总额的比例为 4.39%，较上年变化不大。

从销售额来看，2018 年，随着公司医疗器械销售市场的拓展，医疗器械销售实现收入 128.76 亿元，较上年增长 75.59%，公司医疗器械销售增幅远高于采购增幅，主要系随着市场份额的增加，公司提高了存货的周转效率所致。由于公司采取“以销定购”的采购、销售模式，医疗器械销售额变动幅度与采购额变动幅度基本一致。

表 3 2016~2018 年公司医疗器械采购和销售情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	采购金额	销售金额	采购金额	销售金额	采购金额	销售金额
医疗器械	22.79	28.99	55.03	73.33	88.60	128.76

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司进一步向省外拓展，医疗器械销售额和采购额大幅增长。

4. 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及行业经营逐步规范，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）管理整合风险

目前，公司管理的下属子公司较多，而且主要为近年来通过控股合并新增，各个子公司组织结构和管理体系较为复杂，对公司的管理能力、治理结构、决策制度、风险控制能力及融资能力要求较高。如果公司不能形成完善的内部管理机制，对子公司、分公司及各部门进行科学管理，会面临快速发展带来的管理整合风险。此外，公司通过并购产生了大额商誉，如被收购单位经营业绩未达预期，公司商誉将面临减值风险。

（5）随着公司经营区域扩大，部分区域业务回款账期较长，且器械业务账期较长，较大规模的应收款项对公司资金占用压力较大。

5. 未来发展

根据公司发展规划，未来公司将主要围绕以下几方面开展工作：

（1）在全国 31 个省、直辖市、自治区平台公司建立销售网络。在未来两年内，公司将通过内生整合，管理升级，建成现代化的医药流通信息流、资金流、物流管理平台，实行全国主要医疗市场的一体化管理，利益共享，优化资源配置，在医药行业全国布局过程中实践“瑞康模式”。

（2）构建覆盖全国的医药、医疗器械物流标准化服务网络。未来，公司将在全国范围建立起第三方物流服务体系，推进公司下属医药仓库联动运营，降低成本，提高效率，为更多的客户服务。

（3）基于信息化技术手段和智能设施设备，加快向智慧型医药供应链服务商转型发展。未来，公司将逐步建立以“服务供应链”管理为核心的新商业模式，推动商流、物流、信息流和资金流的“四流”融合，进一步优化供应链集成管理，推进医院药品院内物流延伸服务，实现公司和医院药品、医疗器械供给信息的共享，实现公司、医院、科室、患者之间的多位一体化管理，提升配送效率，提高供应链协同能力。

（4）继续探索和践行为医疗机构、医药工业企业服务的供应链金融服务模式。未来，公司将在现有模式的基础上，继续探索供应链金融模式，加速产业链上、中、下游的资金流转效率，改善公司的回款账期和经营性现金流。

总体看，公司整体定位明确，但快速扩张也为公司未来发展效果增添了一定的不确定性。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2018 年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，并出具了标准无保留意见的审计报告；公司 2019 年一季报未经审计。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，2018 年，公司纳入合并范围内的各级子公司共 278 家，较年初增加 73 家。公司新增子公司较多，对主营业务存在一定影响，故财务数据可比性一般。

截至 2018 年底，公司资产总额为 348.36 亿元，负债合计 235.31 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 113.06 亿元，其中归属于母公司所有者权益 84.51 亿元。2018 年，公司实现营业收入 339.19 亿元，净利润（含少数股东损益）12.78 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 7.79 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.69 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.22 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 369.51 亿元，负债合计 253.31 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 116.20 亿元，其中归属于母公司所有者权益 86.22 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 87.42 亿元，净利润（含少数股东损益）2.86 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.90 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.05 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.68 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产合计 348.36 亿元，较年初增长 29.10%，主要系流动资产大幅增长所致；从资产结构上看，流动资产占 82.27%、非流动资产占 17.73%，仍以流动资产为主，符合医疗流通企业资产结构特征。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 286.60 亿元，较年初增长 35.96%，主要系货币资金和应收账款增长所致；主要由货币资金（占 10.71%）、应收账款（占 59.88%）和存货（占 15.71%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 30.68 亿元，较年初增长 52.01%，主要系业务规模扩大所致；主要由银行存款（69.43%）和其他货币资金（占 30.11%）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，受限资金占比较高。

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。截至 2018 年底，公司应收账款为 171.63 亿元，较年初增长 39.07%，主要系业务规模扩大所致。从计提坏账准备后的应收账款账龄上看，6 个月以内的占比 81.78%，7~12 个月的占比 14.69%，账龄较短；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 2.21 亿元，计提比例 1.27%；公司应收账款余额前五名占比 5.37%，集中度很低。虽然公司应收账款客户均为规模以上医院，但仍存在一定的回收风险，且对公司运营资金占用严重。

截至 2018 年底，公司存货为 45.02 亿元，较年初增长 13.13%，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；主要由原材料（占 5.20%）和库存商品（占 92.30%）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，公司对存货计提跌价准备 44.99 万元。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产总额为 61.76 亿元，较年初增长 4.61%；主要包括固定资产（占 25.52%）、在建工程（占 8.01%）和商誉（占 53.57%）。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 15.76 亿元，较年初增长 12.75%，主要系收购公司新增专用设备和电子设备所致；公司固定资产账面价值主要由房屋及建筑物（占 53.89%）、专用设备（占 27.98%）、运输设备（占 3.44%）和电子设备及其他（占 14.69%）构成；累计计提折旧 6.27 亿元，固定资产成新率为 71.55%，成新率尚可。

截至 2018 年底，公司在建工程为 4.95 亿元，较年初增长 23.03%，主要系药品现代物流及医疗器械生产项目、马鞍山井泉中药饮片有限公司厂房建设工程、甘肃瑞康医药有限公司房屋建筑工程和富民医药物流中心工程等项目投入所致；公司未对在建工程计提减值准备。

截至 2018 年底，公司商誉为 33.08 亿元，较年初减少 11.94%，主要为公司按照《企业会计准则》和公司相关政策本年度增加计提商誉减值准备 7.24 亿元所致。公司商誉规模较大，若被收购单位业绩未达预期，仍存在一定减值风险。

截至 2018 年底，公司所有权和使用权受限资产规模合计为 33.03 亿元，主要为货币资金、应收票据和应收账款使用权受限，占资产总额的比重为 14.18%，受限比例一般。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 369.51 亿元，较年初增长 6.07%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占比 83.13%、非流动资产占比 16.87%，仍以流动资产为主。

总体看，截至 2018 年底，公司资产规模有所增长，资产结构仍以流动资产为主，应收账款和存货占比较高，对营运资金占用严重；非流动资产中商誉占比较高，存在一定减值风险。整体看，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 235.30 亿元，较年初增长 35.94%，主要系短期借款、应付票据、应付账款和其他应付款增加所致；从负债结构上看，流动负债占比 90.41%，非流动负债占比 9.59%，仍以流动负债为主，与资产结构较为匹配。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 212.74 亿元，较年初增长 36.21%，主要系短期借款和应付票据增加所致；公司流动负债主要包括短期借款（占 23.10%）、应付票据（占 15.05%）、应付账款（占 25.94%）和其他应付款（占 14.79%）。

截至 2018 年底，公司短期借款为 49.14 亿元，较年初增长 34.43%，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；公司短期借款主要由质押借款（占 39.57%）和保证借款（占 42.33%）构成。

截至 2018 年底，公司应付票据 32.02 亿元，较年初大幅增长 243.89%，主要系合并范围扩大所致；公司应付票据中商业承兑汇票占 36.71%、银行承兑汇票占 63.29%。

截至 2018 年底，公司应付账款为 55.19 亿元，较年初变化不大；从账龄上看，公司应付账款以一年以内为主（占 93.64%）。

截至 2018 年底，公司其他应付款为 31.46 亿元，较年初减少 34.94%，主要系未付的股权款转到衍生金融负债所致；主要由资产支持证券（占 30.96%）和其他往来款（占 47.08%）构成。

截至 2018 年底，公司非流动负债 22.56 亿元，较年初增长 33.47%，主要为应付债券（占 81.99%），公司应付债券余额 18.50 亿元，较年初大幅增长 85.00%，主要系发行“18 瑞康 01”（8.50 亿元）所致。

截至 2018 年底，公司全部债务为 138.51 亿元，较年初增长 105.63%，主要系公司长、短期借款增加和发行公司债券所致；其中短期债务占比 83.87%，长期债务占比 16.13%，仍以短期债务为主，

债务结构有待改善。由于债务规模的扩大，截至 2018 年底，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较年初上升 3.40 个百分点、13.95 个百分点和 0.81 个百分点至 67.55%、53.25% 和 15.52%，债务负担进一步加重。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 253.31 亿元，较年初增长 7.65%，主要系流动负债增长所致。公司资产负债率为 68.55%，较年初上升了 1.01 个百分点；全部债务资本化比率为 41.98%，较年初下降 11.27 个百分点；长期债务资本化比率为 14.04%，较年初下降 1.48 个百分点。

总体看，截至 2018 年底，随着不断扩大经营规模及对外投资并购，资金需求有所提高，公司负债规模大幅增长；公司整体债务负担进一步加重，且以短期债务为主，债务结构有待优化。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益为 113.06 亿元，较年初增长 16.87%，主要系未分配利润增加所致；其中归属于母公司的所有者权益为 84.51 亿元（占 74.75%），少数股东权益 28.55 亿元（占 25.25%）；归属于母公司的所有者权益中，股本占 17.80%，资本公积占 47.08%，未分配利润占 33.79%，盈余公积占 1.32%。所有者权益构成中，股本和资本公积占比较高，公司所有者权益稳定性尚可。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 116.20 亿元，较年初增长 2.78%；其中归属于母公司所有者权益合计 86.22 亿元，占所有者权益的 74.20%，公司所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，截至 2018 年底，受益于利润积累，所有者权益规模有所增长，权益结构的稳定性尚可。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 339.19 亿元，较上年增长 45.61%，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；实现营业利润 19.74 亿元，较上年增长 9.05%；实现净利润 12.78 亿元，较上年下降 6.62%，主要系所得税费用增加所致。

从期间费用来看，2018 年，公司费用总额 42.62 亿元，较上年增长 64.11%，主要系融资金额较上期增长较大，由于融资成本有一定提高，导致财务费用大幅增加所致，其中，销售费用 21.65 亿元，较上年增长 43.80%，主要系职工薪酬增加、市场推广及广告宣传费上升所致；管理费用 13.89 亿元，较上年增长 61.97%，主要系合并范围扩大使得职工薪酬、差旅费用和办公费增加，同时公司新购入 SAP 软件及土地使用权导致无形资产摊销增加，厂房及办公设备的租赁费增加等费用增长所致；财务费用 7.09 亿元，较上年增长 202.06%，主要系外部融资增加、融资成本增加所致。2018 年，公司费用收入比为 12.57%，较上年上升 1.42 个百分点，期间费用对利润侵蚀较重，公司费用控制能力一般。

2018 年，公司调整坏账计提政策，增加计提 0.79 亿元坏账损失，增加计提 7.24 亿元商誉减值损失，冲回 0.01 亿元存货跌价损失，导致增加资产减值损失 8.02 亿元，对营业利润侵蚀严重；公司公允价值变动收益增加 6.38 亿元，全部为衍生金融负债产生的公允价值变动收益。

从盈利指标来看，2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 9.24%、8.21% 和 12.18%，分别较上年下降 2.79 个百分点、1.20 个百分点和 3.75 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 87.42 亿元，较上年同期增长 22.62%，主要系合并范围扩大所致；实现净利润 2.86 亿元，较上年同期减少 22.26%，主要系费用增加所致。

总体看，2018 年，公司营业收入快速增长，期间费用和资产减值损失对利润侵蚀严重，整体盈利能力有所下降。

5. 现金流

从经营活动看，2018年，公司经营活动现金流入380.30亿元，较上年增长58.08%，主要系公司营业收入规模扩大所致；经营活动现金流出381.99亿元，较上年增长44.26%，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。综上，2018年，公司经营活动产生的现金流量净额为-1.69亿元，净流出规模较上年大幅下降。2018年，公司现金收入比为94.08%，较上年上升3.67个百分点，收入实现质量仍一般。

从投资活动看，2018年，公司投资活动现金流入为7.99亿元，较上年减少73.55%，主要系公司购买国债逆回购较前期减少所致；投资活动现金流出23.78亿元，较上年减少37.30%，主要系支付国债逆回购投资的现金减少所致。综上，2018年，公司投资活动产生的现金流量净额为-15.79亿元，净流出规模较上年增长104.40%。

从筹资活动看，2018年，公司筹资活动现金流入为241.75亿元，较上年增长147.63%，主要系外部融资收到的现金增加所致；筹资活动现金流出为219.05亿元，较上年增长221.84%，主要系归还外部融资的现金增加所致。综上，2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额为22.70亿元，较上年减少23.21%。

2019年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为1.05亿元；公司投资活动产生的现金流量净额为-1.69亿元；筹资活动产生的现金流量净额为2.33亿元。

总体看，2018年，公司经营活动现金净流出规模大幅收窄，并在2019年一季度转为净流入，经营活动现金流状况大幅改善；但公司经营活动现金流仍无法满足其投资活动需求，对外筹资需求较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2018年底，公司流动比率为1.35倍，与年初相比保持不变，速动比率由年初的1.09倍上升至1.14倍，流动资产对流动负债的保护程度有所提高；公司现金短期债务比由年初的0.60倍下降至0.37倍，现金类资产对短期债务的保障能力一般。整体看，公司短期偿债能力有所下降。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为28.06亿元，较上年增长29.56%，主要系计入财务费用的利息支出增加所致；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7.96%、1.55%、20.54%和69.95%。2018年，公司EBITDA利息倍数由上年的10.89倍下降至4.83倍，EBITDA对利息的保障程度大幅减弱；EBITDA全部债务比由上年的0.35倍下降至0.22倍，EBITDA对全部债务的保障程度仍然较高。整体看，公司长期偿债能力仍较强。

截至2019年3月底，公司不存在对外担保情况。

截至2019年3月底，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事项。

截至2019年3月底，公司已取得银行授信额度为192.27亿元，已使用81.85亿元，未使用110.42亿元，公司间接融资渠道畅通。公司作为深交所上市公司，具备直接融资渠道。

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2019年5月8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，跟踪期内，公司长短期偿债能力指标表现有所弱化，但考虑到公司融资渠道畅通，未使用授信额度较大，过往履约情况良好等情况，其整体偿债能力仍属很强。

七、本期债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（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）达 51.66 亿元，约为“17 瑞康 01”和“18 瑞康 01”待偿本金合计（18.50 亿元）的 2.79 倍，公司现金类资产对“17 瑞康 01”和“18 瑞康 01”的覆盖程度较高；净资产达 116.20 亿元，约为“17 瑞康 01”和“18 瑞康 01”待偿本金合计（18.50 亿元）的 6.28 倍。公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“17 瑞康 01”和“18 瑞康 01”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBIDTA 为 28.06 亿元，约为“17 瑞康 01”和“18 瑞康 01”待偿本金合计（18.50 亿元）的 1.52 倍，EBIDTA 对“17 瑞康 01”和“18 瑞康 01”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2018 年，公司经营性活动产生的现金流入 380.30 亿元，约为“17 瑞康 01”和“18 瑞康 01”待偿本金合计（18.50 亿元）的 20.56 倍，公司经营活动现金流入量对“17 瑞康 01”和“18 瑞康 01”的覆盖程度较高。

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，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“17 瑞康 01”和“18 瑞康 01”的偿还能力很强。

八、综合评价

2018 年，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仍具有的较强竞争优势；公司收入和资产规模快速增长，经营活动现金流状况大幅改善，并在 2019 年一季度转为净流入。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、销售回款周期较长产生的大额应收账款对运营资金占用严重、业务区域集中度高、商誉规模较大且存在减值风险、债务规模增长很快且短期债务偿债压力较大以及期间费用及资产减值损失对利润侵蚀严重等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，公司将深度整合内外部资源，张弛有度地推进外延式发展，实现资源共享、协同增效，公司经营规模有望保持增长。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望维持为“稳定”；同时维持“17 瑞康 01”和“18 瑞康 01”的债项信用等级为 AA+。

附件 1 瑞康医药股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	269.83	348.36	369.51
所有者权益 (亿元)	96.74	113.06	116.20
短期债务 (亿元)	48.35	117.75	125.34
长期债务 (亿元)	16.69	20.77	18.99
全部债务 (亿元)	65.04	138.52	144.32
营业收入 (亿元)	232.94	339.19	87.42
净利润 (亿元)	13.68	12.78	2.86
EBITDA (亿元)	21.66	28.06	--
经营性净现金流 (亿元)	-24.22	-1.69	1.05
应收账款周转次数 (次)	2.26	2.27	--
存货周转次数 (次)	6.68	6.47	--
总资产周转次数 (次)	1.09	1.10	0.24
现金收入比率 (%)	90.41	94.08	59.49
总资本收益率 (%)	11.92	8.97	--
总资产报酬率 (%)	9.41	8.21	--
净资产收益率 (%)	15.93	12.18	2.49
营业利润率 (%)	18.06	18.77	18.00
费用收入比 (%)	11.15	12.57	13.01
资产负债率 (%)	64.15	67.55	68.55
全部债务资本化比率 (%)	40.20	55.06	55.40
长期债务资本化比率 (%)	14.71	15.52	14.04
EBITDA 利息倍数 (倍)	10.89	4.83	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.33	0.20	--
流动比率 (倍)	1.35	1.35	1.32
速动比率 (倍)	1.09	1.14	1.14
现金短期债务比 (倍)	0.57	0.37	0.79
经营现金流动负债比率 (%)	-15.51	-0.80	0.45
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.17	1.52	--

注: 1.本报告财务数据及指标计算均为合并口径; 2.因四舍五入的原因, 本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异; 3.2019 年一季报财务数据未经审计, 相关指标未年化; 4.其他应付款中的资产支持证券已调至短期债务指标核算, 长期应付款已调整至长期债务指标核算; 5.EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2 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	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期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/本期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/本期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+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 3 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。