



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪663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可转换公司债券”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  
二零一九年六月二十四日

## 九州通医药集团股份有限公司 可转换公司债券跟踪评级报告（2019）

发行主体	九州通医药集团股份有限公司		
债券简称	九州转债		
债券代码	110034		
发行年限	6 年期，其中转股期间为 2016/07/21 至 2022/01/14		
起息日	2016/01/15		
发行规模	15 亿元，剩余规模为 14.99 亿元		
上次评级时间	2018/06/22		
上次评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	
跟踪评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	

### 概况数据

九州通	2016	2017	2018	2019.3
所有者权益(亿元)	120.10	195.38	203.82	198.53
总资产(亿元)	387.29	520.48	666.74	649.62
总债务(亿元)	174.80	186.92	304.94	312.70
营业总收入(亿元)	615.57	739.43	871.36	246.63
营业毛利率(%)	7.84	8.44	8.63	7.78
EBITDA(亿元)	20.80	30.16	31.56	8.01
所有者权益收益率(%)	7.53	7.54	6.78	6.28
资产负债率(%)	68.99	62.46	69.43	69.44
总债务/EBITDA(X)	8.40	6.20	9.63	9.76
EBITDA 利息倍数(X)	3.10	4.21	3.40	2.59

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、2016~2018 年末及 2019 年 3 月末“其他流动负债”中短期融资券调整至短期债务中；  
3、2019 年一季度所有者权益收益率和总债务/EBITDA 经年化处理。

### 基本观点

作为国内领先的全国性医药商业企业，2018 年九州通医药集团股份有限公司（以下简称“九州通”或“公司”）医药物流体系和营销网络的广度和深度进一步夯实，业务规模持续扩张，业务结构不断优化。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到公司应收账款金额较大，债务规模增长较快，短期债务占比较高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>，评级展望稳定；维持“九州通医药集团股份有限公司可转换公司债券”信用等级为 AA<sup>+</sup>。

### 正面

- 医药行业发展前景向好。2018 年医药行业收入和利润均保持增长，同时随着医疗体系改革不断深化及政策支持，加之人口老龄化、居民医疗消费水平提高、医保覆盖率提高等因素的推动，未来医药行业仍将保持较好的发展前景。
- 医药物流体系和营销网络的广度和深度进一步夯实。截至 2019 年 3 月末，公司已完成 31 个省级医药物流中心和 96 个地市级分销物流中心的布局工作，同时拥有 1,287 家零售连锁药店，系全国医药流通企业中营销网络覆盖区域最广的企业之一。
- 业务规模持续扩张，业务结构不断优化。受益于完善的营销网络、丰富的经营品种资源及客户资源，公司业务规模实现稳步增长，且业务结构不断优化。2018 年，公司实现主营业务收入 869.57 亿元，同比增长 17.95%。其中，医院纯销业务收入为 181.95 亿元，同比增长 24.49%。

### 关注

- 应收账款金额较大。受医药流通行业特性以及公司医院纯销规模扩大的影响，公司应收账款规模大幅攀升，较大规模资金占用对其经营资

## 分析师

应洽亚 [zyying@ccxr.com.cn](mailto:zyying@ccxr.com.cn)

周 鹏 [pzhou@ccxr.com.cn](mailto:pzhou@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2019年6月24日

金管理能力提出更高要求。截至2019年3月末，公司应收账款账面价值达到228.06亿元，需对其回收情况保持持续关注。

- 债务规模增长较快，短期债务占比较高。随着业务规模的持续扩大，公司债务规模不断增加，且以短期债务为主。截至2019年3月末，公司有息债务规模达312.70亿元，其中短期债务占有息债务比重为94.61%。

## 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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。



## 募集资金使用情况

九州通医药集团股份有限公司可转换公司债券（证券代码：110034，简称：九州转债）于2016年1月15日完成发行，实际发行规模为15亿元，债券期限6年，其中转股期间为2016年7月21日至2022年1月14日。截至2019年3月末，本次债券累计共有69.40万元转换成公司股票，累计转股数为37,199股，尚未转股的可转债金额占可转债发行总量的99.95%。九州通医药集团股份有限公司（以下简称“九州通”或“公司”）已严格按照募集说明书中的使用计划使用募集资金。

## 行业状况

**受居民生活水平及城镇化水平不断提高、医疗卫生改革全面推进以及人口老龄化程度加剧等因素影响，2018年我国医药制造行业延续增长态势，行业收入增速与上年基本持平，但利润增速有所回落。**

2018年，随着经济的增长和人口老龄化加剧，我国医药行业继续保持较快增长态势。2018年1~9月，医药工业增加值同比增长10.2%，高于全国工业整体增速3.8个百分点，保持工业全行业前列，占全国工业增加值的比重为3.3%，较上年同期占比提高0.1个百分点。

根据国家统计局数据，2018年医药制造业实现销售收入23,986.3亿元，同比增长12.6%，较上年增速上升0.1个百分点；当年全行业实现利润总额3,094.2亿元，同比增长9.5%，较上年增速降低8.3个百分点，医药制造业收入和利润水平仍保持较快增速，但受行业竞争加剧、研发投入增加和医保控费等因素影响，利润增速有所趋缓。从长期来看，在人口老龄化、城镇化进程不断推进、居民医疗消费水平和医保覆盖率提高等因素的推动下，我国医药行业仍具有较大增长空间。

2018年，随着“两票制”在全国各省市的全面执行，医药流通行业集中度将得到进一步提升；短期内受“两票制”政策影响，国内流通企业纯销业务占比有所提升，促使应收账款账期不断加长，其资金周转能力面临一定挑战。

医药流通方面，2017年，“两票制”陆续在全国各省市推行，截至2017年末，福建、安徽、青海、重庆、上海等20个省份已开始执行，2018年初，广西、贵州、湖北、江西、宁夏、西藏、新疆和北京8个省/直辖市开始执行。截至2018年末，全国31个省/直辖市已在全范围或区域内试点城市全面执行药品“两票制”政策。“两票制”的执行可最大限度压缩药品流通环节的长度和宽度，通过减少层层加价来降低药品价格，并通过加强对药品的监督来保障用药安全。短期内受“两票制”政策执行的影响，国内流通企业分销业务受到较大冲击，医院纯销业务占比逐步提升，致使企业应收账款账期不断拉长，国内流通企业竞争加剧，其运营能力面临一定挑战。长期来看，医药流通行业领先的企业可通过资金优势、规模效应以及更健全的销售网络取得更大的竞争优势，行业集中度将得以提升。

中诚信证评认为，在人口老龄化、城镇化进程不断推进、居民医疗消费水平和医保覆盖率提高等因素的推动下，我国医药行业仍具有较大增长空间。同时随着“两票制”在全国各省市的全面执行，短期内流通企业的运营能力面临一定考验，行业竞争加剧，未来医药流通行业的集中度将得到进一步提升。

## 业务运营

受益于“营改增”、“两票制”、分级诊疗等政策的全面实行，作为全国最大的民营医药流通企业，公司经营品种资源和上下游客户资源不断丰富，同时依托日益完善的医药物流体系和营销网络以及持续拓张的医院客户市场，公司业务规模持续增长。2018年，公司实现主营业务收入869.57亿元，同比增长17.95%。其中，医药批发及相关业务收入达834.52亿元，同比增长18.11%，占主营业务收入比重为95.97%，是公司主营业务收入的主要来

源。另2019年1~3月,公司实现主营业务收入246.29亿元,同比增长11.07%,其中医药批发及相关业务收入为236.68亿元,同比增长11.34%。

表 1: 2018 年公司业务收入及毛利率情况

单位: 亿元、%

区域	收入	同比增长	毛利率
主营业务收入	869.57	17.95	8.57
其中: 医药批发及相关业务	834.52	18.11	8.05
医药零售	19.60	4.46	18.93
医药工业	15.45	29.35	23.74
其他业务收入	1.80	-17.00	37.72
<b>合计</b>	<b>871.36</b>	<b>17.84</b>	<b>8.63</b>

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

跟踪期内, 公司医药物流体系和营销网络的广度和深度进一步夯实, 经营品种资源和上下游客户资源不断丰富, 医疗机构和零售终端增长迅速, 业务结构持续优化, 2018 年公司医药批发及相关业务及其毛利率均呈现上升态势。

作为全国最大的民营医药流通企业, 公司已建立起全国性的营销网络, 基本覆盖中国大部分的行政区域, 且其医药物流体系和营销网络的广度和深度亦在不断完善中, 为公司提升自身市场竞争力提供了支撑。公司现有的“省级公司+地市级公司+办事处”的营销管理模式在为客户提供优质的配送服务的同时, 亦能够根据客户不同需求, 提供良好的、差异化的服务。为持续提升公司在营销网络覆盖面上的优势, 近年来公司不断推进地市级分销物流中心的布局。2018 年, 公司以新增规划和收并购方式取得湖南岳阳、江苏徐州、四川泸州、山东德州、安徽亳州、河北沧州、甘肃天水等 15 个地市级物流中心/网点。截至 2019 年 3 月末, 公司已在全国完成 31 个省级物流中心和 96 个地市级物流中心的布局工作。

表 2: 截至 2019 年 3 月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	25
华北区域	5	11
华东区域	7	28
华南区域	3	7
西南区域	5	8
西北区域	5	13
东北区域	3	4
<b>合计</b>	<b>31</b>	<b>96</b>

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

在建物流中心项目方面, 未来公司将继续推进地市级分销网络与物流配送体系的建设工作, 进一步完善其全国性营销网络。截至 2019 年 3 月末, 公司主要在建/拟建物流中心项目 17 个, 计划总投资金额 56.75 亿元, 尚需投资金额 48.18 亿元, 未来公司或面临一定的资本支出压力。

表 3: 截至 2019 年 3 月末公司主要在建/拟建物流中心项目情况

单位: 亿元

序号	项目名称	计划总投资	截至 2019 年 3 月末已完成投资
在建项目			
1	山东九州通搬迁项目	9.0	0.75
2	淄博九州通开发项目	1.5	0.20
3	唐山九州通开发项目	1.5	0.27
4	泸州九州通开发项目	2.0	0.22
5	陕西九州通开发项目	5.0	1.62
6	安阳九州通开发项目	0.6	0.21
7	新疆九州通搬迁项目	3.0	1.11
8	大连九州通开发项目 (物流)	2.0	0.61
9	河南九州通搬迁项目	6.0	2.16
10	海南九州通开发项目	4.0	0.80
<b>小计</b>	<b>-</b>	<b>34.6</b>	<b>7.95</b>
拟建项目			
1	广州九州通开发项目	6.0	0.00
2	广西九州通搬迁项目	4.0	0.00
3	湛江九州通开发项目	2.0	0.03
4	河北九州通开发项目	3.0	0.40
5	宁夏九州通开发项目	2.15	0.10
6	徐州九州通开发项目	3.0	0.09
7	内蒙古原址重建项目	2.0	0.00
<b>小计</b>	<b>-</b>	<b>22.15</b>	<b>0.62</b>
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>56.75</b>	<b>8.57</b>

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

除在营销网络覆盖广度和深度上具有优势外，公司长期重视现代物流技术和信息技术在医药物流管理上的运用，为提升自身核心竞争力提供助力。在现有的 127 个医药物流中心基础上，公司根据各个医药物流中心的的不同功能，研发了与之相匹配的物流管理信息系统和信息管理系统，积累了丰富的医药物流中心规划、设备选型、系统集成、系统上线和搬迁等方面经验，形成了仓储管理系统、设备控制系统和运输管理系统等三大自主研发成果，取得了相关 291 项计算机软件著作权，其在现代物流技术和信息技术运用方面优势较为明显。

经过持续多年业务经营与开拓，公司经营品种资源和上下游客户资源不断丰富。截至 2018 年末，公司经营品种资源超 35 万余个，较上年末增长 23.39%，涵盖西药、中成药、中药材与中药饮片、医疗器械、食品、保健品等；同时，公司与 1 万多家上游供货商和近 20 万家下游客户保持着良好的合作关系，其上下游客户资源不断丰富。公司是国内云南白药、东阿阿胶、同仁堂、天士力、广州白云山、吉林敖东、华润三九、桂林三金等众多知名生产企业的重要分销商，也是阿胶、健胃消食片、感冒灵颗粒、安神补脑液等国内众多知名 OTC 产品的第一大经销商。丰富的经营品种资源和良好而稳定的上下游客户关系为保障公司未来持续增长创造了良好条件。

依托不断完善的医药物流体系和营销网络，公司持续拓展医疗机构和零售终端市场，其客户结构不断优化。截至 2018 年末，公司二级及以上中高端医院市场客户数达 5,200 余家，较上年末增加 600 余家；全年实现医院纯销收入为 181.95 亿元，同比增长 24.49%，占主营业务收入比重为 20.92%，较上年同期增加 1.1 个百分点。同时，公司二级以下基层医疗机构有效客户达 77,000 余家，较上年末增加 6,100 余家；全年实现销售收入 115.39 亿元，同比增长 49.55%，主要系因分级诊疗政策推进带来药品销售渠道下沉所致，占主营业务收入比重为 13.27%，较上年同期增加 2.8 个百分点。综上，2018 年公司医药批发及相关业务收入及其毛利率均呈现上升态势，当年实现收入 834.52 亿元，同比增长

18.11%；业务毛利率为 8.05%，较上年同期增加 0.24 个百分点。

**表 4：2018 年公司主营业务收入分渠道情况**

单位：亿元、%

区域	收入	占比	同比增长
医疗机构	297.34	34.19	33.14
零售药店（批发业务）	225.66	25.95	33.76
下游医药批发商	293.25	33.72	-1.27
零售药店（含加盟店）	19.60	2.25	4.46
非药品渠道	33.71	3.88	14.50
<b>合计</b>	<b>869.57</b>	<b>100.00</b>	<b>17.95</b>

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

**跟踪期内，公司电商业务整合工作持续有效推进，业务结构有所分化，但整体发展趋势向好。此外，公司医药零售和医药工业继续保持增长态势，为其业务增长提供一定补充。**

为获取更多市场资源和改善上下游客户服务体系，2018 年公司进一步拓展 FBBC 业务体系，持续推动旗下 B2B 和 B2C 电商业务整合工作。公司 FBBC 业务体系包括 B2B 交易平台、B2C 交易平台和智能健康服务平台，其中 B2B 交易平台将从自营并逐步向三方开放，引入纯销供应商、控销供应商、具备独家品种的商业公司，与公司经营产品形成互补，共享客户；B2C 交易平台将公司会员药店发展成为网上药店，丰富品种结构，拓展 B2C 及 O2O 业务。

得益于电商业务整合工作的有效推进，公司 B2B 业务实现快速发展。2018 年公司 B2B 线上业务实现销售收入 82.05 亿元，同比增长 156.30%。同时，由于好药师线上业务经营策略由前期追求规模的导向转变为以经营质量和客户体验为重心，B2C 业务向医药电商综合服务商转型，2018 年公司旗下北京好药师大药房连锁有限公司等 B2C 电子商务业务实现收入 9.17 亿元，同比下降 14.93%。此外，2018 年公司新增合肥、厦门、宁波、苏州、杭州、深圳、广州等 8 个城市提供 O2O 送药业务，目前 O2O 送药网点遍布于北京、武汉、上海等在内的 20 个一二线城市。

医药零售方面，截至 2018 年末，公司零售连锁药店共计 1,287 家，其中直营店和加盟店分别为



251家和1,045家，较上年末分别减少49家和增加392家。2018年，公司医药零售业务板块实现营业收入19.60亿元，同比增长4.46%，主要系受好药师B2C线上业务经营策略调整所致，其中好药师实体店实现营业收入10.43亿元，同比增长18.47%；同期，公司医药零售业务板块毛利率为18.93%，较上年同期增加1.57个百分点。

医药工业方面，公司医药工业运营主体包括以下子公司北京京丰制药集团有限公司（以下简称“京丰集团”）为主的西药工业平台和以子公司九州天润中药产业有限公司（以下简称“九州天润”）为主的中药工业平台，其中京丰集团以生产和研发抗生素系列、糖尿病系列和心脑血管系列药品为主；九州天润以开发生产包括普通饮片、精制饮片、直接口服饮片、毒性饮片、参茸贵细、药食同源等在内的多种类别系列产品为主。受益于中药饮片生产能力的大幅提升以及饮片市场的积极开拓，2018年公司医药工业板块规模实现较快增长。当年公司医药工业板块营业收入为15.45亿元，同比增长29.53%；同期，公司医药工业板块业务毛利率为23.74%，与上年同期基本持平。

## 财务分析

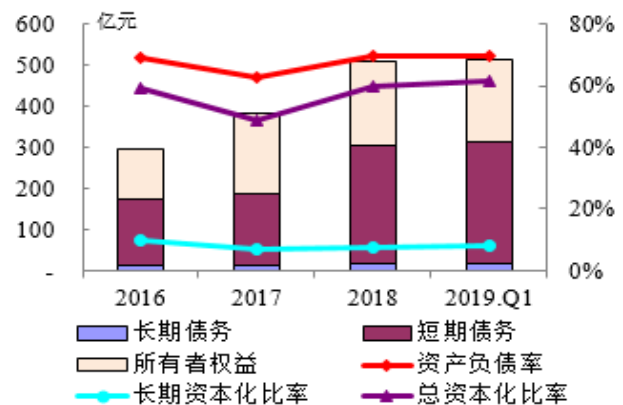
以下财务分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016~2018年审计报告，以及未经审计的2019年一季度财务报表。

### 资本结构

随着公司业务规模的持续扩张，跟踪期内公司资产规模实现较快增长。截至2018年末，公司资产总额666.74亿元，较上年末增长28.10%。由于业务经营规模持续增长带来公司经营资金需求的增加，其负债规模大幅提升，2018年末公司负债总额为462.92亿元，较上年末增长42.39%。同时，得益于利润留存和少数股东权益增加，公司自有资本实力亦不断夯实，2018年末所有者权益（含少数股东权益）合计203.82亿元，较上年末增长4.32%。公司财务杠杆比率较上年末有所上升，2018年末公

司资产负债率和总资本化比率<sup>1</sup>分别为69.43%和59.86%，较上年末分别提升6.97个百分点和10.97个百分点。另截至2019年3月末，公司资产总额和负债总额分别为649.62亿元和451.10亿元；同期末，资产负债率和总资本化比率分别为69.44%和61.17%。

图1：2016~2019.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，公司资产主要以流动资产为主，且其比重稳步提升。截至2018年末，公司流动资产账面价值为570.57亿元，较上年末增长31.25%，占同期末资产总额比重达85.58%，较上年末小幅提升2.06个百分点。公司流动资产主要由应收账款、存货、货币资金、其他应收款和预付款项构成。具体来看，2018年末公司应收账款账面价值为207.15亿元，较上年末增长46.85%，主要系公司销售规模快速增长与销售结构调整引起的客户欠款增加，以及医院客户应收账款账期较长所致。2018年末应收账款前五名合计为6.84亿元，占同期末应收账款余额合计数比重为3.26%，集中度很低；2019年3月末，公司应收账款账面价值进一步增加至228.06亿元。较大规模资金占用对公司经营资金管理能力提出了更高要求，需对其回收情况保持关注。截至2018年末，公司存货账面价值为138.92亿元，较上年末增长14.03%，主要由库存商品和在建开发产品构成，账面价值分别为123.96亿元和10.80亿元；2019年3月末，公司存货账面价值增加至143.89亿元。截至2018年末，公司货币

<sup>1</sup> 2018年末公司永续债账面价值为28.80亿元，若将其调入债务中，公司期末资产负债率和总资本化比率分别为73.75%和65.53%。



资金为 127.00 亿元，较上年末增长 48.69%，主要系销售回款大幅增加以及对外融资规模持续增长所致，期末公司受限货币资金达 51.86 亿元，主要系承兑汇票保证金；2019 年 3 月末，公司货币资金回落至 92.68 亿元。截至 2018 年末，公司其他应收款账面价值为 43.94 亿元，较上年末增长 3.53%，主要由医院客户保证金、供应商折让和非关联公司的应收款项构成，期末账面余额分别为 14.30 亿元、12.74 亿元和 5.78 亿元。集中度方面，2018 年末其他应收款前五名合计占同期末其他应收款余额比重为 14.90%；2019 年 3 月末，公司其他应收款账面价值降至 40.00 亿元。截至 2018 年末，公司预付款项账面价值为 37.96 亿元，较上年末增长 47.00%，主要系公司加大与优质供应商的战略合作力度，预付其货款规模增加所致；2019 年 3 月末，公司预付款项账面价值降至 24.60 亿元。

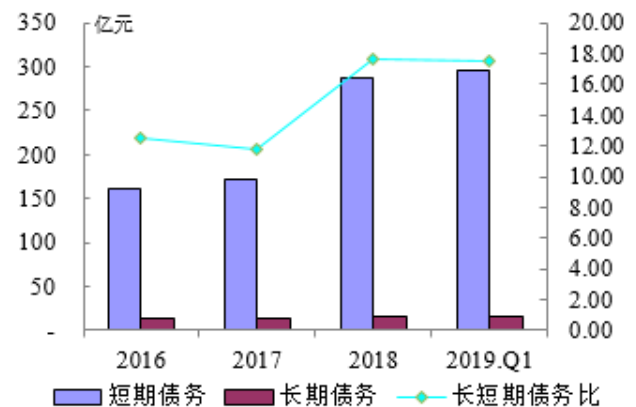
非流动资产方面，公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产和无形资产构成。其中，截至 2018 年末，公司长期股权投资账面价值为 15.15 亿元，较上年末增长 77.73%，主要系对重庆太极实业（集团）股份有限公司、湖北通瀛股权投资基金合伙企业（有限合伙）和湖北步长九州通医药有限公司等权益投资增加所致；2019 年 3 月末，公司长期股权投资账面价值小幅增加至 15.46 亿元。截至 2018 年末，公司固定资产账面价值为 51.84 亿元，较上年末增长 18.19%，主要系公司在建物流中心转固所致。公司固定资产主要包括房屋及建筑物和机器设备，期末账面价值分别为 41.72 亿元和 4.75 亿元；2019 年 3 月末，公司固定资产账面价值小幅降至 51.60 亿元。截至 2018 年末，公司无形资产账面价值为 12.80 亿元，较上年末增长 10.58%，主要系土地使用权；2019 年 3 月末，公司无形资产账面价值增加至 13.03 亿元。

负债方面，公司负债主要由应付账款、其他应付款和有息债务构成。截至 2018 年末，公司应付账款为 106.93 亿元，较上年末增长 6.98%，其中 1 年以内（含 1 年）应付账款占比达 95.23%；2019 年 3 月末，公司应付账款下降至 90.87 亿元。截至 2018 年末，公司其他应付款为 35.10 亿元，较上年

末增长 35.23%，主要由保证金及押金、非关联方应付款项和代收代付项目构成，期末余额分别为 11.26 亿元、7.37 亿元和 4.33 亿元；2019 年 3 月末，公司其他应付款小幅降至 35.07 亿元。

有息债务方面，截至 2018 年末，公司总债务为 303.94 亿元，较上年末增长 62.61%，主要系公司经营规模扩大所需经营资金增加，导致公司银行借款增长，以及票据结算方式的增多所致。同期末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）由 2017 年末的 11.78 倍增至 17.70 倍，公司有息债务以短期债务为主，且短期债务占比亦有所提升，短期债务集中偿付压力或对公司资金管理能力提供较高要求。2019 年 3 月末，公司总债务增加至 312.70 亿元，长短期债务比为 17.55 倍。

图 2: 2016~2019.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

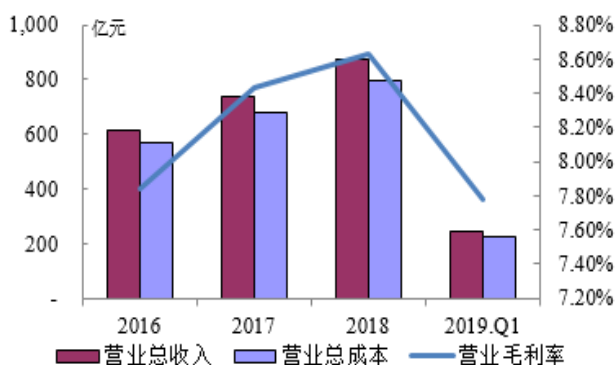
所有者权益方面，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润构成。其中，截至 2018 年末，公司实收资本为 18.78 亿元，与上年末基本持平；2019 年 3 月末，公司实收资本仍为 18.78 亿元。截至 2018 年末，公司资本公积为 79.96 亿元，较上年末小幅增长 1.11%，主要系实施员工激励计划所致；2019 年 3 月末，公司资本公积增加至 80.08 亿元。截至 2018 年末，公司其他权益工具为 31.24 亿元，较上年末下降 24.25%，主要系 15 九州通 MTN001 完成兑付所致；2019 年 3 月末，公司其他权益工具进一步降至 21.33 亿元。截至 2018 年末，公司未分配利润为 53.21 亿元，较上年末增长 18.81%，主要系盈利规模增长带来当期留存收益增加所致；2019 年 3 月末，公司未分配利润为 55.71 亿元。

总体来看，随着公司业务规模的持续扩张，公司经营资金需求大幅增加，债务规模增长较快，财务杠杆水平亦有所提升。同时，以短期债务为主的债务期限结构对公司未来资金调配能力提出较高要求，以及较大规模应收账款亦对公司经营资金管理提出更高要求，需对其回收情况保持关注。

### 盈利能力

受益于分级诊疗政策的推进、“营改增”与“两票制”的全面实行以及医院客户的持续拓展，2018年公司业务规模保持较快增长，业务结构亦不断优化。2018年，公司实现营业收入871.36亿元，较上年同期增长17.84%，同比增速回落2.28个百分点。分业务板块来看，2018年公司实现医药批发及相关业务收入834.52亿元，同比增长18.11%，系公司主营业务收入的最主要来源。分渠道来看，2018年来自医疗机构、零售药店（批发业务）和下游医药批发商等渠道的业务收入分别为297.34亿元、225.66亿元和293.25亿元，同比增速分别为33.14%、33.76%和-1.27%。另2019年1~3月，公司实现营业收入246.63亿元，同比增长11.04%，其中医药批发及相关业务收入236.68亿元，同比增长11.34%。

图3：2016~2019.Q1公司营业收入及毛利率



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，医药流行业属性决定公司初始获利空间不高，但随着公司业务结构的持续改善以及物流体系的日益完善，其业务毛利率得以持续提升。2018年，公司营业毛利率为8.63%，比上年同期增加0.19个百分点。其中，医药批发及相关业务毛利率为8.05%，比上年同期增加0.24个百分点。

值得注意的是，从供应商处获得的销售折让在公司主营业务毛利额的比重持续提升，2018年公司从供应商处获得销售折让增至29.01亿元，占当期主营业务毛利额的38.92%，比上年同期增加3.59个百分点，需对供应商销售折让政策的持续性及变化情况给予关注。另2019年1~3月，公司营业毛利率为7.78%，与上年同期持平。

期间费用方面，随着公司业务规模的持续扩张，公司期间费用不断增长。2018年，公司期间费用合计为55.81亿元，同比增长20.75%。其中，销售费用为28.18亿元，同比增长23.80%，主要系公司销售规模扩大导致人工成本、运杂费、租赁费用等增加所致；财务费用为8.67亿元，同比增长22.22%，主要系公司融资规模扩大导致利息支出增加所致。同期，公司三费收入占比为6.40%，较上年同期增加0.15个百分点，期间费用控制能力有所下滑。另2019年1~3月，公司期间费用合计为15.65亿元，三费收入占比为6.35%。

表5：2016~2019.Q1公司期间费用分析

	单位：亿元、%			
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	16.33	22.76	28.18	7.58
管理费用	12.68	16.36	18.95	5.12
财务费用	6.62	7.10	8.67	2.95
三费合计	35.64	46.22	55.81	15.65
营业总收入	615.57	739.43	871.36	246.63
三费收入占比	5.79	6.25	6.40	6.35

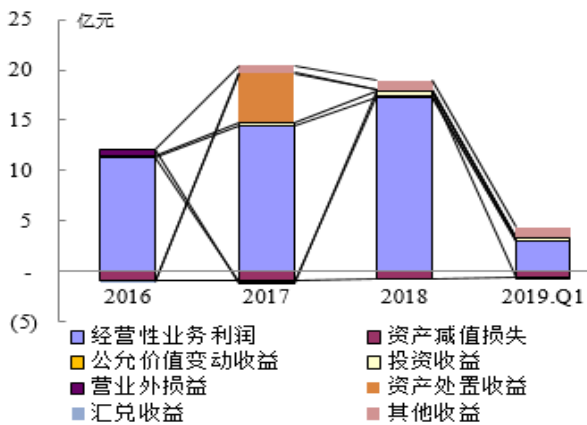
注：管理费用包括研发费用。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，受益于持续增长的业务规模以及稳步提升的毛利率水平，公司盈利水平得以不断增强。2018年，公司实现经营性业务利润17.33亿元，同比增长20.44%；其他收益0.97亿元，同比增长35.08%，系政府补助和个税手续费返还。此外，公司资产减值损失和资产处置收益分别为0.67亿元和0.07亿元，分别下降28.21%和98.66%。综上，2018年公司实现利润总额18.31亿元，同比下降4.88%，主要系上年同期公司获得汉阳地块旧城改建项目征收补偿款较大所致。同期，公司取得净利润13.81亿元，同比下降6.21%；所有者权益收益

率为6.78%，较上年同期回落0.76个百分点。另2019年1~3月，公司实现利润总额3.85亿元，其中经营性业务利润2.97亿元；同期，公司取得净利润3.12亿元，所有者权益收益率为6.28%。

图4：2016~2019.Q1公司利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司经营态势良好，毛利率水平稳中有升，其经营性业务利润保持增长，但需对公司期间费用的较快增长以及供应商销售折补政策的持续性及变化情况保持一定关注。

## 偿债能力

受业务规模扩大、“两票制”推行、业务结构变化等因素的影响，公司面临较大的资金需求，导致对外融资规模持续攀升。截至2018年末，公司总债务为303.94亿元，较上年末增长62.61%；同期末，公司长短期债务比为17.70倍，公司有息债务仍主要以短期债务为主。2019年3月末，公司总债务增加至312.70亿元，长短期债务比为17.55倍。

从主要偿债指标来看，公司EBITDA主要由利润总额、利息支出和折旧构成，2018年公司EBITDA为31.56亿元，同比增长4.66%；同期，公司总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为9.63倍和3.40倍，EBITDA仍可对债务利息形成较好的覆盖。2019年1~3月，公司EBITDA为8.01亿元，同期总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为9.76倍和2.59倍。

从经营性现金流来看，2018年及2019年1~3月公司经营活动净现金分别为12.22亿元和-32.64亿元，波动幅度较大，主要系受公司业务购销回款周期影响所致。同期，公司经营活动净现金流/总债

务为0.04倍和-0.42倍，经营活动净现金流利息倍数为1.31倍和-10.56倍。整体来看，公司经营活动净现金流的稳定性有待加强。

表6：2016~2019.Q1公司部分偿债能力指标

财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务(亿元)	161.92	172.30	287.68	295.84
长期债务(亿元)	12.89	14.62	16.26	16.86
总债务(亿元)	174.80	186.92	303.94	312.70
经营活动净现金流(亿元)	4.31	-10.12	12.22	-32.64
经营净现金流利息倍数(X)	0.64	-1.41	1.31	-10.56
经营净现金流/总债务(X)	0.02	-0.05	0.04	-0.42
EBITDA(亿元)	20.80	30.16	31.56	8.01
总债务/EBITDA(X)	8.40	6.20	9.63	9.76
EBITDA利息倍数(X)	3.10	4.21	3.40	2.59

注：2019.Q1经营净现金流/总债务和总债务/EBITDA经年化处理。

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之间保持着良好的合作关系，截至2019年3月末，公司已获得银行授信额度323.37亿元，尚未使用授信额度117.88亿元，备用流动性充足。同时，作为A股上市公司，公司直接融资渠道较为畅通。

受限资产方面，截至2019年3月末，公司受限资产账面价值为58.93亿元，占同期末总资产比重为9.07%，主要系因提供承兑汇票保证金和质押借款而受限的货币资金46.74亿元。

股权质押方面，截至2019年5月28日，公司控股股东楚昌投资集团有限公司及其一致行动人合计持有公司股份数10.06亿股，其中质押股份数8.11亿股，质押比例达80.61%，需关注由此产生的风险。

或有负债方面，截至2019年3月末，公司不存在对子公司以外的企业提供担保的情况，或有负债风险较低。

总体来看，随着业务规模的持续扩张，公司经营资金需求的增加导致其债务规模不断攀升，同时以短期债务为主的债务期限结构或使公司面临再融资压力。但得益于持续完善的营销网络和物流配送体系以及较强的市场知名度，公司业务规模保持

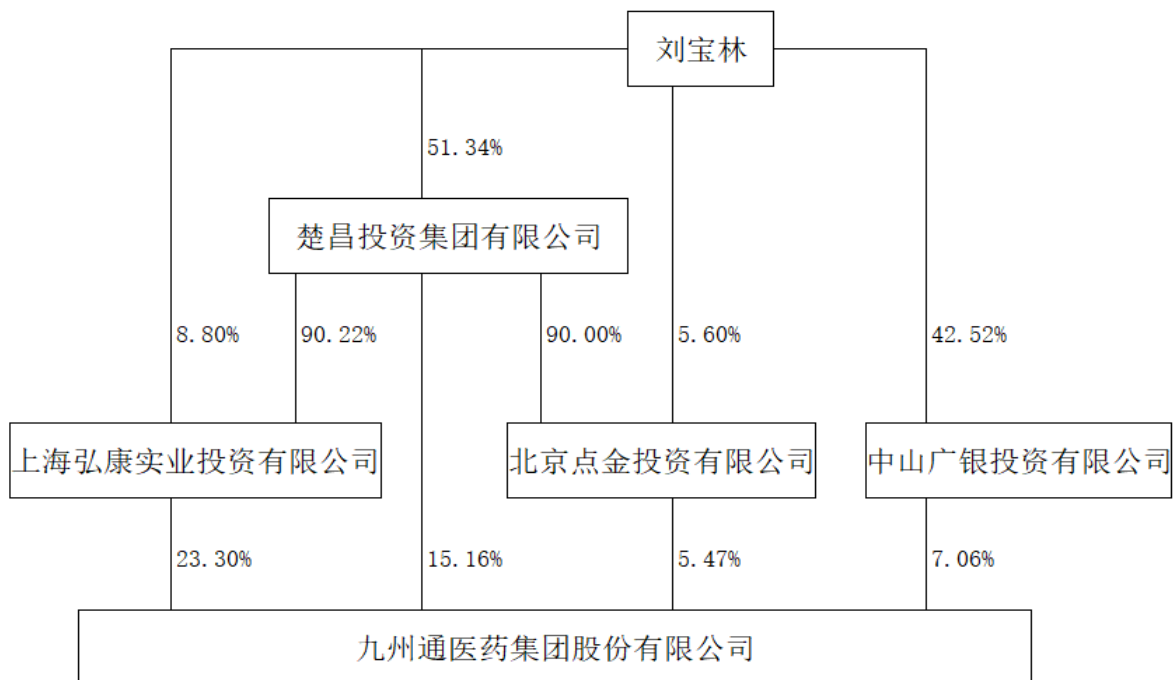
较快增长且业务结构持续优化，为其持续保持很强的偿债能力提供了良好的支撑。

## 结 论

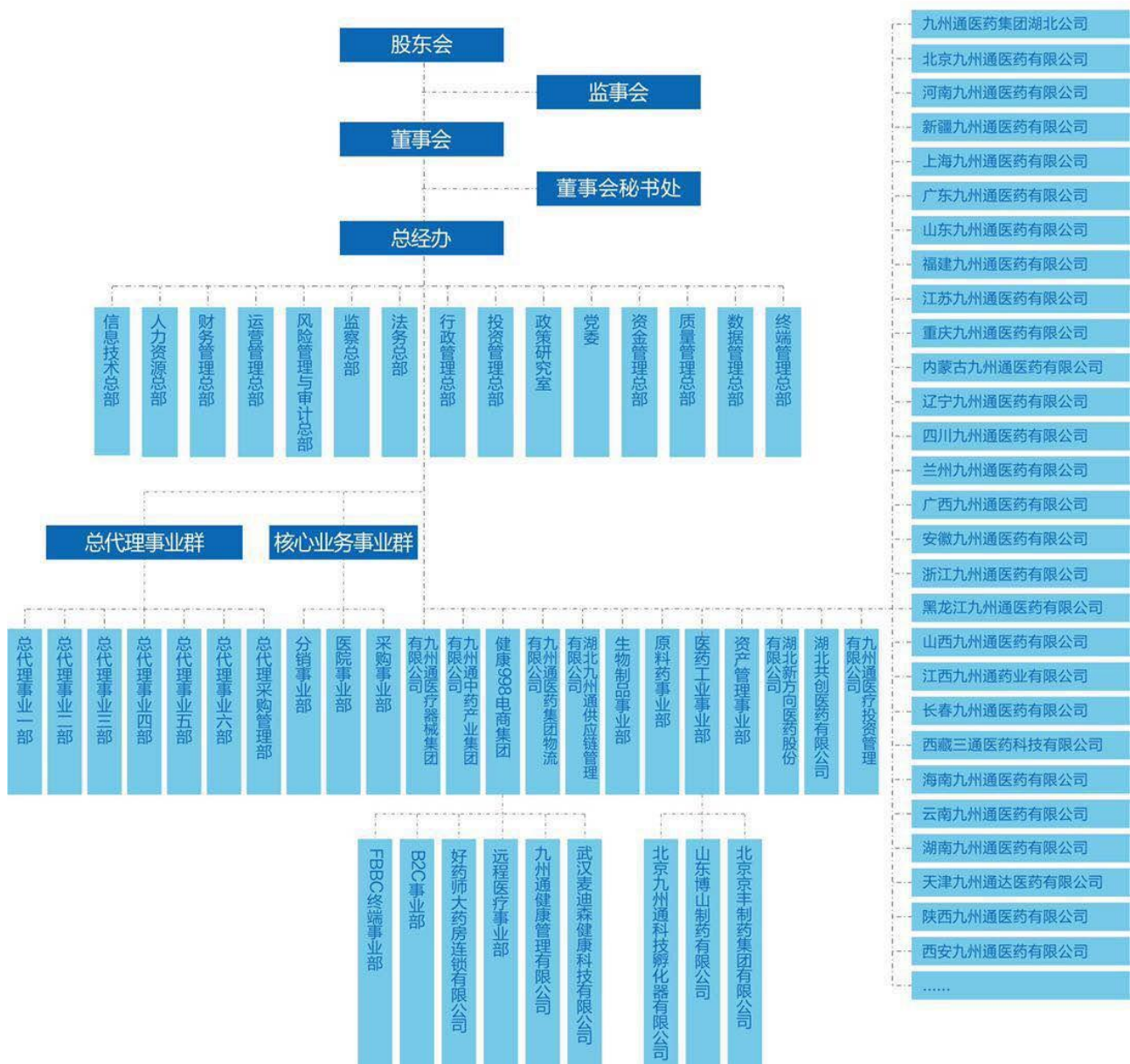
综上，中诚信证评维持九州通医药集团股份有限公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望稳定；维持“九州通医药集团股份有限公司可转换公司债券”信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。



附一：九州通医药集团股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



附二：九州通医药集团股份有限公司组织架构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



**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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	523,679.62	854,098.05	1,269,951.74	926,848.38
应收账款净额	907,601.68	1,410,630.87	2,071,549.20	2,280,554.51
存货净额	1,015,219.83	1,218,227.76	1,389,120.21	1,438,859.13
流动资产	3,216,373.35	4,347,310.22	5,705,665.38	5,530,873.98
长期投资	88,755.90	170,327.84	180,708.03	167,538.67
固定资产合计	440,442.45	535,162.12	613,310.07	623,053.39
总资产	3,872,854.18	5,204,835.35	6,667,425.34	6,496,215.07
短期债务	1,619,173.51	1,722,965.09	2,876,848.99	2,958,394.50
长期债务	128,872.09	146,200.80	162,557.57	168,606.89
总债务（短期债务+长期债务）	1,748,045.60	1,869,165.89	3,039,406.56	3,127,001.39
总负债	2,671,817.51	3,251,079.27	4,629,225.13	4,510,950.94
所有者权益（含少数股东权益）	1,201,036.67	1,953,756.09	2,038,200.21	1,985,264.13
营业总收入	6,155,683.99	7,394,289.44	8,713,635.86	2,466,303.73
三费前利润	469,412.08	606,098.74	731,435.91	186,249.66
投资收益	873.06	3,988.26	5,508.85	3,620.73
净利润	90,434.03	147,291.54	138,147.14	31,156.95
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	208,001.25	301,581.05	315,624.23	80,104.69
经营活动产生现金净流量	43,126.38	-101,204.56	122,202.32	-326,351.22
投资活动产生现金净流量	-149,780.09	-199,629.36	-151,826.27	-28,112.04
筹资活动产生现金净流量	-41,568.43	607,670.97	225,078.26	62,548.69
现金及现金等价物净增加额	-148,172.09	306,784.82	195,417.54	-291,934.07
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	7.84	8.44	8.63	7.78
所有者权益收益率（%）	7.53	7.54	6.78	6.28
EBITDA/营业总收入（%）	3.38	4.08	3.62	3.25
速动比率（X）	0.87	1.02	0.98	0.95
经营活动净现金/总债务（X）	0.02	-0.05	0.04	-0.42
经营活动净现金/短期债务（X）	0.03	-0.06	0.04	-0.44
经营活动净现金/利息支出（X）	0.64	-1.41	1.31	-10.56
EBITDA 利息倍数（X）	3.10	4.21	3.40	2.59
总债务/EBITDA（X）	8.40	6.20	9.63	9.76
资产负债率（%）	68.99	62.46	69.43	69.44
总资本化比率（%）	59.27	48.89	59.86	61.17
长期资本化比率（%）	9.69	6.96	7.39	7.83

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、2016~2018 年末及 2019 年 3 月末“其他流动负债”中短期融资券调整至短期债务中；

3、2019 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务和总债务/EBITDA 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

### 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，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

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，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，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。

## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。