

医药及医疗器械流通企业
信用评级方法
(2015 年修订版)



东方金诚国际信用评估有限公司

Golden Credit Rating International Co., LTD.

目录

一、医药及医疗器械流通企业信用评级定义	1
二、医药及医疗器械流通企业信用等级符号划分及含义	1
三、医药及医疗器械流通企业的风险特征	2
四、医药及医疗器械流通企业评级思路	3
五、医药及医疗器械流通企业分析要素	5

一、医药及医疗器械流通企业信用评级定义

1. 医药流通行业范围

根据《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2011) 目录, 医药及医疗器械流通行业包含西药批发、中药批发、医疗用品及器材批发、药品零售和医疗用品及器材零售。

表 1: 医药及医疗器械流通行业子行业分类

门类	大类	中类	小类	说明
F 批发和零售类	51 批发业	515 医药及医疗器械批发	5151 西药批发	指各种化学药品、生物药品、中药及医疗器械的批发和进出口活动; 包括兽用药的批发和进出口活动
			5152 中药批发	
			5153 医疗用品及器材批发	
	52 零售业	525 医药及医疗器械专门零售	5251 药品零售	指专门经营各种化学药品、生物药品、中药、医疗用品及器材的店铺零售活动
			5252 医疗用品及器材零售	

数据来源: 国家统计局

2. 医药及医疗器械流通企业信用评级定义

医药及医疗器械流通企业信用评级是对医药及医疗器械流通企业主体及相关债项进行的评级, 其中主体信用评级是对医药及医疗器械流通企业未来 3-5 年内一般无担保债务¹违约风险的分析判断; 债项信用评级则是在主体信用分析基础上, 结合债项偿付保障措施, 分析判断特定债项的违约风险。

二、医药及医疗器械流通企业信用等级符号划分及含义

医药及医疗器械流通企业主体信用等级符号适用《东方金诚企业主体长期信用等级符号及定义》, 信用等级符号划分成九级, 分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示。主体信用等级符号释义如下表所示:

表 2: 企业主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务还本付息的能力最强;
AA	债务还本付息的能力很强, 基本无风险;
A	债务还本付息能力较强, 尽管其偿债能力易受内外部环境和经济条件不良变化的影响, 但风险较低;
BBB	债务还本付息能力一般, 内外部环境和经济条件的不良变化易弱化其偿债能力, 投资风险一般, 是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级;

¹ 一般无担保债务是指只以主体信用为偿付基础、相关债务契约中无优先或次级等特别偿付顺序条款的债务。

BB	债务还本付息能力较弱，受不利内外部环境和经济条件影响较大，存在较大的违约风险；
B	债务还本付息能力在较大程度上依赖于良好的经济环境，违约风险较高；
CCC	债务还本付息能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险很高；
CC	债务还本付息能力具有很大的不确定性，违约风险极高；
C	还本付息的能力极弱。

注：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。

医药及医疗器械流通企业债项信用等级符号适用东方金诚各类债项评级的信用等级符号及定义技术文件。

评级展望是对主体信用等级未来 6-12 个月可能变化趋势的判断。评级展望的结果可以是“正面”、“稳定”和“负面”。

东方金诚将跟踪评级结果分为：级别不变、升级、降级、评级观察和撤销评级。列入评级观察通常由难以预测的突发事件引起，列入评级观察名单并不一定意味着信用等级的变化，列入评级观察名单的评级观察期一般在 90 天以内。

三、医药及医疗器械流通企业的风险特征

一般而言，医药及医疗器械流通企业具有以下风险特征：

1. 行业市场化程度高、企业竞争激烈，盈利空间受限

我国医药及医疗器械流通行业市场化程度高，行业集中度处于较低水平，我国共有药品流通企业上万家，远超过美、德、英等制药业发达国家，其中年度主营业务收入百亿元以上的药品流通企业数量很少。激烈的市场竞争导致企业盈利空间狭窄。

2. 政策监管力度大

由于关系国计民生，医药行业成为受政策监管力度最大的行业之一，从医药及医疗器械流通企业的设立、药品配送等各个环节都受到政府的严格管控，行业的行政性进入壁垒较高。同时，国家在行业发展的不同阶段会推出不同的产业政策，会对行业竞争格局、行业内企业的盈利状况乃至生产经营的可持续性产生深远影响。

3. 渠道和终端对企业实现销售和盈利影响大

药品用途的特殊性及使用的专业性决定了药品销售的专业性很强，即消费者处于被动消费状态，处方医生或驻店药师掌握着药品的选择权；另一方面，由于中国地域广阔，且医药品种繁多，目前国内企业自身的经营实力不足造成产品推广能力有限。受上述因素影响，

销售终端（医疗机构、药店等）和流通渠道对实现产品销售具有不可替代的作用。

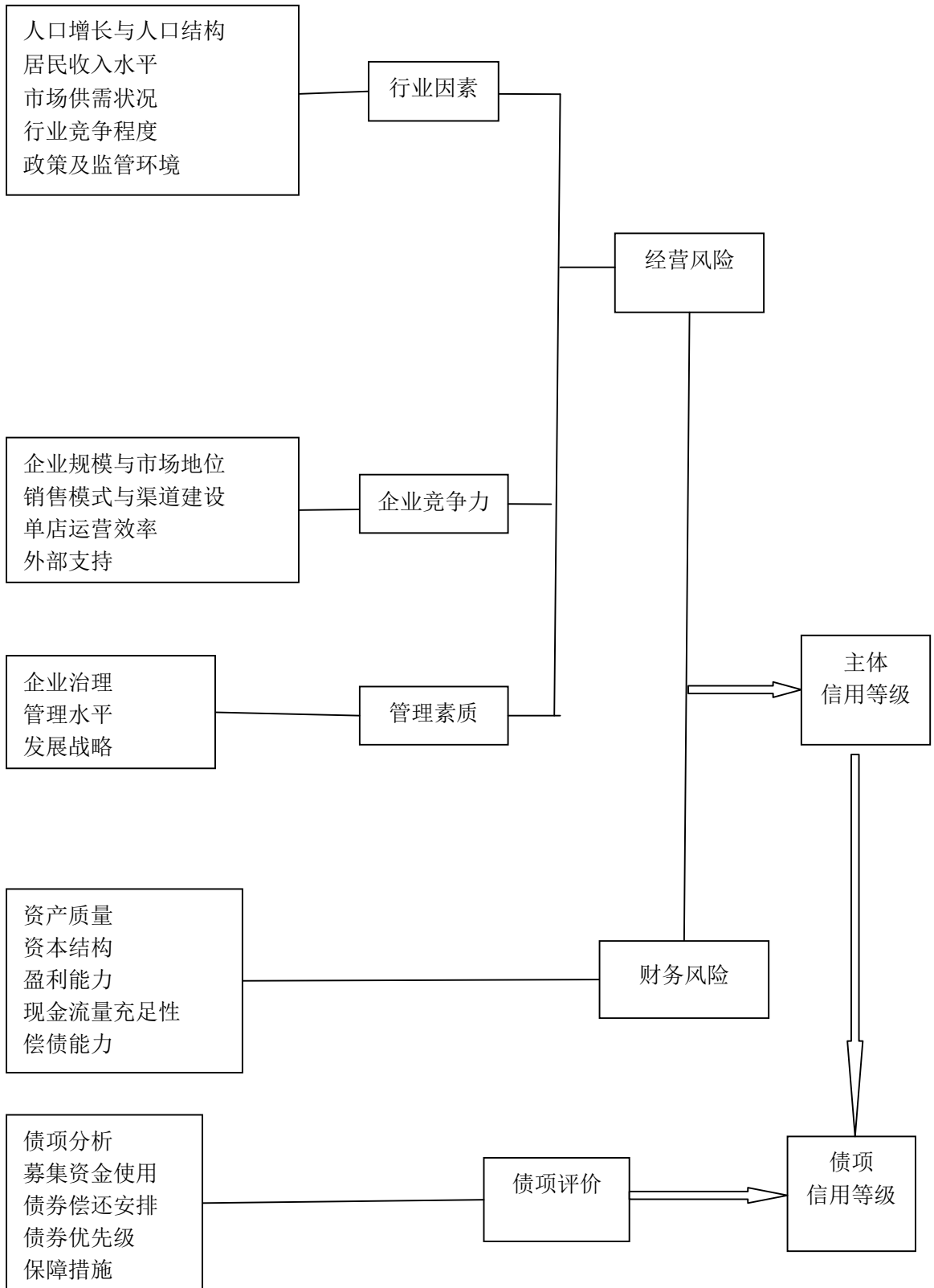
4. 药品降价呈常态化

药品降价是政府解决“看病贵”问题的重要手段，自 1998 年以来发改委主导的药品行政性降价已达三十余次，另外伴随基本药物制度的推行，基药的低价招标方式也将引导行业整体产品价格进一步走低。由于现有多数药品仍存在较大降价空间，在未来很长时间内，药品降价仍是行业发展的重要趋势，并将持续影响行业内企业的盈利能力。

四、医药及医疗器械流通企业评级思路

东方金诚采用定性分析为主、量化分析为辅的评级方法，从经营风险、财务风险两个分析维度考察医药及医疗器械流通企业的主体信用风险。其中，主体经营风险由行业因素、企业竞争力和管理水平等共同决定；财务风险由企业资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量充足性和偿债能力等共同决定。在主体评级的基础上，结合债权保护因素对违约概率或违约损失率的影响，确定医药及医疗器械流通企业发行的相关债项的信用等级。

医药及医疗器械流通企业评级框架如下图所示。



五、医药及医疗器械流通企业分析要素

（一）经营风险

东方金诚对医药及医疗器械流通企业经营风险的分析要素包括行业因素、企业竞争力和管理素质等三个方面。

1、行业因素

东方金诚对受评主体的信用分析首先从评估其所处的行业环境开始。影响行业需求的正面要素包括人口自然增长；人口结构老龄化；城镇化及居民收入水平提高；政府投入持续增加；基层市场放量增长；行业竞争要素包括市场供需状况及变化、行业集中度、行业竞争格局、并购和重组情况以及政策导向等对行业竞争程度的影响；行业政策要素包括医改政策、药品 GSP 管理规范、药品降价政策以及未来一段时间行业政策可能发生的变化及变化趋势。

2、企业竞争力

医药及医疗器械流通企业的竞争力主要取决于企业规模与市场地位、销售模式与渠道建设；单店运营效率、外部支持情况等要素。

（1）企业规模与市场地位

规模对于行业内企业提高采购议价能力、增强抵御风险能力的作用重大，销售规模较大的企业在获得相对稳定的采购货源、保持相对稳定的市场竞争力以及融资能力等方面具有较强的优势。规模大的企业拥有更强的资本实力，从而将在产品渠道建设方面更具优势。同时，规模大、市场地位突出的企业将在药品议价以及其他资源获取方面获得政策的倾斜和支持，从而使企业具有更强的盈利能力和抗风险能力。因此，在企业经营风险评级要素分析方面应重点关注企业的规模和市场地位。

东方金诚在考察这一因素时主要关注：企业的收入规模、利润规模、行业排名、市场占有率等。

（2）销售模式与渠道建设

良好的销售状况可以保证生产经营的有序进行和企业现金流的畅通；而较差的销售可能导致产品的积压和现金流的紧张，经营风险因此上升。中国医药产业的利益链条相对复杂，同时产品同质化较高，因此医药及医疗器械流通行业企业的渠道建设成为其产品能否顺利销售的关键因素，从而进一步对企业的盈利能力和获现能力产生影响。因此，在企业经营风险评级要素分析方面应重点关注企业的销售模式与渠道建设情况。

对于医药及医疗器械流通行业企业来看，在分析时重点关注企业渠道建设、销售网络布局以及销售收款政策等内容。因此在分析时应重点关注企业营销队伍建设情况及销售人员的专业素质、直销与分销的占比情况，物流配送能力及与分销商的合作关系等方面。

东方金诚在考察这一因素时主要关注：产品销售模式、营销政策、自建销售队伍素质、专业推广能力、销售渠道建设、销售网络的区域分布以及客户稳定性、客户集中度、销售人员营销经验、产品品牌、销售区域、货款回收周期以及应收账款管理情况等。

(3) 单店运营效率

对于药品零售行业企业，单店运营效率是衡量企业竞争力大小的直观指标。

东方金诚在考察这一因素时主要关注受评企业单店运营面积、运营药品数量、药品结构和运营坪效。

(4) 外部支持

医药及医疗器械流通行业的属于市场化运营的行业，政府支持和调控力度有限，因此对其外部信用支持只考察股东层面的支持。考察重点在于控股股东对受评企业提供的支持内容。

东方金诚在考察这一因素时主要关注股东在业务营运和资金融通方面的支持。

3、管理素质

医药及医疗器械流通企业的管理素质主要取决于公司治理、管理水平和发展战略等要素。

完善公司治理结构的意义在于在公司各利益相关人之间建立相互监督且激励相容的制度。这里将重点考察股东、董事会、管理层乃至员工之间的权责明晰状况和激励约束机制。具体考察股权结构、董事会的独立性和运作情况，监事会的监督和公司的外部监督以及管理层及员工激励、约束机制的安排等方面。

企业的管理水平能否适应发展的需要将对企业信用状况产生重要影响。我们对企业管理水平的评估可以从管理制度的健全程度、内部控制制度的执行情况、决策机制的科学合理性、危机应对措施的全面有效性等方面进行分析考虑，还可以将受评企业管理目标与其实际业绩进行对比，关注企业管理者在行业不景气期间的管理绩效和危机处理能力。

管理层对企业的市场定位和经营风险是否有足够的认识，是否能根据企业的实际情况和经营环境的变化制定切实可行的发展战略是企业未来生存和发展的关键。

(二) 财务风险

东方金诚对医药及医疗器械流通企业财务风险的分析要素包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量充足性和偿债能力等 5 个方面。

1、资产质量

衡量资产质量的指标主要包括如下几个方面：(1) 资产结构，包括现金占比、存货占比、应收账款占比；(2) 资产运营效率，包括存货周转率与应收账款周转率；(3) 资产减值风险，包括各项资产的减值准备/相应资产的账面价值等。

对于医药及医疗器械流通行业企业，分析资产质量首先需要对资产构成加以分析，一般医药流通企业比医药制造企业流动资产占总资产比重要高。流动资产方面，由于医药及医疗器械流通行业对下游的相对弱势地位，不论是医院终端销售还是商业分销销售，货款均有一定的回款周期，企业往往存在较大量的应收款项。由于销售渠道不同，应收账款账龄长短不一，超过一定期限的应收款项要考虑是否存在坏账损失的风险，因此应收账款的可回收性及其周转效率是分析医药制造企业流动资产的重点。存货方面，由于医药及医疗器械流通行业企业在药品分销途中可能存在较多库存商品，存货金额较高；因此存货的真实价值是分析医药及医疗器械流通行业企业资产价值真实性的重点。

东方金诚在考察这一因素时主要关注：存货的确认方式、存货周转率、存货跌价准备的计提、应收账款比重及账龄、坏账计提政策及变化、应收账款周转率、其他应收款的金额、长期投资金额、固定资产的折旧政策及变化、固定资产成新率、受限资产情况等。

2、资本结构

较高的财务杠杆反映了企业相对激进的财务政策和自身财务弹性较弱，在行业环境和企业经营出现波动时更容易面临债务困境。一般而言，权益占比越大，对债权人保障程度越高。主要衡量指标包括资产负债率和全部债务资本化比率，前者体现了企业的整体负债水平，后者剔除了经营性负债的影响，反映出企业的刚性债务水平。通过指标分析，综合判断企业权益的稳定性以及企业自身债务负担的大小。

医药及医疗器械流通行业企业的财务弹性的大小主要取决于自身资本结构，较低的财务杠杆有利于企业在自身资金状况紧张时获得更多的外部资金支持，从而降低财务风险。由于医药产业链的终端医疗机构的强势地位，整个产业资金链呈现出往来款项规模大的特征，在此情况下，与资产负债率相比，全部债务资本化比率可以更好地反映企业权益资本对实际付息债务的保障程度，体现企业真实的债务负担。另外，对于医药及医疗器械流通行业企业的债务水平，需要结合企业未来投资计划和筹资安排来考察。在企业存量资金规模有限的情况下，较大规模的投资将导致企业未来大量的外部融资，若企业采取举债筹资的方式，则其未来债务水平将出现明显提升，从而降低企业财务弹性、增加财务风险。

东方金诚在考察这一因素时主要关注：负债水平、负债结构、债务期限结构的合理性、权益稳定性、未来债务负担的变动趋势等。

3、盈利能力

盈利是现金流的主要来源和企业偿债能力的重要保障，综合反映盈利能力的指标主要有营业收入、利润规模等绝对指标，以及销售毛利率、净资产收益率、总资产报酬率等相对指标。

医药及医疗器械流通行业整体毛利率水平较低，另外，医药制造企业的期间费用占比也很高，整体呈现“高费用”的财务表现，因此需要重点关注企业期间费用的构成及费用控制

能力。其中，由于医药产品的销售推广难度较高，造成医药及医疗器械流通行业企业销售费用普遍规模较大，在分析盈利能力时应关注企业对销售费用的控制能力。

东方金诚在考察这一因素时主要关注：企业收入结构、毛利润结构、毛利率历史变化趋势以及未来的发展趋势、销售费用的变化、期间费用收入占比、投资收益与非经常性损益的贡献等。

4、现金流量充足性

现金流是企业自身偿还债务的真正来源，充足的现金是企业可持续性经营的关键。衡量企业现金充足性的主要指标有：（1）现金存量规模，包括现金余额、现金/到期负债；（2）现金流量的结构，主要考察现金流的来源以及经营性现金流、投资性现金流和筹资性现金流三者之间的平衡性；（3）经营性现金流获取能力，指标包括现金收入比、EBITDA/营业总收入、经营性净现金流/净利润等。

经营活动现金流是医药及医疗器械流通行业企业最主要的现金获取来源，经营活动现金流整体表现较为充沛。但行业内企业也存在被下游医药分销企业或终端医疗机构挤占货款资金的问题，企业经营活动现金流入存在与收入确认的时点不匹配的情况，特别是在企业大规模扩张时，这一现金流入的滞后性会对企业阶段性的现金流稳定性产生影响，因此仍需关注企业的经营获现能力的强弱和稳定性。同时，关注企业未来的资本支出情况，并结合现实可获得的资金来源共同判断企业未来资金缺口，以此为基础判断企业未来筹资压力。历史筹资活动现金流入量能在一定程度上反映企业的融资能力，分析中也应该有所关注。

东方金诚在考察这一因素时主要关注：经营活动现金流量净额，现金收入比、经营应收应付变化，存货变化，投资计划与投资现金流出的匹配性，筹资现金流规模与经营规模的匹配性等。

5、偿债能力

考察医药及医疗器械流通行业企业的偿债能力主要从长短期偿债指标的表现入手，其中考察短期债务偿还能力的主要指标有：速动比率、筹资活动前现金流量净额债务保护倍数、经营现金流动负债比率；另外，由于净利润与经营活动产生的现金净流量有可能背离，经营现金流动负债比率可以从现金流量角度来反映企业当期偿付短期负债的实际能力。长期偿债能力用 EBITDA 利息倍数和债务保护倍数等指标来衡量。

医药及医疗器械流通行业企业的短期偿债指标可重点考察流动比率、速动比率等指标，另外，医药及医疗器械流通行业属于市场化运营的行业，行业内经营主体较多元，整体融资环境一般；在企业经营风险的上升时其短期债务更多的体现为资金的偿付，因此还应考察企业经营活动现金流量净额对短期债务的偿还能力。长期偿债指标主要考察 EBITDA 对整体债务本金和利息的覆盖程度。医药及医疗器械流通行业属于弱周期性行业，企业偿债指标周期性波动较小。

东方金诚在考察这一因素时主要关注：流动比率、速动比率、经营活动现金流量净额/流动负债、EBITDA 利息保障倍数、全部债务/EBITDA 等。