

跟踪评级公告

联合[2018] 386号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“17一心堂CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年三月八日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司

跟踪评级报告

主体长期信用

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	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 一心堂 CP001	4 亿元	2018/09/12	A-1	A-1

跟踪评级时间：2018 年 3 月 8 日

财务数据：

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
现金类资产(亿元)	10.63	10.38	15.95	11.38
资产总额(亿元)	29.41	41.86	60.13	60.95
所有者权益(亿元)	20.83	22.73	24.98	27.10
短期债务(亿元)	3.60	11.29	14.32	10.41
长期债务(亿元)	0.00	0.00	7.94	7.96
全部债务(亿元)	3.60	11.29	22.27	18.37
营业收入(亿元)	44.28	53.21	62.49	56.02
利润总额(亿元)	3.45	3.90	4.09	3.54
EBITDA(亿元)	4.27	5.29	5.48	--
经营性净现金流(亿元)	1.76	1.86	1.93	0.24
营业利润率(%)	39.88	41.42	40.63	40.21
净资产收益率(%)	14.17	15.24	14.15	--
资产负债率(%)	29.19	45.70	58.46	55.54
全部债务资本化比率(%)	14.74	33.19	47.13	40.40
流动比率(%)	280.33	158.04	162.07	169.47
经营现金流动负债比(%)	20.59	9.74	7.11	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.84	2.13	4.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	52.77	25.94	14.63	--

注：1.2017 年前三季度财务数据未经审计；

2.短期债务中考虑了其他流动负债中的有息债务。

分析师

孔祥一 郭察理

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司（以下简称“公司”）作为区域性大型医药连锁企业，主要从事医药产品的零售业务。跟踪期内，公司业务规模持续扩张，直营门店数量超过 5000 家；公司在云南省内业务发展稳定，川渝市场整合初见成效，资产及收入规模呈增长态势，盈利能力较强。2017 年 12 月，公司完成非公开发行股票事宜，募集资金净额 8.76 亿元，资本实力得到提升、债务负担有所缓解。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，医药零售行业竞争日趋激烈，公司异地扩张可能面临阻力，销售费用不断增加，应收账款和存货占比高，商誉可能面临减值风险等因素对公司经营及信用水平可能带来的不利影响。

未来，公司将逐步完善零售门店布局，尽快实现门店盈利，参与行业资产整合，提高市场份额和盈利能力。此外，公司将积极搭建“互联网+”商业模式，以进一步强化公司客户服务能力。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“17 一心堂 CP001”的信用等级为 A-1。

优势

1. 医改新政下，医药零售行业市场空间较大，公司具备一定规模优势，面临良好的发展机遇。
2. 公司是云南省网点最多的药品零售企业，截至2017年9月底直营门店5009家，医保定点资格门店3897家，零售药店已覆盖云南省所有市县，市场份额领先，品牌知名度高；随着全国布局的开展，整体竞争实力较强。

3. 2017年12月，公司完成非公开发行股票事宜，募集资金净额8.76亿元，资本实力得到提升、债务负担有所缓解；广州白云山医药集团股份有限公司成为公司第三大股东，将带来一定工商协同效应。

关注

1. 医药零售行业集中度较低，行业竞争日趋激烈。
2. 跟踪期内，公司门店扩张较快，异地扩张可能面临一定阻力；随着并购的开展，销售费用和债务规模增长较快。公司未来业务扩张仍需较大规模的资金投入，或面临一定资本支出压力。
3. 公司在并购过程中形成了较大规模的商誉，若被并购企业未来经营状况不佳，公司可能面临商誉减值风险。
4. 公司应收账款和存货规模持续增长，对资金形成占用。

声 明

一、本报告引用的资料主要由云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司

跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司（以下简称“一心堂”或“公司”）由成立于2000年11月8日的云南鸿翔药业有限公司整体变更设立，并于2009年变更为股份有限公司。经中国证券监督管理委员会证监许可[2014]573号文件核准，并经深圳证券交易所同意，公司于2014年6月23日发行人民币普通股（A股）股票6510万股，总股本为26030.00万股（股票简称：一心堂，股票代码：002437）。根据公司2015年年度利润分配方案，公司以2015年12月31日的总股本26030.00股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增10股，公司总股本变更为52060.00万股。截至2017年9月底，公司股本52060.00万元，自然人阮鸿献先生持有公司33.75%的股份，为公司第一大股东和实际控制人。2017年12月，公司向阮鸿献先生、广州白云山医药集团股份有限公司（以下简称“白云山”）非公开发行股票47169811股，其中阮鸿献先生认购5241090股，白云山认购41928721股。本次非公开发行股份完成后，公司注册资本增加至56776.98万元，阮鸿献先生持股31.87%，仍然为公司第一大股东，白云山持股7.38%，成为公司第三大股东。

公司经营范围：药品（根据《药品经营许可证》核定的经营范围和时限开展经营活动）、I、II、III类医疗器械（凭许可证经营）、预包装食品兼散装食品、乳制品（含婴幼儿配方

乳粉）、保健食品、消毒产品、农副产品、日用百货、化妆品、食品添加剂、宠物用品、纺织、服装及家庭用品、文化、体育用品及器材、矿产品、建材及化工产品、机械设备、五金产品及电子产品的批发、零售；眼镜的加工、验配、销售；互联网药品交易服务（向个人消费者提供药品）；互联网信息服务（凭许可证经营）；互联网销售商品；包装、仓储、软件和信息技术、人力资源、会议及展览、企业管理、经济信息咨询、母婴保健服务；家政服务；其他服务；受委托代收费；设计、制作、代理、发布国内各类广告；贸易经纪与代理；国内贸易、物资供销；项目投资及对所投资项目进行管理；组织文化艺术交流活动；装卸搬运和运输代理；机械设备租赁；房屋租赁；电子产品和日用产品修理；职业技能培训；货物及技术进出口；中药材种植。

公司设有人力资源中心、商品中心、信息中心、质量管理中心等15个部门。公司组织架构图详见附件1-2。

截至2016年底，公司资产总额60.13亿元，所有者权益24.98亿元（含少数股东权益0.02亿元）；2016年公司实现营业收入62.49亿元，利润总额4.09亿元。

截至2017年9月底，公司资产总额60.95亿元，所有者权益27.10亿元（含少数股东权益0.02亿元）；2017年1~9月，公司实现营业收入56.02亿元，利润总额3.54亿元。

公司注册地址：云南省昆明市经济技术开发区鸿翔路1号；法定代表人：阮鸿献。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续期内短期融资券为“17一心堂CP001”，截至本报告出具日，上述债券募集资金已按照募集资金用途使用完毕。

“17一心堂CP001”含交叉违约条款，触发情形为：公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付(或宽限期到期后应付(如有))的其他债务融资工具、公司债、企业债或境外债券的本金或利息；或公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付的任何金融机构贷款、承兑汇票、金融租赁、资产管理计划融资和银行理财直接融资工具，且单独或累计的总金额达到或超过(1)人民币5000万元，或(2)公司最近一年或最近一个季度合并财务报表净资产的3%，以较低者为准。

表1 公司存续短期融资券情况(单位:亿元)

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17一心堂CP001	4.00	4.00	2017/09/12	2018/09/12

资料来源:联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

2016年,全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下,中国实施积极的财政政策,实际财政赤字率3.8%,为2003年以来的最高值;稳健的货币政策更趋灵活适度,央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点,并运用多种货币政策工具,引导货币信贷及社会融资规模合理增长,市场资金面保持适度宽松,人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年,中国GDP实际增速为6.7%,经济增速稳中趋缓。具体来看,农业生产形势基本稳定,工业生产企稳向好,服务业保持快速增长,支柱地位进一步巩固,三大产业结构继续改善;固定资产投资增速略有放缓,消费平稳较快增长,外贸状况有所改善;全国居民消费价格指数(CPI)实现2.0%的温和上涨,工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PPIRM)持续回升,均实现转负为正;制造业采购经理指数(PMI)四季度稳步回升至

51%以上,显示制造业持续回暖;非制造业商务活动指数全年均在52%以上,非制造业保持较快扩张态势;就业形势总体稳定。

2017年1~9月,中国继续实施积极的财政政策,加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度,持续通过减税降费减轻企业负担,规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡,促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下,2017年前三季度,中国国内生产总值(GDP)增速分别为6.9%、6.9%、6.8%,经济保持中高速增长;贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长,山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转;CPI稳中有升,PPI和PPIRM保持平稳增长;就业水平相对稳定。

2017年1~9月,中国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好;工业生产有所加快,工业结构进一步优化,工业企业利润保持快速增长;服务业持续快速增长,第三产业对GDP增长的贡献率(58.8%)继续提升,产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓,高技术制造业投资增速加快。2017年1~9月,中国固定资产投资(不含农户)45.8万亿元,同比增长7.5%(实际增速2.2%),增速较1~6月(8.6%)和上年同期(8.2%)均有所放缓。具体来看,房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速(8.1%)继续放缓,但较上年同期仍有所加快,主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致;基础建设投资增速(15.9%)较1~6月和上年同期均有所回落,呈现一定的逆周期特点;受工业去产能持续作用影响,制造业投资(4.2%)继续回落,但高端装备制造业投资保持较高增速,促进了工业结构的优化。此外,民间投资增速(6.0%)较1~6月有所放缓,民间投资信心仍略显不足,但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展PPP模式适用范围等鼓励措施

的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017年1~9月，中国社会消费品零售总额26.3万亿元，同比增长10.4%，增速与1~6月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9月，全国居民人均可支配收入19342元，同比增长9.1%（实际增速7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017年1~9月，中国货物贸易进出口总值20.3万亿元，同比增加16.6%，但增速较1~6月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在10%以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为我国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对中国经济产生影响。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持

续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内中国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，中国经济增速短期内或将继续放缓，预计2017年全年经济增速将在6.8%左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

五、行业分析

公司所处行业为医药流通行业，主要从事药品及其他健康相关产品的零售业务。

1. 行业概况

医药流通是指连接上游医药生产企业和下游经销商以及终端客户，通过流通过程中的交易差价及提供增值服务获取利润的一项经营活动。受宏观经济下行及行业竞争加剧等因素的影响，中国药品流通市场规模虽保持稳定增长但增速已开始下滑，2013~2015年药品销售市场规模年均增速已从16.70%下降至12.89%，但仍远高于中国GDP的增速。根据商务部发布的《2016年药品流通行业运行统计分析报告》，2016年中国药品流通行业实现销售总额18393亿元，同比增长10.4%，增幅上升0.2个百分点，其中药品零售市场3679亿元，同比增长9.5%，增幅上升0.9个百分点。

近几年，中国药品零售市场规模总体呈增长趋势，但是由于国家宏观经济增长放缓、药品零加成政策的逐步推广削弱了药店价格优势、药品价格持续下降，药品零售连锁企业面临经营成本持续上涨压力，再加上医院药房社会化低于预期、医药电商快速增长挤压市场空间等原因，使得药店传统业务增长空间收窄，零售药店市场规模增长持续放缓。2016年，随着国家各项医改政策及健康产业政策的陆续出台，

药品零售市场将迎来新的发展机遇，全年药品零售市场销售额 3679 亿元，同比增长 9.5%，增速同比上升 0.9 个百分点。

从集中度来看，2016 年销售额前 100 位药品零售企业门店总数为 54391 家，占全国零售药店门店总数的 12.20%；2016 年前 100 位药品零售企业销售额占零售市场总额的 29.10%，同比上升 0.3 个百分点。其中，7 家全国龙头企业的销售总额占全国零售市场总额的 12.90%，同比上升 0.8 个百分点；14 家区域零售连锁企业的销售总额占全国零售市场总额 7.90%，同比下降 0.1 个百分点。全国龙头企业市场占有率较上年略有提升，区域零售企业市场占有率略有下降，整体来看，行业集中度继续上升。根据商务部药品流通行业的“十二五”规划中（《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015）》）提出的“药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额 60% 以上；连锁药店占全部零售门店的比重提高到 2/3 以上”来看，目前行业竞争格局与规划仍有较大距离，未来集中度提升空间广阔。

总体看，药品流通行业整体呈稳定增长态势，伴随着新一轮结构调整、产业升级及行业集中度的提升，未来医药流通行业将保持良好的发展态势。

2. 行业政策

2016 年 4 月，国务院办公厅在《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》中指出，综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费用，压缩中间环节，降低虚高价格。

根据商务部 2016 年 12 月发布的《全国药品流通行业发展规划（2016 年-2020 年）》，到 2020 年，培育形成一批网络覆盖全国、集约化和信息化程度较高的大型药品流通企业。药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额 90% 以上；药品零售百强企业年销售额占药品零售

市场总额 40% 以上；药品零售连锁率达 50% 以上。

2017 年 2 月，国务院办公厅印发《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》，要求健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明；食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交易平台）、医保支付审核平台的互联互通，加强与有关税务数据的共享。

3. 未来发展

总体看，随着新医改政策的实施，城乡基本医疗保障制度的建设和完善，国内基本医疗保障覆盖范围不断扩大，居民对于药品零售的需求不断增加。近几年政府对各项公共卫生投入显著增加，亦使得国内的医药零售市场获得了进一步的扩容。近年来国家新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。两票制、建立药品价格监测体系、医药分家等政策有利于促进药品流通市场健康发展；同时，随着国家出台相应政策鼓励医药零售行业的整合，行业集中度将得到提升。

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司于 2017 年 1 月 4 日发布《云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司关于共同控制关系解除的公告》，由于公司原实际控制人阮鸿献先生、刘琼女士已解除婚姻关系，公司实际控制人由阮鸿献先生、刘琼女士变为阮鸿献先生。

截至 2017 年 9 月底，公司注册资本 52060.00 万元，其中阮鸿献先生持股 33.75%，为公司第一大股东和实际控制人。2017 年 12 月，公司非公开发行股票 47169811 股，注册资本变更为 56776.98 万元。截至 2017 年 12 月 28 日，阮鸿献先生持股 31.87%（股票质押比例为 57.84%），为公司第一大股东和实际控制人，刘琼女士持

股16.85%（质押比例为35.75%），为公司第二大股东。

2. 企业规模与竞争力

公司采用“少区域高密度网点”的发展策略，截至2017年9月底，公司直营连锁门店数量达5009家，较2016年底增加924家，形成了庞大的销售网络。公司在云南省拥有门店3163家，是云南省销售额最大、网点最多的药品零售企业。近年来，公司通过外延并购的方式加强川渝地区、华南区域的拓展力度，初步形成了以西南为核心经营地区、华南为战略纵深经营地区、华北为补充经营地区格局，在除云南省以外的诸多市场，具有较大品牌和服务影响力。截至2017年9月底，公司在川渝区域的直营连锁门店突破700家，在海南区域180家门店，广西区域直营连锁门店突破500家。根据中国药店杂志公开发布数据，自2007年起，公司销售额及直营门店数连续多年进入中国连锁药店排行榜十强，近年来行业内综合竞争力排名稳居前列，市场份额逐步扩大。

公司具有完整的连锁药店管理体系，全面实现了标准化的门店管理，具有较强的门店发展和经营管理的复制能力。多年来，公司投入了大量的人力物力进行门店发展、经营和管理的标准化建设。公司已颁布的主要管理制度278个，主要业务流程308个，并在业务实践中不断修订和完善。

公司具有良好的供应链体系。目前公司已和大量知名的药品生产企业及批发企业建立了长期稳定的战略合作伙伴关系，在产品供应的稳定性、供货价的优惠、各种资源的支持方面具有竞争优势。

整体看，公司区域市场份额领先，外延扩张初见成效，连锁药店管理体系完备，同时建立良好的供应链体系。

七、管理分析

跟踪期内公司法人治理结构和管理制度无

重大变化。

八、重大事项

根据公司于2017年1月发布的公告，经公司第四届董事会第三次临时会议通过，公司计划向阮鸿献、白云山、深圳前海南山金融发展有限公司、宁波梅山保税港区厚扬启航二期股权投资中心（有限合伙）、新时代信托股份有限公司、新疆宏盛开源股权投资合伙企业（有限合伙）6名投资者非公开发行股票，发行数量不超过78838169股（含），发行价格为19.28元/股，募集资金总额不超过人民币152000万元；扣除发行费用后募集资金净额全部用于中药饮片产能扩建项目（4.00亿元）、门店建设及改造项目（2.70亿元）、信息化建设项目（2.50亿元）及补充流动资金（6.00亿元）。经公司2016年度利润分配方案实施完毕之后，本次非公开发行的发行价格调整为19.08元/股。

2017年12月，公司完成非公开发行股票。实际发行过程中，深圳前海南山金融发展有限公司、宁波梅山保税港区厚扬启航二期股权投资中心（有限合伙）、新时代信托股份有限公司、新疆宏盛开源股权投资合伙企业（有限合伙）放弃认购。本次实际发行的股票数量为47169811股，其中阮鸿献先生认购5241090股，白云山认购41928721股。本次募集资金总额9.00亿元，扣除发行费用后，实际募集资金净额为8.76亿元。随后，公司对募集资金使用安排进行调整，2.36亿元将用于门店建设及改造项目，0.40亿元将用于信息化建设项目，6.00亿元将用于补充流动资金。实际投入募集资金少于项目需投入的募集资金总额之不足部分将由公司以自有资金或通过其他融资方式解决。联合资信关注到，本次非公开发行后，阮鸿献先生持股31.87%，仍然为公司第一大股东；白云山持股7.38%，成为公司第三大股东。

总体看，公司本次非公开发行股票募投项目围绕主业，有利于提高公司整体竞争实力；

公司资本实力得到提升、债务负担将有所缓解。此外，白云山成为公司第三大股东后，公司与白云山将加强合作，工商协同效应可期。

九、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为医药零售连锁和医药批发，其中医药零售连锁是公司的核心业务。2016年公司实现营业收入62.49亿元，主营业务收入61.12亿元，同比增长18.56%，其中药品零售占比92.45%。2017年以来，公司内生性增长稳步推进，外延式并购效益显现，截至2017年9月底门店数量增加至5009家。2017年1~9月，公司实现营业收入56.02亿元，同比增长

23.53%；主营业务收入54.66亿元，占2016年全年的89.43%，其中药品零售占比达91.96%。

由于并购门店需进行商品消化及开展促销活动，加之人工等成本上升，2016年起，公司营业成本的增速高于营业收入，毛利率略有下降。2016年，公司综合毛利率为41.28%，主营业务毛利率为40.08%，其中药品零售毛利率为41.14%。2017年1~9月，公司毛利率水平延续了小幅下滑趋势，综合毛利率为40.94%，主营业务毛利率和药品零售业务毛利率分别为39.77%和40.83%，同比下降0.78个百分点和0.32个百分点。

总体看，跟踪期内公司营业收入快速增长，盈利能力略有下滑但仍保持较好水平。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

业务	2014年			2015年			2016年			2017年1-9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务	43.29	97.75	39.68	51.55	96.88	40.45	61.12	97.80	40.08	54.66	97.56	39.77
其中:药品零售	41.17	92.96	40.69	49.16	92.40	41.34	57.78	92.45	41.14	51.52	91.96	40.83
便利店零售	0.92	2.08	16.04	1.19	2.24	19.05	1.32	2.12	18.49	0.93	1.66	28.32
药品批发	1.20	2.71	23.23	1.19	2.24	25.18	2.02	3.23	23.88	2.21	3.94	19.98
其他业务	1.00	2.25	73.27	1.66	3.12	87.69	1.38	2.20	94.67	1.37	2.44	87.69
合计	44.28	100.00	40.44	53.21	100.00	41.92	62.49	100.00	41.28	56.02	100.00	40.94

资料来源:公司提供

注:其他业务主要为公司的广告宣传服务收入。

2. 采购及物流

随着经营规模的扩大及全国布局的开展，公司采购模式为集采-分购模式相结合。

公司对于总经销、总代理、全国性商品等大规模需求的核心品种采取集中采购模式；该模式加强了供应链的整合和商品采购渠道的归拢，有利于对采购业务的集中管理和对子公司的控制，同时加强了公司与供应商的议价能力，争取更多的供应商支持。分购模式主要针对适合各地区销售的地方性、区域性产品，由云南管理中心及各省外子公司与供货商分别谈判、分别采购；该模式有利于既满足各公司地区之间消费需求的差异，有利于各子公司对区域市

场需求变化灵敏反应、补货及时，同时也有利于公司整合地方渠道，获取优势资源，优化品类结构，降低采购成本。

表3 2016年公司向前五名供应商采购情况

供应商	采购额(万元)	占年度采购总额比例(%)
供应商A	90456.99	21.46
供应商B	22237.64	5.28
供应商C	13784.86	3.27
供应商D	7220.29	1.71
供应商E	6971.44	1.65
合计	140671.22	33.37

资料来源:公司2016年年报

目前，公司已与1400多家医药工业企业、医药流通企业建立并保持了稳定、良好的合作

关系,合作供应商包括拜耳医药、片仔癀药业、广州药业、哈药集团制药总厂、珠海联邦、国药控股、九州通、安徽华源等。公司药品供应商主要包括医药工业企业及医药流通企业两大类,近年来,公司持续减少批发企业对公司的供货,不断减少各级产品代理商,而转变为直接从药品生产企业采购,全面降低了中间成本。2016年,公司直接向医药制造企业采购的药品销售额已占公司总销售额的60%。但从集中度来看,2016年公司向前五名供应商采购金额占总采购金额的33.37%,集中度仍较高。

除一般购销活动外,为了建立与供应商更为稳定的合作关系,公司寻求与供应商的深度合作,对销售前景明朗、市场反响优异、药品质量稳定的商品,公司争取与供货商签订总代理、总经销协议,在保证药品质量的前提下,获得优先采购权及更大的利润空间。目前,公司在经营的总代理、总经销产品(不含贴牌品种)已达1200多种。另外,公司对部分产品采用厂商品牌共建经营模式,直接向生产厂家采购,生产企业将渠道费用、广告费用、营销费用等转化为商品毛利让渡给公司,公司可以获得较低的采购价格、较长的账期及优惠的退换货政策等。

采购结算方面,公司均以电汇、支票或承兑汇票结算,账期为三个月。

物流方面,目前公司拥有呈贡基地物流中心,该物流中心仓储面积超过3万平方米,使用了高位货架、大型叉车、自动化传输系统、

电子分拣扫描系统等大量的现代物流设备,并顺利实现了SAP信息系统、WMS系统(仓库管理系统)、WCS系统(物流仓库控制系统)、MFC系统(物流输送线控制系统)及130台RF终端(无线射频终端)的无缝对接。该物流中心主要承担云南省内及西南地区各子公司的部分商品集采工业功能。除呈贡物流中心外,公司在四川建设了第一个省外物流中心。四川基地总占地面积为40亩,1号、2号、3号、4号仓库总面积18000平方米。四川基地一期工程已经验收通过并投入使用,主要由鸿翔一心堂集团四川公司办公大楼、四川公司物流配送中心1号仓库、员工餐厅、员工培训室构成;1号仓库面积为5800平方米,由阴凉库、中药库、冷库、常温库、中药库、中转区、验收区、整货区、零货区、拣货区等组成。基地二期工程、三期工程已经规划完成,并通过政府批准。

3. 经营模式和产品销售

公司坚持发展直营连锁门店的经营策略,在保证云南市场健康发展的前提下,公司陆续在河南、山西、四川、重庆、海南、广西等地开展收购活动,继续扩大云南省外地区的门店数量,并通过收购美国两家贸易公司将业务拓展到海外市场。2017年,公司继续在重庆、四川、广西等区域开展并购,截至2017年9月底,公司共拥有直营连锁门店5009家,其中云南3163家,广西515家,四川581家。

表4 2016年10月以来公司主要收购情况

时间	标的	价格(百万)	门店数
2016年10月	四川区域95家药店资产及其存货	204.30	95
2016年11月	四川贝尔康大药房连锁有限公司门店资产及其存货	61.94	42
2016年11月	广西方略集团崇左医药连锁有限公司门店资产及其存货	39.70	130
2016年12月	绵阳老百姓大药房连锁有限公司门店资产及其存货	32.91	26
2016年12月	广元市老百姓大药房连锁有限责任公司门店资产及其存货	42.21	26
2016年12月	曾理春先生个体经营药店资产及其存货	13.20	8
2017年1月	成都同乐康桥大药房连锁有限责任公司门店资产及其存货	56.10	39
2017年4月	广西联康大药房连锁有限公司门店资产及其存货	11.97	21

资料来源:公司提供

表5 近年公司直营连锁门店数量(单位:家)

区域	2015 年底	2016 年底	2017 年 9 月底
云南	2513	2777	3163
广西	284	334	515
四川	202	285	581
山西	122	209	222
海南	152	158	183
贵州	149	153	162
重庆	54	140	157
其他	20	29	26
合计	3496	4085	5009

资料来源:公司提供

从区域分布上看,西南地区是公司最重要

的销售区域,该区域包含云南省、四川省、重庆市、贵州省,是公司门店数量最多、最集中的区域。近年来,公司在稳定发展省内业务的同时,积极进行西南区域的扩张,陆续进入四川省、贵州省,并在华南(如广西省)、华北(如山西省)等区域进行布局。2016年,公司西南地区实现营业收入50.02亿元,同比增长10.20%,占比81.85%;华南和华北地区分别实现营业收入7.59亿元和2.92亿元,分别同比增长48.24%和189.11%。2017年1~9月,公司在西南地区实现营业收入46.26亿元。

表6 公司主营业务分地区收入构成(单位:亿元、%)

区域	2015 年		2016 年		2017 年 1-9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
西南地区	45.39	88.05	50.02	81.85	46.26	84.64
华南地区	5.12	9.93	7.59	12.42	5.75	10.52
华北地区	1.01	1.96	2.92	4.78	2.28	4.17
华东地区	0.03	0.05	0.05	0.08	0.05	0.08
华中地区	--	--	0.35	0.57	0.21	0.39
海外地区	--	--	0.18	0.30	0.11	0.19
合计	51.55	100.00	61.12	100.00	54.66	100.00

资料来源:公司提供

近年来,国家不断加大对医疗保障体系的投入,推行全民医保。医保资质对药品零售企业至关重要。截至2017年9月底,公司共拥有医保定点资格门店3897家,占到直营门店总数的77.80%,为公司收入提供了较稳定的保障。

随着“医药分开”和“分级诊疗”政策逐步推行,公司积极布局院边店。截至2017年9月底,公司院边店408家,同时公司高度重视慢性病管理的推广服务,公司能提供慢病卡购药服务的门店超过100家。

根据收款方式不同,公司销售方式可以分为现金销售、银行卡销售、医保销售,其中现金销售和银行卡销售无账期,医保销售账期在45天左右。

长期以来,公司在已有门店的市场区域培养了大量稳定的会员群体。截至2017年9月底,

公司活跃会员记录超过1500万条。跟踪期内,公司积极推进客户关系CRM系统,其核心是对客户数据的管理,通过记录公司在市场营销与销售过程中和客户发生的各种交互行为,以及各类有关活动的状态,提供各类数据模型,为后期的分析和决策提供支持,更好服务会员。

总体看,跟踪期内,公司省内业务稳步增长,并购加快扩张步伐进行省外布局,门店数量大幅上升。联合资信关注到,频繁的外部并购给公司一定的资金压力;同时,由于并购项目通常需要6到9个月的时间完成商品结构优化和企业文化培训、消费者认同建立、市场形象树立、企业管理制度导入等工作,在未来12到18个月的时间,利润才会逐步上升至公司现有门店的水平,大量并购门店短期内将对公司整体盈利水平产生一定影响。

4. 经营效率

2014~2016年，公司总资产周转次数、存货周转次数和销售债权周转次数有所波动，三年均值分别为1.36次、3.25次和17.52次，2016年分别为1.23次、3.06次、17.02次。

总体看，公司经营效率较高。

5. 未来发展

未来，公司将逐步完善云南、重庆、海南、贵州、四川等省份的零售门店布局，尽快实现门店盈利，进一步提升公司区域市场规模效应。在自开门店同时，公司将进一步参与行业资产整合，通过收购区域优质医药零售资产开拓市场、提高市场份额，进一步增强公司盈利能力。此外，公司将积极搭建“互联网+”商业模式，完善各门店“互联网+”设备的升级改造，实现线上渠道和线下销售一体化，完成公司对多渠道、多销售模式的创新性营销平台的搭建，以进一步强化公司客户服务能力，扩大公司产品、业务市场占有率。

十、财务分析

公司提供的2016年财务报表已经中审众环会计事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2017年三季度财务报表未经审计。从财务报表合并范围看，截至2016年底，公司纳入合并范围的子公司19家，较上年底增加4家，分别为云南红云制药有限公司、河南鸿翔一心堂药业有限公司、美国瑞富进出口贸易有限公司和美国瑞福祥经贸有限公司。截至2017年9月底，公司纳入合并范围的子公司20家，较上年底增加1家（一心堂健康管理有限公司）。总体看，由于新增合并主体规模较小，公司财务数据的可比性较强。

截至2016年底，公司资产总额60.13亿元，所有者权益24.98亿元（含少数股东权益0.02亿元）；2016年公司实现营业收入62.49亿元，

利润总额4.09亿元。

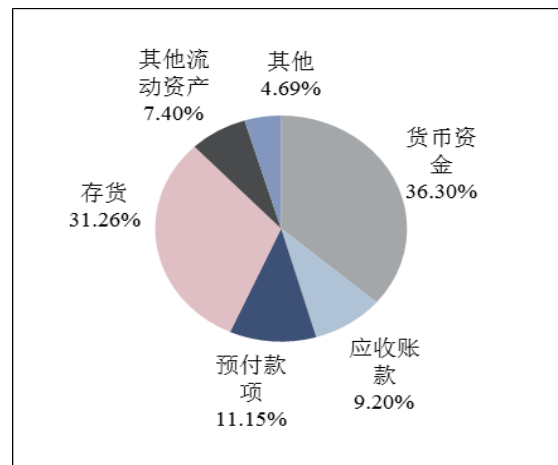
截至2017年9月底，公司资产总额60.95亿元，所有者权益27.10亿元（含少数股东权益0.02亿元）；2017年1~9月，公司实现营业收入56.02亿元，利润总额3.54亿元。

1. 资产质量

受企业合并影响，跟踪期内公司资产规模快速增长。截至2016年底，公司资产总额合计为60.13亿元，同比增长43.64%，主要来自货币资金、存货、其他流动资产和商誉的增加；从资产结构看，公司流动资产占73.06%，非流动资产占26.94%，流动资产占比较上年提高1.07个百分点。

截至2016年底，公司流动资产43.93亿元，同比增长45.78%，主要由货币资金、存货、应收账款和预付款项等构成。

图1 2016年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信整理

截至2016年底，公司货币资金15.95亿元，同比增长54.24%，主要系发行债券收到货币资金形成；公司货币资金中银行存款13.90亿元；其他货币资金为2.04亿元（使用受限）。

截至2016年底，公司应收账款4.04亿元，同比增长24.31%，主要为医保款；公司对应收账款计提坏账准备0.03亿元，计提比例0.77%。从账龄来看，截至2016年底，公司账龄在一年以内的应收账款3.91亿元，账龄在一年以上的应收账款0.13亿元，账龄短。

截至 2016 年底,公司预付款项 4.90 亿元,同比增长 12.94%;其中账龄在一年以内预付款项的占 99.32%,账龄短。

随着公司加速扩张门店数量,公司采购药品规模相应增加。截至 2016 年底,公司存货规模同比增长 34.09%至 13.73 亿元;2016 年,公司对存货计提跌价准备 0.20 亿元,计提比例低。

截至 2016 年底,公司其他流动资产 3.25 亿元,同比大幅增加 2.77 亿元,主要系公司购买理财产品和结构性存款规模增加所致。

截至 2016 年底,公司非流动资产规模 16.20 亿元,同比增长 38.14%,主要由固定资产(占 30.08%)和商誉(占 49.14%)构成。

截至 2016 年底,公司固定资产 4.87 亿元,同比增长 2.91%;随着收购门店和非同一控制企业合并,公司商誉同比增长 60.18%至 7.96 亿元,占净资产的比重为 31.87%。联合资信关注到,公司当期未对商誉计提减值准备,但被收购门店的经营情况存在一定不确定性,公司商誉存在减值可能。

截至 2017 年 9 月底,公司资产总额 60.95 亿元,与 2016 年底基本持平,其中流动资产占 71.64%,资产结构较上年变动不大。截至 2017 年 9 月底,公司货币资金 11.21 亿元,较上年底下降 29.74%,主要系公司偿还到期超短期融资券所致,其中使用受限的金额为 3.05 亿元,主要为汇票保证金;随着门店数量增加,公司应收账款、预付款项和存货相应增长;此外,公司购买理财产品的部分款项到期收回,其他流动资产较上年底下降 99.37%。非流动资产方面,公司商誉 8.27 亿元,较上年底增加 0.30 亿元。

表 7 截至 2017 年 9 月底公司主要形成商誉事项及商誉期末余额(单位:亿元)

被投资单位名称或形成商誉的事项	商誉期末余额
海南鸿翔一心堂医药连锁有限公司	3.09
山西百姓平价药房门店收购	0.50
山西长城公司门店收购	1.47
重庆宏声桥大药房连锁有限公司门店收购	0.55

资料来源:联合资信整理

总体看,跟踪期内,公司资产以流动资产为主,货币资金充裕;受门店快速扩张影响,应收账款、预付款项及存货规模有所增长,整体资产质量较好。

2. 负债及所有者权益

(1) 负债

公司近年来频繁并购,资金需求提升,公司 2016 年通过银行间债务市场融资规模合计 16.00 亿元。截至 2016 年底,公司负债总额为 35.15 亿元,同比增长 83.72%;其中流动负债和非流动负债分别占 77.12%和 22.88%,公司负债以流动负债为主。

截至 2016 年底,公司流动负债 27.11 亿元,同比增长 42.16%,主要由应付票据(占 23.33%)、应付账款(占 32.51%)、其他应付款(占 11.25%)和其他流动负债(占 29.49%)构成。

随着公司门店数量的增加及业务的发展,截至 2016 年底,公司应付票据和应付账款规模分别同比增长 25.48%和 56.91%至 6.32 亿元和 8.81 亿元,其中应付票据全部为银行承兑汇票;公司其他应付款为 3.05 亿元,同比增长 136.69%,主要是公司收购股权和门店资产未支付的尾款增加所致;公司于 2016 年发行“16 一心堂 CP001”和“16 一心堂 SCP001”,合计 8.00 亿元,计入其他流动负债科目中。

非流动负债方面,截至 2016 年底,公司非流动负债 8.04 亿元,其中应付债券 7.94 亿元,系公司发行的两期中期票据“16 一心堂 MTN001”和“16 一心堂 MTN002”。

有息债务方面,截至 2016 年底,公司全部债务规模 22.27 亿元,同比增长 97.24%,其中短期债务(含其他流动负债中的有息债务)占 64.33%,长期债务占 35.67%。从债务指标来看,截至 2016 年底,公司资产负债率为 58.46%,全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 47.13%和 24.12%,均较上年底大幅上升。

截至 2017 年 9 月底,公司负债合计 33.85 亿元,较上年底下降 3.69%,其中流动负债占

76.11%。截至2017年9月底，公司短期借款1.00亿元，为新增银行信用借款；受采购业务量增加影响，应付账款同比增长32.20%至11.65亿元；公司发行的超短期融资券“16一心堂SCP001”于2017年9月到期兑付，其他流动负债下降至3.98亿元。有息债务方面，截至2017年9月底，公司全部债务18.37亿元，较上年底下降17.51%，其中短期债务占56.67%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底有所下降，分别为55.54%、40.40%和22.71%。

总体看，2016年公司收购活动带来债务规模的快速上升，2017年有所缓解。此外，2017年12月，公司完成非公开发行股票，募集资金净额8.76亿元，资本实力进一步提升。

(2) 所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益合计24.98亿元，同比增长9.91%，主要来自未分配利润的增加；归属于母公司的权益24.96亿元，其中实收资本占20.85%，资本公积占23.13%，盈余公积占5.01%，未分配利润占50.98%。受资本公积转增股本影响，截至2016年底，公司资本公积较上年底下降31.07%至5.77亿元，股本较上年底增长100.00%至5.21亿元。

截至2017年9月底，公司所有者权益合计27.10亿元，较上年底增长8.46%，主要来自未分配利润的增加。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性较弱。

3. 盈利能力

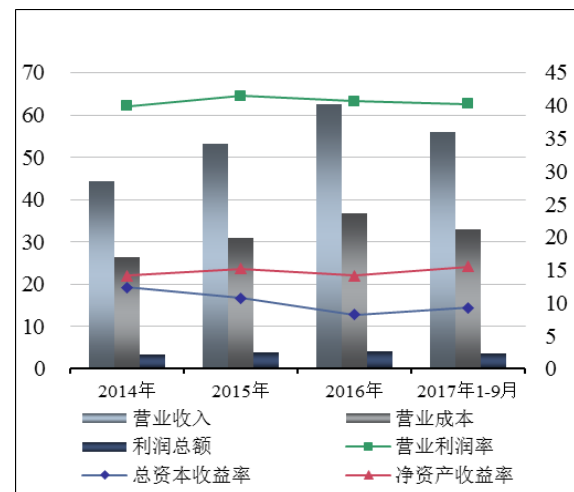
随着公司以连锁药店终端业务为核心，以省级区域为基础的密集扩张策略的实施，直营连锁门店的数量和规模不断扩张，公司整体收入规模稳步增长。2016年，公司实现营业收入62.49亿元，同比增长17.44%；同期，公司营业成本为36.69亿元，同比增长18.74%，略高于营业收入的增速；受此影响，公司营业利润率同比小幅下降至40.63%。

期间费用方面，2016年公司期间费用为21.02亿元，同比增长18.30%，占营业收入的比重为33.64%，主要系随着公司规模扩大和连锁门店数量的增加，销售费用和财务费用有所增加所致。2016年，公司销售费用为17.51亿元，占期间费用比重为83.27%，主要由职工薪酬和房租费构成。整体看，受公司持续扩张的影响，各项费用支出同步增长。

2016年公司实现利润总额4.09亿元，同比增长4.94%；总资产收益率和净资产收益率分别为8.28%和14.15%，较上年有所下滑。

2017年1~9月，公司在云南省内业务增长稳定，外省扩张初见成效，实现营业收入56.02亿元，同比增长23.53%；营业成本33.09亿元，同比增长25.08%；营业利润率为40.21%，较上年变动不大。2017年1~9月，公司销售费用和管理费用分别同比增长19.59%和21.52%，财务费用受利息增加影响同比增长98.92%；公司期间费用合计18.55亿元，占当期营业收入的比重为33.11%；公司计提资产减值损失0.54亿元，主要为存货跌价损失。2017年1~9月，公司实现利润总额3.54亿元，同比增长12.74%。

图2 公司盈利能力指标（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

总体看，跟踪期内公司收入规模快速增长，但高强度的新店扩张使得公司期间费用高企，整体利润增幅不及营收增幅。

4. 现金流及保障

从经营活动看，2016年公司经营性现金流入量为72.38亿元，同比增长17.00%，其中销售商品、提供劳务收到的现金71.36亿元；现金收入比为114.19%，同比变化不大，公司现金收入质量较好。2016年，公司经营性现金流出量为70.46亿元，同比增长17.41%，主要由购买商品、接受劳务支付的现金（占63.85%）和支付给职工以及为职工支付的现金为主（占15.51%）；公司支付其他与经营活动有关的现金9.40亿元，同比增长13.21%，主要为房租、运费和其他日常费用。2016年，公司经营活动产生现金流量净额为1.93亿元，同比增长3.70%。

从投资活动看，2016年，公司投资活动现金流入量同比大幅增长至1.25亿元，其中收回投资收到的现金1.23亿元，系公司收到结构性存款和理财产品回款所致。2016年，公司收购门店支付了大量投资款，致使投资活动现金流出7.94亿元，同比增长3.42%；其中投资支付的现金3.90亿元，支付其他与投资活动有关的现金2.11亿元。2016年，公司投资活动产生的现金流量净额为-6.69亿元。

从筹资活动来看，公司快速扩张带来大规模资金需求，2016年，公司筹资活动现金流入量为15.91亿元，主要来自发行债券收到的现金，包括“16一心堂CP001”、“16一心堂MTN001”、“16一心堂MTN002”和“16一心堂SCP001”，合计16.00亿元；同期，公司筹资活动产生的现金流出规模6.66亿元，同比增长166.97%，主要由于偿还债务支付的现金增加所致。2016年，公司筹资活动产生的现金流量净额为9.25亿元。

2017年1~9月，随着门店持续增加，公司经营活动现金流入金额63.14亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金62.36亿元，同比增长22.41%，现金收入比为111.30%；经营活动现金流出62.90亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金41.02亿元，同比增长30.96%；公司经营活动产生的现金流量净额为0.24亿元。投资活动方面，公司收回投资收到的现金5.15亿元，

系到期收回的理财产品增加所致；2017年以来，公司仍然持续对外扩张，投资活动现金流出6.62亿元，其中支付其他与投资活动有关的现金3.11亿元，系支付收购款形成；投资支付的现金2.46亿元，主要系公司购买理财产品的支出；公司投资活动产生的现金流量净额为-1.44亿元。公司筹资活动现金流量净额-4.55亿元。

总体看，公司经营活动产生的现金流入规模快速增长，但受医保结算时间点影响，经营活动现金流量净额存在波动；公司持续外延扩张，存在一定资金需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2016年底，公司流动比率和速动比率分别为162.07%和111.40%，较2015年底分别提高4.03个百分点和个7.08百分点；经营现金流流动负债比为7.11%，较上年下降2.63个百分点。截至2017年9月底，公司流动比率和速动比率分别为169.47%和105.96%。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016年公司EBITDA为5.48亿元，同比增长3.49%；有息债务规模增长带来利息支出的增加，公司EBITDA利息倍数下降至14.63倍，全部债务/EBITDA上升至4.06倍。整体看，公司长期偿债能力强。

截至2017年9月底，公司从各商业银行获得授信额度合计28.30亿元，未使用额度24.50亿元，间接融资渠道畅通。此外，公司为A股上市公司，具备直接融资渠道。

截至2017年9月底，公司无对外担保。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码为：G1053011201582340C），截至2018年2月24日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

中国医药流通行业市场空间广阔，公司拥有庞大的线下直营实体门店网络系统，以持续地信息化建设，拓展线上销售系统，进而推进全渠道营销网络体系，通过渠道管理和供应链战略整合价值。公司资产与收入规模快速上升，盈利能力强，整体财务状况良好。

基于对公司自身经营和财务风险，以及所处医药流通行业前景的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十一、存续期内债券偿还能力

公司存续期内短期融资券为“17一心堂CP001”，余额4亿元。截至2016年底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产11.86亿元，为“17一心堂CP001”余额的2.97倍；截至2017年9月底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产8.16亿元，为“17一心堂CP001”余额的2.04倍。2016年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为72.38亿元和1.93亿元，为“17一心堂CP001”余额的18.10倍和0.48倍。

除“17一心堂CP001”外，公司存续债券还包括“16一心堂MTN001”、“16一心堂MTN002”。2016年底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产是一年内到期债券（“17一心堂CP001”）余额的2.97倍；经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为除“17一心堂CP001”外应付债券余额的9.05倍、0.24倍和0.69倍。

总体看，公司现金类资产和经营活动现金流入量对“17一心堂CP001”的保障能力强。

表8 公司存续债券情况（单位：亿元）

存续债券	发行金额	兑付日
17一心堂CP001	4.00	2018/09/12
16一心堂MTN001	4.00	2019/02/28
16一心堂MTN002	4.00	2019/10/20

资料来源：联合资信整理

表9 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

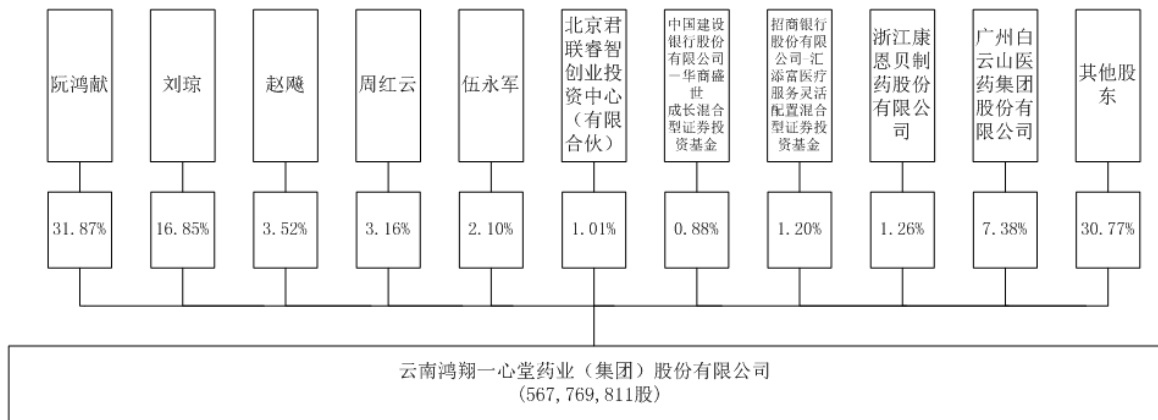
项目	2016年
一年内到期债券余额	4.00
现金类资产/一年内到期债券余额	2.97
经营活动现金流入量/应付债券余额	9.05
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.24
EBITDA/应付债券余额	0.69

资料来源：联合资信整理

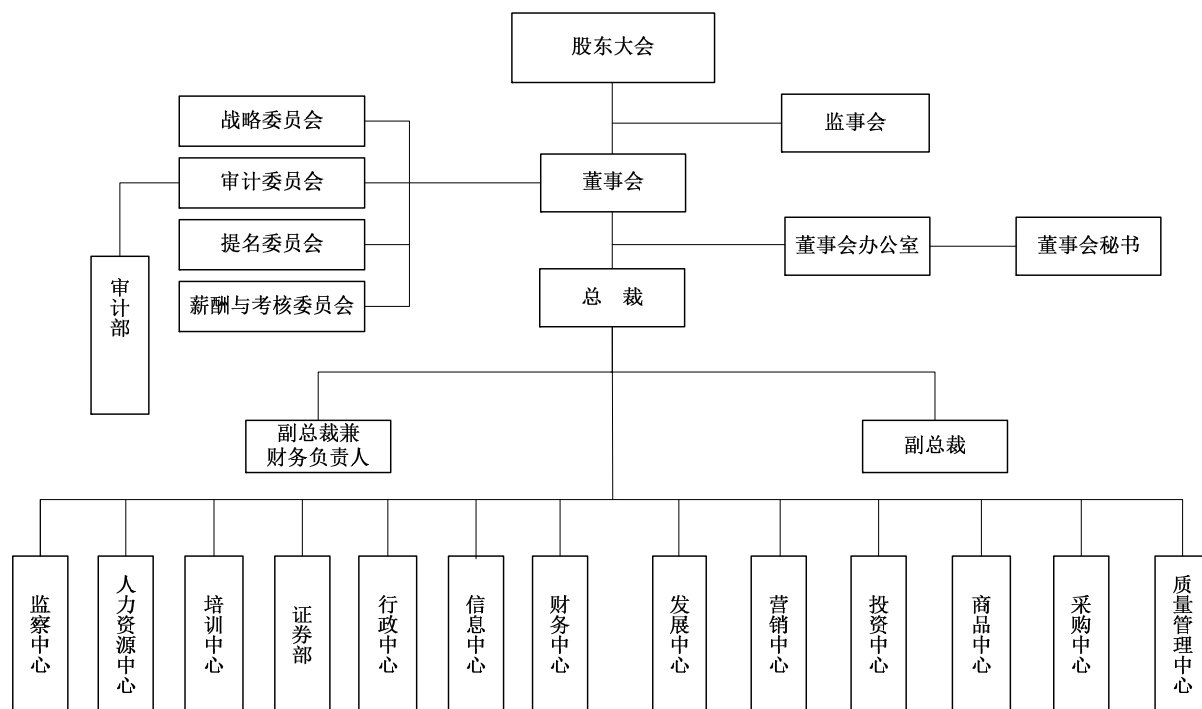
十二、结论

综合分析，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定；同时维持“17一心堂CP001”的信用等级为A-1。

附件 1-1 截至 2017 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2017 年底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	10.63	10.38	15.95	11.38
资产总额(亿元)	29.41	41.86	60.13	60.95
所有者权益(亿元)	20.83	22.73	24.98	27.10
短期债务(亿元)	3.60	11.29	14.32	10.41
长期债务(亿元)	0.00	0.00	7.94	7.96
全部债务(亿元)	3.60	11.29	22.27	18.37
营业收入(亿元)	44.28	53.21	62.49	56.02
利润总额(亿元)	3.45	3.90	4.09	3.54
EBITDA(亿元)	4.27	5.29	5.48	--
经营性净现金流(亿元)	1.76	1.86	1.93	0.24
财务指标				
销售债权周转次数(次)	18.20	18.30	17.02	--
存货周转次数(次)	3.84	3.45	3.06	--
总资产周转次数(次)	1.77	1.49	1.23	--
现金收入比(%)	115.52	115.41	114.19	111.30
营业利润率(%)	39.88	41.42	40.63	40.21
总资本收益率(%)	12.41	10.78	8.28	--
净资产收益率(%)	14.17	15.24	14.15	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	24.12	22.71
全部债务资本化比率(%)	14.74	33.19	47.13	40.40
资产负债率(%)	29.19	45.70	58.46	55.54
流动比率(%)	280.33	158.04	162.07	169.47
速动比率(%)	190.76	104.32	111.40	105.96
经营现金流动负债比(%)	20.59	9.74	7.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	52.77	25.94	14.63	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.84	2.13	4.06	--

注：1. 公司 2017 年前三季度财务数据未经审计；

2. 短期债务中考虑了其他流动负债中的有息债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式(新准则)

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 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，违约风险较高
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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息