

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）

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪(2020)100696】

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）

20 楚昌 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪： AA+/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日

首次评级： AA+/稳定/AAA/2019 年 10 月 22 日

主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	0.83	5.47	0.07	0.08
刚性债务	46.26	52.92	46.54	46.28
所有者权益	0.91	0.28	2.68	1.90
经营性现金净流入量	-0.17	0.19	-0.71	-0.14
合并口径数据及指标：				
总资产	579.70	736.47	778.26	786.12
总负债	409.68	560.53	576.06	588.92
刚性债务	258.08	385.12	379.61	409.19
所有者权益	170.01	175.94	202.21	197.21
营业收入	745.79	892.80	1021.43	276.76
净利润	12.75	11.43	14.29	4.95
经营性现金净流入量	-9.29	10.36	29.12	-26.09
EBITDA	30.75	33.61	44.21	—
资产负债率[%]	70.67	76.11	74.02	74.91
权益资本与刚性债务 比率[%]	65.88	45.68	53.27	48.19
流动比率[%]	131.96	120.79	121.68	120.02
现金比率[%]	30.04	30.02	24.52	23.53
利息保障倍数[倍]	2.83	2.18	2.15	—
净资产收益率[%]	8.91	6.61	7.56	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	-2.56	2.14	5.12	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-11.97	-0.59	3.76	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.28	2.56	2.48	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.10	0.12	—
担保方数据（合并口径）				
总资产	79.16	87.44	83.18	122.60
直保发生额（亿元）	170.60	148.04	11.31	99.33
担保放大倍数（倍）	3.07	3.36	2.13	2.09

注：根据楚昌集团经审计的 2017~2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。担保人数据根据湖北省担保经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年前三季度财务数据整理、计算，其中担保放大倍数由湖北省担保计算并提供。

分析师

李一 liyi@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

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对楚昌投资集团有限公司（简称楚昌集团、发行人、该公司或公司）及其发行的 20 楚昌 01 的跟踪评级反映了跟踪期内楚昌集团在外外部环境、行业地位和经营业务等方面所取得的积极变化，同时也反映了公司在市场竞争、资金流动性、应收账款回笼及存货管理、刚性债务集中兑付等方面继续面临压力。

主要优势：

- **医药业务外部环境良好。**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，为楚昌集团发展创造了良好的外部环境。
- **行业地位突出。**楚昌集团主要通过子公司九州通集团开展药品流通业务，是我国最大的民营药品流通企业。公司已建立起全国性的销售网络，物流仓储系统及供应链体系完善，上下游客户合作关系稳定，规模优势显著。
- **经营业绩稳步增长。**跟踪期内，随着物流配送网络的进一步完善，楚昌集团经营规模不断扩大，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。
- **第三方担保。**本期债券由湖北省融资担保集团有限责任公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，进一步增强了本期债券的安全性。

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，公司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。截至目前，公司及一致行动人已质押九州通集团的股权比例仍较高，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期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA⁺主体信用等级，评级展望为稳定，认为本期债券还本付息安全性极高，并维持本期债券 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）

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照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）（以下简称“20 楚昌 01”，债券代码：163506.SH）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据楚昌集团提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对楚昌集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

本期债券于 2020 年 5 月 6 日完成发行，发行规模为 8.00 亿元，债券期限 5（3+1+1）年，票面利率 5.00%，于 2020 年 5 月 12 日起在上海证券交易所上市。在扣除发行费用后，募集资金全部用于偿还该公司债务。

截至目前，该公司已发行尚未到期债务融资工具主要集中于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”，证券代码：600998.SH），主要是 2016 年至今发行的可转换公司债券、中期票据、超短期融资券、资产支持票据和资产支持证券等。其中，将于一年内到期的债务融资工具数量较多，债务余额较大，公司面临的集中兑付压力较大。

图表 1. 公司已发行尚未到期债务融资工具概况

债项名称	当期余额 (亿元)	期限 (天/年)	票面利率 (%)	起息日	到期日期	本息兑 付情况
19 楚 EB01	5.00	3 年	6.50	2019-09-30	2022-09-30	尚未到期
19 楚 EB02	4.97	3 年	6.50	2019-10-16	2022-10-16	尚未到期
20 楚昌 01	8.00	3+1+1 年	5.00	2020-05-06	2025-05-06	尚未到期
九州转债	14.99	6 年	1.60	2016-01-15	2022-01-15	尚未到期
17 九州通 MTN002	9.00	3+N 年	6.00	2017-07-12	2020-07-12	尚未到期
JZT4 优 A	7.00	590 天	5.90	2019-03-20	2020-10-30	尚未到期
JZT4 优 B	2.50	590 天	6.30	2019-03-20	2020-10-30	尚未到期
JZT4 次	0.50	590 天	0.00	2019-03-20	2020-10-30	尚未到期
19 九州通 ABN001 优先 A 级	7.20	270 天	6.00	2019-06-27	2021-03-26	尚未到期
19 九州通 ABN001 优先 B 级	2.00	270 天	6.20	2019-06-27	2021-03-26	尚未到期
19 九州通 ABN001 次级	0.80	270 天	0.00	2019-06-27	2021-03-26	尚未到期
20 九州通（疫情防控债）SCP002	5.00	270 天	3.00	2020-02-07	2020-11-03	尚未到期

债项名称	当期余额 (亿元)	期限 (天/年)	票面利率 (%)	起息日	到期日期	本息兑 付情况
20 九州通（疫情防控债）SCP003	10.00	270 天	2.90	2020-02-12	2020-11-08	尚未到期
20 九州通（疫情防控债）SCP004	5.00	180 天	2.88	2020-02-17	2020-08-15	尚未到期
JZT5 优 A	3.60	654 天	3.60	2020-06-02	2022-03-18	尚未到期
JZT5 优 B	1.15	654 天	4.00	2020-06-02	2022-03-18	尚未到期
JZT5 次	0.25	654 天	0.00	2020-06-02	2022-03-18	尚未到期

资料来源：楚昌集团

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。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需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、

“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，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、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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

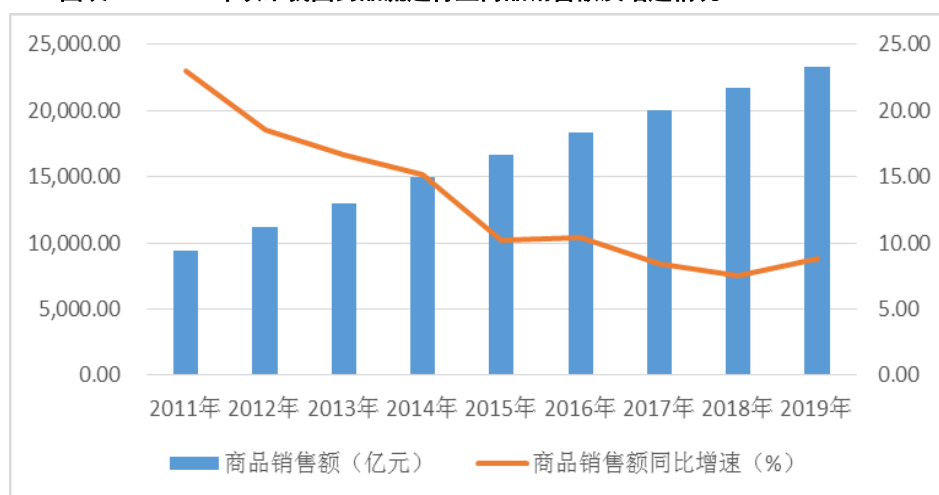
随着国民经济稳中有进，人口城镇化老龄化加速、社会保障水平提高，以及医疗体制改革深入开展，医药产品市场需求将不断提升，有利于药品流通行业健康稳定发展。随着新医改的深入进行，国家出台一系列政策鼓励药品流通行业的整合，全国性和区域性龙头药品流通企业间的强强联合也将加快推动行业协同整合，重塑行业生态链，实现优胜劣汰。2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，药品流通市场波动较大，整体处于下行趋势，因防疫产品需求增加，带动零售市场销售规模有所扩大。

A. 行业概况

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，处于医药产业的中游，在整个产业链中起着承上启下的作用，主要包括药品和医疗器械产品的批发与零售。国家持续加大医疗卫生投入，并建立覆盖城乡居民的基本保障制度，刺激了药品需求大幅增加。随着我国医疗体制改革的深入，药品流通行业保持了良好的发展趋势，全国七大类医药商品销售总额从 2011 年的 9,426 亿元增至 2018 年的 21,688 亿元，年复合增长率为 12.64%。2017 年以来，在“两票制”全面实施的影响下，医院纯销业务得到快速增长，而批发调拨业务大幅减少，使得药品流通行业销售增速有所放缓。

2019 年度，我国药品流通市场规模稳定增长，增速略有回升。据商务部药品流通统计系统数据显示，2019 年度全国七大类医药商品销售总额 23,303 亿元（含税），扣除不可比因素，同比增长 8.87%，增速较同期上升 1.36 个百分点。其中，药品零售市场 4,661 亿元，同比增长 9.85%，增速上升 0.97 个百分点。企业效益方面，全国药品流通直报企业主营业务收入（1,005 家）为 16,967 亿元（不含税），扣除不可比因素，同比增长 9.91%，增速上升 1.40 个百分点；实现利润 303 亿元，扣除不可比因素，同比增长 8.45%，增速下降 0.97 个百分点。

图表 2. 2011 年以来我国药品流通行业商品销售额及增速情况



资料来源：Wind、新世纪评级整理

2020 年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，药品流通市场波动较大，整体处于下行趋势，因防疫产品需求增加，带动零售市场销售规模有所扩大。据商务部药品流通统计系统数据显示，2020 年第一季度全国七大类医药商品销售总额 5,515 亿元（含税），扣除不可比因素，同比下降 8.08%，增速较同期下降 16.71 个百分点。其中，药品零售市场 1,275 亿元，同比增长 9.21%，增速下降 0.49 个百分点。企业效益方面，全国药品流通直报企业主营业务收入（1080 家）为 4100 亿元（不含税），扣除不可比因素，同比下降 6.07%，增速下降 15.79 个百分点；实现利润 66 亿元，扣除不可比因素，同比下降 6.74%，增速下降 15.41 个百分点。就目前情况来看，国内疫情已得到较有效控制，

医疗秩序逐步恢复正常，疫情对药品流通企业后续经营的负面影响较为有限。

在政府加大医药卫生投入和居民健康消费需求升级的背景下，受益于“全民医保”、人口老龄化进程加快、疾病谱变化、慢性病需求增大、人均用药水平提高以及大众消费升级等利好因素，我国药品流通市场规模将持续扩大。同时，以“医药分开”为导向的医改政策给零售业务带来巨大的增量市场。

B. 政策环境

目前，我国药品流通市场呈现出整体分散，趋于集中的竞争格局，随着新医改的深入进行，国家出台一系列政策鼓励药品流通行业的整合。“两票制”、“营改增”、“94 号文”和新版《药品管理法》等政策的推行，将促使行业集中度进一步提升。医改政策有利于解决药品流通行业内企业小、散、低的问题，通过强化管理、规范行为、提高准入门槛等方法，鼓励做强做大，进而推动结构调整。而全国性和区域性龙头药品流通企业间的强强联合也将加快推动行业协同整合，重塑行业生态链，实现优胜劣汰。

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。2016 年 4 月，国家食品药品监督管理总局发布了总局关于整治药品流通领域违法经营行为的公告（2016 年第 94 号），旨在落实党中央、国务院对食品药品监管“四个最严”的要求，进一步整顿和规范药品流通秩序，严厉打击违法经营行为，对药品流通领域违法经营行为开展集中整治。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”减少了药品流通环节，使中间加价透明化，进一步推动降低药品虚高价格。此外，新版《中华人民共和国药品管理法》于 2019 年 12 月 1 日起正式施行，对药品研制、注册、药品上市许可持有人、药品生产和经营、医疗机构药事管理、药品上市后管理、药品价格和广告、药品储备和供应、监督管理和法律责任等方面进行了明确规定。

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，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药品流通行业秩序，对提升行业集中度有积极作用，大型药品流通企业有望受益。

C. 竞争格局/态势

根据国家药品监督管理局发布的《2018 年度药品监管统计年报》，截至 2018 年 11 月末，我国共有药品批发企业 1.4 万家；药品零售连锁企业 5,671 家，下辖门店 25.5 万家，零售单体药店 23.4 万家。

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 家全国性龙头分别为国药控股、华润医药、上海医药和九州通集团，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。根据商务部发布的《药品流通行业运行统计分析报告》，上述 4 家全国性龙头 2017 年度合计主营业务收入占全国医药市场总规模的 37.6%，同比上升 0.2 个百分点；约前 30 家区域龙头企业 2017 年度主营业务收入占全国医药市场总规模的 24.5%，同比下降 0.1 个百分点。

图表 3. 行业内核心样本企业基本数据概览（2019 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	净利润	流动比率	经营性 净现金流
国药控股	4,252.73	8.92	2,697.38	71.40	106.31	1.29	187.77
华润医药	1,804.23	17.15	1,660.74	67.96	46.65	1.18	84.83
上海医药	1,865.66	14.37	1,370.26	63.96	48.31	1.31	60.22
九州通集团	994.97	8.75	711.48	69.12	17.81	1.28	27.68

资料来源：新世纪评级整理

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）药品流通市场竞争明显加剧。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司保持在医药批发领域较强的竞争力，基层医疗机构服

务及配送能力强，通过不断改善整体客户结构并完善物流体系和营销网络建设，医药批发业务规模继续扩大。公司精细化工、水产品加工、农牧和房地产投资等业务的销售收入亦有所增加，但在营收总额中占比仍较低，对公司利润总额的影响有限。2020 年以来，新冠疫情使得防疫相关产品市场需求增加，公司医药零售和医药工业业务均实现了较大增幅。

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，各业务板块由下属子公司负责运营。2017~2019 年度，公司分别实现营业收入 745.79 亿元、892.80 亿元和 1,021.43 亿元，年复合增长率为 17.03%；毛利率分别为 8.55%、8.87%和 8.99%。2020 年第一季度，公司实现营业收入 276.76 亿元，同比增长 9.72%；毛利率为 8.24%，较上年同期上升 0.28 个百分点。跟踪期内，公司营业收入增速高于行业整体增速，毛利率上升主要是受益于销售结构的调整、医院纯销业务等占比提高及物流体系的完善。

该公司通过子公司九州通集团开展的医药批发、医药零售和医药工业等业务是其核心业务。跟踪期内，核心业务占公司营收总额的比重维持在 97% 以上，占公司毛利总额的比重维持在 94% 以上。从收入来源看，公司所处的行业为药品流通行业，主营业务为药品、医疗器械、中药材与中药饮片、食品、保健品等产品的批发，零售连锁，药品生产和研发以及增值服务业务。药品流通行业是连接上游医药生产企业和下游医疗机构、零售终端的重要环节。药品流通企业从上游医药生产企业采购药品，然后再批发给下游的医疗机构、零售药店和下游分销商等，通过交易差价及提供增值服务获取利润。

图表 4. 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	基础运营模式	业务的核心驱动因素
药品流通行业	国内	横向规模化	规模/资本/渠道/管理

资料来源：楚昌集团

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 5. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计	745.79	892.80	1,021.43	276.76	252.24
其中：核心业务营业收入（亿元）	737.26	869.57	992.46	270.72	246.29
在营业收入中所占比重（%）	98.86	97.40	97.16	97.82	97.64
其中：（1）医药批发及相关业务	706.56	834.52	958.31	260.01	238.68
在核心业务收入中所占比重（%）	95.83	95.97	96.56	96.05	96.91
（2）医药零售	18.77	19.60	18.26	6.34	4.47
在核心业务收入中所占比重（%）	2.55	2.25	1.84	2.34	1.81
（3）医药工业	11.94	15.45	15.89	4.36	3.15

主导产品或服务	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
在核心业务收入中所占比重 (%)	1.62	1.78	1.60	1.61	1.28
毛利率 (%)	8.55	8.87	8.99	8.24	7.96
其中：医药批发及相关业务 (%)	7.81	8.05	8.23	7.51	7.41
医药零售 (%)	17.36	18.93	18.23	19.90	17.97
医药工业 (%)	23.78	23.74	22.87	20.64	20.26

资料来源：楚昌集团

A. 医药业务

该公司医药业务包括医药批发及相关业务、医药零售业务和医药工业业务，经营主体九州通集团是我国最大的民营药品流通企业，已建立起全国性的销售网络，物流仓储系统及供应链体系完善，上下游客户合作关系稳定，规模优势显著。目前，公司主要经营的药品、医疗器械等品种品规约 38.69 万个，成为行业内企业经营品种最齐全的企业之一。2017~2019 年度，公司医药业务分别实现销售收入 737.26 亿元、869.57 亿元和 992.46 亿元，年复合增长率为 16.02%。2020 年第一季度，公司医药业务实现销售收入 270.72 亿元，同比增长 9.92%。

跟踪期内，该公司依托完善的医药物流体系和营销网络，通过对现代物流技术和信息技术的运用，加之“分级诊疗”和“两票制”等政策影响，公司不断加大对医院领域以及基层医疗机构的投入，逐步下沉下游渠道，提高终端销售占比，改善整体客户结构，批发业务规模进一步扩大。2019 年及 2020 年第一季度，公司医药批发及相关业务分别实现销售收入 958.31 亿元和 260.01 亿元，分别同比增长 14.83%和 8.94%。

跟踪期内，该公司通过新设和收并购分别完成了山西阳泉、山东潍坊、四川自贡、贵州黔东南、新疆石河子等 8 个地市级物流中心/网点的布点。目前，公司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 104 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 1,069 家零售药店（含加盟店），是全国药品流通企业中营销网络覆盖区域最广的企业之一。

从业务渠道分类来看，该公司医药批发及相关业务渠道主要是医疗机构、零售药店和下游医药批发商。2019 年度，公司医疗机构渠道实现销售收入 359.10 亿元，同比增长 20.77%。其中，医院纯销（二级及以上医院）实现销售收入 217.84 亿元，同比增长 19.73%，主要是公司抢抓机遇拓展医院业务，原有开户医院获得了更多的代理品种使得销售进一步增长，同时公司拓展了新医院开户并形成了新的销售，期末二级及以上医院有效客户达 5,800 余家；二级以下基层医疗机构实现销售收入 141.25 亿元，同比增长 22.41%，主要是受益于分级诊疗政策推进，药品销售渠道下沉的积极影响，该类医疗机构销

售实现快速增长，期末二级以下基层医疗机构有效客户达 107,000 余家。公司零售药店渠道（批发业务）实现销售收入 265.50 亿元，同比增长 17.65%，因“营改增”等政策积极影响，零售药店原有向区域小批发商无票低价采购模式无法持续，进而转向公司采购，使得零售药店客户数量及销售额有所增长。公司对下游医药批发商的销售收入为 316.87 亿元，同比增长 8.06%，增速有所放缓，在公司营收总额中的占比亦有所下降，主要是随着“两票制”的全面实行，该类传统经销业务发展受到影响。

该公司较为重视下游客户的信用管理，构建了信用管理体系，并对应收账款进行定期清理清收。但公司为了进一步扩大市场占有率，增加销售收入，以及公司调整业务结构加大开拓医疗机构市场，应收账款仍有所增长，较大金额的应收账款或会对公司的经营业务带来不利影响。此外，随着“两票制”全面实施，公司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。

医药零售业务是该公司开拓药店终端市场的业务板块，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。跟踪期内，公司继续整合零售连锁资源，打通线上线下业务，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 2019 年末，公司在各地的零售连锁药店共 1,069 家（含加盟店）。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。2019 年及 2020 年第一季度，公司医药零售业务分别实现销售收入 18.26 亿元和 6.34 亿元，分别同比减少 6.85%和同比增长 42.02%。其中，2019 年公司医药零售规模有所下滑，主要是因自营 B2B 调整品种结构，停止部分品牌合作及与平安健康合作项目终止所致；2020 年一季度，该业务收入同比增幅较大，主要新冠疫情促使口罩、消毒液、防疫相关药品零售市场需求大幅增加所致。

此外，该公司还开展医药工业业务，可再细分为化学药和中药两大板块。其中，化学药板块经营主体为北京京丰制药有限公司（以下简称“京丰制药”）及其下属企业，中药板块经营主体为公司于 2019 年设立的九信中药有限公司（以下简称“九信中药”）。目前，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 2019 年末，京丰制药共获得国家药品批准文号 188 个，现主要生产品种包括盐酸二甲双胍片、卡托普利片、头孢呋辛酯片、羟苯磺酸钙胶囊、奋乃静片、盐酸氯丙嗪片等。跟踪期内，京丰制药取得盐酸二甲双胍片（0.25g）一致性评价批件，卡托普利顺利完成生产工艺研究并获得注册受理通知书，头孢呋辛酯片、奋乃静片完成方法学转移，盐酸氯丙嗪片完成了中试试验。九信中药为公司中药产业平台公司，以安心中药为核心，主要产品线为普通饮片、精制饮片、直接口服饮片、毒性饮片、参茸贵细、药食同源等。截至 2019 年末，九信中药共拥有 1 家中药研究院、9 家 GMP 认证饮片企业及 8 个 GAP 基地。2019 年及 2020

年第一季度，公司医药工业业务分别实现销售收入 15.89 亿元和 4.36 亿元，分别同比增长 2.86%和 38.70%。其中，2020 年第一季度该业务收入同比增幅较大，主要新冠疫情带动公司防疫相关产品市场需求增加所致。

B. 精细化工、水产品加工、农牧和房地产投资业务

图表 6. 公司非医药重点业务收入及变化情况

主导产品或服务	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
精细化工业务销售收入（亿元）	4.01	6.82	7.53	2.19	2.44
水产品加工业务销售收入（亿元）	—	4.25	6.65	0.70	0.44
农牧业务销售收入（亿元）	0.31	4.30	8.19	2.04	1.73
房地产投资业务销售收入（亿元）	0.54	5.38	3.22	0.12	0.74
精细化工业务毛利率（%）	30.06	19.50	21.56	18.55	15.22
水产品加工业务毛利率（%）	—	15.66	8.78	2.57	3.00
农牧业务毛利率（%）	-77.60	5.04	10.34	13.65	2.64
房地产投资毛利率（%）	19.32	20.69	23.78	4.17	23.43

资料来源：楚昌集团

该公司非医药行业的主营业务涵盖精细化工、水产品加工、农牧业和房地产投资等业务。2019 年度，公司上述业务合计实现销售收入 25.60 亿元，同比增长 23.27%，占当期营收总额的 2.51%；实现毛利 3.82 亿元，同比增长 14.82%，占当期毛利总额的 4.16%。跟踪期内，上述业务经营规模有所扩大，但占收入和利润总额的比重仍较低，对公司经营业绩影响相对有限。

该公司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¹，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、美国富美实和孟山都做定制加工。2019 年及 2020 年第一季度，公司精细化工业务分别实现销售收入 7.53 亿元和 2.19 亿元，占当期营收总额的比重分别为 0.74%和 0.79%。其中，2020 年第一季度该业务销售收入同比有所减少，主要是受新冠疫情影响，下游客户需求均有不同程度推迟所致。

该公司水产品加工业务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 年纳入合并范围，2019 年及 2020 年第一季度，公司水产品加工业务分别实现销售收入 6.65 亿元和 0.70 亿元，占当期营收总额的比重分别为 0.65%和 0.25%。其中，2020 年第一季度该业务收入占比有所减少，主要是因为一季度通常为水产加工行

¹ 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。

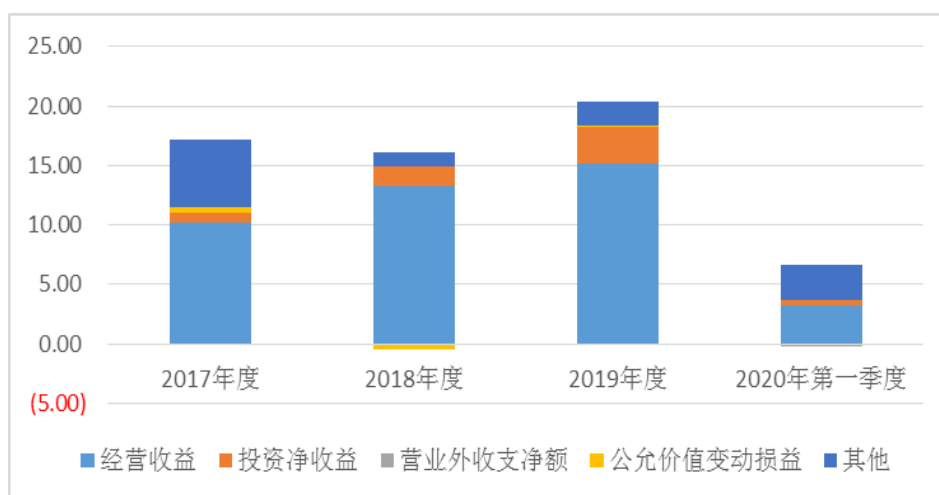
业的淡季所致。

该公司农牧业务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；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 年纳入合并范围，2019 年及 2020 年第一季度，公司农牧业务分别实现销售收入 8.19 亿元和 2.04 亿元，占当期营收总额的比重分别为 0.80%和 0.74%。

该公司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。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。2019 年及 2020 年一季度，公司房地产投资业务分别实现销售收入 3.22 亿元和 0.12 亿元，占当期营收总额的比重分别为 0.32%和 0.04%。其中，2020 年第一季度该业务收入占比有所减少，主要是受新冠疫情影响，当期开盘项目错过春节黄金销售期所致。

（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。2017~2019 年及 2020 年第一季度，公司分别实现利润总额 17.12 亿元、15.56 亿元、20.43 亿元和 6.47 亿元，随着

经营收益的增加，公司利润总额整体呈现上升趋势。

2017~2019 年及 2020 年第一季度，该公司综合毛利率分别为 8.55%、8.87%、8.99%和 8.24%。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。对比其他全国性药品流通企业，公司药品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	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	745.79	892.80	1021.43	276.76
毛利（亿元）	63.80	79.21	91.78	22.81
期间费用率（%）	6.74	6.99	7.10	6.52
其中：财务费用率（%）	1.29	1.46	1.77	1.57
全年利息支出总额（亿元）	9.57	13.14	17.82	0.00
其中：资本化利息数额（亿元）	—	—	—	—

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。2017~2019 年及 2020 年第一季度，公司期间费用合计分别为 50.23 亿元、62.42 亿元、72.53 亿元和 18.05 亿元，期间费用率分别为 6.74%、6.99%、7.10%和 6.52%。公司销售费用从 2017 年的 23.02 亿元增至 2019 年的 32.17 亿元，主要是公司销售规模扩大，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）从 2017 年的 17.56 亿元增至 2019 年的 22.29 亿元，主要是由于职工薪酬增长和运输费用增加所致；财务费用从 2017 年的 9.65 亿元增至 2019 年的 18.07 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²

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.79	1.72	3.04	0.39
其中：权益法核算的长期股权投资收益	0.12	0.44	0.78	0.26
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	0.03	1.06	1.67	0.03
处置可供出售金融资产取得的投资收益	0.17	0.21	—	—
营业外收入（亿元）*	1.03	1.39	2.55	0.39
其中：政府补助*	0.81	1.06	2.05	0.33
核销无法支付的款项	0.15	0.18	0.50	0.06
公允价值变动损益（亿元）	0.51	-0.41	0.02	0.08
其中：所持股票	0.51	-0.41	—	0.01

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。2017~2019 年及 2020 年第一季度，公司分别实现投资收益 0.79 亿元、1.72 亿元、3.04 亿元和 0.39 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 1.03 亿元、1.39 亿元、2.55 亿元和 0.39 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，2017~2019 年度，该公司总资产报酬率分别为 5.24%、4.36%和 5.05%；净资产收益率分别为 8.91%、6.61%和 7.56%，年度间有所波动，公司资产获利能力总体维持在较低水平。

（3）运营规划/经营战略

医药业务是该公司的核心业务，其运营规划和经营战略主要围绕医药业务开展。2020~2022 年是公司新发展战略期，公司制定的发展主题为“做专医药配送、做精产品营销、创新互联网服务、稳健高质量发展”。公司拟立足医药大健康产业，为医疗机构、零售药店、商业批发、生产企业提供专业的医药分销、总代总销、现代物流、信息技术等服务；为消费者提供互联网+健康管理服务；全力推进合伙制，重点发展医院、总代总销、终端电商、器械及中药业务，积极开展三方物流业务；让上下游客户和消费者享有最专业的服务体验；稳健发展，打造国内最具影响力的大健康服务平台。

根据该公司的投融资规划，2020~2022 年度的资本性支出计划分别为

² 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。

16.10 亿元、16.61 亿元和 9.37 亿元，主要是子公司九州通集团对医药物流相关产业的投资、佳瑞米化工 DCTF 扩产项目、氟啶胺项目、DCS 控制危化品库建设以及房地产业务工程款支付等，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。

管理

跟踪期内，信达资管与该公司完成了 14.147 亿元债权转 1 亿股股权事项，上述股权占九州通集团总股本的 5.33%。公司及其一致行动人质押九州通集团股权比例有所下降，但仍需关注其后续的再融资能力及中长期债务融资情况。

跟踪期内，该公司按照相关法律法规的规定，进一步健全了内部控制管理体系，梳理和完善各项规章制度、业务操作流程，并强化执行有效性，确保内部控制能够涵盖公司层面和业务层面的各个环节。

跟踪期内，中国信达资产管理股份有限公司³（以下简称“信达资管”）于 2019 年 10 月通过债权转股权的方式受让该公司及其一致行动人上海弘康、中山广银合计持有的九州通集团 1.00 亿股股票（占公司总股本的 5.33%）。标的股票的协议转让价格依据上海证券交易所协议转让股份相关交易规则规定，经各方友好协商确定，即 14.147 元/股，鉴于信达资管对公司享有合法债权，上述转让价款在交割日抵偿甲方欠付乙方的债务合计 14.147 亿元。

截至 2020 年 5 月 16 日，该公司及其一致行动人合计持有九州通集团股份 9.06 亿股，占九州通集团总股本的 48.26%。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 4.96 亿股，占公司及其一致行动人所持九州通集团股份总数的 54.98%。公司及其一致行动人所持九州通集团股权质押比例有所下降，但仍需关注其后续的再融资能力及中长期债务融资情况。

跟踪期内，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。2019 年度，公司向关联方采购商品支付的金额为 8.54 亿元，占公司营业成本的比重为 0.92%；向关联方销售商品 5.40 亿元，占公司营业收入的比重为 0.53%。此外，公司与关联企业存在较大金额的资金往来⁴，存在一定的资金回笼风险，同时影响其运营效率。截至 2019 年末，公司应收关联方款项合计 16.64 亿元，主要是中山广银等关联方对公司资金占用规模较大；应付关联方

³ 2018 年 10 月 18 日，该公司与信达资管签订了《债务重组合同》，引入战略投资者进行债务重组暨债权转股权，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。本次债务重组于 2018 年 12 月 22 日实施完成，信达资管依据合同约定分批支付债权收购款，相关各方已履行审批手续。

⁴ 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。

款项合计 0.53 亿元。

图表 10. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

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	2020/4/7	无	无	无	无法提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2020/6/18	不涉及	正常	正常	无法提供
重大诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台/公司情况说明	2020/6/18	无	有	有	无法提供
工商	国家企业信用信息公示系统	2020/6/18	不涉及	无	无	无法提供
质量	公开信息	2020/6/18	不涉及	无	无	无法提供
安全	公开信息	2020/6/18	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

跟踪期内，该公司各项业务持续发展、业务规模不断扩大。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。销售规模使得资金需求相应增加，公司债务规模随之增大，财务杠杆仍处于较高水平。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。

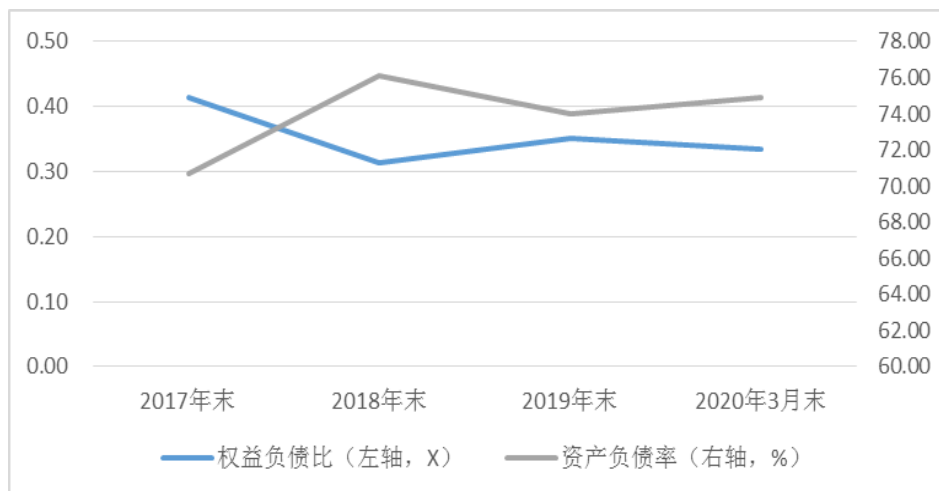
1. 数据与调整

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年至 2019 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 2020 年第一季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。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 11. 公司财务杠杆水平变动趋势

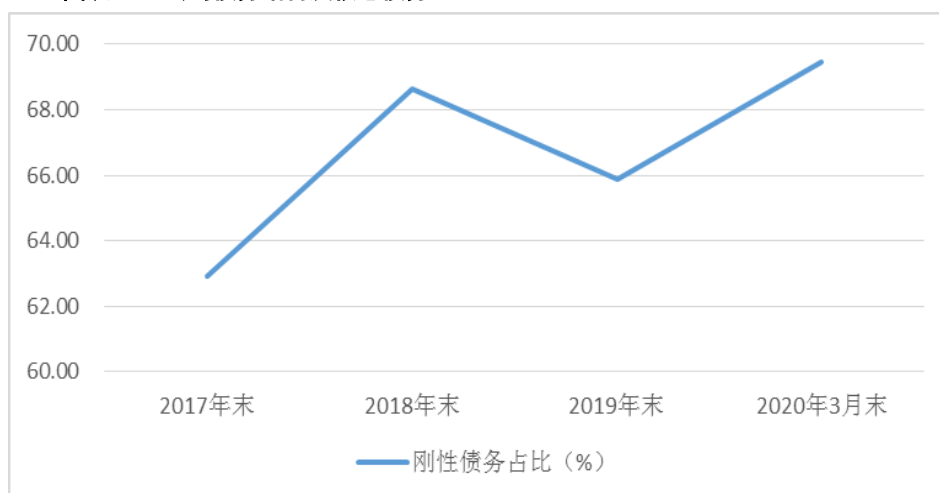


资料来源：根据楚昌集团所提供数据绘制

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。2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司负债总额分别为 409.68 亿元、560.53 亿元、576.06 亿元和 588.92 亿元；得益于权益资本持续增长，公司财务杠杆尚维持在一定水平，同期末资产负债率分别为 70.67%、76.11%、74.02%和 74.91%，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 12. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
刚性债务（亿元）	178.58	204.67	257.77	384.73	379.61	409.19
应付账款（亿元）	63.40	75.27	100.68	110.25	126.40	123.21
预收账款（亿元）	5.34	8.03	10.74	12.39	13.56	6.95
其他应付款（亿元）	17.95	22.75	31.90	42.82	44.29	37.98
刚性债务占比（%）	66.42	64.83	62.92	68.64	65.90	69.48
应付账款占比（%）	23.58	23.84	24.58	19.67	21.94	20.92
预收账款占比（%）	1.99	2.54	2.62	2.21	2.35	1.18
其他应付款占比（%）	6.68	7.20	7.79	7.64	7.69	6.45

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。2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司刚性债务占负债总额的比重分别为 62.92%、68.64%、65.90%和 69.48%，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 100.68 亿元、110.25 亿元、126.40 亿元和 123.21 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 31.90 亿元、42.82 亿元、44.29 亿元和 37.98 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 13. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	162.58	186.35	212.99	341.37	334.28	362.43
其中：短期借款	81.22	62.91	109.31	140.12	133.61	162.60
一年内到期非流动负债	4.00	16.00	—	14.93	20.08	20.13
应付票据	57.78	88.29	92.34	148.23	158.56	139.81
其他短期刚性债务	19.58	19.16	11.29	38.09	10.13	28.00
中长期刚性债务合计	16.00	18.32	45.09	43.76	45.34	46.76
其中：长期借款	—	6.06	32.28	30.45	31.55	32.88
应付债券	16.00	12.26	12.81	13.31	13.79	13.88
综合融资成本（年化，%）	5.58	7.42	5.83	5.51	8.67	6.97

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

2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司刚性债务总额分别为 258.08 亿元、385.12 亿元、379.61 亿元和 409.19 亿元，且债务期限相对集中在一年

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 2020 年 3 月末，公司短期借款余额为 162.60 亿元，较期初增加 21.69%，主要是公司业务规模较大，所需营运资金亦较多；应付票据 139.81 亿元，主要是公司经营规模较大采购量持续增加所致；其他短期刚性债务 28.00 亿元，主要是子公司九州通集团于发行的超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 2020 年 3 月末的银行借款融资成本相对集中在 3~7%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较大。

图表 14. 公司 2020 年 3 月末银行借款综合融资成本/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	36.79	14.41	0.86	—	—
3%~4%（不含 4%）	65.92	1.30	—	—	—
4%~5%（不含 5%）	50.79	—	6.00	4.50	5.00
5%~6%（不含 6%）	12.10	1.56	—	0.45	1.00
6%~7%（不含 7%）	18.19	—	10.09	—	—
7%及以上	18.49	—	—	—	2.13
合计	202.27	17.27	16.94	4.95	8.13

资料来源：楚昌集团

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 15. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
营业周期（天）	125.93	112.59	121.56	135.07	141.10	—
营业收入现金率（%）	115.24	108.63	110.92	107.83	109.73	102.72
业务现金收支净额（亿元）	32.88	38.73	29.29	59.94	96.32	-5.52
其他因素现金收支净额（亿元）	-29.69	-37.14	-38.59	-49.57	-67.20	-20.57
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	3.19	1.59	-9.29	10.36	29.12	-26.09
EBITDA（亿元）	17.79	23.98	30.75	33.61	44.21	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.10	0.12	0.13	0.10	0.12	—
EBITDA/利息支出（倍）	2.49	2.66	3.28	2.56	2.48	—

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，横向比较其经营获现情况在同业中尚属稳定。2017~2019 年度，公司营业收入现金率分别为 110.92%、107.83%和 109.73%。

同期，公司业务现金收支净额分别为 29.29 亿元、59.94 亿元和 96.32 亿元；经营活动产生的现金流量净额分别为-9.29 亿元、10.36 亿元和 29.12 亿元。公司经营活动净现金流受销售回款状况影响波动较大，2019 年由于公司加强医院客户的销售回款，控制账期较长医院客户的销售，当期经营活动净现金流入规模大幅增长。2020 年一季度，公司经营活动现金净流出 26.09 亿元，主要是受回款周期影响所致。

2017~2019 年，该公司 EBITDA 对利息支出的保障倍数分别为 3.28 倍、2.56 倍和 2.48 倍；EBITDA 对刚性债务的保障倍数分别为 0.13 倍、0.10 倍和 0.12 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 16. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-16.49	-4.45	-4.77	-1.50	1.38	-1.42
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	-11.10	-11.69	-11.31	-14.04	-12.45	-2.46
其他因素对投资环节现金流量影响净额	2.00	-1.21	-18.04	2.29	2.83	-3.10
投资环节产生的现金流量净额	-25.59	-17.35	-34.12	-13.24	-7.74	-6.98

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。2017~2019 年及 2020 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-34.12 亿元、-13.24 亿元、-7.74 亿元和-6.98 亿元。跟踪期内，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 17. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
权益类净融资额	12.49	16.21	44.02	7.82	13.23	0.69
债务类净融资额	14.89	-47.93	-7.17	-24.36	-32.68	30.04
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	12.22	-30.09	35.59	22.44	-25.87	-0.11
筹资环节产生的现金流量净额	39.61	-0.51	74.77	33.98	-23.84	-2.44

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理

在筹资活动方面，2017~2019 年及 2020 年第一季度，该公司筹资活动产

生的现金流量净额分别为 74.77 亿元、33.98 亿元、-23.84 亿元和-2.44 亿元，其中 2019 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 18. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	301.93	350.13	476.01	618.75	639.17	644.36
	83.17	81.09	82.11	84.02	82.13	81.97
其中：货币资金（亿元）	63.56	53.87	88.20	140.98	125.12	119.58
应收账款（亿元）	78.27	91.65	141.54	208.32	244.76	257.66
其他应收款（亿元）	38.53	45.07	63.05	61.26	71.99	62.88
存货（亿元）	86.40	110.04	130.97	152.34	154.04	159.89
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	61.09	81.66	103.68	117.72	139.10	141.76
	16.83	18.91	17.89	15.98	17.87	18.03
其中：可供出售金融资产（亿元）	6.03	11.74	15.40	10.64	11.59	11.59
固定资产（亿元）	29.99	38.52	47.36	55.75	60.11	59.93
在建工程（亿元）	7.64	8.73	9.45	11.68	12.59	13.55
无形资产（亿元）	9.06	10.63	11.96	13.80	22.99	23.29
期末全部受限资产账面金额（亿元）	33.33	39.23	41.10	65.84	76.26	74.34
期末抵押融资余额（亿元）	22.67	32.63	61.95	83.46	56.09	62.50
受限资产账面余额/总资产（%）	9.14	9.09	7.09	8.94	9.80	9.46

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

2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司资产总额分别为 579.70 亿元、736.47 亿元、778.26 亿元和 786.12 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 476.01 亿元、618.75 亿元、639.17 亿元和 644.36 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。2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司货币资金分别为 88.20 亿元、140.98 亿元、125.12 亿元和 119.58 亿元⁵，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

⁵ 截至2020年3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57.53亿元。

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 158.33 亿元、222.31 亿元、246.61 亿元和 259.26 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，2019 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，且公司对县级以上医疗机构、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 28.95 亿元、39.30 亿元、32.37 亿元和 31.10 亿元，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 63.05 亿元、61.26 亿元、71.99 亿元和 62.88 亿元，其中 2019 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 130.97 亿元、152.34 亿元、154.04 亿元和 159.89 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。2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司可供出售金融资产分别为 15.40 亿元、10.64 亿元、11.59 亿元和 11.59 亿元，主要是持有的权益类金融工具等；固定资产分别为 47.36 亿元、55.75 亿元、60.11 亿元和 59.93 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 9.45 亿元、11.68 亿元、12.59 亿元和 13.54 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 11.96 亿元、13.80 亿元、22.99 亿元和 23.29 亿元，主要是土地使用权和软件等，其中 2019 年增幅较大，主要是九州通健康城项目部分房产用途为自用，该部分土地使用权转入所致。

5. 流动性/短期因素

图表 19. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	120.02	118.67	131.96	120.79	121.68	120.02
速动比率 (%)	76.42	73.00	87.63	83.38	86.19	84.44
现金比率 (%)	28.66	26.22	30.04	30.02	24.52	23.53

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。2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司流动比率分别为 131.96%、120.79%、121.68%和 120.02%；现金比率分别为 30.04%、30.02%、24.52%和 23.53%。

6. 表外事项

截至 2020 年 3 月末，该公司有包括河北九州通医院管理有限公司在内的共计 152 家子公司，已办理工商登记但尚未缴足的注册资本金额 26.42 亿元。

截至 2020 年 3 月末，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 1.24 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 2020 年 3 月末，公司本部资产总额为 60.21 亿元，所有者权益 1.90 亿元；2020 年第一季度，公司本部实现营业收入 0.06 亿元，净利润-0.78 亿元，主要受新冠疫情影响业务无法正常开展所致。

截至 2020 年 3 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 15.25 亿元，一年内到期非流动负债 5.00 亿元，长期借款 16.06 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

截至 2020 年 3 月末，该公司获得的银行授信总额为 499.17 亿元，已使用的额度为 327.60 亿元，尚未使用的授信额度为 171.57 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 117.88 亿元，尚未使用的额度为 32.22 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 20. 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）	499.17	499.17	327.60	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	117.88	117.88	85.66	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	23.62%	23.62%	26.15%	—	—

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理（截至 2020 年 3 月末）

附带特定条款的债项跟踪分析

本期债券由湖北省融资担保集团有限责任公司（原名湖北省担保集团有限责任公司、湖北中企投资担保有限公司，以下简称“湖北省担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。湖北省担保成立于 2005 年 2 月，初始

注册资本 7,100 万元，是由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，以下简称“湖北中经投”）和湖北融汇投资担保集团有限公司（以下简称“融汇担保”）共同设立的国有省级担保机构，其出资比例分别为 98.59%和 1.41%。后经多次增资及股权变更，2016 年末湖北省担保注册资本增至 50 亿元，湖北中经投和融汇担保的持股比例分别为 99.98%和 0.02%。2019 年，湖北省担保引入战略投资者中国农发重点建设基金有限公司⁶（以下简称“农发基金”），注册资本增至 75 亿元，由湖北中经投和农发基金分别持股 66.65%和 33.35%，最终控制方仍为湖北省联投控股有限公司，实际控制人为湖北省人民政府国有资产监督管理委员会。

截至 2018 年末，湖北省担保经审计的合并口径资产总额为 83.18 亿元，净资产为 72.09 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 72.09 亿元；当年实现营业收入 6.86 亿元，净利润 4.76 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 4.76 亿元。当年末，公司直保业务在保责任余额为 153.77 亿元，再担保业务在保责任余额为 0.08 亿元，委托贷款、信托计划和应收融资租赁款余额分别为 15.78 亿元、32.90 亿元和 3.01 亿元。

截至 2019 年 9 月末，湖北省担保经审计的合并口径资产总额为 122.60 亿元，净资产为 102.74 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 100.74 亿元；2019 年前三季度实现营业收入 2.35 亿元，净利润 3.65 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 3.65 亿元。

湖北省担保的业务范围包括债券担保和贷款担保等融资担保、避险策略基金担保和诉讼保全等非融资担保、存量再担保业务的管理、债权投资以及融资租赁等。其中债权投资和融资租赁业务系分别由子公司湖北省中经贸易有限公司和湖北省融资租赁有限责任公司开展。近年来，随着资本实力的增强，湖北省担保着力拓展债券担保业务，以湖北和湖南地区的城投平台客户为主，也涉及部分资产证券化产品担保。湖北省担保的间接融资担保业务以期限较短的银行借款担保和信托计划担保为主，行业分布较广，其中以商务服务业和房地产业占比较高；非融资担保和再担保业务规模已压缩至较低水平。总体来看，湖北省担保目前担保放大倍数较低，但在保行业及区域集中度均较高。债权投资方面，湖北省担保依托多年经营积累的客户资源，选择武汉市信誉相对良好的房地产企业作为标的，发放委托贷款或投资信托计划，相关业务风险把控情况需持续关注。随着近两年来融资担保行业监管政策的出台以及农发基金的战略入股，湖北省担保的担保和投资业务或面临一定的转型压力。

整体来看，湖北省担保提供的担保进一步增强了本期债券的安全性。

⁶ 农发基金成立于 2015 年，注册资本 500 亿元，系中国农业发展银行旗下，经国家发改委审批的重点领域建设项目基金。该基金按照“保本经营”原则合理确定具体项目的投资收益率，为重点项目提供低成本、中长期的资本金支持。

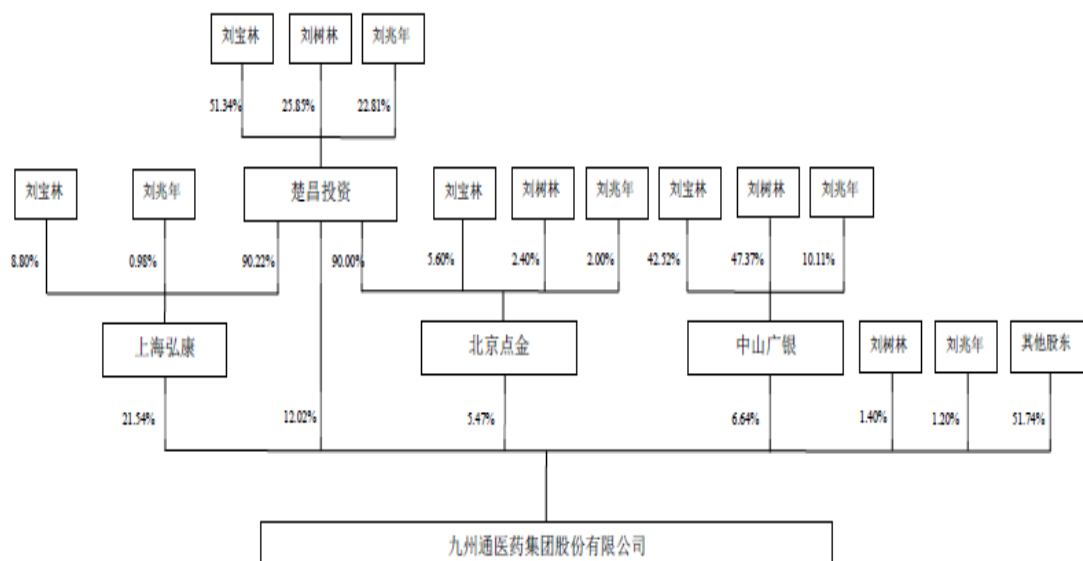
跟踪评级结论

跟踪期内，信达资管与该公司完成了 14.147 亿元债权转 1 亿股股权事项，上述股权占九州通集团总股本的 5.33%。公司及其一致行动人质押九州通集团股权比例有所下降，但仍需关注其后续的再融资能力及中长期债务融资情况。

跟踪期内，该公司保持在医药批发领域较强的竞争力，基层医疗机构服务及配送能力强，通过不断改善整体客户结构并完善物流体系和营销网络建设，医药批发业务规模继续扩大。公司精细化工、水产品加工、农牧和房地产投资等业务的销售收入亦有所增加，但在营收总额中占比仍较低，对公司利润总额的影响有限。2020 年以来，新冠疫情使得防疫相关产品市场需求增加，公司医药零售和医药工业业务均实现了较大增幅。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。销售规模使得资金需求相应增加，公司债务规模随之增大，财务杠杆仍处于较高水平。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。

附录一：

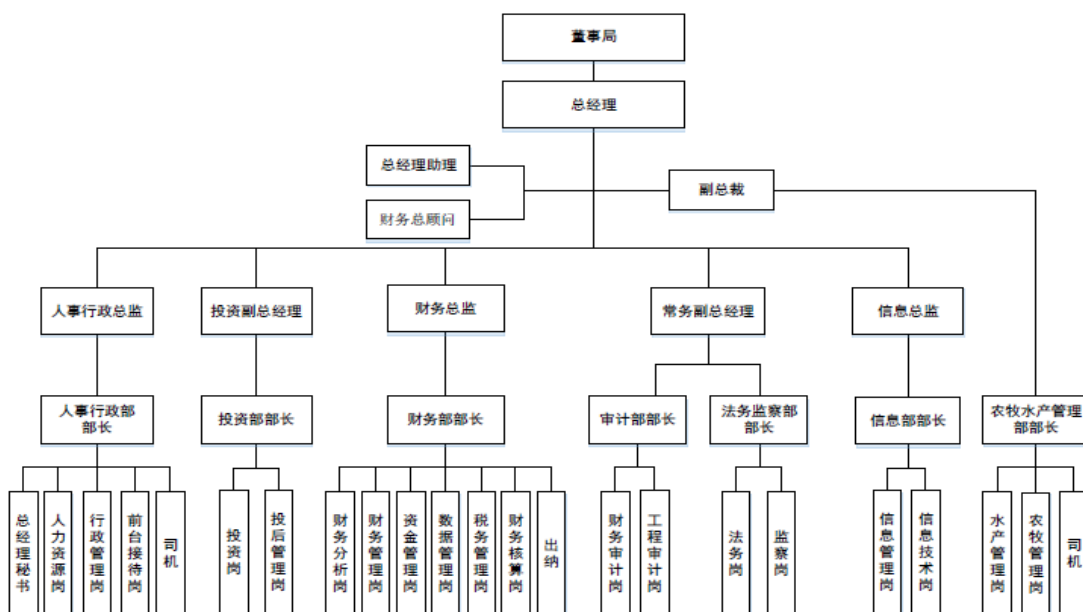
公司与实际控制人关系图



注：根据楚昌集团提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

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 2020 年 3 月末）

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	2019 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	46.54	61.11	2.67	2.45	-0.71	5.60	
九州通医药集团股份有限公司	九州通集团	核心子公司	39.03	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	314.65	219.68	994.97	17.81	27.68	40.95	直接持股 12.02%，间接持股 27.01%
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	7.92	52.38	2.43	-1.37	-0.10	2.18	
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	5.97	14.18	0.02	-1.21	0.13	-0.71	
洪湖市浪打浪水产食品有限公司	洪湖浪打浪	一级子公司	73.49	水产品研发、生产、销售	0.00	1.65	0.00	0.00	-0.48	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	0.01	-0.19	6.65	-0.23	0.55	0.01	
甘肃顶乐农牧有限责任公司	顶乐农牧	一级子公司	61.92	畜禽的饲养、批发、销售	2.63	1.80	8.19	-0.13	0.05	0.26	
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	0.76	1.05	0.80	0.15	-0.08	0.15	
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	0.00	0.01	0.00	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	0.00	0.09	0.01	0.00	0.00	0.00	
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	53.33	股权类投资、咨询服务	0.00	0.75	0.00	0.00	0.00	0.00	
江苏水上森林健康产业投资有限公司	水上森林	一级子公司	100	主业投资	0.00	0.32	0.00	0.00	0.00	0.00	
大连九信精细化工有限公司	九信精细	一级子公司	100.00	化工生产	2.44	3.68	7.53	0.55	-2.04	0.69	

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2019 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	
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	0.00	0.51	0.02	0.01	-0.52	0.01	

注：根据楚昌集团 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理

附录四：
主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
资产总额[亿元]	579.70	736.47	778.26	786.12
货币资金[亿元]	88.20	140.98	125.12	119.58
刚性债务[亿元]	258.08	385.12	379.61	409.19
所有者权益[亿元]	170.01	175.94	202.21	197.21
营业收入[亿元]	745.79	892.80	1,021.43	276.76
净利润[亿元]	12.75	11.43	14.29	4.95
EBITDA[亿元]	30.75	33.61	44.21	—
经营性现金净流入量[亿元]	-9.29	10.36	29.12	-26.09
投资性现金净流入量[亿元]	-34.12	-13.24	-7.74	-6.98
资产负债率[%]	70.67	76.11	74.02	74.91
权益资本与刚性债务比率[%]	65.88	45.68	53.27	48.19
流动比率[%]	131.96	120.79	121.68	120.02
现金比率[%]	30.04	30.02	24.52	23.53
利息保障倍数[倍]	2.83	2.18	2.15	—
担保比率[%]	0.18	0.17	—	—
营业周期[天]	121.56	135.07	141.10	—
毛利率[%]	8.55	8.87	8.99	8.24
营业利润率[%]	2.31	1.75	1.99	2.42
总资产报酬率[%]	5.24	4.36	5.05	—
净资产收益率[%]	8.91	6.61	7.56	—
净资产收益率*[%]	11.63	7.47	6.44	—
营业收入现金率[%]	110.92	107.83	109.73	102.72
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-2.83	2.37	5.61	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-11.97	-0.59	3.76	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.28	2.56	2.48	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.10	0.12	—

注：表中数据依据楚昌集团经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、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(%)=期末未清偿担保余额/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：
湖北省担保主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 前三季度
实收资本（亿元）	50.00	50.00	50.00	75.00
股东权益（亿元）	60.60	67.58	72.09	102.74
总资产（亿元）	79.16	87.44	83.18	122.60
货币资金（亿元）	46.14	27.98	28.96	54.73
风险准备金（亿元）	3.12	4.54	3.59	3.59
营业收入（亿元）	4.85	13.22	6.86	2.35
担保业务收入（亿元）	1.99	2.34	1.91	0.73
营业利润（亿元）	3.98	9.34	6.36	4.93
净利润（亿元）	3.42	7.00	4.76	3.65
平均资本回报率（%）	6.95	10.91	6.82	—
风险准备金充足率（%）	1.67	2.00	2.14	1.57
担保放大倍数（倍）	3.07	3.36	2.13	2.09
直保发生额（亿元）	170.60	148.04	11.31	99.33
再担保发生额（亿元）	0.50	—	0.08	0.38
直保责任余额(亿元)	185.35	226.94	153.77	193.59
再担保责任余额（亿元）	0.93	0.09	0.08	0.35
累计担保代偿率（%）	1.23	1.26	1.02	1.19
累计代偿回收率（%）	17.91	37.70	61.30	48.06
累计代偿损失率（%）	0.00	0.00	0.00	—

注 1：根据湖北省担保经审计的 2016~2018 年和未经审计的 2019 年前三季度财务数据以及相关期间业务数据整理计算；

注 2：担保放大倍数由湖北省担保计算并提供。

指标计算公式

指标名称	计算公式
平均资本回报率	净利润/[（上期末股东权益+本期末股东权益）/2] ×100%
风险准备金充足率	担保风险准备金/期末担保余额×100%
累计担保代偿率	近三年累计代偿金额/近三年累计解除担保金额×100%
累计代偿回收率	近三年累计代偿回收金额/近三年累计代偿金额×100%
累计代偿损失率	近三年累计代偿损失金额/近三年累计代偿金额×100%

注：上述指标计算以担保方合并财务报表数据为准。

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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。