

信用等级公告

联合[2016] 337 号

联合资信评估有限公司通过对广州医药有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

广州医药有限公司
主体长期信用等级为
AA

特此公告。



广州医药有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

评级时间: 2016 年 3 月 8 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年9月
资产总额(亿元)	77.71	97.77	122.51	132.07
所有者权益(亿元)	19.10	21.17	23.15	24.76
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(亿元)	31.57	43.81	60.13	48.06
营业收入(亿元)	193.33	228.43	262.39	218.91
利润总额(亿元)	2.31	2.65	2.90	2.27
EBITDA(亿元)	3.77	4.47	5.43	--
营业利润率(%)	4.96	5.06	5.21	5.12
净资产收益率(%)	8.86	9.01	8.95	--
资产负债率(%)	75.42	78.35	81.10	81.25
全部债务资本化比率(%)	62.30	66.92	72.20	66.00
流动比率(%)	128.55	123.28	119.96	119.91
全部债务/EBITDA(倍)	8.37	9.58	11.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.02	2.86	2.47	--

注: 2015 年三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

荣毅 谭心远

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,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在区域市场份额、上下游资源、信息化和物流配送、经营规模和股东支持等方面具备的优势。同时,联合资信也关注到公司目前应收款项规模大且增长较快、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。未来几年,公司经营业绩有望稳步提高,综合竞争力进一步提升。联合资信对公司评级展望为稳定。

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. 中外双方股东在资金、供货渠道和下游客户资源等方面给予公司大力支持。
3. 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;近年来公司经营规模不断扩大。
4. 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。

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. 近年来,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。
4. 目前公司应收账款和存货占比大,资产流动性一般;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、广州医药有限公司主体长期信用等级自 2016 年 3 月 8 日至 2017 年 3 月 7 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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2015年9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。公司实际控制人为广药集团和 Walgreens Boots Alliance（见附件1-1）。

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2015年9月底，公司本部设有16个部门（见附件1-2），合并范围内全资和控股子公司20家。截至2015年9月底，公司共有员工1592人。

截至2014年底，公司（合并）资产总额122.51亿元，所有者权益合计23.15亿元（其中少数股东权益2.04亿元）；2014年，公司实现营业收入262.39亿元，利润总额2.90亿元。

截至2015年9月底，公司（合并）资产总额132.07亿元，所有者权益合计24.76亿元（其中少数股东权益2.04亿元）；2015年1~9月，公司实现营业收入218.91亿元，利润总额2.27亿元。

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。

二、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗

下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年

初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年 GDP 增长 6.9%，居民消费价格增长 1.4%。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“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，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

三、行业及区域经济环境

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。

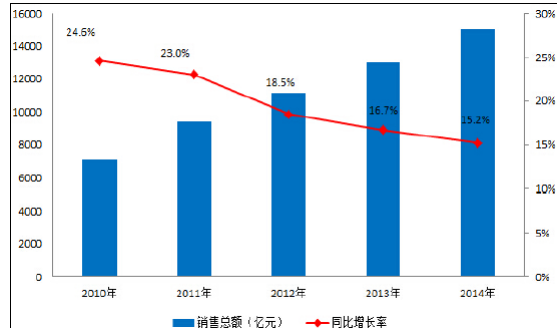
1. 医药商业发展概况

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，释放了国内的医疗需求，并带动了药品需求的增长。根据商务部发布的《2014 年药品流通行业运行统计分析报告》，2014 年，中国药品流通市场销售规模继续提高，增长幅度有所降低。全年药品流通行业销售总额 15021 亿元，同比增长 15.2%，增速较 2013 年下降 1.5 个百分点，其中药品零售市场 3004 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.1%，增幅回落 2.9 个百分点。行业经过近 20 年的扩容发展和内部激烈竞争，集中度得到一定提升，逐渐形成全国性和区域性垄断结合的竞争格局。

以药品流通直报企业经营数据来分析药品流通行业经营效益，2014 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 11321 亿元，同比增长 15.4%，增幅回落 1.6 个百分点；实现利润总额 247 亿元，同比增长 14.8%，增幅回落 1.2 个百分点；平均毛利率 6.8%，同比上升 0.1 个百分点；平均费用率 5.3%，同比上升

0.2 个百分点；平均利润率 1.7%，与上年基本持平。

图 1 2010~2014 年药品流通行业销售趋势



资料来源：中国医药商业协会

从经营模式看，目前医药流通企业可以分为批发（调拨）和纯销（包含对医疗终端、零售终端和居民的销售）两种，纯销业务因为配送费率较高，毛利率一般可以达到 6~8%，下游客户主要以医院客户为主，回款周期相对较长，一般在 3~6 个月以上；调拨业务毛利率相对纯销业务较低，一般在 4% 以下，回款周期相对较短。2014 年，对批发（调拨）销售额为 6426 亿元，占销售总额的 42.8%，比上年降低 0.3 个百分点；纯销（包含对医疗终端、零售终端和居民的销售）为 8596 亿元，占销售总额的 57.2%，比上年增加 0.3 个百分点。

从集中度看，根据 2011 年颁布的《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015）》，至 2015 年要形成一至三家年销售额过千亿的全国性大型医药商业集团，20 家年销售额过百亿的区域性药品流通企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发总额 85% 以上。2014 年前 100 位药品批发企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模为 65.9%，同比提高 1.6 个百分点，其中前三位药品批发企业占 30.9%，同比提高 1.2 个百分点；主营业务收入 100 亿元以上的批发企业占同期全国医药市场总规模的 48.8%，比上年提高 4.3 个百分点。2013 年公布的新修订《药品经营质量管理规范》（简称 GSP）对药品仓储、运输、购销全链条提出了更高要求，并于 2013 年 6 月正式实施，过

渡期截至 2016 年，过渡期之后仍未达标的企业药品经营活动将被停止。新版 GSP 的实施将有利于进一步提高行业集中度。总体看，中国医药流通行业基本形成了三大版图，全国性大型企业已具雏形，中型企业区域化布局，小型企业面临较大的生存压力。

表 1 2014 年度医药流通前 10 强企业名单

医药流通企业排名	
1	中国医药集团总公司
2	华润医药商业集团有限公司
3	上海医药（集团）股份有限公司
4	九州通医药集团有限公司
5	广州医药有限公司
6	重庆医药（集团）股份有限公司
7	南京医药股份有限公司
8	华东医药股份有限公司
9	四川科伦医药贸易有限公司
10	浙江英特药业有限责任公司

资料来源：中国医药商业协会

从销售品类看，在七大类医药商品销售中，以药品类销售为主。2014 年，药品类销售额占七大类医药商品销售总额的 73.8%；其次为中成药类占 14.6%，中药材类占 4.0%、医疗器械类占 3.6%、化学试剂类占 1.3%、玻璃仪器类占 0.2%、其他类占 2.5%。

2014 年，全国六大区域销售总额比重分别为：华东 39.1%、华北 17.0%、中南 21.6%、西南 13.0%、东北 5.1%、西北 4.2%；其中华东、华北、中南三大区域销售额占到行业销售总额的 77.7%，同比下降 0.9 个百分点。2014 年，销售额居前 10 位的省市依次为：北京、上海、广东、浙江、江苏、安徽、山东、重庆、河南、云南；10 省市销售额占全国销售总额的 64.3%，同比下降 0.3 个百分点。

表 2 国内医药流通企业市场格局

区域	省份及直辖市	主要流通企业
华东	上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东	上海医药、国药控股、南京医药、华东医药、安徽华源
华北	北京、天津、河北、山西、内蒙古	北医股份、国药股份、国药控股、太平集团
华南	广东、海南、广西	一致药业、 广州医药
华中	河南、湖北、湖南	九州通、长沙双鹤、国药控股
西南	重庆、四川、贵州、云南、西藏	重庆医药、桐君阁、云南医药
东北	辽宁、吉林、黑龙江	哈药集团医药、国药控股
西北	山西、甘肃、青海、宁夏、新疆	新疆新特药、兰州医药、青海医药

资料来源：中信证券

从配送结构看，随着相关政府主管部门先后颁布医药物流的行业标准和新版 GSP，2014 年各药品流通企业继续加大在物流建设上的投入，加快发展现代物流和第三方物流业务，同时提高自有配送能力，减少了委托及非自有配送比例。据不完全统计，截至 2014 年 12 月底，29 个省市区已建成现代医药物流中心 237 个，建筑面积为 501.06 万平方米；在建现代医药物流中心 64 个，建筑面积为 166.26 万平方米。2014 年，药品批发直报企业商品配送总额 9460 亿元，其中自有配送中心配送额占 82.5%，非自有配送中心配送额占 17.5%，非自有配送中心配送额占比较上年降低 2.3 个百分点；物流费用 103 亿元，其中自主配送物流费用占 84.0%、委托配送物流费用占 16.0%，委托配送物流费用占比较上年降低 2.1 个百分点。非自有配送中心配送额和委托配送物流费用占比下降是由于直报系统企业中大型药品流通企业加大自身物流建设，提高自有配送能力，减少了委托及非自有配送比例。物流费用占企业三项费用（营业费用、管理费用、财务费用）总额的 18.5%，与上年相比增加了 2.1 个百分点，占营业费用的比例为 32.2%，与上年相比增加了 1.7 个百分点。基本药物配送额为 1374 亿元，其中对本省配送金额占比 87.24%，对外

省配送金额占比 12.76%。

从线上线下企业数量来看，电子商务与医药流通的结合更为紧密，据国家食品药品监督管理总局统计，截至 2014 年 12 月 31 日，全国累计共有 353 家企业拥有食品药品监管部门发放的《互联网药品交易服务资格证书》，与 2013 年同期相比增加 154 家，增加幅度创历史新高。从业务形式看，B2C（向个人消费者提供药品）的发展最为迅速，全国累计共有 264 家企业拥有交易证照，比 2013 年增加 127 家；B2B（与其他企业进行药品交易）的发展相对缓慢，全国累计共有 73 家企业具有交易证照，比 2013 年增加 22 家。第三方交易服务平台加速发展，全国累计共有 16 家平台具有交易证照，比 2013 年增加 5 家。

2. 行业政策

近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。总体看，医疗改革仍是主线，其推动的基本药物目录、全国医保目录，公立医院改革等政策，将促进医药需求量增长和支付制度的改进，基本药物目录品种放量增长、医药行业产业结构调整、医药行业“十二五”规划和公立医院改革将对医药行业产生结构性和全面的促进作用。

表 3 近年来相关医药政策汇总

发布时间	国家部委	相关政策	政策描述	对行业的影响
2012 年 4 月	卫生部	《抗菌药物临床应用管理办法》	从 2012 年 8 月起，开始实行抗菌药物临床应用分级管理制度，具体划分为非限制使用、限制使用、特殊使用三级管理。	使得抗菌药物限用走向常态化，将逼迫许多医药企业进行调整和转型。

2012年9月	国家发改委	《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》	提出按照建机制、控费用、调结构、强监管的原则，通过取消药品加成、调整医疗服务价格、改革收付费方式和落实政府办医责任。	县级公立医院改革开始进入实质性阶段，其中提出革除药品加成，改为服务收费和政府补助两个补偿渠道，将对医药行业产生长远影响。
2012年9月	商务部	批准《商业特许经营管理规范零售业》等48项国内贸易行业标准的公告	《药品批发企业物流服务能力评估指标》、《零售药店经营服务规范》、《药品流通企业诚信经营准则》、《药品流通行业职业经理人标准》、《药品流通企业通用岗位设置规范》等五个药品流通行业标准	规范药品流通行业，促进药企进行转型和调整
2013年2月	卫生部	《药品经营质量管理规范》	供应链全程管控，全面质量管理与全员质量管理，强化冷链管理，药品储运环节全面实现温湿度自动监测、记录、跟踪、报警管理，药品流通管理的的信息技术应用以及质量管理要求进行了具体规定。	对药企要求更严，特别是增强了流通环节药品质量风险控制能力，这将是药品批发和零售企业的一次大洗牌，促使医药商业集中度提升。
2013年3月	卫生部	2012年版《国家基本药物目录》	药品品种扩容，新版基药目录在原来09版307种的基础上扩容至500多种，中西药各增加100种左右新版基药。目录适用范围不仅限于基层使用，亦扩展至二、三级医院并明确使用比例。注重与医保（新农合）支付能力相适应，确保基本药物较高的比例报销。	奠定了实施基本药物制度的基础。新目录中化学药品和生物制品数量与世界卫生组织现行推荐的基本药物数据相近，能够更好服务基层医疗卫生机构。扩展
2013年7月	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革2013年主要工作安排》	2013年医改指导性文件，积极推进“十二五”医改规划，统筹基本公共卫生服务均等化、医疗卫生资源配置、医疗卫生信息化、药品生产流通和医药卫生监管体制等方面的配套改革。	全面实施“十二五”医改规划，巩固已有成果，在重点领域和关键环节取得新突破。
2014年5月	国家食品药品监局	《互联网食品药品经营监督管理办法(征求意见稿)》	互联网药品经营者应当按照药品分类管理规定的要求，凭处方销售处方药	全面放开网上开售处方药和“零门槛”网上售药经营门槛
2014年9月	商务部、发改委、卫计委等6部门	《关于落实2014年度医改重点任务提升药品流通服务水平和效率工作的通知》	加快清理和废止阻碍药品流通行业公平竞争的政策规定，构建全国统一市场；采取多种方式推进医药分开；鼓励零售药店发展和连锁经营；增强基层和边远地区的药品供应保障能力。	有效遏制“回扣”这一非法竞争手段；鼓励零售药店发展和连锁经营；鼓励医药流通企业向第三销售终端配送药物。
2015年4月	国务院办公厅	《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》	取消县级公立医院药品加成收；鼓励各地结合实际探索县乡村一体化配送；	全面推开县级公立医院综合改革。
2015年5月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	充分发挥公立医院公益性质和主体作用，切实落实政府办医责任，着力推进管理体制、补偿机制、价格机制、人事编制、收入分配、医疗监管等体制机制改革；统筹优化医疗资源布局、构建合理就医秩序、推动社会办医。	药占比进一步下降利好零售和批发终端；用药结构会面临调整，医疗服务价格有望提升；医疗信息化程度加深。

2015年5月	发改委、卫生计生委、人社部、财政部、商务部、工信部、食品药品监管总局	《关于印发推进药品价格改革意见的通知》	2015年6月1日起取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成。	原享有单独定价的高价基药企业会受到影响，竞争可能会使其降低价格以便通过招标。
2015年10月	国务院办公厅	《关于第一批取消62项中央指定地方实施行政审批事项的决定》	涉及医疗领域的项目包括取消基本医疗保险定点零售药店资格审查。	有利于品牌连锁药店跨省拓展及业绩增长，业内整合重组将更加频繁。

资料来源：联合资信整理

3. 行业关注

药品价格招标模式压缩行业利润空间

随着医改政策的陆续出台并实施，传统盈利模式面临极大挑战，国家实行基本药物制度对药品流通行业的影响显著。部分省份实行基本药物由招标选择的配送企业统一配送、省级人民政府确定本地区基本药物统一采购价格。由于基本药物价格基数低、配送成本高、配送网点分散且物流量巨大，医药流通企业必须实行统一配送，实现规模经营，否则难以盈利。

行业监管提高了进入壁垒

新版《药品经营质量管理规范》（GSP）提高了医药流通企业的标准，对医药配送和零售企业提出了更高的软硬件要求，包括信息化系统、药品仓储、配送环境、药品采购、质量管理等方面。新版GSP的出台意味着医药流通行业将面临一次大的优胜劣汰的洗牌，将有大批不合格企业面临淘汰，而大型龙头企业有机会进一步壮大，有利于促进行业的整合，提升行业集中度。

现代医药物流和延伸服务加速发展

2011年5月出台的《医药流通十二五规划纲要》提出将引导企业向医疗机构和生产企业延伸现代医药物流服务，对公司的供应链建设、信息化管理等提出了更高要求。企业战略将转向供应链的拓展、物流配送效率的提高、流通成本的控制和增值服务的延伸。

医药流通市场竞争将由单个品种、单个企业的竞争发展成供应链竞争，其范围不再仅局

限在渠道网点的多少、价格的高低和关系资源的强弱，而是在发展战略、购销调存等核心环节、业务的组织与创新、增值服务的延伸、品牌经营管理等所有环节全面展开，竞争形式则转向企业的基本运作、市场覆盖力、物流配送、信息处理能力、客户服务和品牌经营能力等综合实力的较量。

4. 行业发展

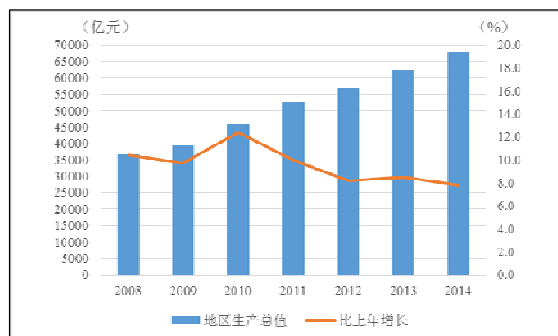
从短期看，各级政府将逐渐加大对医改的资金支持，政府投入的加大将有效拉动未来医药医疗需求。从中期看，新医改政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及行业集中度继续提高这三大政策效应将逐步显现。批发类企业方面，行业格局已基本形成，各优势企业加强价值创新、信息化和物流建设体系、形成网络的快速发展阶段即将来临；零售类企业方面，创新服务内涵（如个性化药学服务和高值药品直送服务）、大健康产业将成为未来发展趋势。

总体看，各项行业政策的出台和实施，使医药流通企业在运作模式和价值创造方面面临重大调整，行业上下游资源将进一步向全国性及区域型企业集中，行业进入门槛将提高，产业结构的调整优化将加快，对行业的未来发展将产生深远影响。

5. 区域经济环境

公司位于广东省广州市。广东省位于中国华南地区乃至东南亚经济圈的中心地带。2014 年全省实现地区生产总值（GDP）67792.24 亿元，比上年增长 7.8%。其中，第一产业增加值 3166.67 亿元，增长 3.3%，对 GDP 增长的贡献率为 1.7%；第二产业增加值 31345.77 亿元，增长 7.7%，对 GDP 增长的贡献率为 49.1%；第三产业增加值 33279.80 亿元，增长 8.2%，对 GDP 增长的贡献率为 49.1%。三次产业结构为 4.7:46.2:49.1。分区域看，粤东、粤西、粤北分别占 6.9%、7.9%、6.3%。

图 2 近年广东省经济发展情况



资料来源：联合资信根据《广东省 2014 年国民经济与社会发展统计公报》整理

2014 年，广东省全年固定资产投资 25928.09 亿元，比上年增长 15.9%。分投资主体看，国有经济投资 5816.52 亿元，增长 10.8%；民间投资 15065.02 亿元，增长 20.3%；港澳台、外商经济投资 3145.21 亿元，增长 8.1%。分地区看，珠三角地区投资 17542.28 亿元，增长 14.6%；东翼投资 2910.51 亿元，增长 32.3%；西翼投资 2533.33 亿元，增长 30.0%；山区投资 2941.98 亿元，增长 26.7%。2014 年，广东省全年地方公共财政预算收入 8060.06 亿元，增长 13.9%；其中，税收收入 6505.89 亿元，增长 12.9%。

从广州市范围来看，2014 年，广州市实现地区生产总值（GDP）16706.87 亿元，按可比价格计算，比上年（下同）增长 8.6%。其中，第一产业增加值 237.52 亿元，增长 1.8%；第

二产业增加值 5606.41 亿元，增长 7.4%；第三产业增加值 10862.94 亿元，增长 9.4%。第一、二、三次产业增加值的比例为 1.42:33.56:65.02。三次产业对经济增长的贡献率分别为 0.3%、30.9%和 68.8%。

总体看，广东省及广州市较高的经济发展水平为公司发展提供了良好的外部环境。

四、基础素质

1. 产权状况

截至 2015 年 9 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；公司实际控制人为广药集团和 Walgreens Boots Alliance。

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。近年来，公司资产规模和经营业绩稳步增长，2014 年公司资产总额和营业收入达到 122.51 亿元和 262.39 亿元。根据中国医药商业协会公布的 2014 年度医药流通前 10 强名单，公司排名第五。2014 年，国内最大的单体医药物流中心——广州医药有限公司狮山物流中心整体上线；公司荣获中国药品流通行业“最佳质量管理创新奖”、“最佳物流管理创新奖”、“最佳信息化实践奖”、“最佳对医疗机构服务奖”及

“最佳医药电子商务奖”五个奖项。

3. 人员素质

公司董事长 John Kallend 先生,英国国籍,1957 年出生,于 1989 年 6 月加入公司,现任沃博联副总裁,供应商关系及服务总监。曾任 Alloga 总经理;Alliance UniChem 批发业务区域总监;Alliance UniChem 葡萄牙区总经理;UniChem 区域总经理;UniChem 业务分支总经理;8 年物流行业从业经验,在运营及商务方面有丰富经验。

公司总裁于景辉先生,1956 年出生,在医药行业拥有超过 30 年的工作经验,先后担任广州市医药公司药品批发部营业副主任、副经理;公司副经理、副总经理、副总裁等;2010 年起任公司总裁。

截至 2015 年 9 月底,公司共有员工 1592 人,其中销售人员占 21.04%。按年龄结构划分,30 岁以下、30~50 岁和 50 岁以上的人员分别占 53.39%、37.94%和 8.67%,公司以中青年员工为主;按学历构成划分,本科及以上学历占 47.68%,大专学历占 23.49%,中专及以下学历占 28.83%。

总体看,公司员工以中青年员工为主,销售人员占比大,符合公司经营特点。公司主要领导素质高、领导力强,行业从业经历长,管理经验丰富。

4. 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 2015 年 9 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 20 家医疗机构的现代医药物流延伸服务。

2013 年,公司狮山现代物流中心建成,狮山物流中心是满足商业分销业务的大型现代化药品物流中心,采用磁引导式高位叉车作业、采取高位立体货架系统,综合运用物联网技术、穿梭车货架系统、窄巷道高位存储系统、亮灯拣选系统、输送和自动分拣系统等业界最先进的物流技术,全机械化物流作业,收发存储能力强,仓储面积约 3 万平方米,可存储 70 万件药品,大幅度提升公司物流网络的仓储能力。

5. 公司资质

国家对于医药流通行业企业资质审批要求严格,公司先后获得国家食品药品监督管理局颁发的《中华人民共和国药品经营许可证》和《中华人民共和国药品经营质量管理规范认证证书》,以及根据广东省食品药品监督管理局粤食药检通专〔2009〕71 号《关于同意广州医药有限公司开展第三方药品现代物流业务的批复》,同意公司开展第三方药品现代物流业务。2009 年 4 月,公司正式启动 ISO 认证的工作,并根据 ISO9001:2008 新版 ISO 标准,建立了完善的、符合国际标准的,侧重于公司物流服务、管理软件开发和相关信息服务的质量管理体系。2009 年 12 月,公司顺利通过 ISO 认证审核。2014 年 3 月,广州医药向国家工业化和信息化局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。

6. 股东支持

作为中外合资企业，公司实际控制人广州医药集团有限公司与沃尔格林联合博姿集团（Walgreens Boots Alliance，以下简称“沃博联公司”）给予公司在资金、上游厂商和下游客户资源等方面大力支持。

广药集团是广州市政府授权经营管理国有资产的国有独资公司，以中西成药制造和销售为主营，包括中西药品、医疗器械、生物医药、保健食品和卫生材料与医药整体相关产品的研制开发和生产销售，兼营进出口贸易和房地产等产业，是广州市重点扶持发展的集科、工、贸于一体的大型企业集团，入选广东省 50 强企业和全国 500 强企业。广药集团原拥有“广州药业”（香港 H 股、上海 A 股上市）和“白云山”（深圳 A 股上市）两家上市公司及成员企业近 30 家。2013 年 5 月 23 日，广药集团旗下的广州药业在上交所交易大厅举行新增股份上市仪式，标志着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”，重组完成后的新广药是 A 股最大的医药类上市公司之一。截至 2014 年底，广药集团资产总额 147.93 亿元，净资产 82.22 亿元；2014 年实现营业收入 189.24 亿元，利润总额 14.67 亿元。截至 2015 年 9 月底，广药集团资产总额 158.22 亿元，净资产 83.48 亿元；2015 年 1~9 月实现营业收入 150.71 亿元，利润总额 11.99 亿元。

沃尔格林联合博姿集团是由沃尔格林和联合博姿两家公司于 2014 年 12 月正式合并而成。两家公司于 2012 年 6 月开始合作，同为业内领先的公司，拥有各自的标志性品牌，业务开展地域互补，有着共同的价值观，且因其经营医药批发和社区药店百余年累积下的历史声誉，提供的医药保健服务均广受民众信赖。合并后的沃博联公司年销售额超过 1000 亿美元，预计 2016 年达到 1300 亿美元。沃博联公司

有超过 37 万名员工，在超过 25 个国家开展业务；是美国和欧洲最大型的零售药店和保健日用品零售店。若将按权益法计算的股权投资计入在内，沃博联公司是全世界首屈一指、以药店为主导的健康保健零售商，拥有全球最大的医药零售连锁药店网络以及全球最大的医药批发分销网络，在 11 个国家拥有超过 12800 家门店，通过超过 340 家配送中心，向遍布 19 个国家的超过 18 万家药店、医生、保健中心和医院运送医药产品。此外，沃博联公司还是世界上最大的处方药和许多其他医药保健产品的采购商。公司旗下的零售和业务品牌组合包括沃尔格林（Walgreens）、杜安雷德（Duane Reade）、博姿（Boots）和联合医药（Alliance Healthcare），以及诸如 No7 和 Botanics 等日益全球化的健康美容产品品牌。此外，联合博姿将与美国沃尔格林公司一起，与美国的美源伯根公司结盟，形成新型、长期的合作伙伴关系；美源伯根公司是一家北美领先的医药批发公司；该项合作将进一步提高运营效率，为终端消费者、制药厂商和社区药店创造更大价值。总体看，沃博联与国际著名制药厂保持长期稳定的业务合作关系，为公司进口药品供货渠道提供了有力保障。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司为中外合资有限责任公司，中外双方股东于 2007 年根据《中华人民共和国中外合资经营企业法》及其实施条例、中国其他有关法律和法规签订了合资经营合同。根据公司章程，公司董事会是公司最高权力机构，决定公司一切重大事宜。公司董事会由 8 名董事组成，中外双方股东各 4 名，董事会设董事长 1 人，董事长由外方股东委派；每名董事享有一票表决权，董事长无一票否决权。

公司管理机构受总经理领导，总经理直接向董事会负责。中方股东在与外方股东协商后

提名总经理人选，外方股东在与中方股东协商后提名财务总监人选，均由董事会任命。

公司设2名监事，中外双方股东各自委派一名监事，公司董事和管理人员不得同时兼任公司监事。监事按《中华人民共和国公司法》和有关法规和规定履行职责，对公司的财务活动及经营管理行为进行监督，监事在履行其职责时，所有决定均应由两名监事在一致同意的情况下作出。

截至2015年9月底，公司本部设有总裁办公室、运营管理部、合资子公司、销售管理部、供应商事务部、物流管理部、监察审计法务部、质量管理部、财务管理部、信息管理部、人力资源部、后勤保障部、安全保卫部、企业文化部、投资发展部及营销总部16个部门，其中营销总部下设营运中心、销售中心、采购部和物流中心等4个业务部门。

总体来看，公司治理结构清晰明确，职能部门设置合理，内部职责分工明晰，组织结构设置能够满足公司经营管理的需要。

2. 管理水平

公司结合自身实际情况制定了《内部财务管理制度细则》，该细则对公司的货币资金管理、对外投资、资金筹措、对外担保等事项的规范运作进行了明确的规定。

对外投资方面，公司所有投资项目在确立前必须对项目发展前景、产品市场动态做全面分析。由公司办公室提出规范的项目可行性报告，并经企业有关部门进行论证，投资额大的项目要组织企业外的有关专家给予论证，在论证的基础上，先交总经理办公会议集体讨论，再提交董事会议审批通过。所有对外投资均须上报广州白云山审批。

库存管理方面，公司采用“逐一品种制订进货控制参数，以销定进，以进促销”的管理模式。在计划员确定首营品种后，采购员参照同类品种的市场销售情况，结合该品种的销售推广计划，设定进货控制参数，以参数指导库

存管理。一般情况下，首营半年内，以试销的方式进行购进，每次购进数量原则上是1到2件，根据实际销售情况进行手工调整。半年后，或进入平稳期后，设置参数自动计算上下限，低于下限报警时采购，超出上限采购要层级审批。为保证服务性品种的可供率，对于专供医院的小品种，提高安全库存为三个月甚至半年。对于滞销品种，采取削价、退换货等措施处理，降低不良库存比例。通过上述措施，实现“不积压，不脱销”的库存管理目标。

客户信誉额和应收账款管理方面，公司制订了《关于销售客户信誉额的管理规定》，有效加强销售客户的信誉额管理，合理制定客户的信誉额度、信誉天数，降低了公司资金运行风险和资金成本。根据客户类型，公司设定了相应的应收账款信誉天数，如医院纯销客户信誉天数不能超过120天；连锁客户信誉天数不能超过60天；拓展及大众单店客户信誉天数不能超过40天等。

对外担保方面，不得以公司的资产为公司的股东、股东的控股子公司、股东的附属企业或个人债务提供担保。为他人提供担保必须经董事会审批。对所属子公司的银行贷款担保和统借统还金融机构借款，应每年由所属子公司上报资金贷款需求计划，由财务部资金管理组评议财务风险意见，作出担保和统借统还方案或额度，交财务部例会讨论审核后，交总经理办公会议集体讨论，提交董事会审批，并作董事会书面决议。由董事会决议授权总经理，在额度内对每笔借款或对所属子公司的银行贷款担保的审批和签字。

总体来看，公司法人治理结构完善，内部管控力度大，管理水平较高。

六、经营分析

1. 经营现状

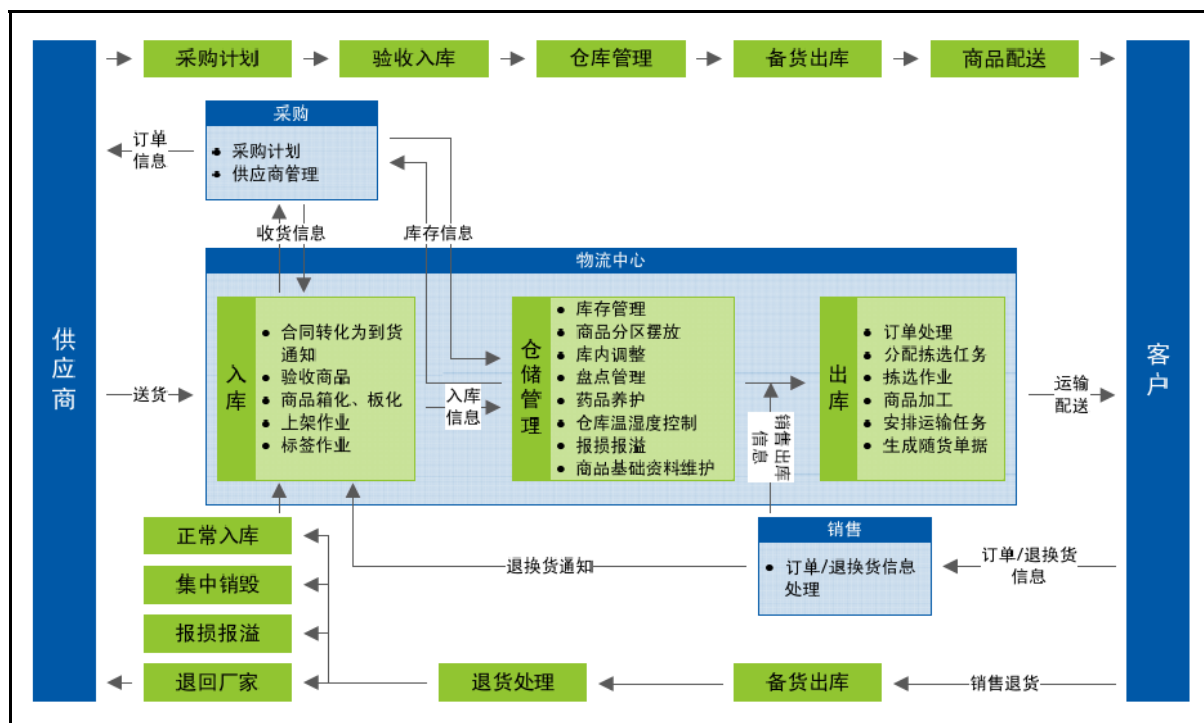
公司是目前中国医药流通领域最大的中外合资企业，拥有齐全的经营门类和品种，具备完善的经销网络，是华南区域医药流通龙头

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

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。

图3 公司经营模式



资料来源：公司提供

近年来，公司资产规模和经营业绩稳步增长，2012年~2014年，公司资产总额和实现营业收入分别年均复合增长25.56%和16.50%，2014年为到122.51亿元和262.39亿元。受益于规模效应，近三年公司毛利率水平稳步小幅上

升，2014年为5.21%左右。2015年1~9月，公司实现主营业务收入218.69亿元，同比增长11.69%，毛利率为5.11%，同比增加0.04个百分点。

表4 公司近年主营业务经营情况（万元）

项目	2012年		2013年		2014年		2015年1~9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	1932234.99	22.31%	2282975.16	18.15%	2621264.03	14.82%	2186886.00	11.69%
主营业务成本	1835230.16	22.32%	2166812.35	18.07%	2484626.50	14.67%	2075173.00	11.64%
主营业务毛利润	97004.83	22.08%	116162.81	19.75%	136637.53	17.63%	111713.00	12.64%
毛利率	5.02%	--	5.09%	0.07%	5.21%	0.12%	5.11%	0.04%

资料来源：公司提供

2. 药品采购

为了降低采购成本，控制产品质量，公司实行集中采购管理模式。公司采供中心主要负

责公司的集中采购，并协调、管理省内下属子公司的小额自主采购计划和业务活动。公司现有采购渠道以向上游药品生产企业直接采购为

主，由供应商负责采购途中的费用 and 产品质量。

在采购政策方面，公司严格执行药品购进程序，确保向合法的企业购进合法和质量可靠的药品。认真审查供货单位的法定资格、生产或经营范围和质量信誉，考察其履行合同的能力，必要时会对其进行现场考察，签订质量保证协议书，协议书中注明购销双方的质量责任，并明确有效期限。

同时，公司在采购新品种时采用少量试销的政策，以减少产品滞销、库存积压、资金被长期占用的风险。在采购具有稳定的客户需求、销量较大的常规品种时，公司采取“按需采购”的原则，根据近期销量、现有存货可销天数等因素，按月调整采购计划，避免造成存货积压。

在采购价格保护措施方面，公司在采购部分药品或医疗器械时，会与供应商商定价格保护条款，即所采购的药品或医疗器械的销售价格低于采购价格时，由供应商提供价差补偿，以保证公司一定比例的利润率。

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%。随公司业务规模的扩大，近 3 年公司前 5 大供应商采购金额逐年上升，占总采购额的比例稳定在 10%~11% 左右。2015 年 1~9 月，公司前五大供应商采购额占比为 10.74%，集中度变化不大，仍处于较低水平。

表 5 近年来公司前五大供应商情况（亿元、%）

年份	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
前 5 大供应商合计 采购	23.08	24.63	31.27	23.77
公司年度采购总额	203.38	239.25	286.50	221.28
占总采购额比例	11.35	10.29	10.91	10.74

资料来源：公司提供

3. 物流配送

公司是行业内首家建立现代药品物流中心的，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。

2004 年，公司建成全国首家医药商业现代药品物流中心——黄金围现代药品物流中心；该物流中心引进德国西门子物流输送系统、RF（无线射频）拣选系统、自动温控中央空调等先进物流技术，采用自主研发的医药物流信息管理系统，功能期权、机械化和智能化程度较高，仓容面积约 2.6 万平方米，其中冷库容积达 1000 立方米，可储存商品 16 万件，日均进出商品约 2 万件。广州市、珠三角地区可实现 7-12 小时配送（紧急订单响应时间 1-2 小时）；省内边远城市实现 24 小时配送；省外邻近城市实现 48 小时配送。

2009 年 9 月，公司租用的位于广佛交界处的物流中心—三山仓首期投入使用。该仓库地处珠三角核心位置，拥有 5 层高位立体货架，12000 多个托盘位。目前该物流中心的库存周转天数 30 天，存储量 42 万件，品种数超过 6000

个，日均出入库量 6 万件，日处理订单数最大值 1 万条，差错率控制在万分之一以内；专业的配送车队全天候配送至全国 1 万多家客户，日均 1070 家。

2013 年，公司建成国内最大的单体医药物流中心——狮山现代物流中心；该物流中心采用磁引导式高位叉车作业、采取高位立体货架系统，综合运用物联网技术、穿梭车货架系统、窄巷道高位存储系统、亮灯拣选系统、输送和自动分拣系统等业界最先进的物流技术，全机械化物流作业，收发存储能力强，仓储面积约 3 万平方米，可存储 70 万件药品。

近年来，公司先后在广东深圳、江门、汕头、东莞建立区域配送中心，区域配送中心可存储约 1 万件药品，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

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。

在销售策略方面，公司根据客户的类型、年度采购量、信用状况等因素制定不同的销售策略。公司的市场开发策略是充分发挥品种齐全、高效的物流配送及良好的增值服务等优势，有计划地开发客户，赢得客户的认可，从而逐

步与客户建立长期合作关系。公司着重于对终端客户的开发及维护，对大医院的服务重点走高端路线，打造学术特色；对中小医院重点走普及路线，提供信息交流；在商业分销领域注重推进二三级终端的控制；并与宣传、培训等工作全面结合，形成竞争优势；在零售连锁领域采取门店经营，二十四小时为社区居民服务，其定价策略与门店的地理位置、社区消费人群的收入水平相关。

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、西北地区占营业总收入比重分别约为 7%，华东地区占比 4.5% 左右，华北和东北地区的销售额占比较小。

表 6 公司主营业务按地区分布情况（万元）

地区	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-9 月
华南地区	1556992	1791432	2047986	1744537
华北地区	40026	47165	57434	37820
东北地区	19676	25059	28730	18020
华东地区	89721	98390	117980	96725
西南地区	90856	165366	185628	153327
西北地区	134964	155563	183506	136456
合计	1932235	2282975	2621264	2186886

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，但呈下降趋势（见表 7）。

表 7 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	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~9 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	4.21	0.09	5.64	0.14	4.30	0.13	3.29
中成药	19.03	1.88	18.68	2.70	19.68	3.04	18.22	3.33
西药	167.60	5.08	201.22	5.05	232.28	5.20	191.62	5.09
医疗器械	2.27	13.18	2.77	11.29	3.17	11.10	2.78	9.68
其他	4.23	12.52	5.54	11.55	6.86	9.19	5.93	9.18
合计	193.22	5.02	228.30	5.09	262.13	5.21	218.69	5.11

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。从毛利率情况看，医院客户、商业分销和零售客户的销售毛利率2014年分别为5.61%、1.85%和15.40%。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，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100天；其中医院客户平均账期126天，商业分销客户平均账期90天，零售客户客户平均账期66天，处于行业平均水平。

表8 近年来公司下游客户分布和盈利情况（单位：%）

项目	2012年		2013年		2014年		2015年1~9月	
	占主营业务收入比重	毛利率	占主营业务收入比重	毛利率	占主营业务收入比重	毛利率	占主营业务收入比重	毛利率
医院客户	44.46	5.68	43.67	5.83	43.52	5.61	46.41	6.14
商业分销	54.18	1.27	54.99	1.65	55.14	1.85	52.11	3.80
零售客户	1.36	17.64	1.34	17.98	1.34	15.40	1.48	12.9
合计	100.00	5.02	100.00	5.09	100.00	5.21	100.00	5.11

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2012~2014年，公司销售债权周转次数波动下降、存货周转次数波动上升、总资产周转次数波动下降。上述指标三年加权平均值分别为5.00次、9.60次和2.47次；2014年，上述指标分别为4.84次、9.79次和2.38次。总体来看，公司经营效率尚可。

6. 在建工程与未来发展

表9 公司重点在建及未来投资规划项目（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	截至2015年9月底已完成投资	投资计划		
			2015年10-12月	2016年	2017年
白云物流项目（一期）	4.80	0.50	0.02	1.10	1.59

资料来源：公司提供

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，截至2015年9月底已

投资0.50亿元，2015年10~12月计划投资0.02亿元，2016年和2017年分别计划投资1.10亿元和1.59亿元；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。

公司始终坚持以“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。

公司未来发展的总体思路围绕“承前启后、转型升级、创新发展”为主线，坚持内涵式发展与外延式发展两种增长方式，致力开拓经营、管理和资本等三个方面的创新，全方位打造批发业务、零售业务、医疗器械以及创新业务等四大板块；坚持企业转型升级，重视提升服务能力，加快实现经营创新，科学整合内外资源，逐步形成具有医药公司特色的现代医药服务链，推动公司走上规模持续增长、效益保持领先、人才储备充足的现代发展道路，使公司成为华南地区网络最全、服务最优、地位领先的现代医药服务企业。

公司未来发展计划与保障措施包括加快并购步伐，促进服务本地化；向终端为主转型，

坚持提升终端覆盖率和控制力；坚持服务转型，在双方股东支持下，全力推进现代医药物流服务延伸项目，提升公司价值；打造品种体系，建构与供应商的战略伙伴关系；坚持“健康美丽”，大力发展零售业务；把握新医改契机，加快器械化医疗设备业务发展；增强组织绩效，提高整体运营效率；提高物流能力，实现一体化协同配送；推进IT一体化，打造实用信息平台；完善考核激励机制，构造人力资源体系；严格控制风险，保证经营质量和安全；创新企业文化，营造和谐氛围。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年财务报表均已经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2015 年三季度财务报表未经审计。

从合并报表范围变化情况来看，2013 年公司合并范围新增 2 家子公司，分别为广西广药新时代医药有限公司、江门广药侨康医药有限公司；2014 年公司合并范围新增 3 家子公司，分别为湖北广药吉达医药有限公司、广州医药（香港）有限公司和健民国际有限公司；2015 年三季报合并范围新增子公司珠海广药康鸣医药有限公司。总体看，公司合并报表新增公司规模较小，近年来财务可比性较强；以下财务分析将以 2014 年合并报表数据为主。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 122.51 亿元，所有者权益合计 23.15 亿元（其中少数股东权益 2.04 亿元）；2014 年，公司实现营业收入 262.39 亿元，利润总额 2.90 亿元。

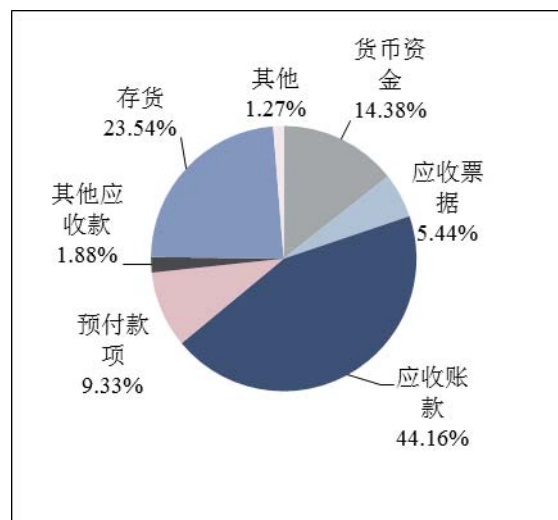
截至2015年9月底，公司（合并）资产总额132.07亿元，所有者权益合计24.76亿元（其中少数股东权益2.04亿元）；2015年1~9月，公司实现营业收入218.91亿元，利润总额2.27亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额快速增长，年均复合变动率为 25.56%。截至 2014 年底，公司资产总额 122.51 亿元，同比增长 25.30%，其中流动资产占 97.12%，非流动资产占 2.88%。公司资产以流动资产为主，符合行业特点。

2012~2014 年，公司流动资产年均复合增长 25.73%。截至 2014 年底，公司流动资产 118.98 亿元，较上年底增长 26.09%。流动资产构成以货币资金（占 14.38%）、应收票据（占 5.44%）、应收账款（占 44.16%）、预付款项（占 9.33%）和存货（占 23.54%）为主。

图4 截至2014年底流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金快速增长，年均复合变动率为 35.61%。截至 2014 年底，公司货币资金 17.10 亿元，同比增长 33.85%，其中所有权受到限制的货币资金占 36.78%，占比较高。

2012~2014 年，公司应收票据波动增长，年均复合变动率为 18.95%。截至 2014 年底为 6.48 亿元，同比下降 1.06%，主要由银行承兑汇票和商业承兑汇票构成，分别占 31.17%和 68.83%，均为一年内到期。

2012~2014 年，随着公司业务规模的扩大及医院客户占比较高，公司应收账款快速增

长,年复合变动率为 25.30%。截至 2014 年底,公司应收账款净额为 52.54 亿元,同比增长 22.34%;主要为应收客户货款,其中账龄在 1 年以内的占 98.81%;综合计提比例为 1.13%,计提比例较低;前五名集中度为 6.05%,每家账面余额不超过 1.50%。总体看,近年来,公司应收账款增长较快,规模较大,一定程度占用公司运营资金;构成以医院客户为主,整体账龄短、集中度低,风险较小。

表10 2014年底公司应收账款前五位情况

(单位:万元、%)

客户名称	账面余额	占比
中山大学附属第三医院	7436.00	1.42
广东省第二人民医院	6900.00	1.31
北京科园信海医药经营有限公司	6014.00	1.14
华润广东医药有限公司	5818.00	1.11
梅州市人民医院	5593.00	1.06
合计	31761.00	6.05

资料来源:公司提供

近三年,公司预付款项快速增长,年复合变动率为 51.93%。截至 2014 年底,公司预付款项 11.10 亿元,同比大幅增长 65.97%,主要为预付货款,公司预付款项账龄在 1 年以内的占 99.73%。

近三年,公司其他应收款快速增长,年复合变动率为 101.96%。截至 2014 年,公司其他应收款为 2.24 亿元,同比增长 119.50%,主要由关联方往来款构成,账龄主要在一年以内(占 77.43%),综合计提比例为 0.88%。

2012~2014 年,公司存货快速增长,年复合变动率为 15.20%。截至 2014 年底,公司存货净额 28.01 亿元,同比增长 22.99%;公司存货全部为库存商品。2014 年底,公司对库存商品计提存货跌价准备 815.47 万元,综合计提比例为 0.28%,计提比例偏低,有一定存货跌价风险。

近三年,公司其他流动资产保持相对稳定,分别为 1.46 亿元、1.61 亿元和 1.52 亿元,由留抵增值税构成。

2012~2014 年,公司非流动资产快速增长,年复合变动率为 20.07%。截至 2014 年底,

公司非流动资产 3.54 亿元,同比增长 3.57%。非流动资产构成以固定资产(占 42.33%)和无形资产(占 24.63%)和商誉(占 13.92%)为主。

2012~2014 年,公司固定资产有所增长,年复合变动率为 7.92%。截至 2014 年底,公司固定资产账面价值为 1.49 亿元,主要为房屋及建筑物(占 50.34%)、机器设备(占 17.45%)、办公设备及其他设备(占 16.78%)。公司固定资产原值为 3.27 亿元,累计折旧合计 1.69 亿元,减值准备 788.82 万元。

截至 2014 年底,公司无形资产 0.87 亿元,主要以土地使用权构成,占 73.56%;公司商誉 0.49 亿元,同比变化不大。

截至 2015 年 9 月底,公司资产总额 132.07 亿元,较上年底增长 7.80%,主要来自于应收账款的增长。资产构成与 2014 年底相比变化不大,其中流动资产合计占 97.31%,非流动资产合计占 2.69%。流动资产构成中,仍以应收账款、存货和货币资金为主,其中应收账款 70.58 亿元,较上年底增长 34.34%,主要系销售规模扩大所致;货币资金为 9.95 亿元,较上年底下降 41.81%,主要系公司应收账款增长及当期偿还部分有息债务所致。

总体看,近年来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大,应收款项账龄短,存货计提比例偏低,资产流动性一般;非流动资产以固定资产、无形资产和商誉为主。总体看,公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益方面,2012~2014 年,公司所有者权益不断增长,年复合变动率为 10.08%。截至 2014 年底,公司所有者权益合计 23.15 亿元,同比增长 9.38%。公司归属于母公司所有者权益 21.11 亿元,其中实收资本占 33.16%,资本公积占 17.86%,盈余公积占 13.93%,未分配利润占 35.05%。截至 2014 年底,公司少

数股东权益 2.04 亿元。公司权益稳定性一般。

截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益合计 24.76 亿元，较 2014 年底增长 6.95%，主要来自于未分配利润的增长；其中归属于母公司所有者权益合计占 91.76%。与 2014 年底相比，归属于母公司所有者权益的构成变化不大。

负债方面，2012~2014 年，公司负债合计快速增长，年复合变动率为 30.20%。截至 2014 年底，公司负债合计 99.36 亿元，其中流动负债占 99.83%，非流动负债占 0.17%。公司负债以流动负债为主。

2012~2014 年，公司流动负债快速增长，年复合变动率为 30.16%。截至 2014 年底，公司流动负债 99.18 亿元，主要由短期借款（占 37.81%）、应付票据（占 22.80%）和应付账款（占 35.61%）构成。

2012~2014 年，公司短期借款增长迅速，年复合变动率为 25.07%；截至 2014 年底，公司短期借款 37.50 亿元，主要为信用借款（占 62.08%）和保证借款（29.44%）。

近三年，公司应付票据快速增长，年复合变动率为 72.52%。截至 2014 年底，公司应付票据 22.62 亿元，均为一年内到期，同比增长 93.29%，主要为银行承兑汇票（占 87.62%）。

2012~2014 年，随经营规模的扩大，公司应付账款快速增长，年复合变动率为 19.69%。截至 2014 年底，公司应付账款 35.32 亿元，较上年底增长 20.36%，主要是应付供应商款。

近三年，公司其他应付款快速增长，年复合变动率为 38.43%。截至 2014 年底，公司其他应付款 2.36 亿元，主要为运杂费和应付保理款等。

2012~2014 年，公司非流动负债有所增长，规模较小，截至 2014 年底，公司非流动负债 0.17 亿元，主要为递延收益。

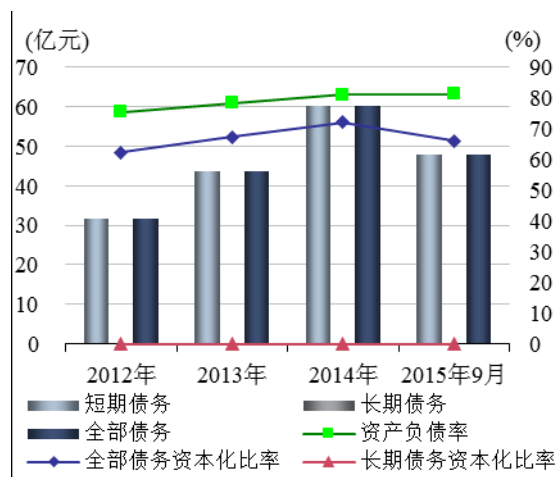
截至 2015 年 9 月底，公司负债合计为 107.31 亿元，较上年底增长了 8.00%，负债结构保持基本稳定。公司流动负债构成中，短期借款 31.61 亿元，较 2014 年底下降 15.70%；

为缓解下游客户（以医院客户为主）的占款压力，公司相应增加应付账款规模，截至 2015 年 9 月底，公司应付账款 56.49 亿元，较 2014 年底增长 59.96%；应付票据 16.41 亿元，较 2014 年底下降 27.43%，主要系到期承兑所致。

2012~2014 年，公司债务构成全部为短期债务，近年来债务规模不断上升，截至 2014 年底，公司全部债务总额 60.13 亿元，债务规模较大。

从债务指标看，2012~2014 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率均呈持续上升趋势，截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 81.10%和 72.20%；截至 2015 年 9 月底，上述指标分别为 81.25%和 66.00%，公司负债水平高。

图 5 2012~2015 年 9 月底公司债务情况



资料来源：公司财报

总体看，公司负债以流动负债为主，应付款项占比大；公司债务全部为短期债务，负债水平高。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入逐年稳步增长，年均复合增长率为 16.50%；2014 年，公司实现营业收入 262.39 亿元。同期，公司营业成本年均复合增长 16.34%，低于营业收入的增速；2014 年，公司营业成本为 248.47 亿元。从营业利润率看，近三年，公司营业利润率有所

增长，2014年为5.21%。

从期间费用来看，2012~2014年，公司期间费用快速增长，年复合变动率为22.49%。2014年，公司期间费用以销售费用为主；期间费用占营业收入的比重为4.10%，同比上升0.27个百分点。总的来看，公司期间费用控制力度较强。

2012~2014年，公司利润总额和净利润均持续增长，年复合变动率分别为12.00%和10.64%；2014年，公司分别实现利润总额和净利润2.90亿元和2.07亿元。

从盈利指标看，近三年，公司净资产收益率有所波动，分别为8.86%、9.01%和8.95%；同期，公司总资本收益率持续下降，三年分别为6.16%、5.94%和5.57%。

2015年1~9月，公司实现营业收入218.91亿元，较上年同期增长11.71%，占上年全年营业收入的83.43%；实现利润总额2.27亿元，较上年同期增长1.34%，占上年全年利润总额的78.28%；营业利润率为5.12%。

总体看，近年来公司收入利润规模稳步增长，但盈利能力较弱。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，2012~2014年，公司流动比率持续下降，速动比率波动下降，三年加权平均值分别为122.67%和92.42%，2014年底分别为119.96%和91.72%；2015年9月底分别为119.91%和93.53%，指标良好；近三年经营现金流动负债比波动增长，分别为0.25%、2.54%和0.88%。考虑到经营现金流入规模大，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年，公司EBITDA利息倍数呈下降趋势，分别为3.02倍、2.86倍和2.47倍；全部债务/EBITDA呈持续上升态势，分别为8.37倍、9.58倍和11.08倍。总体看，公司对全部债务的保护能力一般。

截至2015年9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2015年9月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为123.07亿元，尚未使用的额度为56.96亿元。总体看，公司间接融资渠道较为畅通。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业基本信用信息报告》（编号：20160226164803011），截至2016年2月26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

基于对公司自身经营和财务特点、广东省较高的经济发展水平，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

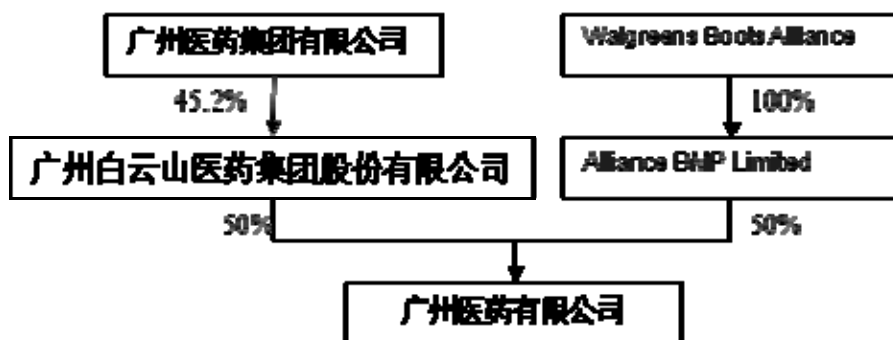
八、结论

公司是中国华南地区医药流通行业的龙头企业，经营规模不断扩大，上游厂商和下游客户资源较为丰富，质量管理体系健全，物流配送体系先进，区域市场份额高，供应链增值服务拓展处于行业领先。

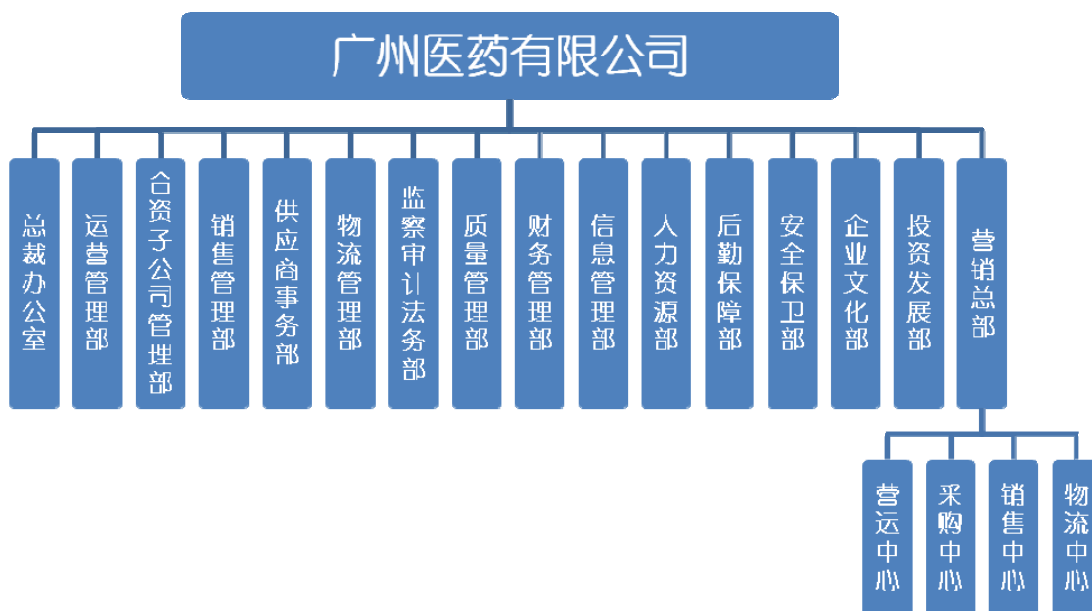
目前，公司法人治理结构完善，内部管控力度大，管理水平较高。近年来，公司资产规模和收入规模稳步增长，资产构成以流动资产为主，应收款项和存货占比较大，资产质量一般；负债水平高；盈利能力较弱；短期偿债能力较强。未来随着各级政府将逐渐加大对医改的资金支持，未来医药医疗需求将被有效拉动；新医改政策的集中实施将会促进医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及行业集中度继续提高；公司面临了良好的外部环境，综合竞争力进一步提升。

总体看，公司主体信用风险较低。

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 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.18	16.19	17.29	8.83
资产总额(亿元)	77.71	97.77	122.51	132.07
所有者权益(亿元)	19.10	21.17	23.15	24.76
短期债务(亿元)	31.57	43.81	60.13	48.06
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(亿元)	31.57	43.81	60.13	48.06
营业收入(亿元)	193.33	228.43	262.39	218.91
利润总额(亿元)	2.31	2.65	2.90	2.27
EBITDA(亿元)	3.77	4.47	5.43	--
经营性净现金流(亿元)	0.15	1.95	0.87	-6.13
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.08	5.22	4.84	--
存货周转次数(次)	8.70	9.88	9.79	--
总资产周转次数(次)	2.49	2.60	2.38	--
现金收入比(%)	114.92	113.19	114.34	108.54
营业利润率(%)	4.96	5.06	5.21	5.12
总资本收益率(%)	5.81	5.43	5.13	--
净资产收益率(%)	8.86	9.01	8.95	--
长期债务资本化比率(%)	--	--	--	--
全部债务资本化比率(%)	62.30	66.92	72.20	66.00
资产负债率(%)	75.42	78.35	81.10	81.25
流动比率(%)	128.55	123.28	119.96	119.91
速动比率(%)	92.51	93.53	91.72	93.53
经营现金流动负债比(%)	0.25	2.54	0.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.02	2.86	2.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.37	9.58	11.08	--

注：公司 2015 年三季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限货币资金；其他流动负债中的有息债务已计入短期债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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%
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+一年内到期的长期(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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 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

联合资信评估有限公司关于 广州医药有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）将在广州医药有限公司主体长期信用等级有效期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

广州医药有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。广州医药有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，广州医药有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注广州医药有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现广州医药有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如广州医药有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送广州医药有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零一六年三月八日