联合信用评级有限公司
医药流通行业季度研究报告

（2017 年 7 月 1 日至 2017 年 9 月 30 日）

联合评级医药行业组

一、三季度行业政策及行业要闻

1．全国“两票制”进展情况

进入11月份后，全国已有22个省全面或部分进入两票制执行期，包括：福建、安徽、重庆、青海、陕西、山西、宁夏、辽宁、天津、黑龙江、广西（试点城市）、四川、吉林、湖南、甘肃、云南（部分区域）、海南、河北、浙江、内蒙古、山东（6试点城市）、北京（试行），剩余的省区市也将在2018年内全部推行。

2．三季度主要省市“两票制”进展情况

北京

9 月 25 日，北市公布《北京市进一步改革完善药品生产流通使用政策的实施方案》（以下简称《方案》），《方案》是「国 17 条」的北京落地版，共 23 条，涵盖药品生产、流通、使用三方面，涉及到药品研发、注册、生产、准入、采购、流通、使用、报销等环节的全流程管理规范。《方案》提出，北京将按照国家公立医院改革试点城市要率先推行“两票制”要求，争取到 2017 年底在全市推开，这是北京市首次明确两票制的实施时间。《方案》强调要集中整治流通领域挂靠、过票行为；在推动药品流通企业转型升级方面，将打破医药产品市场分割、地方保护，支持药品流通企业跨地区、跨所有制兼并重组，培育大型现代药品流通骨干企业；强化对医院药品回款期限的监管；推动落实药品出厂价格信息可追溯机制，将药品流向、价格变化以及发票、税收处于各部门的监管之下。

浙江省

7 月 18 日，浙江省发布《调整公立医疗机构在线交易产品配送关系正式公告》（以下简称《公告》），要求：药品生产企业应按照配送企业的承诺配送区域进行选择，需先选取具有全省配送能力的配送企业 1 家及以上，再选择具有设区市或县（市、区）配送能力的配送企业，原则上总数不得超过 50 家（生产企业自行配送不占名额）。《公告》还强调：“视配送关系调整后药品供应实际和‘两票制’实施情况，在‘两票制’过渡期满或 2018 年初，适时开展配送关系微调工作”。这意味着，浙江省未来将逐步提高全省区域的配送集中度，配送商数量限制将进一步收紧。此外，《公告》提出“集团型企业应以集团为单位作为选择对象”的规定，与浙江两票制方案中“流通集团型企业在销售全资（控股）子公司生产的药品时视为生产企业”的规定相一致。这意味着对符合条件的集团内部（既有上游厂家又有下游配送链）来说，从生产到流通可以不计一票，在票据等财务管理上，大大增加了操作空间。

东北三省

7 月 21 日，辽宁、吉林、黑龙江三省联合印发两票制药品采购文件，三省将联合开展“两票制”认定工作，统一在吉林省药械采购服务平台进行网上注册，执行同一界定结果，在这个过程中违法违纪的企业，将被同时拉入三省黑名单，2 年内不得准入。根据之前三省已发的两票制试行方案，辽宁、黑龙江二省方案基本一致，但吉林则与这二省有细微差别：（1）吉林将上市许可认定为生产企业，而辽宁、黑龙江没有；（2）吉林正式执行两票制时间是 10 月 1 日，而辽宁、黑龙江则是在 9 月 1 日；（3）辽宁没有豁免边远基层机构增加一票，而吉林和黑龙江有此豁免。

天津市

7 月 25 日，天津市医药采购中心下发《关于落实执行“天津市公立医疗机构药品采购推行两票制实施方案（试行）”有关工作要求的通知》（以下简称“《通知》”），《通知》明确该天津市 8 月 31 日前为执行“两票制”过渡期，9 月 1 日起，全部天津市公立医疗机构药品采购执行“两票制”。《通知》要求，8 月 1 日起，参与药品集中采购的药品生产（流通）企业需登录“天津市医药采购应用管理综合平台-招标系统”做出执行“两票制”的承诺。9 月 1 日起，未在系统上操作确认承诺书的药品生产（流通）企业，不得参与网上集中采购工作。

二、三季度医药流通企业财务状况分析

2017 年前三季度，医药流通样本企业资产、收入和利润规模进一步扩大，盈利能力整体保持稳定；截至 2017 年 9 月底，医药流通样本企业债务规模和杠杆水平较 2016 年 9 月底均有所提升。

为方便研究，本文选取了自 2015 年起医药流通业务收入占营业收入比重 70%以上的 20 家上市公司作为财务状况分析样本进行比较与分析，其中医药流通零售企业 4 家，医药流通批发企业 16 家。

资产规模方面，截至 2017 年 9 月底，受医药流通企业资产及权益规模持续扩张影响，样本企业经营规模同比进一步扩大，总资产合计 3,391.09 亿元，较上年底增长 21.62%，资产规模增幅较大的主要有国药股份、海王生物和瑞康医药，全部系并购活动后合并报表范围扩大所致。

收入和利润规模方面，2017 年前三季度，样本企业营业收入合计 3,697.51 亿元，同比增长 23.70%，除人民同泰营业收入小幅下降 6.06%外，样本企业收入同比均呈增长趋势；2017 年前三季度，样本企业净利润合计 124.53 亿元，同比增长 33.02%，除第一医药由 0.42 亿元下降至 0.37 亿元外，样本企业净利润同比均呈增长趋势。

盈利能力方面，2017 年前三季度，样本企业净资产收益率中值为 8.55%，较上年同期小幅提升 0.31 个百分点；销售费用率中值 7.81%，较上年同期提高 1.36 个百分点，整体盈利能力较为稳定。

债务负担方面，截至 2017 年 9 月底，样本企业有息债务合计 773.53 亿元，较 2016 年 9 月底增长 44.04%，医药流通企业对资金周转要求较高，经营和收入规模扩大增加了其债务融资的需求；样本企业资产负债率中值为 58.02%，较上年底上升 2.49 个百分点，财务杠杆水平有所上升，其中资产负债率较高的为南京医药和英特集团，均超高 70%。

三、医药流通行业债券市场跟踪

2017 年 7~9 月，医药流通企业整体运行情况良好，未发生违约、行业内企业级别下调等情况；2017 年 7~9 月医药流通行业债券发行规模较 2017 年 4~6 月增长 140.00%，2017 年 10~12 月即将

到期债券规模较大。

1．2017 年 7~9 月一级市场新发债医药流通企业情况

2017 年 7~9 月，医药流通企业发债合计 11 笔，涉及规模共计 72.00 亿元，涉及发行主体 5 家，其中主体级别 AAA 的 1 家，主体级别 AA+的 2 家，主体级别 AA 的 2 家。

表 1　2017 年 7~9 月一级市场医药流通企业新发债券情况（单位：亿元、年、%）

债券类型	债券简称	发行日期	到期日期	发行面额	利率	期限	主体评级	债券评级
超短期融资债券	17 海王生物 SCP001	2017-09-26	2018-06-25	10.00	6.30	0.74	AA	--
中期票据	17 海正 MTN001	2017-09-12	2020-09-13	5.00	5.69	3.00	AA+	AA+
期融资债券	17 一心堂 CP001	2017-09-11	2018-09-12	4.00	5.08	1.00	AA	A-1
中期票据	17 海王生物 MTN001	2017-08-17	2020-08-22	8.00	6.48	3.00	AA	AA
期融资债券	17 九州通 CP001	2017-08-11	2018-08-15	10.00	4.70	1.00	AA+	A-1
超短期融资债券	17 九州通 SCP004	2017-08-10	2017-12-29	8.00	4.58	0.38	AA+	--
超短期融资债券	17 南新工 SCP001	2017-07-31	2018-04-29	5.00	4.56	0.74	AAA	--
期融资债券	17 海王生物 CP001	2017-07-10	2018-07-11	6.74	5.30	3.00	AA	A-1
中期票据	17 九州通 MTN002	2017-07-10	2020-07-12	1.26	--	3.00	AA+	AA+

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

2．2017 年 7~9 月二级市场医药流通企业信用评级变动情况

本期间无医药流通企业主体及债项信用评级变动情况。

3．2017 年 7~9 月医药流通企业到期债券基本情况

2017 年 7~9 月，医药流通企业到期债券合计 5 笔，涉及规模共计 36.00 亿元。

表 2　2017 年 7~9 月医药流通企业到期债券情况（单位：亿元、年、%）

证券简称	发行人中文名称	到期日期	发行总额	票面利率	债券期限	最新债项评级	最新主体评级	最新评级展望
16 南新工 CP001	南京新工投资集团有限责任公司	2017-08-19	15.00	2.80	1.00	A-1	AAA	稳定
16 一心堂 SCP001	云南鸿翔一心堂药业	2017-09-16	4.00	5.99	0.74	--	AA	稳定
16 南京医药 SCP009	南京医药股份有限公司	2017-08-13	4.00	3.42	0.74	--	AA	稳定
16 九州通 CP001	九州通医药集团股份有限公司	2017-08-23	10.00	2.89	1.00	A-1	AA+	稳定
16 南京医药 CP002	南京医药股份有限公司	2017-09-06	3.00	3.19	1.00	A-1	AA	稳定

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

4．2017 年 10~12 月医药流通行业将到期债券基本情况

2017 年 10~12 月，医药流通企业到期债券合计 9 笔，涉及规模共计 51.30 亿元。

表 3　2017 年 10~12 月医药流通企业到期债券情况（单位：亿元、年、%）

证券简称	发行人中文名称	到期日期	发行总额	票面利率	债券期限	最新债项评级	最新主体评级	最新评级展望

12 南新工 MTN2	南京新工投资集团有限责任公司	2017-10-17	10.00	5.41	5.00	AA+	AAA	稳定
12 九州通	九州通医药集团股份有限公司	2017-10-22	16.00	5.70	5.00	AA+	AA+	稳定
17 南京医药 SCP001	南京医药股份有限公司	2017-10-25	4.00	4.45	0.25	--	AA	稳定
16 九州通 CP002	九州通医药集团股份有限公司	2017-11-09	9.00	3.07	1.00	A-1	AA+	稳定
15 富康连锁 02	青海省富康医药连锁有限公司	2017-11-18	0.06	10.50	2.00	--	--	稳定
15 富康连锁 01	青海省富康医药连锁有限公司	2017-11-18	0.10	10.50	2.00	--	--	稳定
15 富康连锁 03	青海省富康医药连锁有限公司	2017-12-13	0.14	10.50	2.00	--	--	稳定
17 九州通 SCP004	九州通医药集团股份有限公司	2017-12-29	8.00	4.58	0.38	--	AA+	稳定
15 纳通 01	北京纳通科技集团有限公司	2017-12-31	4.00	5.00	2.00	AA	AA	稳定

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

四、四季度医药流通行业展望

从行业规模来看，医药流通行业整体规模将保持增长态势；**从行业集中度来看，**随着两票制的全面施行，龙头企业借助资本力量积极进行业务扩张，行业集中度将继续提升，上海医药、九州通、国药一致、瑞康医药等全国性及区域龙头企业市场占有率有望进一步提高；**从企业财务状况来看，**随着行业集中度的提升，行业内的全国或区域性龙头的医药流通企业的资产和权益规模将继续提升，行业内企业规模差距可能进一步加大。随着行业内的全国或区域性龙头的医药流通企业进行大规模的业务覆盖区域扩张和全国性的、区域性的药品物流园区和配送中心的建设，相关企业的资金需求可能加大，负债水平可能提升，现金流状况可能趋紧。随着医疗机构药品“零差率”政策的进一步落实，企业利润率可能逐步有所回落；**从企业信用水平来看，**随着行业集中度的提升，行业内具有规模优势的龙头企业的信用水平有望提升，行业内企业信用水平分化可能进一步加速。

研究报告声明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合评级在自身所知情范围内，与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合评级对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本研究报告版权为联合评级所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合信用评级有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合评级将保留向其追究法律责任的权利。