



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

CREDIT RATING REPORT

报告名称

深圳市海王生物工程股份有限公司 主体与相关债项2019年度跟踪评级报告

目录

评定等级及主要观点

跟踪债券及募资使用情况

发债主体

偿债环境

财富创造能力

偿债来源

偿债能力



跟踪评级公告

大公报 SD【2019】433 号

大公国际资信评估有限公司通过对深圳市海王生物工程股份有限公司及“17 海王 01”、“17 海王生物 MTN001”的信用状况进行跟踪评级，确定深圳市海王生物工程股份有限公司的主体长期信用等级维持 AA，评级展望维持稳定，“17 海王 01”、“17 海王生物 MTN001”的信用等级维持 AA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一九年六月二十六日



评定等级



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	发行额(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	2018.06
17海王生物MTN001	8	3	AA	AA	2018.06

主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2019.03	2018	2017	2016
总资产	392.73	411.27	308.64	166.61
所有者权益	78.58	71.19	64.67	58.78
总有息债务	160.52	162.79	111.58	50.36
营业收入	105.45	383.81	249.40	136.06
净利润	2.02	6.93	8.21	4.99
经营性净现金流	0.69	-11.35	-24.33	-14.97
毛利率	11.73	13.13	14.42	14.87
总资产报酬率	1.39	4.69	4.87	5.12
资产负债率	79.99	82.69	79.05	64.72
债务资本比率	67.14	69.58	63.31	46.14
EBITDA 利息保障倍数(倍)	-	2.27	4.64	4.74
经营性净现金流/总负债	0.21	-3.89	-13.83	-13.99

注: 公司提供了2018年及2019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2018年财务报表进行了审计,并出具了标准无保留意见审计报告。公司2017年数据采用2018年的追溯调整数。2016年数据采用2017年追溯调整数。公司2019年1~3月财务报表未经审计。

评级小组负责人: 霍 霄

评级小组成员: 于鸣宇 肖 尧

电话: 010-51087768

传真: 010-84583355

客服: 4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

主要观点

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。跟踪期内公司商业流通业务仍具有较强竞争力,与区域内多家公立医院合作关系稳定;但同时公司面临利润下滑,受限资产比例高,短期偿债压力大等风险。

优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 国家医疗改革政策的推进有利于提高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;
- 公司各医药商业流通子公司经营活动均按照 GSP 标准执行,药品仓储物流管理水平仍较高;
- 公司医药商业流通业务在山东、湖北、河南等地已形成一定规模,仍具有较强竞争力,同时其与区域内多家公立医院仍保持稳定合作。

主要风险/挑战:

- 2018 年,受毛利率下降和期间费用大幅增长影响,公司利润水平出现下滑;
- 2018 年,公司经营性现金流持续净流出,仍无法对利息和债务形成有效覆盖;
- 公司应收账款规模较大,对资金形成一定占用,同时受限资产占净资产比重大幅提升,大规模的资产受限及很高的股权质押比例,对资产流动性及再融资能力造成一定不利影响;
- 2018 年以来,公司保持较高的债务融资规模,短期偿债压力仍很大。



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、除因本次评级事项构成的委托关系外，发债主体与大公及其关联公司、控股股东、控股股东控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。大公评级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。

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。大公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。

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、本评级报告所依据的评级方法为《大公零售企业信用评级方法》，该方法已在大公官网公开披露。



跟踪评级说明

根据大公承做的海王生物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。

本次跟踪评级为定期跟踪。

跟踪债券及募资使用情况

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	债券余额	发行期限	募集资金用途	进展情况
17 海王 01 ¹	8	8	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
17 海王生物 MTN001	8	8	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

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 705.00 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）。2019 年 1 月，公司回购并注销已获授尚未解锁限制性股票 15,490,000.00 股，同年 2 月以 2.30 元/股价格授予 264 人限制性股票 131,460,000.00 股。截至 2019 年 3 月末，公司注册资本为 27.63 亿元，已完成工商变更登记，其中，海王集团持股 44.03%，为公司控股股东，自然人张思民为公司实际控制人。截至 2019 年 4 月 4 日，海王集团共持有公司 12.16 亿股股份，占公司总股本 44.03%，其中 12.14 亿股存在质押，约占公司总股本 43.96%，质押比例很高。

公司建立了规范的公司治理结构和议事规则，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成科学有效的职责分工和制衡机制。对公司股东大会、董事局、监事会的职责和工作程序作了明确的规定，明确公司股东会、董事局、监事会

¹ 公司 2019 年 5 月 21 日公告，“17 海王 01”的回售数量为 6,999,980.00 张，回售金额为 699,998,000.00 元（不含利息），剩余托管量为 1,000,020.00 张。



及管理层的职责权限，保证公司权力、决策、管理、监督机构的规范运作。

公司主要从事医药商业流通、医药制造和保健品及食品生产等业务²，跟踪期内，业务结构保持稳定。2018 年，公司通过非同一控制下企业合并新增子公司 34 家，由于大部分股权属溢价收购，因此形成了 10.38 亿元较大规模的商誉；通过新设或投资方式取得子公司 6 家；出售子公司 4 家，注销子公司 2 家，其中鉴于潍坊银河投资有限公司（以下简称“银河投资”）并无实质经营业务，近几年来持续亏损，为优化公司资源配置，盘活闲置资产，公司于 2018 年 6 月将银河投资 100% 股权出让给非关联方潍坊利和置业有限公司和潍坊恒昊置业有限公司，交易价格 1.16 亿元已全部收到，确认投资收益 1.06 亿元。随着公司并购步伐加快，截至 2018 年末，其纳入合并报表范围子公司扩大到 174 家。

未来战略方面，公司将继续抓住营销管理改进、商业系统和制造体系转型升级、生产成本控制改进和总部管理与服务改进的关键点，实现信息化管理基础上的过程管理与精细化管理；继续深化预算管理和激励机制建设，提升公司各营销系统和整个运营体系的执行能力；继续推进医药商业、医药工业、婴童产品线的产业链服务体系的建设，引入移动互联网、物联网、人工智能技术和思维方式改造传统营销模式；建设基于互联网、物联网、人工智能技术应用的研发、制造和营销体系专业化、信息化、国际化、开放式发展平台；建设基金式、国际化、开放式社会资源整合平台，储备战略性项目，加快大健康产业链发展。

根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2019 年 4 月 19 日，公司本部已结清信贷中存在关注类贷款 44 笔³，未结清信贷均为正常类。截至本报告出具日，公司在公开债券市场已发行的各类债务融资工具的到期本息均已按期兑付。

偿债环境

国家医疗改革政策的推进有利于提高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。

（一）宏观政策环境

我国国民经济运行增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好；预计 2019 年，我国经济面临下行压力，外部环境复杂严峻，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向，防范金融风险尤其是债市信用风险。

2018 年，我国经济增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好。我国实现国内生产总值 90.03 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.6%，

² 2018 年，公司经营范围新增房屋租赁、信息咨询和医药专业领域内技术转让，技术咨询，技术服务业务。

³ 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。



增速同比下降 0.3 个百分点。2018 年，我国工业增加值首次突破 30 万亿元，全国规模以上工业增加值同比增长 6.2%，增速同比下降 0.4 个百分点；固定资产投资同比增长 63.56 万亿元，同比增长 5.9%，增速同比下降 1.3 个百分点，其中房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.5%，增速同比下降 2.5 个百分点。全社会消费品零售总额同比名义增长 9.0%，增速同比降低 1.2 个百分点，国内消费需求放缓；以人民币计价外贸进出口总值同比增长 9.7%，其中，对美国进出口增长 5.7%，与“一带一路”沿线国家进出口增长 13.3%，高出全国整体增速 3.6 个百分点，已成为我国外贸发展的新动力。2018 年，全国一般公共预算收入同比增长 6.2%，增速同比下降 1.2 个百分点；政府性基金收入同比增长 22.6%，增速同比下降 12.2 个百分点，其中，土地使用权出让收入同比增长 25.0%，增速同比减少 20.2 个百分点，增速大幅放缓。

面对经济下行压力，中央和地方政府综合运用货币政策、产业政策、结构性政策、区域政策等配套措施，以确保经济运行在合理区间。实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求，并实施更大规模的减税降费措施以改善企业经营效力。积极的财政政策加力提效，较大幅度增加地方政府专项债券规模，提高专项债券使用效率，有效防范政府债务风险，更好地发挥专项债券对稳投资、扩内需、补短板的作用；货币政策松紧适度，保持合理的市场流动性，提升服务实体经济的能力，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。产业政策方面，提升制造业发展水平，推动其与现代服务业的融合发展，增强制造业技术创新能力，推动产能过剩行业加快出清，降低全社会各类营商成本，加大基础设施投资力度，完善公共服务体系建设。结构性政策方面，坚持以供给侧结构性改革为主线，强化体制机制建设，转变政府职能，深化国资国企、市场准入、财税体制、金融体制等领域改革。区域发展政策方面，统筹西部大开发、中部地区崛起、东北全面振兴、东部率先发展的协调发展战略，促进京津冀、粤港澳大湾区、长三角等地区新的主导产业发展，推进“一带一路”建设，带动贸易发展。预计 2019 年，我国经济面临下行压力，外部环境复杂多变，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向，防范金融风险尤其是债市信用风险。

（二）行业环境

医药产品需求增速有所放缓，但仍面临较广阔的市场前景；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。

随着我国经济的发展，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不断提高。人口增长及老龄化都将对药品消费起到持续推动的作用，为医药产品提供市场空间。2016~2018 年，城镇居民人均可支配收入分别



为 33,616 元、36,396 元和 39,251 元，农村居民人均纯收入分别为 12,363 元、13,432 元和 14,617 元。城乡居民人均收入不断增加的同时，医疗保健消费支出也不断增加。人口因素决定着药品的总需求和消费结构。我国人口数量持续增长，2018 年末 65 岁以上老人比重上升 0.5 个百分点，人口老龄化程度继续加深。人口增长及老龄化都将对药品消费起到持续推动的作用，为医药产品提供市场空间。另外，伴随着城镇化的发展，人口集中度提高，消费能力上升，也将扩大对医药产品的市场容量。

我国医疗卫生体制改革继续深化，再加上社会保障制度的不断完善，为医药行业的快速发展提供了良好的机遇和市场。围绕药品采购，药品降价，城市、县级公立医院综合改革，分级诊疗体系，社会办医，“两保”并轨等制定的系列政策，已成为医药行业发展的强大推动力。社会保障制度的不断完善，扩大了对经济支付弱势人群的医疗保障程度，对下游药品需求的释放起到很好的支撑作用。中国制药行业按照产品划分为化学原料药、化学制剂药、中成药、中药饮片、生物制药等子行业；其中化学原料药、化学制剂药和中成药实现销售收入远超过其他子行业，占据重要地位；同时受益于国家不断加强对疾病防控的投资力度，生物制药行业近年发展良好。医药需求的释放促进医药行业不断发展，2016 年以来我国医药制造业主营业务收入及利润规模呈逐年增长，增速有所放缓，但整体仍保持快速发展。2016~2018 年，我国医药制造业实现主营业务收入分别为 28,062.9 亿元、28,185.5 亿元和 23,986.3 亿元，同比增速分别为 9.7%、12.5% 和 12.6%；利润总额分别为 3,002.9 亿元、3,314.1 亿元和 3,094.2 亿元，同比增速分别为 14.3%、17.8%和 9.5%。

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。

2018 年以来，医保局成立，MAH 和 CRO/CMO 利好创新药全产业链，一致性评价工作取得明显进展，行业大洗牌时代来临，大中型医药企业面临较好发展机遇。

2018 年 5 月底，国家医疗保障局挂牌成立，整合人社部、卫计委、发改委及民政部等部门，实现健全医保支付机制和利益调控机制，实行精细化管理，落实“三保合一”及“三医联动”。医保局统管“招标、医保、药价和监管”四大板块，行业大洗牌的时代即将来临，对于医药企业是机遇与挑战并重。同年 6



月，医药上市许可持有人（MAH）制度正式施行，鼓励科研人员研发新药的积极性，加速新药投入市场的速度。6 月，《关于组织实施生物医药合同研发和生产服务平台建设专项的通知》发布，新设立的生物医药合同研发和生产服务平台建设专项将对满足要求的生物医药 CRO 和 CMO 进行国家补助。CRO 与 CMO 将更有效地促进行业专业化研发和规模化的生产能力，利好创新药全产业链。

2017 年以来，仿制药质量和疗效一致性评价仍是医药改革的重中之重。2018 年 12 月 28 日，国家药品监督管理局发布《关于仿制药质量和疗效一致性评价有关事项的公告》称，《国家基本药物目录（2018 年版）》已于 11 月 1 日起施行，新版目录建立了动态调整机制，对通过仿制药质量和疗效一致性评价的品种优先纳入目录，未通过一致性评价的品种将逐步被调出目录；充分考虑基本药物保障临床需求的重要性，对纳入国家基本药物目录的品种，不再统一设置基本药物评价时限要求。国家不再统一设置一致性评价时限要求，并不代表没有时限要求。自首家仿制药品种通过一致性评价后，其他药品生产企业的相同品种原则上应在 3 年内完成一致性评价，若未完成，则视为自动放弃。由此可见，国家并非停止推进一致性评价，而是合理调整相关工作时限和要求，强化服务指导。一致性评价的资金和研发投入是非常巨大的，通过提升仿制药质量，逼退行业内落后产能，引导行业结构性升级。

2018 年 11 月，《关于国家组织药品集中采购试点的方案》公布，31 个药品在 11 个城市开始试行带量采，以带量采购方法换取更优惠的价格，在同等采购条件下，通过一致性评价的仿制药将具有极大优势。随着《4+7 城市药品集中采购文件》正式公布，在降药价的同时保证药品质量安全稳定。未来仿制药市场将会发生结构性的改变，药品降价势在必行。

在创新药方面，2018 年以来，随着创新药审批流程加快，医保目录调整为降低仿制药在医保比例，提升创新药占比，及一致性评价落到实处，一系列新政为创新药的发展提供了长期良好环境，创新药新周期开启。

整体来看，在一致性评价中进度领先、具有品种优势的仿制药龙头和研发能力强、有重磅大品种的创新龙头企业，将会在新一轮的洗牌中脱颖而出，迅速扩大市场份额。预计未来化学制剂板块两极分化将更为明显。

财富创造能力

2018 年，随着合并范围的增加和业务规模的扩大，公司营业收入和毛利润同比增幅较大，毛利率小幅下滑。

公司仍主要从事医药商业流通和医药制造等业务，业务结构稳定；医药商业流通板块仍是公司收入和毛利润主要来源。2018 年，公司营业收入继续增长，



主要是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；毛利率小幅下降。

从业务构成来看，2018 年，公司医药商业流通收入同比增长 54.74%，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；毛利率同比下降 0.43 个百分点。2018 年，公司继续加大医疗器械流通业务规模，其收入同比增长 52.55%，毛利率同比减少 4.86 个百分点，主要是受销售规模的扩大，毛利率较高的代理业务占比收缩，毛利率较低的配送业务占比增长所致。同期，医药制造板块收入较为稳定，毛利率同比提升 6.95 个百分点，主要是业务模式改变所致；保健品、食品板块收入同比增长 80.11%，主要是妇婴食品销量增长所致，毛利率同比减少 9.37 百分点，主要是受山东地区保健品调拨类销售影响；公司其他业务主要是销售返利收入。预计未来 1~2 年，公司主营业务构成将保持稳定。

表 2 2016~2018 年公司营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	383.81	100.00	249.40	100.00	136.06	100.00
医药商业流通	302.41	78.79	195.44	78.36	114.39	84.07
医疗器械流通	67.35	17.55	44.15	17.70	11.53	8.47
医药制造	4.58	1.19	4.65	1.87	4.38	3.22
保健品、食品	6.61	1.72	3.67	1.47	5.53	4.06
其他	2.86	0.75	1.50	0.60	0.24	0.18
毛利润	50.41	100.00	35.95	100.00	20.24	100.00
医药商业流通	33.92	67.29	22.76	63.30	12.25	60.55
医疗器械流通	8.90	17.66	7.98	22.19	2.87	14.16
医药制造	2.37	4.70	2.08	5.80	1.84	9.09
保健品、食品	2.79	5.53	1.90	5.27	3.13	15.47
其他	2.43	4.82	1.24	3.45	0.15	0.74
毛利率	13.13		14.42		14.87	
医药商业流通	11.22		11.65		10.71	
医疗器械流通	13.21		18.07		24.86	
医药制造	51.75		44.80		42.04	
保健品、食品	42.25		51.62		56.59	
其他	84.97		83.42		65.32	

数据来源：根据公司提供的资料整理



（一）医药商业流通及医疗器械流通

2018 年，公司继续通过并购中小医药流通企业扩大经营规模；受销售规模扩大及地方政策影响，阳光集中配送业务模式收入占比有所下滑；各医药商业流通子公司经营活动均按照 GSP 标准执行；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主要以深圳市海王银河医药投资有限公司（以下简称“海王银河”）为管理投资平台，其下属子公司进行业务经营。医药商业流通过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。2018 年公司收并购医药商业流通企业 34 家，同比增加 9 家，其中当期新收购的河南恩济药业有限公司、内蒙古海王医药有限公司和河南佐今明医药有限公司自购买日至期末的收入分别为 9.20 亿元、4.66 亿元和 3.71 亿元，净利润分别为 0.16 亿元、0.16 亿元和 0.10 亿元，对公司收入及利润形成贡献。

表 3 2017~2018 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	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
山东海王银河医药有限公司	53.03	14.34	53.72	22.42
枣庄银海医药有限公司	19.43	5.25	17.56	7.33
河南东森医药有限公司	16.43	4.44	15.32	6.39
河南海王百悦医药有限公司	13.34	3.61	13.49	5.63
其他公司	267.53	72.35	139.49	58.22
医药商业流通板块收入	369.76	100.00	239.58	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。2018 年，阳光集中配送和医药纯销配送占医药商业流通板块收入的比重分别为 20%和 35%，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；其中，阳光集中配送业务占比有所下滑，一方面是销售规模扩大导致产品流通基数增加，另一方面受地方



政策影响，集中配送推广力度逐渐趋缓。

公司是行业内最早开展医院用药集中配送企业之一，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商业模式，在山东省与河南省试点运行，并运作顺畅。截至 2019 年 3 月末，公司已建立了覆盖全国 20 多个省区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 2019 年 3 月末，该模式已在山东、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。

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，各医药商业流通子公司经营活动均按照 GSP 标准执行。

公司仍保持较好的物流仓储水平，截至 2019 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仓库 148 个，面积约 52.32 万 m²，冷库体积约 3.27 万 m³。在药品仓储物流管理方面，公司建立了 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。



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。

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，药品采购供应商较为分散，对单一医药企业的依赖程度相对较低。2018 年，公司前五名供应商合计采购金额 21.91 亿元，占年度采购总额 5.62%，其中，关联方深圳市全药网药业有限公司采购额占年度采购总额 1.36%。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，一般不超过 2 个月，账期较短。

表 4 2017~2018 年公司前五大供应商情况（单位：万元、%）

单位名称	金额	占比
2018 年		
波科国际贸易（上海）有限公司	57,601	1.48
深圳市全药网药业有限公司	52,973	1.36
河南九州通医药有限公司	42,704	1.09
阿斯利康（无锡）贸易有限公司	38,569	0.99
辉瑞制药有限公司	27,249	0.70
合 计	219,095	5.62
2017 年		
阿斯利康（无锡）贸易有限公司	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

数据来源：根据公司提供资料整理



公司医药商业流通业务在山东、湖北、河南等地已形成一定规模，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；下游客户账期长于对上游客户账期，仍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，形成了一定区域规模，仍具有较强竞争力。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稳定的合作关系。2018 年公司前五大客户占年度销售总额的比例为 6.59%，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。

表 5 2017~2018 年公司前五大客户情况（单位：万元、%）

单位名称（地区）	金额	占比
2018 年		
南阳市中心医院	91,240	2.05
郑州大学第一附属医院	65,880	1.48
潍坊市人民医院	50,044	1.12
滕州市中心人民医院	44,358	1.00
威海市立医院	41,768	0.94
合 计	293,289	6.59
2017 年		
南阳市中心医院	81,379	2.79
潍坊市人民医院	60,184	2.06
威海市立医院	36,473	1.25
滕州市中心人民医院	33,996	1.17
青岛大学附属医院西海岸医院	33,341	1.14
合 计	245,373	8.41

数据来源：根据公司提供资料整理

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，目前主要集中在北京、上海等地区进行销售。



(二) 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，药品相关业务主要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；保健品和食品相关业务主要由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”）承担。

表 6 2017~2018 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	总资产	资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流
2018 年	海王福药	4.23	50.32	3.34	0.17	-0.03
	海王金象	2.05	34.43	1.30	0.13	0.16
	海王健康科技	2.15	70.64	4.54	0.06	-1.13
2017 年	海王福药	4.41	54.02	3.44	0.33	0.11
	海王金象	2.02	39.93	1.14	0.12	0.13
	海王健康科技	2.34	75.71	3.28	-0.17	0.15

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大型的药品制剂制造企业之一，仍具有一定规模优势。2018 年，医药制造业务产能利用率仍较低；受部分生产线 GMP 认证到期暂停生产影响，注射液产品产能大幅下滑。

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。

表 7 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

2018 年，公司片剂、颗粒剂、粉剂和胶囊剂产品产能保持稳定；2017 年以前，公司预测政策变化提前生产备货，导致注射液产品产能规模较大，后因政策变化，导致未按计划执行，2018 年受部分生产线 GMP 认证到期暂停生产影响，



注射液产品产能大幅下滑。公司根据产业结构转型需求及市场价格情况调整主要产品生产量，始终采用按需生产策略，因此公司各类主要药品均未满负荷生产，产能利用率仍较低。2018 年，公司大部分产品产销量维持在较高水平，其中注射液产品产销率维持在 100%以上；片剂、颗粒剂、粉剂和胶囊剂产品产销率均低于 100%。

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。2018 年，海王健康科技主要产品已通过婴幼儿奶粉配方注册制认证，保健品、食品销售收入同比增长 80.11%，为公司营业收入提供一定补充。

表 8 2016~2018 年公司医药制造主要产品类型产销情况

项目		2018 年	2017 年	2016 年
玻璃注射液	产能(万瓶/年)	4,500	6,000	6,000
	产量(万瓶)	1,679	2,119	3,245
	销量(万瓶)	1,808	2,390	3,087
软袋注射液	产能(万包/年)	10,000	14,000	14,000
	产量(万包)	1,806	1,807	1,847
	销量(万包)	1,968	2,269	2,829
塑瓶注射液	产能(万瓶/年)	1,500	5,000	5,000
	产量(万瓶)	867	851	1,669
	销量(万瓶)	950	1,060	1,659
片剂	产能(万片/年)	300,000	300,000	300,000
	产量(万片)	180,512	162,669	150,215
	销量(万片)	151,198	170,499	144,884
颗粒剂、粉剂	产能(万包/年)	2,000	2,000	2,000
	产量(万包)	1,800	2,090	1,893
	销量(万包)	1,672	2,276	1,834
胶囊剂	产能(万粒/年)	30,000	30,000	30,000
	产量(万粒)	8,137	6,746	11,000
	销量(万粒)	7,854	7,944	10,265

数据来源：根据公司提供资料整理



偿债来源

2018 年，公司流动性偿债来源结构较为稳定，债务融资仍是公司主要偿债来源；授信额度大幅增长，有利于债务融资规模的拓宽，但同时受限资产规模大幅增长，在一定程度上仍制约资产流动性。

（一）盈利

2018 年，毛利率下降和期间费用大幅增长，导致公司利润水平出现下滑；投资收益对利润贡献度较高，增强公司盈利能力不稳定性；随着并购企业的增多，少数股东损益占比不断提升，对公司资本积累造成一定不利影响。

2018 年，随着合并范围的增加和业务规模的扩大，公司营业收入继续增长；毛利率继续下降的同时期间费用持续大幅增长，导致公司利润水平同比均有所下滑，其中营业利润、利润总额和净利润分别为 9.79 亿元、10.06 亿元和 6.93 亿元，同比分别下降 21.30%、12.70%和 15.53%；少数股东损益占比不断提升，由上年同期 22.47%增长至 40.19%。同期，总资产报酬率和净资产收益分别为 4.69%和 9.74%。

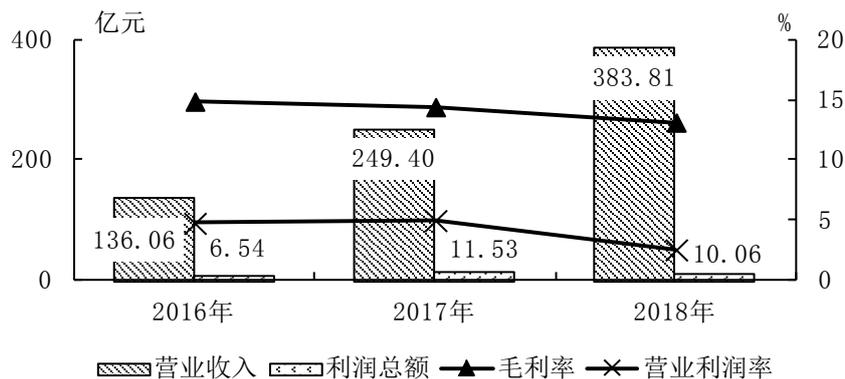


图 1 2016~2018 年公司收入及盈利情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年，公司期间费用 38.49 亿元⁴，同比大幅增长 74.63%，期间费用率 10.15%，同比提升 1.20 个百分点，期间费用控制压力有所提升。同期，销售费用 17.71 亿元，同比大幅增长 41.90%，主要是销售规模增长及并购企业增加所致；管理费用 12.19 亿元，同比大幅增长 83.64%，主要是并购企业增加、职工薪酬费用等增长所致；财务费用 9.04 亿元，同比增加 5.86 亿元，主要是融资规模增长、融资成本上升所致。

⁴ “（一）盈利”标题下的管理费用包含研发费用。

**表 9 公司期间费用情况（单位：亿元、%）**

项目名称	2019 年 1-3 月	2018 年	2017 年	2016 年
销售费用	3.97	17.71	12.48	7.05
管理费用	2.97	12.19	6.64	4.58
财务费用	2.27	9.04	3.18	1.61
期间费用	9.21	38.94	22.30	13.24
期间费用率	8.73	10.15	8.94	9.73

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年，资产减值损失 3.35 亿元，同比增加 3.12 亿元，主要是对四川海王金仁医药集团有限公司（以下简称“海王金仁”）和江西海王医药有限公司等计提商誉减值所致；投资收益 2.59 亿元，同比由-0.21 亿元转正，一方面是出售子公司银河投资 100%股权确认投资收益 1.06 亿元，另一方面是海王（武汉）医药发展有限公司、海王（武汉）医药贸易有限公司、湖北海王凯安晨医药有限公司、邵阳海王医药有限公司原股东因未实现承诺业绩，与公司子公司签署了调整收购对价的补充协议，同意按照约定调减收购对价，公司将其作在“投资收益”进行列报，合计金额 1.58 亿元；营业外收入 1.04 亿元，同比增加 1.00 亿元，海王金仁未按预期实现承诺净利润，需以减少尚未支付的剩余对价（现金）方式向公司进行业绩补偿，公司未来需支付的 1.00 亿元股权款不再支付而确认为营业外收入所致。

2019 年 1~3 月，公司营业利润、利润总额和净利润分别为 2.97 亿元、2.99 亿元和 2.02 亿元，同比变化不大；少数股东损益占比 34.66%，同比增长 5.14 个百分点。

综合来看，2018 年，公司营业收入继续增长，但毛利率逐年下降、期间费用持续大幅增长，导致公司利润水平出现下滑，同时投资收益对当期利润贡献度较高，扩大了公司盈利能力的的不稳定性；随着并购企业的增多，少数股东损益占比不断提升，对公司资本积累造成一定不利影响。

（二）自由现金流

2018 年，随着销售收款力度的加大，公司经营性现金流净流出规模有所收窄，投资性现金流净流出规模持续扩大；2019 年 1~3 月，经营性现金流同比由净流出转为净流入。

2018 年，公司经营性净现金流-11.35 亿元，净流出同比减少 12.98 亿元，主要是公司加大销售收款力度所致；现金回笼率 96.18%；投资性净现金流-17.47 亿元，净流出规模持续扩大，主要是支付的其他与投资有关的现金较大所致。

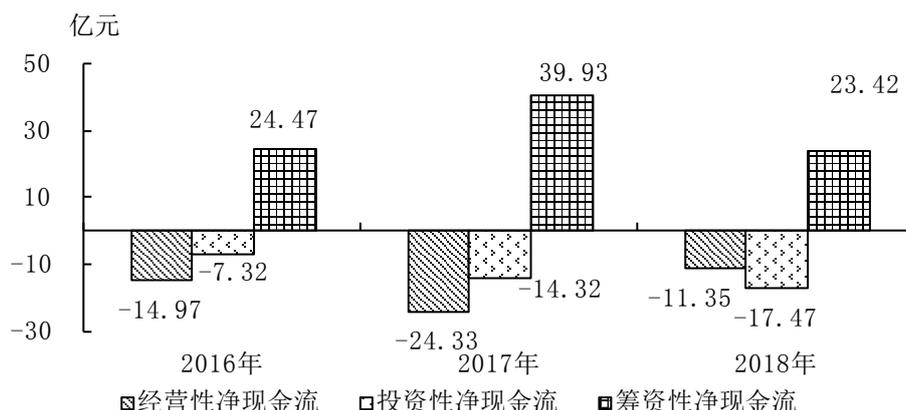


图 2 2016~2018 年公司现金流情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年 1~3 月，公司经营性净现金流 0.69 亿元，同比由负转正，主要是公司加大销售回款力度所致；现金回笼率 90.96%；投资性净现金流-1.20 亿元，净流出规模有所下滑，主要是子公司收回结构性存款 4,350 万及收到退回股权款定金 3,400 万元所致。

表 10 截至 2018 年末公司主要在建项目情况（单位：%、亿元）

项目名称	工程进度	预计投资	已投资
汇通医药物流产业园	14.15	0.45	0.06
海王百草堂中医药产业园项目	82.74	0.29	0.24
天禾医药产业园	90.35	0.54	0.49
滨州物流园	68.73	0.25	0.17
宁夏工业园构建工程	77.52	0.31	0.25
医院自动化设备项目	-	-	0.10
天晟医药园	64.66	-	0.11
合计	-	1.84	1.42

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2018 年末，公司在建项目包括汇通医药物流产业园、天禾医药产业园等，预计投资总额 1.84 亿元，已累计投资 1.42 亿元，其中，2018 年受环保政策影响，汇通医药物流产业园工程建设暂缓，2019 年恢复正常进度。

（三）债务收入

2018 年，公司债务偿还对外部融资渠道依赖度仍较高；公司与国内多家银行保持良好合作关系，授信额度增幅较大；公司新增其他资金拆借款，其中关联方拆借占比较大，且关联方拆借企业数量、频率和金额同比均有所增加。

2018 年，公司筹资性净现金流 23.42 亿元，受偿债规模较大影响，其同比下降 41.36%。2019 年 1~3 月，受 ABS 循环购买支出影响，筹资性净现金流同比下降 61.23%至 7.35 亿元。



公司融资渠道仍以银行借款为主，债券发行次之，债务偿还对外部融资渠道依赖度仍较高。公司仍与国内多家银行保持良好合作关系，截至 2018 年末，公司获得银行授信总额约 109.16 亿元，未使用额度 44.88 亿元，授信同比增幅较大。2018 年，公司通过发行债券“18 海王 01”和结构性产品“鼎程健康 2018 年度第一期债权融资计划”和“建投-海王生物一期应收账款债权资产支持计划”继续在债券市场融资；2019 年 1 月，公司收到债券“18 海王 02”融资款。

表 11 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
筹资性现金流入	56.20	260.53	164.72	140.06
借款所收到的现金	36.18	127.64	55.50	40.99
发行债券收到的现金	3.49	25.83	41.00	0.00
筹资性现金流出	48.85	237.11	124.79	115.59
偿还债务所支付的现金	29.88	121.51	43.60	46.46

数据来源：根据公司提供资料整理

此外，2018 年，公司新增其他资金拆借款 73.24 亿元，其中，关联方拆借企业数量和频率同比均有所增长，拆解金额同比大幅增加，主要是集中还款导致资金需求增加所致。

（四）外部支持

公司外部支持主要是政府补助等，规模较小，对偿债来源的贡献度较低。此外，公司作为上市公司，可通过股票市场募集资金，直接融资渠道较为通畅。

（五）可变现资产

随着对子公司的溢价收购，商誉仍保持较大规模，如未来所收购子公司业绩不达标，商誉仍存在一定的减值风险；应收账款占比较大且持续增长，周转效率仍较低；受限资产占净资产比重大幅提升，很大规模的资产受限及很高的股权质押比例，对资产流动性及再融资能力造成一定不利影响。

2018 年末，公司资产规模继续保持大幅增长，仍以流动资产为主；2019 年 3 月末，总资产 392.73 亿元，其中流动资产占比 80.25%。

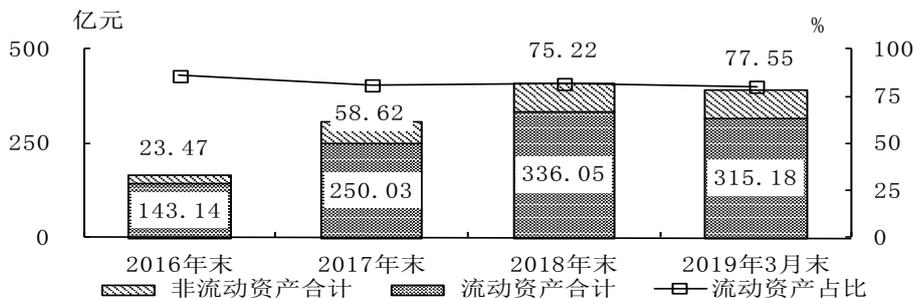


图 3 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理



公司流动资产主要由应收票据及应收账款、货币资金、存货和其他应收款构成。2018 年末，应收票据及应收账款 200.57 亿元，同比增长 35.57%，主要是销售规模增长所致，累计计提坏账 1.76 亿元；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 94.92%，累计计提坏账准备 1.68 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 8.23%，应收账款集中度较低。同期，货币资金 40.89 亿元，同比增长 27.31%，其中受限货币资金 28.11 亿元，受限规模很大；存货 39.51 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，同比增长 18.69%，其中库存商品占比 96.35%，累计存货跌价准备 0.34 亿元。2018 年末，其他应收款 31.89 亿元，同比增长 27.04%，质押保证金⁵、往来款和供应商返利⁶余额分别为 16.38 亿元、7.91 亿元和 6.12 亿元，同比分别增长 3.14%、116.67%和 24.04%；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比重为 90.66%，累计计提坏账准备 0.42 亿元；按欠款方归集的其他应收款前五名占比为 12.54%，主要为保证金和往来款，均未计提坏账准备，账龄较长。

表 12 2018 年末其他应收款期末余额前五大明细（单位：亿元、%）

单位名称	期末余额	账龄	款项性质	占其他应收款期末余额比例
滨州医学院烟台附属医院	1.70	1 年以内	保证金	5.30
山东永裕医药有限公司	0.87	1 年以内	往来款	2.72
濮阳市中医医院	0.50	3~4 年	保证金	1.56
佳木斯市结核病防治院（佳木斯市肿瘤医院）	0.50	1~2 年	保证金	1.56
永城市人民医院	0.45	1~2 年	保证金	1.40
合计	4.02	-	-	12.54

数据来源：根据公司提供资料整理

此外，2018 年末，预付款项 14.22 亿元，同比增长 40.80%，主要是采购规模增长导致预付货款增加；其他流动资产 8.37 亿元，同比增加 6.93 亿元，主要是新增的用于质押借款的定期存款和用于开具银行承兑汇票质押的结构性存款。

2019 年 3 月末，货币资金 35.57 亿元，较 2018 年末下降 13.02%；其他应收款 20.36 亿元，较 2018 年末下降 36.15%，主要是收回部分保证金及返利所致；预付款项 9.55 亿元，较 2018 年末下降 32.85%，主要公司加强采购管理，提高资金使用效率所致；其他流动资产 6.14 亿元，较 2018 年末下降 26.69%，主要

⁵ 为保障公司对二级（含二级）以上公立医疗机构提供药品配送服务期间的产品质量等，部分合作公立医疗机构要求公司向其缴纳一定金额的保证金。保证金会一直持续到不再对应医院开展业务时候收回。

⁶ 返利主要分采购额返利及毛利补贴返利，采购额返利是指根据采购金额乘以返利计提比例计算的返利，公司依据约定的返利计提比例乘以当期采购的金额计算当期返利；毛利补贴返利指供应商为了保证公司某些特定药品配送过程中的合理利润而给予的返利，公司依据销售数量及约定的补贴金额计提返利。



是审计重分类调整，将约 2 亿元定期存款重分类至其他非流动资产所致；其他主要流动资产科目较 2018 年末变化不大。

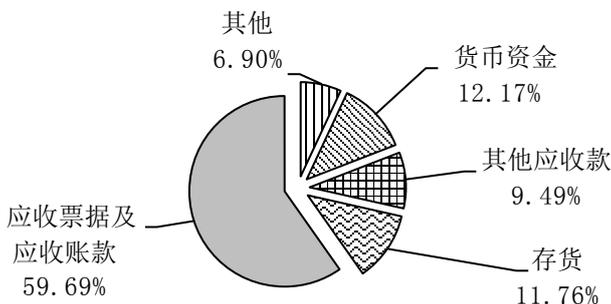


图 4 2018 年末公司流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动资产主要由商誉、其他非流动资产和固定资产等构成。2018 年末，商誉 39.18 亿元，同比增长 10.38%，主要是公司溢价收购子公司形成大额商誉的同时，对部分子公司商誉计提减值所致，如未来所收购子公司业绩不达标，商誉仍存在一定的减值风险；其他非流动资产 11.27 亿元，同比大幅增加 10.27 亿元，主要是新增 8.81 亿元一年以上的定期存款质押给银行为债务本金最高额（余额）19 亿投资额度合同承担担保、新增 1.00 亿元定期存款为开具银行承兑汇票质押的期限在 1 年以上的大额定期存单；固定资产 9.06 亿元，同比增长 21.38%，主要是海王银河新办公楼工程和天禾医药产业园等项目部分转固所致。此外，无形资产 2.57 亿元，同比下降 24.54%，主要是公司处置部分土地使用权所致。2019 年 3 月末，其他非流动资产 13.05 亿元，较 2018 年末增长 15.82%，主要是计重分类调整，将约 2 亿元定期存款重分类到其他非流动资产所致；其他主要非流动资产科目较 2018 年末变化不大。

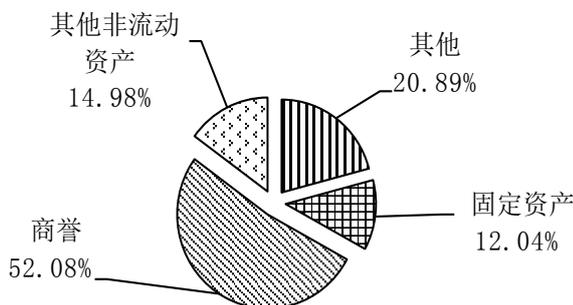


图 5 2018 年末公司非流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

资产运行效率方面，2018 年公司存货周转天数 39.30 天，应收账款周转天数 154.60 天，资产周转效率同比变化不大，应收账款周转效率仍较低。2019 年 1~3 月，存货周转天数和应收账款周转天数分别为 39.18 天和 162.73 天。



截至 2018 年末，公司受限资产合计 57.54 亿元，占总资产比重为 13.99%，占净资产比重为 80.82%，受限资产规模及其占净资产比重同比均大幅提升，其中，受限货币资金 28.11 亿元，为承兑汇票保证金、贷款保证金、信用证保证金、保函保证金、三方资金监管账户资金等；其他非流动资产 9.81 亿元，为质押存单、开具银行票据的定期存款；其他流动资产 5.94 亿元，为质押存单、结构性存款；应收票据 5.49 亿元，用于质押借款和开具承兑汇票；应收账款 2.94 亿元、存货 1.98 亿元，用于质押借款；固定资产 1.84 亿元、投资性房地产 0.77 亿元、无形资产 0.64 亿元，用于贷款抵押。此外，截至 2019 年 4 月 4 日，海王集团共持有公司 12.16 亿股股份，占公司总股本 44.03%，其中 12.14 亿股存在质押，约占公司总股本 43.96%，质押比例很高。很大规模的资产受限及很高的股权质押比例，对公司资产流动性及再融资能力造成一定不利影响。

2018 年，公司流动性偿债来源结构较为稳定；受限资产规模很大、股权质押比例很高，在一定程度上制约资产流动性。

2018 年，公司利润水平出现下滑，经营性现金流净流出规模有所收窄，对债务和利息仍无法形成有效覆盖；公司与国内多家银行保持良好合作关系，授信额度增幅较大，债务融资仍是公司主要偿债来源。

2018 年末，受限资产占净资产比重大幅提升，很大规模的资产受限及很高的股权质押比例，对资产流动性及再融资能力造成一定不利影响。

偿债能力

2018 年以来，公司仍保持较高负债规模，流动负债占比不断下滑，但债务结构仍以短期负债为主。

2018 年末，公司负债规模持续增长，仍以流动负债为主。2019 年 3 月末，负债总额 314.15 亿元，较 2018 年末下降 7.62%，其中流动负债占比 87.53%。

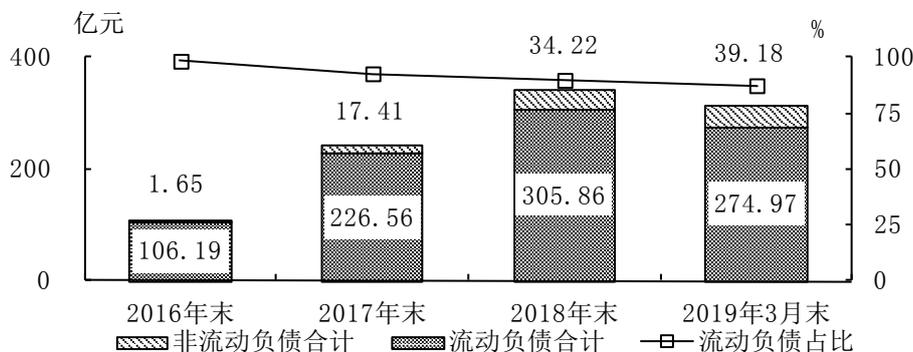


图 6 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由应付票据及应付账款、其他应付款和短期借款等构成。



2018 年末，应付票据及应付账款 108.02 亿元，同比增长 15.00%，主要是业务规模扩大导致应付银行承兑汇票增加；其他应付款 91.84 亿元，同比增长 60.63%，主要是往来款和质押保证金的大幅增加；短期借款 87.49 亿元，同比大幅增加 44.04 亿元，其中保证借款、质押借款、抵押借款和质押借款占比分别为 59.00%、30.89%、10.06%和 0.05%。此外，2018 年末，新增一年内到期的非流动负债 9.45 亿元，为当年 3 月发行的期限为 580 天的“建投-海王生物一期应收账款债权资产支持计划”产品；预收款项 2.85 亿元，同比增加 1.23 亿元，主要是预收二级分销商货款的增加；其他流动负债 0.86 亿元，同比减少 24.91 亿元，主要是公司当期偿还 2017 年发行的短期和超短期融资券所致。

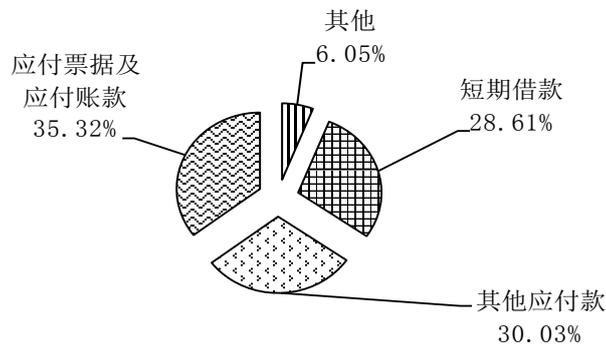


图 7 2018 年末公司流动负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年 3 月末，应付票据及应付账款 119.57 亿元，较 2018 年末增长 10.69%，主要是票据融资增加所致；其他应付款 75.71 亿元，较 2018 年末下降 17.56%，主要是归还部分业务保证金所致；短期借款 60.36 亿元，随着借款的偿还，其较 2018 年末下降 31.01%；一年内到期的非流动负债 11.46 亿元，较 2018 年末增长 21.29%，主要是中信建投-海王生物 1 期 ABS 一年内到期转入所致；其他流动负债主要科目较 2018 年末变化不大。

公司非流动负债仍主要为应付债券。2018 年末，应付债券 33.28 亿元，同比增加 16.90 亿元，主要是公司当期新发债券“18 海王 01”和“鼎程健康 2018 年度第一期债权融资计划”产品所致。2019 年 3 月末，应付债券 37.22 亿元，较 2018 年末增加 3.95 亿元，主要是公司发行“18 海王 02”所致；长期借款 1.49 亿元，较 2018 年末增加 1.02 亿元，主要是子公司新增借款所致；其他非流动负债主要科目较 2018 年末变化不大。

2018 年以来，公司有息债务规模较大，仍以短期债务为主；考虑到现有货币资金及其受限情况，短期偿债压力仍很大。

2018 年以来，公司有息债务规模较大，仍以短期债务为主；有息债占总负债的比重有所提高。

**表 13 截至 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司有息债务构成情况（单位：亿元、%）**

项目	2019 年 3 月末	2018 年末	2017 年末	2016 年末
短期有息债务	123.03	129.86	94.92	50.11
长期有息债务	37.50	32.93	16.65	0.24
总有息债务	160.52	162.79	111.58	50.36
短期有息债务/总有息债务	76.64	79.77	85.07	99.50
总有息债务占总负债比重	51.10	47.87	45.73	46.70

数据来源：根据公司提供资料整理

从债务期限结构看，截至 2019 年 3 月末，公司有息债务以短期为主，长期债务主要分布于未来三年以内。

表 14 截至 2019 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	合计
金额	123.03	25.95	11.55	160.52
占比	76.64	16.17	7.20	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2019 年 3 月末，公司短期有息债主要包括短期借款和应付票据，债务偿还主要集中于 2019 年；考虑到现有货币资金及其受限情况，短期偿债压力仍很大。

表 15 截至 2019 年 3 月末公司一年内到期负债期限结构（单位：亿元）

到期期限	短期借款	应付票据	一年内到期的非流动负债	小计
2019 年二季度	27.34	14.28	0.00	41.62
2019 年三季度	14.32	12.57	11.46	38.35
2019 年四季度	11.01	13.20	0.00	24.21
2020 年一季度	7.68	11.15	0.00	18.83
合计	60.36	51.20	11.46	123.03

资料来源：根据公司提供资料整理

截至 2019 年 6 月 25 日，公司债券余额 32.22 亿元，其中“海王 1 次”和“海王 1 优”余额分别为 0.50 亿元和 4.17 亿元，均于 2019 年 10 月 29 日到期；“17 海王 01”和“17 海王生物 MTN001”余额均为 8.00 亿元，“17 海王 01”部分于 2019 年 6 月 26 日回售，回售金额 699,998,000.00 元；“18 海王 01”和“18 海王 02”余额分别为 8.00 亿元和 3.55 亿元，将于 2021 年到期，但 2020 年或存在回售的可能性。

截至 2018 年末，公司无对外担保和重大诉讼、仲裁事项。2019 年 6 月 26 日，公司发布《深圳市海王生物工程股份有限公司关于担保延续构成对外担保的公告》，四川金仁医药集团有限公司（以下简称“四川金仁”）未完成约定业绩，公司与四川金仁原股权出让方（自然人刘碧武、黄嵩、黄利嵩，以下简称“原股



东”)按照 2017 年双方签署的协议约定,签署《合作终止协议》,协议签署后四川金仁不再为公司合并报表范围内子公司;目前公司为四川金仁提供的担保金额为人民币 3 亿元,截止 2019 年 5 月 31 日担保余额为人民币 29,970.22 万元,原担保合同到期日为 2020 年 6 月,担保期限至上述担保义务履行完毕之日止且不超过《合作终止协议》约定的期限,四川金仁原股东提供了一定的反担保措施。该事项尚需提交股东大会审议。

2018 年以来,公司所有者权益持续增长,少数股东权益占比不断提高。

2018 年末,随着净利润的转入,公司所有者权益继续增长,少数股东权益占比不断提高;股本仍为 26.47 亿元;资本公积 23.26 亿元,同比略有增长;未分配利润 9.78 亿元,同比增长 71.01%。

2019 年 3 月末,所有者权益 78.58 亿元,较 2018 年末增长 10.39%,少数股东权益占比 17.93%,其中,股本 27.63 亿元,资本公积 25.80 亿元,较 2018 年末均有所增长,主要是 2019 年 2 月公司以 2.30 元/股价格授予 264 人限制性股票 131,460,000.00 股募集股款所致;未分配利润 11.10 亿元,较 2018 年末增长 13.50%。

2018 年,公司利润出现下滑,经营性现金流净流出规模有所收窄,但仍无法对利息和债务形成有效覆盖;可变现资产可对债务偿还提供一定补充。

2018 年,公司营业收入继续增长,毛利率下降和期间费用大幅增长,导致公司利润水平出现下滑,EBIT 和 EBITDA 对利息的保障程度持续下滑。

流动性偿债能力方面,2018 年,公司现金回笼率 96.18%,同比下降 7.85 个百分点;经营性现金流净流出规模有所收窄,但仍无法对利息和债务形成有效覆盖;流动资产和速动资产对流动负债能形成一定覆盖。

清偿性偿债能力方面,2018 年末,公司资产负债率和债务资本比率继续增长,可变现资产可对债务偿还提供一定补充。

结论

综合来看,公司的抗风险能力很强。公司作为国内大型医药商业流通企业,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。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,仍具有一定规模优势;2018 年,公司医药制造业务产能利用率仍较低。2018 年以来,公司有息债务规模仍较大,面临很大短期偿付压力。2018 年,毛利率下降和期间费用大幅增长,导致公司利润水平出现下滑;经营性现金流净流出



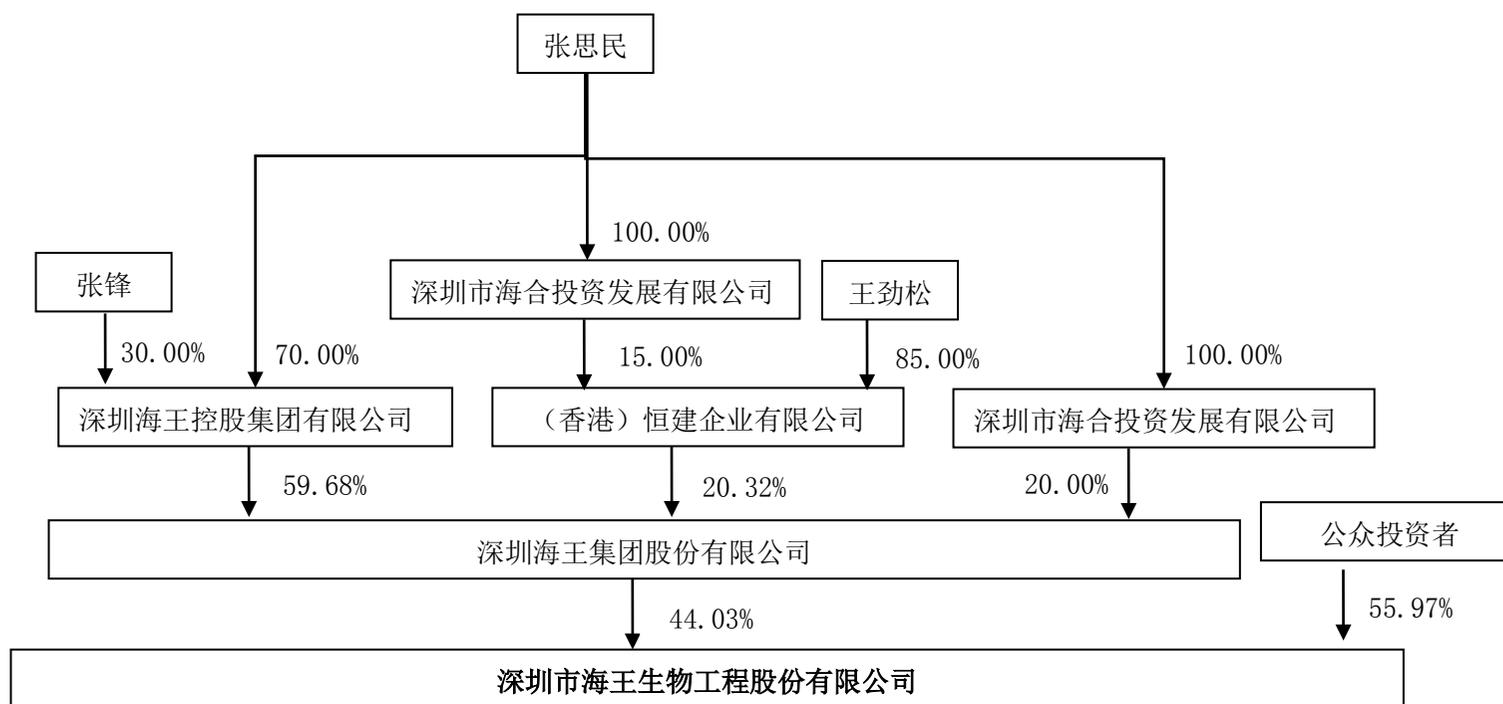
出规模有所收窄，但对债务和利息仍无法形成有效覆盖；债务融资仍是公司主要偿债来源；授信额度大幅增长，有利于债务融资规模的拓宽，但同时受限资产规模大幅增长，在一定程度上仍制约资产流动性。

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。



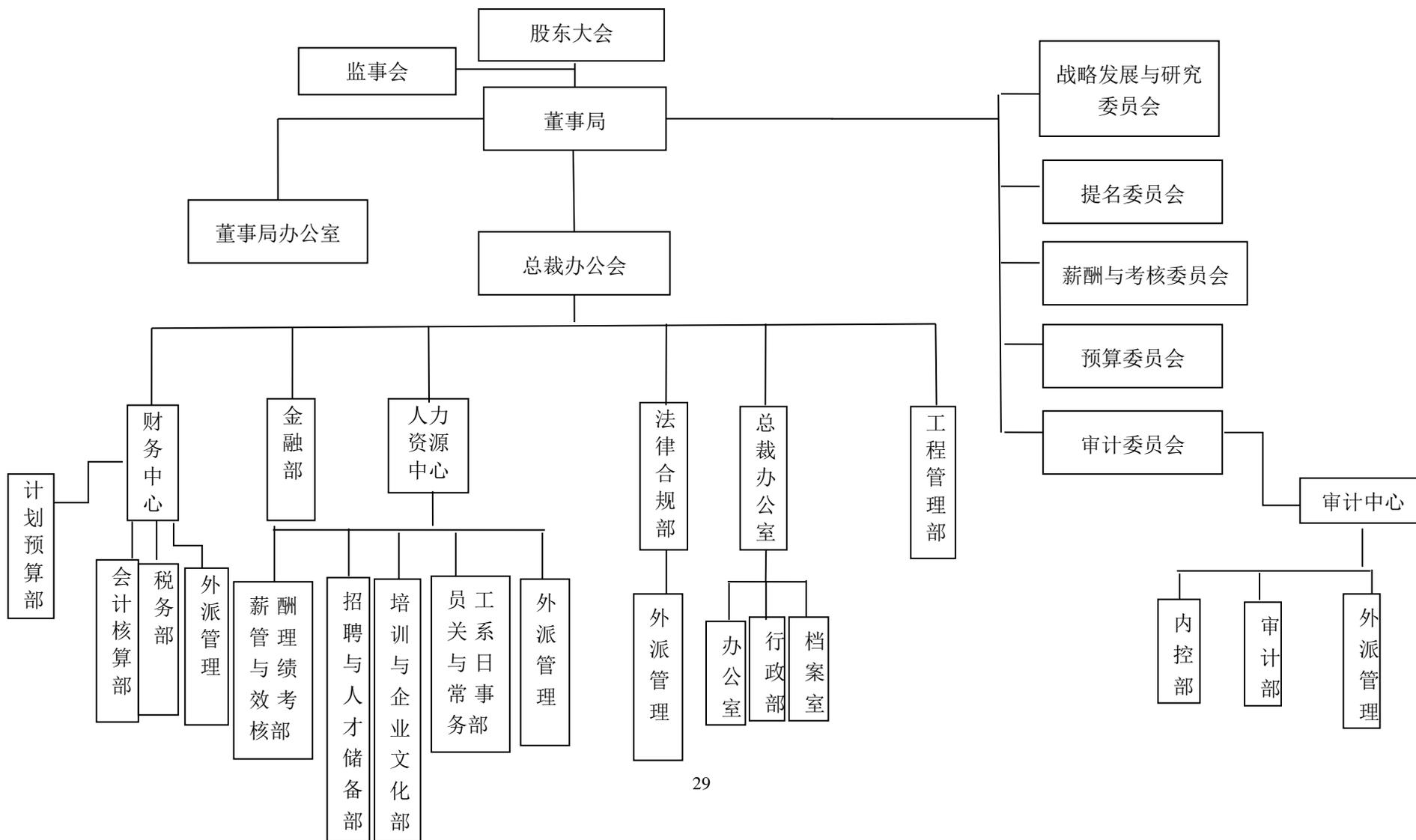
附件 1 公司治理

1-1 截至 2019 年 3 月末深圳市海王生物工程股份有限公司股权结构图





1-2 截至 2019 年 3 月末深圳市海王生物工程股份有限公司组织结构图





附件 2 主要财务指标

2-1 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)

项目	2019年1~3月 (未经审计)	2018年	2017年 (追溯调整)	2016年 (追溯调整)
资产类				
货币资金	355,681	408,909	321,194	307,250
应收票据及应收账款	2,018,472	2,005,721	1,479,466	786,979
应收票据	100,365	110,407	78,286	66,174
应收账款	1,918,107	1,895,315	1,401,180	720,805
预付款项	95,495	142,217	101,007	31,137
其他应收款	203,625	318,888	251,016	152,278
存货	415,442	395,097	332,870	148,495
其他流动资产	61,391	83,740	14,435	4,775
流动资产合计	3,151,787	3,360,450	2,500,274	1,431,443
固定资产	87,230	90,590	74,631	48,691
在建工程	14,133	11,469	14,348	9,345
无形资产	25,546	25,722	34,086	31,380
商誉	398,054	391,784	354,946	47,678
其他非流动资产	130,534	112,706	9,973	33,367
非流动资产合计	775,544	752,224	586,164	234,704
资产总计	3,927,331	4,112,674	3,086,438	1,666,147
占资产总额比 (%)				
货币资金	9.06	9.94	10.41	18.44
应收票据及应收账款	51.40	48.77	47.93	47.23
应收票据	2.56	2.68	2.54	3.97
应收账款	48.84	46.08	45.40	43.26
预付款项	2.43	3.46	3.27	1.87
其他应收款	5.18	7.75	8.13	9.14
存货	10.58	9.61	10.78	8.91
其他流动资产	1.56	2.04	0.47	0.29
流动资产合计	80.25	81.71	81.01	85.91
固定资产	2.22	2.20	2.42	2.92
在建工程	0.36	0.28	0.46	0.56
无形资产	0.65	0.63	1.10	1.88
商誉	10.14	9.53	11.50	2.86
其他非流动资产	3.32	2.74	0.32	2.00
非流动资产合计	19.75	18.29	18.99	14.09



2-2 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)

项目	2019年1~3月 (未经审计)	2018年	2017年 (追溯调整)	2016年 (追溯调整)
负债类				
短期借款	603,602	874,932	434,493	224,339
应付票据及应付账款	1,195,722	1,080,228	939,340	679,659
预收款项	27,526	28,482	16,157	4,039
其他应付款	757,087	918,376	571,737	121,509
一年内到期的非流动负债	114,633	94,511	0	0
其他流动负债	10,405	8,598	257,667	3,686
流动负债合计	2,749,740	3,058,642	2,265,608	1,061,870
长期借款	14,862	4,671	6,523	2,432
应付债券	372,231	332,773	163,752	0
非流动负债合计	391,780	342,171	174,127	16,481
负债合计	3,141,519	3,400,813	2,439,735	1,078,350
占负债总额比 (%)				
短期借款	19.21	25.73	17.81	20.80
应付票据及应付账款	38.06	31.76	38.50	63.03
预收款项	0.88	0.84	0.66	0.37
其他应付款	24.10	27.00	23.43	11.27
一年内到期的非流动负债	3.65	2.78	0.00	0.00
其他流动负债	0.33	0.25	10.56	0.34
流动负债合计	87.53	89.94	92.86	98.47
长期借款	0.47	0.14	0.27	0.23
应付债券	11.85	9.79	6.71	0.00
非流动负债合计	12.47	10.06	7.14	1.53
权益类				
股本	276,258	264,661	264,661	264,821
资本公积	258,043	232,613	230,854	266,127
盈余公积	5,214	5,214	4,360	2,288
未分配利润	111,018	97,810	57,196	14,157
归属于母公司所有者权益合计	644,900	594,665	551,437	536,605
少数股东权益	140,911	117,196	95,266	51,191
所有者权益合计	785,811	711,861	646,704	587,796



2-3 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)

项目	2019年1~3月 (未经审计)	2018年	2017年 (追溯调整)	2016年 (追溯调整)
损益类				
营业收入	1,054,545	3,838,091	2,493,964	1,360,592
营业成本	930,884	3,334,012	2,134,414	1,158,227
销售费用	39,728	177,091	124,803	70,501
管理费用	28,647	117,453	61,345	45,793
财务费用	22,665	90,356	31,773	16,141
资产减值损失	28	33,483	2,270	1,123
投资收益	-114	25,937	-2,120	748
研发费用	1,033	4,485	5,055	0
营业利润	29,717	97,885	124,375	64,723
利润总额	29,912	100,631	115,276	65,382
净利润	20,214	69,335	82,083	49,885
归属于母公司所有者的净利润	13,208	41,469	63,638	41,840
少数股东损益	7,006	27,866	18,445	8,045
占营业收入比 (%)				
营业成本	88.27	86.87	85.58	85.13
销售费用	3.77	4.61	5.00	5.18
管理费用	2.72	3.06	2.46	3.37
财务费用	2.15	2.35	1.27	1.19
资产减值损失	0.00	0.87	0.09	0.08
投资收益	-0.01	0.68	-0.09	0.06
研发费用	0.10	0.12	0.20	0.00
营业利润	2.82	2.55	4.99	4.76
利润总额	2.84	2.62	4.62	4.81
净利润	1.92	1.81	3.29	3.67
归属于母公司所有者的净利润	1.25	1.08	2.55	3.08
少数股东损益	0.66	0.73	0.74	0.59
现金流量表				
经营活动产生的现金流量净额	6,945	-113,518	-243,291	-149,699
投资活动产生的现金流量净额	-12,035	-174,721	-143,170	-73,234
筹资活动产生的现金流量净额	73,539	234,190	399,337	244,652



2-4 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)

项目	2019年1~3月 (未经审计)	2018年	2017年 (追溯调整)	2016年 (追溯调整)
主要财务指标				
EBIT	54,678	192,816	150,343	85,294
EBITDA	-	209,259	162,944	94,469
总有息债务	1,605,228	1,627,873	1,115,770	503,573
毛利率(%)	11.73	13.13	14.42	14.87
营业利润率(%)	2.82	2.55	4.99	4.76
总资产报酬率(%)	1.39	4.69	4.87	5.12
净资产收益率(%)	2.57	9.74	12.69	8.49
资产负债率(%)	79.99	82.69	79.05	64.72
债务资本比率(%)	67.14	69.58	63.31	46.14
长期资产适合率(%)	151.84	140.12	140.03	257.46
流动比率(倍)	1.15	1.10	1.10	1.35
速动比率(倍)	1.00	0.97	0.96	1.21
保守速动比率(倍)	0.17	0.17	0.18	0.35
存货周转天数(天)	39.18	39.30	40.59	39.64
应收账款周转天数(天)	162.73	154.60	153.15	166.44
经营性净现金流/流动负债(%)	0.24	-4.26	-14.62	-14.22
经营性净现金流/总负债(%)	0.21	-3.89	-13.83	-13.99
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	0.28	-1.23	-6.93	-7.52
EBIT 利息保障倍数(倍)	2.21	2.09	4.28	4.28
EBITDA 利息保障倍数(倍)	-	2.27	4.64	4.74
现金比率(%)	12.94	13.37	14.18	28.93
现金回笼率(%)	90.96	96.18	104.03	86.76
担保比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00



附件 3 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⁷ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数⁸ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
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. 扣非净利润 = $\text{净利润} - \text{公允价值变动收益} - \text{投资收益} - \text{汇兑收益} - \text{资产处置收益} - \text{其他收益} - (\text{营业外收入} - \text{营业外支出})$

⁷ 一季度取 90 天。

⁸ 一季度取 90 天。



23. 可变现资产= $\min(\sum \text{资产科目} \times \text{变现系数}, \text{非受限资产})$
24. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
25. EBITDA 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBITDA} / \text{利息支出} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
26. 经营性净现金流利息保障倍数 (倍) = $\text{经营性现金流量净额} / \text{利息支出} = \text{经营性现金流量净额} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
27. 流动性来源 = 期初现金及现金等价物余额+未使用授信额度+外部支持产生的现金流净额+经营活动产生的现金流量净额
28. 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



附件 4 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。