

楚昌投资集团有限公司

2020 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期）

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2019)011312】

评级对象: 楚昌投资集团有限公司 2020 年公开发行公司债券(面向合格投资者)(第一期)

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA

评级时间: 2019 年 10 月 22 日

计划发行: 不超过 10 亿元(含)

本期发行: 不超过 8 亿元(含)

发行目的: 偿还公司债务

存续期限: 不超过 5 年(含)

偿还方式: 每年付息一次, 分期偿还本金

增级安排: 湖北省担保集团有限责任公司提供全额不可撤销连带责任保证担保

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 上半年度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	0.05	0.83	5.47	0.16
刚性债务	10.00	46.26	52.92	54.87
所有者权益	0.80	0.91	0.28	0.53
经营性现金净流入量	-0.16	-0.17	0.19	-0.44
合并口径数据及指标:				
总资产	431.79	579.70	736.47	743.57
总负债	315.73	409.68	560.53	566.43
刚性债务	204.67	257.77	384.73	376.12
所有者权益	116.06	170.01	175.94	177.13
营业收入	621.90	745.79	892.80	497.11
净利润	9.70	12.75	11.43	5.72
经营性现金净流入量	1.59	-9.29	10.36	-29.27
EBITDA	23.98	30.75	33.61	—
资产负债率[%]	73.12	70.67	76.11	76.18
权益资本与刚性债务 比率[%]	56.71	65.96	45.73	47.09
流动比率[%]	118.67	131.96	120.79	117.33
现金比率[%]	26.22	30.04	30.02	19.52
利息保障倍数[倍]	2.30	2.83	2.18	—
净资产收益率[%]	9.22	8.91	6.61	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	0.58	-2.83	2.37	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-5.39	-11.97	-0.59	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.66	3.28	2.56	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.13	0.10	—

注: 根据楚昌集团经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 年上半年度财务数据整理、计算。

分析师

陈婷婷 ctt@shxsj.com

王婷亚 wty@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

陈婷婷 王婷亚

评级观点

主要优势:

- 主营业务外部环境良好。受经济发展和医改等因素驱动, 我国医疗保障水平稳步提高, 医药行业发展前景向好。随着国家医药卫生改革逐步推进, 药品流通行业集中度有望提高, 为楚昌集团发展提供了较好的外部环境。
- 行业地位突出, 具有规模优势。楚昌集团医药业务的主要经营实体为子公司九州通集团, 是我国最大的民营医药流通企业。公司医药物流配送的服务范围覆盖范围广, 配套设施完善, 业务合作关系稳定, 具有一定的规模优势。
- 经营业绩稳步增长。近年来, 随着楚昌集团物流配送网络的逐步完善, 其经营规模不断扩大, 营业收入实现较快增长。公司逐步拓展二级以上医疗机构客户, 盈利能力有所增强。
- 融资渠道较为畅通。楚昌集团下属子公司九州通集团为上市公司, 资本市场融资渠道较为畅通, 且公司获得到了多家银行的信贷支持, 可为即期债务偿付提供一定支撑。

主要风险:

- 药品流通业务竞争加剧。随着“两票制”全面实施, 楚昌集团的药品分销业务开展将受到一定影响。同时由于政策驱动的行业集中度提升, 公司将遭受全国性和区域性同业企业在各省招标及渠道扩张中的激烈竞争。
- 资金流动性风险。受药品流通行业特点影响, 楚昌集团对流动资金需求较大, 从而导致资产负债率偏高, 且短期刚性债务规模呈上升趋势。2017 年以来, 公司经营性现金流呈现大额净流出, 面临持续较大的资金流动性压力。
- 应收账款回笼及存货管理风险。楚昌集团主营业务的下游账款回收期普遍较长, 且其规模增

长较快，公司持续面临应收账款回笼风险。同时，随着经营规模扩大，其存货规模亦相应增加，对公司库存管理提出一定挑战。

- 资源调拨难度大。楚昌集团的核心资产集中在上市公司九州通集团，公司本部整体债务负担重。公司及上海弘康、中山广银、北京点金、刘树林和刘兆年等一致行动人，已质押九州通集团的股权比例很高，必要时对相关公司资源的调配亦受到一定限制。
- 刚性债务集中兑付风险。楚昌集团已发行尚未到期债务融资工具较集中于子公司九州通集团，其中将于近年到期的债券规模较大，使得公司面临一定的集中兑付压力。

➤ 未来展望

通过对楚昌集团及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA⁺主体信用等级，评级展望为稳定；湖北省担保集团有限责任公司为本次债券提供全额不可撤销连带责任保证担保，认为本次债券还本付息安全性高，并给予本次债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



楚昌投资集团有限公司

2020 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期）

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

楚昌投资集团有限公司（以下简称“楚昌集团”、“该公司”或“公司”）的前身武汉楚昌投资有限公司于 2003 年 8 月 8 日经武汉市工商行政管理局批准成立。公司设立时注册资本为 2,700 万元，股东为刘宝林、刘树林及刘兆年，其分别持有公司 1,775 万元、655 万元及 270 万元股权¹。2015 年 2 月 28 日，公司向武汉市工商行政管理局申请名称变更，将公司名称更为现名。历经多次增资，截至 2019 年 6 月末，公司注册资本为 11,140.62 万元，其中刘宝林持股 51.34%，刘树林持股 25.85%，刘兆年持股 22.81%，公司实际控制人为刘宝林。

该公司主营业务包括医药流通业、医药制造业、精细化工、水产品加工、农牧业和房地产投资等，其中医药业务的经营实体为上市子公司九州通医药集团股份有限公司（以下简称“九州通集团”，600998.SH）²，九州通集团主要经营药品、医疗器械等产品的批发、零售连锁，药品生产和研发及相关增值服务等，是我国最大的民营药品流通企业。

2. 债项概况

（1）债券条款

经过楚昌集团于 2019 年 7 月 1 日召开的董事会会议审议通过，以及于 2019 年 7 月 16 日召开的股东会会议审议通过，同意该公司向中国证券会申请面向合格投资者公开发行不超过 10 亿元（含 10 亿元）的公司债券。

¹ 该次出资经武汉经纬会计师事务所有限责任公司以武经会验字【2003】011号《验资报告》验证。

² 2016年度，该公司对同一实际控制人控制下的上海弘康实业投资有限公司（以下简称“上海弘康”）和北京点金投资有限公司（以下简称“北京点金”）进行了增资，并于2016年11月28日正式办理完成相关工商登记手续。增资完成后，公司通过上海弘康、北京点金间接持有九州通32.54%股份，直接和间接持有的股份总数占其总股本的43.03%，成为九州通的控股股东。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	楚昌投资集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期）
总发行规模:	不超过 10 亿元（含）
本次发行规模:	不超过 8 亿元（含）
本次债券期限:	不超过 5 年（含）
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次，若发行人放弃赎回权且债券持有人放弃回售权或放弃部分回售权，则在本期债券存续期第 3 个、第 4 个和第 5 个计息年度分别偿付本期债券剩余本金的 25% 和 25% 和 50%，最后三年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付
增级安排:	湖北省担保集团有限责任公司提供全额不可撤销连带责任保证担保

资料来源：楚昌集团

截至 2019 年 10 月 15 日，楚昌集团已发行尚未到期债务融资工具主要集中于子公司九州通集团，主要包括 2015 年至今发行的中期票据、可转换公司债券、短期融资券、超短期融资券和资产支持证券等，以及该公司发行的 19 楚 EB01，具体详见下表；已到期债券还本付息正常，其中将于 2019 年和 2020 年到期的债券规模较大，使得公司面临的集中兑付压力较大。

图表 2. 截至 2019 年 10 月 15 日，公司已发行尚未到期债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	到期时间	本息兑付情况
九州转债	14.99	6 年	0.60	2016 年 1 月	2022 年 1 月	尚未到期
17 九州通 MTN001	10.00	3+N 年	5.85	2017 年 3 月	2020 年 3 月	尚未到期
17 九州通 MTN002	9.00	3+N 年	6.00	2017 年 7 月	2020 年 7 月	尚未到期
18 九州通 CP002	5.00	1 年	5.88	2018 年 10 月	2019 年 10 月	尚未到期
18 九州通 CP003	5.00	1 年	5.49	2018 年 11 月	2019 年 11 月	尚未到期
19 九州通 CP001	5.00	1 年	6.00	2019 年 1 月	2020 年 1 月	尚未到期
19 九州通 SCP001	5.00	270 天	5.80	2019 年 2 月	2019 年 11 月	尚未到期
JZT4 次	0.50	590 天	0.00	2019 年 3 月	2020 年 10 月	尚未到期
JZT4 优 A	7.00	590 天	5.90	2019 年 3 月	2020 年 10 月	尚未到期
JZT4 优 B	2.50	590 天	6.30	2019 年 3 月	2020 年 10 月	尚未到期
19 九州通 SCP002	5.00	242 天	5.70	2019 年 4 月	2019 年 12 月	尚未到期
19 九州通 ABN001 优先 A 级	7.20	638 天	6.00	2019 年 6 月	2021 年 3 月	尚未到期
19 九州通 ABN001 优先 B 级	2.00	638 天	6.20	2019 年 6 月	2021 年 3 月	尚未到期
19 九州通 ABN001 次级	0.80	638 天	0.00	2019 年 6 月	2021 年 3 月	尚未到期
19 楚 EB01	5.00	3 年	6.50	2019 年 9 月	2022 年 9 月	尚未到期

资料来源：楚昌集团

(2) 募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司债务。

(3) 信用增进安排

湖北省担保集团有限责任公司（以下简称“湖北担保集团”）为本次债券提供全额不可撤销连带责任保证担保[(2019)年债保字(044-01)]。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年以来，美国发起的全球贸易摩擦、中东等热点地缘政治冲突仍对全球经济增长形成较大下行压力，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化，输入性风险上升。全球经济增长承压，多国央行的货币政策相继宽松。为对冲压力，我国持续加大逆周期调节力度，短期内经济增长有望保持在目标区间内运行。为缓释输入性风险和提高经济增长质量，我国对外开放水平进一步提高、供给侧结构性改革不断深化，经济基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。

2019 年以来，美国发起的全球贸易摩擦、中东等热点地缘政治冲突仍对全球经济增长形成较大下行压力，多国制造业景气度降至荣枯线以下，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化，输入性风险上升。在全球经济增长压力明显上升的环境下，美欧等多国央行纷纷降息应对，全球性货币政策宽松周期开启。在主要发达经济体中，美国经济增速由高位回落，美联储降息以应对就业及物价的潜在压力，美国的关税加征行为对其自身经济及全球经济的负面影响已有所显现；欧盟经济增长放缓，欧洲央行降息并重启资产购买计划，英国脱欧、意大利债务问题等联盟内部风险是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济低迷，货币政策持续保持宽松状态，消费税的上调将进一步加大经济增长压力。除中国外的金砖国家悉数降息以缓解经济增长压力，其中印度经济增速大幅回落，以刺激房地产和外贸为代表的稳增长政策效果有待观察；俄罗斯经济持续低速增长，同时面临来自美国的贸易冲突和经济制裁的双重挑战；巴西经济复苏缓慢，失业率居高不下；南非经济虽有所恢复，但市场信心依旧不佳。

我国就业情况总体稳定、物价水平受猪肉价格影响涨幅有所扩大，经济增长压力加大且增速放缓至目标区间底部附近。我国消费新业态增长仍较快，汽车零售持续低迷拖累整体消费增长，促进消费增长政策的成效有待释放；在地产融资收紧及土地购置负增长影响下房地产投资增长放缓，贸易争端前景不确定及需求不足导致制造业投资不振，地方政府专项债资金加速投放及可作为重大项目资本金使用的政策拉动基建投资增速回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双承压，中美贸易摩擦具有长期性和

复杂性，对我国出口有一定负面影响，但随外贸区域结构的不断调整而影响程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；随着减税降费逐步落地，工业企业经营效益近期有所改善但较上年相比仍放缓，存在经营风险上升的可能。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的背景下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化，住房租赁市场迎来发展机遇期，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。我国区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

为缓释输入性风险、对冲国内经济增长压力，我国供给侧结构性改革持续深入推进，各类宏观政策逆周期调节力度不断加码，协同合力确保经济的稳定运行。积极的财政政策加力提效，减税降费力度大且在逐步落实，促进了经济的稳定增长和经济结构的调整；地方政府债券发行进一步提速且使用加快，专项债券对基建补短板及重大项目建设发挥重要作用；地方政府隐性债务问责及防控机制更加完善，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，政府债务风险总体可控。稳健的货币政策松紧适度，央行降准力度加大，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道，更多地通过完善LPR形成机制等改革措施来降低实体经济融资成本。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，适时适度调整监管节奏和力度，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线；影子银行、非标融资收缩节奏放缓但方向未变，实体融资增长保持在合理水平，债券市场违约风险明显改善。人民币兑美元汇率“破7”是中美贸易摩擦过程中市场预期及事件冲击的共同结果，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

同时，我国自由贸易试验区扩容，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，我国对外开放力度加大且节奏加快，为经济高质量发展提供了重要动力。人民币跨境结算量仍保持较快增长，在越来越多的主要经济体国债进入“负利率”及合格境外投资者投资额度限制取消的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长压力加大，但在逆周期调节力度加码的对冲下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的进一步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增

长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

随着疾病谱变化、人口老龄化加速、人民群众生活水平提高以及保健意识增强,全社会对医药健康的需求将不断提升,我国药品市场销售规模持续扩大。但由于国家宏观经济增速放缓、医保控费日趋严格等因素影响,药品流通行业销售总额增速趋缓。此外,国家医药产业相关政策的实施、“医药分离”持续推进均会对药品流通行业发展产生一定影响。

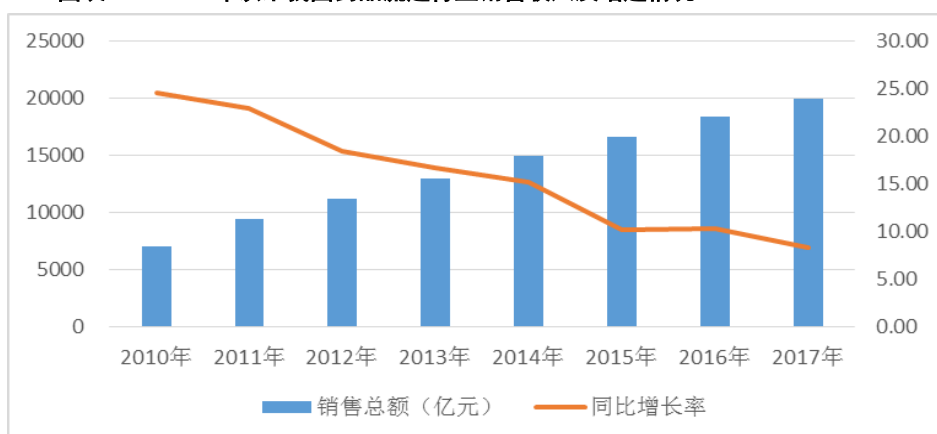
A. 行业概况

我国经济保持平稳发展,城镇化水平不断提高。依据相关统计分析,城镇化使得人们医疗保健意识增强、医疗服务便利性提高,从而有利于促进医药需求的增加。同时我国老龄化人口占比上升较快,60岁以上人口占比从2011年末的13.74%增至2017年末的17.30%,研究表明医疗保健支出与年龄呈正相关性,老龄化趋势的不断提高同样促进医药需求。新医疗体制改革中,国家加大医保投入、医保扩容等均促进了医药行业不断发展。

药品流通行业是国家医疗卫生事业和健康产业的重要组成部分,主要包括药品批发业务和药品零售业务,两类业务占比约为4:1。近年来,我国药品流通市场需求活跃,行业购销稳步增长,但由于国家宏观经济增速放缓、医保控费日趋严格等因素影响,药品流通行业销售总额增速趋缓。根据商务部近期发布的《药品流通行业运行统计分析报告(2017年)》显示:2017年度,我国七大类医药商品销售总额20,016亿元,扣除不可比因素同比增长8.4%,增速同比下降2.0个百分点。其中,药品零售市场4,003亿元,扣除不可比因素同比增长9.0%,增速同比下降0.5个百分点。

随着国际国内医药产业链合作逐步深入,“互联网+医疗健康”体系不断完善,供应链服务持续创新,人工智能快速发展,药品流通行业将迎来新的更大发展空间。同时,随着疾病谱变化、人口老龄化加速、人民群众生活水平提高以及保健意识增强,全社会对医药健康的需求将不断提升,药品市场销售规模将进一步扩大。预计未来药品流通市场销售增速将有所回落,但销售规模在未来一段时期内仍保持稳步增长。

图表 3. 2010 年以来我国药品流通行业销售收入及增速情况



资料来源：Wind、新世纪评级整理

B. 政策环境

2015 年 5 月，国务院办公厅先后发布了《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》及《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》，旨在推进公立医院医药分开的实现。2017 年 1 月，国务院医改办同国家卫生计生委、食品药品监管总局、国家发展改革委、工业和信息化部、商务部、国家税务总局和国家中医药管理局等部门印发了《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》，“两票制”是指药品从生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票，目的是减少药品流通环节，使中间加价透明化，进一步推动降低药品虚高价格。

由于药品流通行业进入壁垒低、竞争激烈和毛利率低的特点，规模成为重要的竞争优势，大规模的配送网络和资金实力能够降低运营成本并增加客户粘性。当前，随着新医改政策的全面推行，药品流通行业竞争压力进一步加大。“两票制”政策实施迫使末端分销企业短期内直接向药品生产企业采购，造成大型分销企业对中小分销企业销售下降；医保控费、药占比限制等政策实施推动药品招标价格和用量持续下降，造成分销企业对医疗终端销售下降；加上大型企业销售渠道整合及业态结构调整尚未完成，最终导致其销售增速放缓。在此背景下，大型药品批发企业也在通过兼并重组的外延式增长和积极开发终端市场的内生式增长方式，不断增强自身分销业务能力。

随着国家各项医改政策的相继发布实施，药品流通行业将进入结构调整期。未来几年内，在政策驱动下药品流通市场竞争将更加激烈，两极分化日益明显。全国性药品流通企业跨区域并购将进一步加快，区域性药品流通企业也将加速自身发展；规模小、渠道单一的药品流通企业将难以为继，行业集中度将进一步提高。“两票制”的推行将有助于规范医药流通行业秩序，对提升行业集中度有积极作用，大型医药流通企业有望受益。

C. 竞争格局/态势

截至 2017 年 11 月末，我国共有药品批发企业 1.31 万家；药品零售连锁企业 5,409 家，下辖门店 22.92 万家，零售单体药店 22.45 万家，零售药店门

店总数 45.37 万家³。我国药品流通市场的集中度相对较低，带来了恶性竞争、无序经营的状况，直接导致我国药品流通企业经营效率低下，从政策和行业发展现状来看，整合是未来主要发展趋势。2016 年 12 月，商务部在《全国药品流通行业发展规划纲要（2016~2020）》中指出，到 2020 年我国药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额 90%以上；药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额 40%以上；药品零售连锁率达 50%以上。

目前，我国已形成了“全国性龙头+区域性龙头”的药品流通市场格局。其中，4 家全国性龙头为国药集团、华润医药、上海医药和九州通集团，2017 年合计主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 37.6%，同比上升 0.2 个百分点；区域性龙头主要有广州医药、华东医药、南京医药、重庆医药和瑞康医药等，约 30 家区域龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 24.5%，同比下降 0.1 个百分点。

图表 4. 行业内核心样本企业基本数据概览（2018 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标		核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	流动比率	净利润	经营性净现金流
国药控股	3,445.29	9.06	2,357.71	71.04	1.28	58.36	36.54
华润医药	1,678.31	18.41	1,544.25	65.66	1.24	35.38	72.26
上海医药	1,590.84	14.18	1,268.79	63.40	1.36	44.56	31.35
九州通集团	871.36	8.63	666.74	69.43	1.29	13.81	12.22
华东医药	306.63	28.99	192.17	45.75	1.77	23.95	20.40
南京医药	313.03	6.61	195.55	78.99	1.17	3.46	-3.67
英特集团	204.92	6.61	89.93	76.83	1.25	2.24	1.66

资料来源：新世纪评级整理

2017 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 14,620 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.0%，增速同比下降 2.6 个百分点；利润总额 363 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.9%，增速与上年持平；平均毛利率 7.2%，同比上升 0.2 个百分点；平均费用率 6.1%，同比上升 0.9 个百分点；平均利润率 1.7%，同比下降 0.1 个百分点；净利润率 1.5%，与上年基本持平。

D. 风险关注

药品流通行业风险主要来自：（1）医改政策陆续出台对药品流通企业经营形成挑战；（2）由于药品关系到国计民生，行业内企业面临持续的合规经营与药品质量管理风险；（3）作为资金密集型的药品流通行业，企业面临一定的资金流动性风险；（4）医药物流市场竞争明显加剧。

（3）区域市场因素

从销售区域分布来看，2017 年全国六大区域销售额占全国销售总额的比重分别为：华东 37.3%，中南 24.8%，华北 16.3%，西南 12.7%，东北 4.6%，

³ 数据来源：原国家食品药品监督管理总局《食品药品监督管理统计年度报（2017 年）》。

西北 4.3%。其中，华东、中南和华北三大区域销售额占到全国销售总额的 78.4%，同比上升 1.1 个百分点；销售额居前 10 位的省市依次为：广东、北京、上海、江苏、浙江、山东、河南、安徽、四川和云南。

该公司作为全国性药品流通龙头企业，目前已在全国省级行政区规划投资建成了 31 个省级医药物流中心，同时向下延伸并设立了 94 家地市级分销物流中心。其营销网络已经覆盖了中国大部分的行政区域，同时在全国范围内拥有 1,158 家零售药店（含加盟店），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。

该公司以向二级及以下医院等医疗机构从事医药批发、零售连锁业务起家，近年来大力开发医院客户，进一步提高了公司终端覆盖的能力，主要经营的药品、医疗器械等品种品规约 31 万余个。随着“两票制”在各省份持续推进、药品流通行业的集中度有望进一步提高，公司凭借物流网络广泛的优势和终端覆盖范围广的优势受上游药品生产企业青睐，业务发展前景广阔。

2. 业务运营

该公司为投资控股型集团企业，主营业务涵盖药品流通、医药制造、精细化工、水产品加工、农牧业和房地产投资等。医药业务是公司收入和利润的主要来源，经营实体为下属子公司九州通集团，是我国最大的民营药品流通企业。近年来，随着医药批发及相关业务销售规模的持续扩张，公司经营业绩亦保持了稳步增长态势。公司拥有全国性的营销网络和丰富的上下游资源，随着“两票制”全面实施，其药品分销业务开展将受到一定影响。公司通过逐步拓展二级以上医疗机构客户，毛利水平有所上升。非医药业务在收入总额中占比相对较低，对公司整体利润的影响有限。

该公司是投资控股型集团企业，主营业务涵盖药品流通、医药制造、精细化工、水产品加工、农牧业和房地产投资等。2016~2018 年度，公司分别实现营业收入 621.90 亿元、745.79 亿元和 892.80 亿元，年复合增长率为 19.82%；2019 年上半年度，公司实现营业收入 497.11 亿元，同比增长 14.88%。

医药业务是该公司的核心业务，是其收入和利润的主要来源。2016~2018 年及 2019 年上半年度，公司医药业务分别实现收入 614.18 亿元、737.26 亿元、869.57 亿元和 483.14 亿元，占营收总额的比重分别为 98.76%、98.86%、97.40%和 97.19%；同期，医药业务分别实现毛利 47.67 亿元、61.30 亿元、74.54 亿元和 40.24 亿元，占毛利总额的比重分别为 94.59%、96.09%、94.11%和 95.52%。

该公司医药业务的经营实体为子公司九州通集团，是一家以西药、中药、器械为主要经营产品，以医疗机构、批发企业、零售药店为主要客户对象，并为客户提供信息、物流等各项增值服务的大型企业集团。按照业务类型可细分为医药批发及相关业务、医药零售及医药工业。其中，医药批发及相关业务的上游客户主要是药品生产企业、药品批发商；下游客户主要包括批发

商、医院、药店、基层医疗机构、诊所等。其服务方式主要是通过遍布全国的经营网络为药品生产企业及其他供货商提供分销、物流配送与药品信息服务以及其他增值服务。

截至目前，九州通集团已在全国省级行政区规划投资建成了 31 个省级医药物流中心，同时向下延伸并设立了 96 家地市级分销物流中心。九州通集团的营销网络已经覆盖了中国大部分的行政区域，构成了全国性网络，同时在全国范围内拥有 1,287 家零售药店（含加盟店），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。经过多年的经营与业务积累，公司与 1 万多家上游供货商保持了良好的合作关系，同时下游客户近 20 万家。公司除了经营药品之外，还经营保健品、中药材、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 36 万余个，成为行业内企业经营品种最齐全的企业之一。作为少数几家全国性医药商业企业之一，为药品生产企业的服务功能优于其他区域性的同类企业，也较容易获得上游生产厂家给予的优惠销售政策。

图表 5. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
医药商业	全国	规模/资本/渠道/管理

资料来源：楚昌集团

该公司非医药业务的经营规模占其营收总额的比例很低，对公司整体业绩影响相对有限，主要是精细化工、水产品加工、农牧业和房地产投资等。

其中，精细化工业务由子公司内蒙古佳瑞米精细化工有限公司（以下简称“佳瑞米化工”）与大连九信精细化工有限公司（以下简称“大连九信”）负责运营，其中佳瑞米化工是大连九信的上游供应商⁴，主要从事农药及医药中间体的生产、销售，主要为跨国公司德国拜耳、美国杜邦、美国富美实、孟山都做定制加工。2016~2018 年及 2019 年上半年度，该公司精细化工业务分别实现销售收入 4.55 亿元、4.01 亿元、6.82 亿元和 4.39 亿元。

水产品加工业务主要由洪湖市万农水产食品有限公司（以下简称“万农水产”）负责运营，万农水产主要依托湖北洪湖优质、丰富的水产品资源，实行“渔工贸结合”模式，占有天然地理优势，洪湖自然生长的原生态鲜活食材可直达工厂，形成了企业的主要竞争力。万农水产于 2018 年纳入该公司合并范围，2018 年及 2019 年上半年度分别实现销售收入 4.25 亿元和 3.55 亿元。

农牧业务主要由甘肃顶乐农牧有限责任公司（以下简称“甘肃顶乐”）负责运营，分为国内与国外两大基地。国内基地位于甘肃省，以“公司+基地+合作社+农户”和“统一规划设计、统一科技研发、统一饲料供应、统一标准养殖、统一牛源供应、统一疫病防治、统一屠宰加工、统一品质检验、统一冷链配送”的模式生产、运行及管理，利用肉牛产业链优势发展循环农业；

⁴ 佳瑞米化工是大连九信的上游供应商，业务大部分都是服务于大连九信，按合并口径统计，两家公司的内部交易需合并抵消。

国外基地位于阿根廷，主营肉牛屠宰、牛肉加工和生产、冷藏运输、牲畜的育肥、肉类销售及国际贸易等。甘肃顶乐于 2018 年纳入该公司合并范围，2018 年及 2019 年上半年度分别实现销售收入 4.30 亿元和 3.44 亿元。

房地产投资业务由子公司湖北九州通置业发展有限公司（以下简称“九州通置业”）及其下属子公司利川香连投资发展有限公司、罗田福苓置业发展有限公司负责运营。其中，九州通置业本部的项目即九州通大厦，已于 2014 年完工使用；在建项目为利川香连康健城（土家风情旅游综合体开发），已开盘销售的项目为“罗田健康生态居住园”、“福苓家园”和“五里上善华府”等。该公司房地产板块的投入已基本在以前年度实现，未来将不会扩大对房地产板块的投入。2016~2018 年及 2019 年上半年度，公司房地产投资业务分别实现收入 0.08 亿元、0.54 亿元、5.38 亿元和 1.40 亿元。

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年上半年度
营业收入合计	621.90	745.79	892.80	497.11
其中：核心业务营业收入（亿元）	614.18	737.26	869.57	483.14
在营业收入中所占比重（%）	98.76	98.86	97.40	97.19
其中：（1）医药批发及相关业务	589.89	706.56	834.52	466.92
在核心业务收入中所占比重（%）	96.04	95.83	95.97	96.64
（2）医药零售	16.11	18.77	19.60	8.97
在核心业务收入中所占比重（%）	2.62	2.55	2.25	1.86
（3）医药工业	8.19	11.94	15.45	7.26
在核心业务收入中所占比重（%）	1.33	1.62	1.78	1.50
毛利率（%）	8.10	8.55	8.87	8.47
其中：医药批发及相关业务（%）	7.22	7.81	8.05	7.93
医药零售（%）	20.48	17.36	18.93	17.89
医药工业（%）	21.75	23.78	23.74	21.84

资料来源：楚昌集团

我国现有药品流通企业的经营模式，根据下游客户的类别不同，主要分为“面向二级及以上医疗机构为主的经营模式”及“以市场分销为主的经营模式”两种。九州通集团的经营模式属于后者，该模式指药品流通企业以基层医疗机构、民营医院、零售药店、下游分销商等市场化客户为主要销售对象，提供药品销售及配送服务。其特点是毛利率较低、费用较少、配送周转速度较快和账期较短。随着医药行业市场规模持续增长，公司利用已积累的资源优势，稳步拓展中高端医院市场业务，近年来业务规模实现了较快增长。2016~2018 年及 2019 年上半年度，公司医药批发及相关业务分别实现营业收入 589.89 亿元、706.56 亿元、834.52 亿元和 466.92 亿元。

此外，该公司致力于现代物流技术和信息技术的应用，通过自行设计、规划、系统集成，已完成了旗下 127 座现代化医药物流中心的建设，

并广泛使用了具有自主知识产权的仓储管理系统（LMIS）、设备控制系统（WCS）、运输管理系统（TMS）、第三方物流平台、药品监管码采集等系统，取得相关 291 项计算机软件著作权，是具备独立整合物流规划、物流实施、系统集成能力的医药分销企业。公司的现代医药物流系统和信息管理系统，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有所增加，业务的范围进一步拓宽，并成为其核心竞争力之一。

该公司从事零售连锁业务的主体包括子公司湖北九州通物流有限公司的全资子公司好药师大药房连锁有限公司及其下属子公司，三级子公司北京好药师大药房连锁有限公司、中山九州通健康大药房有限公司和广州九州通大药房有限公司等。公司零售连锁业务经营的品种范围与批发业务基本相同，公司零售板块所售产品 80%以上采购自批发板块。其服务范围主要是药品、医疗器械等产品的销售及药店管理流程和服务流程的规范化、标准化和程序化、提供信息服务等。公司从 2003 年开始从事药品零售连锁经营，利用其现有配送能力、营销网络和品种资源，在条件成熟的省、市、自治区开办和发展零售连锁业务。截至 2018 年末，公司在各地的零售连锁药店共 1,287 家（含加盟店）。得益于连锁店的扩张，公司该板块业务收入增长较快。针对零售连锁加盟业务，公司制定了加盟店管理制度，对加盟店经营有明确的要求与规范。2016~2018 年及 2019 年上半年度，公司医药零售业务分别实现收入 16.11 亿元、18.77 亿元、19.60 亿元和 8.97 亿元。

零售连锁是该公司占领终端市场的业务板块，公司积极搭建了健康智慧平台，获得了《互联网药品交易服务资格证书》（B2B 模式）和《互联网药品交易服务资格证书》（B2C 模式），依托好药师品牌，建立用户智慧医疗健康服务体系，实现九州通医疗健康产业全链条服务。强力推进 FBBC 业务模式，整合 B2B、B2C、O2O 业务。并依托九州通 B2B 优势资源，构建终端药店服务体系，建立药店同盟军，打造全国性配送体系，快速提升终端用户体验。

在药品采购方面，该公司采取“集中采购”和“地方采购”相结合的采购模式。公司现有采购渠道以向上游药品生产企业直接采购为主。公司相关采购部门主要负责集团集中采购，并协调各下属企业的采购计划和业务活动。集中采购是指集团对在全国市场销售的产品由集团统一采购，下属公司分别分销的运作方式。对于集中采购的产品，集团先对各下属公司商品需求量进行统计，并以集团名义与上游供应商签订采购合同，再由供应商按集团采购协议，将产品送达各下属公司。地方采购是指集团各下属公司对在一定区域销售的产品，根据该产品在相应区域的市场需求情况，直接向上游供应商采购的方式。对于地方采购的产品，集团各下属公司直接与上游供应商签订采购合同，再由供应商按采购协议，将产品送达各下属公司进行分销。采购结算方式上，公司与上游厂商或批发商签订购销合同后，按照购销合同，除占采购总额约 10%的少部分紧俏药品需要支付预付款之外，大部分药品先发货，公司采取货到付款或压批次付款方式（即药品到货后支付上一批药品款

项)进行结算。其中,现金结算(支票或汇兑方式)约占 35%,三个月承兑汇票结算约占 30%,六个月承兑汇票结算约占 35%。

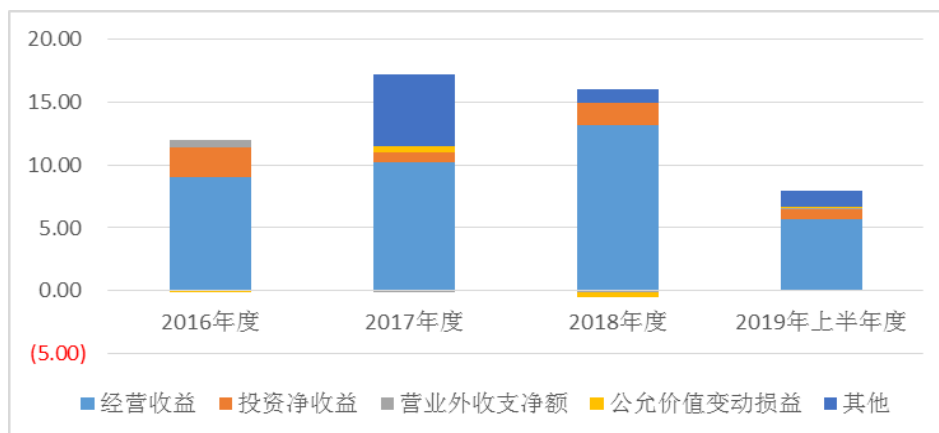
在药品销售方面,该公司批发业务采用“省级公司+地市级公司+办事处”的销售模式,利用电子商务信息平台 and 电话、传真、邮件等方式,满足不同客户的订货需求。省级公司主要建设大型物流中心,支持年销售额 30 亿元以上规模的药品吞吐量;主要业务是分销给中小批发商、配送至 200 公里以内的药店、乡镇卫生院、城市社区服务中心、民营医院、个人诊所等市场化客户和其下设的地市级公司。地市级公司主要围绕省公司、在距离省级公司 200 公里以外的中型城市建设,配送至地市及周边的药店、乡镇卫生院、城市社区服务中心、民营医院、个人诊所等市场化客户。办事处的建设主要是建立县级服务中心,承担协助配送、收集订单、客户关系维护、市场调研和回款等主要责任,为中小批发商、药店、乡镇卫生院、城市社区服务中心、民营医院、个人诊所等客户提供深度、近距离服务。

该公司根据客户的类型、年度采购量、信用状况等因素制定不同的定价策略。一般而言,客户的年采购量大、信用状况好、回款及时,销售价格相应较低,反之相应较高。销售结算方面,公司与下游客户签订购销合同后,按照购销合同,除少部分紧俏药品需下游客户支付预付款之外,大部分药品先发货,以货到付款方式进行支付。其中,现金结算(支票、汇兑方式)约占 50%,三个月承兑汇票结算约占 20%,六个月承兑汇票结算约占 30%。公司为有效控制应收账款规模及风险,每年年末均进行应收账款的集中清收。

此外,该公司还开展医药制造业,主要从事药品生产及研发业务的主体为孙公司北京京丰制药集团有限公司(以下简称“京丰制药”)以及四级子公司湖北金贵中药饮片有限公司(以下简称“金贵中药”)。京丰制药主要从事药品生产及研发业务,以抗生素系列、糖尿病系列和心脑血管系列为主。截至 2018 年末,京丰制药共获得国家药品批准文号 197 个,现主要生产品种包括头孢克洛分散片、头孢拉定胶囊、头孢氨苄片、阿奇霉素分散片、盐酸左氧氟沙星片、盐酸左氧氟沙星胶囊、乙酰螺旋霉素片和诺氟沙星胶囊等。金贵中药为公司于 2011 年 4 月完成收购,目前业务已涵盖中药技术和产品研发、中药材种植、中药材贸易、中药饮片生产与中药饮片分销、中药医院营销、中药标准煎药、中医馆连锁和中药电商等。2016~2018 年及 2019 年上半年度,公司医药工业分别实现收入 8.19 亿元、11.94 亿元、15.45 亿元和 7.26 亿元。

(2) 盈利能力

图表 7. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据楚昌集团所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

得益于经营规模持续增长及持续上升的主营业务毛利率，该公司经营收益逐年增长，是公司盈利的主要来源。2016~2018 年及 2019 年上半年度，公司分别实现利润总额 11.87 亿元、17.12 亿元、15.56 亿元和 7.93 亿元。其中，2017 年公司实现资产处置收益 4.88 亿元，增厚了当期利润，主要是公司收到的汉阳地块旧城改建项目征收补偿款。

2016~2018 年及 2019 年上半年度，该公司综合毛利率分别为 8.10%、8.55%、8.87%和 8.47%。公司药品流通业务主要是通过遍布全国的经营网络为药品生产企业及其他供货商提供分销、物流配送与药品信息服务以及其他增值服务，其商业模式决定了毛利水平相对较低。对比其他全国性医药流通企业，公司医药流通业务的毛利率相对较低。主要原因有：由于市场不同，上海医药及国药股份现有主要市场为二级以上的中高端医院，而公司现有的主要市场为二级以下的基层医疗机构、药店及下游小批发商等；药品品种不同，上海医药与国药股份主要品种为供给中高端医院的处方药为主，公司的主要品种为人们日常的基本用药及非处方药（OTC）品种；价格形成机制不同，二级以上中高端医院采用不超过 15%固定加价制度，多销售高价药品，定价存在一定非市场化因素；基层医疗机构（在实行零差价销售政策前）与药店实行市场化定价，多销售低价药品。近年来，公司着力拓展面向二级以上医疗机构为主的经营模式，其特点是毛利率较高、同时费用较大、账期较长、应收账款额较高，随着该类业务占比的上升，公司毛利率亦呈上升趋势。

图表 8. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 上半年度
营业收入合计（亿元）	621.90	745.79	892.80	497.11
毛利（亿元）	50.40	63.80	79.21	42.12
期间费用率（%）	6.24	6.74	6.99	6.91
其中：财务费用率（%）	1.39	1.29	1.46	1.68

全年利息支出总额（亿元）	9.01	10.11	13.23	8.72
其中：资本化利息数额（亿元）	0.19	0.74	0.09	0.40

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理

从费用支出情况来看，近年来随着经营规模的扩大，该公司期间费用持续增长，期间费用率亦小幅上升，但仍控制在较合理水平。2016~2018 年及 2019 年上半年度，公司期间费用合计分别为 38.79 亿元、50.23 亿元、62.42 亿元和 34.37 亿元，期间费用率分别为 6.24%、6.74%、6.99%和 6.91%。同期，公司销售费用分别为 16.48 亿元、23.02 亿元、28.78 亿元和 15.35 亿元，由于公司销售规模扩大，分支机构增加导致对应的销售费用持续上升；管理费用（含研发费用）分别为 13.67 亿元、17.56 亿元、20.62 亿元和 10.67 亿元，主要是由于职工薪酬增长和运输费用增加所致；财务费用分别为 8.63 亿元、9.65 亿元、13.02 亿元和 8.35 亿元，主要是业务规模扩大使得银行借款增加及债券发行增加所致。

图表 9. 影响公司盈利的其他因素分析⁵

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 上半年度
投资净收益（亿元）	2.30	0.79	1.72	0.83
其中：处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益	1.98	0.03	1.06	-0.19
可供出售金融资产在持有期间的投资收益	0.42	0.32	0.06	0.03
处置可供出售金融资产取得的投资收益	0.02	0.17	0.21	0.18
营业外收入（亿元）*	1.04	1.03	1.39	1.39
其中：政府补助*	0.74	0.81	1.06	1.22
核销无法支付的款项	0.08	0.15	0.18	0.07
公允价值变动损益（亿元）	-0.10	0.51	-0.41	0.14
其中：所持股票	-0.10	0.51	-0.41	0.14

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理

近年来，投资收益和营业外收入等非经营性损益对该公司盈利形成了一定补充。2016~2018 年及 2019 年上半年度，公司分别实现投资收益 2.30 亿元、0.79 亿元、1.72 亿元和 0.83 亿元，主要是处置其金融资产取得的投资收益等。同期，公司分别实现营业外收入 1.04 亿元、1.03 亿元、1.39 亿元和 1.39 亿元，主要是政府补助、违约金及赔款收入等。

从资产回报情况来看，2016~2018 年度，该公司总资产报酬率分别为

⁵ 2017年4月28日，财政部以财会[2017]13号发布了《企业会计准则第42号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》，自2017年5月28日起实施。2017年5月10日，财政部以财会[2017]15号发布了《企业会计准则第16号——政府补助（2017年修订）》，自2017年6月12日起实施。本公司按照财政部的要求时间开始执行前述两项会计准则。执行《企业会计准则第16号——政府补助（2017年修订）》之前，公司将取得的政府补助计入营业外收入。执行《企业会计准则第16号——政府补助（2017年修订）》之后，对2017年1月1日之后发生的与日常活动相关的政府补助，计入其他收益；与日常活动无关的政府补助，计入营业外收入。为保持数据的可比性，在影响公司盈利的其他关键因素分析中，将2017年、2018年及2019年上半年度公司获得的其他收益调整至营业外收入中。

5.19%、5.24%和 4.36%；净资产收益率分别为 9.23%、8.91%和 6.61%，随着资产规模的较快扩张，公司资产获利能力总体有所下滑。

（3）运营规划/经营战略

医药业务为该公司的核心业务，公司的运营规划和经营战略主要围绕医药业务开展。2018 年度，下属子公司九州通集团围绕天鹅战略管控模型⁶，落实经营战略规划，以“猛抢发展机遇放第一，狠抓天鹅管控重基础”为指导思想，修订了以分销业务、医疗业务和终端业务为核心业务，以中药业务、医疗器械、消费品、医药工业、总代理业务、原料药为战略业务，以三方物流、基金投资、医养融合、孵化器、药品研发为需要培育的新兴业务的“365 战略组合”，以及“核心业务稳中求进、战略业务寻找突破、新兴业务严控风险”的发展战略。

根据该公司的投融资规划，2019 及 2020 年度的资本性支出计划分别为 17.20 亿元和 16.20 亿元，主要是新建或搬迁物流中心合计 15 个、并购整合其他中小型药品流通企业等，公司仍面临着较大的资本性支出压力。此外由于药品流通业务模式特点，公司对营运资金的需求较大，后续拟主要通过债务融资方式筹资，由于融资规模较大，亦面临一定的融资压力和流动性风险。

图表 10. 公司 2019 年~2020 年投融资规划

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度
资本性支出计划（亿元）	17.20	16.20
其中：九州通对医药物流相关产业的投资	10.00	10.00
九州通对医药物流相关公司的收购	5.00	5.00
楚昌通泰产业投资基金	1.20	1.20
佳瑞米 DCTF 扩产项目、氟啶胺项目、DCS 控制危化品库等设施	0.50	—
大连九信对瑞泽公司的收购	0.50	—
营运资金需求（净额，亿元）	92.06	71.55
融资安排（净额，亿元）	109.26	87.75
其中：权益类融资	20.00	25.00
债务类融资	89.26	62.75

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司为民营企业，实际控制人为刘宝林。公司为投资控股型集团企业，建立了符合自身业务管理要求的治理结构与内控体系。因经营及管理需要，公

⁶ 九州通天鹅战略管控模型主要包括：牵头——目标与方向，根基——标准与工具，两翼——方法与能力，核心——文化主张。

司与股东及其他关联方之间存在一定关联交易。

(1) 产权关系

该公司为民营企业，公司股东为刘宝林、刘树林和刘兆年，三人为兄弟关系，系一致行动人。截至目前，刘宝林持有公司 51.34%的股权，刘树林持有公司 25.85%的股权，刘兆年持有公司 22.81%的股权。公司实际控制人为刘宝林（公司产权状况详见附录一）。

2018 年 10 月 18 日，该公司与中国信达资产管理股份有限公司湖北省分公司（以下简称“信达资管”）签订了《债务重组合同》，楚昌集团拟引入战略投资者信达资管进行债务重组暨债权转股权，债务重组规模不超过人民币 19.90 亿元，债权转股权数量不超过 1 亿股。2018 年 12 月 22 日九州通集团公告，楚昌集团已完成本次债务重组项目实施工作，信达资管已依据《债务重组合同》的约定分四批支付债权收购款，相关各方已履行审批手续。未来一年内，信达资管将有权在遵守国家法律法规的前提下，要求楚昌投资及一致行动人以其持有的九州通集团股份抵偿重组债务。

根据九州通集团近期披露的公告显示，截至 2019 年 10 月 10 日，公司及其一致行动人上海弘康、北京点金、中山广银、刘树林和刘兆年合计持有九州通集团股份 10.06 亿股，占九州通集团总股本的 53.59%。公司及其一致行动人所持九州通集团股份中已质押的股份总额累计为 7.61 亿股，占公司及其一致行动人所持九州通集团股份总数的 75.62%，占九州通集团总股本的 40.52%，需关注其后续的再融资能力及中长期债务融资情况。

图表 11. 楚昌投资及其一致行动人质押九州通集团股票情况

股东名称	质押股份数（亿股）	持有股份数（亿股）	质押股份数量占持有公司股份比例	质押股份数量占公司总股本比例
楚昌集团	1.59	2.85	55.79%	8.46%
上海弘康	3.89	4.37	89.04%	20.74%
中山广银	1.10	1.33	82.81%	5.85%
北京点金	1.03	1.03	99.99%	5.47%
刘树林	—	0.26	—	—
刘兆年	—	0.22	—	—
合计	7.61	10.06	75.62%	40.52%

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理

(2) 主要关联方及关联交易

因经营及管理需要，该公司与股东及其他关联方之间存在一定关联交易，主要是采购药品、接受运输和销售药品、商品等，还包括关联租赁及关联担保等。公司关联交易金额相对较小，对公司主业影响较为有限。2018 年度，公司向关联方采购商品支付的金额为 4.27 亿元，占公司营业成本的比重为 0.52%；向关联方销售商品 1.43 亿元，占公司营业收入的比重为 0.16%。

2017 年 10 月，该公司下属子公司九州通集团及其关键管理人员谷春光、廖献君和马兰与浙江凯乐士科技有限公司签订《关于湖北九州通达科技开发有限公司股权转让协议》。九州通集团以其对控股子公司湖北九州通达科技开发有限公司享有的 70% 股权换取谷春光实际控制的公司浙江凯乐士科技有限公司 7.0838% 的股权，九州通集团以换出资产的公允价值和应支付的相关税费 2,660 万元作为换入资产的成本。

此外，该公司与关联企业存在较大金额的资金往来⁷，存在一定的资金回笼风险，同时影响其运营效率。截至 2018 年末，公司应收关联方款项合计 6.69 亿元，较上年末增长 9.13%；应付关联方款项合计 0.22 亿元。

(3) 公司治理

该公司按照《公司法》等有关法律、法规及规章的要求规范运作，建立健全了公司治理机制。公司设有股东会、董事会和经理层，管理层严格按照《公司法》及公司章程的规定行使相关权力、执行公司决策。股东会由全体股东组成，是公司的最高权力机构。董事会是公司的经营决策机构，由 5 名董事组成，设董事长 1 人。总理由董事局聘任或解聘，主持公司日常经营管理工作。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司本部主要针对财务管理、资金管理和投资决策设置关键控制点，实现内部管理控制的需要。目前，公司总经理下设信息部、财务部、法务监察部、人事行政部、审计部、投资部和农牧水产事业部等七个职能部门，实现分级分层分类管理。同时，公司通过执行职责分工制度和内部监督约束机制，对高级管理人员进行约束。

(2) 经营决策机制与风险控制

在内部控制方面，该公司根据《公司法》和《公司章程》等有关规定，制定了《内部控制制度》，对公司各项经营活动制定各种业务操作程序、管理方法和控制措施。《内部控制制度》内容包括环境控制（授权管理和人力资源管理）、业务控制（规划与计划、融资与投资、生产与服务、销售及收款、测评和改进）、会计系统控制（会计核算、财务管理）、电子信息系统控制、信息传递控制和内部审计控制等。

(3) 投融资及日常资金管理

财务管理方面，该公司根据《会计法》、《企业会计制度》、《企业会计准

⁷ 其中，该公司关联交易约定以净额结算的，应收应付关联方款项以抵销后金额核算。

则》和《公司章程》等有关规定，结合自身生产经营特点和管理要求，制定了《财务管理制度》。该制度涉及公司资产经营管理，使其努力降低成本、费用，确保财产完整和安全，提高资产使用效益，确保所有者权益不受侵犯，并积极参与公司经营预测和经营决策，规范公司财务活动的计划、核算、分析、控制和考核工作。

对外投资方面，该公司根据《公司法》、《证券法》和《公司章程》等规定，制定了《对外投资管理制度》，对公司在组织资源、资产、投资等经营运作过程中进行风险控制，保障资金运营的安全性和收益性，提高公司抗风险能力。

对外担保方面，该公司根据《公司法》、《担保法》和《公司章程》等规定，制定了《对外担保制度》，强化公司内部监控，完善对担保事项的事前评估、事中监控、事后追偿与处置机制，尽可能地防范因被担保人财务状况恶化等原因给公司造成的潜在偿债风险，合理避免和减少可能发生的损失。

(4) 不良行为记录

根据公开市场信息及该公司提供的资料显示，近三年公司及其控股股东、核心子公司等主要关联方未发生欠贷欠息事件，存续债券付息正常；未发生重大工商、质量、安全事故。截至 2018 年末，公司无重大诉讼、仲裁事项；子公司九州通集团作为原告的单项金额较大的未决诉讼案件标的金额共计 0.75 亿元，有关案件尚未开庭审理。

图表 12. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019.9.18	无	无	无	无法提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2019.9.20	不涉及	正常	正常	无法提供
诉讼	公开信息披露	2019.9.20	无	有	有	无法提供
工商	国家工商总局企业信用信息公示系统	2019.9.20	不涉及	无	无	无法提供
质量	国家工商总局企业信用信息公示系统	2019.9.20	不涉及	无	无	无法提供
安全	国家工商总局企业信用信息公示系统	2019.9.20	不涉及	无	无	无法提供

资料来源：根据楚昌集团所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

该公司所处行业特点和自身商业模式决定了其应收账款规模较大，回款周期较长。公司经营活动现金流表现受医疗机构货款支付进度影响较大。随着公司销售规模的扩大，资金需求相应增加，债务规模随之增大，财务杠杆持续处于较高水平。公司主要依靠短期银行借款满足营运资金需要，使其面临一定的资金流动性风险。

1. 数据与调整

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016 年至 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司按照财务部颁布的《企业会计准则-基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定编制财务报表。公司 2019 年上半年度财务报表未经审计。随着各项业务的持续发展，公司合并范围不断扩大，主要为新增设立的区域子公司和兼并收购的药品流通企业。

2018 年 6 月 15 日，财政部发布了《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），要求执行企业会计准则的非金融企业应当按照企业会计准则和通知要求编制财务报表，2017 年 12 月 25 日发布的《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2017〕30 号）同时废止。根据上述修订要求，该公司对相关会计政策内容进行了调整，按照上述文件规定的一般企业财务报表格式（适用于尚未执行新金融准则和新收入准则的企业）编制公司的财务报表。

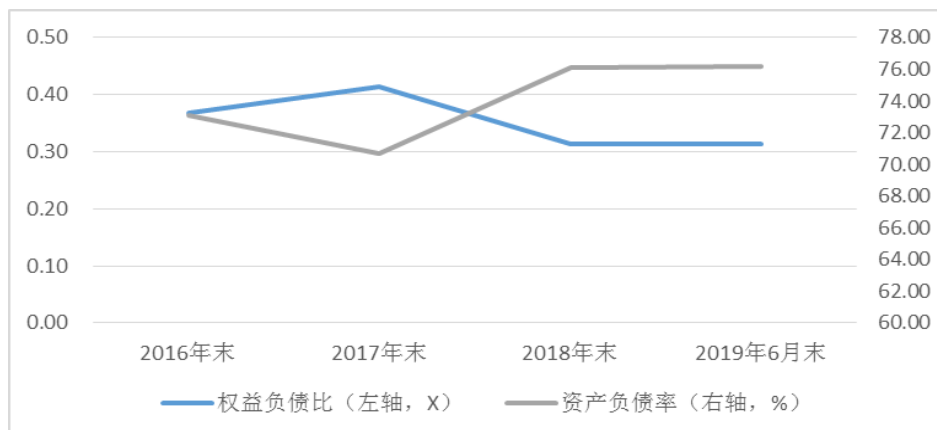
截至 2018 年末，该公司经审计的合并口径的资产总额为 736.47 亿元，所有者权益为 175.94 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 33.31 亿元）；2018 年度实现营业收入 892.80 亿元，净利润 11.43 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 2.42 亿元）。

截至 2019 年 6 月末，该公司未经审计的合并口径的资产总额为 743.57 亿元，所有者权益为 177.13 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 34.74 亿元）；2019 年上半年度实现营业收入 497.11 亿元，净利润 5.72 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 1.26 亿元）。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 13. 公司财务杠杆水平变动趋势



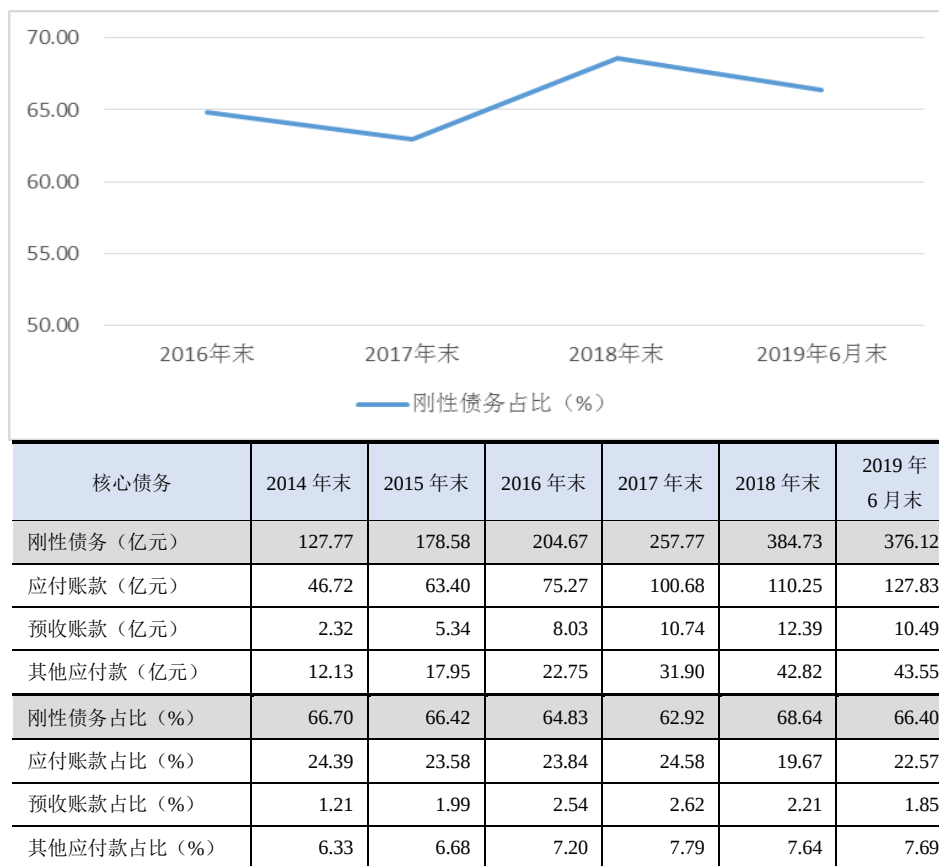
资料来源：根据楚昌集团所提供数据绘制

该公司于 2016 年对同一实际控制人控制下的上海弘康和北京点金进行增资。该事项于 2016 年 11 月 28 日正式办理完成相关工商登记手续。截至 2019 年 6 月末，公司直接持有九州通集团 15.16% 的股份，通过上海弘康、北京点金间接持有九州通集团 28.77% 的股份，直接和间接持有的股份总数占其总股本的 43.93%，成为九州通集团的控股股东。由于公司和上海弘康、北京点金和九州通集团的实际控制人均为刘宝林，构成同一控制下企业合并。根据《企业会计准则第 20 号—企业合并》的相关规定，对 2014~2015 年合并资产负债表、合并损益表和合并现金流量表进行了追溯调整。

该公司是投资控股型集团企业，主要资产集中在上市子公司九州通集团。公司为了保持医药流通领域的优势地位，近年来持续扩大和完善其销售网络，并建设新的物流配送中心提高其物流辐射能力，经营规模的扩大也推动了流动资金需求的增长，因而公司负债规模逐年扩大。2016~2018 年末及 2019 年 6 月末，公司负债总额分别为 315.73 亿元、409.68 亿元、560.53 亿元和 566.43 亿元；得益于权益资本大幅增长，公司资产负债率尚维持在一定水平，同期末资产负债率分别为 73.12%、70.67%、76.11%和 76.18%，公司所处行业特点和自身商业模式决定了财务杠杆持续处于较高水平。

(2) 债务结构

图表 14. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据楚昌集团所提供数据绘制

从债务构成看，该公司的负债以刚性债务、应付账款和其他应付款为主。2016~2018 年末及 2019 年 6 月末，公司刚性债务占负债总额的比重分别为 64.83%、62.92%、68.64%和 66.40%，且以短期刚性债务为主。应付账款主要是应付药品、医疗器械的采购款，同期末余额分别为 75.27 亿元、100.68 亿元、110.25 亿元和 127.83 亿元，公司与上游客户合作关系较为紧密，应付款账期相对稳定，主要是经营规模的扩大而有所增长。其他应付款（不含应付利息、应付股利）主要是关联方资金往来、资金拆借和保证金等，同期末余额分别为 22.75 亿元、31.90 亿元、42.82 亿元和 43.55 亿元。总体而言，公司业务运营对资金需求很大，主要依靠短期债务满足，公司面临较大的即期债务偿付压力。

(3) 刚性债务

图表 15. 公司刚性债务构成 (单位：亿元)

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
短期刚性债务合计	105.82	162.58	186.35	212.68	340.98	337.61
其中：短期借款	54.03	81.22	62.91	109.31	140.12	162.81
一年内到期非	11.45	4.00	16.00	0.00	14.93	17.92

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
流动负债						
应付票据	40.34	57.78	88.29	92.34	148.23	126.07
其他短期刚性 债务	—	19.58	19.16	11.02	37.70	30.81
中长期刚性债务合计	21.96	16.00	18.32	45.09	43.76	38.52
其中：长期借款	6.00	0.00	6.06	32.28	30.45	24.95
应付债券	15.96	16.00	12.26	12.81	13.31	13.56
综合融资成本（年 化，%）	5.78	5.58	7.42	5.83	5.51	6.67

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算

2016~2018 年末及 2019 年 6 月末，该公司刚性债务总额分别为 204.67 亿元、257.77 亿元、384.74 亿元和 376.13 亿元，且相对集中在一年内。公司短期刚性债务主要由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。截至 2019 年 6 月末，公司短期借款余额为 162.81 亿元，较期初增加 16.20%，系公司业务规模扩大，所需营运资金增加所致；应付票据 126.07 亿元，2018 年以来增幅较大，主要是购入存货增加以及供应商给予信用账期所致；其他短期刚性债务 30.81 亿元，主要是子公司九州通集团于发行的短期融资券及其他一年内到期的债务融资工具等。根据公司提供的数据，公司 2019 年 6 月末的有息债务融资成本相对集中在 4~7%之间，整体融资成本处于较合理水平。总体来看，公司面临的即期债务偿付压力大。

图表 16. 公司 2019 年 6 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不 含 2 年）	2~3 年（不 含 3 年）	3~5 年（不 含 5 年）	5 年及 以上
3%以内	—	—	14.54	—	0.86
3%~4%（不含 4%）	5.18	19.90	—	—	—
4%~5%（不含 5%）	39.94	38.12	—	0.50	5.00
5%~6%（不含 6%）	52.14	18.82	4.00	5.11	0.51
6%~7%（不含 7%）	6.62	4.33	5.03	—	5.00
7%及以上	10.80	0.69	11.41	1.37	—
合计	114.68	81.87	34.98	6.98	11.37

资料来源：楚昌集团

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 17. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 上半年度
营业周期（天）	108.31	112.59	121.56	135.07	159.05	—

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 上半年度
营业收入现金率 (%)	112.49	115.24	108.63	110.92	107.83	100.92
业务现金收支净额 (亿元)	20.30	32.88	38.73	29.29	59.94	6.93
其他因素现金收支净额 (亿元)	-26.18	-29.69	-37.14	-38.59	-49.57	-36.20
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	-5.89	3.19	1.59	-9.29	10.36	-29.27
EBITDA (亿元)	14.49	17.79	23.98	30.75	33.61	—
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.11	0.12	0.13	0.13	0.10	—
EBITDA/全部利息支出 (倍)	2.78	2.49	2.66	3.28	2.56	—

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司所处医药流通行业，其经营获现状况在同业中尚属稳定。2016~2018 年度，公司营业收入现金率分别为 108.63%、110.92%和 107.83%。同期，公司业务现金收支净额分别为 38.73 亿元、29.29 亿元和 59.94 亿元；经营活动产生的现金流量净额分别为 1.59 亿元、-9.29 亿元和 10.36 亿元，年度间波动较大。其中，2017 年公司经营性现金流量净流出，主要是当期公司加大医疗机构客户营销，医疗客户应收账款回款相对较慢所致。2019 年上半年度，公司经营性现金流量净额为-29.27 亿元，呈现大额净流出主要是由于医疗机构通常在年末阶段性地清算前期货款，而该时段内尚未回笼的货款金额较大所致，同期公司营业收入现金率为 100.92%。

2016~2018 年，该公司 EBITDA 对利息支出的保障倍数分别为 2.66 倍、3.28 倍和 2.56 倍；EBITDA 对刚性债务的保障倍数分别为 0.13 倍、0.13 倍和 0.10 倍，债务规模和利润总额均有所增长，保障程度尚属稳定。

(2) 投资环节

图表 18. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 上半年度
回收投资与投资支付净流入额	-4.02	-16.49	-4.45	-4.77	-1.50	0.38
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-9.73	-11.10	-11.69	-11.31	-14.04	-5.51
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-2.14	2.00	-1.21	-18.04	2.29	2.97
投资环节产生的现金流量净额	-15.90	-25.59	-17.35	-34.12	-13.24	-2.17

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理

在投资活动方面，该公司新建、扩建物流中心，以及为新建的物流中心购买土地，使得投资活动现金流出较大。2016~2018 年及 2019 年上半年度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-17.35 亿元、-34.12 亿元、-13.24

亿元和-2.17 亿元。近年来，公司投资活动现金流入量有所增长，主要是收回投资收到的现金增加所致，但随着公司新建物流中心和零售药店数量的持续投资和拓展，投资活动现金流出有所增加，公司投资性现金流呈现大额净流出状态，预计将在较长一段时间内持续。

(3) 筹资环节

图表 19. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 上半年度
权益类净融资额	23.89	12.49	16.21	44.02	7.82	5.08
债务类净融资额	2.83	14.89	-47.93	-7.17	-24.36	-17.18
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-6.77	12.22	-30.09	35.59	22.44	-11.87
筹资环节产生的现金流量净额	20.89	39.61	-0.51	74.77	33.98	-8.97

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理

在筹资活动方面，2016~2018 年及 2019 年上半年度，该公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.51 亿元、74.77 亿元、33.98 亿元和-8.97 亿元，其中 2016 年由于偿还到期债务规模较大及分配股利、利润或偿付利息支付的现金较多，导致当年筹资性现金流呈现净流出。日常经营中上游供应商承付时限和下游客户赊销要求使得公司购、销环节的收、付款在结算时间、收支结构上不配比，经营对资金配置需求量大，形成阶段性的资金紧张。公司经营支出和资本性支出主要通过新增金融机构借款及发行债券等方式满足，随着经营规模的扩大，公司为满足生产经营需要而取得借款的规模持续增加，未来融资规模或将进一步扩大。

4. 资产质量

图表 20. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年 末	2015 年 末	2016 年 末	2017 年 末	2018 年 末	2019 年 6 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	219.42	301.93	350.13	476.01	618.75	614.08
	81.91	83.17	81.09	82.11	84.02	82.59
其中：货币资金（亿元）	37.67	63.56	53.87	88.20	140.98	97.49
应收账款（亿元）	51.01	78.27	91.65	141.54	208.32	273.50
其他应收款（亿元）	33.54	38.53	45.07	63.05	61.26	69.12
存货（亿元）	67.16	86.40	110.04	130.97	152.34	143.91
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	48.44	61.09	81.66	103.68	117.72	129.48
	18.09	16.83	18.91	17.89	15.98	17.41
其中：可供出售金融资产（亿元）	5.23	6.03	11.74	15.40	10.64	9.22
固定资产（亿元）	25.11	29.99	38.52	47.36	55.75	56.34
在建工程（亿元）	5.84	7.64	8.73	9.45	11.68	23.27

主要数据及指标	2014 年 末	2015 年 末	2016 年 末	2017 年 末	2018 年 末	2019 年 6 月末
无形资产（亿元）	7.60	9.06	10.63	11.96	13.80	14.09
期末全部受限资产账面金额（亿元）	—	33.33	39.23	41.10	65.84	64.82
期末抵押融资余额（亿元）	—	22.67	32.63	61.95	83.46	79.41
受限资产账面余额/总资产（%）	—	9.14	9.09	7.09	8.94	8.72

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理，其中 2014 年部分数据无法提供

2016~2018 年末及 2019 年 6 月末，该公司资产总额分别为 431.79 亿元、579.70 亿元、736.47 亿元和 743.57 亿元，资产规模增速较快。从资产构成来看，主要以流动资产为主，同期末分别为 350.13 亿元、476.01 亿元、618.75 亿元和 614.08 亿元，占比均为 80%以上。

该公司流动资产以货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、其他应收款和存货为主。2016~2018 年末及 2019 年 6 月末，公司货币资金分别为 53.87 亿元、88.20 亿元、140.98 亿元和 97.49 亿元⁸，主要是银行存款、银行承兑汇票保证金等；随着公司营业规模的不断扩大以及九州通集团推进票据池业务，公司应收票据和应收账款规模大幅上升，同期末合计金额分别为 113.68 亿元、158.33 亿元、222.31 亿元和 275.58 亿元，近年来公司对二级以上医疗机构客户进行重点拓展，目前公司应收账款中医疗机构占比大幅上升，在我国目前的医疗体制下，下游医疗机构在产业链中长期处于强势地位，医药流通企业对医疗机构客户的应收账款账期较长，2018 年末公司账龄为一年内的应收账款占比超过 90%，公司货款回收总体较为安全，且公司对县级以下医疗机构、民营医疗机构、药店和医药公司的货款实行风险控制，坏账风险相对可控；预付款项主要是预付上游供应商的货款，同期末金额分别为 24.71 亿元、28.95 亿元、39.30 亿元和 19.80 亿元，近年末一年内占比均为 95%以上；其他应收款主要是公司拓展医院客户支付的经营保证金，同期末分别为 45.07 亿元、63.05 亿元、61.26 亿元和 69.12 亿元，其中 2017 年增幅较大，主要是对非关联公司的应收款项增加以及供应商折让增加所致；存货余额分别为 110.04 亿元、130.97 亿元、152.34 亿元和 143.91 亿元，主要是经营规模持续增长，公司相应增加了存货储备，对公司库存管理亦提出一定挑战。

该公司非流动资产以可供出售金融资产、固定资产、在建工程 and 无形资产为主。2016~2018 年末及 2019 年 6 月末，公司可供出售金融资产分别为 11.74 亿元、15.40 亿元、10.64 亿元和 9.22 亿元，主要是持有的权益类金融工具等；固定资产分别为 38.52 亿元、47.36 亿元、55.75 亿元和 56.34 亿元，主要是公司持续在全国范围布局物流建设所致，近年来逐渐完工转入固定资产，同时并购了一定数量的设备用于日常经营；在建工程分别为 8.73 亿元、9.45 亿元、11.68 亿元和 23.27 亿元，主要是分布各省的在建物流中心等，后续仍有一定资本支出规模；无形资产分别为 10.63 亿元、11.96 亿元、13.80 亿元和 14.09

⁸ 截至2019年6月末，该公司货币资金中银行承兑汇票保证金及按揭保证金合计49.79亿元。

亿元，主要是土地使用权和软件等。

5. 流动性/短期因素

图表 21. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
流动比率 (%)	129.96	120.02	118.67	131.96	120.79	117.33
速动比率 (%)	79.20	76.42	73.00	87.63	83.38	86.05
现金比率 (%)	29.12	28.66	26.22	30.04	30.02	19.52

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理

该公司药品流通业务的运营模式存在垫资行为，日常运营对资金需求规模偏大，因而流动负债总额随经营规模的扩大而持续增长，公司持续面临一定的资金流动性风险。2016~2018 年末及 2019 年 6 月末，公司流动比率分别为 118.67%、131.96%、120.79%和 117.33%；现金比率分别为 26.22%、30.04%、30.02%和 19.52%。

6. 表外事项

该公司为许昌市第二人民医院的一笔银行借款提供担保，为于 2016 年 4 月 26 日与中信银行签订的担保合同金额 0.3 亿元，所担保合同到期日为 2019 年 6 月 1 日。

截至 2018 年末，该公司有包括河北九州通医院管理有限公司在内的共计 112 家子公司，已办理工商登记但尚未缴足的注册资本金额 14.99 亿元。

截至 2018 年末，子公司九州通集团作为原告的单项金额较大的未决诉讼案件标的金额共计 0.75 亿元，有关案件尚未开庭审理。该公司已经对有关未决诉讼案件可能遭受的损失进行了预计并计提部分准备。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司为投资控股型企业，业务经营主要通过子公司开展，本部业务规模占比很小。截至 2019 年 6 月末，公司本级资产总额为 76.10 亿元，所有者权益 0.53 亿元；2019 年上半年度实现营业收入 1.23 亿元，净利润 0.24 亿元。

截至 2019 年 6 月末，该公司本部整体债务负担重，且集中在银行借款等刚性债务，期末短期借款 27.40 亿元，一年内到期非流动负债 7.36 亿元，长期借款 20.11 亿元，主要通过质押九州通集团股权融资，而公司核心资产集中在上市子公司九州通集团，必要时对相关公司资源的调配亦受到一定限制。

外部支持因素

国有大型金融机构支持

截至 2019 年 6 月末，该公司获得的银行授信总额为 459.90 亿元，已使用的额度为 277.57 亿元，尚未使用的授信额度为 182.32 亿元。其中，工农中建交五大商业银行为公司提供的授信总额为 83.15 亿元，尚未使用的额度为 19.24 亿元。公司仍有较大规模的授信额度，可为后续债务偿付提供一定支撑。

图表 22. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中：贷款授信	已放贷规模	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	459.90	459.90	277.57	4%-8%	质押/抵押/自然人担保/信用
其中：国家政策性金融机构	—	—	—	—	—
工农中建交五大商业银行	83.15	83.15	63.92	4%-8%	质押/抵押/自然人担保/信用
其中：大型国有金融机构占比（%）	18.08	18.08	23.03	—	—

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理（截至 2019 年 6 月末）

债项信用分析

1. 增信措施及效果

本次债券由湖北担保集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。湖北担保集团原名湖北中企投资担保有限公司，是 2005 年 2 月成立的国有省级担保机构，初始注册资本 7100 万元，股东为湖北中经资本投资发展有限公司（原名湖北中经中小企业投资有限公司，简称“湖北中经投”）和湖北融汇投资担保集团有限公司（简称“融汇担保”），出资比例分别为 98.59% 和 1.41%。2014 年 9 月，经湖北省人民政府批复，湖北担保集团更为现名，经多次增资及股权变更，截至 2016 年末，湖北担保集团注册资本增至 50 亿元，湖北中经投和融汇担保持股比例分别为 99.98% 和 0.02%，实际控制人为湖北省国资委。截至 2018 年末，湖北担保集团股权结构未再变更。

图表 23. 湖北担保集团股权结构（单位：亿元、%）

股东名称	股东简称	出资额	持股比例
湖北中经资本投资发展有限公司	湖北中经投	49.99	99.98
湖北融汇投资担保集团有限公司	融汇担保	0.01	0.02
合计		50.00	100.00

资料来源：湖北担保集团（截至 2018 年末）

截至 2018 年末，湖北担保集团经审计的财务报表口径资产总额为 83.18 亿元，股东权益为 72.09 亿元；当年实现营业总收入 6.86 亿元，投资收益 1.33 亿元，净利润 4.76 亿元。

湖北担保集团系国有省级担保机构，股东综合实力雄厚。湖北担保集团成立初衷系为支持湖北省内中小企业融资，近年来随着股东多次增资，资本实力大幅提升，直接融资担保业务的竞争力增强。目前湖北担保集团主要从事债券担保、贷款担保等融资担保业务，避险策略基金担保、诉讼保全等非融资担保业务，以及债权投资业务。湖北担保集团担保放大倍数较低，担保项目存续期限较为适中，但在保行业及客户集中度均较高，业务集中度风险有待分散。2018 年，在债权发行额度持续波动、市场信用风险加速暴露的环境下，加之融资担保行业政策调整，湖北担保集团债券担保业务和债权投资业务均有所收缩，盈利水平同步下滑。目前湖北担保集团资本充足率处于较高水平，且风险准备金计提较为充足，代偿能力较强。但在外部信用事件频发的环境下，后续代偿及追偿情况需持续关注。

整体来看，湖北担保集团提供的担保进一步增强了本次债券的安全性。

2. 其他偿付保障措施

(1) 核心业务盈利保障

随着医药批发及相关业务销售规模的持续扩张，该公司经营业绩亦保持了稳步增长态势。2016~2018 年度，公司分别实现营业收入 621.90 亿元、745.79 亿元和 892.80 亿元，年复合增长率为 19.82%；2019 年上半年度，公司实现营业收入 497.11 亿元，同比增长 14.88%。

(2) 货币资金余额及未使用授信额度较大

截至 2019 年 6 月末，该公司合并口径获得的银行授信额度共计 459.90 亿元，尚未使用授信额度为 182.32 亿元。此外，公司货币资金存量相对充裕，同期末非受限货币资金余额为 47.70 亿元，可为本次债券偿付提供一定支撑。

评级结论

该公司为民营企业，实际控制人为刘宝林。公司为投资控股型集团企业，主营业务涵盖药品流通、医药制造、精细化工、水产品加工、农牧业和房地产投资等。医药业务是公司收入和利润的主要来源，经营实体为下属子公司九州通集团，是我国最大的民营药品流通企业。

近年来，随着医药批发及相关业务销售规模的持续扩张，该公司经营业绩亦保持了稳步增长态势。公司拥有全国性的营销网络和丰富的上下游资源，随着“两票制”全面实施，公司药品分销业务开展将受到一定影响。公司通过逐步拓展二级以上医疗机构客户，毛利水平有所上升。非医药业务在收入总额中占比相对较低，对公司整体利润的影响有限。

该公司所处行业特点和自身商业模式决定了其应收账款规模较大，回款周期较长。公司经营活动现金流表现受医疗机构货款支付进度影响较大。随

着公司销售规模的扩大，资金需求相应增加，债务规模随之增大，财务杠杆持续处于较高水平。公司主要依靠短期银行借款满足营运资金需要，使其面临一定的资金流动性风险。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不早于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

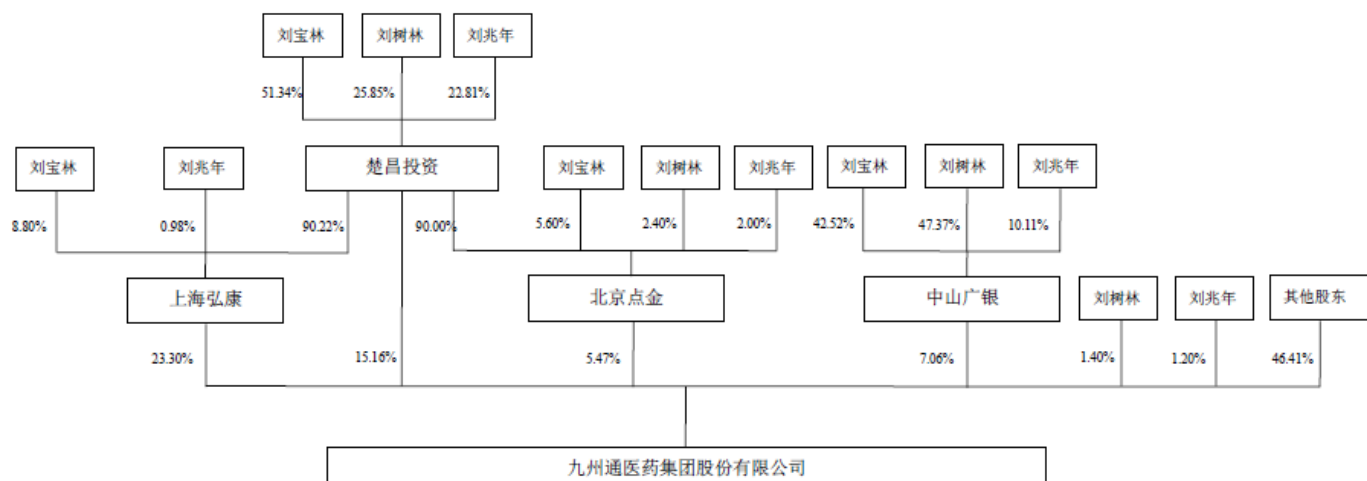
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

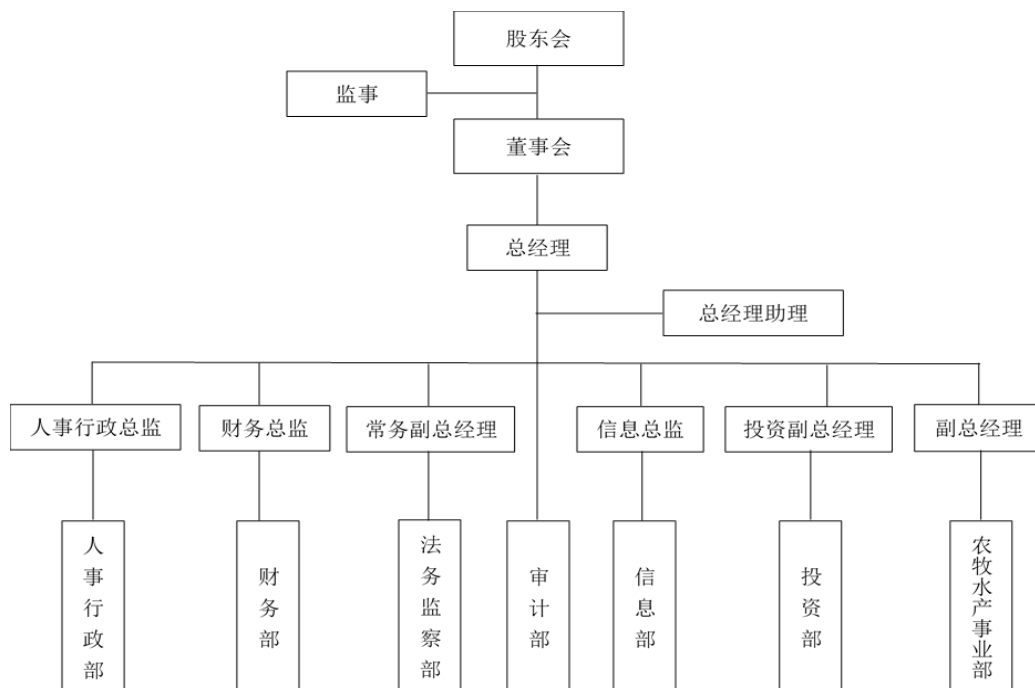
公司与实际控制人关系图



注：根据楚昌集团提供的资料绘制（截至 2018 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据楚昌集团提供的资料绘制（截至 2018 年末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2018 年（末）主要财务数据（亿元）						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量	EBITDA	
楚昌投资集团有限公司	楚昌集团	本级	—	投资管理	52.92	0.28	1.02	-0.88	0.19	1.64	
九州通医药集团股份有限公司	九州通集团	核心子公司	43.93	药品、医疗器械等产品的批发、零售连锁及药品生产和研发以及增值服务业务	303.48	203.82	871.36	13.81	12.22	27.20	直接持股 15.16%，间接持股 28.77%
上海弘康实业投资有限公司	上海弘康	一级子公司	90.23	实业投资	15.40	9.11	4.84	-0.24	-0.07	0.61	
北京点金投资有限公司	北京点金	一级子公司	90.00	实业投资	10.92	5.02	6.88	0.22	4.16	0.87	
洪湖市浪打浪水产食品有限公司	洪湖浪打浪	一级子公司	75.00	水产品研发、生产、销售	—	1.50	—	-0.00	-1.17	-0.00	
洪湖市万农水产食品有限公司	万农水产	一级子公司	75.00	水产品及其副产品加工、销售、研发	—	0.04	4.25	0.01	-1.56	0.16	
甘肃顶乐农牧有限责任公司	顶乐农牧	一级子公司	62.80	畜禽的饲养、批发、销售	2.00	2.24	4.30	-0.54	-3.30	-0.34	
湖北九州通置业发展有限公司	九州通置业	一级子公司	100.00	房地产开发与经营	—	0.88	0.56	0.04	-0.68	0.02	
湖北省楚商天下传媒有限公司	楚商传媒	一级子公司	95.00	图书期刊的编辑与销售、广告设计制作、代理、发布	—	0.01	0.01	-0.00	-0.00	0.00	
武汉楚昌股权投资基金管理有限公司	楚昌股权基金	一级子公司	100.00	股权类投资、咨询服务	—	0.09	—	-0.01	0.01	-0.01	
武汉楚昌通泰产业投资基金合伙企业（有限合伙）	楚昌通泰基金	一级子公司	66.67	股权类投资、咨询服务	—	0.60	—	0.00	0.00	0.00	

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2018 年（末）主要财务数据（亿元）						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量	EBITDA	
九州大健康产业（武汉）有限公司	九州大健康	一级子公司	100.00	健康管理咨询	—	0.02	0.01	-0.01	-0.01	-0.01	
天津楚昌国际商业保理有限公司	楚昌保理	一级子公司	75.00	健康管理咨询	—	—	—	—	—	—	

注：根据楚昌集团 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 上半年度
资产总额[亿元]	431.79	579.70	736.47	743.57
货币资金[亿元]	53.87	88.20	140.98	97.49
刚性债务[亿元]	204.67	257.77	384.73	376.12
所有者权益[亿元]	116.06	170.01	175.94	177.13
营业收入[亿元]	621.90	745.79	892.80	497.11
净利润[亿元]	9.70	12.75	11.43	5.72
EBITDA[亿元]	23.98	30.75	33.61	—
经营性现金净流入量[亿元]	1.59	-9.29	10.36	-29.27
投资性现金净流入量[亿元]	-17.35	-34.12	-13.24	-2.17
资产负债率[%]	73.12	70.67	76.11	76.18
权益资本与刚性债务比率[%]	56.71	65.96	45.73	47.09
流动比率[%]	118.67	131.96	120.79	117.33
现金比率[%]	26.22	30.04	30.02	19.52
利息保障倍数[倍]	2.30	2.83	2.18	—
担保比率[%]	—	—	0.17	0.17
营业周期[天]	121.56	135.07	159.05	—
毛利率[%]	8.10	8.55	8.87	8.47
营业利润率[%]	1.81	2.31	1.75	1.59
总资产报酬率[%]	5.20	5.24	4.36	—
净资产收益率[%]	9.22	8.91	6.61	—
净资产收益率*[%]	12.76	11.63	7.47	—
营业收入现金率[%]	108.63	110.92	107.83	100.92
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.58	-2.83	2.37	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-5.39	-11.97	-0.59	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.66	3.28	2.56	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.13	0.10	—

注：表中数据依据楚昌集团经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 年上半年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2}+365/{报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出(倍)=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务(倍)=EBITDA/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：
担保方主要数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据与指标：			
股东权益（亿元）	60.60	67.58	72.09
风险准备金（亿元）	3.12	5.54	5.96
总资产（亿元）	79.16	87.44	83.18
担保业务收入（亿元）	1.99	2.34	1.91
营业利润（亿元）	4.12	9.34	6.36
净利润（亿元）	3.42	7.00	4.76
营业利润率（%）	85.02	70.68	77.56
平均资本回报率（%）	6.95	10.91	6.82
风险准备金充足率（%）	1.67	2.44	3.55
担保放大倍数（倍）	3.07	3.36	2.33
资本充足率（%）	32.53	29.77	43.00
代偿保障率（%）	312.17	254.40	263.26
现金类资产比率（%）	58.28	32.00	34.81
担保业务：			
直保发生额（亿元）	170.60	148.04	11.31
再担保发生额（亿元）	0.50	0.00	0.08
直保责任余额(亿元)	185.35	226.94	167.57
再担保责任余额（亿元）	0.93	0.09	0.08
累计担保代偿率（%）	1.23	1.26	1.02
累计代偿回收率（%）	17.91	37.70	61.30
累计代偿损失率（%）	0.00	0.00	0.00-

注：根据湖北担保集团经审计的 2016-2018 年财务报表以及相关期间业务数据整理计算。

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。