

# 跟踪评级公告

联合[2016] 956 号

---

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持广州医药有限公司的主体长期信用等级为AA,评级展望为稳定,并维持“15广药CP001”和“16广州医药CP001” A-1的信用等级。

特此公告。



---

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>

## 广州医药有限公司短期融资券跟踪评级报告

### 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

| 名称            | 额度   | 存续期                   | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
|---------------|------|-----------------------|--------|--------|
| 15 广药 CP001   | 4 亿元 | 2015/12/14-2016/12/14 | A-1    | A-1    |
| 16 广州医药 CP001 | 4 亿元 | 2016/3/21-2017/3/21   | A-1    | A-1    |

跟踪评级时间: 2016 年 6 月 20 日

### 财务数据

| 项 目            | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 16 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|----------|
| 现金类资产(亿元)      | 16.19  | 17.29  | 18.59  | 20.72    |
| 资产总额(亿元)       | 97.77  | 122.51 | 152.43 | 166.85   |
| 所有者权益(亿元)      | 21.17  | 23.15  | 25.39  | 26.43    |
| 短期债务(亿元)       | 43.81  | 60.13  | 76.97  | 87.27    |
| 全部债务(亿元)       | 43.81  | 60.16  | 77.24  | 87.52    |
| 营业收入(亿元)       | 228.43 | 262.39 | 293.93 | 88.08    |
| 利润总额(亿元)       | 2.65   | 2.90   | 3.12   | 1.39     |
| EBITDA(亿元)     | 4.47   | 5.43   | 6.34   | --       |
| 经营性净现金流(亿元)    | 1.95   | 0.87   | 1.32   | -8.06    |
| 营业利润率(%)       | 5.06   | 5.21   | 5.36   | 5.13     |
| 净资产收益率(%)      | 9.01   | 8.95   | 9.27   | --       |
| 资产负债率(%)       | 78.35  | 81.10  | 83.34  | 84.16    |
| 全部债务资本化比率(%)   | 67.43  | 72.21  | 75.26  | 76.81    |
| 流动比率(%)        | 123.28 | 119.96 | 117.15 | 116.21   |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 9.80   | 11.08  | 12.14  | --       |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 2.86   | 2.47   | 2.25   | --       |
| 经营现金流流动负债比(%)  | 2.54   | 0.88   | 1.05   | --       |

注: 1. 公司 2016 年一季度财务数据未经审计; 2. 公司计入其他流动负债的短期融资券以及计入其他应付款的融资租赁款已纳入相关债务计算; 3. 现金类资产已剔除使用受限的货币资金。

### 分析师

荣毅 刘哲  
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)

Http: //www.lhratings.com

### 评级观点

广州医药有限公司(以下简称“公司”或“广州医药”)是中国华南地区医药流通行业的龙头企业,跟踪期内,公司资产规模和经营业绩均保持稳定增长,物流配送体系不断完善,上下游资源和区域市场份额方面保持优势。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司应收款增长较快且规模较大、存货占比大、负债水平高以及销售区域局限性较强等因素给公司未来经营与发展带来的不利影响。

近年来,中国医疗体制改革逐步深化,医疗保健标准不断提升,医药需求的快速增长和医药流通行业集中度的显著提高,为公司发展提供了良好的外部环境。联合资信对公司评级展望为稳定。

综合考虑,联合资信维持公司AA的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“15广药CP001”和“16广州医药CP001”A-1的信用级别。

### 优势

1. 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,释放了国内的医疗需求,并带动了医药流通行业的发展。
2. 作为中国华南地区医药流通行业的龙头企业,公司在华南区域市场份额高;跟踪期内公司经营规模不断扩大。
3. 公司质量管理体系健全,物流配送体系先进,“智慧药房”技术服务处于行业领先。
4. 公司现金类资产和经营性现金流入量对存续期内债券的覆盖能力较强。

### 关注

1. 医药流通行业竞争激烈,行业毛利率水平普遍较低。
2. 公司销售网络主要集中在中国华南地区,有待进一步向外拓展。

3. 跟踪期内，公司应收账款增长较快，规模较大，一定程度上占用运营资金。公司应收账款和存货占比大，资产流动性一般。
4. 跟踪期内，公司债务规模持续上升，负债水平高。

## 信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与广州医药有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与广州医药有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因广州医药有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由广州医药有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“16 广州医药 CP001”到期日内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于广州医药有限公司主体长期信用及存续期内“15广药CP001”和“16广州医药CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、企业基本情况

广州医药有限公司（以下简称“公司”或“广州医药”）原为广州医药集团有限公司（以下简称“广药集团”）下属公司，成立于1951年1月1日。1997年经广州市国有资产管理局批准，广药集团将其在下属的11家企业（包括广州医药）中享有的权益纳入股份制改造范围，设立广州药业股份有限公司（以下简称“广州药业”，香港H股、上海A股上市），广州药业持有公司的全部股权。2001年12月21日，公司改制成为有限责任公司，改制后注册资本为人民币22200万元，持股比例为：广州药业持股90.09%、广州敬修堂（药业）股份有限公司3.919%、广州潘高寿药业股份有限公司3.919%、冯赞胜等三十三位自然人2.072%。2007年1月27日，广州敬修堂（药业）股份有限公司、广州潘高寿药业股份有限公司及33名自然人与欧洲联合博姿有限公司（以下简称“联合博姿”）下属联合美华有限公司（以下简称“联合美华”）签订《广州医药有限公司出资额转让合同》。根据合同，联合美华受让广州敬修堂（药业）股份有限公司、广州潘高寿药业股份有限公司及33名自然人持有公司的股权，再单方增资至与广州药业持相同的股权，并成立新的合资公司，公司变更为中外合资有限责任公司，注册资本增加至人民币40000万元。2008年1月28日，上述股权转让及增资行为已完成，公司股东变更为广州药业和联合美华，双方分别持有公司50%的股权。2011年6月27日，公司股东合计增资人民币30000万元，公司注册资本增加至人民币70000万元，其中：广州药业以人民币15000万元出资，联合美华以英镑1454.79万出资（折

合人民币15000万元），2011年8月5日增资行为完成。2013年5月，广药集团通过广州药业换股吸收合并白云山并向广药集团发行股份购买资产的方式实现医药主业资产的整体上市，新上市公司更名为“广州白云山医药集团股份有限公司”（以下简称“广州白云山”）。截至2016年3月底，公司注册资本70000.00万元，广州白云山和联合美华各持有公司50%股权。

公司主营业务为药品、生物制品、保健食品、医疗器械等的批发、零售及进出口等业务。

截至2016年3月底，公司本部设有20个部门（见附件1-2），拥有下属全资和控股子公司20家。截至2016年3月底，公司共有员工1612人。

截至2015年底，公司（合并）资产总额152.43亿元，所有者权益合计25.39亿元（其中少数股东权益2.12亿元）；2015年，公司实现营业收入293.93亿元，利润总额3.12亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额166.85亿元，所有者权益合计26.43亿元（其中少数股东权益2.18亿元）；2016年1~3月，公司实现营业收入88.08亿元，利润总额1.39亿元。

公司注册地址：广州市荔湾区大同路97-103号；法定代表人：John Kallend。

## 三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%。具体来看，2015年，中国第一产业增加值6.1万亿元，同比实际增长3.9%，增速较2014年下降0.4个百分点；第二产业增加值27.4万亿元，同比实际增长6.0%，增速较2014年下降1.3个百分点；第三产业增加值34.2万亿元，同比实际增长8.3%，增速较2014年上升0.5个百分点。整体看，2015年，中国固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较2014年回

落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9% 和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000

亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0% 的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

#### 四、行业及区域经济环境

##### 1. 医药商业概况

公司隶属药品流通行业（即医药商业）。医药流通企业在整个医药产业链中居于重要地

位，是连接医药制造业和药品终端需求消费的桥梁。

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，释放了国内的医疗需求，并带动了药品需求的增长。2006年以来，中国药品流通行业销售额快速增长，其中2009至2011年增速均在20%以上，2012年起增幅呈回落态势。2014年受宏观环境影响，中国药品流通行业销售额增速低于2013年，为15.2%，但仍远高于中国GDP的增速。根据商务部发布的《2015年药品流通行业运行统计分析报告》，随着国家医药卫生体制改革的稳步推进和“健康中国”战略的启动实施，药品流通行业总体呈现销售规模增长趋稳、结构调整优化升级、兼并重组步伐加快、行业集中度和流通效率进一步提升、创新和服务能力逐步增强的良好发展态势。全年七大类医药商品销售总额16613亿元，扣除不可比因素同比增长10.2%，增速下降5个百分点。其中药品零售市场3323亿元，同比增长8.6%，增幅回落0.5个百分点。

从药品流通行业运行效益来看，2015年，全国药品流通直报企业主营业务收入12625亿元，扣除不可比因素同比增长10.9%，增幅回落4.5个百分点；利润总额283亿元，扣除不可比因素同比增长10.6%，增幅回落4.2个百分点；平均毛利率6.9%，同比上升0.1个百分点；平均费用率5.4%，同比上升0.1个百分点；平均利润率1.7%，与上年基本持平；净利润率1.4%。各级医院支付药品货款时间的周期依旧过长（2014年药品批发企业对公立医疗机构全年应收账款周转天数为122天）依然是阻碍医药流通企业运营效率的主要问题。国家食药总局2014年5月公布了《互联网食品药品经营监督管理办法(征求意见稿)》，提升了企业开展互联网药品经营的积极性，推动医药电商企业快速扩容，截至2015年底，全国累计有517家企业拥有《互联网药品交易服务资格证书》，与上年相比增加164家。从业务形式来看，全国累计有25家平台具有第三方交易服务平台交

易证照（国A证），比上年增加9家；106家企业拥有批发交易类B2B证书（B证），新增33家；386家企业拥有网上零售类B2C证书（C证），新增122家，医药电子商务的未来发展仍有较大的空间。

整体看，经济总量和消费水平的提升、人口总量的增长和社会老龄化程度的提高，导致药品需求呈上升趋势，市场不断扩容；中国作为全球最大的新兴医药市场，随着国家新医改的持续推进和行业管理后续政策及标准的出台，药品流通行业有望得到快速有序的发展；行业经过近20年的扩容发展和内部激烈竞争，集中度有望提升，企业效率和竞争力将进一步增强。

## 2. 区域经济环境

公司位于广东省广州市，地理位置优越，区位优势明显。2015年全省实现地区生产总值（GDP）72812.55亿元，比上年增长8.0%。其中，第一产业增加值3344.82亿元，增长3.4%，对GDP增长的贡献率为1.7%；第二产业增加值32511.49亿元，增长6.8%，对GDP增长的贡献率为41.2%；第三产业增加值36956.24亿元，增长9.7%，对GDP增长的贡献率57.1%。三次产业结构为4.6:44.6:50.8。在现代产业中，高技术制造业增加值8172.20亿元，增长9.8%；先进制造业增加值14712.70亿元，增长10.0%；现代服务业增加值22338.12亿元，增长11.9%。在第三产业中，批发和零售业增长5.0%，住宿和餐饮业增长3.0%，金融业增长15.6%，房地产业增长11.4%。民营经济增加值38846.24亿元，增长8.4%。2015年，广东人均GDP达到67503元，按平均汇率折算为10838美元。

随着广东省国企混合所有制改革的推进有助于广东地区经济保持稳步增长态势。总体看，广东地区经济发展环境较好。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权关系

截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 70000.00 万元，广州白云山和联合美华各持有公司 50% 股权。

### 2. 企业规模

作为目前中国医药流通领域最大的中外合资企业，公司拥有齐全的经营门类和品种，涉及国产、进口、合资厂家不同规格的各类中西成药、化学药品、医药原料、医疗器械、化学试剂、玻璃仪器及保健用品等近 50000 多个品种，拥有强大的处方药品种库、非处方药品种库、基药品种库和服务性品种库；具备完善的经营网络，为全国 31 个省，250 个地级市的 4700 多家医疗机构、3900 多家药店及全国 3600 多个分销商提供药品配送服务，是广州地区和广州军区药品储备承储单位、广东省急救药品供应单位、广州亚运会运动员专用药械配送单位，是华南区域医药流通龙头企业。2014 年 3 月，广州医药向国家工业和信息化部申报两化融合试点企业，通过选拔后成为 2014 年两化融合管理体系贯标试点企业，开展贯标试点工作。2015 年 4 月，广州医药成为全国 200 家，广东省 25 家首批通过国家评定贯标试点企业之一。

### 3. 技术水平

公司研发的“智慧药房”运用大数据技术对药房整体运作全面监控、数据分析、挖掘，以药品物流专业运作技术为指导，运用企业级数据运营标准驱动药房内部运作，建立了 24 个数据监控报表，通过大数据技术及可视化技术对运营数据进行分析、挖掘，实现数据化看板作业管理。“智慧药房”根据医院药房运作特点，量身定制开发符合 GSP 管理要求的药品进出、保管、储存、养护等作业功能的药房管理系统，药房管理系统与院外药库系统相对接，实现药

品从上游供应商至院内患者用药信息的全过程跟踪，并建立包括药品批号、效期、质量、召回等完整的药品管理体系，全面覆盖物流、信息流、资金流的各个操作环节。截至 2016 年 3 月底，公司先后为广东省第二人民医院、南方医科大学南方医院、广东省中医院、清远市人民医院等 34 家医疗机构的现代医药物流延伸服务，药房托管 21 家。

## 六、管理分析

2016 年 4 月，公司原总裁于景辉先生因任期届满，董事会任命原副总裁陈光焰先生为现任总裁。除此之外，公司治理结构和高级管理人员等方面无重大变化。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

公司是目前中国医药流通领域最大的中外合资企业，拥有齐全的经营门类和品种，具备完善的经销网络，是华南区域医药流通龙头企业。

公司的业务领域主要包括医院纯销、商业分销和零售连锁三类，根据客户对象的特点，充分利用上游供应商网络、下游分销网络、自身直销网络，通过自主开发的综合信息管理系统公司将这三网进行了有效的整合，实现了采购信息、物流信息、销售信息在上下游行业的高效传递和共享，使医药产业链各方联系更为紧密，并可有效降低成本，提高效率。

跟踪期内，公司资产规模和经营业绩稳步增长，2015 年，公司主营业务收入为 293.60 亿元，同比增长 12.02%；受益于规模效应，当期公司毛利率小幅上升至 5.35%。2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 87.99 亿元，同比增长 18.70%，毛利率为 5.14%，同比小幅上升。

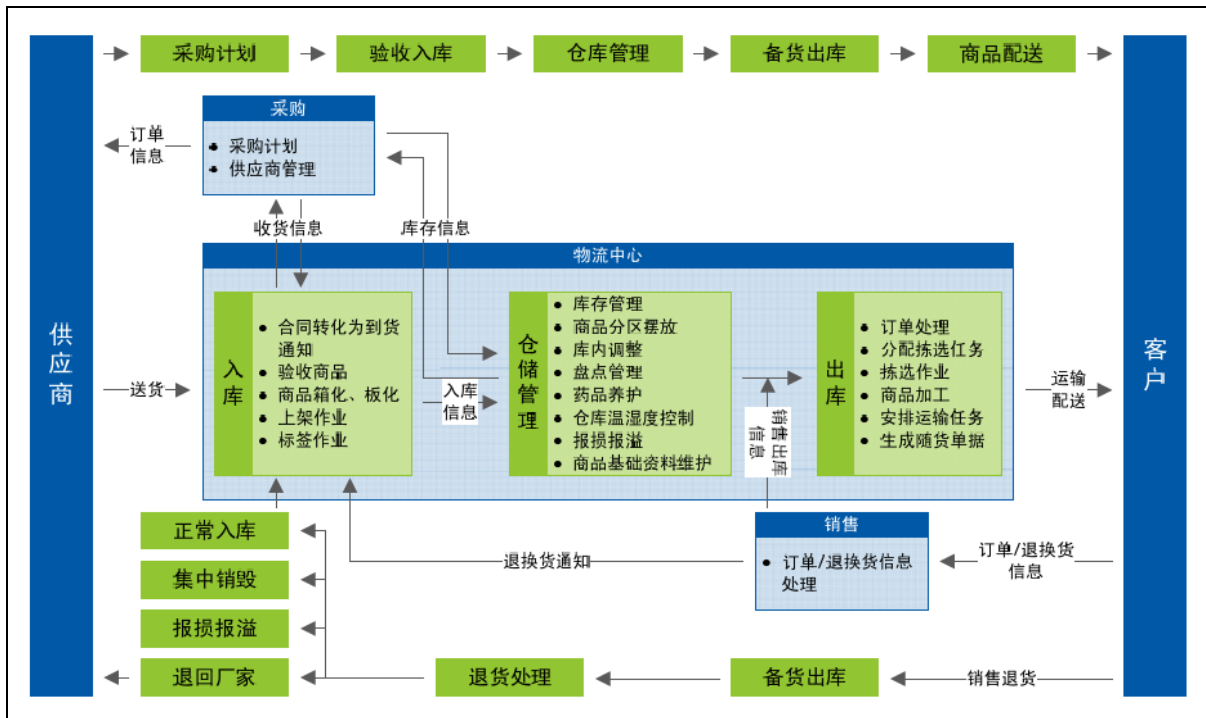
表 1 公司近年主营业务经营情况（万元）

| 项目 | 2013 年 |     | 2014 年 |     | 2015 年 |     | 2016 年 1~3 月 |     |
|----|--------|-----|--------|-----|--------|-----|--------------|-----|
|    | 金额     | 增长率 | 金额     | 增长率 | 金额     | 增长率 | 金额           | 增长率 |

|         |            |        |            |        |         |        |        |        |
|---------|------------|--------|------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入  | 2282975.16 | 18.15% | 2621264.03 | 14.82% | 2936014 | 12.01% | 879947 | 18.70% |
| 主营业务成本  | 2166812.35 | 18.07% | 2484626.50 | 14.67% | 2778992 | 11.85% | 834704 | 18.55% |
| 主营业务毛利润 | 116162.81  | 19.75% | 136637.53  | 17.63% | 157022  | 14.92% | 45243  | 21.51% |
| 毛利率     | 5.09%      | --     | 5.21%      | 0.12%  | 5.35%   | 0.14%  | 5.14%  | 0.12%  |

资料来源：公司提供

图1 公司经营模式



资料来源：公司提供

## 2. 药品采购

跟踪期内，公司采购政策并未发生变化。目前公司与上游国内外知名药品生产企业和供货商建立了长期稳定的供求关系，采购渠道畅通。公司直接从药品生产企业采购药品的销售收入约占营业收入的 50% 左右，主要厂商包括辉瑞、阿斯利康、粤三九、杨森、施维雅、博福益普生、葛兰素、粤白云山总厂和诺华等，主要供应商包括诺和诺德、施贵宝和雅培等。由于公司大部分药品直接从厂商采购，价格较为稳定且成本可控，协议账期主要集中在 30~60 天。

公司采购品种众多，主要采购产品包括诺和灵 30R 笔芯、思密达、金纳多和贺普丁等，但占比分别不超过公司采购总额的 3%。跟踪期

内，公司前 5 大供应商采购金额为 32.68 亿元，占总采购额的比例为 9.82%，集中度稍有下降。2016 年 1~3 月，公司前五大供应商采购额占比为 10.27%，集中度变化不大，仍处于较低水平。

表 2 近年来公司前五大供应商情况（亿元，%）

| 年份           | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 16 年 1~3 月 |
|--------------|--------|--------|--------|------------|
| 前 5 大供应商合计采购 | 24.63  | 31.27  | 32.68  | 9.95       |
| 公司年度采购总额     | 239.25 | 286.50 | 332.83 | 96.80      |
| 占总采购额比例      | 10.29  | 10.91  | 9.82   | 10.27      |

资料来源：公司提供

## 3. 物流配送

跟踪期内，公司物流配送能力无明显变化。公司是行业内首家建立现代药品物流中心的公

司，在业内首次引入自动分拣技术，目前公司拥有国内最大的单体医药物流中心，采用自主研发的符合国内医药行业管理规范的医药物流信息管理系统，配备现代物流设备设施，具备收货、存储、配送、信息收集、质量跟踪管理等物流服务功能，实现物流信息化、规范化和标准化。公司主要采用“集中仓储、集中配送”的物流配送模式，将采购的药品集中在下属黄金围现代药品物流中心和狮山现代物流中心，这两个物流中心与三山仓（租用）、深圳、江门、汕头、东莞等区域配送中心一起，构建起公司快速响应、专业配送、高水平服务的物流体系，可根据客户订单通过专业配送车队将药品运往各子公司、分销商及终端客户。截至目前，公司具备了“上午订单、下午送达；下午订单，次早送达”的“一天两配”服务能力，实现广东省全省三级市县药品配送 4-24 小时送达。

#### 4. 产品销售

跟踪期内，公司销售政策并无发生变化。公司采用“本部销售中心+子公司”的销售模式，充分利用电子商务信息平台 and 电话、传真、邮件等方式，满足不同客户的订货需求。

从销售区域分布情况来看，由于公司地处广州，其绝大部分营业收入来自华南地区（约占 80%），西南地区占营业总收入比重约为 7%，西北地区占比小幅下降至 6.28%，华东地区占比 4.8% 左右，华北和东北地区的销售额占比较小。

表 3 公司主营业务按地区分布情况（万元）

| 地区   | 2013 年  | 2014 年  | 2015 年  | 2016 年 1~3 月 |
|------|---------|---------|---------|--------------|
| 华南地区 | 1791432 | 2047986 | 2330609 | 727363       |
| 华北地区 | 47165   | 57434   | 45493   | 7621         |
| 东北地区 | 25059   | 28730   | 23811   | 6972         |
| 华东地区 | 98390   | 117980  | 140350  | 37940        |
| 西南地区 | 165366  | 185628  | 211277  | 59160        |
| 西北地区 | 155563  | 183506  | 184474  | 40891        |
| 合计   | 2282975 | 2621264 | 2936013 | 879947       |

资料来源：公司提供

按销售品种分类来看，公司营业收入主要来自西药的销售，其次是中成药，其毛利率保持稳定增长，但仍然较低；医疗器械和其他所带来的销售收入占比较小，毛利率相对较高，但有所波动。

表 4 近年来公司主营业务收入及毛利率情况（按销售品种分类）（单位：亿元，%）

| 项目   | 2013 年 |       | 2014 年 |       | 2015 年 |       | 2016 年 1~3 月 |      |
|------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------------|------|
|      | 主营业务收入 | 毛利率   | 主营业务收入 | 毛利率   | 主营业务收入 | 毛利率   | 主营业务收入       | 毛利率  |
| 中药材  | 0.09   | 5.64  | 0.14   | 4.30  | 0.17   | 3.29  | 0.06         | 3.69 |
| 中成药  | 18.68  | 2.70  | 19.68  | 3.04  | 24.56  | 3.21  | 8.47         | 1.89 |
| 西药   | 201.22 | 5.05  | 232.28 | 5.20  | 256.88 | 5.34  | 75.57        | 5.02 |
| 医疗器械 | 2.77   | 11.29 | 3.17   | 11.10 | 3.71   | 9.73  | 1.13         | 9.80 |
| 其他   | 5.54   | 11.55 | 6.86   | 9.19  | 8.28   | 10.04 | 2.77         | 8.65 |
| 合计   | 228.30 | 5.09  | 262.13 | 5.21  | 293.60 | 5.35  | 87.99        | 4.89 |

资料来源：公司提供

从下游客户分类情况来看，公司销售收入主要来自商业分销客户，其次为医院客户，零售客户的销售收入占比小，2015 年收入占比分别为 53.35%、45.10% 和 1.55%。商业客户和医院客户是公司主要的收入来源，医院客户是公司主要的利润来源，医院客户的毛利率处于 5.5%~6.2% 之间，近年来公司逐渐提升医院客

户占比。

公司与下游客户的结算方式有支票、银行承兑汇票和商业承兑汇票等。其中票据结算方式占比约为 30%。公司根据不同的客户指定不同的信用政策，目前综合平均账期约为 93 天；其中医院客户平均账期 125 天，商业分销客户平均账期 88 天，零售客户客户平均账期 66 天，

处于行业平均水平。

#### 5. 经营效率

2015 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数均有小幅下降趋势，2015 年上述三项指标分别为 4.50 次、8.67 次和 2.14 次。总体看，公司经营效率尚可。

#### 6. 未来发展

公司目前主要在建项目是白云物流项目（一期），为广药集团生物医药城白云基地项目的物流部分，为集中药、创新药物、医疗器械生产研发和产销为一体的中医药产业基地的提供物流服务。项目共计划投资 4.80 亿元，全部采用自有资金建设。整体来看，公司主要在建项目投资规模适中，公司未来资金压力不大。

广州医药始终坚持以“中国医药供应链最佳服务商”为企业愿景，在“诚信、稳健、创新、共赢”的企业价值观引导下，肩负着行业、社会、股东、客户、员工赋予的“健康之桥，造福大众”的企业使命；坚持以企业经营为中心和以人为本、以服务为本不动摇，以技术效率提升为基础，以组织效率提升为关键，以转型效率提升为目的，凝聚各种积极因素和整合各种优势资源相结合，促进传统业务与创新业务协同发展，确保科学管理与风险控制融动平衡，实现稳中求进与变革致胜协调统一。

### 八、募集资金使用情况

2015 年 12 月公司发行“15 广药 CP001”，发行额度 4 亿元，发行期限 366 天，募集资金全部用于偿还银行贷款。2016 年 3 月公司发行“16 广州医药 CP001”，发行额度 4 亿元，发行期限 365 天，募集资金全部用于偿还银行贷款。截至目前，上述 2 只债券的募集资金已经按照计划使用完毕。

### 九、财务分析

公司提供的 2015 年财务报表经毕马威华振会计师事务所广州分所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2016 年一季度财务报表未经审计。

从合并报表范围变化情况来看：2015 年底，公司合并范围较 2014 年新增珠海广药康鸣医药有限公司；2016 年 3 月底，公司合并范围较 2015 年底无变动。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 152.43 亿元，所有者权益合计 25.39 元（其中少数股东权益 2.12 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 293.93 亿元，利润总额 3.12 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 166.85 亿元，所有者权益合计 26.43 亿元（其中少数股东权益 2.18 亿元）；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 88.08 亿元，利润总额 1.39 亿元。

#### 1. 盈利能力

2015 年，公司营业收入继续保持增长态势，实现营业收入 293.93 亿元，同比增长 12.02%。同期，公司营业成本同比增长 11.85%，2015 年为 277.91 亿元。从营业利润率看，由于营业收入的增速高于营业成本增速，2015 年公司营业利润率同比小幅上升 0.15 个百分点至 5.36%。

从期间费用来看，2015 年，公司期间费用同比增长 15.09%，占营业收入的比重为 4.21%，其中销售费用占比较高（55.79%），公司期间费用控制力度较强。

公司主业规模不断扩大，2015 年实现营业利润 3.05 亿元，同比增长 6.56%。同期，公司利润总额和净利润同比分别增长 7.72% 和 13.59%，2015 年分别实现利润总额和净利润 3.12 亿元和 2.35 亿元。

从盈利指标看，跟踪期内，受益于公司净利润的增加，净资产收益率小幅上升 0.32 个百分点至 9.27%；但由于短期债务的增速较快，公司总资本收益率小幅下降 0.08 个百分点至 5.05%。

2016年1~3月,公司实现营业收入88.08亿元,较上年同期增长18.67%,占上年全年营业收入的29.96%;实现利润总额1.39亿元,较上年同期增长10.09%,占上年全年利润总额的44.54%;营业利润率为5.13%,较上年同期小幅上升0.08个百分点。

总体看,跟踪期内,公司收入规模和利润水平稳步增长,但受限于行业特性,整体盈利能力处于较低水平。

## 2. 现金流分析

从经营活动看,公司经营活动现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金,经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金。2015年,经营活动现金流量净额为1.32亿元,较2014年略有上升;当年现金收入比小幅上升1.36个百分点至115.70%,收入实现质量较好。

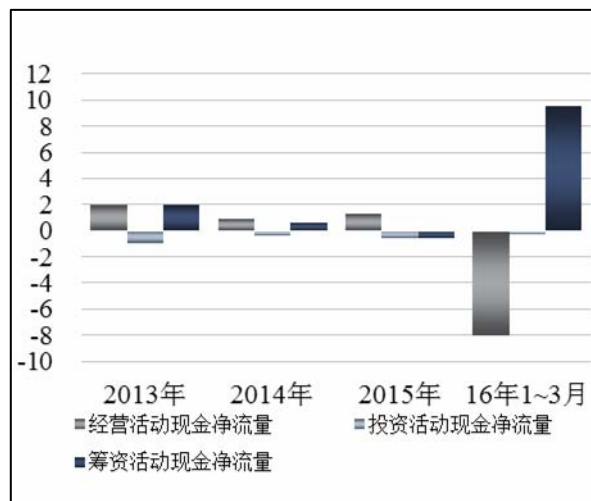
从投资活动看,公司投资活动现金流入主要是取得投资收益收到现金,投资活动现金流出主要是构建固定资产、无形资产等支付的现金,2015年,公司投资活动现金流入/出量规模较小,投资活动产生的现金流净额为-6012.73万元。公司目前无大型的在建拟建项目,经营活动现金流可以覆盖投资所需,公司对外融资需求较小。

从筹资活动看,公司筹资活动现金流入主要依靠银行贷款、发行债券和收到其他与筹资活动有关的现金,2015年共计流入60.77亿元。公司筹资活动现金流出主要是偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金,2015年共计流出61.36亿元;公司收到与支付其他与筹资活动有关的现金主要是司库资金调拨归集的流入流出。2015年,公司的筹资活动产生的现金流净额为-0.60亿元。

2016年1~3月,公司经营活动现金流量净额为-8.06亿元,相比上年同期的4.98亿元相差较大,主要由于公司加大采购规模备货所致;同期现金收入比为84.87%,相比2015年大幅

下降30.73个百分点,主要是医院及医保结算频率及时间段变动导致。投资活动产生的现金流净额为-0.25亿元。公司筹资活动净流量表现为净流入,为9.57亿元。

图2 近年来公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

综上所述,跟踪期内,公司经营活动现金流入量以及净流量规模均有所提升,投资活动规模较小,对外融资需求较小。

## 3. 资本及债务结构

### 资产

截至2015年底,公司资产总额152.43亿元,较上年底增长24.42%,增长主要来自流动资产;构成方面,流动资产占97.33%,较上年变动不大。公司资产以流动资产为主,符合行业特点。

跟踪期内,公司流动资产同比增长24.70%,截至2015年底为148.36亿元,增长主要是由于公司药品流通规模的扩大所带来的应收账款、预付账款和存货的增加。

截至2015年底,公司货币资金20.30亿元,较上年底增长18.70%,其中所有权受到限制的银行承兑汇票保证金和银行借款保证金9.36亿元。

由于医药销售业务规模的不断扩大,跟踪期内,公司应收账款、预付账款(主要为货款)和存货具规模均有大幅上升,分别同比增长

21.50%、30.08%和 28.87%。截至 2015 年底分别为 63.84 亿元、14.43 亿元和 36.09 亿元。截至 2015 年底,公司应收账款净额为 63.84 亿元,其中一年以内的占 98.23%,共计提坏账准备比例为 1.31%,整体账龄短。截至 2015 年底,公司存货全部为库存商品,原值为 36.23 亿元,对库存商品计提存货跌价准备 1403.30 万元。

截至 2015 年底,公司非流动资产 4.07 亿元,较上年底增长 15.29%,增长主要来自固定资产的购买。截至 2015 年底,公司固定资产原价 3.95 亿元,主要为房屋建筑物(占 43.23%)、机器设备(占 25.55%)、办公设备及其他设备(占 18.64%)、运输工具(占 12.58%);公司计提累计折旧合计 1.91 亿元,减值准备 788.82 万元,账面净值 1.96 亿元。

截至 2016 年 3 月底,公司资产总额 166.85 亿元,较 2015 年底增长 9.36%,流动资产和非流动资产占比较 2015 年底变动不大;其中应收账款增长较快(较 2015 年底增长 28.87%),主要由于公司账款回收具有周期性,年底随着对账款的集中处理,应收账款水平将有所回落。

总体看,跟踪期内,公司资产规模稳步增长,资产构成以流动资产为主。流动资产中,应收款项和存货占比较大,应收款项快速增长且规模大,存货全部为库存商品;非流动资产以固定资产为主。总体看,公司整体资产质量一般。

#### 所有者权益

所有者权益方面,跟踪期内,公司所有者权益合计同比增长 9.67%,增长主要来自未分配利润的增长和盈余公积规模的扩大。截至 2015 年底,公司所有者权益合计 25.39 亿元,其中归属于母公司所有者权益 23.27 亿元,其中实收资本占 30.08%,资本公积占 16.20%,盈余公积占 15.21%,未分配利润占 38.48%。公司权益稳定性一般。

截至 2016 年 3 月底,公司所有者权益合计 26.43 亿元,较 2015 年底增长 4.08%;其中归属于母公司所有者权益 24.25 亿元,较 2015 年

底增长 4.20%,构成变化不大。

#### 负债

负债方面,跟踪期内,公司负债同比增长 27.86%;截至 2015 年底,公司负债合计 127.04 亿元,其中流动负债占 99.69%,非流动负债占 0.31%。公司负债以流动负债为主。

跟踪期内,公司流动负债同比增长 27.69%至 126.62 亿元,增长主要是由于药品流通规模增加带来的应付票据、应付账款规模的扩大以及补充流动资金所形成的短期借款和其他流动负债(短期融资券)规模的增加。

截至 2015 年底,公司短期借款 43.39 亿元,占流动负债的 34.26%,同比增长 15.70%,其中信用借款占 76.57%,保证借款占 19.15%,应收账款质押借款占 4.28%。

截至 2015 年底,公司应付票据同比增长 30.36%至 29.49 亿元,主要为银行承兑汇票(占 80.65%);应付账款同比增长 19.57%至 42.23 亿元,主要是应付供应商款。

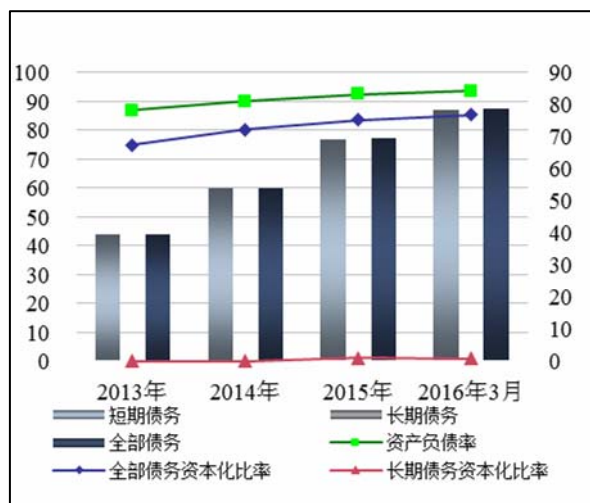
截至 2015 年底,公司其他流动负债为 2015 年 12 月发行的 4 亿元短期融资券。

跟踪期内,公司非流动负债保持较小规模,截至 2015 年底,公司非流动负债 0.39 亿元,主要为长期应付款(应付融资租赁款) 0.27 亿元。

截至 2016 年 3 月底,公司负债合计为 140.43 亿元,较上年底增长 10.54%;其中流动负债占比 99.74%,结构变动不大。其中短期借款较 2015 年底增长 15.70%至 52.43 亿元;其他流动负债增长至 8.00 亿元,主要是 2016 年 3 月公司成功发行 4 亿元“16 广州医药 CP001”。

跟踪期内,公司债务构成以短期债务为主,截至 2015 年底,公司全部债务总额 77.24 亿元,其中短期债务 76.97 亿元,长期债务(应付融资租赁款) 0.27 元;截至 2016 年 3 月底,由于短期借款规模的上升,公司全部债务和短期债务均增加,分别为 87.52 亿元和 87.27 亿元,长期债务 0.25 亿元。

图3 近年来公司债务情况



资料来源：公司审计报告

从债务指标看，跟踪期内，公司资产负债率和全部债务资本化比率均呈小幅上升态势，截至2015年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为83.34%和75.26%；截至2016年3月底，上述指标分别为84.16%和76.81%。公司整体负债水平较高。

总体看，公司负债以流动负债为主，应付款项占比大；公司债务以短期债务为主，整体负债水平较高。

#### 4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2015年，公司流动比率和速动比率均有小幅下降，分别为117.15%和88.65%；2016年3月底，由于存货增速较快，以上该指标变动至116.21%和92.34%。2015年，受益于经营活动现金流净额规模的上升，公司经营现金流动负债比同比0.17上升个百分点1.05%。考虑公司应收账款规模较大且短期债务增长较快，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，由于债务规模的上升，2015年，公司EBITDA利息倍数小幅下降至2.25倍；全部债务/EBITDA小幅上升至12.14倍。总体看，公司对全部债务的保护能力一般。

截至2016年3月底，公司无对外担保。

公司与各家银行保持着密切的合作关系，

截至2016年3月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为131.53亿元，尚未使用的额度为51.81亿元。总体看，公司间接融资渠道较为畅通。

#### 5. 对存续期内债券偿还能力分析

截至目前，公司存续期内债券共有2只，分别为4亿元“15广药CP001”和4亿元的“16广州医药CP001”（以下简称“存续期债券”），待偿还总额为8亿元。

截至2015年底，扣除使用受限的货币资金后，公司现金类资产18.59亿元，是存续期内债券的2.32倍；截至2016年3月底，扣除使用受限的货币资金后，公司现金类资产是存续期内债券的2.59倍。公司现金类资产对存续期内债券的覆盖能力较强。

2015年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对存续期内债券的保护倍数分别为42.54倍和0.17倍。公司经营活动现金流入量规模大，对存续期内债券的覆盖程度较高。

#### 6. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》（银行版），截至2016年6月20日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信息中存在5笔关注类和不良类信贷记录；根据银行出具的说明，公司过往债务履约情况良好。

#### 7. 抗风险能力

公司是中国华南地区医药流通行业的龙头企业，经营规模大，上游厂商和下游客户资源较为丰富，物流配送体系先进，质量管理体系健全，区域市场份额高。

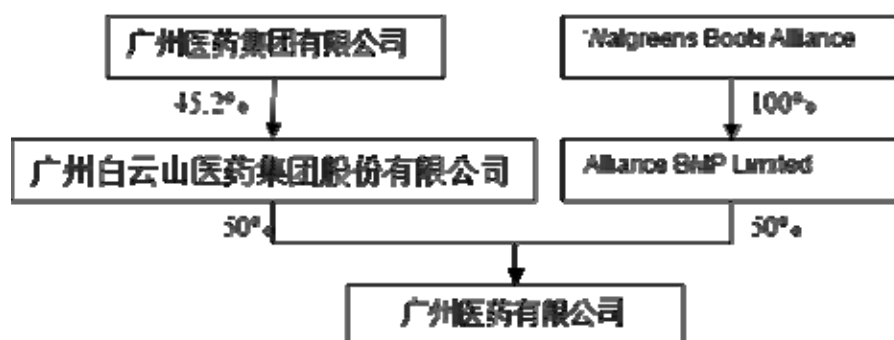
跟踪期内，公司资产规模和收入规模稳步增长，负债水平较高，盈利能力有待提高，短期偿债能力较强。未来随着中国医疗体制改革逐步深化，公司面临了良好的外部环境，综合竞争力进一步提升。

基于以上分析，公司整体抗风险能力较强。

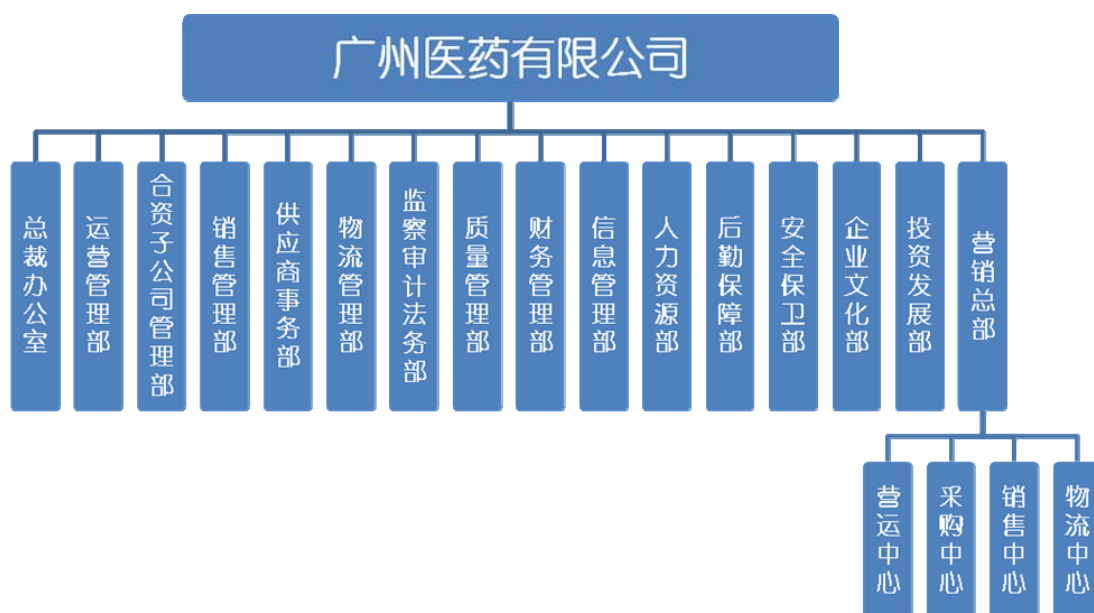
## 十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级 AA，评级展望为稳定，并维持“15 广药 CP001”和“16 广州医药 CP001” A-1 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



## 附件 2 公司主要财务指标

| 项目             | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>    |        |        |        |            |
| 现金类资产(亿元)      | 16.19  | 17.29  | 18.59  | 20.72      |
| 资产总额(亿元)       | 97.77  | 122.51 | 152.43 | 166.85     |
| 所有者权益(亿元)      | 21.17  | 23.15  | 25.39  | 26.43      |
| 短期债务(亿元)       | 43.81  | 60.13  | 76.97  | 87.27      |
| 长期债务(亿元)       | 0.00   | 0.03   | 0.27   | 0.25       |
| 全部债务(亿元)       | 43.81  | 60.16  | 77.24  | 87.52      |
| 营业收入(亿元)       | 228.43 | 262.39 | 293.93 | 88.08      |
| 利润总额(亿元)       | 2.65   | 2.90   | 3.12   | 1.39       |
| EBITDA(亿元)     | 4.47   | 5.43   | 6.34   | --         |
| 经营性净现金流(亿元)    | 1.95   | 0.87   | 1.32   | -8.06      |
| <b>财务指标</b>    |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数(次)    | 4.62   | 4.84   | 4.50   | --         |
| 存货周转次数(次)      | 9.52   | 9.79   | 8.67   | --         |
| 总资产周转次数(次)     | 2.34   | 2.38   | 2.14   | --         |
| 现金收入比(%)       | 113.19 | 114.34 | 115.70 | 84.87      |
| 营业利润率(%)       | 5.06   | 5.21   | 5.36   | 5.13       |
| 总资本收益率(%)      | 5.34   | 5.13   | 5.05   | --         |
| 净资产收益率(%)      | 9.01   | 8.95   | 9.27   | --         |
| 长期债务资本化比率(%)   | --     | 0.13   | 1.05   | 0.94       |
| 全部债务资本化比率(%)   | 67.43  | 72.21  | 75.26  | 76.81      |
| 资产负债率(%)       | 78.35  | 81.10  | 83.34  | 84.16      |
| 流动比率(%)        | 123.28 | 119.96 | 117.15 | 116.21     |
| 速动比率(%)        | 93.53  | 91.72  | 88.65  | 92.34      |
| 经营现金流动负债比(%)   | 2.54   | 0.88   | 1.05   | --         |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 2.86   | 2.47   | 2.25   | --         |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 9.80   | 11.08  | 12.14  | --         |

注：1.公司 2016 年一季度财务数据未经审计；2.公司计入其他流动负债的短期融资券以及计入其他应付款的融资租赁款已纳入相关债务计算；3.现金类资产已剔除使用受限的货币资金。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

| 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%<br>(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%                                                                              |
| 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+应付票据+一年内到期的长期(非流动) 负债

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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

| 级别设置 | 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 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场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。

| 级别设置 | 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                 |