



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

深圳市海王生物工程股份有限公司

主体与相关债项 2018 年度跟踪评级报告

CREDIT RATING REPORT





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存续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。

八、本报告预测数据以发债主体提供的经营数据及财务数据为测算基础，不作为大公对发债主体未来业绩的预测。大公将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。



评级报告导读

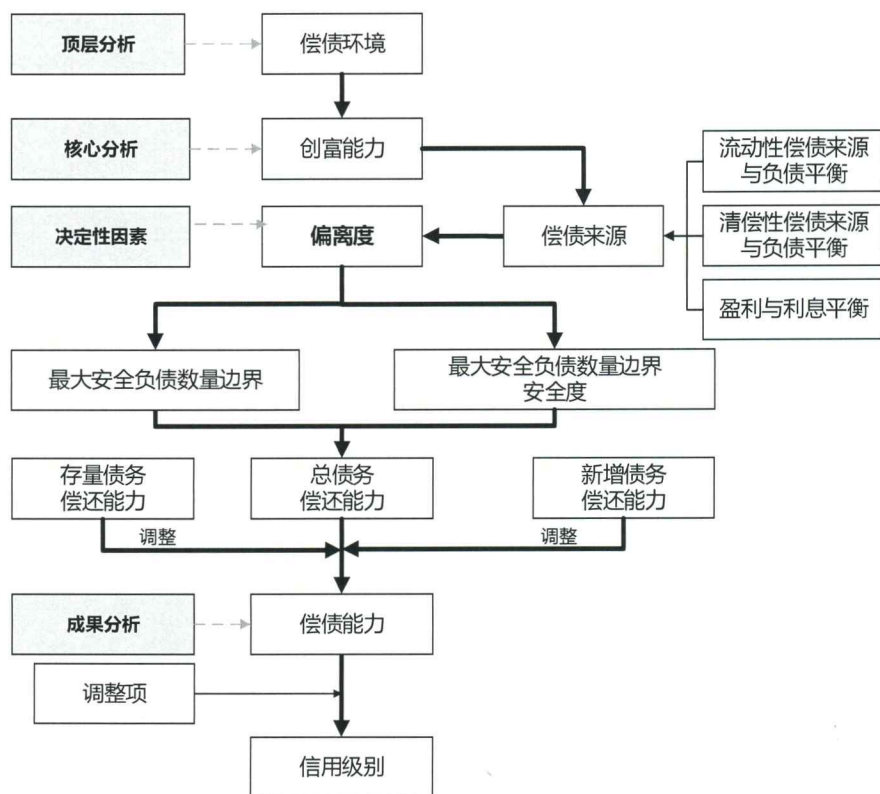
评级报告逻辑

评级结论回答的是债务人未来一定时期最大安全负债数量边界及其安全度，它由以财富创造能力为基石的偿债来源偏离度所决定。

偏离度是大公信用评级核心思想。偏离度是指以财富创造能力为基石每一种偿债来源与财富创造能力的距离，距离越远风险越大。偿债来源按照自主性和可靠性排序为：盈利、经营性现金流、债务收入、外部支持、可变现资产、外汇收入、货币发行。

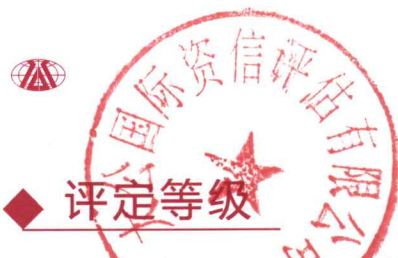
评级报告依次分析偿债环境、财富创造能力和偿债来源，得到偿债来源偏离度，以此为核心测算出最大安全负债数量边界及其安全度，并最终得到偿债能力分析结论。

大公力求精准量化债务人偿债风险，体现的数字评级逻辑如下：



跟踪评级说明

根据大公承做的深圳市海王生物工程股份有限公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对受评对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。



主体信用					
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					
债券简称	额度 (亿元)	年限 (年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
17 海王 01	8	3 (2+1)	AA	AA	2017. 06. 13
17 海王生物 MTN001	8	3	AA	AA	2017. 08. 02

◆ 主要观点

大公对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”）“17 海王 01”、“17 海王生物 MTN001”信用等级维持 AA，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。本次评级结果反映海王生物面临良好的偿债环境，市场竞争力很强，具有很强的财富创造能力，融资渠道通畅，偿债能力很强。主要理由阐述如下：

1、公司面临良好的偿债环境，国家出台促进药品流通行业发展政策使行业集中度提高，为大型医药流通企业带来新的发展机遇。

2、公司财富创造能力很强，2017 年以来营业收入及利润总额均有所增长；公司建立了以阳光集中配送业务为主的商业模式，与上游制药企业及下游医疗机构仍保持稳定合作关系。

3、公司流动性偿债来源以债务收入及货币资金为主，其中受限货币资金比重较大，偿债来源可靠性受到一定影响。

4、公司偿债能力很强。经营性现金流持续下降，流动性还本付息能力依赖于较强的债务融资能力；此外，收并购带来的业务快速扩张使其整体盈利对利息提供较好的保障。



◆ 优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 1、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；
- 2、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仍然较高；
- 3、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，仍具有较强的竞争力，与区域内多家公立医院仍保持稳定合作，业务模式稳定。

主要风险/挑战:

- 1、随着部分产品产量下降及产能扩张，公司医药制造业务产能利用率进一步降低；
- 2、公司应收账款在流动资产中占比仍然较大且大幅增长，对资金形成占用，应收账款周转效率仍较低；
- 3、2017 年以来，公司有息债务规模大幅增加，有息债务仍以短期为主，且到期较为集中，存在一定集中偿付压力；
- 4、2017 年以来，公司经营性现金流持续大幅净流出，缺乏对债务和利息的保障能力。



◆ 主要财务数据与核心指标

(单位: 人民币亿元、%)

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产	336.32	308.64	166.61	127.62
所有者权益	67.00	64.67	58.78	21.43
总有息债务	136.93	111.58	50.36	59.73
营业收入	92.04	249.40	136.06	111.18
净利润	2.17	8.21	4.99	5.18
经营性净现金流	-10.58	-24.33	-14.97	0.91
毛利率	11.30	14.42	14.87	14.65
总资产报酬率	1.43	4.87	5.12	6.92
债务资本比率	67.15	63.31	46.14	73.60
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	-	4.65	4.74	3.84
经营性净现金流/总负债	-4.12	-13.83	-13.99	0.98

注: 公司提供了 2017 年及 2018 年 1~3 月财务报表, 致同会计师事务所 (特殊普通合伙) 对公司 2017 年财务报表进行了审计, 出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2018 年 1~3 月财务报表未经审计。

◆ 联系方式

评级小组负责人: 肖尧

联系电话: +86-10-51087768

传真: +86-10-84583355

地址: 中国北京市朝阳区霄云路 26 号鹏润大厦 A 座 29 层

评级小组成员: 谷建伟 王璐璐

客服电话: +86-4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司

二〇一八年六月二十一日



基本经营

（一）主体概况与公司治理

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技术形式持股 18.00%；1996 年公司名称变更为现名；1998 年 12 月 18 日，公司首次在深圳证券交易所挂牌交易（证券代码：000078.SZ）。

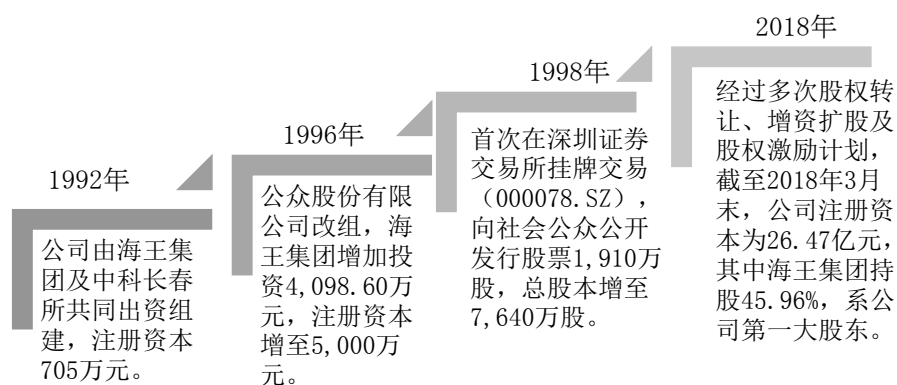


图1 公司历史沿革

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年 3 月 21 日，公司发布了 2018 年度配股公开发行证券预案，公司拟通过向全体股东配售股份的方式进行资金募集，本次配股募集资金总额预计不超过人民币 50.00 亿元，扣除发行费用后，募集资金将用于偿还银行贷款和补充流动资金，同时，公司控股股东海王集团及实际控制人张思民均承诺以现金形式全额认购其可获配的所有股份。2018 年 4 月 28 日，公司发布了关于调整限制性股票回购价格及回购注销已获授未解锁限制性股票的公告，由于 2017 年市场资金紧张且融资成本提升，公司 2017 年财务费用大幅增加；同时医药工业板块业绩增长低于预期，导致公司未实现限制性股票解锁业绩条件，本次需回购注销的未达成解锁条件的股份共 1,549 万股，占公司股本总数的 0.59%，本次回购支付回购款共计人民币 4,974.1260 万元，资金来源为自有资金，注销完成后，公司总股本将从 264,661.3257



万元变更为 263,112.3257 万元，截至本报告出具日，相应的注册资本工商变更登记工作尚未完成。

公司建立了较为规范的法人治理结构，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。公司设立法务部、信息部、财务部、人力资源部等职能部门。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。

（二）盈利模式

公司的主要业务板块仍为医药商业流通、医药制造和保健品及食品生产等。其中，医药商业流通仍是公司收入和利润的主要来源。公司医药商业流通业务仍以全资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。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，业务规模将保持增长。

（三）股权链

截至 2018 年 3 月末，公司注册资本为 26.47 亿元，控股股东为海王集团，持股比例为 45.96%，张思民通过持股 70.00%深圳海王控股集团有限公司（以下简称“海王控股”）控制海王集团 59.68%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（以下简称“海合投资”）持有（香港）恒建企业有限公司（以下简称“恒建企业”）15.00%的股份，恒建企业持有海王集团 20.32%的股份，张思民通过全资控制的海合投资持有海王集团 20.00%股份。因此，张思民通过海王控股以及恒建企业等控制海王集团，并通过海王集团



控股海王生物，为公司实际控制人。截至 2018 年 4 月 9 日，海王集团所持公司股份中有 1,214,318,878 股存在质押，占公司总股本的 45.88%，占海王集团持有公司股份的 99.83%，质押比例极高。

（四）供应链

医药商业流通板块上游主要为制药企业，公司根据制药企业的药品种类、资信等级等因素确立合作关系，已经与上游众多医药生产企业建立了相对稳定的战略合作关系；公司下游主要为公立医院、医疗机构和药店等，在长期的经营活动中，公司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。

（五）信用链

截至 2018 年 3 月末，公司债务来源包括银行借款、发行债券等，总有息债务为 136.93 亿元，短期有息债务占总总有息债务的比重为 80.30%，比重较高，其中公司于 2017 年发行合计为 25.00 亿元的 3 期超短期融资券和 1 期短期融资券将集中于 2018 年 6~8 月到期，短期内存在一定集中偿付压力。

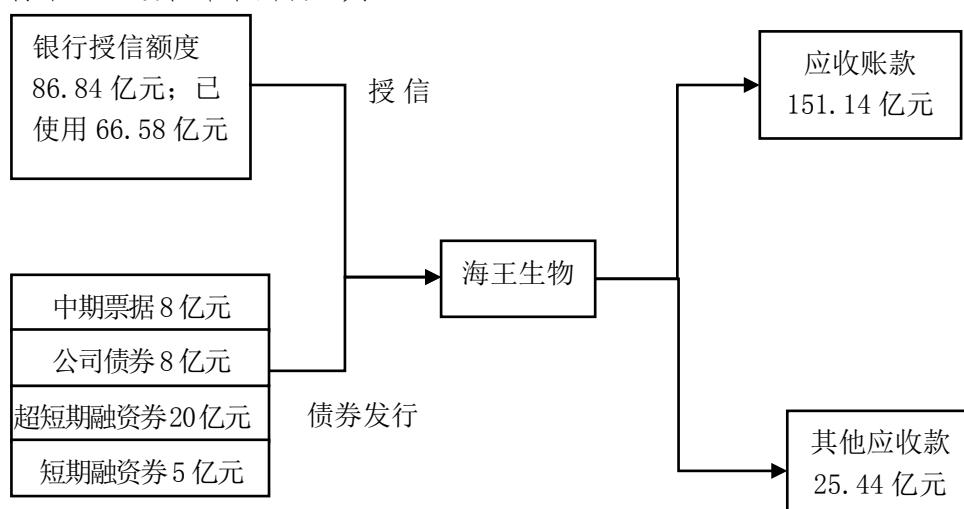


图 2 截至 2018 年 3 月末公司主要债权债务关系

数据来源：根据公司提供资料整理

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 2018 年 3 月 19 日，公司本部未结清款项未发生信贷违约事件；已结清款项中存在 44 笔关注类贷款，合计金额 41.58 万元¹。截至本报告

¹ 根据中国建设银行股份有限公司提供的情况说明，海王生物关注类贷款记录均为在开展有追索权的国内保理业务时，由于部分交易对手被列为关注类名单，因此相关贷款亦被列为关注类款项。



出具日，公司在公开市场发行的债券均未到还本付息日。

（六）本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元）				
债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
17 海王 01	8.00	2017.06.26~ 2020.06.26	4.80 亿元用于偿还公司债务，3.20 亿元用于补充营运资金	扣除发行费用后，3.97 亿元用于偿还公司债务，3.98 亿元用于补充营运资金 ²
17 海王生物 MTN001	8.00	2017.08.22~ 2020.08.22	补充公司营运资金	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

偿债环境

中国结构性改革不断推进，充足的政策调整空间为公司业务发展提供良好的偿债环境；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。

偿债环境指数：偿债环境在评级矩阵中的位置

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）宏观与政策环境

中国结构性改革不断推进，充足的政策空间有利于消费和产业结构升级，为公司业务发展提供良好的偿债环境。

中国结构性改革基本稳步推进：对内坚决淘汰过剩产能为制造业升级和技术产业发展腾出空间，对外以“一带一路”战略为依托，加快全球产业链布局，拓宽经济发展空间。2017 年以来，在强调稳增长、保就业的同时，中国政府围绕“三去一降一补”在过剩产能、农业、财政、金融、国有企业混业改革等重点领域进一步提出具体要求和措施、加快改革进度，并与众多国家和国际组织就“一带一路”建设达成合作协议，在政策对接、经济走廊建设、项目合作、资金支持

² 根据《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）募集说明书》，公司将根据该期公司债券募集资金到位时间和公司债务结构调整需要，灵活安排偿还有息债务的具体事宜。



等方面提出多项举措，表明其改革的决心和毅力。政府政策调整空间依然充足，稳中求进的审慎态度、极强的政策执行能力将为中国经济转型和稳定政府偿债能力提供可靠保障。为防范系统性风险、抑制资产泡沫，2017 年以来政府着力发挥财政政策“经济稳定器”和“改革助推器”的作用。同时，政府在改革过程中注重稳增长、保就业、促民生，努力提高经济韧性，也有助于形成结构性改革与经济增长之间的良性互动，逐步化解改革阻力。总体来看，政府政策空间依然充足，其极强的政策执行力和统筹能力将为中国推进结构性改革、实现经济换代升级提供有力政治保障和现实依据，从而为企业发展营造良好的宏观政策环境。

（二）产业环境

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。

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。

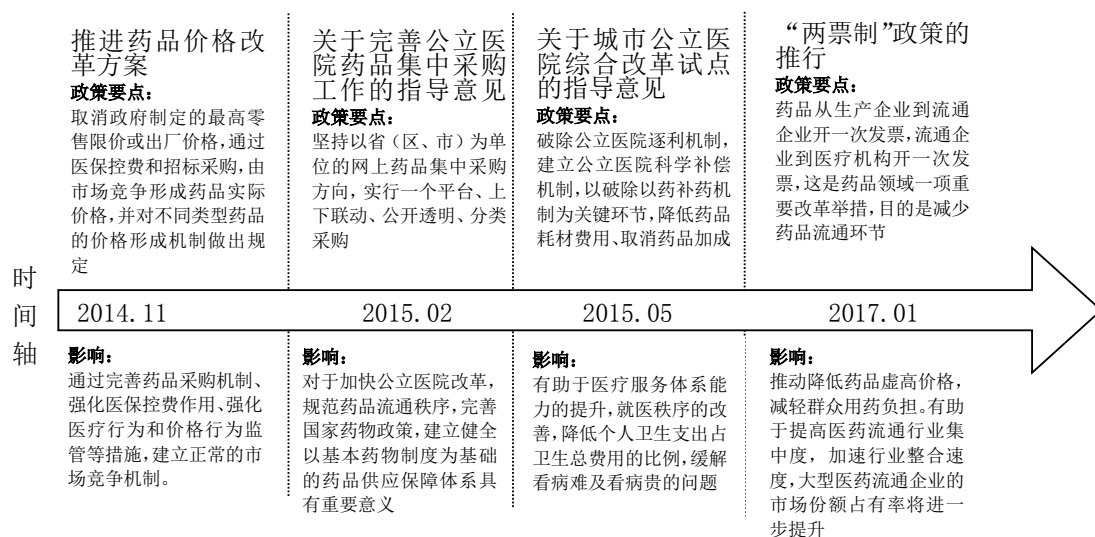


图 3 医药流通行业政策分析

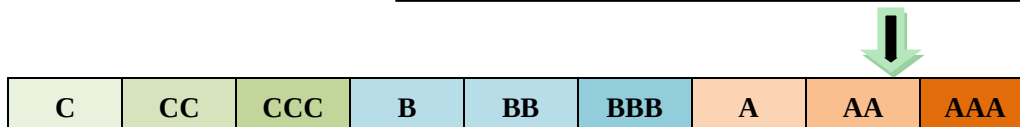
数据来源：根据公开资料整理



财富创造能力

公司财富创造能力很强，2017 年以来营业收入及利润总额均持续增长，公司坚持以阳光集中配送业务为主的商业模式，与上游制药企业及下游医疗机构仍保持稳定合作关系。

财富创造能力指数：财富创造能力在评级矩阵中的位置



（一）市场需求

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。

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，医疗卫生基础设施建设不断加强，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 年我国药品流通直报企业主营业务收入 13,994 亿元，扣除不可比因素同比增长 11.6%，增幅同比上升 0.7 个百分点；利润总额 322 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.9%，增速同比上升 0.3 个百分点；平均毛利率为 7.0%，同比上升 0.1 个百分点；平均费用率为 5.2%，同比下降 0.2 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。

（二）产品和服务竞争力

1、医药商业流通及医疗器械流通

2017 年公司通过并购中小医药流通企业扩大经营规模，仍以阳光集中配送业务模式为主；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仍较为齐全，药品仓储物流管理水平仍较高。



公司医药商业流通业务仍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仍主要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。

公司仍通过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。2017 年公司收并购医药商业流通企业 25 家，其中新收购的河南海王百悦医药有限公司和山东康诺盛世医药有限公司当期实现收入分别为 13.49 亿元和 11.97 亿元，净利润分别为 0.82 亿元和 0.30 亿元，对公司收入及利润形成贡献。

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，抗生素和医疗器械等，且多个品种拥有独家代理权。截至 2018 年 3 月末，公司已建立了覆盖全国 21 个省（包括直辖市和自治区）、50 个地市的医药商业物流网络体系。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分销调拨业务的商业模式，其中阳光集中配送业务占公司医药商业流通业务收入比重的 50%左右，截至 2018 年 3 月末，该模式已经在山东、河南、安徽、湖北、黑龙江等省多个地市区开展，并与多家医疗机构开展阳光集中配送业务合作。

公司拥有较好的物流仓储水平，截至 2018 年 3 月末，公司在山东潍坊、山东威海、山东枣庄、湖北孝感、河南南阳等多个地区拥有约 100 个医药物流中心，仓库总面积约 40 万平方米，冷库体积约为 3 万立方米。

公司作为行业内及所在区域领先企业，仍与上游众多医药企业保持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。

公司在部分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，在选择上游制药企业时，公司主要考虑其药品种类、资信等级等，与上游众多医药企业建立了相对稳定的战略合作关系，药品采购供应商较为分散，对单一医药企业的依赖程度相对较低，2017



年，公司前五大供应商采购额占商品采购总额的比重分别为 5.77%。在结算方式上，公司与上游客户仍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 2016~2017 年前五大供应商情况见附件 4。

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，仍具有较强竞争力，同时与区域内多家公立医院仍保持稳定合作，业务模式稳定，销售终端客户集中度仍较为合理，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，仍具有较强的竞争力。公司医药商业下游客户仍主要是区域内二级以上公立医院，业务模式稳定。公司与下游客户仍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，仍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，2017 年公司前五大客户占年度销售总额的比例为 8.41%，销售终端客户集中度仍较为合理，为公司未来稳定经营及业务拓展提供有利保障。公司 2016 年及 2017 年前五大供应商情况见附件 4。

同时，医药器械业务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 年初步进入医药器械行业，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。



2、医药制造

公司医药制造主要为药品的研发、生产和销售业务，仍由福州海王福药制药有限公司（以下简称“海王福药”）和福州海王金象中药制药有限公司（以下简称“海王金象”）承担。公司医药制造业务经营主体主要财务数据见附件 4。

公司拥有多项药品生产批文，海王福药是福建省内大型的药品制剂制造企业之一，仍具有一定的规模优势；2017 年以来，公司医药制造业务产能利用率仍较低。

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大型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，仍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、抗高血压药呋咱甲氢龙片、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。海王福药和海王金象的全部生产线均已通过国家新版 GMP 认证。海王福药生产基地主要产品情况见附件 4。

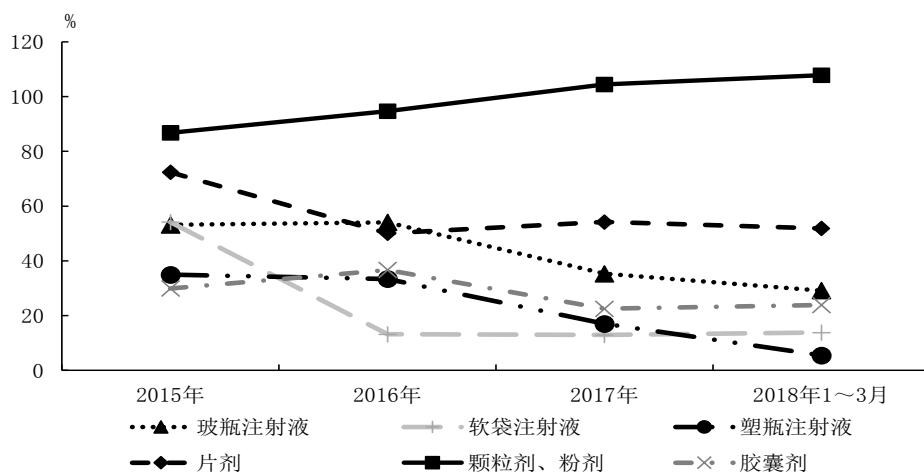


图 4 2015 年以来公司医药制造主要产品产能利用率情况

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生产产品的生产量，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，2017 年，公司玻瓶注射液、胶囊剂、塑瓶注射液和软袋注射液的产能利用率同比分别减少 17.81 个百分点、14.18 个百分点、17.90 个百分点和 0.28 个百分点，均由于下游需求不足，公司减少产品产量所致。2018 年 1~3 月，公司玻瓶注射液和塑瓶注射液的产量同比分别减少 9.71%和 72.02%，产能利用率进一步下降，其他医药制造主要产品产量同比均有小幅回升。公司 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司医药制造主要产品类型产销情况见附件 4。

（三）盈利能力

医药商业流通业务仍是公司主要的收入和毛利润来源，2017 年以来公司营业收入和毛利润持续增长，毛利率小幅波动。

公司仍主要从事医药商业流通和医药制造等业务，医药商业流通仍是公司收入和毛利润的主要来源。2017 年以来，公司营业收入和毛利润大幅增长，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扩大规模所致。同期，公司毛利率小幅下降。

从业务构成来看，2017 年公司医药商业流通业务收入同比增长 83.30%，主要是公司通过收并购其他医药商业流通企业导致合并范围增加，同时原有业务经营规模扩大所致；毛利率同比增加 0.94 个百分点，受营业收入增加及毛利率提升影响，板块毛利润同比增长 77.67%。同期，公司医药制造板块收入同比增长 6.16%，毛利率同比提升 2.76 个百分点，受此影响，毛利润同比增长 13.04%；保健品、食品板块收入同比减少 33.63%，主要是产品销量下降所致，毛利率同比减少 4.97 个百分点，主要是公司在销量下降的情况下采取买赠促销等方式所致，受此影响，板块毛利润同比减少 39.30%。同期，公司加大了毛利率水平较高的医疗器械流通业务规模，板块收入同比大幅增加 32.62 亿元，毛利润同比增加 5.11 亿元，板块毛利率同比减少 6.79 个百分点，主要是销售的品种结构调整所致。公司其他业务仍主要以租赁为主，对收入和毛利润的贡献仍很小。

**表 2 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）**

项目	2018 年 1~3 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	92.04	100.00	249.40	100.00	136.06	100.00	111.18	100.00
医药商业流通	83.36	90.57	195.43	78.36	114.39	84.07	94.29	84.81
医药制造	1.21	1.32	4.65	1.87	4.38	3.22	4.78	4.30
保健品、食品	0.72	0.78	3.67	1.47	5.53	4.06	5.30	4.77
医疗器械流通	6.66	7.24	44.15	17.70	11.53	8.47	6.46	5.81
其他	0.08	0.09	1.50	0.60	0.24	0.18	0.35	0.32
毛利润	10.40	100.00	35.95	100.00	20.24	100.00	16.28	100.00
医药商业流通	8.27	79.49	22.76	63.30	12.25	60.55	10.28	63.11
医药制造	0.54	5.22	2.08	5.80	1.84	9.09	1.61	9.88
保健品、食品	0.33	3.13	1.90	5.27	3.13	15.47	3.04	18.68
医疗器械流通	1.20	11.49	7.98	22.19	2.87	14.16	1.26	7.74
其他	0.07	0.67	1.24	3.45	0.15	0.74	0.09	0.58
毛利率	11.30		14.42		14.87		14.65	
医药商业流通	9.92		11.65		10.71		10.90	
医药制造	44.76		44.80		42.04		33.69	
保健品、食品	45.13		51.62		56.59		57.38	
医疗器械流通	17.94		18.07		24.86		19.52	
其他	86.58		83.42		62.32		26.78	

数据来源：根据公司提供的资料整理

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 92.04 亿元，同比大幅增加 50.15 亿元，主要是收并购规模扩大导致医药商业流通和医疗器械流通两板块的营业收入增加所致，其中医药商业流通板块收入为 83.36 亿元，同比增加 47.87 亿元，主要是公司 2017 年下半年收并购多家医药流通企业，合并范围内子公司数量增加，导致 2018 年一季度收入实现大幅增长；医疗器械流通板块收入为 6.66 亿元，同比增长 36.20%，主要是公司扩大了利润水平较高的医疗器械流通业务规模。同期，公司毛利率为 11.30%，同比下降 0.99 个百分点，主要是毛利率水平较低的医药商业流通板块收入占比提升所致；受营业收入大幅增加影响，公司当期实现毛利润 10.40 亿元，同比增加 5.25 亿元。

根据公司提供资料，大公测算公司 2018 年营业收入及盈利情况。医药商业流通及医疗器械流通方面，受益于 2017 年大量的收并购活动，2018 年医药流通板块收入将保持增长趋势，但由于收并购规模的减少，收入增长速度较 2017 年将有所放缓；医药制造方面，公司 2018 年无新增产能达产，且下游需求短期内难有大幅增加，预计医



药制造板块收入和利润水平将保持稳定。整体来看，公司盈利能力在 2018 年仍有提升空间。

偿债来源

公司流动性偿债来源以债务收入为主，债务融资以银行借款和发行债券为主，融资渠道较为通畅，2017 年以来经营性净现金流持续减少，且始终为净流出；清偿性偿债来源为以货币资金和应收账款为主的可变现资产，其中货币资金中受限比重较高，对流动性产生不利影响。

偿债来源指数：偿债来源在评级矩阵中的位置



C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）盈利

2017 年以来，公司利润总额持续增长；期间费用大幅增加，对利润形成一定侵蚀。

2017 年公司营业利润为 12.44 亿元，同比大幅增长 92.01%，主要是毛利润的大幅提升所致；利润总额和净利润分别为 12.44 亿元和 8.21 亿元，同比分别增长 76.31%和 64.55%。同期，公司总资产报酬率为 4.87%，同比略有下降；净资产收益率为 12.69%，同比提升 4.20 个百分点。

2017 年期间费用同比增长 68.37%，主要是经营规模扩大及企业并购增加所致，其中销售费用同比增长 77.02%，主要由市场开拓费、运输费、职工薪酬和办公费等构成，管理费用同比增长 45.00%，其中办公费、折旧及摊销同比分别增加 1.00 亿元和 0.32 亿元，财务费用同比增长 96.85%，主要是融资规模扩大导致利息支出增加所致。同期，公司期间费用率有所下降，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，但仍处于较高水平，对利润形成一定侵蚀。

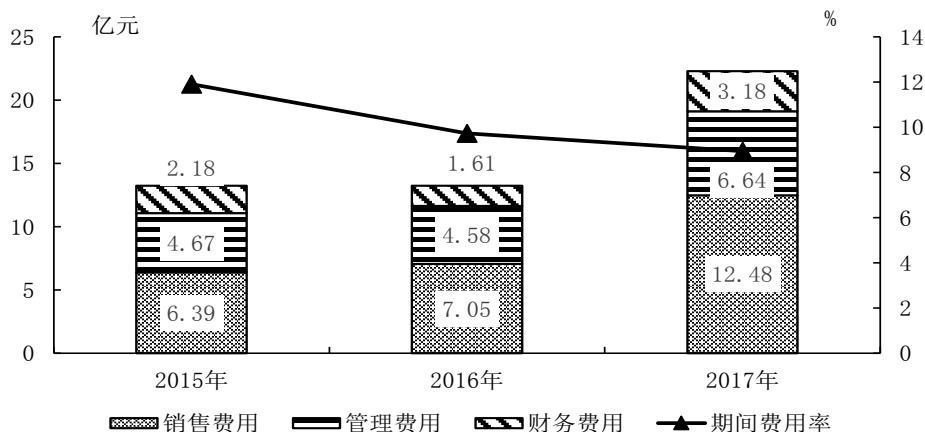


图 5 2015~2017 年公司期间费用及占营业收入比重情况

2018 年 1~3 月，受业务规模扩大，营业收入及毛利润增加影响，公司利润总额和净利润分别为 2.97 亿元和 2.17 亿元，同比分别增长 63.50%和 71.58%；同期，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.43%和 3.23%，同比变化不大。

2018 年 1~3 月，公司期间费用为 7.17 亿元，同比大幅增加 4.02 亿元，其中销售费用同比大幅增加 1.99 亿元，管理费用同比增长 70.54%，主要是业务规模的扩大导致费用支出增加所致，财务费用同比增加 1.10 亿元，主要是融资规模增加，同时融资成本提升所致，期间费用率为 7.79%，同比增加 0.27 个百分点。

（二）自由现金流

2017 年，公司经营性现金流净流出规模大幅增加，对债务和利息仍无法形成有效保障；受收并购规模扩大影响，投资性现金流净流出规模有所增加。

2017 年，公司经营性净现金流为-24.33 亿元，净流出大幅增加 9.36 亿元，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。同期，受经营性净现金流大幅减少影响，其对负债和利息仍无法形成有效保障。2017 年，公司现金回笼率为 104.03%，同比增加 17.27 个百分点，现金回笼能力有所提升。

2017 年，公司投资性净现金流为-14.32 亿元，同比净流出大幅增加 6.99 亿元，主要是公司加大了对对外投资并购力度所致。



2018 年 1~3 月，公司经营性净现金流为-10.58 亿元，净流出规模同比增加 1.51 亿元，主要是销售规模增长，应收账款等经营性应收科目有所增长所致；经营性净现金流仍缺乏对债务和利息的保障能力；同期，投资性净现金流为-1.92 亿元，净流出规模同比减少 2.87 亿元，主要是对外投资有所减少。

预计未来 1~2 年，公司对下游客户仍将采取赊销的模式，随着医药商业流通业务规模的扩大，公司仍将面临较大的流动性压力；此外，公司收并购规模将有所减少，有助于投资性现金流的改善。

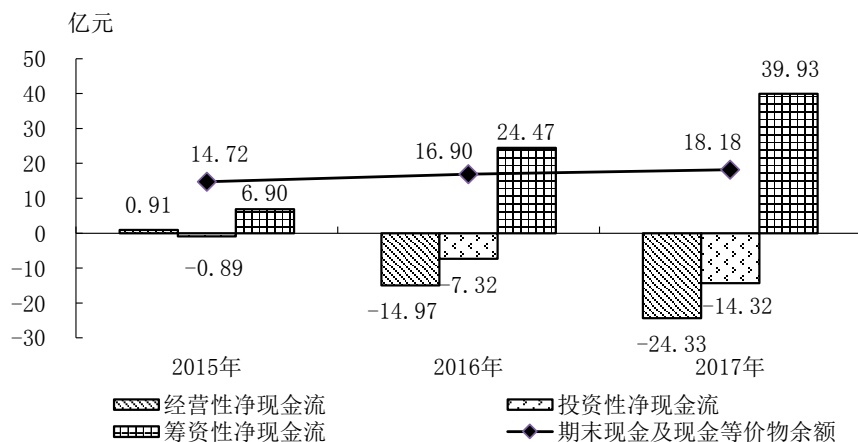


图 6 2015~2017 年现金流和期末现金及现金等价物余额情况

（三）债务收入

公司债务融资以银行借款和发行债券为主，仍与国内多家银行保持良好合作关系，融资渠道仍较为通畅。

2017 年，公司筹资性净现金流为 39.93 亿元，同比增长 63.23%，主要是公司借款及发行债券规模增加。2018 年 1~3 月，筹资性净现金流为 18.97 亿元，同比大幅增加 13.36 亿元，主要是公司借款规模大幅增加所致。

从筹资性现金流入来源来看，公司债务融资主要包括银行借款和债券发行等方面。银行借款方面，公司银行借款以短期借款为主，2017 年末及 2018 年 3 月末，公司短期借款分别为 43.45 亿元和 48.45 亿元，呈上升趋势；公司仍与国内多家银行保持良好的合作关系，截至 2018 年 3 月末，公司银行授信额度为 84.36 亿元，已使用额度 65.25 亿元，结余额度为 19.11 亿元。债券发行方面，2017 年公司发行了一期公司债券、一期中期票据、一期短期融资券和三期超短期融资券，



合计募集资金 41.00 亿元，整体来看，公司融资渠道仍较为通畅。

预计未来 1~2 年，公司债务收入的主要来源仍将以银行借款及债券发行为主，较好的融资能力对债务偿还将形成一定保障。

（四）外部支持

2017 年，公司营业外收入为 0.04 亿元，营业外收入在公司偿债来源中占比极小。

公司作为上市公司，直接融资渠道较为通畅，其中 2016 年 6 月，公司通过非公开发行股票募集资金 30.00 亿元，其中 15.00 亿元用于偿还公司银行贷款，剩余部分补充流动资金，使得公司资本结构有所改善。

（五）可变现资产

2017 年以来，公司资产规模持续增长，仍以流动资产为主；可变现资产仍主要包括货币资金和应收账款等，其中货币资金中受限比重较高，对流动性产生一定不利影响；应收账款占比较大且持续增长，周转效率仍较低。

2017 年以来，公司资产规模持续增长，流动资产占比仍保持在 80%以上。截至 2018 年 3 月末，公司总资产为 336.32 亿元，较 2017 年末增长 8.97%，其中流动资产占比为 81.49%。

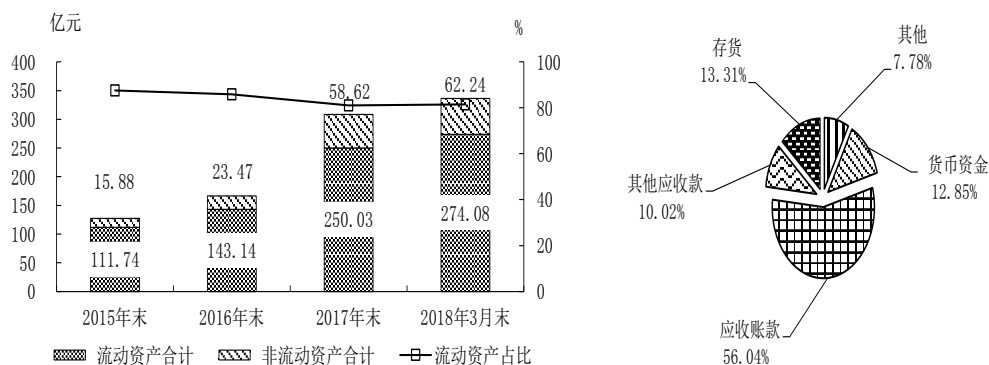


图 7 2015~2017 年末及 2018 年 3 月末公司资产构成情况

公司流动资产主要由应收账款、存货、货币资金和其他应收款等构成。2017 年末，公司应收账款为 140.12 亿元，同比大幅增长 94.39%，主要是公司加大对医药流通企业的收并购规模，由此导致销售规模扩大，应收下游款项有所增加，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款



中，账龄在 1 年以内的应收账款占账面余额的 96.49%，累计计提坏账准备 1.06 亿元，按欠款方归集的应收账款前五名单位占应收账款期末余额的比重为 8.49%，客户集中度一般。公司应收账款占流动资产比重仍较大，但下游客户多为三甲医院，且账龄多为 1 年以内，一定程度上降低了款项回收风险，因此应收账款具有一定的变现能力。

公司存货仍主要为库存药品，具备一定的变现能力，2017 年末存货为 33.29 亿元，同比大幅增加 18.44 亿元，随着医药商业流通和医疗器械流通业务规模扩大而增长，其中库存商品的账面价值为 31.85 亿元。

2017 年末，公司货币资金为 32.12 亿元，同比增长 4.54%，其中银行存款和库存现金分别为 18.12 亿元和 0.03 亿元，其他货币资金为 13.98 亿元，主要为开具银行承兑汇票所提供的保证金，受限货币资金为 13.94 亿元，主要为银行承兑汇票保证金、票据贴现质押保证金和保函保证金等，占货币资金期末余额的比重为 43.39%，受限比例较高，对流动性产生一定影响。

2017 年末，随着公司业务规模的扩大，其他应收款为 25.06 亿元，同比增长 65.56%，仍主要由质押金保证金和往来款等构成，其中质押金保证金、供应商返利和往来款分别为 15.88 亿元、4.94 亿元和 3.65 亿元，按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中，账龄在 1 年以内的其他应收款占期末余额的比重为 91.11%，公司已累计计提坏账准备 0.33 亿元，按欠款方归集的其他应收款前五名欠款方占比为 18.04%。其他应收款前五大客户情况详见附件 4。

2018 年 3 月末，公司货币资金为 37.11 亿元，较 2017 年末增长 15.53%，主要是通过借款收到的现金有所增加，其中受限货币资金为 12.46 亿元，占比为 33.58%；应收账款为 151.14 亿元，较 2017 年末增长 7.86%，主要是并购企业增加导致应收下游销售款有所增加；预付款项为 14.13 亿元，较 2017 年末增长 39.92%，主要是采购规模增长导致预付货款的增加所致。流动资产的其他主要科目较 2017 年末均变动不大。

公司非流动资产主要由商誉、固定资产和无形资产等构成。2017 年末，公司商誉为 35.49 亿元，同比大幅增加 30.73 亿元，主要是收



并购规模大幅增加，对非同一控制下企业并购所形成的商誉，累计计提商誉减值准备 0.05 亿元。公司固定资产仍主要由房屋建筑物等构成，2017 年末为 7.46 亿元，同比增长 53.27%，主要是企业合并增加所致。同期，公司无形资产仍主要为土地使用权，2017 年末为 3.41 亿元，同比小幅增长。2018 年 3 月末，公司非流动资产各主要科目较 2017 年末均变动不大。

从资产运营效率来看，2017 年及 2018 年 1~3 月，公司存货周转天数分别为 40.59 天和 38.34 天，周转效率变动不大；应收账款周转天数分别为 153.15 天和 142.40 天，公司应收账款规模较大，应收账款周转效率始终较低，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。

截至 2017 年末，公司可变现资产价值为 189.93 亿元³，清偿性偿债来源较为充足。可变现资产主要包括货币资金及应收账款等，整体变现能力较强。截至 2018 年 3 月末，公司受限资产为 38.71 亿元，占总资产比重为 11.51%，与净资产比例为 57.78%。其中受限货币资金 12.46 亿元，为开具承兑汇票、保函保证金、获取银行借款、票据贴现质押和三方资金监管账户而受限，此外，公司贷款抵质押受限的应收账款、无形资产、存货、固定资产和投资性房地产分别为 22.05 亿元、1.40 亿元、1.57 亿元、0.82 亿元和 0.40 亿元。

公司流动性偿债来源对债务收入依赖较大，融资渠道较为通畅，但 2017 年以来经营性现金流持续下降处于大幅净流出状态，同时受限货币资金比重较高，对流动性产生一定不利影响。

2017 年以来，公司经营性现金流持续减少，且始终处于大幅净流出状态，仍缺乏对债务和利息的保障能力；债务融资以银行借款和发行债券为主，融资渠道仍较为通畅。

公司可变现资产以货币资金和应收账款等为主，其中货币资金中受限比重较高，对流动性产生不利影响，应收账款具备一定的变现能力。

³ 可变现资产未经专业评估。



偿债能力

2017 年以来，公司经营性净现金流持续减少，流动性还本付息能力主要依赖于债务收入及货币资金；稳定的盈利对债务和利息提供较好的保障。

偿债能力指数：偿债能力在评级矩阵中的位置



C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）存量债务分析

2017 年以来，业务规模扩大导致公司融资规模增加，负债规模持续上升，其中流动负债占比仍较大。

2017 年以来，公司负债规模有所增长，以流动负债为主，占比仍保持在 90%以上；2018 年 3 月末，公司负债总计 269.32 亿元，其中流动资产占比为 89.60%。

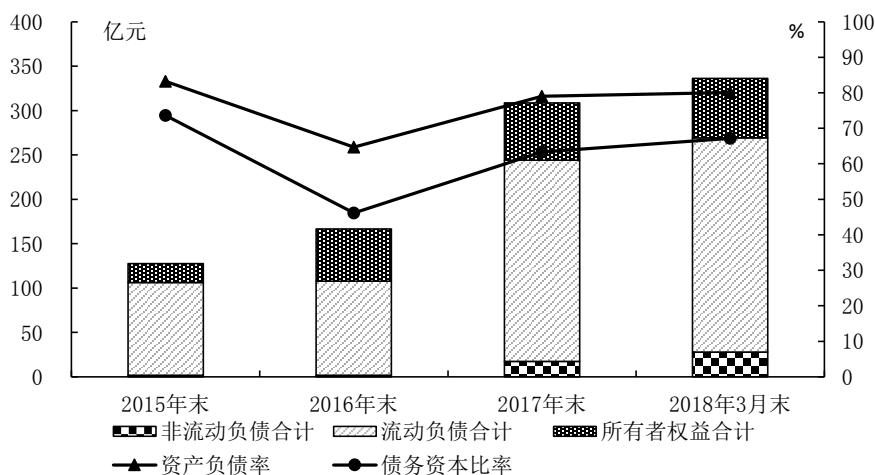


图 8 2015~2017 年末及 2018 年 3 月末公司资本结构情况

公司流动负债主要由应付账款、其他应付款、短期借款、应付票据和其他流动负债等构成。公司应付账款主要为应付货款、工程款和设备款等，2017 年末为 67.79 亿元，同比增长 68.26%，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，其中应付货款为 67.46 亿元，占应付账款的 99.52%。

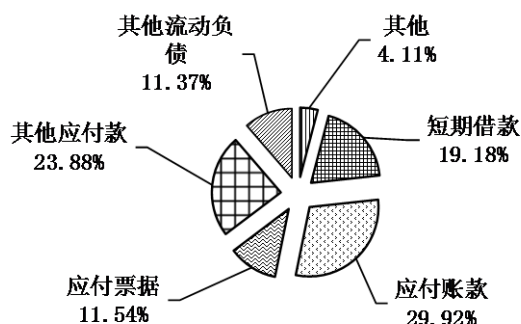


图9 2017 年末公司流动负债构成情况

2017 年末，公司其他应付款为 54.10 亿元，主要为往来款、促销款、保证金、押金、待付股权款等，同比大幅增加 41.94 亿元，主要是公司收并购规模扩大导致的待付股权收购款和往来款的大幅增加所致，其中待付股权款和往来款分别为 21.51 亿元和 13.74 亿元。公司短期借款为 43.45 亿元，同比大幅增长 93.68%，主要是融资需求扩大导致银行借款增加所致，其中保证借款、抵押借款、质押借款和信用借款分别为 33.66 亿元、5.43 亿元、3.66 亿元和 0.70 亿元。应付票据为 26.15 亿元，同比减少 5.53%，主要是公司偿还到期票据所致。同期，公司其他流动负债为 25.77 亿元，同比大幅增加 25.40 亿元，主要是公司新发行了 5 亿元的短期融资券“17 海王生物 CP001”和三期合计 20 亿元的超短期融资券所致。

2018 年 3 月末，公司短期借款为 48.45 亿元，较 2017 年末增长 11.51%；应付票据为 36.51 亿元，较 2017 年末增长 39.61%，主要是业务扩张导致开具的银行票据增加；流动负债其他主要科目较 2017 年末均变动不大。

非流动负债方面，2017 年末，公司新增应付债券 16.38 亿元，为公司发行的 8 亿元的 3 年期公司债券“17 海王 01”和 8 亿元的 3 年期中期票据“17 海王生物 MTN001”。2018 年 3 月末，公司长期借款为 10.98 亿元，较 2017 年末增加 10.33 亿元，主要是销售规模增长导致对外融资增加所致。非流动负债其他主要科目较 2017 年末均变动不大。

2017 年以来，随着融资规模的扩大，公司有息债务有所增加，其中短期有息债务占比仍较大，存在一定集中偿付压力。

2017 年末，公司短期借款规模大幅增加，同时公司发行了一期



中期票据、一期公司债券、三期超短期融资券和一期短期融资券，合计发行规模 41 亿元，由此导致 2017 年末总有息债务为 111.58 亿元，同比大幅增加 61.22 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司总有息债务为 136.93 亿元，较 2017 年末增长 22.73%，占负债总额的比重上升 5.11 个百分点，其中短期有息债务较 2017 年末增长 15.83%，主要是应付票据的增长；长期有息债务较 2017 年末增长 62.01%，主要是长期借款规模的大幅增加。

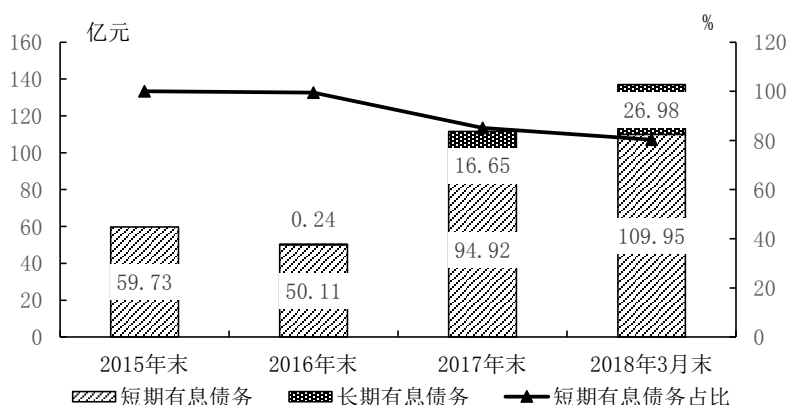


图 10 2015~2017 年末及 2018 年 3 月末公司存量债务结构

数据来源：根据公司提供资料整理

从有息债务期限结构来看，截至 2018 年 3 月末，公司短期有息债务为 109.95 亿元，占有息债务比重为 80.30%，比重较大，其中公司发行的合计为 20.00 亿元的 3 期超短期融资券及 1 期短期融资券将集中于 2018 年 6~8 月到期，短期内面临一定集中偿付压力。同期，公司长期有息债务占总息债务的比重为 19.70%，将于 1~2 年、2~3 年内到期的有息债务占总息债务比重分别为 7.65% 和 12.05%，其中公司发行的合计 16.00 亿元的债券“17 海王 01”和“17 海王生物 MTN001”将分别于 2020 年 6 月和 8 月到期，其中规模为 8.00 亿元的“17 海王 01”设有回售条款，第一次回售期为 2019 年 6 月。

2017 年末，受短期借款、其他应付款以及应付债券大幅增加的影响，公司资产负债率同比增加 14.33 个百分点，债务资本比率同比增加 17.17 个百分点，流动比率和速动比率同比均有所下降。2018 年 3 月末，公司资产负债率和债务资本比率较 2017 年末进一步增加，债务负担加重，流动比率和速动比率小幅提升。

截至 2018 年 3 月末，公司无对外担保事项。



2017 年以来，受益于未分配利润的持续增加，所有者权益持续提升。

2017 年末及 2018 年 3 月末，公司所有者权益分别为 64.67 亿元和 67.00 亿元，逐年增长，其中，股本均为 26.47 亿元；资本公积均为 23.09 亿元，较 2016 年末略有下降，主要是收购安徽省海王医药有限公司、枣庄银海医药有限公司等子公司少数股东权益，产生股本溢价，冲减资本公积所致；未分配利润分别为 5.72 亿元和 7.25 元，持续增加，主要是归属于母公司所有者的净利润转入所致；同期，公司少数股东权益分别为 9.53 亿元和 10.33 亿元，持续增加，主要是新收购子公司中公司持股比例相对较低所致。

（二）偿债能力分析

2017 年以来，公司经营性净现金流持续下降且始终为净流出，流动性还本付息能力主要依赖于债务收入及货币资金，受限货币资金比重较大，对流动性产生一定不利影响；稳定的盈利对债务和利息提供较好的保障。

大公将公司的偿债来源分为流动性偿债来源和清偿性偿债来源。公司流动性偿债来源主要包括经营性净现金流、期初现金及现金等价物、融资收入以及外部支持。

公司流动性偿债来源以期初现金及现金等价物和债务收入为主。2017 年以来，公司经营性净现金流持续减少，且始终处于净流出状态，无法对债务和利息形成覆盖；截至 2018 年 3 月末，公司现金及现金等价物余额为 24.65 亿元，可以对流动性偿债来源形成一定支持；公司流动性偿债来源对债务收入依赖较大，债务融资以银行借款和债券发行为主，债务融资渠道较为通畅，截至 2018 年 3 月末，公司银行授信额度为 84.36 亿元，已使用额度 65.25 亿元，结余额度为 19.11 亿元。公司所获得的以政府补助为主的外部支持力度较小，对偿债来源影响很小。2017 年以来，受业务规模快速扩张影响，公司融资规模大幅增加，短期有息债务占总息债务比重较大，流动性消耗增加，对流动性还本付息能力产生不利影响。

综合流动性偿债来源和存量债务结构分析，公司 2017 年流动性来源对流动性消耗的覆盖倍数为 0.40 倍，流动性还本付息能力一般。



清偿性偿债来源为公司可变现资产。综合偿债来源部分对可变现资产的分析，公司 2017 年末可变现资产对于当前负债的覆盖率为 0.78 倍。

2017 年公司 EBITDA 利息保障倍数为 4.65 倍，盈利对利息的覆盖能力仍较强。

表 3 2017~2018 年公司三个平衡关系（单位：倍）

三个平衡关系	2017 年	2018 年 F
清偿性还本付息能力	0.78	0.80
流动性还本付息能力	0.40	0.21
盈利对利息覆盖能力	4.65	4.46

数据来源：公司提供、大公测算

结论

综合来看，公司的抗风险能力很强。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。公司仍采取以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，仍具有一定的竞争力，公司与区域内多家公立医院仍保持稳定合作，对未来经营形成有利保障。2017 年以来，公司医药制造业务产能利用率仍较低；2017 年以来，公司营业收入大幅增长，营业利润有所增加。公司偿债来源对债务收入依赖较大，经营性净现金流持续恶化，可变现资产以货币资金和应收账款为主，其中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。随着融资规模的扩大，2017 年末公司总有息债务和资产负债率均有所增加，债务负担加大。

综合分析，大公对公司“17 海王 01”、“17 海王生物 MTN001”信用等级维持 AA，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。



附件 1

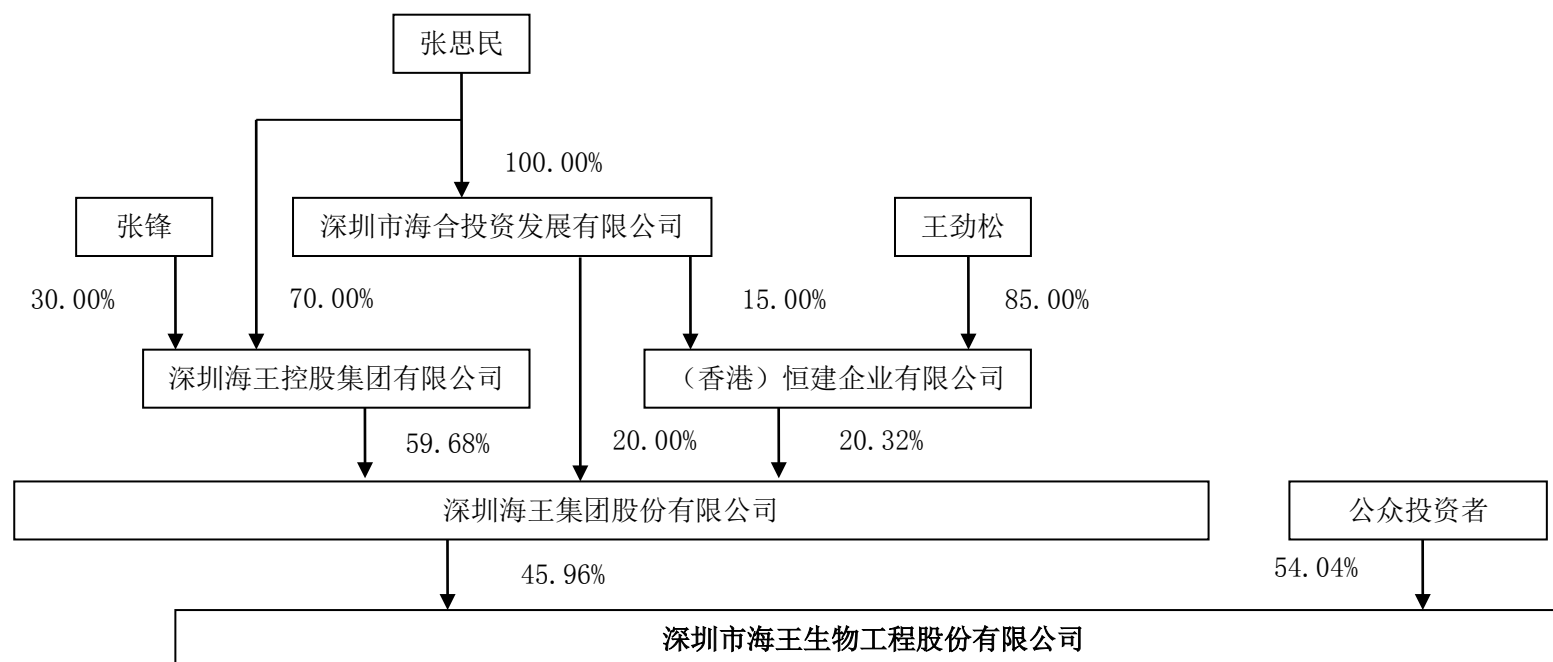
报告中相关概念

概念	含义
偿债环境	偿债环境是指影响发债主体偿还债务能力的外部环境。
信用供给	信用供给是指一国中央政府为满足本国发展需要对宏观信用资源的供给能力。
信用关系	信用关系是由债权人与债务人构成的借贷关系。
财富创造能力	财富创造能力是指债务人的盈利能力，它是偿还债务的源泉和基石。
偿债来源	偿债来源是指债务主体在偿还债务时点上保障各项事务正常进行所需流动性后剩余可支配资金。
偿债来源安全度	偿债来源安全度通过确定偿债来源与财富创造能力的偏离度来判断。偿债来源偏离度是指债务主体的可用偿债来源与以财富创造能力为基础形成的偿债来源之间的距离，偏离度越小，说明债务主体的偿债来源与财富创造能力的距离越小，偿债来源可靠性越强。
偿债能力	偿债能力是指债务主体在评级有效期内的最大安全负债数量区间，分为总债务偿付能力、存量债务偿付能力、新增债务偿付能力。
清偿性还本付息能力	清偿性还本付息能力是指债务人丧失可持续经营能力时的债务偿还能力，是时期偿债来源与负债的平衡。
流动性还本付息能力	流动性还本付息能力是指债务人维持可持续经营能力的债务偿还能力，是时点偿债来源与负债的平衡。
盈利对利息的覆盖能力	盈利对利息的覆盖能力是指债务人新创造价值对全部债务利息的偿还能力。



附件 2

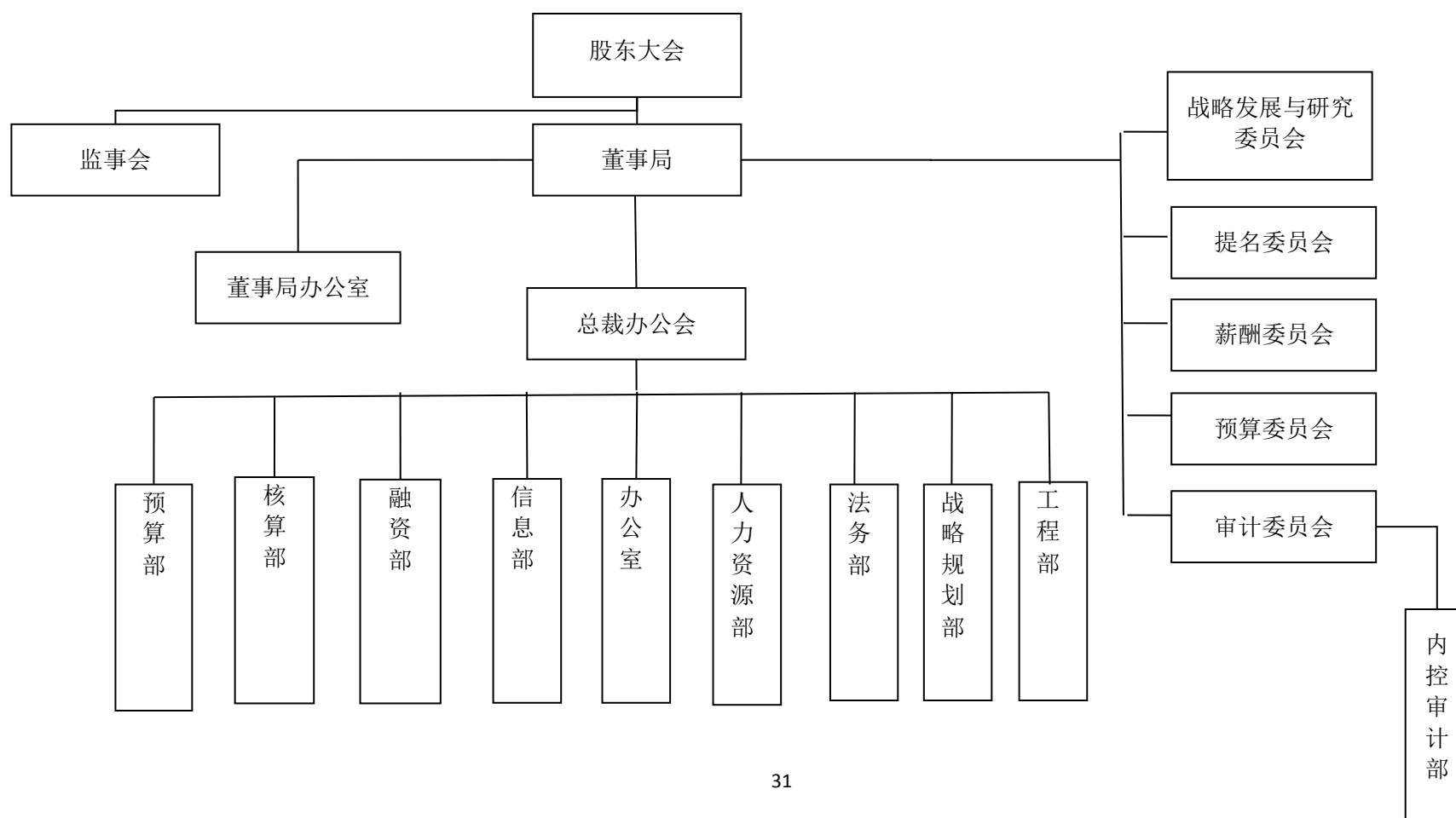
截至 2018 年 3 月末海王生物股权结构图





附件 3

截至 2018 年 3 月末海王生物组织结构图





附件 4

海王生物相关数据表格

2016 ~ 2017 年公司前五大供应商情况（单位：万元、%）

单位名称	金额	占比
2017 年		
阿斯利康（无锡）贸易有限公司 ⁴	50,612	1.68
上药控股有限公司	41,678	1.38
四川科伦药业股份有限公司	28,605	0.95
国药控股分销中心有限公司	26,552	0.88
正大天晴药业集团股份有限公司	26,476	0.88
合计	173,923	5.77
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

2016 ~ 2017 年公司前五大客户情况（单位：万元、%）

单位名称（地区）	金额	占年度销售总额比例
2017 年		
南阳市中心医院（河南地区）	81,379	2.79
潍坊市人民医院（山东地区）	60,184	2.06
威海市立医院（山东地区）	36,473	1.2
滕州市中心人民医院（山东地区）	33,996	1.17
青岛大学附属医院西海岸医院（山东地区）	33,341	1.14
合计	245,373	8.41
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

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

⁴ 阿斯利康（无锡）贸易有限公司为境外制药企业在国内的总代理，主要代理化学药制剂、化学原料药和抗生素等品种。



附件 4-1

海王生物相关数据表格

2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司医药制造主要产品类型产销情况

项目		2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年	2015 年
玻瓶注射液	产能（万瓶/年）	6,000	6,000	6,000	7,000
	产量（万瓶）	437	2,119	3,245	3,719
	销量（万瓶）	471	2,390	3,087	3,589
软袋注射液	产能（万包/年）	10,000	14,000	14,000	8,000
	产量（万包）	345	1,807	1,847	4,332
	销量（万包）	495	2,269	2,829	3,067
塑瓶注射液	产能（万瓶/年）	5,000	5,000	5,000	5,000
	产量（万瓶）	68	851	1,669	1,746
	销量（万瓶）	258	1,060	1,659	2,135
片剂	产能（万片/年）	300,000	300,000	300,000	200,000
	产量（万片）	38,894	162,669	150,215	144,734
	销量（万片）	39,690	170,499	144,884	141,879
颗粒剂、粉剂	产能（万包/年）	2,000	2,000	2,000	2,000
	产量（万包）	539	2,090	1,893	1,736
	销量（万包）	517	2,276	1,834	1,574
胶囊剂	产能（万粒/年）	30,000	30,000	30,000	30,000
	产量（万粒）	1,790	6,746	11,000	8,982
	销量（万粒）	1,900	7,944	10,265	8,729

2016~2017 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	2017 年		经营主体	2016 年	
	金额	占比		金额	占比
山东海王银河	53.72	27.49	山东海王银河	52.27	45.69
枣庄银海医药有限公司	17.56	8.99	枣庄银海医药有限公司	15.42	13.48
河南东森医药有限公司	15.32	7.84	河南东森医药有限公司	14.47	12.65
河南海王百悦医药有限公司	13.49	6.90	湖北海王医药有限公司	3.99	3.49
其他公司	95.34	48.78	其他公司	28.24	24.69
医药商业流通板块收入	195.43	100.00	医药商业流通板块收入	114.39	100.00

2016~2017 年公司医药制造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
2017 年	海王福药	58.81	4.41	54.02	3.44	0.33	1.04
	海王金象	60.87	2.02	39.93	1.14	0.12	0.19
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



附件 4-2

海王生物相关数据表格

截至 2017 年末公司其他应收款前五名情况（单位：万元、%）

单位名称	与公司关系	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
滨州医学院烟台附属医院	非关联方	17,000	保证金	1~2 年, 3 年以上	6.70	-
昌邑市人民医院	非关联方	6,599	往来款	1 年以内, 1~2 年	2.60	373
山东永裕医药有限公司	非关联方	6,529	往来款	1 年以内, 1~2 年	2.57	3
烟台市烟台山医院	非关联方	5,650	保证金	1 年以内	2.23	-
濮阳市中医医院	非关联方	5,000	保证金	1 年以内	1.97	-
佳木斯市结核病防治院	非关联方	5,000	保证金	1 年以内	1.97	-
合计	-	45,778	-	-	18.04	376



附件 5

海王生物主要财务指标

(单位: 万元)

资产类				
项目	2018 年 3 月 (未经审计)	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	371,089	321,194	307,250	307,583
应收票据	82,606	78,286	66,174	54,924
应收账款	1,511,361	1,401,180	720,805	537,325
其他应收款	254,427	250,589	152,278	82,105
预付款项	141,331	101,007	31,137	17,888
存货	362,613	332,870	148,495	106,594
流动资产合计	2,740,802	2,500,274	1,431,443	1,117,407
投资性房地产	20,346	20,671	21,517	22,184
固定资产	74,593	74,631	48,691	45,588
在建工程	17,912	14,348	9,345	5,273
无形资产	36,014	34,086	31,380	27,107
商誉	369,067	354,946	47,678	10,265
非流动资产合计	622,385	586,164	234,704	158,819
总资产	3,363,187	3,086,438	1,666,147	1,276,226
占资产总额比 (%)				
货币资金	11.03	10.41	18.44	24.10
应收票据	2.46	2.54	3.97	4.30
应收账款	44.94	45.40	43.26	42.10
其他应收款	7.57	8.12	9.14	6.43
预付款项	4.20	3.27	1.87	1.40
存货	10.78	10.78	8.91	8.35
流动资产合计	81.49	81.01	85.91	87.56
投资性房地产	0.60	0.67	1.29	1.74
固定资产	2.22	2.42	2.92	3.57
在建工程	0.53	0.46	0.56	0.41
无形资产	1.07	1.10	1.88	2.12
商誉	10.97	11.50	2.86	0.80
非流动资产合计	18.51	18.99	14.09	12.44
负债类				
短期借款	484,494	434,493	224,339	276,301
应付票据	365,055	261,486	276,802	321,010
应付账款	695,864	677,854	402,856	313,431
预收款项	16,744	16,157	4,039	2,936
其他应付款	548,882	540,956	121,509	109,352
应交税费	24,958	41,474	23,969	15,249



附件 5-1

海王生物主要财务指标

(单位: 万元)

负债类				
项目	2018 年 3 月 (未经审计)	2017 年	2016 年	2015 年
流动负债合计	2,413,228	2,265,608	1,061,870	1,043,396
应付债券	166,467	163,752	0	0
其他非流动负债	0	0	10,812	16,869
非流动负债合计	279,997	174,127	16,481	18,524
负债合计	2,693,224	2,439,735	1,078,350	1,061,920
占负债总额比 (%)				
短期借款	17.99	17.81	20.80	26.02
应付票据	13.55	10.72	25.67	30.23
应付账款	25.84	27.78	37.36	29.52
预收款项	0.62	0.66	0.37	0.28
其他应付款	20.38	22.17	11.27	10.30
应交税费	0.93	1.70	2.22	1.44
流动负债合计	89.60	92.86	98.47	98.26
应付债券	6.18	6.71	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	1.00	1.59
非流动负债合计	10.40	7.14	1.53	1.74
权益类				
实收资本(股本)	264,661	264,661	264,821	75,251
资本公积	230,854	230,854	266,127	147,413
盈余公积	4,360	4,360	2,288	2,288
未分配利润	72,463	57,196	14,157	-27,683
归属于母公司所有者权益	566,704	551,437	536,605	180,438
少数股东权益	103,258	95,266	51,191	33,868
所有者权益合计	669,962	646,704	587,796	214,306
损益类				
营业收入	920,378	2,493,964	1,360,592	1,111,773
营业成本	816,358	2,134,414	1,158,227	948,949
销售费用	34,465	124,803	70,501	63,870
管理费用	22,531	66,400	45,793	46,733
财务费用	14,703	31,773	16,141	21,791
资产减值损失	-65	2,270	1,123	3,084
投资收益	0	0	748	38,339
营业利润	30,216	124,375	64,774	62,274
利润总额	29,724	115,276	65,382	62,923
所得税费用	8,062	33,193	15,497	11,075



附件 5-2

海王生物主要财务指标

(单位: 万元)

损益类				
项目	2018 年 3 月 (未经审计)	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	21,662	82,083	49,885	51,849
归属于母公司所有者的净利润	15,267	63,638	41,840	47,473
占营业收入比 (%)				
营业成本	88.70	85.58	85.13	85.35
销售费用	3.74	5.00	5.18	5.74
管理费用	2.45	2.66	3.37	4.20
财务费用	1.60	1.27	1.19	1.96
资产减值损失	-0.01	0.09	0.08	0.28
投资收益	0.00	0.00	0.06	3.45
营业利润	3.28	4.99	4.76	5.60
利润总额	3.23	4.62	4.81	5.66
所得税费用	0.88	1.33	1.14	1.00
净利润	2.35	3.29	3.67	4.66
归属于母公司所有者的净利润	1.66	2.55	3.08	4.27
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	-105,815	-243,291	-149,699	9,051
投资活动产生的现金流量净额	-19,246	-143,170	-73,234	-8,924
筹资活动产生的现金流量净额	189,686	399,337	244,652	68,982



附件 5-3

海王生物主要财务指标

(单位：万元)

主要财务指标				
项目	2018 年 3 月 (未经审计)	2017 年	2016 年	2015 年
EBIT	48,025	150,343	85,294	88,330
EBITDA	-	162,944	94,469	97,738
总有息债务	1,369,343	1,115,770	503,573	597,311
毛利率 (%)	11.30	14.42	14.87	14.65
营业利润率 (%)	3.28	4.99	4.76	5.60
总资产报酬率 (%)	1.43	4.87	5.12	6.92
净资产收益率 (%)	3.23	12.69	8.49	24.19
资产负债率 (%)	80.08	79.05	64.72	83.21
债务资本比率 (%)	67.15	63.31	46.14	73.60
长期资产适合率 (%)	152.63	140.03	257.46	146.60
流动比率 (倍)	1.14	1.10	1.35	1.07
速动比率 (倍)	0.99	0.96	1.21	0.97
保守速动比率 (倍)	0.19	0.18	0.35	0.35
存货周转天数 (天)	38.34	40.59	39.64	39.23
应收账款周转天数 (天)	142.40	153.15	166.44	139.15
经营性净现金流/流动负债 (%)	-4.52	-14.62	-14.22	0.99
经营性净现金流/总负债 (%)	-4.12	-13.83	-13.99	0.98
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-5.78	-6.94	-7.52	0.36
EBIT 利息保障倍数 (倍)	2.62	4.29	4.28	3.47
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	4.65	4.74	3.84
现金比率 (%)	15.38	14.18	28.93	29.48
现金回笼率 (%)	78.39	104.03	86.76	92.45
担保比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00



附件 6

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. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
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. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数⁵ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数⁶ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 流动性来源 = 期初现金及现金等价物余额 + 未使用授信额度 + 外部支持 + 经营活动产生的现金流量净额

⁵ 一季度取 90 天。

⁶ 一季度取 90 天。



23. 流动性损耗 = 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出+到期债务本金和利息+股利+或有负债（确定的支出项）+其他确定的收购支出
24. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
25. 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）
26. 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）



附件 7

主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		定义
AAA		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		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		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		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		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		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		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		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		不能偿还债务。
展望	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。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；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。