



# 华润医药商业集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行可续 期公司债券（第二期）信用评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20224222D-01

---

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

## 跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注本次债券发行人经营或财务状况变化等因素，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）和交易所网站予以公告。
- 在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2022 年 12 月 26 日

发行人

华润医药商业集团有限公司

本期债项评级结果

AAA

发行要素

本期债券发行总额不超过 15 亿元（含 15 亿元），基础期限为 2 年，以每 2 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 2 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券；在公司不行使递延支付利息权的情况下，本期债券采用单利计息，付息频率为按年付息；若公司未行使续期选择权，本期债券到期一次性偿还本金。本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。募集资金拟全部用于偿还公司到期债务。

评级观点

中诚信国际肯定了华润医药商业集团有限公司（以下简称“华润医药商业”或“公司”）外部发展环境良好、行业龙头地位稳固、股东实力强且对公司支持力度大、2021 年以来收入水平不断提升及盈利指标处于行业内良好水平等方面的优势。同时中诚信国际也关注到医药流通行业市场竞争日趋激烈、财务杠杆处于较高水平、短期债务占比较高及应收账款及存货对资金形成一定占用等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

#### 正面

- 外部发展环境良好
- 公司已连续多年位列医药批发业企业主营业务收入前3名，行业龙头地位稳固
- 公司系华润（集团）有限公司（以下简称“华润集团”）医药商业业务板块的发展平台，股东实力强，对公司支持力度大
- 2021年以来收入水平不断提升，盈利指标处于行业内良好水平

#### 关注

- 医药流通行业市场竞争日趋激烈
- 财务杠杆处于较高水平，且短期债务占比较高
- 应收账款及存货规模较大，对营运资金形成一定占用

项目负责人：程方誉 fycheng@ccxi.com.cn

项目组成员：袁悦颖 yyyuan@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

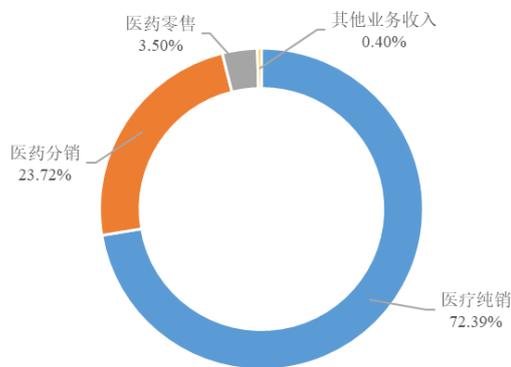
华润医药商业（合并口径）	2019	2020	2021	2022.6
总资产（亿元）	1,027.67	1,072.08	1,178.00	1,320.98
所有者权益合计（亿元）	162.78	220.03	234.37	245.46
总负债（亿元）	864.89	852.05	943.63	1,075.52
总债务（亿元）	500.97	484.13	522.65	610.68
营业总收入（亿元）	1,526.62	1,516.18	1,674.20	872.07
净利润（亿元）	14.28	17.97	15.13	10.29
EBIT（亿元）	44.93	47.10	42.20	--
EBITDA（亿元）	49.84	52.21	51.12	--
经营活动净现金流（亿元）	33.33	19.99	38.53	-71.46
营业毛利率(%)	7.58	7.86	6.88	6.83
总资产收益率(%)	--	4.49	3.75	--
资产负债率(%)	84.16	79.48	80.10	81.42
总资本化比率(%)	75.48	68.75	69.04	71.33
总债务/EBITDA(X)	10.05	9.27	10.22	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.08	2.25	2.43	--
FFO/总债务(X)	0.05	0.07	0.08	-0.26*

注：1、中诚信国际根据华润医药商业提供的其经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表整理。其中，2019 年、2020 年财务数据分别采用了 2020 年、2021 年审计报告期初数，2021 年财务数据采用了 2021 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他应付款、长期应付款中的带息债务。

## 发行人概况

公司前身系北京医药股份有限公司，成立于 2000 年 12 月 27 日，2012 年 9 月公司更至现名。经过多次股权变更及股东增资后，公司原自然人股东和法人股东北京众济生保健品有限责任公司于 2012 年 11 月将持有的公司 8.53% 和 0.49% 股权转让给股东华润医药投资有限公司（以下简称“华润医药投资”），股权转让完成后，公司成为华润集团旗下医药板块经营主体华润医药集团有限公司（以下简称“华润医药集团”）的全资子公司。目前，公司作为华润集团医药商业业务板块的发展平台，以医疗纯销、医药分销和医药零售为核心业务，亦从事物流配送以及提供医药供应链解决方案服务。根据中国医药商业协会信息，2021 年公司在全国药品批发企业主营业务收入排名中位列第 3 位，当年实现营业总收入 1,674.20 亿元，近三年营业总收入复合增长率为 4.72%。

图 1：2021 年营业总收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 2：近年来营业总收入走势



资料来源：公司报表，中诚信国际整理

**产权结构：**自成立以来，股东北京医药集团有限责任公司（以下简称“北京医药集团”）和华润医药投资曾多次对公司进行增资，于 2012 年、2017 年及 2020 年分别按照原股权比例对公司增资 5.88 亿元、40.00 亿元和 40.00 亿元；截至 2022 年 6 月末，公司注册资本及实收资本均为 91.92 亿元，北京医药集团持有公司 88.671% 的股份，是公司的控股股东，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

表 1：公司主要子公司情况（亿元、%）

全称	持股比例	2021 年（末）			
		总资产	净资产	营业总收入	净利润
华润河南医药有限公司	100.00	145.38	22.37	177.26	2.93
华润广东医药有限公司	70.00	140.37	20.59	298.53	5.77
华润山东医药有限公司	100.00	125.10	18.08	172.49	1.44

注：自然人陈威廉及周睦分别持有华润广东医药有限公司 29.7535% 及 0.2465% 的股份。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 本期债券概况

本期债券发行总额不超过 15 亿元（含 15 亿元），基础期限为 2 年，以每 2 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 2 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券；在公司不行使递延支付利息权的情况下，本期债券采用单利计息，付息频率为按年付息；若公司未行使续期选择权，本期债券到期一次性偿还本金。本期债券在破产清算

时的清偿顺序劣后于公司普通债务。募集资金拟全部用于偿还公司到期债务。

**续期选择权：**本期债券基础期限为 2 年，以每 2 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 2 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。公司续期选择权的行使不受次数的限制。公司将于本次约定的续期选择权行使日前至少 30 个交易日，披露续期选择权行使公告。

**票面利率调整机制：**如果公司行使续期选择权，本期债券后续每个周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，累计跳升幅度不超过 300 个基点。

**递延支付利息选择权：**本期债券附设公司递延支付利息选择权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息或其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。公司决定递延支付利息的，将于付息日前 10 个交易日发布递延支付利息公告。

**强制付息事件：**付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红（按国有资产管理相关规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。

**利息递延下的限制事项：**若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：（1）向普通股股东分红（按国有资产管理相关规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。

**赎回选择权：**除下列情形外，公司没有权利也没有义务赎回本期债券：（1）公司因税务政策变更进行赎回；（2）公司因会计准则变更进行赎回。公司如果进行赎回，将以票面面值加当期利息及递延支付的利息及其孳息（如有）向投资者赎回全部本期债券。赎回的支付方式与本期债券到期本息支付相同，将按照本期债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，按照债券登记机构的相关规定办理。

公司根据企业会计准则和相关规定，经对发行条款和相关信息全面分析判断，在会计初始确认时将本期债券分类为权益工具<sup>1</sup>；由于募集资金用途为偿还公司本级及下属子公司有息债务，若本期债券成功发行，预计不会增加公司有息债务规模，但债务结构将有所优化。

## 发行人信用质量分析概述

**中诚信国际认为，2021 年以来我国经济保持增长、人口老龄化进一步加剧、医疗保健重视程度加强和居民收入水平提高，药品刚性需求旺盛，加之疫情防控态势良好，医药流通行业增速保持恢复态势；随着医改持续深化，行业集中度不断提升，整体呈现转型升级、高质量发展态势。**

随着经济增长和人口老龄化的加快，我国医药行业持续发展。2021 年随着国内和国际新冠病毒疫苗和相关诊断试剂销售大幅增长，加之疫情防控态势良好扭转了终端药品市场的负增长状态。2021 年全国药品流通市场销售规模稳步增长，增速逐渐恢复至疫情前水平。据商务部药品流通

<sup>1</sup> 本期债券申报会计师安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）已对上述会计处理情况出具专项意见。

行业管理系统数据显示，2021 年全国七大类医药商品销售总额 26,064 亿元（含税），扣除不可比因素同比增长 8.5%；其中，药品零售市场销售额为 5,449 亿元，扣除不可比因素同比增长 7.4%；药品批发市场销售额为 20,615 亿元，扣除不可比因素同比增长 8.65%。

图 3：近年来全国七大类医药商品销售总额情况



资料来源：商务部，中诚信国际整理

医药卫生体制改革不断深化带动行业规模效应逐渐凸显，药品批发企业行业集中度持续提升，2021 年药品批发企业主营业务收入前 100 位占同期全国医药市场总规模的 74.5%，同比提高 0.8 个百分点。其中，4 家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 44.2%，同比提高 1.6 个百分点。2021 年以来在带量采购常态化和深入化、器械带量采购的推行影响下，药品流通企业利润空间继续被压缩，具备较强资金实力、拥有较全面的网络覆盖和综合服务能力的大型流通企业规模优势得到体现，未来行业集中度或将进一步提升，行业结构将不断优化。同时，在新政策及新市场的驱动下药品流通企业亦将提升自身核心竞争力，实现从传统的药品分销商向高质量的医药供应链服务商，进而向健康综合服务商转型升级的全产业链运行模型。

表 2：医药批发企业主营业务收入前 10 强

位序	2019 年度	2020 年度	2021 年度
1	中国医药集团有限公司	中国医药集团有限公司	中国医药集团有限公司
2	上海医药集团股份有限公司	上海医药集团股份有限公司	上海医药集团股份有限公司
3	华润医药商业集团有限公司	华润医药商业集团有限公司	华润医药商业集团有限公司
4	九州通医药集团有限公司	九州通医药集团有限公司	九州通医药集团有限公司
5	广州医药有限公司	中国医药-重庆医药联合体	中国医药-重庆医药联合体
6	深圳市海王生物工程股份有限公司	广州医药股份有限公司	广州医药股份有限公司
7	南京医药股份有限公司	深圳市海王生物工程股份有限公司	南京医药股份有限公司
8	华东医药股份有限公司	南京医药股份有限公司	深圳市海王生物工程股份有限公司
9	中国医药健康产业股份有限公司	华东医药股份有限公司	华东医药股份有限公司
10	瑞康医药集团股份有限公司	安徽华源医药集团股份有限公司	浙江英特集团股份有限公司

资料来源：中国医药商业协会

零售企业亦保持较好的发展态势，截至 2021 年末连锁化率提升至 57.2%，行业集中度不断提高。随着医院药品零加成、两票制、双通道药房、取消院内药房等促进处方外流政策的陆续落地，国家药品集采的持续推进，为未来药品零售企业带来更多的市场空间和发展机遇，但同时对其供应链管理、信息化建设、专业化服务、用药安全控制提出更高要求，集团化、专业化、连锁化药店将更具竞争优势。

随着疫情的良好管控，其对医药行业的影响有所减弱，但 2021 年国内各地区疫情仍时有反复，

且年末随着传播性更强的新冠病毒新变种“奥密克戎”不断在各区域阶段性爆发，对个别区域的生产、生活造成了极大影响，医院等传统医疗机构门诊量和住院人数大幅下降，对医药工业和医药流通市场形成一定冲击。疫情防控常态化令相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求量亦随之增加，相关产品的医药工业和医药流通市场规模大幅增长；同时，针对国内医疗物资需求大且紧缺，我国不断加大医疗物资全球采购，医药和医疗用品相关行业保证生产。

此外，2021 年 10 月商务部发布《关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》明确了完善城乡药品流通功能、着力提升药品流通能级、稳步发展数字化药品流通、持续优化流通行业结构，未来建立快捷、高效、安全、方便且具有国际竞争力的现代医药物流服务体系，大幅提高物流的社会化、专业化和现代化水平，将是医药流通企业应对挑战、谋求发展的上佳选择。同时，“互联网+医药”、医保线上支付等政策的实施，叠加疫情催化作用，医药电商或将成为行业新增长点。

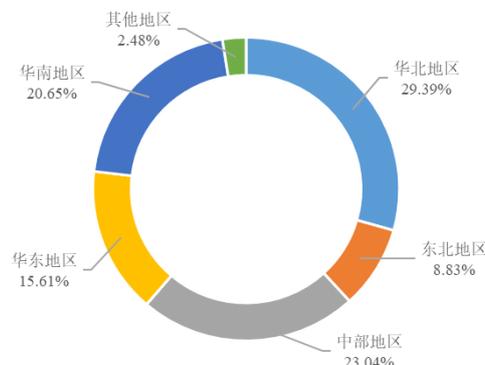
**中诚信国际认为，华润医药商业作为医药流通头部企业规模优势明显，行业地位稳固，在销售区域覆盖广度、深度及渠道保证能力方面均处于行业较高水平，对企业信用实力提供了有力支撑，同时零售业务及第三方物流业务的发展进一步丰富了公司的经营业态，但仍需关注未来医药流通行业市场竞争风险。**

*公司医疗纯销及医药分销主业突出，目前已建成全国性分销网络，销售渠道覆盖广度处于行业内较高水平，作为医药流通头部企业规模优势明显，行业地位稳固。*

公司医疗纯销及医药分销主业突出，近年来占公司营业总收入的比例保持在 95%以上；受新冠疫情影响，2020 年医疗纯销业务收入的减少令当年营业总收入略有下降，但随着疫情防控趋于稳定，2021 年以来营业总收入保持增长态势。整体来看，公司作为医药流通头部企业规模优势明显，已连续多年位列医药批发业企业主营业务收入前 3 名，行业地位稳固。

销售网络方面，近年来公司落实区域化发展战略，打造多个重点区域市场，目前已建成全国性分销网络。具体来看，作为全国最大的医药流通企业之一，公司医疗纯销业务销售市场不仅覆盖北京市大部分的规模性医院，而且在山东、辽宁、吉林、黑龙江、河南、江苏等外埠区域覆盖近 150 个地市，并战略性覆盖 28 个省，直辖市及自治区，销售渠道覆盖广度处于行业内较高水平。

图 4：2021 年公司主营业务收入按区域分布情况



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

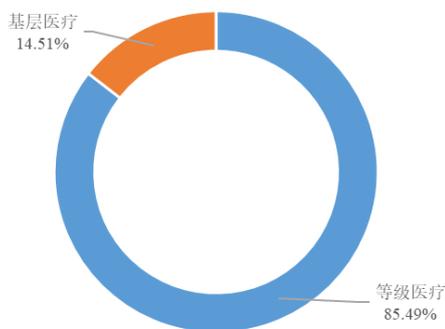
**公司与众多知名药企保持良好的合作关系，经销品种基本覆盖全部治疗领域，带量采购品种及创**

**新药品承接能力持续提升，具有很强的市场竞争力、销售渠道覆盖深度及渠道保障能力，但未来仍需持续关注医药流通行业市场竞争风险。**

与上游供应商合作方面，公司与辉瑞制药有限公司、拜耳医药保健有限公司、阿斯利康制药有限公司、北京诺华制药有限公司等跨国制药企业及国内品牌制药企业保持了长期的合作关系，截至 2021 年末，公司上游供应商近 1.4 万家，经营品规近 21 万个，其中包括多个知名药企重磅产品的全国总经销权、战略经销权与进口代理，经销品种基本覆盖全部治疗领域。同时，公司持续丰富在抗肿瘤、血液、检测分析仪等领域的产品组合，2021 年引进新上市创新药超过 30 个，带量采购品种获取率超过 60%，相关产品承接能力持续提升。此外，近年来公司不断推进医疗器械分销业务的专业化发展，截至 2021 年末已在 17 个省份建立独立医疗器械公司，继续深化发展骨科、介入、IVD 诊断试剂、综合耗材等重点发展领域，当年医疗器械分销收入同比增长约 10% 至约 217 亿元。

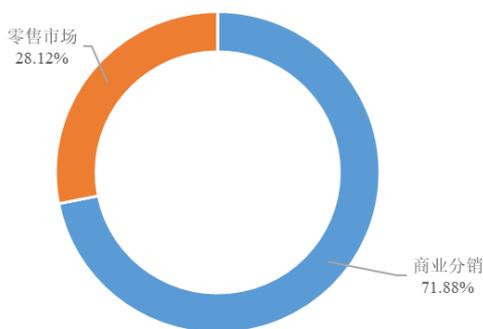
下游客户覆盖方面，近年来公司通过提升学术能力和创新数字化营销，满足专病专业推广和基层慢病推广的下沉需求，不断提升终端市场份额；截至 2021 年末，公司二、三级医院客户共 9,421 家，等级医疗业务市场覆盖率约为 60%，基层医疗机构客户近 7 万家，基层医疗业务市场覆盖率约为 35%，同时拥有零售药店及其他客户超过 4 万家。整体来看，公司销售渠道覆盖深度及渠道保障能力不断提升，在医药流通领域具有很强的市场竞争力，但其他大型医药流通企业近年来亦持续加大市场营销网点布局及渠道下沉力度，未来仍需持续关注医药流通行业市场竞争风险。

图 5：2021 年医疗纯销业务收入按客户分类情况



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 6：2021 年医药分销业务收入按客户分类情况



资料来源：公司报表，中诚信国际整理

**零售业务及第三方物流业务进一步丰富了经营业态，一定程度上增强了公司终端市场竞争力，但目前零售业务收入规模及对利润贡献程度仍较小。**

除医疗纯销及分销外，公司还通过直营店、特许经营店等连锁形式开展医药零售业务。截至 2022 年 6 月末，公司已在 23 个省市的 105 个地县拥有各类门店数达 649 家，其中专业药房 220 家，社会药房 449 家；具体来看，山东、江苏、广东、河南是公司专业药房的强势区域，省内市场份额均位于第一，社会药房布局主要集中在山东和江苏两省，各有 195 家门店。此外，近年来公司积极拓展双通道药房业务，做好承接处方药外流的准备，目前公司专业药房中已有 115 家双通道门店，其中 177 家为院边店（距离医院不超过 2 公里），31 家为院内店。

同时，近年来公司不断加快专业化、规模化、一体化的现代物流体系建设，截至 2022 年 6 月末，全国物流配送中心面积约为 121.7 万平方米，拥有物流配送中心 184 个。公司全国物流网络的建设在服务于公司医药批发和零售业务发展的同时，也为上游供货商及下游客户提供高度专业化且高效的医药商品物流配送、营销推广以及其他创新增值服务，实现第三方物流业务收入。未来，公司将按照自身业务发展需要进一步对物流体系开展优化整合，若在建及拟建物流项目顺利投运将进一步提升公司物流能力，但仍需一定资金投入。整体来看，零售业务及第三方物流业务进一步丰富了经营业态，一定程度上增强了公司终端市场竞争力，但目前零售业务收入规模及对利润贡献程度仍较小。

表 3：截至 2022 年 6 月末公司主要在建物流项目情况（亿元、万平方米）

项目名称	项目规模	预计总投资	截至 2022 年 6 月末已投资	2022 年 6-12 月计划投资	开工时间	预计竣工时间	目前工程进度
恩施物流项目	0.68	0.33	0.23	0.06	2020.11	2022.4	已完工
大连物流项目	2.30	1.47	0.82	0.20	2020.12	2022.12	竣工验收准备
沈阳物流项目	2.80	1.85	0.002	0.05	2022.12	2024.5	施工图设计
合计	-	3.65	1.06	0.31	-	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2022 年 6 月末公司主要拟建物流项目情况（亿元、万平方米）

项目名称	项目规模	预计总投资	预计建设期	项目资本金	项目立项批复时间	资本金到位情况
南通物流项目	3.70	2.37	18 个月	2.37	2021.2	自筹
长沙物流项目	6.00	4.42	18 个月	4.42	2021.9	自筹
合计	-	6.79	-	6.79	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**中诚信国际认为，华润医药商业资产规模持续扩张，资本实力逐年提升，但债务规模大，杠杆水平较高；公司可通过其良好的盈利获现能力、较好的外部融资能力以及较大的股东资金支持力度为债务付息提供保障，短期偿债压力整体可控。**

*近年来公司资产规模稳步扩张，资本实力逐年提升，但由于负债规模较大，财务杠杆水平处于较高水平，未来应收账款和存货对营运资金的占用情况需持续关注。公司以经营性业务利润为主的利润结构较优，医药流通的商业特性使得企业利润偏薄，但盈利指标仍处于行业内良好水平。*

随着业务规模扩张，以应收账款、应收款项融资和存货为主的流动资产大幅增加，带动公司资产规模稳步扩张，截至 2022 年 6 月末流动资产占总资产的比重为 85.40%。其中，受新冠疫情影响，应收账款及应收款项融资规模增长较快，同期末账龄在 1 年以内的应收账款余额占比 91.92%，前五名欠款方期末余额占比 6.23%，均为公立医院或当地政府，客户信用状况较好，发生坏账风险较小<sup>2</sup>。以库存商品和发出商品为主的存货规模亦稳步提升，但由于疫情使得商品运输受阻，存货周转率有所下滑，现金周转天数逐年增长且处于较高水平。由于应收账款及存货规模较大，对营运资金形成较大占用，近年来公司可使用账面货币资金规模一般，截至 2022 年 6 月末有 60% 使用受限，主要为银行承兑汇票保证金。以固定资产和无形资产为主的非流动资产整体较稳定，未来或因在建项目转固及新增投入而有所增加。公司商誉规模较大，主要系以前年度陆续收购并

<sup>2</sup> 2019~2022 年上半年，公司分别计提应收账款坏账损失 2.01 亿元、4.84 亿元、3.45 亿元和 3.39 亿元。

表子公司产生，未来仍需关注子公司经营情况及商誉减值风险。

公司总负债主要由有息债务、应付账款和其他应付款<sup>3</sup>构成，近年来呈上升趋势。受益于实收资本增加及利润积累，所有者权益逐年增长，但由于总负债及有息债务规模较大，公司财务杠杆整体处于较高水平，未来需持续关注其降杠杆措施。

近年来，在新冠疫情及带量采购等医药行业政策影响下，公司营业总收入波动增长，营业毛利率波动下滑，但凭借良好的期间费用控制能力，公司经营业务利润处于较好水平。2020 年，疫情使得下游医院回款账期延长，以应收账款坏账损失和东北地区子公司商誉减值损失<sup>4</sup>为主的资产减值损失大幅增加；2021 年公司将应收账款保理利息支出及手续费计入投资收益令当年该科目由正转负，在上述因素共同影响下，利润总额受到一定侵蚀。但公司属于医药流通企业，商业特性使得企业利润偏薄，整体来看，公司盈利指标仍处于行业内良好水平。

随着经营规模的波动增长，经营活动净现金流亦随之变化；同时，公司仍保持一定规模的资本开支，但投资活动现金净流出已过峰值，良好的经营获现水平均能实现投资支出的覆盖，筹资活动现金流呈净流出态势。2022 年上半年，受医药流通行业年末集中结算特性等影响，公司经营活动现金流呈大幅净流出态势，无法满足资本开支需求，整体对外筹资规模大幅增加。

表 5：近年来公司各板块营业收入及毛利率情况（亿元、%）

	2019		2020		2021		2022.1-6	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
医疗纯销	1,145.15	7.94	1,093.76	7.43	1,211.88	7.29	606.62	6.87
医药分销	328.80	4.76	364.37	7.84	397.04	4.27	232.01	6.59
医药零售	48.06	10.63	52.98	9.53	58.55	8.80	30.10	7.95
其他	4.62	87.09	5.07	85.94	6.73	69.42	3.33	67.88
<b>营业总收入/营业毛利率</b>	<b>1,526.62</b>	<b>7.58</b>	<b>1,516.18</b>	<b>7.86</b>	<b>1,674.20</b>	<b>6.88</b>	<b>872.07</b>	<b>6.83</b>

注：其他业务主要为第三方物流业务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：近年来公司合并口径主要财务数据及指标情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.6
期间费用合计	85.45	83.61	82.78	40.76
期间费用率(%)	5.60	5.51	4.94	4.67
经营性业务利润	27.22	32.79	28.92	19.88
资产减值损失	6.95	10.05	4.49	4.04
投资收益	0.74	1.15	-3.29	-0.71
利润总额	21.35	24.31	21.57	14.20
<b>净利润</b>	<b>14.28</b>	<b>17.97</b>	<b>15.13</b>	<b>10.29</b>
EBIT 利润率(%)	2.94	3.11	2.52	--
总资产收益率(%)	--	4.49	3.75	--
货币资金	64.69	51.94	63.15	56.67
应收账款	415.37	444.72	490.14	572.85
应收款项融资	150.85	179.52	185.32	228.37
存货	129.88	144.16	170.93	181.95
预付账款	31.88	30.15	31.90	42.37
<b>流动资产合计</b>	<b>844.52</b>	<b>891.42</b>	<b>987.05</b>	<b>1,128.12</b>
商誉	101.13	98.39	98.44	98.44
固定资产	30.67	30.66	31.73	30.77

<sup>3</sup> 其他应付款主要由股东借款（已调整至有息债务）、押金、保证金、应付资产支持证券/保理款项等构成。

<sup>4</sup> 2020 年度，公司对华润吉林医药有限公司、华润吉林康乃尔医药有限公司、华润大庆医药有限公司、华润延边医药有限公司、华润白城医药有限公司、华润松原医药有限公司计提商誉减值准备合计 2.78 亿元。

无形资产	21.50	20.11	18.83	18.19
<b>非流动资产合计</b>	<b>183.15</b>	<b>180.66</b>	<b>190.96</b>	<b>192.87</b>
<b>总资产</b>	<b>1,027.67</b>	<b>1,072.08</b>	<b>1,178.00</b>	<b>1,320.98</b>
<b>总债务</b>	<b>500.97</b>	<b>484.13</b>	<b>522.65</b>	<b>610.68</b>
应付账款	254.36	248.72	288.01	328.77
其他应付款	206.82	195.07	182.12	154.11
<b>总负债</b>	<b>864.89</b>	<b>852.05</b>	<b>943.63</b>	<b>1,075.52</b>
实收资本	51.92	91.92	91.92	91.92
未分配利润	70.70	84.71	95.92	104.35
少数股东权益	24.39	26.89	29.80	32.47
<b>所有者权益</b>	<b>162.78</b>	<b>220.03</b>	<b>234.37</b>	<b>245.46</b>
资产负债率(%)	84.16	79.48	80.10	81.42
总资本化比率(%)	75.48	68.75	69.04	71.33
现金周转天数(天)	96.05	105.82	108.38	118.75
经营活动产生的现金流量净额	33.33	19.99	38.53	-71.46
投资活动产生的现金流量净额	-13.18	1.16	-4.56	-2.00
筹资活动产生的现金流量净额	-33.52	-38.08	-23.32	68.15

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

以短期为主的总债务规模较大且于 2021 年以来快速增长，偿债指标有所下降且处于较低水平，但经营获现能力的提升有助于增强债务偿付能力，EBITDA 可有效覆盖利息，为债务本息偿付提供一定流动性支持；同时，外部融资能力较好，股东资金支持力度较大，短期偿债压力整体可控。

近年来公司总债务规模整体有所上升，主要由银行信用借款、保证借款、应付票据及股东借款组成，且受医药流通过行业特性影响，公司债务结构以短期为主。由于公司债务规模较大，且于 2021 年起增幅提升，偿债指标有所下降且处于较低水平，但受益于经营获现能力增强，其对债务的保障能力有所提升，同时公司经营状况良好，EBITDA 可有效覆盖利息支出，为债务本息偿付提供一定流动性支持。

表 7：近年来公司偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~6
短期债务	466.10	477.47	500.07	571.58
长期债务	34.86	6.66	22.58	39.10
短期债务/总债务	93.04	98.62	95.68	93.60
EBITDA 利息保障倍数	2.08	2.25	2.43	--
FFO/总债务	0.05	0.07	0.08	-0.26*
总债务/EBITDA	10.05	9.27	10.22	--
货币等价物/总债务	0.10	0.05	0.07	0.05

注：带\*指标已经年化

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年 6 月末，公司共获得银行授信额度 1,461.46 亿元，其中尚未使用额度为 1,078.08 亿元。同期末，公司受限资产合计为 39.19 亿元，占当期末总资产的 2.97%，其中受限货币资金 33.77 亿元，主要为保证金存款，受限比例较高。此外，截至 2022 年 6 月末公司获得股东借款合计 45.12 亿元，股东资金支持力度较大，可为公司提供一定流动性支持。未来如公司成功于公开市场直接融资，融资渠道有望进一步拓宽。

本期债券为可续期公司债券，设置赎回选择权和利息递延支付权等条款，公司在会计初始确认时拟将本期债券计入所有者权益。本期债券没有固定到期日，发行条款约定公司在特定时点有权延长本期债券，若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表

中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。由于本期债券设置了票面利率调整机制，如果公司行使续期选择权，本期债券后续每个周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，故公司在可行使续期选择权时决定行权的可能性较小。

## 其他事项

截至 2022 年 6 月末，公司不存在涉诉金额 1 亿元及以上的重大未决诉讼、仲裁事项，无对外担保事项。此外，公司关联采购金额相对较大，关联供应商主要为华润医药集团下属医药工业企业，其业务稳步发展，经营情况良好，风险相对可控。

表 8：近年来公司关联方交易情况（亿元）

关联交易类型	2019	2020	2021
<b>采购商品</b>	<b>35.16</b>	<b>34.84</b>	<b>41.54</b>
其中：华润医药贸易(香港)有限公司	7.11	5.67	9.72
深圳华润三九医药贸易有限公司	7.36	6.98	8.34
北京双鹤药业经营有限责任公司	4.55	5.31	5.48
东阿阿胶股份有限公司	1.78	3.04	3.61
<b>销售商品</b>	<b>6.53</b>	<b>8.32</b>	<b>8.92</b>
其中：昆明市儿童医院	2.26	1.96	2.37
华润三九医药股份有限公司	0.51	0.91	1.75
辽宁省健康产业集团抚矿总医院	-	0.46	0.73
<b>应收账款</b>	<b>2.38</b>	<b>3.17</b>	<b>3.27</b>
其中：淮北矿工总医院	0.41	0.46	0.56
辽宁省健康产业集团抚矿总医院	-	0.34	0.35
昆明市儿童医院	0.30	0.28	0.32
<b>应付账款</b>	<b>9.34</b>	<b>8.50</b>	<b>10.20</b>
其中：华润医药贸易(香港)有限公司	5.87	5.31	6.72
四川三九医药贸易有限公司	-	0.29	0.50
北京双鹤药业经营有限责任公司	0.62	0.82	0.45
北京韩美药品有限公司	0.14	0.17	0.29

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2019~2022 年 9 月 28 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 预测与假设<sup>5</sup>

发行人未来预测情况较最新主体报告无变化。

## 调整项

发行人其他调整因素较最新主体报告无变化。

## 外部支持

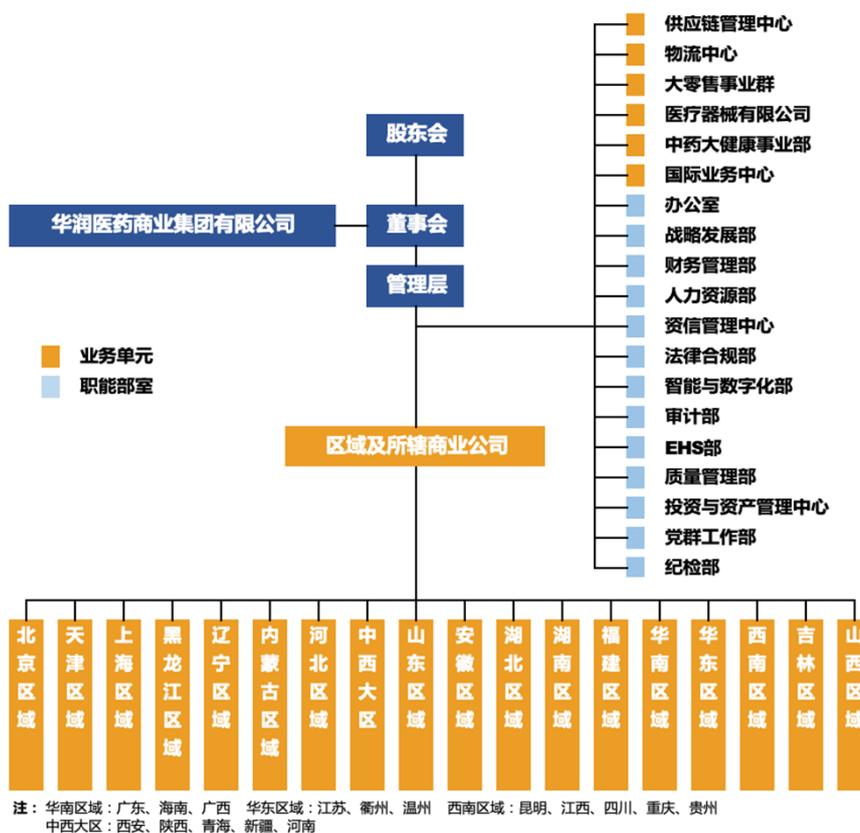
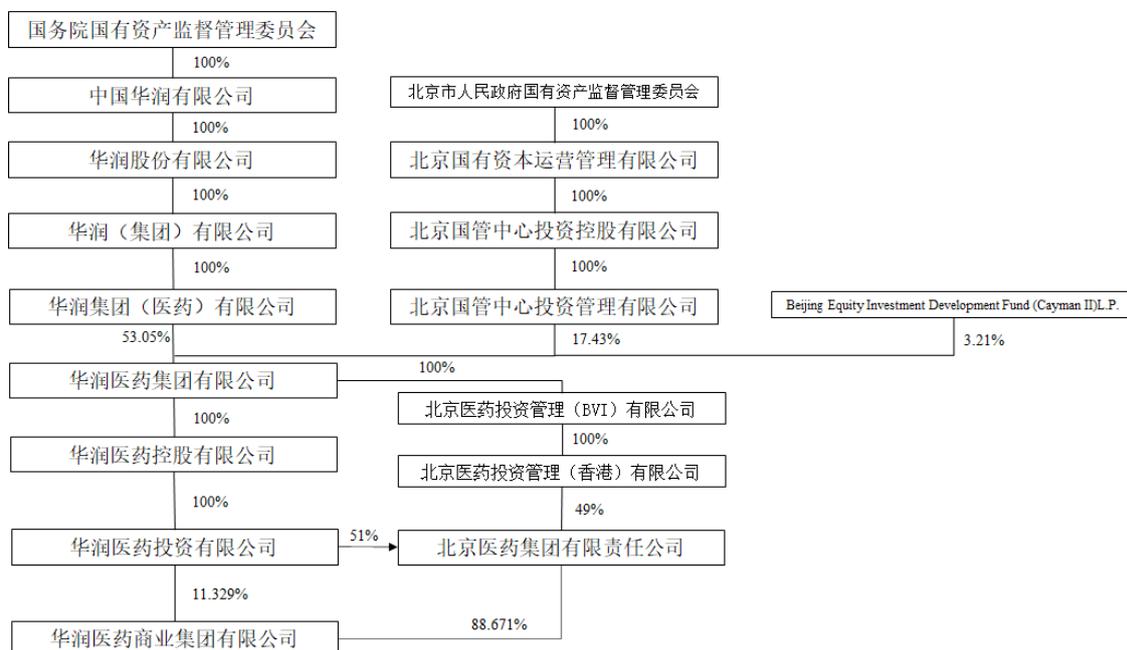
发行人外部支持情况较最新主体报告无变化。

<sup>5</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定“华润医药商业集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行永续期公司债券（第二期）”的信用等级为 **AAA**。

## 附一：华润医药商业集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 6 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：华润医药商业集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.6/2022.1~6
货币资金	646,870.21	519,372.12	631,485.30	566,719.37
应收账款净额	4,153,688.74	4,447,245.95	4,901,449.26	5,728,485.76
其他应收款	291,049.91	279,509.65	314,676.45	346,539.10
存货净额	1,298,836.15	1,441,615.95	1,706,834.71	1,818,633.04
长期投资	124,474.99	132,668.89	144,071.97	155,673.47
固定资产	306,653.76	306,581.05	317,304.75	307,671.90
在建工程	39,647.06	29,705.75	14,509.12	18,987.34
无形资产	215,012.57	201,146.86	188,297.31	181,923.10
总资产	10,276,693.94	10,720,813.18	11,780,021.82	13,209,841.94
其他应付款	2,068,233.75	1,950,653.33	1,821,168.23	1,541,072.52
短期债务	4,661,040.41	4,774,726.42	5,000,668.64	5,715,838.39
长期债务	348,628.60	66,571.76	225,787.13	390,976.20
总债务	5,009,669.02	4,841,298.17	5,226,455.77	6,106,814.59
净债务	4,664,940.65	4,665,826.75	4,944,412.37	5,877,832.32
总负债	8,648,884.59	8,520,526.04	9,436,349.79	10,755,243.42
所有者权益合计	1,627,809.34	2,200,287.14	2,343,672.03	2,454,598.52
利息支出	23.95	23.18	21.06	--
营业总收入	15,266,230.16	15,161,765.29	16,742,029.62	8,720,720.74
经营性业务利润	272,233.09	327,922.43	289,232.28	198,800.75
投资收益	7,395.10	11,483.16	-32,857.31	-7,140.74
净利润	142,830.72	179,744.37	151,307.24	102,941.15
EBIT	449,327.03	471,018.47	422,040.06	--
EBITDA	498,430.21	522,141.51	511,171.44	--
经营活动产生现金净流量	333,323.08	199,894.21	385,337.11	-714,566.80
投资活动产生现金净流量	-131,816.45	11,641.32	-45,584.91	-19,985.78
筹资活动产生现金净流量	-335,208.04	-380,771.51	-233,182.94	681,491.44

财务指标	2019	2020	2021	2022.6/2022.1~6
营业毛利率(%)	7.58	7.86	6.88	6.83
期间费用率(%)	5.60	5.51	4.94	4.69
EBIT 利润率(%)	2.94	3.11	2.52	--
总资产收益率(%)	--	4.49	3.75	--
流动比率(X)	1.02	1.06	1.08	1.09
速动比率(X)	0.87	0.89	0.89	0.92
存货周转率(X)	10.86	10.19	9.90	9.18*
应收账款周转率(X)	2.82	2.67	2.71	2.45*
资产负债率(%)	84.16	79.48	80.10	81.42
总资本化比率(%)	75.48	68.75	69.04	71.33
短期债务/总债务(%)	93.04	98.62	95.68	93.60
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.02	0.00	0.05	-0.26*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.02	0.00	0.05	-0.28*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	1.39	0.86	1.83	-7.20
总债务/EBITDA(X)	10.05	9.27	10.22	--
EBITDA/短期债务(X)	0.11	0.11	0.10	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.08	2.25	2.43	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.88	2.03	2.00	--
FFO/总债务(X)	0.05	0.07	0.08	-0.26*

注：1、2022 半年报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他应付款科目的股东借款和集团外借款调整至短期债务，将一年内到期的非流动负债科目中不带息部分调整出短期债务，将长期应付款科目中的融资租赁款调整至长期债务 3、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
总债务	长期债务+短期债务
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
资产负债率	负债总额/资产总额
总资产化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
存货周转率	营业成本/存货平均净额
现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
EBIT 利润率	EBIT/营业收入
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn