

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(2021)100158】

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/2021 年 6 月 8 日

前次跟踪： 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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 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	5.47	0.07	0.54	2.12
刚性债务	52.92	46.54	51.50	54.06
所有者权益	0.28	2.68	0.21	0.12
经营性现金净流入量	0.19	-0.71	-0.42	-0.26
合并口径数据及指标：				
总资产	736.47	778.26	892.89	908.04
总负债	560.53	576.06	645.95	656.17
刚性债务	385.12	379.61	423.34	424.29
所有者权益	175.94	202.21	246.94	251.86
营业收入	892.80	1021.43	1131.98	331.90
净利润	11.43	14.29	41.46	5.84
经营性现金净流入量	10.36	29.12	31.71	-23.79
EBITDA	33.61	44.21	74.64	—
资产负债率[%]	76.11	74.02	72.34	72.26
权益资本与刚性债务 比率[%]	45.68	53.27	58.33	59.36
流动比率[%]	120.79	121.68	126.30	122.93
现金比率[%]	30.02	24.52	29.70	23.81
利息保障倍数[倍]	2.18	2.15	4.55	—
净资产收益率[%]	6.61	7.56	18.46	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	2.37	5.61	5.77	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-0.59	3.76	3.93	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.56	2.48	4.94	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.12	0.19	—
担保方数据（合并口径）				
总资产	83.18	134.28	145.76	—
直保发生额（亿元）	11.31	173.81	363.60	—
担保放大倍数（倍）	2.13	2.58	4.65	—

注：根据楚昌集团经审计的 2018~2020 年及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。担保方数据根据湖北省担保经审计的 2018~2020 年度财务数据整理、计算。

分析师

李一 liyi@shxsj.com
黄梦姣 hmj@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，规模优势较显著。
- **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。
- **湖北省担保信用增进。**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。
- **公司本部债务负担较重，面临偿债压力。**楚昌集团的核心资产集中在上市公司九州通，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的股权比例仍较高，公司对其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，其中将于一年内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 2020 年财务报表、未经审计的 2021 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 2021 年 5 月 17 日，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”，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、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（截至 2021 年 5 月 17 日）

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	到期日期	本息兑付 情况
19 楚 EB01	5.00	3 年	6.50	2019 年 9 月	2022 年 9 月	尚未到期
19 楚 EB02	4.97	3 年	6.50	2019 年 10 月	2022 年 10 月	尚未到期
20 楚昌 01	8.00	3+1+1 年	5.00	2020 年 5 月	2023 年 5 月	尚未到期
九州转债	15.00	6 年	1.60	2016 年 1 月	2022 年 1 月	尚未到期
JZT5 优 A	3.60	654 天	3.60	2020 年 6 月	2022 年 3 月	尚未到期
JZT5 优 B	1.15	654 天	4.00	2020 年 6 月	2022 年 3 月	尚未到期
JZT5 次	0.25	654 天	0.00	2020 年 6 月	2022 年 3 月	尚未到期
20 九州通 MTN001	2.00	3+3+N 年	6.00	2020 年 12 月	2023 年 12 月	尚未到期
21 九州通 ABN001 优先 A	7.20	670 天	4.95	2021 年 1 月	2022 年 11 月	尚未到期
21 九州通 ABN001 优先 B	2.30	670 天	5.36	2021 年 1 月	2022 年 11 月	尚未到期
21 九州通 ABN001 次	0.50	670 天	0.00	2021 年 1 月	2022 年 11 月	尚未到期

资料来源：楚昌集团

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规

模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

（2）行业因素

近年来，国家陆续推行“两票制”、“营改增”、“带量采购”、新版 GSP 等政策，客观上推动了药品流通行业结构调整，提升了行业的集中度。2020 年初，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。随着国内疫情得到有效控制，企业陆续复工复产，医疗秩序逐步恢复正常，全年医药商品销售总额得以实现增长，但增速大幅放缓。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，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药品零售业务带来巨大的增量市场。

A. 行业概况

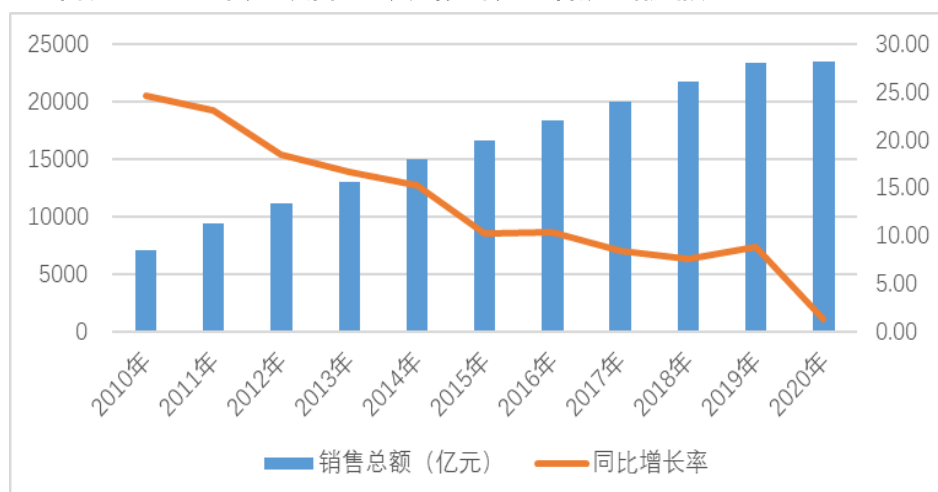
药品流通行业是连接上游医药生产企业和下游医疗机构、零售终端的重要环节。药品流通企业从上游医药生产企业采购药品，然后再批发给下游的

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。药品流通企业通过规模化、专业化、现代化的物流配送体系，可以大大降低药品流通环节的成本，提高了流通效率，保障了人民的用药需求，有着巨大的社会效益。随着我国药品流通体制改革的深入，药品流通行业发展势头良好。特别是近十年来，国家加大医疗卫生投入和建立覆盖城乡居民的基本保障制度刺激了市场需求增长。两票制、带量采购等医药政策相继落地实施，互联网信息技术发展带来的居民消费习惯转变，政策与技术双向驱动，药品流通行业呈现集中度提升、渠道下沉、供应链数字化的趋势。

由于人口增长，老龄化进程加快，医保体系不断健全，居民支付能力增强，人民群众日益提升的健康需求逐步得到释放，我国已成为全球药品消费增速最快的地区之一。根据国家统计局公布数据，2015~2020 年我国居民人均医疗保健消费支出由 1,165 元增至 1,843 元，医疗保健支出占居民人均消费支出的比重由 7.4%提升至 8.7%。根据国家药品监督管理局南方医药经济研究所统计公布数据（米内网），2019 年我国三大终端六大市场（不含民营医院、私人诊所、村卫生室）药品销售额实现 17,955 亿元，同比增长 4.8%；2020 年度受疫情影响，三大终端六大市场同比下降 8.5%。

2020 年初，受新冠肺炎疫情影响，我国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。随着国内疫情得到有效控制，企业陆续复工复产，医疗秩序逐步恢复正常，全年药品流通市场销售相对于第一季度持续好转。根据商务部药品流通统计系统数据显示，2020 年全国七大类医药商品销售总额 23,532 亿元（含税），扣除不可比因素，同比增长 1.20%，增速较同期下降 7.67 个百分点，其中药品零售市场 5,128 亿元，同比增长 11.57%，增速较同期上升 1.72 个百分点。

图表 2. 2010 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

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。随着“两票制”、“零差率”、“药占比”等政策推进，二级以上医疗

机构的用药增速呈下降趋势，自费用药处方流向药店；随着分级诊疗、“互联网+医疗”政策的实施，使数量庞大的多发病、慢性病患者群体将逐渐下沉到基层医疗机构；随着“带量采购”等政策实施，基层医疗机构与二级以上医疗机构的用药目录打通以后，原来在二级以上医疗机构销售良好的落标品种开始流向 OTC 市场，从而加速了整体市场的格局改变。

就目前情况来看，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

近年来，国家陆续推行“两票制”、“营改增”、“带量采购”、新版《药品经营质量管理规范》（GSP）等政策，客观上推动了行业结构调整，提升了行业的集中度。药品流通市场并购重组加速，全国性企业并购区域龙头企业以扩大规模、提升市场份额，区域龙头企业强强联合以实现优势互补。

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。

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。

2020 年初，爆发全球性新冠肺炎疫情，互联网医疗在减少人群聚集、避免交叉感染、缓解实体医院压力等方面优势凸显。国家发改委、卫健委、医保局等多部门相继发文肯定并鼓励发挥互联网医疗的作用，有条件地将医保纳入线上医疗服务，推动药品流通行业与互联网逐步走向深度融合。

2021 年 3 月，国家完成第四批全国药品集中采购招标。近两年，前三批带量采购在各省相继落地，有效降低了患者负担，提高了群众用药的可及性；同时也促使仿制药质量提升，驱动创新药研发。大型医药流通企业凭借物流网络布局广、集约化程度高等优势，成为生产企业优先选定的配送商，这将促使流通渠道更加多元化、扁平化，进一步提升行业集中度，重塑医药流通终端市场格局。

未来，在政策驱动下药品流通市场竞争将更加激烈，行业内企业的两极分化或将日益明显。大型药品流通企业占行业整体业务量的比重有望逐年提升，业务增速将高于行业平均水平；规模小、渠道单一的药品流通企业将难

以为继。各项医改政策推行均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

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。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。

根据国家药品监督管理局于 2021 年 4 月发布的《药品监管管理统计年度报告（2020 年）》，截至 2020 年末，我国共有《药品经营许可证》持证企业 57.33 万家。其中，零售药店 24.10 万家，占经营企业数量的 42.03%；零售连锁企业和门店数量 31.92 万家，占比 55.68%；批发企业 1.31 万家，占比 2.29%。

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，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。九州通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，规模优势较显著。

图表 3. 行业内核心样本企业基本数据概览（2020 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	4,564.15	8.83	3,112.37	71.10	71.87	1.31	111.55
华润医药	2,004.23	16.11	2,093.72	61.78	32.97	1.20	82.06
上海医药	1,919.09	14.03	1,491.86	63.31	44.96	1.22	68.45
九州通	1,108.60	8.76	808.24	68.31	30.75	1.29	34.44

资料来源：新世纪评级整理

2020 年，我国药品流通直报企业主营业务收入为 17,493 亿元（不含税），扣除不可比因素，同比增长 1.49%，增速较同期下降 8.42 个百分点；实现利润 321 亿元，扣除不可比因素，同比增长 5.44%，增速下降 3.01 个百分点；平均毛利率约为 8.44%，同比下降 0.14 个百分点；平均费用率为 6.72%，同比下降 0.13 个百分点；平均利润率为 1.83%，同比上升 0.04 个百分点。

D. 风险关注

药品流通行业风险主要来自：（1）多项医改政策持续出台，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）作为资金密集型的行业，药品流通企业面临一定的资金流动性风险；（4）国内药品流通市场竞争明显加剧。

2. 业务运营

该公司是投资控股型集团企业，主要通过下属子公司开展各类经营性业务。跟踪期内，子公司九州通继续加大对信息技术和物流技术方面的投入，加强县域商业、百强连锁战略合作，保持了在药品流通领域的竞争优势。随着国内疫情得到有效控制，跟踪期内公司医药业务均实现了平稳增长；精细化工、水产品加工和房地产投资等业务因疫情产生的不利影响，销售收入有所下降，但其在营收总额中占比较低，对利润总额的影响较为有限。

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，各业务板块由下属子公司负责运营。2018~2020 年度，公司分别实现营业收入 892.80 亿元、1,021.43 亿元和 1,131.98 亿元，年复合增长率为 12.60%；毛利率分别为 8.87%、8.99% 和 9.08%。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仍维持在 97% 以上，占公司毛利总额的比重维持在 94% 左右。从收入构成看，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。

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
营业收入合计	892.80	1,021.43	1,131.98	331.90	276.76
其中：核心业务营业收入（亿元）	869.57	992.46	1,104.91	325.54	270.72
在营业收入中所占比重（%）	97.40	97.16	97.61	98.09	97.82
其中：（1）医药批发及相关业务	834.52	958.31	1,067.44	315.28	260.01
在核心业务收入中所占比重（%）	95.97	96.56	96.61	96.85	96.05
（2）医药零售	19.60	18.26	20.31	5.74	6.34
在核心业务收入中所占比重（%）	2.25	1.84	1.84	1.76	2.34
（3）医药工业	15.45	15.89	17.16	4.52	4.36
在核心业务收入中所占比重（%）	1.78	1.60	1.55	1.39	1.61
毛利率（%）	8.87	8.99	9.08	8.02	8.24

主导产品或服务	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
其中：医药批发及相关业务（%）	8.05	8.23	8.24	7.20	7.51
医药零售（%）	18.93	18.23	26.17	19.83	19.90
医药工业（%）	23.74	22.87	26.38	29.76	20.64

资料来源：楚昌集团

A. 医药业务

该公司医药业务涵盖了药品流通、物流服务及医疗健康等行业，经营主体九州通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，规模优势较显著。

目前，九州通已在全国完成了 31 个省级大型医药物流中心、106 个地市级中小型医药物流中心的建设运营，总建筑面积达 393 万平方米，其中符合 GSP 标准的医药仓储面积达到 257 万平方米，自有物流车辆 1,785 台；符合 GSP 标准的冷库 518 个，冷库面积 4.4 万平方米，为其提供高效的医药分销与供应链服务提供了强大物流基础支撑。此外，九州通持续在信息技术、物流技术、互联网技术等方面的投入，使得其成为行业内极少数具有自主研发的 ERP 系统、主数据系统及具有系统集成能力并拥有自主知识产权的现代数字化医药供应链企业，确保了在较低运营成本下的高效运行效率。

同时，九州通长期积累的客户资源、品种资源，为其实现全品类、全渠道分销与代理服务奠定了基础。目前，九州通全渠道 B2B 客户规模为 39 万家，其中覆盖 1.1 万家城市及县级公立医院客户，17.5 万家连锁及单体药店客户，16.8 万家基层及民营医疗机构客户；经营品规数 44.39 万个，其中中西成药品规数 6.23 万个，器械品规数 26.86 万个，中药品规数达到 8.72 万个。

2020 年受新冠疫情影响，国内经济发展放缓，九州通利用自身医药物流优势资源调配防疫物资，积极履行了社会责任，在完成医疗物资保障任务的同时，支援了湖北省和武汉市慈善总会、红十字会的受赠医用物资仓储管理工作。2020 年，该公司医药业务实现销售收入 1,104.91 亿元，同比增长 11.33%；实现毛利 97.79 亿元，同比增长 13.97%。随着国内疫情得到有效控制，医疗秩序逐步恢复正常，各项业务逆势实现了稳定增长，主营业务毛利率上升表明公司经营效益有所提升。2021 年第一季度，公司实现销售收入 325.54 亿元，同比增长 20.25%，主要是上年同期受新冠疫情影响基数较低所致。

按照业务分类来看，跟踪期内，在分销业务方面九州通着重加强县域商业、百强连锁战略合作，拓展连锁委托配送项目。具体来看，客户分级初见成效，核心客户销售持续增长，业务占比有所提升；以“一县一家”原则组建县域联盟，优先培育了 520 余家县域商业客户；与大参林、老百姓、益丰、正和祥、高济签署了战略协议，在产品保供、库存共享、集采分购等领域进行合作；拓展连锁委托配送，实现整体委托配送 180 余家。目前，其分销业务已覆盖 7,480 家等级医院、15.92 万家基层医疗机构、9,175 家民营医院、

5,337 家连锁药店等实体终端客户；同时覆盖京东、阿里、平安好医生和叮当等互联网平台客户。2020 年，九州通分销业务实现销售收入 946.30 亿元，同比增长 10.33%；实现毛利 71.23 亿元，同比增长 6.87%。

总代总销业务方面，随着国家大力推进“4+7”带量采购，原来在医院渠道销售的品种，因无法中标而转向 OTC 市场渠道，为九州通承接该类品种的总代总销业务提供了机会。近年来，与九州通进行总代总销业务合作的品牌厂家不断增多，品种持续增加，截至 2020 年末，公司总代总销药品品规为 1,239 个，总代总销医疗器械品规为 320 个。随着总代总销品种持续增多，有利于加强九州通“渠道管理+产品推广”的医药综合能力，增强上下游客户粘性，并有望提升盈利能力。2020 年，九州通总代总销业务实现销售收入 117.20 亿元，同比增长 19.06%；实现毛利 15.91 亿元，同比增长 34.95%。

医药零售业务是该公司开拓药店终端市场的业务板块，从 2003 年开始利用配送能力、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，公司零售业务依托九州通医药供应链资源，提供线上线下一体化医药服务，有效保障应对突发公共卫生事件的物资需求。公司与美团、饿了么开展创新 O2O 合作模式，在美团上线武汉中心仓，提供防疫物资的在线供应与同城配送服务；已实现武汉、北京、济南和上海 4 个中心仓业务，同时中心仓上线平台可售商品数由 1,800 个提升到 7,000 个，月活跃用户数量从 2,100 人提升到约 50,000 人，下单转化率持续提升。

截至 2020 年末，好药师零售药店共有 1,168 家，其中直营店 224 家，加盟店 934 家，医院药房 10 家；好药师九州通大厦重症慢病医保药房于 2020 年内投入运营；疫情期间，好药师电子商务平台配合武汉市中心医院开展了互联网医院慢病续方工作，对于普通药品，武汉市中心医院医生开具电子处方推送给好药师电子商务平台后，平台安排专业的药师进行审方、联系患者完成支付并送货到家。2020 年，九州通医药零售业务实现销售收入 20.31 亿元，同比增长 11.22%；实现毛利 5.32 亿元，同比增长 59.63%。

此外，该公司开展医药工业等自产业务，其中西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”），中药板块经营主体为 2019 年投资设立的九信中药有限公司（以下简称“九信中药”）。跟踪期内，京丰制药重点聚焦核心品种，开发体系外市场，针剂类产品销量有所提升。药品一致性评价稳步推进，当期完成了羧苯磺酸钙胶囊的 BE 实验和苯磺酸氨氯地平片的新增原料及制剂的方法验证；完成盐酸氯丙嗪片、盐酸二甲双胍缓释片的工艺验证和 BE 备案。京丰制药生产的盐酸二甲双胍产品中标第三批全国药品集中采购，当期实现销售收入 0.59 亿元，同比增长 31.18%。中药板块公司布局了药材业务基地资源，拓展自产营销渠道强化连锁客户合作，推进县域智慧中医医共体项目；同时开发大健康产品，打造了“益小方”为代表的系列产品。2020 年，九州通医药工业实现销售收入 17.16 亿元，同比增长 8.01%；实现毛利 12.63 亿元，同比增长 3.10%。

B. 精细化工、水产品加工、农牧和房地产投资业务

图表 6. 公司其他主要业务收入及变化情况（单位：亿元、%）

主导产品或服务	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度	2020 年 第一季度
精细化工业务销售收入	6.82	7.53	7.10	2.59	2.19
水产品加工业务销售收入	4.25	6.65	4.03	0.32	0.70
农牧业务销售收入	4.30	8.19	10.88	2.11	2.04
房地产投资业务销售收入	5.38	3.22	1.55	0.13	0.12
精细化工业务毛利率	19.50	21.56	18.60	19.71	18.55
水产品加工业务毛利率	15.66	8.78	10.27	4.89	2.57
农牧业务毛利率	5.04	10.34	14.99	7.37	13.65
房地产投资毛利率	20.69	23.78	18.60	21.75	4.17

资料来源：楚昌集团

除子公司九州通经营的医药业务外，该公司还通过兼并收购或投资设立的方式，开展精细化工、水产品加工、农牧业和房地产投资业务。2020 年，公司上述业务合计实现销售收入 23.56 亿元，同比减少 7.95%，占当期营收总额的 2.08%；实现毛利 3.65 亿元，同比减少 4.35%，占当期毛利总额的 3.55%。跟踪期内，公司精细化工、水产品加工和房地产投资等业务因疫情产生的不利影响，销售收入出现不同程度的下滑，但其在营收总额中占比很低，对利润总额的影响较为有限。

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。2020 年，公司精细化工业务实现销售收入 7.10 亿元，同比减少 5.64%；实现毛利 1.32 亿元，同比减少 18.57%。跟踪期内，受新冠疫情及市场竞争加剧等外部因素影响，公司精细化工业务主要产品售价及毛利水平有所下降，公司通过开拓销售渠道、研发试制新产品、扩产量产产品、压降成本费用等，在部分程度上缓解了不利因素。

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。2020 年，公司水产品加工业务实现销售收入 4.03 亿元，同比减少 39.35%；实现毛利 0.41 亿元，同比减少 29.07%。受新冠疫情影响，大流通及特色餐饮渠道销售情况均不甚理想，公司主要通过拓展电商销售、线上直播等新型模式开拓其他业务渠道。

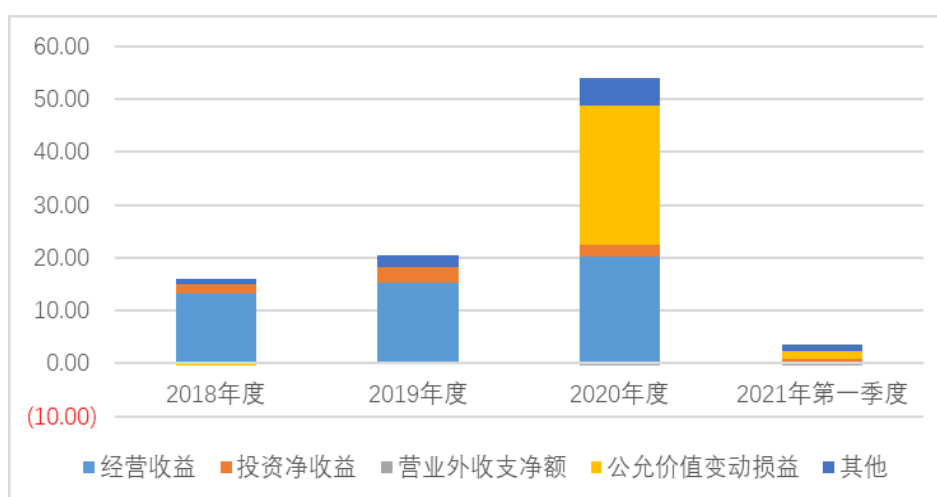
¹ 佳瑞米化工是大连九信的上游供应商，业务大部分都是服务于大连九信，按合并口径统计，两家公司的内部交易需合并抵消。

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。2020年，公司农牧业务实现销售收入 10.88 亿元，同比增长 32.75%；实现毛利 1.63 亿元，同比增长 92.51%。跟踪期内，国内国外公司均积极克服疫情影响，国外基地扩容扩产，增加屠宰量，国内基地抓住市场机遇，加大客户开发力度等，使得营收规模增幅显著。

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。2020 年，公司房地产投资业务实现销售收入 1.55 亿元，同比减少 51.98%；实现毛利 0.29 亿元，同比减少 62.46%。受新冠疫情影响，出售项目所处地区房地产市场低迷，且开盘项目错过春节黄金销售期，导致其营收规模降幅较大。

（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。2020 年，公司实现利润总额 53.63 亿元，同比增长 162.52%，当期公允价值变动净收益为 26.48 亿元，主要是子公

司上海弘康实业投资有限公司（以下简称“弘康实业”）持有的中泰证券股份有限公司（以下简称“中泰证券”）股票以及子公司九州通持有的爱美客技术发展股份有限公司（以下简称“爱美客”）股票的公允价值变动所致。

2020 年，该公司综合毛利率为 9.08%，较上年同期上升 0.09 个百分点。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。近年来，九州通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，公司医药业务毛利率整体有所上升。

图表 8. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	892.80	1,021.43	1,131.98	331.90
毛利（亿元）	79.21	91.78	102.82	26.62
其中：医药批发及相关业务	67.17	78.84	87.95	22.69
医药零售	3.71	3.33	5.32	1.14
医药工业	3.67	3.63	4.53	1.35
期间费用率（%）	6.99	7.10	6.72	6.17
其中：财务费用率（%）	1.46	1.77	1.33	1.30
全年利息支出总额（亿元）	13.14	17.82	15.11	—
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，该公司期间费用控制较好，近年来保持在较合理水平。新冠疫情发生后，国务院、财政部等部门陆续发布了针对支持疫情防控和相关行业企业的财税金融政策，在税收、资金、人力和社保等方面为企业提供帮助。对药品流通企业等防控重点企业的资金支持力度较强，所发放贷款资金利率较低，对公司财务成本产生积极影响。2020 年及 2021 年第一季度，公司期间费用合计分别为 76.12 亿元和 20.48 亿元，期间费用率分别为 6.72%和 6.17%，其中财务费用率分别为 1.33%和 1.30%。

2020 年，该公司销售费用从上年的 32.17 亿元增至 36.37 亿元，主要是销售规模扩大，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）从上年的 22.29 亿元增至 24.68 亿元，主要是由于职工薪酬增长、运输费用增加，以及公司药众采、大健康平台和药品研发支出增加所致；财务费用从上年的 18.07 亿元降至 15.06 亿元，主要是当期公司融资成本有所下降，并用低息贷款替换了部分存量银行借款所致。

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
投资净收益（亿元）	1.72	3.04	2.20	0.87
其中：权益法核算的长期股权投资收益	0.44	0.78	0.98	0.33
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	1.06	1.67	0.73	0.38
营业外收入（亿元）*	1.39	2.55	3.34	1.28
其中：政府补助*	1.06	2.05	2.58	1.22
核销无法支付的款项	0.18	0.50	0.25	0.01
公允价值变动损益（亿元）	-0.41	0.02	26.48	1.36
其中：所持股票	-0.41	—	26.61	1.36

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。2020 年及 2020 年第一季度，公司分别实现投资收益 2.20 亿元和 0.87 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 3.34 亿元和 1.28 亿元，主要是政府补助、违约金及赔款收入等。2020 年，公司取得公允价值变动净收益为 26.48 亿元，主要是子公司弘康实业持有的中泰证券股票以及子公司九州通持有的爱美客股票的公允价值变动所致，后续需关注其公允价值变动对公司利润的影响。

从资产回报情况来看，2020 年该公司总资产报酬率为 8.23%，较上年同期上升 3.18 个百分点；净资产收益率为 18.46%，较上年同期上升 10.90 个百分点，得益于当期所持金融资产持续升值，公司资产获利能力大幅上升。

（3）运营规划/经营战略

该公司致力于发展为业务遍及海内外，囊括医药商业、农牧产业、精细化工、房地产、金融投资、国际贸易、健康养老、物业管理等领域的大型综合性集团，秉承“为客户创造价值，为股东创造财富，为员工创造机遇，为社会创造效益”的企业宗旨，以“打造中国最具责任感的投资服务商”为愿景，发行人坚持“以战略规划引领企业发展，以核心团队带动队伍建设，以现代产业主导合作共赢”的理念，努力塑造多元化、国际化的战略发展格局，力争成为实力雄厚、资产优良、管理规范、效益良好、影响力巨大的现代投资集团。

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2018~2020年及2021年第一季度公司获得的其他收益调整至营业外收入中。

该公司的主营业务主要由九州通负责运营，2020 年至 2022 年是九州通新发展战略期，将继续遵循“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”的战略发展主题，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；积极开展三方物流业务；打造国内具有影响力的大健康服务平台等；通过为客户提供全渠道、全品类数字化营销及供应链解决方案，促进公司向平台化、数字化和互联网化企业转型升级，推动公司实现更高质量、更好水平的发展。

管理

该公司日常运作较规范，法人治理机制健全，与关联企业之间的关联交易符合相关法律法规的规定。跟踪期内，公司及其一致行动人质押九州通股权比例有所下降，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。

截至 2021 年 4 月 29 日公告，该公司及其一致行动人合计持有九州通股份 9.06 亿股，占九州通总股本的 48.36%。公司及其一致行动人所持九州通股份中已质押的股份总额累计为 4.72 亿股，占公司及其一致行动人所持九州通股份总数的 52.04%。跟踪期内，公司及其一致行动人所持九州通股权质押比例有所下降，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。2020 年，公司向关联方采购商品支付的金额为 6.33 亿元，占公司营业成本的比重为 0.62%；向关联方销售商品 2.36 亿元，占公司营业收入的比重为 0.21%。此外，公司与关联企业存在较大金额的资金往来³，存在一定的资金回笼风险，同时影响其运营效率。截至 2020 年末，公司应收关联方款项合计 13.34 亿元，主要是中山广银等关联方对公司资金占用规模较大所致；应付关联方款项合计 1.66 亿元。

根据该公司提供的《企业信用报告》（2021 年 5 月 6 日）及相关资料，公司近三年不存在未结清违约记录及重大诉讼情况。此外，根据公开信息披露，公司债券付息情况正常，未发生违约事项。

³ 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。

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	2021/5/6	无	无	无	无法提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2021/5/27	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	2021/5/27	无	有	有	无法提供
工商	国家企业信用信息公示系统	2021/5/27	不涉及	无	无	无法提供
质量	公开信息	2021/5/27	不涉及	无	无	无法提供
安全	公开信息	2021/5/27	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。销售规模扩大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。且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。此外，子公司九州通面临的集中偿付压力较大，但公司经营性现金流入较充裕，能对利息和刚性债务提供一定保障。

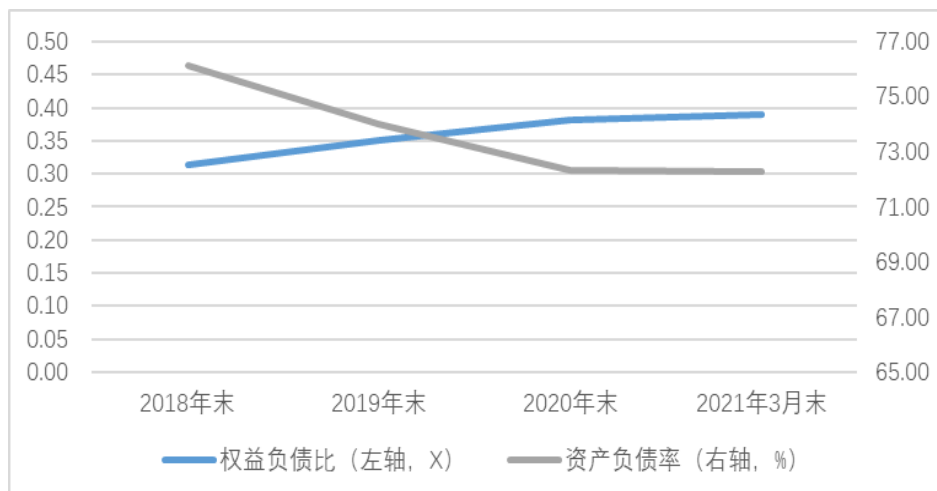
1. 数据与调整

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018 年至 2020 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 2021 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

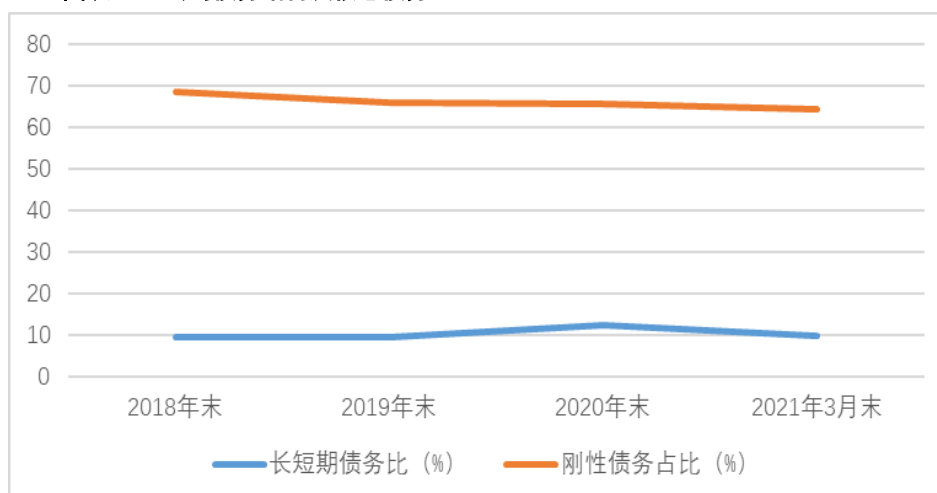


资料来源：根据楚昌集团所提供数据绘制

该公司是投资控股型集团企业，主要资产集中在子公司九州通。为了保持药品流通领域的优势地位，近年来公司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。2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司负债总额分别为 560.53 亿元、576.06 亿元、645.95 亿元和 656.17 亿元；得益于权益资本持续增长，公司财务杠杆呈现逐年下降趋势，同期末资产负债率分别为 76.11%、74.02%、72.34%和 72.26%，公司所处行业特点和自身商业模式使得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	2016 年	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
刚性债务（亿元）	204.67	257.77	385.12	379.61	423.34	424.29
应付账款（亿元）	75.27	100.68	110.25	126.40	134.22	144.58
预收账款（亿元）	8.03	10.74	12.39	13.56	16.73	16.40
其他应付款（亿元）	22.75	31.90	42.82	44.29	51.90	52.18
刚性债务占比（%）	64.83	62.92	68.64	65.90	65.54	64.96
应付账款占比（%）	23.84	24.58	19.67	21.94	20.78	22.14
预收账款占比（%）	2.54	2.62	2.21	2.35	2.59	2.51
其他应付款占比（%）	7.20	7.79	7.64	7.69	8.03	7.99

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。2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司刚性债务占负债总额的比重分别为 68.64%、65.90%、65.54%和 64.96%，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 110.25 亿元、126.40 亿元、134.22 亿元和 144.58 亿元，公司与上游客户合作关系较为紧密，应付账款账期相对稳定，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 42.82 亿元、44.29 亿元、51.90 亿元和 52.18 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	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
短期刚性债务合计	186.35	212.95	341.37	322.39	348.93	360.19
其中：短期借款	62.91	109.31	140.12	133.61	160.71	163.46
应付票据	88.29	92.34	148.23	158.56	180.45	173.31
一年内到期非流动负债	16.00	—	14.93	20.08	5.79	21.03
其他短期刚性债务	19.16	11.29	38.09	10.13	1.98	2.38
中长期刚性债务合计	18.32	45.09	43.76	45.34	60.99	50.68
其中：长期借款	6.06	32.28	30.45	31.55	38.07	39.88
应付债券	12.26	12.81	13.31	13.79	22.92	7.73
综合融资成本（年化，%）	7.42	5.83	5.51	8.67	6.30	6.86

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理，综合融资成本系根据财务报表数据估算

2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司刚性债务总额分别为 385.12 亿元、379.61 亿元、423.34 亿元和 424.29 亿元，且债务期限相对集中在一年

内。从刚性债务借款主体看，2020 年末本部刚性债务余额未 51.50 亿元，九州通刚性债务余额为 357.88 亿元。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 年末，公司短期借款余额为 160.71 亿元，较上年末增加 20.28%，主要是公司业务规模较大，所需营运资金亦较多；应付票据 180.45 亿元，较上年末增加 13.81%，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 1.98 亿元，较上年末减少 8.15 亿元，主要是子公司九州通发行的短期融资券到期兑付所致。截至目前，公司一年内到期的债券为子公司九州通发行的“JZT5 优 A”、“JZT5 优 A”和“JZT5 次”，合计余额为 5 亿元。

该公司银行借款相对集中于短期，以保证借款和信用借款为主，截至 2021 年 3 月末公司 1 年内到期的银行借款合计 185.63 亿元。根据公司提供的数据，公司 2021 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 2021 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	26.58	0.66	—	—	—
3%~4%（不含 4%）	101.24	1.00	—	—	—
4%~5%（不含 5%）	40.28	4.24	8.38	5.75	4.88
5%~6%（不含 6%）	11.56	1.00	7.73	3.00	—
6%~7%（不含 7%）	2.39	9.00	—	—	—
7%及以上	3.58	—	—	1.97	—
合计	185.63	15.90	16.11	10.72	4.88

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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
营业周期（天）	112.59	121.56	135.07	141.10	139.10	—
营业收入现金率（%）	108.63	110.92	107.83	109.73	99.15	87.34
业务现金收支净额（亿元）	38.73	29.29	59.94	96.32	111.26	14.52
其他因素现金收支净额（亿元）	-37.14	-38.59	-49.57	-67.20	-79.56	-38.31
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	1.59	-9.29	10.36	29.12	31.71	-23.79
EBITDA（亿元）	23.98	30.75	33.61	44.21	74.64	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.12	0.13	0.10	0.12	0.19	—
EBITDA/利息支出（倍）	2.66	3.28	2.56	2.48	4.94	—

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。

该公司所处药品流通行业，横向比较其经营获现情况在同业中尚属稳定。2018~2020 年，公司营业收入现金率分别为 107.83%、109.73%和 99.15%。同期，公司业务现金收支净额分别为 59.94 亿元、96.32 亿元和 111.26 亿元；经营活动产生的现金流量净额分别为 10.36 亿元、29.12 亿元和 31.71 亿元。2019 年以来，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，经营活动净现金流入规模大幅增长。2021 年一季度，公司经营活动现金净流出-23.79 亿元，主要是受回款周期和结算时点影响所致。

2018~2020 年，该公司 EBITDA 对利息支出的保障倍数分别为 2.56 倍、2.48 倍和 4.94 倍；EBITDA 对刚性债务的保障倍数分别为 0.10 倍、0.12 倍 0.19 倍，主要得益于 2020 年子公司弘康实业持有的中泰证券股票以及子公司九州通持有的爱美客股票的公允价值大幅增加，EBITDA 增至 74.64 亿元，公司 EBITDA 对利息支出和刚性债务的保障程度大幅提高。

(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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-4.45	-4.77	-1.50	1.38	0.94	-0.78
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	-11.69	-11.31	-14.04	-12.45	-11.88	-3.49
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-1.21	-18.04	2.29	2.83	3.17	-2.29
投资环节产生的现金流量净额	-17.35	-34.12	-13.24	-7.74	-7.70	-6.56

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。2018~2020 年及 2021 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-13.24 亿元、-7.74 亿元、-7.70 亿元和-6.56 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
权益类净融资额	16.21	44.02	7.82	13.23	26.12	0.49
债务类净融资额	-47.93	-7.17	-24.36	-32.68	-0.51	-2.08

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-30.09	35.59	22.44	-25.87	-31.35	7.57
筹资环节产生的现金流量净额	-0.51	74.77	33.98	-23.84	-4.99	5.98

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理

在筹资活动方面，2018~2020 年及 2021 年第一季度，该公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 33.98 亿元、-23.84 亿元、-4.99 亿元和 5.98 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。公司经营性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	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	350.13	476.01	618.75	639.17	725.17	729.96
	81.09%	82.11%	84.02%	82.13%	81.22%	80.39%
其中：货币资金（亿元）	53.87	88.20	140.98	125.12	151.19	124.29
应收账款（亿元）	91.65	141.54	208.32	244.76	273.20	316.05
其他应收款（亿元）	45.07	63.05	61.26	71.99	76.90	71.78
存货（亿元）	110.04	130.97	152.34	154.04	160.68	165.65
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	81.66	103.68	117.72	139.10	167.72	178.07
	18.91%	17.89%	15.98%	17.87%	18.78%	19.61%
其中：可供出售金融资产（亿元）	11.74	15.40	10.64	11.59	21.94	26.19
固定资产（亿元）	38.52	47.36	55.75	60.11	66.12	65.90
在建工程（亿元）	8.73	9.45	11.68	12.59	17.59	19.57
无形资产（亿元）	10.63	11.96	13.80	22.99	24.83	24.61
期末全部受限资产账面金额（亿元）	39.23	41.10	65.84	76.26	92.09	88.66
期末抵质押融资余额（亿元）	32.63	61.95	83.46	56.09	63.97	62.13
受限资产账面余额/总资产	9.09%	7.09%	8.94%	9.80%	10.31%	9.76%

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理

2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司资产总额分别为 736.47 亿元、778.26 亿元、892.89 亿元和 908.04 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 618.75 亿元、639.17 亿元、725.17

亿元和 729.96 亿元，占比均在 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。2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司货币资金分别为 140.98 亿元、125.12 亿元、151.19 亿元和 124.29 亿元，主要是银行存款、银行承兑汇票保证金等，其中 2020 年末和 2021 年 3 月末可动用的货币资金余额分别为 63.88 亿元和 59.72 亿元；随着公司营业规模的不断扩大以及九州通推进票据池业务，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 222.31 亿元、246.61 亿元、274.70 亿元和 317.50 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，药品流通企业对医疗机构客户的应收账款账期较长，2020 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 39.30 亿元、32.37 亿元、38.07 亿元和 28.87 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 61.26 亿元、71.99 亿元、76.90 亿元和 71.78 亿元，其中 2020 年末较上年末增加 6.82%，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 152.34 亿元、154.04 亿元、160.68 亿元和 165.65 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。2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司可供出售金融资产分别为 10.64 亿元、11.59 亿元、21.94 亿元和 26.19 亿元，主要是持有的权益类金融工具等；固定资产分别为 55.75 亿元、60.11 亿元、66.12 亿元和 65.90 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 11.68 亿元、12.59 亿元、17.59 亿元和 19.57 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 13.80 亿元、22.99 亿元、24.83 亿元和 24.61 亿元，主要是土地使用权和软件等。

截至 2021 年 3 月末，该公司受限资产账面价值合计 88.66 亿元，占资产总额的比例为 9.76%，主要由银行承兑汇票保证金、监管账户的货币资金，取得银行借款质押担保的应收账款、固定资产、存货和无形资产等构成。

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	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率 (%)	118.67	131.96	120.79	121.68	126.30	122.93
速动比率 (%)	73.00	87.63	83.38	86.19	91.68	90.17
现金比率 (%)	26.22	30.04	30.02	24.52	29.70	23.81

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。2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司流动比率分别为 120.79%、121.68%、126.30%和 122.93%；现金比率分别为 30.02%、24.52%、29.70%和 23.81%。

6. 表外事项

截至 2020 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 147 家子公司，已办理工商登记但尚未缴足的注册资本金额 26.67 亿元。

截至 2021 年 3 月末，子公司九州通作为原告的单项金额较大的未决诉讼案件标的金额共计 2.98 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 年末，公司本部资产总额为 59.72 亿元，其中货币资金 0.54 亿元，存量余额较小；其他应收款 13.97 亿元，较上年末减少 18.34%，中山广银等关联方对公司资金占用规模仍较大，其中账龄在 3 年以上的款项占比为 32.15%，存在一定的资金回笼风险；长期股权投资 40.71 亿元，与上年末基本持平，主要是子公司九州通、弘康实业和北京点金的股权。截至 2021 年 3 月末，公司本部资产总额为 62.96 亿元，所有者权益 0.12 亿元；2021 年第一季度，公司本部实现营业收入 0.81 亿元，净利润-0.22 亿元。公司本部整体债务负担重，且集中在银行借款等刚性债务，截至 2021 年 3 月末，公司本部刚性债务余额为 54.06 亿元，其中短期借款 14.50 亿元，一年内到期非流动负债 0.86 亿元，长期借款 21.00 亿元以及应付债券（19 楚 EB01、19 楚 EB02 和 20 楚昌 01）合计余额 17.97 亿元。公司本部银行借款主要通过质押九州通股权融资，而公司核心资产集中在上市子公司九州通，公司对相关资源的调配亦受到一定限制。截至最新公告，公司及其一致行动人已质押的股份总额为 4.72 亿股，占合计所持九州通股份总数的 52.04%。

外部支持因素

截至 2021 年 3 月末，该公司获得的银行授信总额为 558.50 亿元，已使用的额度为 364.78 亿元，尚未使用的授信额度为 193.72 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 131.51 亿元，尚未使用的额度为 42.29 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）	558.50	558.50	364.78	3.0%-8.0%	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	131.51	131.51	89.22	3.0%-8.0%	质押/抵押/自然人担保/信用
其中：大型国有金融机构占比	23.55%	23.55%	11.59%	—	—

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理（截至 2021 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⁴（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%。截至 2020 年末，湖北省担保的注册资本及股权结构未再变更，其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 2020 年末，湖北省担保经审计的合并口径资产总额为 145.76 亿元，股东权益为 112.63 亿元，其中归属于母公司股东权益为 110.13 亿元；当年实现营业收入 8.26 亿元，净利润 8 亿元，其中归属于母公司股东的净利润为 7.76 亿元。当年末，直保业务在保责任余额为 392.10 亿元，再担保责任余额为 13.76 亿元，委托贷款、信托计划和应收融资租赁款账面余额分别为 12.01 亿元、17.54 亿元和 14.81 亿元。

⁴ 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。

湖北省担保主要从事债券担保、贷款担保和信托计划担保等融资担保，工程履约保函等非融资担保业务，再担保分险业务的管理，债权投资以及融资租赁业务等。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，随着融资担保行业政策体系的建立及实施，湖北省担保作为国有省级担保机构逐步调整经营思路，在债券担保、一般贷款担保的基础上着力发展小微企业担保，资金运用方面压缩委托贷款、信托计划等非标债权投资，计划向债券投资倾斜。债券担保仍为湖北省担保的核心业务，但近三年来受监管政策及债券发行市场行情影响，业务波动较为明显。小微企业担保将全面接入湖北省新型政银担机制，其业务增长空间及“风险-收益”水平尚待检验。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。湖北省担保通过子公司开展非标类债权投资业务，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。目前湖北省担保的非标投资仍有一定存量，母公司层面分级资产比例满足监管要求，债券投资业务刚起步，需持续关注非标压降过程中的信用风险暴露。

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。

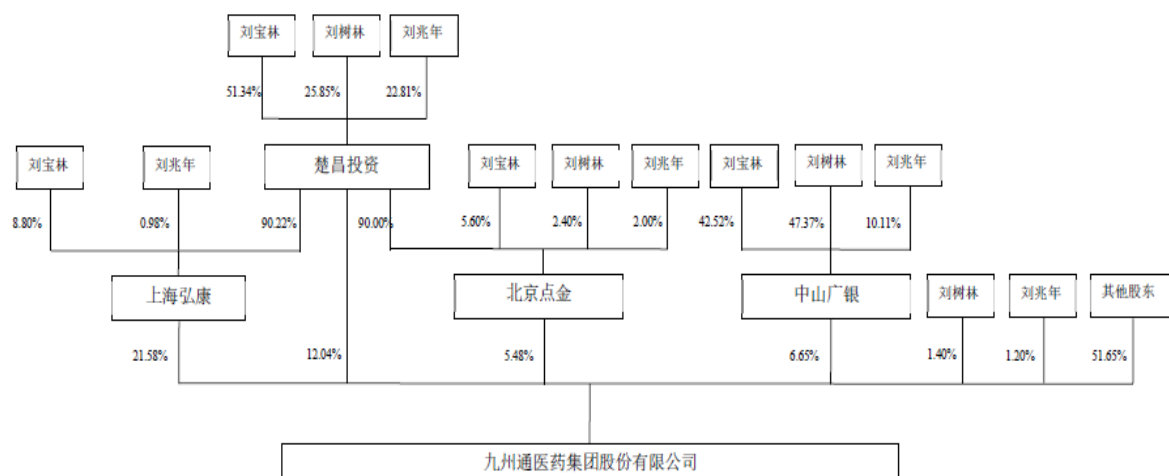
跟踪评级结论

该公司是投资控股型集团企业，跟踪期内受新冠疫情影响，国内经济发展放缓，九州通利用自身医药物流优势资源调配防疫物资，积极履行了社会责任；随着国内疫情得到有效控制，医疗秩序逐步恢复正常，其各项业务均实现了平稳增长。非医药业务因疫情产生的不利影响，整体销售收入有所下滑，但其在营收总额中占比较低，对利润总额的影响较为有限。

跟踪期内，该公司各项业务持续发展、业务规模不断扩大推动债务规模增加，财务杠杆仍处于较高水平。且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。此外，子公司九州通面临的集中偿付压力较大，但公司经营性现金流入较充裕，能对利息和刚性债务提供一定保障。公司及其一致行动人质押九州通股权比例略有下降，仍需关注其后续的再融资能力及中长期债务融资情况。

附录一：

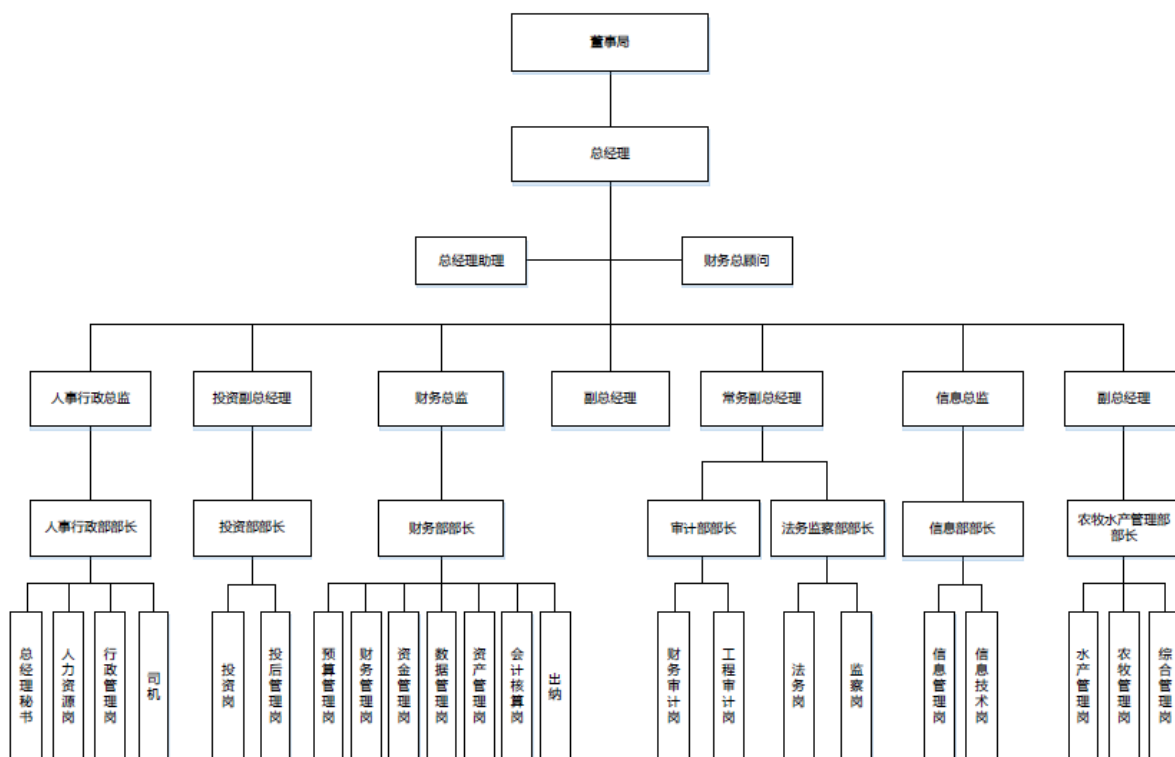
公司与实际控制人关系图



注：根据楚昌集团提供的资料绘制（截至 2021 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 2021 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	2020 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	51.50	0.21	0.52	-2.47	-0.42	-0.19	
九州通医药集团股份有限公司	九州通	二级子公司	39.11	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	357.88	256.17	1,108.60	33.85	34.44	59.17	直接持股 12.04%，间接持股 27.07%
上海弘康实业投资有限公司	上海弘康	二级子公司	90.23	实业投资	3.06	74.32	1.05	9.77	-0.50	14.44	
北京点金投资有限公司	北京点金	二级子公司	90.00	实业投资	0.06	17.23	0.16	-0.06	-0.18	0.24	
洪湖市浪打浪水产食品有限公司	洪湖浪打浪	二级子公司	73.49	水产品研发、生产、销售	—	1.61	—	-0.04	-1.10	-0.01	
洪湖市万农水产食品有限公司	万农水产	二级子公司	75.00	水产品及其副产品加工、销售、研发	1.00	3.10	4.03	-0.10	-0.01	0.15	
甘肃项乐农牧有限责任公司	项乐农牧	二级子公司	61.92	畜禽的饲养、批发、销售	2.87	2.46	10.88	0.23	-0.16	0.52	
湖北九州通置业发展有限公司	九州通置业	二级子公司	100.00	房地产开发与经营	0.59	0.72	0.61	-0.40	0.44	-0.32	
湖北省楚商天下传媒有限公司	楚商传媒	二级子公司	95.00	图书期刊的编辑与销售、广告设计制作、代理、发布	—	0.01	—	—	0.10	—	
武汉楚昌股权投资基金管理有限公司	楚昌股权基金	二级子公司	100.00	股权类投资、咨询服务	—	-0.02	—	-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	二级子公司	53.33	股权类投资、咨询服务	—	0.76	—	0.01	0.01	0.01	
江苏水上森林健康产业投资有限公司	水上森林	二级子公司	100.00	主业投资	—	0.32	—	—	—	—	

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2020 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	
大连九信精细化工有限公司	九信精细	二级子公司	100.00	化工生产	2.93	4.24	7.10	0.27	-1.07	0.53	
天津楚昌国际商业保理有限公司	楚昌保理	二级子公司	75.00	健康管理咨询	1.60	0.53	0.68	0.02	-1.30	0.03	

注：根据楚昌集团 2020 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]	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
资产总额[亿元]	736.47	778.26	892.89	908.04
货币资金[亿元]	140.98	125.12	151.19	124.29
刚性债务[亿元]	385.12	379.61	423.34	424.29
所有者权益[亿元]	175.94	202.21	246.94	251.86
营业收入[亿元]	892.80	1,021.43	1,131.98	331.90
净利润[亿元]	11.43	14.29	41.46	5.84
EBITDA[亿元]	33.61	44.21	74.64	—
经营性现金净流入量[亿元]	10.36	29.12	31.71	-23.79
投资性现金净流入量[亿元]	-13.24	-7.74	-7.70	-6.56
资产负债率[%]	76.11	74.02	72.34	72.26
权益资本与刚性债务比率[%]	45.68	53.27	58.33	59.36
流动比率[%]	120.79	121.68	126.30	122.93
现金比率[%]	30.02	24.52	29.70	23.81
利息保障倍数[倍]	2.18	2.15	4.55	—
担保比率[%]	0.17	—	—	—
营业周期[天]	135.07	141.10	139.10	—
毛利率[%]	8.87	8.99	9.08	8.02
营业利润率[%]	1.75	1.99	4.77	2.45
总资产报酬率[%]	4.36	5.05	8.23	—
净资产收益率[%]	6.61	7.56	18.46	—
净资产收益率*[%]	7.47	6.44	34.18	—
营业收入现金率[%]	107.83	109.73	99.15	87.34
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	2.37	5.61	5.77	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.59	3.76	3.93	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.56	2.48	4.94	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.12	0.19	—

注：表中数据依据楚昌集团经审计的 2018~2020 年度及未经审计的 2021 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]	2018 年	2019 年	2020 年
实收资本（亿元）	50.00	75.00	75.00
股东权益（亿元）	72.09	104.52	112.63
总资产（亿元）	83.18	134.28	145.76
货币资金（亿元）	28.96	55.51	36.82
风险准备金（亿元）	3.59	4.07	8.72
营业收入（亿元）	6.86	3.90	8.26
担保业务收入（亿元）	1.91	1.56	5.33
营业利润（亿元）	6.36	7.19	10.08
净利润（亿元）	4.76	5.44	8.00
平均资本回报率（%）	6.82	6.16	7.37
风险准备金充足率（%）	2.14	1.69	2.15
担保放大倍数（倍）	2.13	2.58	4.65
直保发生额（亿元）	11.31	173.81	363.60
再担保发生额（亿元）	153.77	240.46	392.10
直保责任余额(亿元)	0.08	—	40.69
再担保责任余额（亿元）	0.08	—	13.76
累计担保代偿率（%）	1.02	1.33	—
累计代偿回收率（%）	61.30	46.32	—
累计代偿损失率（%）	0.00	0.00	—

注 1：根据湖北省担保经审计的 2018~2020 年度财务数据以及相关期间业务数据整理计算；

注 2：融资性担保责任放大倍数=期末融资担保责任余额/期末股东权益。

指标计算公式

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

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
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

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
	AA 级
	A 级
	BBB 级
投 机 级	BB 级
	B 级
	CCC 级
	CC 级
	C 级

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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级	含 义
A 等	A-1
	A-2
	A-3
B 等	B
C 等	C
D 等	D

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录七：
发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	1
		盈利能力	1
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	1
		现金流状况	2
		负债结构与资产质量	9
		流动性	3
	个体风险状况		2
个体调整因素调整方向		不调整	
调整后个体风险状况		2	
外部支持	支持因素调整方向	不调整	
主体信用等级			AA ⁺

附录八：
发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2019 年 10 月 22 日	AA ⁺ /稳定	李一、王婷亚	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2020 年 6 月 28 日	AA ⁺ /稳定	李一、王婷亚	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021 年 6 月 8 日	AA ⁺ /稳定	李一、黄梦蛟	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	—
债项评级 (20 楚昌 01)	历史首次评级	2019 年 10 月 22 日	AAA	李一、王婷亚	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2020 年 6 月 28 日	AAA	李一、王婷亚	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021 年 6 月 8 日	AAA	李一、黄梦蛟	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	—

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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。