



深圳市海王生物工程股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

大公报 D【2016】405 号

公司债券信用等级：AA

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发债主体：深圳市海王生物工程股份有限公司

发行规模：本次债券发行规模不超过 8 亿元（含 8 亿元），首期发行基础规模 4 亿元，可超额配售不超过 4 亿元（含 4 亿元）

债券期限：3 年（附第 2 个计息年度末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权）

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本

发行目的：补充营运资金、偿还公司债务

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项 目	2016	2015	2014
总资产	166.61	127.62	96.32
所有者权益	58.78	21.43	17.83
营业收入	136.06	111.18	98.02
利润总额	6.54	6.29	1.57
经营性净现金流	-14.97	0.91	-1.17
资产负债率 (%)	64.72	83.21	81.49
债务资本比率 (%)	46.14	73.60	70.40
毛利率 (%)	14.87	14.65	14.59
总资产报酬率 (%)	5.12	6.92	4.13
净资产收益率 (%)	8.49	24.19	4.69
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-7.52	0.36	-0.49
经营性净现金流/总负债 (%)	-13.99	0.98	-1.68

评级小组负责人：张建国

评级小组成员：韩光明 谷建伟

联系电话：010-51087768

客服电话：4008-84-4008

传 真：010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

评级观点

深圳市海王生物工程股份有限公司（以下简称“海王生物”或“公司”）主要从事医药商业流通和医药制造业务。评级结果反映了国家医疗改革为国内大型医药流通企业带来新的发展机遇，公司医药商业流通子公司全部通过 GSP 认证，与多家公立医院保持稳定合作关系，2016 年完成非公开发行 A 股股票有利于资本结构的改善等优势；同时也反映了公司产能利用率较低，应收账款占比较大，有息债务基本为短期且到期较为集中，现金获取能力较弱等不利因素。综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。

预计未来 1~2 年，随着医药流通行业集中度的进一步提升，公司经营规模将继续扩大，主营业务收入将在保持现有水平的基础有所提升。综合来看，大公报对海王生物的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 国家医疗改革政策的推进提高了医药流通行业集中度，给国内大型医药流通企业带来新的发展机遇；
- 公司在营医药商业流通子公司全部通过 GSP 认证，药品仓储物流管理水平较高；
- 公司医药商业流通板块在山东、湖北、河南等地区已形成一定规模，具有较强的竞争力，与区域内多家公立医院保持稳定合作，业务模式稳定；
- 公司于 2016 年 6 月完成非公开发行 A 股股票，资本结构得到改善。

主要风险/挑战

- 公司医药制造业务产能利用率始终较低，2016 年以来，随着部分产品产量下降及产能扩张，产能利用率进一步降低；
- 2014 年以来，公司应收账款在流动资产中占比较大，周转效率逐年下降；
- 公司有息债务基本为短期，且到期较为集中，存在一定集中偿付压力；
- 公司经营性净现金流有所波动，现金回收率持续下降，现金获取能力始终较弱。

大公国际资信评估有限公司
二〇一七年六月十三日

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至本次债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。



发债主体

公司成立于 1992 年，前身为深圳市蛇口海王生物工程有限公司，初始注册资本为 705 万元，其中深圳海王集团股份有限公司（以下简称“海王集团”）持股 82.00%，中国管理科学院长春应用技术研究所以（以下简称“中科长春所”）以技术形式持股 18.00%。1995 年 4 月，公司控股股东海王集团与中科长春所签订股权转让合同，中科长春所将其 17.00% 股权协议转让给海王集团，并将其余 1.00% 股权有偿转让给深圳海王食品有限公司（以下简称“海王食品”）。后经多次股权转让，公司于 1996 年 11 月进行公众股份有限公司改组，经深圳市工商行政管理局核准，公司名称变更为现名，注册资本变更为人民币 5,000 万元。1998 年 12 月 18 日首次在深圳证券交易所挂牌交易（证券代码：000078.SZ）。2001 年 4 月，公司完成公开增发 A 股股票 6,900.00 万股，发行完成后，总股本变更为 22,180.00 万股，其中海王集团持股比例为 49.08%。2002 年 5 月，公司以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股，转增后总股本变为 33,270.00 万股。2006 年 4 月，公司实施股权分置改革，以资本公积向全体流通股股东转增股本，流通股股东每 10 股转增 8.85 股，股权分置改革实施后总股本增至 47,500.80 万股。2007 年 5 月，公司向全体股东按照每 10 股转增 3 股，以资本公积转增股本 14,250.24 万股，增资后总股本为 61,751.04 万股。2008 年 6 月，以海王生物 3,500 万元资本公积向 2008 年 6 月 3 日登记在册的无限售条件的流通股股东（含高管锁定股份）定向转增 34,999,985 股，每持 10 股无限售条件流通股股东（含高管锁定股份）获送 0.863741 股，转增后公司总股本总为 65,251.04 万股。2013 年 3 月，公司非公开发行 A 股股票 7,920.35 万股，共募集资金 5.69 亿元，总股本变更为 73,171.39 万股。2015 年 5 月，公司实施限制性股票激励计划，首次向公司董事、高级管理人员、公司及子公司中层管理人员、核心技术（业务）人员等 153 人授予限制性股票 2,080.00 万股。2016 年 5 月，公司以资本公积金转增股本，每 10 股转增 15 股，转增后总股本为 188,128.46 万股。2016 年 6 月，公司完成非公开发行股票 76,530.61 万股，定增后总股本为 264,659.08 万股，共募集资金 30.00 亿元，扣除发行费用后其中 15.00 亿元用于偿还公司银行贷款，剩余资金全部用于补充流动资金，发行对象为公司控股股东海王集团，增发后海王集团持股比例为 45.96%。2016 年 6 月，公司向激励对象授予了限制性股票激励计划的预留股票，增发人民币普通股 275.00 万股，公司股本变更为 264,934.08 万股，注册资本变更为 264,934.08 万元。2016 年 11 月 25 日，公司发布公告，由于部分限制性股票激励计划激励对象已离职等原因，不再符合激励条件，公司已完成对该部分人员已授予但未解锁的限制性股票合计 113 万股的回购注销工作，回购注销后公司总股本变更为 264,821.08 万股，注册资本变更为 264,821.08 万元，



公司已完成此次注册资本工商变更登记工作。截至 2016 年末，公司注册资本为 26.48 亿元，控股股东为海王集团，持股比例为 45.93%，张思民通过持股 70.00% 深圳市银河通有限公司（以下简称“银河通”）控制海王集团 58.96% 的股份，另外张思民通过全资控制的深圳市海合投资发展有限公司持有 15.00%（香港）恒建企业有限公司（以下简称“恒建企业”），恒建企业控制海王集团 25.40% 的股份。因此，张思民通过银河通以及恒建企业控制海王集团，并通过海王集团控股海王生物，为公司实际控制人。截至 2017 年 5 月 31 日，海王集团所持公司股份中有 1,211,604,603 股存在质押，占海王集团持有公司股份的 99.60%。

公司主要从事医药商业流通和医药制造及保健品、食品业务，医药商业流通业务主要以子公司深圳市海王银河医药投资有限公司（以下简称“海王银河”）为投资和管理平台，业务覆盖山东、河南、湖北、安徽、黑龙江等多个地区，已形成具有区域性优势的大型配送体系和组织架构。根据商务部公布的数据显示，海王银河下属经营规模最大的子公司山东海王银河医药有限公司（以下简称“山东海王银河”）在 2015 年度的全国医药批发企业主营业务收入排名中位列第 17 位。

公司医药制造及保健品、食品业务主要包括药品制造和保健品、食品生产，医药制造主要经营主体为福州海王金象中药制药有限公司（以下简称“海王金象”）和控股子公司深圳市海王英特龙生物技术股份有限公司（以下简称“海王英特龙”，股票代码 8329.HK）的子公司福州海王福药制药有限公司（以下简称“海王福药”），产品涵盖化学药、中成药、生物药和保健食品等；保健品、食品生产业务主要经营主体为深圳市海王健康科技发展有限公司（以下简称“海王健康科技”），主要产品为金装喜安智进口罐装奶粉、金钻喜安智进口罐装奶粉、海王金樽和其他辅食保健品等。截至 2016 年末，公司纳入合并报表的子公司共计 73 家。

发债情况

债券概况

本次债券是海王生物面向合格投资者公开发行的公司债券，发行总额不超过人民币 8 亿元（含 8 亿元），分期发行，首期发行基础规模为人民币 4 亿元，可超额配售不超过人民币 4 亿元（含 4 亿元），发行期限为 3 年，附第 2 个计息年度末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券采用单利按年计息，不计复利，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。债券面值 100 元，按面值平价发行，到期日按照面值兑付。本次债券无担保。

募集资金用途

本次公司债券拟募集资金 8 亿元，其中 4.80 亿元用于偿还公司债务，3.20 亿元用于补充营运资金。



宏观经济和政策环境

2014 年以来我国经济增长有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；短期内我国经济下行压力仍较大，但随着“十三五”规划和供给侧结构性改革的持续推进，我国经济仍具有保持中高速增长潜力

近年来，受固定资产投资和房地产投资增速降低、传统产业产能过剩严重及实体经济运营成本提高增长乏力等因素影响，我国经济增长有所回落，从高速增长转向中高速增长。2014~2016 年，我国 GDP 同比增长速度分别为 7.3%、6.9%和 6.7%，经济增速有所回落。

2016 年，我国经济整体表现为稳中趋缓、稳中有进、稳中有忧，产业结构持续优化，主要经济指标仍处于合理区间。2016 年，我国实现国内生产总值 744,127 亿元，同比增长 6.7%，增速同比下降 0.2 个百分点。根据国家统计局初步核算数据，2017 年一季度，我国实现国内生产总值 180,683 亿元，同比增长 6.9%，增速同比上升 0.2 个百分点。分产业看，第一产业增加值 8,654 亿元，比上年增长 3.0%；第二产业增加值 70,005 亿元，比上年增长 6.4%；第三产业增加值 102,024 亿元，比上年增长 7.7%，占国内生产总值的比重为 56.5%，高于第二产业 17.7 个百分点，产业结构更趋优化。经济景气度方面，2017 年 3 月，中国制造业 PMI 终值为 51.8%，较上月上升 0.2 个百分点，继续位于临界点之上。总的来看，2014 年以来，国民经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，运行较为平稳，结构调整在加快推进，保持稳中有进的态势，产业结构更趋优化。

从国际形势来看，2016 年以来，世界经济复苏总体不及预期，世界银行于 2016 年 6 月将 2017 年世界经济增长预期由 3.1%下调至 2.4%。世界经济总体上仍处在危机后的深度调整之中，呈现出一种低增长、低物价、低利率、不平衡，且振荡加剧的特点。在宏观经济方面，美、欧、日等发达经济体总需求不足和长期增长率不高现象并存，新兴市场经济体总体增长率下滑趋势难以得到有效遏制；在金融市场方面，发达经济体政府债务负担有所好转，但新兴市场经济体和发展中经济体政府债务负担未见改观，此外，全球非金融企业债务水平进一步提高，成为全球金融市场中新的风险点。2016 年 11 月 9 日，特朗普当选美国总统，其团队所主张的医疗、贸易、金融、外交等方面政策，预示美国战略收缩力度将加大，继英国脱欧之后，美国大选结果将增加全球经济的不可预见性和波动性。继 2016 年 12 月 14 日后，美联储于 2017 年 3 月 16 日再次将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 0.75%至 1.0%的水平，美元走强的同时大宗商品价格不可避免地承受更大的压力，同时加大了诸多国家货币汇率的贬值压力。整体而言，世界经济复苏存在一定的不稳定性 and 不确定性。

2014 年以来，央行延续之前稳健的货币政策基调，更加注重松紧



适度，适度预调微调。2015 年内多次降息、降准，有效压低了短期流动性价格及社会融资成本。国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围向市场补充流动性，改善社会融资结构，同时颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资难问题。2015 年 11 月 3 日，国家发布“十三五”规划建议稿，建议稿提出了创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，这五大发展理念将是“十三五”乃至更长时期我国发展思路、发展方向、发展着力点的集中体现。2016 年，央行在继续稳健货币政策的基础上，加强对供给侧结构性改革中的总需求管理，为结构性改革营造中性适度的货币金融环境，促进经济科学发展和可持续发展。2017 年 3 月，两会于北京召开，会议要求贯彻稳中求进工作总基调，坚持以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，依靠创新推动新旧动能转换和结构优化升级，全面深化改革，预计在稳增长的基调下改革将成为 2017 年经济工作的一大重点。

总的来看，我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段，国内经济下行的压力仍然较大。同时，我国工业化和城镇化仍处在一个加快发展的过程之中，“十三五”规划建议稿将创新置于最核心地位，新老产业交替时期，以“互联网+”为代表的新型产业是大势所趋，新型产业将会与工业化和城镇化高度融合，创造出新的经济增长动力。供给侧结构性改革将持续化解过剩产能和房产库存，促进基础设施和房地产行业的有效投资。从长期来看，我国经济仍具有保持中高速增长潜力。

行业及区域经济环境

● 医药商业流通

经济发展、社会进步和人口老龄化为我国医药行业提供了良好的外部环境；国内医药流通企业数量较多，市场竞争压力较大，国家出台促进药品流通行业发展的政策使行业集中度有所提高，为大型医药流通企业带来新的发展机遇

随着城乡居民收入不断提高，居民对自身健康的关注程度和医疗保健意识也正在不断增强，社会保障制度、公共卫生体系、疾病预防控制体系不断完善，医疗卫生基础建设不断加强，医药产品需求日益增长，为医药行业提供了良好的外部环境。我国人口数量持续增长及中老年人口所占比例的增加，都将增加对医药产品的需求，为医药产品提供持续增长的市场空间。2016 年上半年我国药品流通直报企业（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；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；平均毛利率为 6.8%，同比上升 0.4 个百分点；平均费用率为 5.5%，同比上升 0.5 个百分点。



我国医药流通企业数量较多，行业竞争压力较大，专业化大型医药流通企业凭借明显的成本优势和流通效率，通过并购整合进一步提高市场份额成为医药流通行业的发展趋势。近年来，国家为提升医药流通行业集中度，出台诸项政策促进行业整合，对于行业内中小型企业而言，由于其自身基础薄弱、资金实力不足，将面临被市场淘汰的风险，但这为大型企业并购整合提供了条件，为大型医药流通企业带来新的发展机遇。

2013年6月1日，国家新版GSP¹开始实施，药品经营企业应在药品监督管理部门规定的时间内达到GSP要求，并通过认证取得认证证书。新版GSP引入了供应链管理理念，计算机信息化管理、仓储温湿度自动检测、药品冷链管理等新的管理要求，同时还增加了质量风险管理、体系内审、验证等理念和管理方法。新版GSP的实施导致部分规模较小的医药流通企业增加成本，加之原本基础薄弱、资金实力不足，此类企业或因无法在规定时间内通过认证而退出市场。2014年11月，国家发改委下发了关于对《推进药品价格改革方案（征求意见稿）》征求意见函，拟从两大方面着手，在改革药价形成机制方面，取消政府制定的最高零售限价或出厂价格，通过医保控费和招标采购，由市场竞争形成药品实际价格，并对不同类型药品的价格形成机制做出规定；在建立正常的市场竞争机制方面，通过完善药品采购机制、强化医保控费作用、强化医疗行为和价格行为监管等措施实现。根据进程安排，血液制品、国家统一采购的预防免疫药品和避孕药具、一类精神和麻醉药品，以及专利药等四项药品价格将首先放开。2015年2月，国务院办公厅印发《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》，对于加快公立医院改革，规范药品流通秩序，完善国家药物政策，建立健全以基本药物制度为基础的药品供应保障体系具有重要意义。2015年5月，国务院办公厅颁布《国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》，要求破除公立医院逐利机制，建立公立医院科学补偿机制，以破除以药补药机制为关键环节，降低药品耗材费用、取消药品加成等。2016年4月，国务院印发《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》，明确了2016年在深化公立医院改革、推进分级诊疗制度建设、巩固完善全民医保体系等方面的医改重点工作。提出了全面深化公立医院改革、健全全民医保体系、大力发展社会办医、健全药品供应保障机制、完善分级诊疗体系、深化基层医疗卫生机构综合改革和统筹推进各项改革等7方面27项改革任务；同时也重申了全面推进公立医院药品集中采购。2017年1月，国务院医改办等七部委联合印发了《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》，“两票制”是指药品从生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票，这是药品领域一项重要改革举措，目的是减少药品流通环节，使中间加价透明化，进一步

¹ GSP 是《药品经营质量管理规范》的英文缩写，是药品经营企业统一的质量管理准则。



推动降低药品虚高价格，减轻群众用药负担。“两票制”的实施将有助于提高医药流通行业集中度，加速行业整合速度，大型医药流通企业的市场份额占有率将进一步提升。

近年来我国医药电子商务发展较快，但交易规模在药品零售市场中占比仍然很小

我国医药电子商务发展较快，据国家食品药品监督管理总局统计，2015 年上半年共批准、换发证书 105 家，截至 2016 年 6 月 30 日，拥有互联网交易资质的企业合计为 425 家，企业数量同比增长 56.3%，据药品流通统计直报系统不完全统计，拥有互联网资质的医药电子商务营业收入平均增幅超过了 50%，远远高于传统药品流通销售模式的增幅。据工信部数据显示，2010 年国内医疗电子商务交易规模仅为 1.5 亿元，而 2014 年交易规模则增长至 68 亿元，年均增速达到 174%。但医药电子商务交易规模在药品零售市场中占比依然很小，以 2014 年为例，2014 年，国内医药电子商务市场交易规模 68 亿元，分别占药品零售市场规模、药品市场规模、电子商务市场规模的 2.41%、0.51%和 0.06%，远低于欧美线上售药在药品零售市场占比 20%~30%的水平。

目前国内医药电子商务面临的现实政策困境主要是在线限售处方药、医药不分开，处方难外流、医保未完成对接，不可以在线支付、医保统筹账户不能用于零售终端支付等。2014 年 5 月 28 日，国家食品药品监督管理总局发布《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》，意见稿拟放开网上药店的处方药销售，但出于对放开在线处方药销售后无法形成有效监管考虑，截至 2016 年 12 月末，该管理办法仍未正式颁布。监管安全、物流配送、医保改革以及推广成本投入较大等问题在很长一段时期内都将会是制约医药电子商务发展的因素。

● 医药制造

经济发展和社会进步为我国医药制造行业提供了良好的发展机遇；化学药品制剂制造业近年来发展较快

医药行业是我国国民经济的重要组成部分，随着我国经济的快速发展，城乡居民收入不断提高，居民健康的关注程度大幅增长。同时，医疗保健消费支出也不断增加，再加上社会保障制度、公共卫生体系、疾病预防控制体系的不断完善，为医药经济的快速发展提供了良好的机遇和市场。2014~2016 年，我国医药制造业实现主营业务收入分别为 23,325.6 亿元、25,537.1 亿元和 28,062.9 亿元，同比增速分别为 12.9%、9.1%和 9.7%；利润总额分别为 2,322.2 亿元、2,627.3 亿元和 3,002.9 亿元，同比增速分别为 12.1%、13.1%和 14.3%。2017 年 1~3 月，我国医药制造业实现主营业务收入 6,749.1 亿元，同比增长 11.0%；实现利润总额 718.1 亿元，同比增长 13.5%。医药制造业近年来保持持续快速发展。



从药品类型细分市场来看，我国药品市场上化学制剂的销售额占比最高，约占国内药品市场总量的 65%，中成药市场规模约占市场总量的 25%，其余为生物药品等，占比较小。从医药制造企业类型来看，中成药、原料药制剂和化药制剂企业占制药企业比重较大。

化学药品制剂制造是指直接用于人体疾病防治、诊断的化学药品制剂的制造。按剂型可分为注射剂、口服常释剂型、软膏剂等 19 类，按药理可分为抗微生物药物、抗寄生虫病药物等 23 大类。化学药品制剂制造业是医药制造业重要的子行业，近年来快速发展，其产值在医药工业总产值中占比维持在 25% 以上。2011~2016 年，我国化学药品制剂制造主营业务收入由 4,105.0 亿元增加至 7,534.7 亿元，年均复合增长率 10.7%；利润总额由 442.3 亿元增加至 950.5 亿元，年复合增长率 13.6%。

从上游行业来看，化学原料药是药品制剂行业的基础，化学原料药的品质和需求决定了药品制剂的质量和产量，原料药本身的价格波动也会直接影响制剂药企业的生产成本。在我国原料药品种中，抗生素类和维生素类占比最大，其次是氨基酸类、激素类和解热镇痛类等大宗原料药。大宗原料药具有技术壁垒低的特点，长期处于价格上涨—产能扩张—价格下跌—部分产能闲置—价格再上涨的周期性波动中。2015 年 4 月以来，抗生素等原料药的价格持续大幅下降，2016 年四季度以来有所回升。

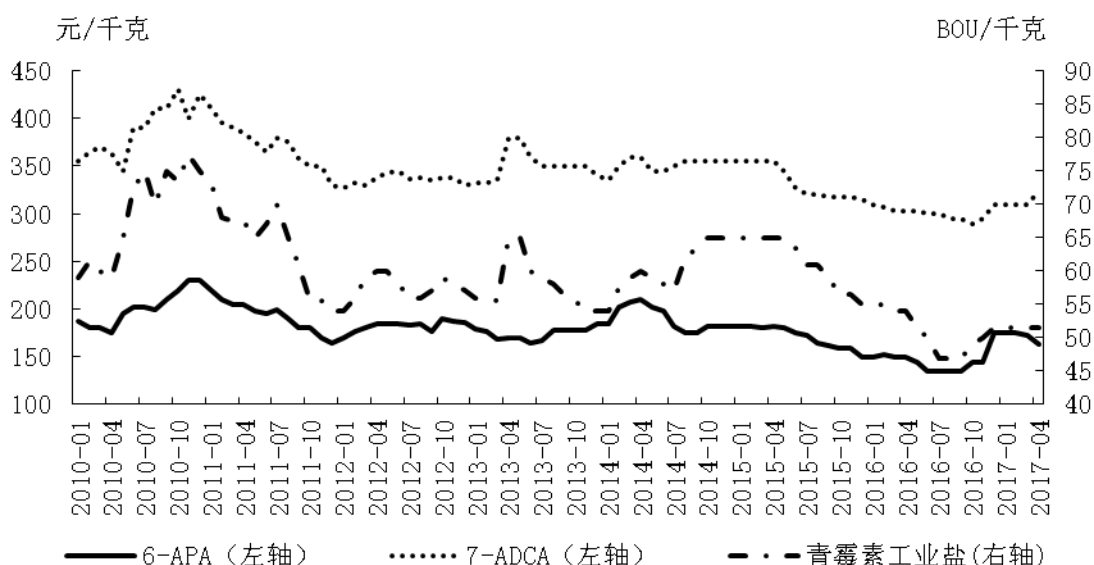


图 1 2010 年 1 月~2017 年 4 月部分主要抗生素类原料药价格

数据来源：Wind 资讯

政策不断推动药品价格形成机制改革，同时随着医药工业发展成熟，药品将面临价格下行压力，对企业的创新能力提出较高要求

药品的销售终端主要分为三类，第一终端为医院的药品销售，第二终端为药店的药品销售，第三终端是除医药和药店以外的其他任何



方式的药品销售。医院终端销售规模及增速持续增长，是我国最重要的药品销售终端；药店终端市场销售的业态较为分散、竞争激烈；随着国家加快推进医保覆盖、基层投入及公立医院改革试点等，第三终端的销售增长具有较大潜力。

由于在整个药品零售市场中医院终端的销售份额占到了 75%，同时医院终端销售的药品中 85% 是西药，医药制造行业受药品价格改革、医保目录、招标采购等政策影响较大。2014 年 5 月，低价药目录正式公布，共包括 250 个中药品种和 283 个西药品种，对这些品种将取消政府制定的最高零售价，在日均费用标准内由生产经营者自行制定购销价格，以缓解优质普药的竞争压力。2015 年 5 月 4 日，国家发展改革委发布《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，要求自 2015 年 6 月 1 日起，除麻醉药品和第一类精神药品外，取消原政府制定的药品价格。取消政府定价将使药品市场价格更依赖于产品质量、品牌认知和医保付费导向。2016 年 5 月，国家发展改革委发布《关于在全国开展药品价格专项检查的通知》，要求从 2016 年 6 月 1 日起进行为期 5 个月的针对药品生产经营企业、医疗机构等单位进行专项检查，主要包括原料药、药品生产经营企业达成、实施垄断协议的行为；原料药、药品生产经营企业滥用市场支配地位，以不公平高价销售原料药、药品的行为。

随着政策的不断推出，药品价格形成机制将逐步完善。在此过程中，独家、专利、首仿等具有高附加值，认可度高及疗效确定的高性价比药品将具有更强的市场竞争力。

为促进医药行业的规范健康发展，国家从药品生产标准、质量检验、产品流通等方面不断提出了新的标准和要求，同时，原辅材料和人力资源等生产要素成本的增长，导致企业生产和运行成本持续上升。而随着我国医药工业的发展和成熟，企业能够生产的药品种类将不断丰富，一般品类的药品都将面临激烈的市场竞争，同时药品都可能面临价格下降压力，对制药企业的创新能力提出较高要求。

经营与竞争

公司主要从事医药商业流通和医药制造，医药商业流通是主要的收入和毛利润来源；2014~2016 年，由于医药商业流通业务规模逐年增长，公司营业收入持续增长，毛利率略有提升

公司主要从事医药商业流通和医药制造业务，医药商业流通业务是公司收入和毛利润的主要来源。2014~2016 年，公司经营规模逐年扩大，营业收入和毛利润逐年保持一定幅度增长，主要由于占收入和毛利润比重最大的医药商业流通业务通过收并购及拓展的模式逐年扩大规模所致。同期，公司毛利率持续小幅提升。

表 1 2014~2016 年公司营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	136.06	100.00	111.18	100.00	98.02	100.00
医药商业流通	114.39	84.07	94.29	84.81	81.43	83.07
医药制造	4.38	3.22	4.78	4.30	6.63	6.76
保健品、食品	5.53	4.06	5.30	4.77	5.11	5.22
医疗器械流通	11.53	8.47	6.46	5.81	4.68	4.77
其他	0.24	0.18	0.35	0.32	0.17	0.17
毛利润	20.24	100.00	16.28	100.00	14.31	100.00
医药商业流通	12.25	60.55	10.28	63.11	8.26	57.73
医药制造	1.84	9.09	1.61	9.88	2.54	17.75
保健品、食品	3.13	15.47	3.04	18.68	2.84	19.82
医疗器械流通	2.87	14.16	1.26	7.74	0.63	4.40
其他	0.15	0.74	0.09	0.58	0.04	0.29
毛利率	14.87		14.65		14.59	
医药商业流通	10.71		10.90		10.14	
医药制造	42.04		33.69		38.32	
保健品、食品	56.59		57.38		55.46	
医疗器械流通	24.86		19.52		13.46	
其他	62.32		26.78		24.35	

数据来源：根据公司提供的资料整理

从业务构成来看，2014~2016 年，公司医药商业流通业务收入逐年保持增长，且增速较快，占收入的比重始终保持在 80%以上，主要是公司通过收并购其他医药商业流通企业及拓展的模式逐年扩大经营规模所致；该板块毛利率略有波动，毛利润随收入的增长保持平稳增长。同期，公司医药制造板块收入持续下降，毛利润和毛利率均有所波动，其中 2015 年板块收入和毛利润同比分别下降 27.90%和 36.61%，主要由于 2015 年公司将子公司深圳海王药业有限公司（以下简称“海王药业”）划转给控股股东海王集团所致，2015 年板块毛利率同比下降 4.65 个百分点，主要是产品价格的下降所致；2016 年板块收入略有下降，但毛利率同比增加 8.35 个百分点，主要原因一是产品价格的上涨，二是公司 2015 年处置了亏损子公司海王药业，受毛利率增加的影响，毛利润同比增长 14.29%。2014~2016 年，公司保健品、食品板块收入和毛利润逐年保持增长，毛利率存在小幅波动。同期，随着医疗器械销售规模的增长，医疗器械流通板块收入逐年保持一定幅度增长，毛利率逐年提升，2015 年和 2016 年板块毛利率分别同比增加 6.06 个百分点和 5.34 个百分点，主要是引进了部分高毛利的器械品种及板块规模扩大使得成本下降所致，受收入和毛利率提升的影响，医疗器械流通业务的毛利润逐年增加。公司其他业务主要以租赁为主，对收入和毛



利润的贡献很小。

综合来看，2014~2016 年，公司经营规模逐年扩大，其中医药商业流通业务规模扩张较大。预计未来 1~2 年，随着医药商业流通业务规模的增长，公司经营规模将继续扩大。

● 医药商业流通及医疗器械流通

公司建立了以阳光集中配送业务为主，传统医药纯销配送及分销调拨为辅的商业模式；在营医药商业子公司全部通过 GSP 认证，代理的医药产品品种齐全，药品仓储物流管理水平较高

公司医药商业流通业务主要以海王银河为管理投资平台，其下属子公司进行业务经营。医药商业流通行业经营模式主要是通过向上游医药生产企业采购药品，再向下游的医院、分销商和药店等销售。公司主要以并购整合各地的中小型医药商业流通企业方式扩大经营规模同时拓展业务区域，从而进一步提高市场份额。2014~2016 年，公司收并购医药商业流通企业分别为 7 家、5 家和 9 家，其中 2016 年新收购的深圳市深业医药发展有限公司和亳州海王银河医药有限公司两家医药流通企业自收购日至年末分别实现营业收入 2.18 亿元和 1.91 亿元，净利润 452.75 万元和 323.16 万元，当年即对公司收入和利润水平形成了贡献。2014~2016 年，公司医药商业流通板块分别实现营业收入 81.43 亿元、94.29 亿元和 114.39 亿元，保持逐年较快增长，同时板块毛利率较为稳定，保持在 10%左右。

表 2 2014~2016 年医药商业流通板块主要子公司营业收入情况（单位：亿元、%）

经营主体	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
山东海王银河	52.27	45.69	46.54	49.36	42.24	51.87
枣庄银海医药有限公司	15.42	13.48	12.36	13.11	11.26	13.83
河南东森医药有限公司	14.47	12.65	13.79	14.63	12.83	15.76
湖北海王医药有限公司	3.99	3.49	3.85	4.08	3.14	3.86
其他公司	28.24	24.69	17.75	18.82	11.96	14.68
医药商业流通板块收入	114.39	100.00	94.29	100.00	81.43	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司经营的医药产品品种繁多，主要有中药材，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），麻醉药品，精神药品，医疗用毒性药品，蛋白同化制剂，肽类激素，药品类易制毒化学品和医疗器械等，且多个品种拥有独家代理权。

公司在长期的经营活动中，已形成阳光集中配送业务、传统医药纯销配送业务及少量分销调拨业务的商业模式。2016 年，阳光集中配送和医药纯销配送占板块收入的比重分别为 48%和 20%，其他部分主要构成为基层医疗机构、零售药店、调拨（商业公司之间）、器械耗材等。



公司是行业内最早开展医院用药集中配送的企业之一，通过集中配送模式，有效缩短了药品流通渠道。2003 年，公司并购山东潍坊医药站，正式进入了医药流通领域。2007 年，公司推广医院药房托管集中配送的商业模式，在山东省与河南省试点运行，并运作顺畅。截至 2016 年末，公司已建立了覆盖全国 11 个省区、近 30 个地市的医药商业物流网络体系。

阳光集中配送模式是公司提出的创新医药商业流通模式，自 2009 年起，公司在山东省潍坊市首创“医院用药阳光集中配送”模式，以地级市为单位，设立医药仓储物流中心，向上游医药公司采购药品，面向所辖区域内主体医疗机构进行药品集中配送，以二级或以上的医院为主，医院用药除特殊药品外全部由公司提供集中配送服务，通常所配送药品量至少达到该医院采购药品总量的 90% 以上。阳光集中配送模式首先在山东省东营、枣庄、威海、菏泽等地推广，后向全国范围拓展。截至 2016 年末，该模式已经在山东、河南、安徽、湖北、吉林、黑龙江等省区近 30 个地市区开展，并与近 200 家医疗机构开展阳光集中配送业务合作。

医药纯销配送是指除阳光集中配送外直接对医疗机构的部分药品、医疗器械进行批发与配送，在医疗体制改革、药品集中招标采购制度等一系列政策的引导下，为避免药品配送垄断现象出现，医药纯销配送业务是未来医药批发的发展方向。

公司下属医药商业公司为了提供高效的客户服务，满足可持续发展需要，对经营管理实行专业化管理，均严格按照 GSP 的要求进行了改造，并全部在规定时间内通过了验收，目前公司在营的医药商业公司全部取得了 GSP 证书，在药品仓储物流管理方面建立了 ERP 电子商务系统和信息管理系统体系，根据不同药品的储存特性分为常温库、阴凉库、冷藏库等，实行 24 小时持续实时监测，信息系统与全国药品电子监管码管理系统联网，药品的出库、入库都要录入全国药品电子监管码管理系统，实现对药品的全过程电子监管，药品仓储物流管理水平较高。公司通过先进的 ERP 管理系统和电子商务平台，加强了对药品仓储过程的质量监控，实现对产品进行批次及单品管理，跟踪每一笔货物的流向，实时核查货物的库存，减少仓储过程出现和发生风险的概率，提高药品存放的安全水平，提供了灵活的业务、财务一体化及精确高效的物流配送服务。此外，公司目前在山东潍坊、山东威海、山东枣庄、湖北孝感、河南南阳等地拥有大型的医药物流产业园，各类药品品种齐全，药品规范经营在业内保持了较好的水准。

公司作为行业内及所在区域领先企业，与上游众多医药企业建立稳定的战略合作关系

近年来，医药生产企业在销售渠道方面通过缩减分销渠道中不增值或增值很少的环节，拉近与销售终端之间的距离，销售渠道日趋扁平化。

表 3 2015~2016 年公司前五大供应商情况（单位：万元、%）²

单位名称	金额	占比
2016 年		
阿斯利康（无锡）贸易有限公司	23,376	1.81
上海医药分销控股有限公司	23,328	1.81
华润山东医药有限公司	22,330	1.73
国药控股分销中心有限公司	15,988	1.24
哈药集团营销有限公司	14,658	1.13
合计	99,679	7.71
2015 年		
枣庄市百姓医药有限公司	20,769	2.17
华润山东医药有限公司	18,279	1.91
上海医药分销控股有限公司	17,521	1.83
阿斯利康（无锡）贸易有限公司	16,953	1.77
南阳市永康医药有限公司	16,189	1.69
合计	89,712	9.37

数据来源：根据公司提供资料整理

在选择医药流通企业时，医药生产企业除了要求流通企业满足药品仓储、冷链设施等基础条件外，更要具备一定销售终端覆盖网络和垫资实力、地区影响力及较强的运输能力，并能够协助医药生产企业进行市场调研、开展招标、并提供渠道维护及市场数据服务与支持等。

公司作为区域内具有一定影响力且拥有资金实力和终端分销网络优势的医药流通企业，与上游众多医药企业建立了相对稳定的战略合作关系，药品采购较为平均，对单一医药企业的依赖程度相对较低。在结算方式上，公司与上游客户主要采用账期付款的方式进行结算，账期根据采购品种不同而不同，一般在 3 个月之内，账期较短。

公司医药商业流通业务在山东、湖北、河南等地区已形成一定规模，具有较强竞争力，同时与区域内与多家公立医院保持稳定合作，业务模式稳定，销售终端客户集中度较为合理，为未来公司经营与发展提供有力保障；公司下游客户的账期长于对上游客户账期，对资金形成一定占用

公司医药商业流通业务在国内多个省份均有涉及，其中山东、湖北、河南、安徽、黑龙江等地区既有业务拓展较广，区域收入占板块收入比重较高，形成了一定区域规模，具有较强的竞争力。同时，公司目前在新疆、广西等地区均取得了新的业务布局。医药商业板块在稳固拓展既有业务区域的同时，也在积极向新的区域发展。公司医药商业流通以公司首创的“阳光集中配送模式”为基础，目前在现有业务区域内的众多医院得到了推广，并获得多地政府的支持。公司医药

² 此表中金额为未含税采购成本。



商业下游客户主要是区域内三甲级公立医院，业务模式稳定。公司与下游客户主要通过赊销模式进行合作，赊销的账期因医院所在区域和医院等级的不同差异较大，平均账期为 6 个月左右，长于与上游客户的结算账期，因此对公司资金形成一定占用。

公立医院、医疗机构和药店等终端客户在选择医药配送企业时，会优先选择医药品种齐全、具备配送资质、配送及时和具备良好信誉的区域内大型医药流通企业配送。公司在长期的经营活动中，在业务区域内，形成了范围较广的医药销售网络，与多家医院保持良好的合作关系。公司业务区域覆盖较广，现有业务区域内均与多家公立医院保持稳定合作，销售终端客户集中度较为合理，为公司未来稳定经营及业务拓展提供有利保障。

表 4 2015~2016 年公司前五大客户情况（单位：万元、%）³

单位名称（地区）	金额	占比
2016 年		
南阳市中心医院（河南地区）	69,789	4.38
潍坊市人民医院（山东地区）	57,502	3.61
胜利油田中心医院（山东地区）	42,704	2.68
孝感市中心医院（湖北地区）	26,971	1.69
潍坊医学院附属医院（山东地区）	24,971	1.57
合计	221,937	13.94
2015 年		
南阳市中心医院（河南地区）	72,571	5.58
滕州市中心人民医院（山东地区）	44,680	3.43
潍坊市人民医院（山东地区）	43,502	3.34
胜利油田中心医院（山东地区）	37,013	2.85
威海市立医院（山东地区）	30,267	2.33
合计	228,032	17.53

数据来源：根据公司提供资料整理

此外，公司推进医药商业流通的同时，也积极拓展医药延伸业务，主要包括器械耗材流通、基层医疗和医院药事管理等，目前已取得一定成果，其中由公司承建的威海市立医院等合作的院内物流系统和自动化药房改造项目入选为商务部第一批医药物流服务延伸示范项目。

同时，医药器械业务收入近年来为公司业务规模的扩大提供了有效补充，主要业务是向医院、医药企业和零售药店等医疗机构销售医疗器械。产品包括一类、二类和三类医疗器械，品种涵盖医疗设备、医疗耗材和体外诊断试剂等。

公司于 2013 年初步进入器械行业，销售市场随着药品配送规模的扩张而扩大，主要集中在枣庄、潍坊、南阳等地区进行销售。目前，

³ 此表中金额为未含税收入。



公司医药商业流通板块内的部分其他子公司也有所涉足。2014~2016年，公司医疗器械流通板块实现营业收入分布为 4.68 亿元、6.46 亿元和 11.53 亿元。

● 医药制造及保健品、食品

公司医药制造及保健品、食品主要从事药品、保健品和食品的研发、生产和销售业务。其中药品相关的业务主要由海王福药生产基地的海王福药和海王金象承担，保健品和食品相关业务主要由海王健康科技承担。2015 年 6 月，公司向控股股东海王集团转让部分医药工业亏损企业股权，包括海王药业、杭州海王生物工程有限公司（以下简称“杭州海王”）、三亚海王海洋生物科技有限公司（以下简称“三亚海王”）、深圳海王童爱医药信息咨询有限公司（以下简称“海王童爱”）以及杭州海王实业投资有限公司（以下简称“杭州海王实业”）。截至 2016 年末，五家企业已全部完成股权过户及工商变更登记手续。

表 5 2015~2016 年公司医药制造及保健品、食品业务经营主体主要财务数据（单位：亿元、%）

时间	名称	期末持股比例	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流
2016 年	海王福药	58.81	5.45	62.20	3.47	0.37	0.52
	海王金象	55.87	1.74	37.20	0.98	0.16	0.03
	海王健康科技	100.00	2.51	36.07	5.21	0.47	0.17
2015 年	海王福药	57.34	5.45	66.06	3.16	0.41	0.24
	海王金象	59.47	1.61	41.87	0.88	0.09	0.14
	海王健康科技	100.00	3.13	63.58	4.90	0.35	0.22

数据来源：根据公司提供资料整理

公司拥有多项药品生产批文，海王福药是福建省内最大的药品制剂制造企业之一，具有一定的规模优势；公司医药制造业务产能利用率始终较低，2016 年以来，随着公司主要产品产能扩大及产量下降，产能利用率进一步下降

海王福药生产基地拥有大输液、中药片剂、胶囊剂等 40 多条生产线及 400 多项药物生产批文，海王福药是福建省内最大的化学药品制剂制造企业之一，大输液制剂规模位列福建省内第 1 位，具有一定的规模优势。海王福药生产的药品中有 100 余种列入国家基本药物目录，此外，公司还拥有抗肿瘤药新福菌素、消症益肝片、抗高血压药呋喃甲氢龙片、鼻渊胶囊等独家产品 13 个。海王金象是福建省内中型中药生产、销售企业，是国家麻醉品定点生产基地。福州海王和海王金象的全部生产线均已通过国家新版 GMP 认证。

表 6 海王福药生产基地主要产品情况

产品	功能主治	医保情况
氯化钠注射液	电解质补充药	国家医保
葡萄糖注射液	营养药	国家医保
复方甘草片	用于镇咳祛痰	国家医保
复方氨基酸注射液（18AA-V）	用于营养不良、低蛋白血症及外科手术前后	国家医保

数据来源：根据公司提供资料整理

从生产情况看，公司根据产业结构转型的需求及市场价格情况调整主要产品的生产量，始终采用按需生产的策略，因此公司各类药品均未满负荷生产，产能利用率较低，但产销率保持较高水平。从主要产品类型来看，2014~2016 年，公司玻瓶注射液的产能利用率有所波动，分别为 55.00%、53.13%和 54.08%；胶囊剂的产能利用率持续提升，分别为 28.75%、29.94%和 36.67%，但始终处于很低水平；塑瓶注射液产能利用率持续降低，分别为 65.44%、34.92%、33.38%，其中 2015 年大幅下降，主要是塑瓶注射液处于去库存阶段，公司主动减产导致产量大幅下降；软袋注射液的产能利用率持续降低，分别为 64.10%、54.15%、13.19%。

表 7 2014~2016 年公司医药制造主要产品类型产销情况

项目	2016 年	2015 年	2014 年
玻瓶注射液	产能（万瓶/年）	6,000	7,000
	产量（万瓶）	3,245	3,719
	销量（万瓶）	3,087	3,589
软袋注射液	产能（万包/年）	14,000	8,000
	产量（万包）	1,847	4,332
	销量（万包）	2,829	3,067
塑瓶注射液	产能（万瓶/年）	5,000	5,000
	产量（万瓶）	1,669	1,746
	销量（万瓶）	1,659	2,135
片剂	产能（万片/年）	300,000	200,000
	产量（万片）	150,215	144,734
	销量（万片）	144,884	141,879
颗粒剂、粉剂	产能（万包/年）	2,000	2,000
	产量（万包）	1,893	1,736
	销量（万包）	1,834	1,574
胶囊剂	产能（万粒/年）	30,000	30,000
	产量（万粒）	11,000	8,982
	销量（万粒）	10,265	8,729

数据来源：根据公司提供资料整理



2015 年福建省下发了《福建省医疗机构基础输液统一价格、定点生产、挂网采购、直接结算工作实施方案的通知》(闽经信消费【2015】628 号), 该方案规定了五家输液相关药品的定点生产单位, 公司下属子公司海王福药包含其中, 为保证供应, 2015 年以来公司增加了软袋生产线, 由此导致 2015 年和 2016 年产能增加。2016 年 5 月 4 日, 福建省药械采购平台公布了《常用基础输液采购办法》, 该办法提出省内输液药品企业的选择要实行现价挂网, 对外开放, 定点生产的规定取消, 公司主要产品需求量下降, 同时仍有库存需要消化, 使得 2016 年产能利用率进一步降低, 公司医药制造业务投资回报率较低。

公司主要产品包括氯化钠注射液、葡萄糖注射液、复方甘草片等。2014~2016 年, 氯化钠注射液产量分别为 0.53 亿瓶/包、0.49 亿瓶/包和 0.31 亿瓶/包, 销量分别为 0.47 亿瓶/包、0.42 亿瓶/包和 0.38 亿瓶/包; 复方甘草片是海王金象生产的镇咳祛痰类药物, 2014~2016 年产能分别为 8.00 亿片/年、8.00 亿片/年和 10.00 亿片/年, 产量分别为 7.30 亿片、3.63 亿片和 4.86 亿片, 销量分别为 6.24 亿片、3.91 亿片和 4.61 亿片, 保持较高的产销率。除此之外, 公司研发能力较强, 多种先进药物处于临床试用阶段, 快于国内同类药物的研究开发进度。

海王健康科技主要专注于婴幼儿营养食品研究和产品开发, 是集研发、生产、销售、服务为一体的婴幼儿食品专业领域内企业, 具备领先的创新和研发能力、严谨的生产制造经验。公司自 1993 年起从事婴幼儿食品研发、生产, 海王健康科技拥有喜安智婴幼儿配方奶粉、婴幼儿配方米粉、机能性营养品等系列产品。目前, “海王 baby 婴幼儿食品”涵盖婴幼儿基础营养和强化营养食品共有 4 大系列 26 个品种, 分别为喜安智婴幼儿配方奶粉系列、牛初乳系列、婴幼儿强化营养系列和婴幼儿营养米粉系列。喜安智奶粉系列采用韩国和新西兰进口奶源, 海王健康科技作为产品在国内灌装的委托方, 产品销售主要是自行销售, 其中主要产品是金装喜安智和金钻喜安智, 2016 年销量分别为 169.39 万罐和 174.74 万罐, 是公司保健品、食品业务板块收入和利润的主要来源。海王健康科技其他主要产品包括喜安欣、海王金樽和辅食类保健品等。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

截至 2016 年末, 公司总股本 26.48 亿元, 其中海王集团直接持有公司 45.93% 的股份, 是公司第一大股东, 实际控制人为张思民。截至 2017 年 5 月 31 日, 海王集团所持公司股份中有 1,211,604,603 股存在质押, 占海王集团持有公司股份的 99.60%, 质押比例很高。

公司设立股东大会、董事局和监事会。股东大会是公司的权力机构, 依法行使公司经营方针和投资计划决策权; 公司董事局由七名董事组成, 在任七名, 其中独立董事三名, 由股东大会选举产生或更换,



董事局设主席一人，副主席一人，由董事局选举产生；公司监事会由三名监事组成，设监事会主席一人。公司设总裁一名，由董事局决定聘任或者解聘，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事局决议并向董事局报告工作，对董事局负责。公司设立计划预算部、金融部、会计部、信息管理部、工程管理项目部、行政部、总裁办、人力资源部和研发事业部等职能部门。公司依据《中华人民共和国公司法》及相关法律法规要求制定《公司章程》，并以《公司章程》为基础，制定了一系列完善的规章制度，对公司经营活动进行管控。

战略与管理

公司业务覆盖医药商业、医药工业及医药研发全产业链，以阳光集中配送为核心的商业模式得到了发展。作为国内专业从事医药商业流通的药品服务商，公司根据国家产业政策和行业整合趋势，科学规划发展布局，加强上下游渠道开拓的同时充分利用资本市场提高自身经营发展水平，实现规模、效益的稳步提升。同时，在新版 GMP 认证、药品招标采购、药品成本及人力资源成本上升等条件下，公司医药工业体系内各公司坚持专业化、规范化的发展思路，稳步推进生产运营，医药工业体系业务发展较为平稳。

未来，在医药商业方面，公司将进一步推进以阳光集中配送模式为核心的医院纯销配送业务，以移动互联技术改造供应链整合模式，强化信息管理基础上的过程管理与细节管理，促进商业系统转型；在医药工业方面，公司将以专科疾病治疗用药开发、制造、营销服务体系建设为核心，建设面向国内、国际两个市场的开放式研发和制造平台，突破大品种瓶颈，启动国际制造基地建设和认证，并尝试医疗器械制造领域发展，形成以化学药、生物制药和现代中药为支点，“一体两翼”的业务结构；食品、保健品方面，加大国际合作投入力度，建立国际化开发和制造平台，建立基于互联网的营销资源整合平台。此外，公司将加大兼并重组力度，在区域性现代医药物流和医药工业细分专业领域保持持续稳定创新能力和竞争优势。同时，为强化公司在高端医学机械领域的业务，公司通过了收购北京建昌等高端器械贸易公司的业务，目的在于强化布局并拓宽北京区域的业务，以创立新的盈利增长点。

公司在财务管理方面，为保证战略目标的实现，对战略制定和经营活动中存在的风险进行管理，公司结合实际情况建立和实施了内部控制制度。公司依法建立健全了关于信息披露、财务管理、对外投资、对外担保、关联交易管理、内部审计、募集资金管理以及对子公司管理的一系列内控制度。

此外，为进一步完善公司的法人治理结构，促进公司建立、健全激励约束机制，充分调动公司核心人员的积极性，有效地将股东利益、公司利益和骨干员工个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展，公司审议通过了公司《限制性股票激励计划》。公司向符合条



件的激励对象授予股权激励限制性股票 2,195 万股，其中 2015 年 5 月 28 日，首次按 8.11 元/股授予了 2,085 万股，但因员工自愿放弃及离职原因实际授予 2,080 万股，预留 110 万股，首次授予的限制性股票已于 2015 年 6 月 24 日登记上市，预留的限制性股票由于公司 2015 年度资本公积金转增股本而调整为 275 万股，已于 2016 年 6 月 13 日完成了授予，并于 2016 年 7 月 18 日登记上市。2016 年 11 月 25 日，公司发布公告，由于部分限制性股票激励计划激励对象已离职等原因，不再符合激励条件，公司已完成对该部分人员已授予但未解锁的限制性股票合计 113 万股的回购注销工作，回购注销后公司总股本变更为 264,821.08 万股，注册资本变更为 264,821.08 万元，公司已完成此次注册资本工商变更登记工作。

抗风险能力

公司作为 A 股上市企业，经过多年的发展，业务已覆盖医药商业、医药制造和保健品、食品及医药研发全产业链，经营规模在医药商业流通板块的带动下逐年扩大。医药商业流通已形成了以阳光集中配送业务为主，传统医药纯销配送业务及少量分销调拨业务的商业模式，目前公司在营的医药商业企业全部通过 GSP 认证，并与多家公立医院保持稳定合作，对未来公司经营形成有效保障。2016 年以来，公司医药制造业务主要产品产能增加较多，但部分产品产量下降，产能利用率较低。综合分析，公司抗风险能力很强。

财务分析

公司提供了 2014~2016 年审计报告。致同会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2014~2016 年财务报表分别进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。2015 年 6 月，公司向控股股东海王集团转让 5 家亏损子公司，包括海王药业、杭州海王、杭州海王实业、三亚海王和海王童爱。自 2015 年 7 月 1 日起，上述 5 家企业不再纳入公司合并范围。

资产质量

2014 年以来，公司资产规模逐年增长，以流动资产为主；应收账款在流动资产中占比始终较大，周转效率逐年下降

2014~2016 年末，公司资产规模逐年增长，流动资产占比始终保持在 80%以上。2016 年末，公司总资产为 166.61 亿元，同比大幅增长 30.55%，主要是应收账款规模增长较大所致，其中流动资产占比为 85.91%，同比下降 1.64 个百分点。

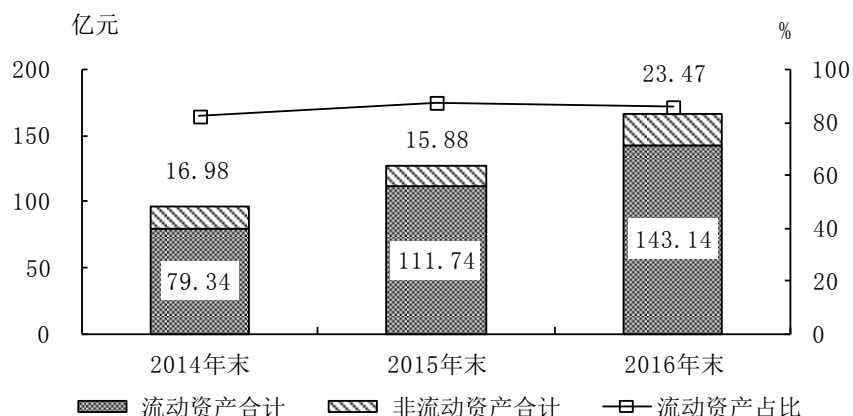


图2 2014~2016年末公司资产构成

公司流动资产主要由应收账款、货币资金、其他应收款和存货等构成。2014~2016年末，公司应收账款逐年快速增长，分别为41.38亿元、53.73亿元和72.08亿元。2015年末和2016年末分别同比增长29.86%和34.15%，主要是公司销售规模逐年扩大，同时近年公立医院推行“药品零加成”政策，导致货款结算周期延长，其中2016年末按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，账龄在1年以内的占比为95.65%，应收账款累计计提坏账准备0.79亿元，同比增长3.95%。

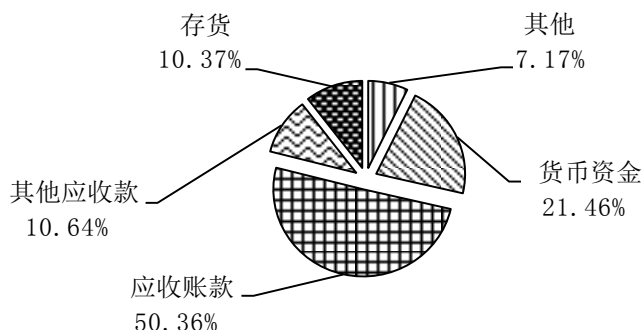


图3 2016年末公司流动资产构成

2014~2016年末，公司货币资金分别为15.30亿元、30.76亿元和30.73亿元。2015年末同比增加15.46亿元，主要是公司收到部分子公司股权转让款所致，其中其他货币资金为14.73亿元，全部是为开具银行承兑汇票提供的保证金；2016年末保持稳定，其中其他货币资金13.81亿元，包括为开具银行承兑汇票提供的保证金13.66亿元和为借款提供的保证金0.15亿元。截至2016年末，公司受限货币资金13.83亿元，主要为开具银行承兑汇票和黄金租赁质押所致。

2014~2016年末，随着公司业务规模的扩大，其他应收款持续增



加，主要由质押金保证金和往来款构成。2015 年末为 8.21 亿元，同比增长 39.22%，其中质押金保证金和往来款分别为 5.27 亿元和 2.07 亿元。2016 年末其他应收款为 15.23 亿元，同比大幅增长 85.47%，其中质押金保证金和往来款分别为 8.05 亿元和 5.88 亿元，公司已计提坏账准备 0.81 亿元，账龄在 1 年以内的占比为 86.61%，其他应收款前五名欠款方占比为 28.89%。

表 8 截至 2016 年末公司其他应收款前五名情况（单位：万元、%）

单位名称	金额	款项性质	账龄	占其他应收款 账面余额比例	坏账准备期 末余额
湖南一先药业有限公司	20,000	往来款	1 年以内	12.47	0
滨州医学院烟台附属医院	10,000	保证金	1 年以内	6.24	0
辽源誉新医药有限公司	5,836	往来款	1 年以内	3.64	0
长春国奥药业有限公司	5,488	往来款	3 年以上	3.42	5,488
濮阳市中医医院	5,000	保证金	1 年以内	3.12	0
合计	46,324	-	-	28.89	5,488

2014~2016 年末，公司存货分别为 10.02 亿元、10.66 亿元和 14.85 亿元，随着医药商业流通和医疗器械流通业务规模扩大而逐年增长，以库存商品为主，其中 2016 年末库存商品为 13.93 亿元。

公司非流动资产主要由固定资产、商誉、其他非流动资产、无形资产、投资性房地产和可供出售金融资产等组成。公司固定资产主要由房屋建筑物等构成，2014~2016 年末分别为 6.76 亿元、4.56 亿元和 4.87 亿元，其中 2015 年末同比下降 32.54%，主要是公司处置部分子公司所致，2016 年末同比增长 6.81%。

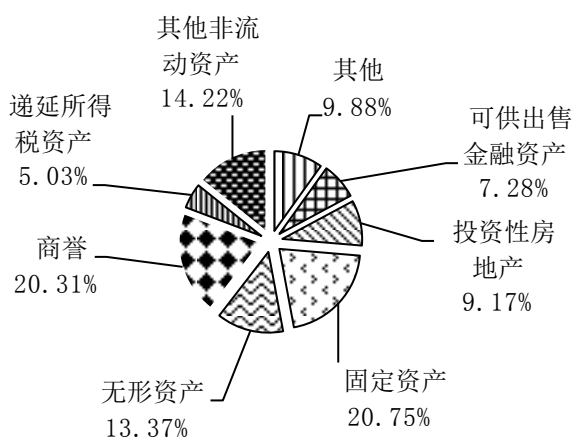


图 4 2016 年末公司非流动资产构成

2014~2016 年末，公司商誉分别为 0.40 亿元、1.03 亿元和 4.77 亿元，持续大幅增加。其中 2015 年末同比大幅增加 0.63 亿元，主要



是公司并购湖北海王健丰和龙江海王分别形成的 0.30 亿元和 0.33 亿元商誉所致；2016 年末同比大幅增加 3.74 亿元，主要是公司并购子公司所致，其中海王建昌（北京）医疗器械有限公司、安徽省海王医药有限公司和济南银海医药有限公司分别形成 2.02 亿元、0.60 亿元和 0.54 亿元的商誉。

2014~2016 年末，公司其他非流动资产分别为 0.80 亿元、2.63 亿元和 3.34 亿元，其中 2015 年末同比大幅增加 1.83 亿元，主要是应收处置子公司的股权转让尾款；2016 年末同比增长 27.00%，主要是预付投资款的大幅增加所致。同期，公司无形资产分别为 2.59 亿元、2.71 亿元和 3.14 亿元，主要是土地使用权。

公司投资性房地产采用成本计量模式，主要是海王大厦部分办公及商业物业，以及下属企业出租物业等，2014~2016 年末分别为 2.78 亿元、2.22 亿元和 2.15 亿元。同期，公司可供出售金融资产分别为 0.30 亿元、0.22 亿元和 1.71 亿元，其中 2016 年末同比大幅增加 1.49 亿元，主要是公司购买了 Provision Healthcare 5.48% 的股权，由此导致可供出售金融资产增加 1.67 亿元。

截至 2016 年末，公司受限资产为 24.58 亿元，占总资产比重为 14.75%，与净资产比重为 41.82%。其中受限货币资金 13.83 亿元，主要为开具银行承兑汇票和黄金租赁质押；受限应收票据 3.38 亿元，主要是票据融资所致；另外，公司贷款抵押受限的应收账款、无形资产和固定资产分别为 4.53 亿元、1.75 亿元和 1.09 亿元。

从资产运营效率来看，2014~2016 年，公司存货周转天数分别为 39.99 天、39.23 天和 39.64 天，周转效率变动不大；应收账款周转天数分别为 135.14 天、153.99 天和 166.44 天，随应收账款规模逐年增加，周转效率逐年下降，存在形成坏账的风险，进而产生资产减值损失并影响利润水平。

综合来看，2014 年以来，公司资产规模逐年增长，以流动资产为主，应收账款占流动资产比重较大，周转效率逐年下降。

资本结构

2014~2016 年末，公司负债规模持续提升，构成以流动负债为主；公司有息债务主要为短期有息债务且到期较为集中，存在一定集中偿付压力；公司于 2016 年 6 月完成非公开发行 A 股股票，资本结构得到改善

2014~2016 年末，公司负债规模逐年增长，以流动负债为主，占比均保持在 98% 以上。2016 年末，公司负债总计 107.84 亿元，同比略有提升，其中流动负债占比进一步提升至 98.60%。

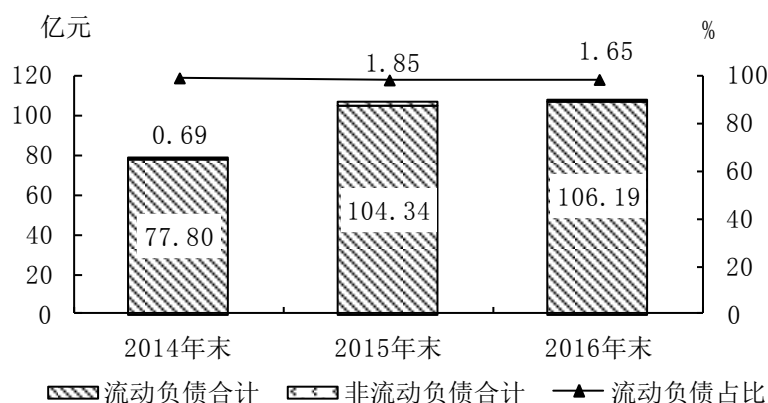


图5 2014~2016年末公司负债构成

公司流动负债主要由应付账款、应付票据、短期借款和其他应付款等构成。公司应付账款主要为应付货款、工程款和设备款等，2014~2016年末分别为25.73亿元、31.34亿元和40.29亿元，逐年增长，主要是随着业务量的增加，公司应付上游供应商的货款相应增加所致，其中2016年末应付货款占比为99.93%。公司应付票据有所波动，分别为14.38亿元、32.10亿元和27.68亿元，其中2015年末同比大幅增加17.72亿元，主要由于公司的采购规模增加；2016年末同比减少13.77%，其中商业承兑汇票和银行承兑汇票分别为27.10亿元和0.58亿元。

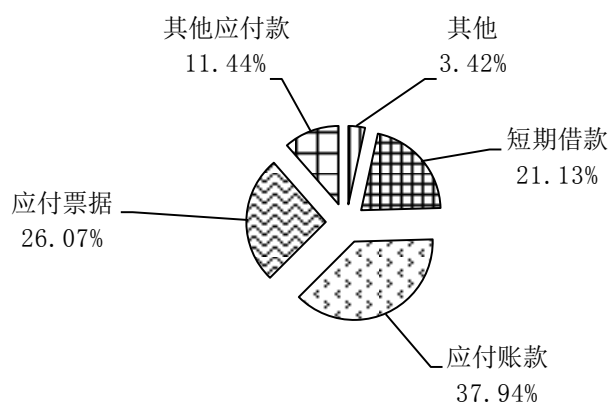


图6 2016年末公司流动负债构成

2014~2016年末，公司短期借款分别为28.01亿元、27.63亿元和22.43亿元，逐年下降，由质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款构成。其中2016年末同比减少18.81%，主要是公司将非公开发行A股股票募集的资金用于偿还部分借款所致。



表 9 截至 2016 年末公司短期借款构成情况（单位：万元、%）

项目名称	金额	占比
质押借款	37,867	16.88
抵押借款	35,000	15.60
保证借款	150,700	67.18
信用借款	772	0.34
合计	224,339	100.00

2014~2016 年末，公司其他应付款分别为 7.81 亿元、10.94 亿元和 12.15 亿元，主要为核算往来款、促销款、保证金、押金、待付股权款等。其中 2015 年末同比增长 40.01%，主要是股权待付款的增加所致，其中南阳市东森投资咨询有限公司的股权待付款占比较大，为 0.61 亿元；2016 年末同比增长 11.12%，主要是待付股权收购款和保证金的增加所致，其中新增对海王建昌（北京）医疗器械有限公司的待付股权收购款项 1.08 亿元。

2014~2016 年末，公司非流动负债分别为 0.69 亿元、1.85 亿元和 1.65 亿元，有所波动，主要由其他非流动负债和递延收益等构成。2015 年末，公司新增其他非流动负债科目，2015 年末和 2016 年末分别为 1.69 亿元和 1.08 亿元，全部为公司实行的股权激励计划而向职工发行的限制性股票，由此可能发生的回购义务。公司递延收益全部为政府补助，2014~2016 年末分别为 0.64 亿元、0.15 亿元和 0.31 亿元。

2014~2016 年末，受医药流通行业特性影响，公司有息债务主要由短期有息债务构成，其中 2014 年末和 2015 年末全部为短期有息债务，且 2016 年末长期有息债务规模极小，结构较为单一。公司总有息债务规模有所波动，其中 2015 年末同比增长 40.91%，主要是由于经营规模扩大导致应付票据增加所致；公司于 2016 年 6 月完成非公开发行 A 股股票，募集资金总额为 30.00 亿元，其中 15.00 亿元用于偿还银行贷款，因此，截至 2016 年末，公司有息债务规模同比下降 15.69%，且占总负债比重同比下降 9.55 个百分点。

表 10 2014~2016 年末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年末	2015 年末	2014 年末
短期有息债务	50.11	59.73	42.39
长期有息债务	0.24	0.00	0.00
总有息债务	50.36	59.73	42.39
总有息债务占总负债比重	46.70	56.25	54.01

从有息债务期限结构来看，截至 2016 年末，公司短期有息债务和长期有息债务占比分别为 99.50%和 0.50%，其中长期有息债务将于 1~2 年内到期；短期有息债务期限结构较为分散；同时，2016 年末，公司非受限货币资金为 16.90 亿元，占短期有息债务比重为 33.75%，因



此存在一定集中偿付压力。

表 11 截至 2016 年末公司短期有息债务期限结构（单位：亿元、%）

到期期限	短期借款	应付票据	合计	占总息债务比例
2017 年一季度	1.81	13.83	15.64	31.06
2017 年二季度	4.54	10.10	14.65	29.08
2017 年三季度	7.00	0.80	7.80	15.48
2017 年四季度	9.08	2.95	12.03	23.88
合计	22.43	27.68	50.11	99.50

资料来源：根据公司提供资料整理

2014~2016 年末，公司所有者权益合计分别为 17.83 亿元、21.43 亿元和 58.78 亿元，逐年增长；股本分别为 7.32 亿元、7.53 亿元和 26.48 亿元，其中 2015 年末同比增加 0.21 亿元，主要是实施了股权激励政策，向公司董事、高级管理人员等人员授予限制性股票 2,080 万股所致，2016 年末同比大幅增加 18.96 亿元，主要是公司于 2016 年 6 月通过定向增发的方式募集资金 30.00 亿元，扣除发行费用后，7.65 亿元计入股本，22.25 亿元计入资本公积，另外公司于 2016 年 5 月以 2015 年 12 月 31 日总股本 752,513,855 股为基数，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 15 股，将 11.29 亿元资本公积转增股本。同期，公司资本公积分别为 14.36 亿元、14.74 亿元和 26.61 亿元，其中 2016 年末同比增长 80.53%，主要是通过定向增发所募集的资金转入所致。

2014~2016 年末，公司未分配利润分别为-7.52 亿元、-2.77 亿元和 1.42 亿元，持续大幅增加，并于 2016 年末实现由负转正，主要是归属于母公司所有者的净利润转入所致。其中 2014 年末和 2015 年末均为负值，主要是由于公司于 2005 年计提坏账准备 2.36 亿元、投资跌价准备 1.36 亿元和广告费摊销 1.31 亿元等非经常性费用及损失较大，导致归属于母公司股东的净利润为-7.42 亿元，同时当年对之前年度会计差错更正使得年初调减未分配利润 2.31 亿元，使得当年未分配利润由 2004 年的 0.38 亿元变为-9.35 亿元。2006~2015 年，公司归属于母公司所有者净利润保持净利润盈利状态，但金额始终较小，未分配利润保持负值，其中 2009 年，由于合并范围变更，影响年初未分配利润-1.68 亿元，导致当年未分配利润同比有所减少。



表 12 2005~2016 年末公司未分配利润及归属于母公司所有者净利润情况（单位：亿元）

时间	未分配利润	归属于母公司所有者净利润	时间	未分配利润	归属于母公司所有者净利润
2005 年末	-9.35	-7.42	2011 年末	-9.51	0.53
2006 年末	-9.54	0.29	2012 年末	-8.92	0.59
2007 年末	-9.21	0.33	2013 年末	-7.75	1.17
2008 年末	-8.96	0.24	2014 年末	-7.52	0.24
2009 年末	-10.51	0.14	2015 年末	-2.77	4.75
2010 年末	-10.04	0.47	2016 年末	1.42	4.18

2014~2016 年末，公司负债规模持续增加，其中 2015 年末增幅较大，资产负债率有所上升，处于较高水平；流动比率和速动比率均略有提升。公司于 2016 年 6 月完成定向增发 A 股股票，将募集资金 30.00 亿元中的 15 亿元用于偿还公司借款，其他用于补充流动资金，由此导致 2016 年末资产负债率同比减少 18.49 个百分点，流动比率和速动比率分别同比增加 0.28 倍和 0.24 倍，流动资产对流动负债保障程度有所增强；同期，受定向增发所导致的所有者权益大幅增加的影响，公司长期资产适合率同比大幅提升 110.86 个百分点，长期资本对长期资产覆盖程度较好。

表 13 2014~2016 年末公司部分偿债指标（单位：%、倍）

偿债指标	2016 年末	2015 年末	2014 年末
资产负债率	64.72	83.21	81.49
长期资产适合率	257.46	146.60	109.10
流动比率	1.35	1.07	1.02
速动比率	1.21	0.97	0.89

截至 2016 年末，公司无对外担保事项。

综合来看，2014~2016 年末，公司负债规模逐年增长，受益于完成 A 股股票的定向增发，公司 2016 年末资产负债率大幅下降；公司有息债务主要为短期有息债务，且到期较为集中，存在一定集中偿付压力。

盈利能力

2014~2016 年，公司收入和毛利润逐年增长，毛利率水平较为稳定；期间费用率始终处于较高水平，对利润形成一定侵蚀

2014~2016 年，公司营业收入和毛利润逐年增长，主要是由于占收入和毛利润比重最大的医药商业流通业务通过收并购的模式经营规模逐年扩张，经营规模带动收入和毛利润的增长；毛利率水平保持稳定。

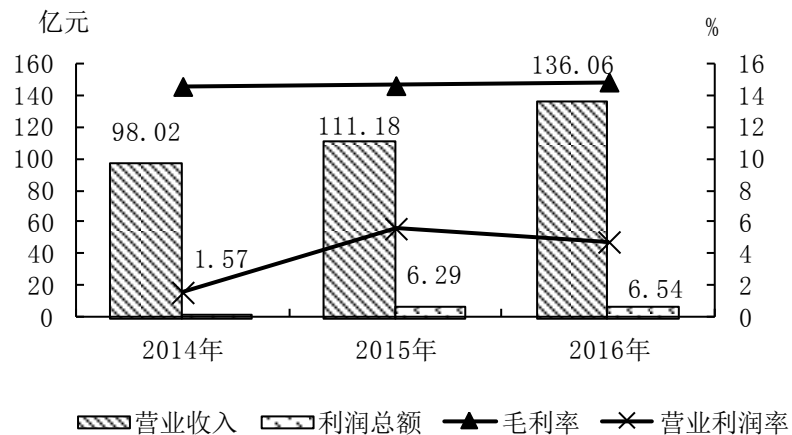


图7 2014~2016 年公司收入水平及盈利能力情况

期间费用方面，2014~2016 年，公司期间费用逐年增长，其中销售费用和管理费用占比较大。2015 年，公司销售费用同比变化不大，主要是对医药流通及医疗器械流通市场的开拓费；管理费用同比增长 19.11%，主要是职工薪酬同比增加 0.71 亿元所致。2016 年公司期间费用基本保持不变，其中销售费用同比增长 10.38%，主要由市场开拓费、营销人员职工薪酬和运输费构成；公司期间费用率逐年有所下降，一是公司收入规模逐年增长，二是公司引入了计算机信息化管理，运输费用等成本得到一定控制，但始终处于较高水平，对利润形成一定侵蚀。

表 14 2014~2016 年公司期间费用情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
销售费用	7.05	6.39	6.44
管理费用	4.58	4.67	3.92
财务费用	1.61	2.18	1.89
期间费用	13.24	13.24	12.25
期间费用/营业收入	9.73	11.91	12.50

2014~2016 年，公司投资收益波动较大，其中 2015 年为 3.83 亿元，同比增加 3.77 亿元，主要是当年公司处置海王药业等 6 家子公司股权获得投资收益 3.83 亿元所致；资产减值损失分别为 0.29 亿元、0.31 亿元和 0.11 亿元，均以坏账损失为主；2015 年，公司营业利润 6.23 亿元，同比大幅增加 4.69 亿元，主要是投资收益的增长所致；2016 年公司营业利润 6.48 亿元，同比略有增长，主要是 2016 年营业收入增加，毛利率提升，同时期间费用率有所下降，由此导致公司在投资收益大幅减少的情况下营业利润同比有所提升。

2014~2016 年，公司营业外收入分别为 0.21 亿元、0.17 亿元和 0.17 亿元，主要构成为政府补助；同期，公司利润总额随营业利润的



增长而增长，净利润有所波动，其中 2015 年大幅增加 4.35 亿元，2016 年由于营业收入的增长所导致的所得税费用大幅增加影响，净利润略有下降。

2014~2016 年，公司总资产报酬率和净资产收益率均有所波动，其中 2015 年受利润水平大幅增加的影响，总资产报酬率和净资产收益率分别同比提升 2.79 个百分点和 19.50 个百分点；2016 年由于非公开发行股票，部分偿还公司有息债务，由此导致利息支出减少，总资产报酬率同比减少 1.80 个百分点，同时受所有者权益大幅增加的影响，净资产收益率同比大幅下降。

表 15 2014~2016 年公司主要盈利性指标情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
投资收益	0.07	3.83	0.06
营业利润	6.48	6.23	1.54
营业外收入净额	0.06	0.06	0.03
利润总额	6.54	6.29	1.57
净利润	4.99	5.18	0.84
总资产报酬率	5.12	6.92	4.13
净资产收益率	8.49	24.19	4.69

整体来看，2014~2016 年，公司收入保持增长，期间费用率始终保持在较高水平，对利润形成一定侵蚀；总资产报酬率和净资产收益率波动较大。

现金流

2014~2016 年，公司经营净现金流波动较大，经营性现金流获取能力较弱；投资性净现金流持续表现为净流出；受益于非公开发行股票，2016 年筹资性现金流同比大幅增长

2014~2016 年，公司经营净现金流分别为-1.17 亿元、0.91 亿元和-14.97 亿元，由于医药流通行业特性，一方面公司作为配送商，需向医院支付保证金导致了较大规模的现金支出，另一方面为了扩大医药商业流通业务的规模，公司给予医药商业客户的信用期长于供应商给予公司的信用期，导致经营性应收项目的规模大于经营性应付项目的规模。其中 2016 年公司经营性现金流同比由净流入转为净流出，主要是由于销售规模的扩大导致采购量增加，同时新增下游货款尚未到回收期限，流动性压力加大。2014~2016 年，公司现金回笼率分别为 96.21%、92.45%和 86.76%，持续下降，经营性现金流获取能力较弱。

2014~2016 年，公司投资性净现金流分别为-2.73 亿元、-0.89 亿元和-7.32 亿元，保持净流出。公司逐年增加对外及对内的投资力度，其中 2015 年净流出幅度下降的原因是处置海王药业等 6 家子公司股权，由此获得分期股权款 2.08 亿元；2016 年净流出大幅增加 6.43 亿



元，主要是对外投资并购增加所致。

2014~2016 年，公司筹资性净现金流分别为 1.63 亿元、6.90 亿元和 24.47 亿元，持续大幅增加。其中 2015 年由于票据融资金额大幅增加，筹资性净现金流流入规模较大；2016 年，受益于非公开发行股票，公司筹资性净现金流进一步大幅增加。

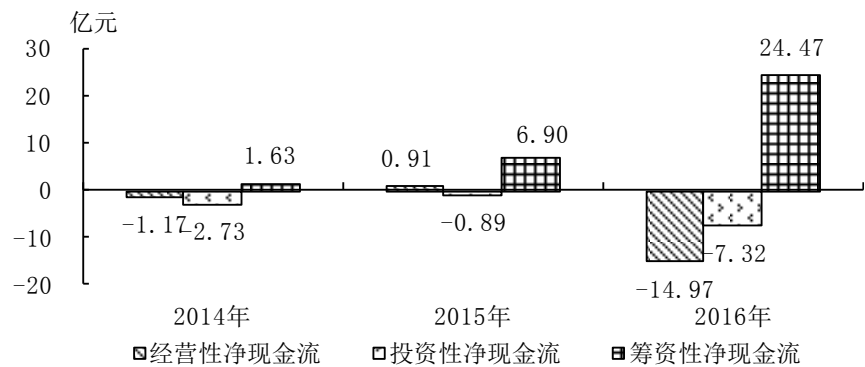


图 8 2014~2016 年公司现金流情况

2014~2016 年，公司经营性现金流获取能力较弱，同时负债规模逐年扩大，经营性现金流无法对债务和利息形成有效保障；EBIT 利息保障倍数和 EBITDA 利息保障倍数均有所波动，EBIT 和 EBITDA 对债务和利息的保障程度不稳定。

表 16 2014~2016 年公司现金流对债务及利息覆盖程度 (单位: %、倍)

偿债指标	2016 年	2015 年	2014 年
经营性净现金流/流动负债	-14.22	0.99	-1.69
经营性净现金流/总负债	-13.99	0.98	-1.68
经营现金流利息保障倍数	-7.52	0.36	-0.49
EBIT 利息保障倍数	4.28	3.48	1.65
EBITDA 利息保障倍数	4.74	3.85	2.06

综合来看，2014~2016 年，公司经营性净现金流有所波动，对债务的保障能力不稳定，投资力度的加大使得投资性净现金流持续表现为净流出；2016 年，受益于非公开发行股票，公司筹资性净现金流有所增加。

偿债能力

从资产结构来看，2014~2016 年末，公司资产规模逐年增长，流动资产始终占比较高，资产结构较为稳定。公司 2016 年完成了非公开发行 A 股股票，共募集资金 30 亿元，扣除发行费用后，其中 15 亿元用于偿还公司银行贷款，有利于公司债务结构的改善及资本结构的优化。截至 2016 年末，公司负债总计 107.84 亿元，有息债务 50.36 亿元，同比减少 15.69%，以短期有息债务为主，存在一定集中偿付压力；



资产负债率为 64.72%，同比下降 18.49 个百分点，公司流动比率和速动比率分别为 1.35 倍和 1.21 倍，流动资产对流动负债的保障程度较为合理；另外，2014~2016 年，随着应收账款规模的持续扩大，应收账款周转效率逐年下滑。

从经营角度来看，2014~2016 年，公司收入逐年增长，利润水平整体保持增长，同时 EBIT 和 EBITDA 利息保障倍数均有所波动；综合毛利率较为稳定，始终保持在 14% 左右。同期，由于经营性现金流获取能力较弱，经营性净现金流无法对债务和利息形成有效保障。另外，公司和多家银行保持良好合作关系，银行授信额度较为充裕，且公司为上市企业，直接融资渠道较为畅通。综合来看，公司偿还债务的能力很强。

债务履约情况

根据公司提供的由中国人民银行出具的《企业信用报告》，截至 2017 年 5 月 16 日，公司本部未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司未在公开市场发行债券。

结论

公司作为国内大型的医药商业流通企业，国家医疗改革政策的推进提高了医药流通行业集中度，给国内大型医药流通企业带来新的发展机遇。公司通过以医药用药阳光集中配送模式为主的业务模式，已在山东、湖北、河南等地区形成一定规模，具有一定的竞争力，与区域内多家公立医院保持稳定合作，对公司未来经营形成有利保障。公司建立了 ERP 电子商务系统和先进的信息管理系统，加强了对药品仓储过程的质量监控，提高药品存放的安全水平和配送的时效性。2016 年以来，公司医药制造业务主要产品产能增加较多，但部分产品产量下降，产能利用率较低。受行业特性影响，公司应收账款余额始终较高，且周转效率逐年下滑，存在一定形成坏账风险；受益于 2016 年非公开发行，公司资本结构有所改善，总有息债务和资产负债率均有所下降。2014 年以来，公司营业利润持续增长，毛利率保持稳定，利润水平整体保持增长。另外，公司现金流波动很大，经营性现金流获取能力较弱。整体来看，公司偿还债务的能力很强。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。预计未来 1~2 年，公司以医药商业流通业务为主的业务结构将保持稳定，随着医药流通行业集中度的进一步提升，公司经营规模将继续扩大，主营业务收入和利润将在保持现有水平的基础有所提升。因此，大公对海王生物的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对深圳市海王生物工程股份有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本次债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下1个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

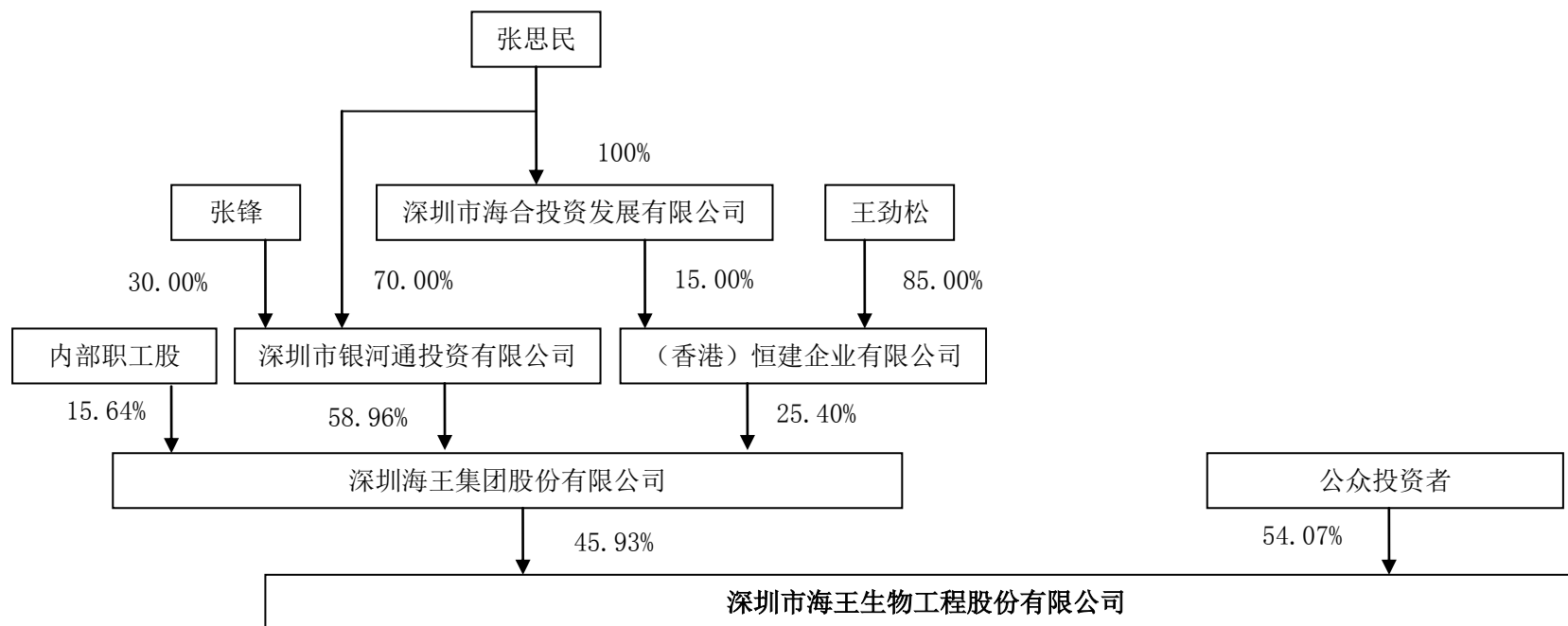
大公的定期和不定期跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。



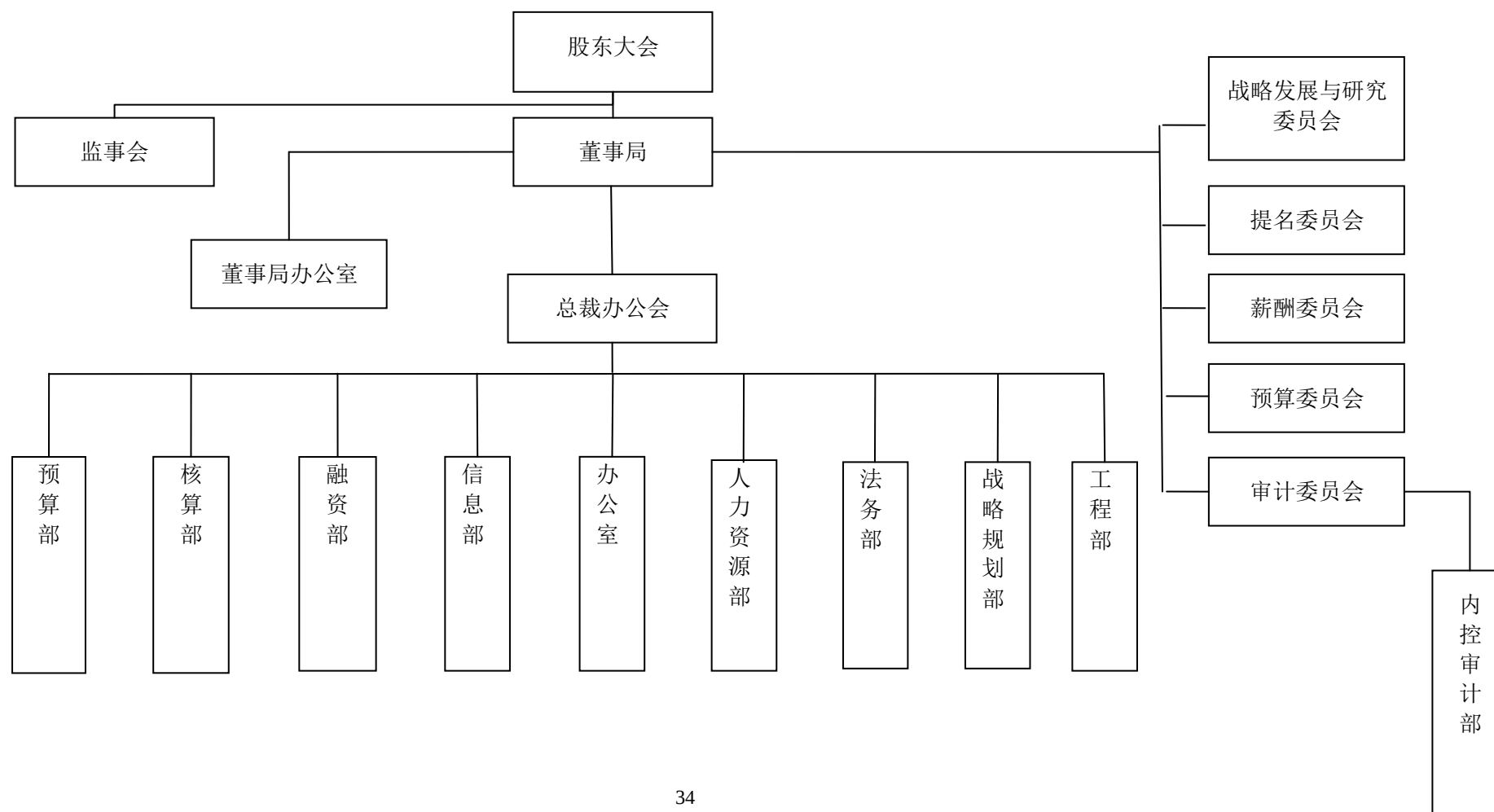
附件 1

截至 2016 年末深圳市海王生物工程股份有限公司股权结构图



附件 2

截至 2016 年末深圳市海王生物工程股份有限公司组织结构图





附件 3 深圳市海王生物工程股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2016 年	2015 年	2014 年
资产类			
货币资金	307,250	307,583	153,034
应收票据	66,174	54,924	37,283
应收账款	720,805	537,325	413,772
其他应收款	152,278	82,105	58,976
预付款项	31,137	17,888	24,217
存货	148,495	106,594	100,222
流动资产合计	1,431,443	1,117,407	793,413
投资性房地产	21,517	22,184	27,799
固定资产	48,691	45,588	67,637
在建工程	9,345	5,273	11,872
无形资产	31,380	27,107	25,875
商誉	47,678	10,265	3,952
长期待摊费用	3,736	3,748	7,599
递延所得税资产	11,799	8,358	6,508
非流动资产合计	234,704	158,819	169,758
总资产	1,666,147	1,276,226	963,171
占资产总额比 (%)			
货币资金	18.44	24.10	15.89
应收票据	3.97	4.30	3.87
应收账款	43.26	42.10	42.96
其他应收款	9.14	6.43	6.12
预付款项	1.87	1.40	2.51
存货	8.91	8.35	10.41
流动资产合计	85.91	87.56	82.38
投资性房地产	1.29	1.74	2.89
固定资产	2.92	3.57	7.02
在建工程	0.56	0.41	1.23
无形资产	1.88	2.12	2.69
商誉	2.86	0.80	0.41
长期待摊费用	0.22	0.29	0.79
递延所得税资产	0.71	0.65	0.68
非流动资产合计	14.09	12.44	17.62

附件 3 深圳市海王生物工程股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2016 年	2015 年	2014 年
负债类			
短期借款	224,339	276,301	280,088
应付票据	276,802	321,010	143,824
应付账款	402,856	313,431	257,258
预收款项	4,039	2,936	3,089
其他应付款	121,509	109,352	78,105
应交税费	23,969	15,249	10,098
流动负债合计	1,061,870	1,043,396	777,972
其他非流动负债	10,812	16,869	0
非流动负债合计	16,481	18,524	6,941
负债合计	1,078,350	1,061,920	784,913
占负债总额比（%）			
短期借款	20.80	26.02	35.68
应付票据	25.67	30.23	18.32
应付账款	37.36	29.52	32.78
预收款项	0.37	0.28	0.39
其他应付款	11.27	10.30	9.95
应交税费	2.22	1.44	1.29
流动负债合计	98.47	98.26	99.12
其他非流动负债	1.00	1.59	0.00
非流动负债合计	1.53	1.74	0.88
权益类			
少数股东权益	51,191	33,868	34,463
实收资本（股本）	264,821	75,251	73,171
资本公积	266,127	147,413	143,562
盈余公积	2,288	2,288	2,288
未分配利润	14,157	-27,683	-75,156
归属于母公司所有者权益	536,605	180,438	143,795
所有者权益合计	587,796	214,306	178,258

附件 3 深圳市海王生物工程股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2016 年	2015 年	2014 年
损益类			
营业收入	1,360,592	1,111,773	980,235
营业成本	1,158,227	948,949	837,173
销售费用	70,501	63,870	64,379
管理费用	45,793	46,733	39,236
财务费用	16,141	21,791	18,897
资产减值损失	1,123	3,084	2,896
投资收益	748	38,339	609
营业利润	64,774	62,274	15,353
利润总额	65,382	62,923	15,671
所得税	15,497	11,075	7,309
净利润	49,885	51,849	8,363
归属于母公司所有者的净利润	41,840	47,473	2,379
占营业收入比（%）			
营业成本	85.13	85.35	85.41
销售费用	5.18	5.74	6.57
管理费用	3.37	4.20	4.00
财务费用	1.19	1.96	1.93
资产减值损失	0.08	0.28	0.30
营业利润	4.76	5.60	1.57
投资收益	0.06	3.45	0.06
利润总额	4.81	5.66	1.60
净利润	3.67	4.66	0.85
归属于母公司所有者的净利润	3.08	4.27	0.24
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	-149,699	9,051	-11,748
投资活动产生的现金流量净额	-73,234	-8,924	-27,330
筹资活动产生的现金流量净额	244,652	68,982	16,310
财务指标			
EBIT	65,382	88,330	39,807
EBITDA	74,557	97,738	49,685
总有息负债	503,573	597,311	423,912

附件 3 深圳市海王生物工程股份有限公司主要财务指标（续表 3）

年 份	2016 年	2015 年	2014 年
毛利率（%）	14.87	14.65	14.59
营业利润率（%）	4.76	5.60	1.57
总资产报酬率（%）	5.12	6.92	4.13
净资产收益率（%）	8.49	24.19	4.69
资产负债率（%）	64.72	83.21	81.49
债务资本比率（%）	46.14	73.60	70.40
长期资产适合率（%）	257.46	146.60	109.10
流动比率（倍）	1.35	1.07	1.02
速动比率（倍）	1.21	0.97	0.89
保守速动比率（倍）	0.35	0.35	0.24
存货周转天数（天）	39.64	39.23	39.99
应收账款周转天数（天）	166.44	153.99	135.14
经营性净现金流/流动负债（%）	-14.22	0.99	-1.69
经营性净现金流/总负债（%）	-13.99	0.98	-1.68
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-7.52	0.36	-0.49
EBIT 利息保障倍数（倍）	4.28	3.48	1.65
EBITDA 利息保障倍数（倍）	4.74	3.85	2.06
现金比率（%）	28.93	29.48	19.67
现金回笼率（%）	86.76	92.45	96.21
担保比率（%）	0.00	0.00	0.00

附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数 = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数 = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$



22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出= EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出= 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）=担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）=经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 5 公司债券及主体信用等级符号和定义

大公公司债券及主体信用等级符号和定义相同。

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，有较高违约风险。

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。

注：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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。