



# 信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪376号

## 九州通医药集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“九州通医药集团股份有限公司2012年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；维持本次债券的信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年六月二十二日

## 九州通医药集团股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告(2017)

发行主体	九州通医药集团股份有限公司		
发行规模	人民币 16 亿元		
存续期限	2012/10/22~2017/10/21		
上次评级时间	2016/6/16		
上次评级结果	债项级别 AA <sup>+</sup> 主体级别 AA <sup>+</sup>	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA <sup>+</sup> 主体级别 AA <sup>+</sup>	评级展望	稳定

### 概况数据

九州通	2014	2015	2016	2017.3
所有者权益(亿元)	78.14	98.46	120.10	134.55
总资产(亿元)	241.25	325.85	387.29	428.87
总债务(亿元)	105.92	151.66	174.80	-
营业总收入(亿元)	410.68	495.89	615.57	188.14
营业毛利率(%)	7.10	7.57	7.84	7.50
EBITDA(亿元)	13.42	17.44	20.80	-
所有者权益收益率(%)	7.27	7.15	7.53	5.58
资产负债率(%)	67.61	69.78	68.99	68.63
总债务/EBITDA(X)	7.89	8.70	8.40	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.25	3.19	3.10	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、2017 年一季度所有者权益收益率经年化处理。

### 基本观点

九州通医药集团股份有限公司（以下简称“公司”或“九州通”）作为国内领先的全国性医药商业企业，凭借其不断完善的医药物流设施和全国范围内的营销网络，以及持续有效的业务拓展，2016 年核心主业医药批发及相关业务实现快速增长，同时其医药零售、医药工业、中药产业等业务继续保持全面发展，全年公司营业收入规模持续提升，整体盈利能力持续增强。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到公司主要在建物流中心建设项目未来仍面临一定的资本支出压力、短期偿债压力加大等因素可能对公司经营及整体信用水平的影响。

综上，中诚信证评维持九州通主体信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；维持“九州通医药集团股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级为 AA<sup>+</sup>。

### 正面

- 行业地位突出，医药物流设施和营销网络不断完善。截至 2016 年末，公司已在全国完成 30 个省级物流中心和 54 个地市级物流中心的布局工作，物流配送体系日益完善，配送区域不断延伸。同时，公司建成了覆盖全国大部分行政区域的营销网络，是目前全国医药流通企业中营销网络覆盖区域最广的企业之一。
- 主营业务板块全面发展，收入规模持续增长。受益于日益完善的配送体系和全国范围内的营销网络，2016 年公司核心业务医药批发及相关业务快速增长，同时公司继续保持医药零售、医药工业、中药产业等业务全面发展，全年公司实现营业收入 615.57 亿元，同比增长 24.13%。
- 盈利能力持续增强，偿债指标表现良好。受益于收入规模持续增长、毛利率稳定上升及良好的期间费用管控能力，2016 年公司实现利润总额 11.06 亿元，较上年增长 15.68%；实现净利润 9.04 亿元，同比增长 28.48%，不断增强

### 分析师

万轶 [ywan@ccxr.com.cn](mailto:ywan@ccxr.com.cn)  
 应治亚 [zyying@ccxr.com.cn](mailto:zyying@ccxr.com.cn)  
 Tel: (021) 51019090  
 Fax: (021) 51019030  
[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2017 年 6 月 22 日

的盈利能力为公司债务本息的偿还提供保障。

## 关 注

- 面临一定资本支出压力。公司未来在完善物流配送网络、建设物流中心、研发与投入物流技术与信息技术以及提升自身竞争力等方面仍需较大规模的资本支出。截至 2016 年末，公司主要在建项目总投资 30.08 亿元，已投资 12.72 亿元，尚需投资 17.36 亿元，未来仍面临一定的资本支出压力。
- 短期债务压力加大。随着业务规模的扩张，公司资金需求持续增长，债务规模逐年增加。截至 2016 年末，公司总债务达 174.80 亿元，其中短期债务为 161.92 亿元，占总债务的比例为 92.63%，短期债务压力加大。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

## 重大事项

2016年11月28日，公司召开第三届董事会第十六次会议及第三届监事会第十二次会议，审议通过了《关于公司非公开发行股票预案的议案》，公司拟向特定对象非公开发行股票不超过20,356.23万股，发行价格为19.65元/股，拟募集资金总额不超过40亿元，扣除发行费用后将全部用于补充公司流动资金。2017年1月12日，公司收到中国证监会出具的《中国证监会行政许可申请受理通知书》（163909号）。2017年2月23日，公司收到中国证监会下发的《中国证监会行政许可项目审查反馈意见通知书》（163909号）（以下简称“《反馈意见》”），需要公司就相关问题作出书面说明和解释，并在30日内向中国证监会行政许可受理部门提交书面回复意见。2017年3月12日，公司会同中介机构对公司对《反馈意见》所涉及的问题进行了逐一核查和落实，根据《反馈》意见的要求对公司相关申请文件进行了修订，并于上述《反馈意见回复》披露后2个工作日内向中国证监会报送了《反馈意见》书面回复材料。

中诚信证评将对公司此次非公开发行股票事项的进展保持关注。

## 行业分析

### 国家加大药品流通领域整治力度并在全国范围内推广两票制，以减少流通环节，行业集中度将进一步提升

2016年国内药品流通格局发生重大调整。4月26日国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》，明确医改试点省份要在全范围内推广两票制，鼓励一票制，医院和药品生产企业的直接结算货款，药企和配送企业计算配送费用。两票制将直接压缩流通环节，过票行为将逐步消失，工业-流通-医院将成为主流模式，大型流通企业的话语权将提高，以往直接以过票为生的小型商业企业将逐步退出或被地方或全国性大型企业收购，药品流通行业将面临整合，行业集中度将不断提高。同年5月，CFDA发布公告要求各地对药品流通领域违法经营行为开展集中整治，要求所有

药品批发企业首先开展自查，对本企业是否存在涉嫌挂靠、走票等10方面的问题进行对照检查，并制定整改措施和计划。流通核查的强势启动，将有利于行业格局加速重塑。2017年2月9日国务院办公厅发布了《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》，其中，在流通环节重点整顿流通秩序，改革完善流通体制，特别提到推行药品购销两票制，争取到2018年在全国推开。

中诚信证评认为，两票制对我国医药流通行业具有较为重要的影响，此举将加速行业集中度的提升，地区中小型商业将通过被收购、合作等方式纳入到大型商业的内部，而全国性或地区医药商业龙头企业通过收购、新建等形式，不断完善区域内配送网络建设，提升在各省市的市场份额。

### 国家完善药品质量追溯体系及新版GSP的实施将使医药流通企业面临更加严格的监管

2016年，国家食品及药品监管总局先后发布了《关于进一步完善药品追溯体系的意见（征求意见稿）》、《关于整治药品流通领域违法经营行为的公告（2016年第94号）》明确指出建立食品药品追溯体系的责任主体是企业，并要求企业对2013年7月1日以来的经营行为进行追溯自查，在此基础上监管部门将组织包括飞检在内的多种形式检查，如存在问题企业将可能面临包括直接吊销执照等严厉处罚。7月20日，食品与药品监管总局公布《关于修改〈药品经营质量管理规范〉的决定》（即2016年新版GSP），要求生产经营企业运营信息技术建立食品药品追溯体系。新版GSP的出台将会大大提高药品流通企业的门槛，不符合新版GSP要求的中小企业将逐渐退出市场，行业整合力度将进一步加大，医药流通行业龙头企业将成为主要受益者。

## 业务经营

作为全国最大的医药商业流通企业之一，公司目前主营业务包括医药批发及相关业务、医药零售以及医药工业三大业务板块。随着居民可支配收入的增长和健康意识的增强，医药产品需求持续上升，公司业务规模保持扩张态势。2016年公司实现营业收入615.57亿元，同比增长24.13%。其中，

医药批发及相关业务、医药零售业务和医药工业收入分别为 589.89 亿元、16.11 亿元和 8.19 亿元，同比分别增长 23.54%、63.59%和 6.10%。从业务结构来看，医药批发业务依旧占据公司主导业务地位，2016 年在营业收入中所占比重达 95.83%，较上年略有下降。

## 受益于不断完善的医药物流设施和营销网络以及持续有效的业务拓展，2016 年公司核心主业医药批发及相关业务继续实现快速增长

公司已经在国内大部分省市设立子公司，建立了医药物流设施和营销网络，在全国医药市场网络的深度和广度开发方面处于领先地位。公司采用“省级公司+地市级公司+办事处”的营销管理模式，建立起全国性医药物流配送体系。跟踪期内，公司新增规划建设河北石家庄、海南海口、云南昆明 3 个省级物流中心，通过收购完成青海西宁分销物流网络的布点；继续推进贵州贵阳和四川成都 2 个省级物流中心，以及湖北随州、江苏无锡等地市级物流中心的建设；加快建设甘肃兰州和陕西西安 2 个省级物流中心以及四川绵阳和南充 2 个地市级物流中心。截至 2016 年末，公司已在全国完成 30 个省级物流中心（仅剩宁夏银川）和 54 个地市级物流中心的布局工作，进一步完善了公司的全国性医药物流配送体系，延伸覆盖了医药物流配送的服务区域范围。同时，公司建成了覆盖全国大部分行政区域的营销网络，构成了全国性网络，是目前全国 1 万多家医药流通企业中营销网络覆盖区域最广的企业之一。

表 1：截至 2016 年末公司医药物流中心区域分布

单位：个

区域	省级医药物流中心	地市级医药物流中心
华中区域	3	14
华北区域	5	7
华东区域	7	16
华南区域	3	5
西南区域	5	4
西北区域	4	7
东北区域	3	1
<b>合计</b>	<b>30</b>	<b>54</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司根据各个医药物流中心的的不同功能，采用

了现代物流设施、设备，研发了与之相匹配的物流管理信息系统和信息管理系统，并在医药物流中心规划、设备选型、系统集成、系统上线和搬迁等方面积累了丰富的实际经验，形成了仓储管理系统（WMS）、设备控制系统（WCS）、运输管理系统（TMS）等三大自主研发成果，并取得相关 95 项计算机软件著作权。公司的现代医药物流系统和管理信息系统，可以满足客户多批次、多品规、小批量、物流量大的要求，在保持较低的物流成本和具有很高的运行效率的条件下，服务的客户群体范围大大增加，并成为自身的核心竞争力之一。跟踪期内，公司加大技术研发力度，2016 年新立项研发项目 11 项，包括供应商门户 2.0 和九州通供应链管理系统 JZTSCMV3.0 等；取得著作权 26 项，包括通达仓储管理系统（简称 WMSV5.0）和通达标准煎药服务中心信息系统等；全年取得实用新型专利 6 项，包括以包裹形式进行药品配送的物流系统和 360 度全方位电子监管码读码器等；取得发明专利 2 项，包括一种托盘自动拆分系统和一种物流仓库用拣选调度装置等。

近年来公司在稳步发展批发商、药店、民营医院、基层医疗机构及诊所等终端客户的同时，积极参与国家推进基层公立医疗机构基本药物集中采购配送商的招标，并致力于拓展国内二级以上医院客户。截至 2016 年末，公司在已公布的 31 个省、市或自治区的基本药物配送招标中，已取得 22 个省市地基本药物配送权（未取得配送资格的省市均为尚未设立子公司或子公司营业不久未能赶上招标窗口期）；2016 年，公司在全国范围内新取得 212 个区县配送权，年末累计取得 1,089 个区县配送权。在二级以上医院的拓展方面，截至 2016 年末，公司二级及以上中高端医院市场客户数达 3,780 余家，较上年增加 580 余家，全年对其完成含税销售额 128.31 亿元，同比增长 26.48%。二级以下基层医疗机构销售方面，截至 2016 年末，公司二级以下基层医疗机构客户达 51,750 余家，2016 年对二级以下基层医疗机构完成含税销售额 128.31 亿元，同比增长 38.46%。

公司在现有的物流渠道与全国性的销售网络布局的基础上大力拓展药品品种种类与数量，并不

断加深与上游供货商的合作关系。经过多年的业务经营与积累，截至 2016 年末，公司与 7,000 多家上游供货商保持了良好的合作关系，同时下游客户近 10 万家。公司目前是国内众多知名生产企业的重要分销商，如云南白药、同仁堂、东阿阿胶、哈药三精、桂林三金、神威药业、武汉健民、江中药业等；并且是国内众多知名 OTC 产品如健胃消食片、排毒养颜胶囊、安神补脑液、三金片、葡萄糖酸钙口服液、妇科千金片的第一大经销商。公司除了经营药品之外，还经营保健品、中药饮片、医疗器械、计生用品和消费品等产品，经营的品种品规约 25 万个，成为行业内经营品种最齐全的企业之一。公司丰富的经营品种能够保障客户多样化的需求，满足客户的“一站式”采购需求，既节约了客户采购成本，也提高了客户采购效率，为公司与客户建立稳定的业务关系创造了良好条件。

受益于市场化的经营模式及持续有效的业务拓展，公司核心主业医药批发及相关业务板块收入继续保持稳步增长态势，2016 年该板块实现收入 589.89 亿元，同比增长 23.54%；毛利率为 7.22%，较上年小幅增长 0.11 个百分点，医院纯销等业务增长较快，带动了公司业务规模及毛利率水平的提升。

### 跟踪期内公司对互联网业务板块进行整合，电子商务发展态势良好，B2C 业务实现高速增长，且已扭亏为盈

公司近年来大力推进电子商务业务，并通过 B2C、B2B 和 O2O 等模式开展药品经营，是少数同时具有“B2B 模式”和“B2C 模式”互联网药品交易服务资格的企业之一。

公司 B2B 平台主要包括“九州通医药网”（现更名为“九州通医药电子商务交易平台”）和九州通中药材电子商务有限公司，其中九州通医药网旗下十余家二、三级公司已成功上线 B2B3.0 系统，通过开展 B2B 业务，公司与客户业务关系的稳定性与粘连性不断提升。

B2C 业务方面，跟踪期内，公司重视精准流量来源的获取和优质渠道的合作，同时强化内部管理促进人均效能提升，并不断开拓智慧药房和海外购

业务。2016 年，公司旗下北京好药师大药房连锁有限公司 B2C 电子商务业务增长加快，当年实现含税销售额 10.60 亿元，同比增长 125.33%；实现净利润 1,895.73 万元，年度实现扭亏为盈。公司有效整合好药师网上药店（B2C）、海外购、武汉麦迪森电子商务有限公司（O2O）、九州通健康管理有限公司、远程医疗事业部等 5 个相对独立的互联网业务板块，组建了健康 998 电商集体，同时充分利用公司的医药分销、品种规模、物流配送等方面资源优势，实现线上线下的业务整合，建立基于互联网技术的大健康服务平台，为用户提供线上线下全方位的健康服务。

O2O 业务方面，依托公司原有覆盖全国十个城市的连锁直营体系以及新开发的城市，2016 年好药师基本可以实现武汉、北京、上海、郑州、福州、济南、南京、芜湖、昆山、新疆、杭州、广州、天津等 13 个城市核心区域“24 小时送药、1 小时必达”的 O2O 服务，并通过渠道拓展先后引进全国一线大流量三方平台，包括百度外卖、美团外卖、京东到家等，创立三方平台引流的销售模式，为线上业务搭建了稳定的流量入口。

### 2016 年公司继续保持医药零售、医药工业、中药产业等业务全面发展，目前公司在重点区域在建物流中心等项目，未来仍面临一定的资本支出压力

跟踪期内，公司大力整合零售连锁资源，打通线上线下业务，集团好药师大药房连锁有限公司通过收购公司在各地的好药师大药房连锁有限公司，将线下零售业务进行统一管理，并与好药师的线上电商平台形成一体化服务。截至 2016 年末，公司在各地的零售连锁药店共 911 家，其中直营店 283 家（较上年增加 22 家），加盟店 628 家（较上年增加 20 家）。

2016 年公司医药零售业务板块营业收入为 16.11 亿元，同比大幅增长 63.59%；毛利率 20.48%，较上年增长 2.61 个百分点。公司零售连锁营业收入和毛利率大幅提升主要系好药师线上业务大幅增长且毛利率提升所致。

公司医药工业板块集中在旗下的制药企业—北京京丰制药有限公司（以下简称“京丰制药”）。跟踪期内，京丰制药一致性评价取得阶段性进展，其中 1 个品种签订了 BE 试验合同，2 个品种进行处方工艺验证，3 个品种正进行工艺优化；京丰药业大兴新厂已进入设备安装阶段，同时积极准备 GMP 认证。博山制药新获得盐酸苯海索、盐酸硫必利、盐酸美西律、地巴唑等生产批文 12 个；公司博山制药乳膏剂、制剂车间已通过新版 GMP 认证。

2016 年，公司医药工业实现销售收入 8.19 亿元，同比增长 6.10%；毛利率 21.75%，较上年同期提高了 3.5 个百分点。公司医药工业毛利率上升，主要系北京京丰开展包材采购招标工作、制定费用分析管控方案，有效降低了生产成本和费用。尽管收入和盈利较为稳定，但公司医药工业板块总体规模不大且自有品牌建设能力不足，竞争力仍需进一步提升。

此外，公司继续推进中药业务市场的全国布局，2016 年新建甘肃九州天润中药产业有限公司、山西九州天润道地药材开发公司、河南九州天润重要产业有限公司等 5 家子公司，主营中药材种植及销售；跟踪期内九州天润及下属子公司均顺利通过了 GMP 检查，其中河北楚风中药饮片有限公司、新疆和济中药饮片有限公司取得新版 GMP 证书；公司经营的黄连等 8 个品种中标国家中医药管理局标准化项目，菊花等 5 个品种通过中药协会优质饮片认证；公司积极拓展标准煎药业务，期内新建内蒙古呼和浩特、江苏南京、浙江温州、江苏连云港 4 家煎药中心，共建成 10 家标准煎药中心，其中 9 家投入运营，与各地 100 余家医疗机构建立了煎药合作关系。

2016 年，公司中药材与中药饮片业务继续保持较好增长，实现销售收入 21.28 亿元，同比增长 11.87%；毛利率 16.44%，较去年同期的 16.73% 略有下降。

作为目前国内唯一具备整合物流规划、物流实施、系统集成能力的大型现代医药物流企业，2010 年以来，为顺应中国医药市场的变革，公司确立了以医药分销为核心业务，以医院纯销、中药及中药材、医疗器械、零售连锁为战略业务并成立相应事

业部，以物流技术营销、电子商务、制药、原料药、国际贸易等新兴业务的业务组合战略；持续扩大和完善医药营销网络布局，不断为医药健康产业提供高性价比服务，努力将九州通打造成中国医药健康产业最佳服务商。为满足各项业务发展的需求，公司需对全国重点区域在建的物流中心等项目投资 30.08 亿元，截至 2016 年末已完成投资 12.72 亿元，尚需投资 17.36 亿元，公司仍将面临一定的资本支出压力。

表 2：截至 2016 年末公司主要在建项目情况

单位：万元

项目名称	计划总投资	截至 2016 年末已投资
贵州白云项目	20,000.00	6,848.43
湖南项目	9,900.00	6,940.06
西藏三通项目	7,000.00	5,038.77
陕西项目	15,000.00	3,845.76
北京九州通项目	25,874.20	13,234.24
无锡项目	10,000.00	6,590.00
北京均大项目	31,000.00	22,857.71
温江项目	30,000.00	9,050.87
博山项目	60,000.00	16,032.81
绵阳项目	10,000.00	2,720.13
长沙项目	12,000.00	9,620.80
长春项目	20,000.00	10,313.59
兰州出城入园项目	30,000.00	9,561.41
万州项目	15,000.00	969.94
仪陇项目	5,000.00	3,611.00
<b>合计</b>	<b>300,774.20</b>	<b>127,235.52</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 财务分析

以下财务分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年审计报告，以及未经审计的 2017 年一季度合并财务报表。其中 2014 年末数据采用 2015 年审计报告重述数，所有财务数据均为合并口径。

## 资本结构

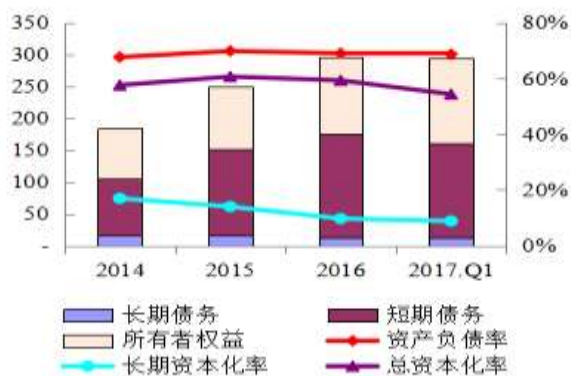
跟踪期内，公司业务量快速增长，资产规模呈增长趋势。截至 2016 年末，公司资产总额 387.29 亿元，同比增长 18.85%。同时，得益于利润留存及永续中票<sup>1</sup>的发行，公司自有资本不断夯实，2016

<sup>1</sup> 公司 2016 年发行 10 亿元永续中票，若将其纳入负债计算，



年末所有者权益合计 120.10 亿元，同比增长 21.99%。负债方面，受业务规模扩大导致应付款项增加及债务规模上升的影响，公司负债总额增至 267.18 亿元，较 2015 年末上升 17.50%。综上影响，2016 年末公司资产负债率和总资本化比率分别微降至 68.99% 和 59.27%。此外，截至 2017 年 3 月 31 日，公司资产总额上升至 428.87 亿元，负债规模升至 294.32 亿元，资产负债率为 68.63%。

图 1: 2014~2017.Q1 公司资本结构分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

资产结构方面，截至 2016 年末，公司流动资产和非流动资产分别为 321.64 亿元和 65.65 亿元，占年末资产总额的 83.05% 和 16.95%。公司流动资产主要为存货 101.52 亿元、应收账款 90.76 亿元、货币资金 52.37 亿元和其他应收款 32.75 亿元，占当期流动资产的比重分别为 31.56%、28.22%、16.28% 和 10.18%。其中，存货主要为库存商品，库存商品占其比重为 96.71%。应收账款从账龄来看，1 年以内到期的应收账款占比 95.11%；从客户集中度来看，按欠款方归集的前五大应收账款合计 7.57 亿元，占应收账款期末余额比重合计 8.25%，集中度较低。货币资金主要由银行存款和其他货币资金组成，年末余额分别为 24.73 亿元和 27.45 亿元，其他货币资金主要系银行承兑汇票保证金。其他应收款主要由对供应商折让和医院客户保证金构成，从账龄来看，1 年以内到期的其他应收款占比 79.66%；集中度方面，按欠款方归集的期末余额前五大其他应收款占比 21.47%，集中度尚可。

公司非流动资产主要由固定资产、无形资产和在建工程构成，截至 2016 年末，三者占当期非流

动资产的比重分别为 54.27%、15.66% 和 12.80%。其中，固定资产 35.63 亿元，主要为房屋及建筑物等；无形资产 10.28 亿元，主要为土地使用权；在建工程 8.40 亿元，主要为公司在建的物流中心。

负债方面，截至 2016 年末，公司的负债主要由应付账款（74.67 亿元）、其他应付款（10.91 亿元）和有息债务（174.80 亿元）构成。2016 年末公司应付账款同比增长 18.94%，主要系公司销售规模扩大，购入存货增加以及延长付款时间所致。其他应付款主要由保证金及押金、代收代付项目、限制性股票回购等构成。债务方面，2016 年末公司债务同比增长 15.26%，其中短期债务 161.92 亿元，长期债务 12.89 亿元，长短期债务比由 2015 年末的 8.48 倍上升至 12.56 倍，债务期限结构有待改善。

图 2: 2014~2017.Q1 公司债务结构分析



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看，随着公司业务规模的扩大，2016 年公司资产及负债规模上升显著，得益于利润留存和永续中票的发行，财务杠杆水平略微降低，公司的债务以短期债务为主，债务期限结构有待优化。

## 盈利能力

近年来，随着营销网络的持续建设，公司业务覆盖范围逐年扩大，同时受益于医药市场需求的稳步增长及自身竞争力的增强，公司收入规模持续增长。2016 年公司实现营业收入 615.57 亿元，同比增长 24.13%。分业务板块来看，医药批发、医药零售以及医药工业是公司收入的主要来源，近三年其收入规模占营业总收入的比重均在 96% 以上。从各业务板块的增速来看，当年公司医药批发及相关业务、医药零售业务和医药工业收入分别为 589.89 亿元、16.11 亿元和 8.19 亿元，增速分别为 23.54%、

2016 年末公司资产负债率达 71.57%。

63.59%和6.10%，业务体现出良好的成长性。另2017年1~3月，公司实现营业总收入188.14亿元，同比增长21.80%。

毛利率方面，公司主要从事医药商业业务，行业属性决定其初始获利空间不高。2016年公司营业毛利率为7.84%，较上年上升0.27个百分点。分板块来看，医药批发及相关业务毛利率7.22%，同比增长0.11个百分点；医药零售业务毛利率20.48%，同比增长2.61个百分点；医药工业板块毛利率21.75%，同比增长3.5个百分点。2017年1~3月，公司营业毛利率为7.50%。值得注意的是，从供应商处获得的销售折让是公司毛利的主要来源，2016年公司从供应商处获得销售折让15.67亿元，占当期毛利额的32.87%，销售折让在公司毛利中的占比较高，在一定程度上影响其经营效益，中诚信证评将持续关注供应商对公司所执行的销售折让政策的持续性及变化情况。

期间费用方面，2016年公司期间费用有所上升。其中，销售费用16.33亿元，同比增长33.27%，主要系公司营业规模扩大带来的销售成本增加所致。此外，受职工薪酬及社保统筹等费用增加的影响，2016年公司管理费用同比增加17.64%至12.68亿元。财务费用方面，受利息支出增加及发行债券等手续费增加的影响，公司财务费用同比增长30.15%至6.62亿元。综上，2016年公司期间费用合计35.64亿元，占营业总收入的比重为5.79%，三费占比同比增长0.12个百分点，公司期间费用控制能力仍保持较好水平。2017年1~3月，公司期间费用为10.43亿元，三费收入占比为5.54%。

**表 3: 2014~2017.Q1 公司期间费用分析**

单位：亿元、%				
	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	10.62	12.26	16.33	5.02
管理费用	7.71	10.78	12.68	3.90
财务费用	3.94	5.09	6.62	1.51
三费合计	22.27	28.13	35.64	10.43
营业总收入	410.68	495.89	615.57	188.14
三费收入占比	5.42	5.67	5.79	5.54

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在收入规模及毛利率水平稳定增长的带动下，公司2016年经营性业务利润为11.30亿元，同比增

长30.64%。此外，公司还获得营业外收入作为利润补充，最终实现利润总额11.06亿元，取得净利润9.04亿元，较上年分别增长15.68%和28.48%；同期所有者权益收益率为7.53%，较上年增加0.38个百分点，盈利情况良好。2017年1~3月，公司实现净利润1.88亿元，所有者权益收益率5.58%。

总体来看，2016年公司业务规模继续扩大，营业收入持续增长，且各板块毛利率均有所上升，利润规模逐年增加，整体具备较强的盈利能力。

## 偿债能力

公司近年来致力于全国物流配送网络的建设，资本支出逐步增加，同时业务规模扩大以及账期较长的医院客户业务增长带来了流动资金需求，使其债务规模不断扩大。截至2016年末，公司总债务规模为174.80亿元，其中短期债务161.92亿元，同比增长19.36%；长期债务12.89亿元，同比下降19.45%，公司短期债务压力有所增加。

从主要偿债指标来看，受利润总额、利息支出及折旧规模增加的影响，2016年公司EBITDA为20.80亿元，同比增长19.25%；当年公司主要偿债能力指标保持稳定，总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为8.40倍和3.10倍。从经营性现金流来看，2016年公司经营性净现金流为4.31亿元，同比下降1.08%，公司经营性净现金流/总债务为0.02倍，经营性净现金流利息倍数为0.64倍，经营性净现金流对公司债务本息偿还的保障程度有待提升。

**表 4: 2014~2016 年公司部分偿债能力指标**

财务指标	2014	2015	2016
短期债务（亿元）	89.96	135.66	161.92
长期债务（亿元）	15.96	16.00	12.89
总债务（亿元）	105.92	151.66	174.80
经营净现金流利息倍数（X）	-0.42	0.80	0.64
经营净现金流/总债务（X）	-0.02	0.03	0.02
EBITDA（亿元）	13.42	17.44	20.80
总债务/EBITDA（X）	7.89	8.70	8.40
EBITDA 利息倍数（X）	3.25	3.19	3.10

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家金融机构保持着良好的合作关系，进一步增强了对偿债的保障程度。

截至 2016 年末，公司已获得 217.79 亿元的银行授信额度，其中未使用授信额度为 115.72 亿元，备用流动性充足。

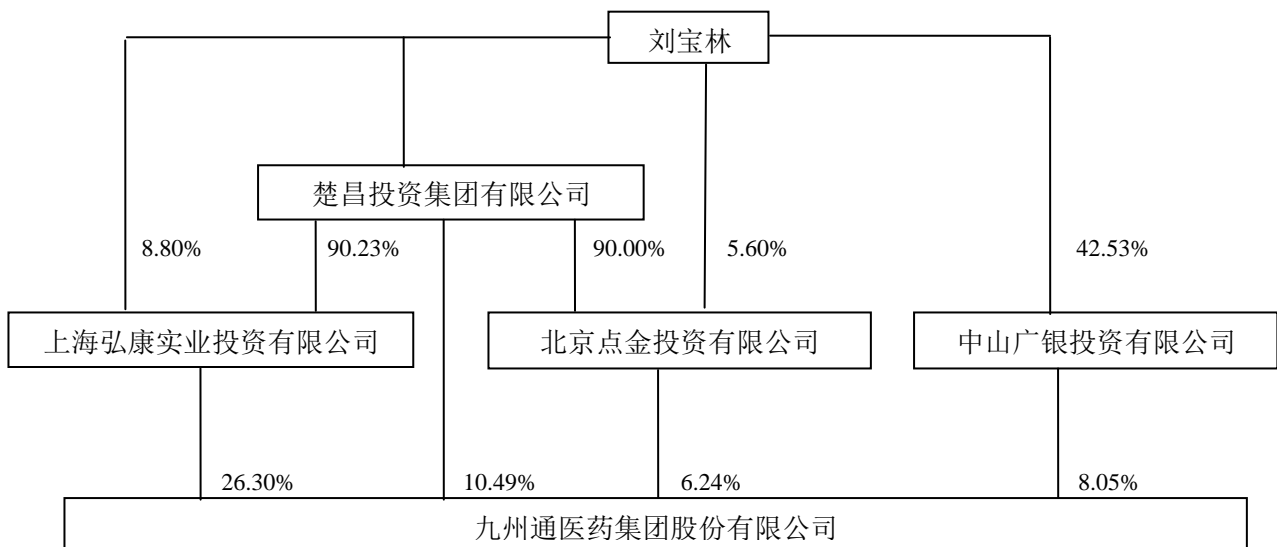
或有负债方面，截至 2016 年 12 月 31 日，公司无对子公司以外企业提供担保的情况，公司或有负债风险较低。

总体来看，2016 年公司收入规模持续扩大，毛利率水平有所上升，整体盈利情况较好；同时，随着利润的积累，其自有资本不断夯实，加之获现情况较好，主要偿债指标表现良好，整体具有很强的偿债能力。

## 结 论

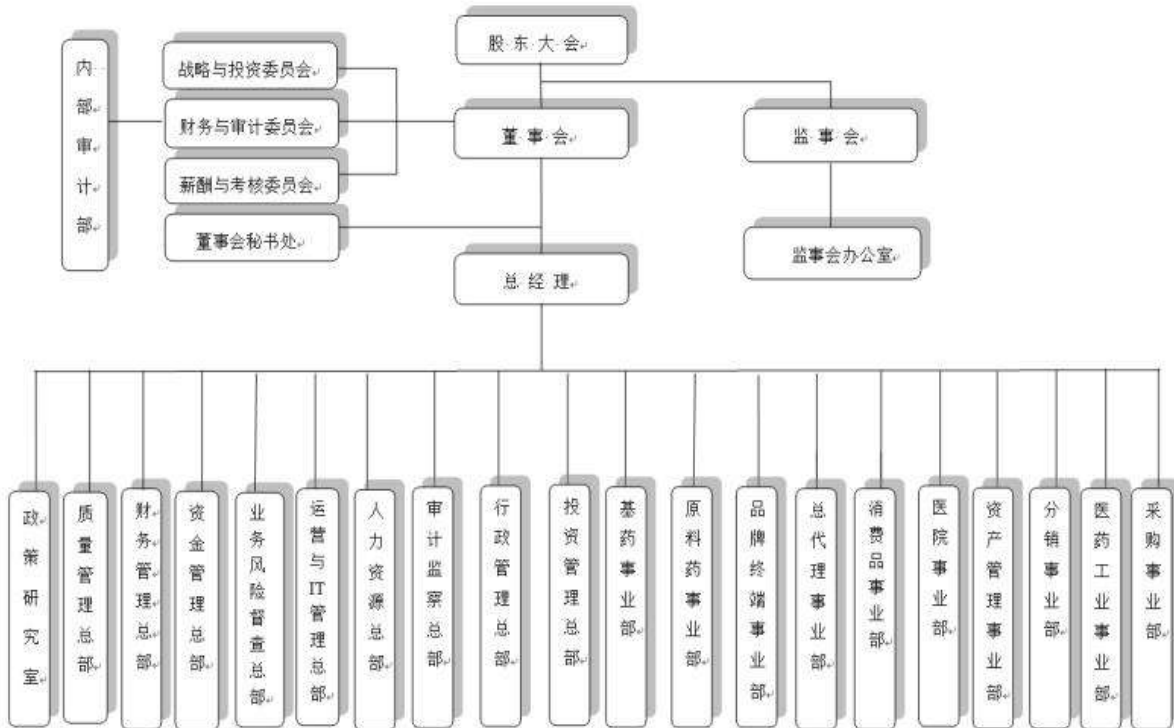
综上，中诚信证评维持九州通医药集团股份有限公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望稳定；维持“九州通医药集团股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

附一：九州通医药集团股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



资料来源：公开资料

附二：九州通医药集团股份有限公司组织架构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

**附三：九州通医药集团股份有限公司主要财务数据及财务指标**

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	358,748.26	610,857.18	523,679.62	477,211.93
应收账款净额	510,021.96	779,808.86	907,601.68	1,449,294.99
存货净额	631,084.41	811,413.66	1,015,219.83	1,024,784.67
流动资产	1,987,400.23	2,722,149.71	3,216,373.35	3,610,744.00
长期投资	40,267.94	76,238.31	88,755.90	88,746.86
固定资产合计	297,769.70	354,467.06	440,442.45	455,925.35
总资产	2,412,503.51	3,258,496.61	3,872,854.18	4,288,657.15
短期债务	899,591.53	1,356,581.99	1,619,173.51	-
长期债务	159,562.74	160,000.00	128,872.09	-
总债务（短期债务+长期债务）	1,059,154.26	1,516,581.99	1,748,045.60	-
总负债	1,631,054.06	2,273,932.44	2,671,817.51	2,943,172.87
所有者权益（含少数股东权益）	781,449.45	984,564.18	1,201,036.67	1,345,484.28
营业总收入	4,106,840.45	4,958,924.63	6,155,683.99	1,881,430.88
三费前利润	285,671.80	367,764.19	469,412.08	137,064.98
投资收益	4,127.59	4,753.80	873.06	1,094.44
净利润	56,826.97	70,386.98	90,434.03	18,766.32
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	134,236.37	174,419.95	208,001.25	45,891.24
经营活动产生现金净流量	-17,167.95	43,595.60	43,126.38	-266,516.71
投资活动产生现金净流量	-102,509.56	-153,786.24	-149,780.09	-34,043.58
筹资活动产生现金净流量	107,736.84	277,708.75	1,467,003.87	289,687.61
现金及现金等价物净增加额	-11,940.67	167,518.11	1,360,350.16	-10,872.68
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	7.10	7.57	7.84	7.50
所有者权益收益率（%）	7.27	7.15	7.53	5.58
EBITDA/营业总收入（%）	3.27	3.52	3.38	2.44
速动比率（X）	0.93	0.91	0.87	0.92
经营活动净现金/总债务（X）	-0.02	0.03	0.02	-
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.02	0.03	0.03	-
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.42	0.80	0.64	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.25	3.19	3.10	-
总债务/EBITDA（X）	7.89	8.70	8.40	-
资产负债率（%）	67.61	69.78	68.99	68.63
总资本化比率（%）	57.54	60.64	59.27	-
长期资本化比率（%）	16.96	13.98	9.69	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2017 年一季度所有者权益收益率已经年化处理。

**附四：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

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

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 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 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

净负债率 = (总债务 - 货币资金) / 所有者权益

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。