

# 信用等级公告

联合〔2019〕1045号

联合资信评估有限公司通过对云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司的信用状况进行跟踪分析和评估，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，“16 一心堂 MTN002” 的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇一九年五月二十四日



# 云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司跟踪评级报告

## 跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA

上次主体长期信用等级：AA

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 一心堂 MTN002	4 亿元	2019/10/20	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 5 月 24 日

## 财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	15.95	22.07	13.56	13.99
资产总额(亿元)	60.13	71.47	73.56	72.44
所有者权益(亿元)	24.98	36.94	40.50	40.55
短期债务(亿元)	14.32	12.57	15.29	12.47
长期债务(亿元)	7.94	7.96	0.00	0.00
全部债务(亿元)	22.27	20.54	15.29	12.47
营业收入(亿元)	62.49	77.51	91.76	25.88
利润总额(亿元)	4.09	5.47	6.91	2.14
EBITDA(亿元)	5.48	7.43	9.20	--
经营性净现金流(亿元)	1.93	3.91	6.36	0.98
营业利润率(%)	40.63	40.71	39.75	37.57
净资产收益率(%)	14.15	11.44	12.84	--
资产负债率(%)	58.46	48.31	44.95	44.01
全部债务资本化比率(%)	47.13	35.73	27.40	23.51
流动比率(%)	162.07	189.07	153.74	154.15
经营现金流流动负债比(%)	7.11	14.80	19.33	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.06	2.76	1.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	14.63	12.91	19.33	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务已计入短期债务

## 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，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的格局，同时逐步形成城乡一体化的门店布局结构，直营门店及医保定点资格门店占比持续提升，收入规模快速增长，盈利能力保持较好水平。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及整合和管理难度、期间费用高企、应收账款和存货占比高、商誉规模大且可能面临减值风险等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，公司将在自开门店同时进一步参与行业资产整合，提高市场份额和盈利能力，并将积极搭建“互联网+”商业模式，以进一步强化公司客户服务能力。

公司现金类资产对一年内到期债券的保障能力强，经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较强。综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“16 一心堂 MTN002”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

## 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，市场份额领先，品牌知名度高；随着全国布局的开展，整体竞争得到提高。截至2019年3月底，公司拥有直营门店6005家，其中医保定点资格门店4832家，为公司收入提供了较稳定的保障。
3. 跟踪期内，公司有息债务规模大幅下降，

现金类资产较为充裕，经营性净现金流有所增长，财务弹性良好。

4. 公司现金类资产对一年内到期债券的保障能力较强。

#### 关注

1. 医药零售行业集中度较低，行业竞争日趋激烈。
2. 公司异地扩张可能面临一定阻力，同时为公司带来较大整合及管理风险。
3. 随着经营规模的扩张，公司应收账款和存货规模持续增长，对资金形成占用；此外，公司销售费用高企，对利润形成侵蚀。
4. 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。

## 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日公开发行人民币普通股（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：002727）。历经多次资本公积转增股本、非公开发行股票，截至2019年3月底，公司注册资本为56776.98万元，自然人阮鸿献先生持有公司31.87%股份（其中质押比例为50.75%），为公司第一大股东和实际控制人；刘琼女士和广州白云山医药集团股份有限公司（以下简称“白云山”）分别持有16.85%和7.38%股份，为公司第二大和第三大股东（详见附件1-1）。

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）、食品销售（凭许可证经营）、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；门诊医疗服务（限分支机构凭许可证经营）、养老院经营管理、医院管理、康复中心管理、健康管理咨询；医疗器械租赁服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

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

截至2018年底，公司资产总额73.56亿元，所有者权益40.50亿元（少数股东权益0.04亿元）；2018年公司实现营业收入91.76亿元，利润总额6.92亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额72.44亿元，所有者权益40.55亿元（含少数股东权益0.05亿元）；2019年1-3月，公司实现营业收入25.88亿元，利润总额2.14亿元。

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

公司存续期内债券概况如下表所示，截至本报告出具日，募集资金均已按用途使用完毕并在跟踪期内正常付息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
16一心堂MTN002	4.00	4.00	2016/10/20	2019/10/20

资料来源：联合资信整理

#### 四、宏观经济和政策环境分析

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，

人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长

6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

展望2019年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，

固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在中国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到2018年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将持续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

## 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

中国城镇化、人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革的深入，释放了国内的医疗及药品需求量，中国药品流通行业销售额自2006年以来快速增长。2010年以来，中国药品流通行业步入稳定增长期，近年来新医改政策的全面推行使行业竞争压力进一步加大。

从整体规模来看，根据商务部发布的《2017年药品流通行业运行统计分析报告》，2017年药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回落，全国七大类医药商品销售总额20016亿元，扣除不可比因素同比增长8.4%，增速同比下降2.0个百分点。其中，药品零售市场4003亿元，扣除不可比因素同比增长9.0%，增速同比回落

0.5 个百分点。截至 2017 年底，全国共有药品零售连锁企业 5409 家，下辖门店 229224 家，零售单体药店 224514 家，零售药店门店总数 453738 家。

从连锁率来看，2017 年，全国性和区域性药品零售连锁企业市场占有率较上年均有提升，零售市场集中度及零售连锁率不断提高。截至 2017 年 11 月，药品零售连锁率已达到 50.5%，同比提高 1.1 个百分点。2017 年销售额前 100 位的药品零售企业门店总数达到 58355 家，占全国零售药店门店总数的 12.9%；销售总额 1232 亿元，占零售市场总额的 30.8%，同比上升 1.7 个百分点。其中，6 家全国性龙头企业的销售总额 510 亿元，占全国零售市场总额的 12.7%，同比上升 0.9 个百分点；30 家区域零售连锁企业(排名 7-36 位)的销售总额 522 亿元，占全国零售市场总额的 13.0%，同比上升 1.5 个百分点。“十三五”期间，医保控费、公立医院药品零差率、药占比限制、医保支付方式改革等新医改政策陆续实施，间接推动了医疗机构处方外配进程；部分区域积极探索医院处方信息、医保结算信息和药店零售信息共享，开展了门诊特病、慢病定点药店医保结算试点，直接推动患者向零售药店流动。在此背景下，以国药控股国大药房有限公司、中国北京同仁堂（集团）有限责任公司及大参林、老百姓、益丰药房、一心堂等上市公司为代表的大型零售连锁企业，积极借助资本力量加速行业兼并重组，扩大自身市场网络。同时，随着政府监管强化和市场竞争加剧，部分单体药店被迫转型，选择被大型企业收购或退出市场，也促进了零售连锁率的提升。

## 2. 未来发展

未来几年内，零售药店将不断向 DTP<sup>1</sup>专业药房、分销专业药房、慢病管理药房、智慧药房等创新模式转型。在互联网技术推动下，无

<sup>1</sup> Direct-to-Patient, 即医药制造企业将其产品直接授权给零售药店, 患者在拿到医院处方后在 DTP 药房买药。

人售药柜、人脸识别、AI 机器人等新科技应用也将逐步进入零售药房。预计零售药店将通过互联网、物联网、大数据、云计算等创新技术，为消费者提供更专业、更便捷的服务。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 56776.98 万元，自然人阮鸿献先生持有公司 31.87% 股份（其中质押比例为 50.75%），为公司第一大股东和实际控制人；刘琼女士和白云山分别持有 16.85% 和 7.38% 股份，为公司第二和第三大股东。

### 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 2019 年 3 月底，公司直营连锁门店数量达 6005 家，形成了庞大的销售网络。公司在云南省拥有门店 3703 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 2019 年 3 月底，在广西省和四川省直营连锁门店突破 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，跟踪期内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，公司高级管理人员、法人治理结构和管理制度等方面无重大变化。

## 八、重大事项

2018年3月27日，相关媒体报道公司全资子公司海南鸿翔一心堂医药连锁有限公司（以下简称“海南一心堂”）涉嫌违规刷医保卡事项。公司自2018年3月28日起全面暂停海南一心堂黑龙江医保与哈尔滨医保的刷卡业务，进行彻底整改和内部自查自处。2018年4月12日，公司发布《关于全资子公司海南鸿翔一心堂医药连锁有限公司涉及媒体报道事项后续进展情况的公告》，公布了该事宜最新的调查、处理、整改结果及后续措施情况：（1）接三亚市食品药品监督管理局通知，依法撤销三亚一心堂河西分店等10家门店药品零售企业药品GSP认证证书，上述10家门店2017年实现营业收入6086.73万元；（2）自2018年3月28日开始，海南及其它一心堂经营所在地的工商、税务、药监、医保等政府相关部门对当地一心堂进行了专项的调查及检查，公司也全面进行了自查，并于3月28日起，由集团数据中心对公司所有门店进行医保刷卡销售规范、开票规范进行系统监控；集团监审中心开通门店医保违规刷卡销售举报投诉专线，制订医保违规刷卡销售举报奖励制度；集团质量管理中心、标准化管理部、培训中心、集团各子公司及分部联合再次组织员工学习规范开票、规则刷卡的相关内部制度；（3）对于上述被撤销GSP证书

的10家门店，公司会进一步落实合规整改要求，待整改完毕后再向药监局申请GSP认证。

对于海南一心堂部份门店开票不规范行为，三亚市河西区国税局、东方市国税局、万宁市国税局分别做出处罚，金额合计5.38万元。

2018年4月26日，哈尔滨市医疗保险管理中心对海南一心堂做出违规情况的处理意见，对海南一心堂违规行为涉及的费用及2017年、2018年预留金一并进行清算扣除，金额合计324.73万元。

截至2018年5月23日，经全面自查自检，并再次向相关政府部门提出认证申请，此次媒体报道事项所涉及的三亚区域一心堂门店中，除位于三亚解放四路农垦医院大门临街铺面的三亚解放四路分店因原铺面租赁期满不再续租需要搬迁外，其余门店已全部重新完成GSP认证并恢复营业。

2018年6月6日，黑龙江省社会医疗保险局对海南一心堂做出违规情况的处理意见：（1）终止与海南一心堂10家省医保定点零售药店服务协议关系；（2）拒付海南一心堂10家省医保定点零售药店串项金额27.40万元；（3）扣除海南一心堂10家省医保定点零售药店2017年考核分数，拒付2017年及2018年第一季度全部年终考核预留金29.47万元。扣除金额合计56.87万元。公司已对上述扣除金额做出应收账款的核销处理。此外，三亚市食品药品监督管理局对海南一心堂河西分店等10家门店进行处罚，停业整顿7天，每家店罚款2万元，10家门店合计共处罚20万元。

联合资信认为，该事项反映出公司在高速扩张过程中存在管理漏洞，联合资信将持续关注公司内部管理及依法合规经营情况。

## 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。跟踪期

内，公司经营规模保持扩张，带动营业收入快速增长。2018年，公司实现营业收入91.76亿元，主营业务收入89.46亿元，分别同比增长18.39%和18.16%。其中药品零售收入86.05亿元，同比增长19.89%，占营业收入的比重为93.77%。跟踪期内，由于新增门店较多，公司毛利率水平略有下滑。2018年，公司综合毛利率为40.53%，主营业务毛利率为39.30%；其中药品零售毛利率为39.88%，同比下滑1.17个百分点。

2019年1-3月，公司营业收入和主营业务收入分别为25.88亿元和25.24亿元，分别同比增长18.77%和18.89%；其中药品零售收入同比增长18.27%。同期，公司毛利率水平继续小幅下滑，综合毛利率为38.12%，主营业务毛利率为36.78%，同比下滑3.27个百分点。

总体看，跟踪期内公司营业收入快速增长，盈利能力受新增门店较多影响略有下降，但整体保持较好水平。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	2017年			2018年			2019年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
<b>主营业务</b>	<b>75.71</b>	<b>97.67</b>	<b>40.17</b>	<b>89.46</b>	<b>97.49</b>	<b>39.30</b>	<b>25.24</b>	<b>97.54</b>	<b>36.78</b>
其中：药品零售	71.78	92.61	41.05	86.05	93.77	39.88	24.15	93.32	37.68
便利店零售	1.26	1.63	28.14	0.95	1.04	29.43	0.16	0.61	26.53
药品批发	2.67	3.45	22.31	2.46	2.68	23.10	0.94	3.62	15.11
<b>其他业务</b>	<b>1.80</b>	<b>2.33</b>	<b>98.15</b>	<b>2.31</b>	<b>2.51</b>	<b>88.12</b>	<b>0.64</b>	<b>2.46</b>	<b>91.34</b>
<b>合计</b>	<b>77.51</b>	<b>100.00</b>	<b>41.52</b>	<b>91.76</b>	<b>100.00</b>	<b>40.53</b>	<b>25.88</b>	<b>100.00</b>	<b>38.12</b>

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；上表中各项收入加总可能与合计数有差异，系四舍五入造成

## 2. 采购及仓储物流

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。

公司药品供应商主要包括医药制造及医药流通企业两大类，公司已与超过2400家医药制

造及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。近年来，公司持续减少医药流通企业对公司的供货，不断减少各级产品代理商，而转变为直接从医药制造企业采购，全面降低了中间成本。2018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%。从集中度来看，2018年公司向前五名供应商采购金额占总采购金额的36.03%，集中度较高。

采购结算方面，跟踪期内公司仍以电汇、支票或承兑汇票结算，账期为三个月左右。

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。

物流和仓储方面，截至 2018 年底，公司在全国共拥有 11 个物流配送中心，总建筑面积 10.78 万平方米，其中 6.24 万平方米为自有物业。所有物流作业均为无纸化及可视化作业，作业方式机械化为主体，自动化为辅。针对冷藏药品的储运温度问题，公司质量中心通过自行研究+供应商合作的方式，建成冷链监控平台，整合公司业务数据及设备温度记录数据，实现在 PC 端和移动端实时监测。未来，公司物流中心将整合仓储资源，以营运标准化、模式多样化、适度自动化、精确节能化为运作目标，提升各配送中心配送能力和利用率。

### 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，陆续在河南、山西、四川、重庆、海南、广西等地开展收购活动，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的格局。跟踪期内，公司继续加强在西南地区和华南区域的拓展力度，同时坚持核心区域门店高密度布局，逐步形成城乡一体化的门店布局结构。

截至 2019 年 3 月底，公司直营门店数量增加至 6005 家。其中云南省 3703 家，广西省 570 家，四川省 712 家，山西省 333 家，海南省 238 家；云南省外区域门店占总门店数量的比重为 38.33%。

表 3 近年公司直营连锁门店数量（单位：家）

区域	2017 年底	2018 年底	2019 年 3 月底
云南	3201	3559	3703
广西	515	544	570

四川	576	678	712
山西	228	423	333
海南	188	208	238
贵州	174	206	215
重庆	160	193	204
其他	24	29	30
合计	5066	5758	6005

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司对外并购活动有所回落，新增门店主要依托新开。2018 年以来公司主要收购情况如下表所示：

表 4 2018 年以来公司主要收购情况（单位：万元）

时间	标的	价格
2018 年 10 月	灵石县大众药房连锁有限公司所持有 21 家门店资产及其存货	2690.00
2019 年 3 月	曲靖市康桥医药零售连锁有限责任公司所持有 28 家门店资产及其存货	1510.00

资料来源：联合资信整理

从销售收入区域分布上看，西南地区仍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。2018 年，公司继续保持在西南地区的业务优势，实现营业收入 76.20 亿元，同比增长 18.80%，占比为 85.18%；华南和华北地区分别实现营业收入 9.12 亿元和 3.65 亿元，分别同比增长 14.37% 和 16.08%。

表 5 公司主营业务分地区收入构成

（单位：亿元、%）

区域	2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比
西南地区	64.14	84.72	76.20	85.18
华南地区	7.97	10.53	9.12	10.19
华北地区	3.15	4.16	3.65	4.08
华东地区	0.07	0.09	0.07	0.08
华中地区	0.28	0.36	0.24	0.27
海外地区	0.11	0.14	0.18	0.20
合计	75.71	100.00	89.46	100.00

资料来源：公司提供

注：上表中各区域收入加总可能与合计数有差异，系四舍五入造成

随着医疗健康消费“渠道下沉”，新一轮城

镇化的浪潮，农村人口将大规模向三四线城市和县域市场集中，市场潜力巨大。跟踪期内，公司积极推进市县乡一体化垂直渗透拓展，在省会级、地市级、县级、乡镇级四个类型的市场门店均已超过 1000 家，形成行业独有的市县乡一体化发展格局。省会、地市级门店从品牌、商品、服务、物流等维度形成中心辐射，对县域市场人群消费发挥引领示范作用，更利于各层级市场建立竞争壁垒和成本优势。2018 年，县级和乡镇级门店营业收入分别同比增长 18.68% 和 24.83%。

表6 公司按区域类型划分门店概况

类型	截至 2018 年底门店数量 (家)	2018 年营收增长 (%)
省会级	1415	15.95
地市级	1664	14.56
县级	1499	18.68
乡镇级	1180	24.83

资料来源：公司提供

随着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 2019 年 3 月底，公司共拥有医保定点资格门店 4832 家，占直营门店总数的 80.47%，为公司收入提供了较稳定的保障。2018 年公司医保销售额占比为 40.71%，较上年提高 14.83 个百分点。

随着“医药分开”、处方外流、带量采购品种药店渠道拓展、特慢病账户支付的开放，公司大力布局 DTP 药房、院边店，同时高度重视慢性病管理的推广服务，在社区开展慢病管理。2018 年，公司销售 DTP 品种 103 个，提供慢病卡购药服务的门店 341 家。

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。跟踪期内，公司利用 CRM 会员管理系统中强大的会员数据仓库管理能力，规划会员一对一精准营销及管理体系，实现会员分层管理、个性化营销服务和整体健康解决方案。截至 2019 年 3 月底，公司活跃会员记录约 1800 万条；2018 年，公司会员销售占比 81.41%，客户黏性有所提高。

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。

电商业务方面，公司陆续推出“一心堂”APP、团购业务、跨境业务、同城服务业务等跨界 B2C 业务，同时利用自身优势品牌影响力以及区域服务优势，推出了“一心到家”B2C 业务。2018 年，公司实现电商业务交易额 6230.86 万元；其中第三方销售平台的交易额 1311.22 万元，同比增长 29.77%。

总体看，跟踪期内，公司省内业务稳步增长，并持续推进省外布局，门店数量持续增加，医保资质门店数量占比大；同时，公司积极布局 DTP 药房和院边店，整体竞争力得到提高。

#### 4. 经营效率

2018 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数同比均有所提升，分别为 9.27 次和 1.27 次；存货周转次数下滑至 3.13 次。总体看，公司经营效率保持较好水平。

#### 5. 未来发展

未来，川渝地区是公司第一重要拓展区域，广西、海南是第二拓展区域。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，加快四川区域的拓展，争取将川渝建成公司销售体量最大的区域。形成川渝、云贵、桂琼三足鼎立，与华北的晋、豫、津遥相呼应的布局。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 2018 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 2019 年一季度财务报表未经审计。从财务报表合并范围看，2018 年，公司纳入合并范围的子公司 22 家，新增合并主体 1 家，系新设立子公司“云南药业有限公司”；2019 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司较上年无变化。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强。

截至 2018 年底，公司资产总额 73.56 亿元，所有者权益 40.50 亿元（少数股东权益 0.04 亿元）；2018 年公司实现营业收入 91.76 亿元，利润总额 6.92 亿元。

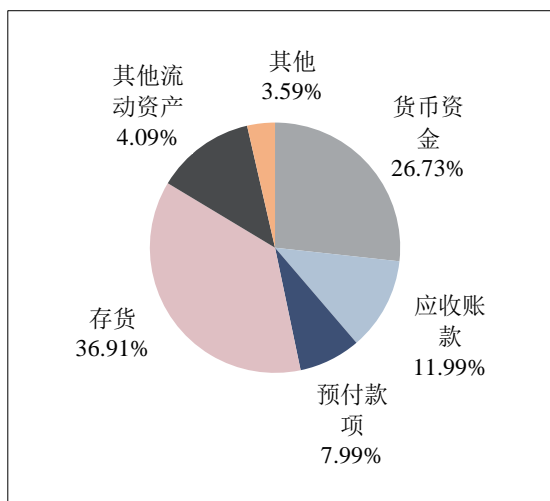
截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 72.44 亿元，所有者权益 40.55 亿元（含少数股东权益 0.05 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 25.88 亿元，利润总额 2.14 亿元。

### 1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，截至 2018 年底，公司资产总额为 73.56 亿元，同比增长 2.93%。从资产结构看，截至 2018 年底，公司流动资产占 68.49%，非流动资产占 31.51%，资产结构仍以流动资产为主。

截至 2018 年底，公司流动资产 50.57 亿元，同比变动不大，主要由货币资金、应收账款、预付款项、存货和其他流动资产构成。

图 1 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司 2018 年审计报告整理

截至 2018 年底，公司货币资金 13.52 亿元，同比下降 38.44%，主要公司利用闲置资金购买理财产品所致；公司货币资金中银行存款占 71.02%，其他货币资金占 28.94%，为票据保证金，使用受限。

截至 2018 年底，公司应收账款 6.06 亿元，同比变动不大，主要为医保款；公司对应收账款计提坏账准备 0.05 亿元，计提比例 0.89%。从账龄来看，账龄在一年以内的应收账款占 99.11%，账龄短。从集中度来看，应收账款前五名金额合计 1.40 亿元，占应收账款总额的 21.83%，集中度一般。

截至 2018 年底，公司预付款项 4.04 亿元，同比增长 8.42%；其中账龄在一年以内预付款项的占 99.16%，账龄短。

随着公司门店数量增加，公司采购规模相应增加。截至 2018 年底，公司存货账面价值同比增长 14.74%至 18.66 亿元；其中库存商品占 99.40%；公司对存货计提跌价准备 0.12 亿元，计提比例低。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 6.47 亿元，同比大幅增加 6.34 亿元，主要系公司购买的理财产品本息。

截至 2018 年底，公司非流动资产 22.99 亿元，同比增长 6.91%，主要由固定资产（占 21.43%）、商誉（占 46.85%）和长期待摊费用（占 20.95%）构成。

截至 2018 年底，公司固定资产账面原值 8.27 亿元，累计折旧 3.34 亿元，账面价值 4.93 亿元，同比变动不大，主要由房屋、建筑物（占 71.12%）和货柜柜台（占 15.95%）构成。

跟踪期内，公司放缓并购节奏，截至 2018 年底，商誉余额为 10.77 亿元，同比变动不大，占资产总额的 14.64%。公司当期仅对美国瑞富进出口贸易有限公司及美国瑞福祥经贸有限公司计提商誉减值准备 0.19 亿元，但公司被收购门店的经营情况未来仍存在一定不确定性，公司商誉存在减值可能。

表 7 截至 2018 年底公司商誉期末余额前五名

被投资单位名称或形成商誉的事项	商誉期末余额 (亿元)
海南鸿翔一心堂医药连锁有限公司	3.09
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
山西百姓平价药房门店收购	0.49
成都同乐康桥大药房门店收购	0.45

资料来源：联合资信根据公司 2018 年审计报告整理

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 72.44 亿元，与 2018 年底基本持平。其中流动资产占 67.46%，资产结构较上年底变动不大。截至 2019 年 3 月底，随着门店数量增加及医保款未收回影响，公司应收账款较上年底增长 38.14% 至 8.25 亿元；其他流动资产为 1.23 亿元，较上年底减少 5.24 亿元，系结构性存款减少。

总体看，跟踪期内，公司资产以流动资产为主，现金类资产较为充裕；公司应收账款、存货和商誉在资产中占比高；其中应收账款主要为应收医保款，回款质量较高，商誉存在一定减值风险。综合考虑公司所属行业，公司整体资产质量较好。

## 2. 负债及所有者权益

### (1) 所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益同比增长 9.63% 至 40.50 亿元（其中少数股东权益 0.04 亿元），主要来自未分配利润的积累。归属于母公司权益中，实收资本占 14.03%，资本公积占 34.85%，盈余公积占 4.72%，未分配利润占 46.38%。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 40.55 亿元，与上年底基本持平。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益规模较为稳定，但所有者权益中未分配利润占比较高，影响了权益稳定性。

### (2) 负债

截至 2018 年底，公司负债总额为 33.06 亿元，同比下降 4.24%，其中流动负债占比达 99.48%。

截至 2018 年底，公司流动负债 32.89 亿元，

同比增长 24.47%，主要由应付票据（占 22.18%）、应付账款（占 39.59%）和一年内到期的非流动负债（占 24.29%）构成。

随着公司门店数量的增加及业务的发展，截至 2018 年底，公司应付账款规模同比增长 38.32% 至 13.02 亿元；应付票据同比变动不大，为 7.30 亿元，全部为银行承兑汇票。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 7.99 亿元，系公司于 2016 年发行的两期中期票据“16 一心堂 MTN001”（4.00 亿元，3 年）和“16 一心堂 MTN002”（4.00 亿元，3 年）。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务规模 15.29 亿元，同比下降 25.57%，全部为短期债务；公司各项债务指标亦有所回落，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 44.95% 和 27.40%，分别同比下降 3.36 个百分点和 8.33 个百分点。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 31.88 亿元，较上年底下降 3.57%；其中流动负债占 99.43%。截至 2019 年 3 月底，随着“16 一心堂 MTN001”到期偿付，公司有息债务余额进一步下降至 12.47 亿元，仍全部为短期债务；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 44.01% 和 23.51%。

总体看，2018 年以来，公司因并购活动带来的债务规模上升在跟踪期内明显缓解，整体债务负担较轻。

## 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，公司整体收入规模快速增长。2018 年，公司实现营业收入 91.76 亿元，同比增长 18.39%；同期营业成本为 54.57 亿元，同比增长 20.40%；公司营业利润率为 39.75%，与上年基本持平。

2018 年，公司期间费用为 28.95 亿元，同比增长 12.76%，占营业收入的比重为 31.55%，

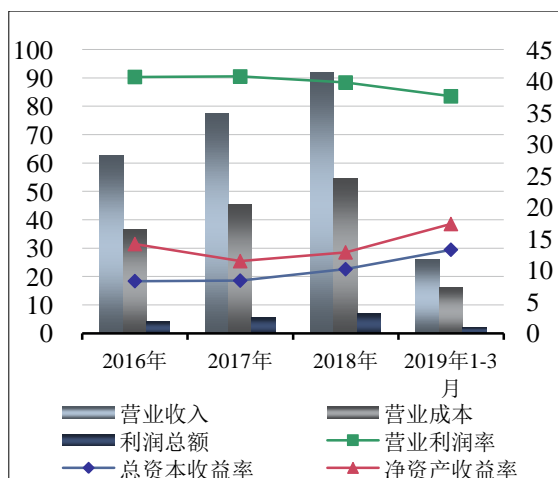
对利润形成一定侵蚀。销售费用是公司期间费用最主要构成部分，2018年，公司发生销售费用24.55亿元，同比增长13.79%，占期间费用的比重为84.79%，主要由职工薪酬和房租费构成；受益于有息债务规模下降及投资理财产品产生的利息收入，公司财务费用同比下降25.71%。

2018年，公司发生资产减值损失0.94亿元；其中存货跌价损失0.67亿元，商誉减值损失0.19亿元，坏账损失0.08亿元。

2018年，公司实现利润总额6.92亿元，同比增长26.48%。盈利指标方面，公司总资本收益率为10.17%，同比提升1.81个百分点；净资产收益率为12.84%，同比提升1.40个百分点。

2019年1-3月，公司实现营业收入25.88亿元，同比增长18.77%；营业成本16.01亿元，同比增长24.20%；营业利润率为37.57%，较上年下滑2.18个百分点。同期，公司期间费用合计7.62亿元，占当期营业收入的比重为29.47%，占比较2018年下降2.08个百分点，同比下降2.31个百分点，费用控制能力有所提升；其中财务费用同比下降67.60%。公司资产减值损失0.14亿元，主要为存货跌价损失；其他收益0.14亿元。2019年1-3月，公司实现利润总额2.14亿元，同比增长33.94%，高于收入增速。

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和利润水

平较快增长；同时公司所属药品零售行业的特性及高强度的新店扩张使得公司期间费用高企，对利润形成一定侵蚀。

#### 4. 现金流及保障

从经营活动看，随着收入规模的增长，2018年，公司经营活动现金流入量同比增长14.32%至101.32亿元；其中销售商品、提供劳务收到的现金100.60亿元。2018年，公司经营活动现金流出量为94.97亿元，同比增长12.10%；其中购买商品、接受劳务支付的现金60.36亿元；此外，随着人工成本的上升，公司支付给职工以及为职工支付的现金同比增长19.45%至15.45亿元。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额为6.36亿元，同比增长62.54%。从收入实现质量来看，2018年，公司现金收入比为109.63%，同比下滑3.11个百分点。

投资活动方面，2018年，公司利用闲置资金进行理财产品投资，投资活动现金流入量及流出量均同比大幅增长，分别为23.58亿元和32.53亿元；其中收回投资收到的现金和投资支付的现金分别为23.35亿元和30.16亿元。此外，2018年，公司放缓外延并购步伐，支付其他与投资活动有关的现金0.70亿元，同比大幅减少。2018年，公司投资活动产生的现金流量净额为-8.94亿元。

筹资活动方面，2018年，公司资金需求回落，筹资活动现金流入0.05亿元；筹资活动现金流出7.26亿元，由偿还债务支付的现金（5.14亿元）和分配股利、利润或偿付利息支付的现金（2.12亿元）构成。2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-7.20亿元。

2019年1-3月，公司经营活动现金流量净额为0.98亿元，主要受一季度各地财政资金未开始大额清付，导致医保款未收回的影响；投资活动现金流量净额为4.46亿元；筹资活动现金流量净额为-4.96亿元。

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；2018年以来，公司对外扩张进度放缓，资金压力有所缓解。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别为153.74%和104.30%，分别较2017年底下降35.33个百分点和32.80个百分点；经营现金流动负债比为19.33%，较上年上升4.53个百分点。截至2019年3月底，公司流动比率和速动比率分别为154.15%和92.31%。总体看，公司现金类资产较充裕，短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018年公司EBITDA为9.20亿元，同比增长23.74%；受益于有息债务规模的下降，EBITDA利息倍数提高至19.33倍，全部债务/EBITDA下降至1.66倍。整体看，公司长期偿债能力强。

截至2019年3月底，公司从各商业银行获得授信额度合计22.50亿元，未使用额度17.90亿元，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2019年3月底，公司无对外担保。

#### 6. 母公司财务概况

截至2018年底，母公司资产总额66.20亿元，同比变动不大；其中流动资产占64.92%，非流动资产占35.08%。截至2018年底，母公司流动资产主要由货币资金（6.69亿元）、应收账款（10.60亿元）、存货（12.72亿元）和其他流动资产（6.32亿元）构成；非流动资产主要由长期股权投资（16.15亿元）和固定资产（4.24亿元）构成。截至2018年底，母公司货币资金同比下降57.03%，其他流动资产同比大幅增加6.31亿元，系公司利用闲置资金理财所致；长期股权投资主要为对子公司的投资，同比增长22.71%。

截至2018年底，母公司负债合计33.22亿元，同比变动不大；其中流动负债占99.57%。截至2018年底，母公司负债主要由应付票据

及应付账款（20.79亿元）和一年内到期的非流动负债（7.99亿元）构成。

盈利能力方面，2018年，母公司实现营业收入68.09亿元，同比增长19.41%；期间费用同比增长14.41至19.93亿元；实现利润总额4.86亿元，同比增长25.42%。

总体看，母公司自身具备盈利能力，债务负担较轻，整体偿债能力较好。

#### 7. 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2019年5月15日，公司本部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。

#### 8. 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

公司存续债券为“16一心堂MTN002”和“一心转债”，余额10.03亿元；其中“16一心堂MTN002”将于一年内到期。截至2018年底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产9.65亿元，为“16一心堂MTN002”余额的2.41倍；截至2019年3月底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产10.12亿元，为“16一心堂MTN002”余额的2.53倍。2018年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为存续债券余额的10.10倍、0.63倍和0.92倍。总体看，公司现金类资产对“16一心堂MTN002”



的保障能力强；经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较强。

表8 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

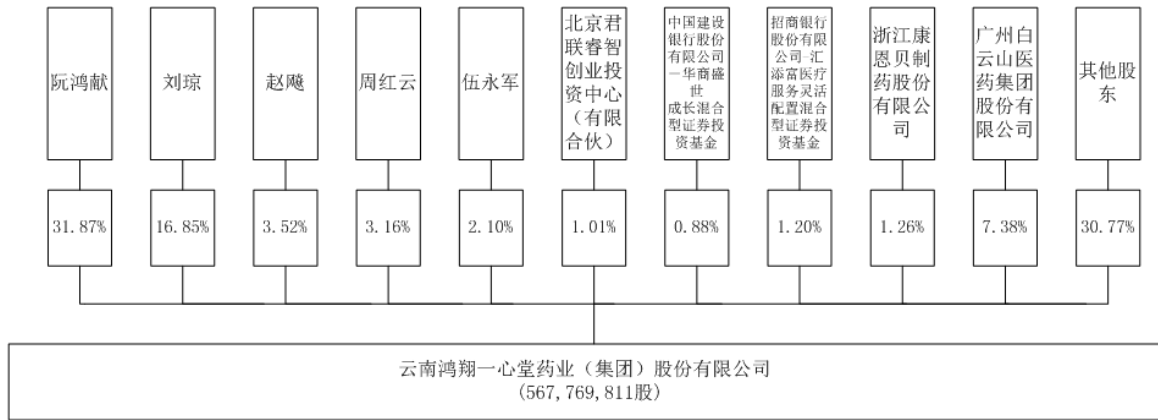
项目	2018年
一年内到期债券余额	4.00
现金类资产/一年内到期债券余额	2.53
经营活动现金流入量/应付债券余额	10.10
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.63
EBITDA/应付债券余额	0.92

资料来源：联合资信整理

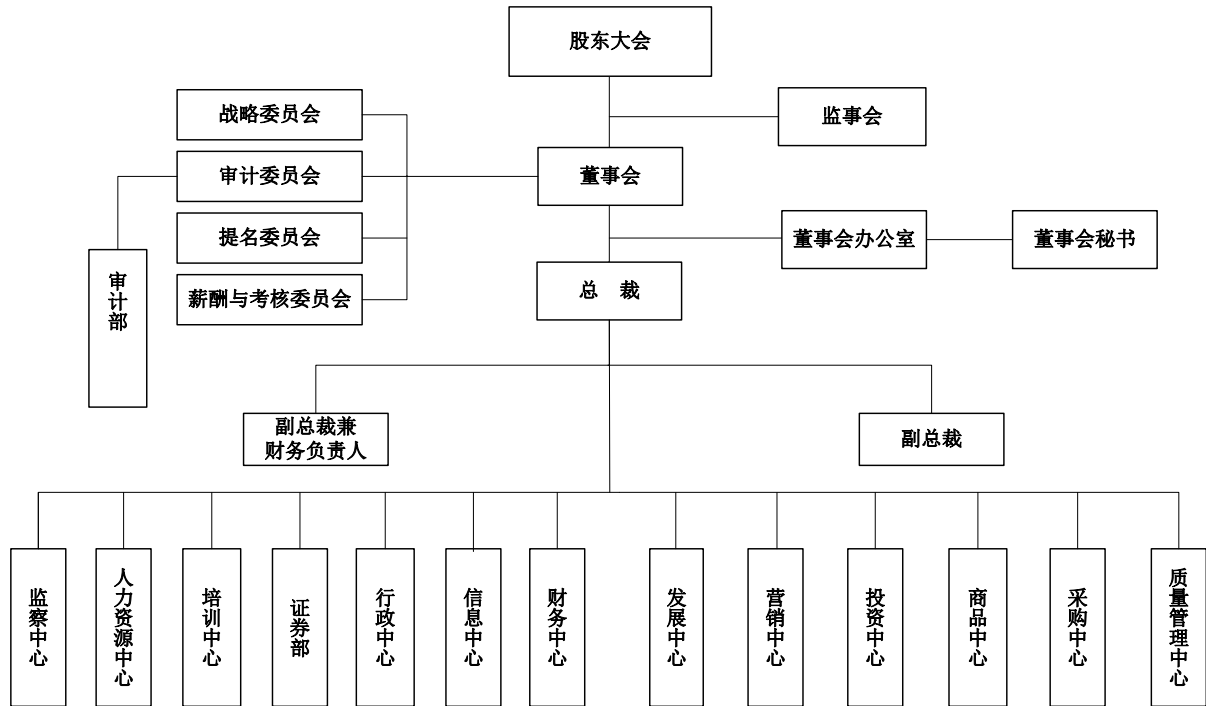
## 十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“16一心堂MTN002”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

### 附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



**附件 2 主要财务数据及指标**

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	15.95	22.07	13.56	13.99
资产总额(亿元)	60.13	71.47	73.56	72.44
所有者权益(亿元)	24.98	36.94	40.50	40.55
短期债务(亿元)	14.32	12.57	15.29	12.47
长期债务(亿元)	7.94	7.96	0.00	0.00
全部债务(亿元)	22.27	20.54	15.29	12.47
营业收入(亿元)	62.49	77.51	91.76	25.88
利润总额(亿元)	4.09	5.47	6.91	2.14
EBITDA(亿元)	5.48	7.43	9.20	--
经营性净现金流(亿元)	1.93	3.91	6.36	0.98
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	10.22	8.32	9.27	--
存货周转次数(次)	5.14	4.46	3.13	--
总资产周转次数(次)	1.38	1.18	1.27	--
现金收入比(%)	114.19	112.74	109.63	96.44
营业利润率(%)	40.63	40.71	39.75	37.57
总资本收益率(%)	8.28	8.36	10.17	--
净资产收益率(%)	14.15	11.44	12.84	--
长期债务资本化比率(%)	24.12	17.74	--	--
全部债务资本化比率(%)	47.13	35.73	27.40	23.51
资产负债率(%)	58.46	48.31	44.95	44.01
流动比率(%)	162.07	189.07	153.74	154.15
速动比率(%)	111.40	127.53	104.30	92.31
经营现金流动负债比(%)	7.11	14.80	19.33	--
EBITDA 利息倍数(倍)	14.63	12.91	19.33	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.06	2.76	1.66	--

注：公司 2019 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务已计入短期债务

### 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
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

### 附件 4-3 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