

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(2022)100772】

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/2022 年 6 月 28 日

前次跟踪： AA+/稳定/AAA/2021 年 6 月 8 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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 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	0.07	0.54	5.13	1.74
刚性债务	46.54	51.66	51.38	52.94
所有者权益	2.68	0.21	2.13	1.29
经营性现金净流入量	-0.71	-0.42	-0.61	-0.23
合并口径数据及指标：				
总资产	778.26	892.89	933.20	960.09
总负债	576.06	645.95	676.33	701.00
刚性债务	379.61	430.35	453.06	455.79
所有者权益	202.21	246.94	256.87	259.09
营业收入	1021.43	1131.98	1251.29	358.35
净利润	14.29	41.46	18.09	3.80
经营性现金净流入量	29.12	31.71	31.73	-26.46
EBITDA	44.21	74.64	48.36	—
资产负债率[%]	74.02	72.34	72.47	73.01
权益资本与刚性债务 比率[%]	53.27	57.38	56.70	56.85
流动比率[%]	121.68	126.30	122.70	122.28
现金比率[%]	27.09	33.26	34.15	26.64
利息保障倍数[倍]	2.15	4.55	2.56	—
净资产收益率[%]	7.56	18.46	7.18	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	5.12	5.19	4.80	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	3.76	3.93	2.13	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.48	4.94	3.08	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.18	0.11	—
担保方数据（合并口径）				
总资产	134.28	145.76	150.46	—
直保发生额	173.81	404.29	256.89	—
担保放大倍数（倍）	2.57	4.65	4.17	—

注：根据楚昌集团经审计的 2019~2021 年及未经审计的 2022 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 2019~2021 年度财务数据整理、计算。

分析师

黄梦蛟 hmj@shxsj.com

翁斯喆 wsz@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、行业地位和经营规模等方面所取得的积极变化，同时也反映了公司在市场竞争、营运资金周转、本部债务负担、关联方资金占用和其他应收款回收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。
- **经营规模稳步增长，经营获现情况较稳定。**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，营业收入保持增长。同时，公司经营环节现金净流入规模较大，经营获现情况较稳定。
- **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。

- **营运资金周转压力。**因药品流通行业所需库存规模大，下游客户结算周期长，近年来随着经营规模不断扩大，存货、应收账款和预付账款规模不断上升，使得楚昌集团面临的营运资金周转压力较大。同时需关注应收账款回笼和存货管理风险。
- **公司本部债务负担较重，面临较大即期偿债压力。**楚昌集团本部资产负债率高企。同时，本部货币资金较有限，核心资产集中在上市子公司九州通，目前公司及一致行动人已质押九州通的股权比例超过 50%，公司对其资源的调配受到一定的限制。而本部债务负担较重，且集中于短期，目前较大规模债券临近到期，面临较大集中偿付压力。
- **关联方资金占用风险。**截至 2021 年末，楚昌集团其他应收款中应收关联方款项 9.32 亿元，形成一定资金占用压力，关注后续关联方占用资金规模变化及回款风险。
- **其他应收款回收风险。**楚昌投资其他应收款规模较大，其中本部其他应收款 3 年以上账龄占比较大，形成资金占用压力，且需关注回收风险。

➤ 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）（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 2021 年财务报表、未经审计的 2022 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。

截至本评级报告日，该公司已发行尚未到期债务融资工具主要集中于公司本部和子公司九州通医药集团股份有限公司（简称“九州通”，证券代码：600998.SH），主要是 2019 年至今发行的可交换公司债券、中期票据和资产支持票据等。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（单位：亿元，%）

债项名称	发行金额	期限	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	正常付息，尚未到期
19 楚 EB02	4.97	3 年	6.50	2019 年 10 月	2022 年 10 月	正常付息，尚未到期
20 楚昌 01	8.00	3+1+1 年	5.00	2020 年 5 月	2025 年 5 月 ¹	正常付息，尚未到期
21 楚昌投资 PPN001	5.00	1 年	5.55	2021 年 12 月	2022 年 11 月	尚未到还本付息日
22 楚昌投资 PPN001	5.00	3 年	4.80	2022 年 5 月	2025 年 5 月	正常付息，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	正常付息，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	正常付息，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	正常付息，尚未到期
21 九州通 ABN001 次	0.50	670 天	0.00	2021 年 1 月	2022 年 11 月	正常付息，尚未到期
22 九州通 ABN001 优先 A	7.20	2 年	4.00	2022 年 4 月	2024 年 4 月	尚未到还本付息日
22 九州通 ABN001 优先 B	2.50	2 年	4.30	2022 年 4 月	2024 年 4 月	尚未到还本付息日

¹ 预计 2023 年 5 月偿还 2 亿元。

债项名称	发行金额	期限	发行利率	发行时间	到期日期	本息兑付情况
22 九州通 ABN001 次	0.30	2 年	0.00	2022 年 4 月	2024 年 4 月	尚未到还本付息日
22 九州通 ABN001	5.00	180 天	3.79	2022 年 5 月	2022 年 11 月	尚未到还本付息日

资料来源：楚昌集团（截至本评级报告日）

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，

出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体经济融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022 年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

（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，2020 年医药商品销售总额得以实现增长，但增速大幅放缓，2021 年整体实现较好恢复。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。

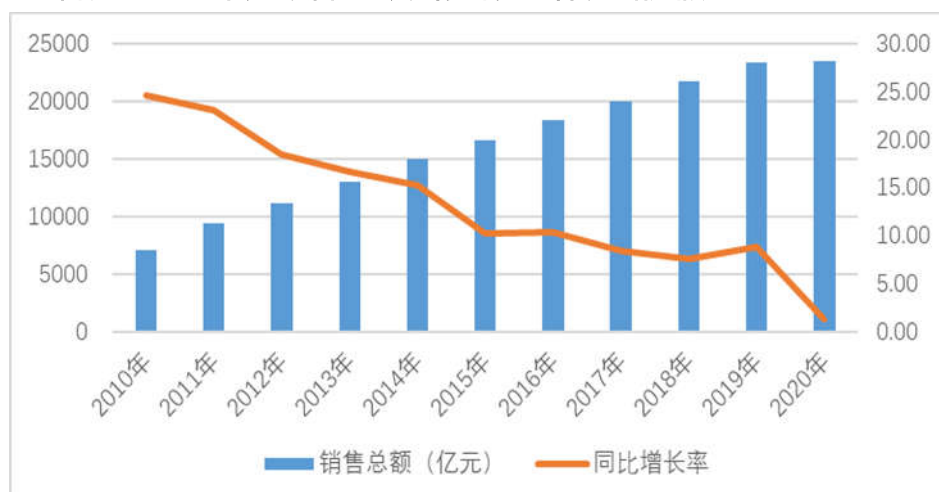
A. 行业概况

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，2015~2021 年我国居民人均医疗保健消费支出由 1,165 元增至 2,115 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 8.8%。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），2021 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 17,747 亿元，同比增长 8.0%。

根据商务部药品流通统计系统数据显示，2021 年全国七大类医药商品销售总额 25,829 亿元（含税），扣除不可比因素，同比增长 9.26%，增速较同期增长 8.06 个百分点。2020 年，受新冠疫情影响，我国药品流通市场波动较大，整体处于下行趋势；2021 年，随着国内疫情得到有效控制，医疗秩序逐步恢复正常，全国七大类医药商品销售增速基本恢复至疫情前水平。

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、《中国药品流通行业发展报告（2021）》

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。

2021 年 10 月，商务部市场运行司印发了《关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》，提出进一步优化行业结构，持续提升行业集中度；鼓励第三方医药物流发展，推动药品冷链物流规范发展；推进“互

联网+药品流通”；推动行业进行数字化改造与升级。

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《商务部关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》中指出，到2025年我国药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额98%以上；药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上；药品零售连锁率达70%以上。

根据国家药品监督管理局于2022年3月发布的《药品监管统计年度报告（2021年第三季度）》，截至2021年9月末，我国共有《药品经营许可证》持证企业60.65万家。其中，批发企业1.34万家，零售连锁总部6658家，零售连锁门店33.53万家，单体药店25.12万家。

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（2021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	5,210.51	9.39	3,352.58	70.21	130.56	1.32	93.08
华润医药	1,973.46	18.62	2,001.21	65.41	58.26	1.20	106.35
上海医药	2,158.24	15.24	1,634.36	63.86	62.75	1.27	50.61
九州通	1,251.29	8.22	933.20	72.47	18.09	1.23	31.73

资料来源：新世纪评级整理

2021年，我国药品流通直报企业主营业务收入为19,201亿元（不含税），扣除不可比因素，同比增长10.27%，增速同比增长8.78个百分点。2021年，在政策与市场环境叠加的促进下，药品流通行业稳步增长，销售增速基本恢复至疫情前水平。

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。

（3）区域市场因素

根据商务部于 2021 年 7 月 30 日发布的《2020 年药品流通行业运行统计分析报告》，从销售区域分布来看，2020 年，全国六大区域中，华东、中南、华北三大区域销售额占到全国销售总额的 78.3%。三大经济区药品销售额占全国销售总额的比重分别为：京津冀经济区 12.8%，长江三角洲经济区 26.5%，珠江三角洲经济区 10.6%。2020 年药品销售额居前 10 位的省市自治区依次为：广东、北京、上海、江苏、浙江、山东、河南、安徽、四川、湖北。

该公司作为全国性药品流通龙头企业，截至 2021 年末已在全国省级行政区划规划投资建成了 31 个省级医药物流中心，同时向下延伸并设立了 110 家地市级物流中心。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 6,138 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。

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，上市子公司九州通保持了在药品流通领域的竞争优势，医药业务收入整体实现了平稳增长，但毛利率因带量采购、药品零差率销售等政策而持续下降；水产品加工和农牧业业务销售收入有所波动，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。2021 年及 2022 年第一季度，公司分别实现营业收入 1,251.29 亿元和 358.35 亿元，同比分别增长 10.54% 和 8.00%；毛利率分别为 8.22% 和 7.42%，同比分别下降 0.86 个百分点和 0.60 个百分点。

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计	1,021.43	1,131.98	1,251.29	358.35	331.90
其中：核心业务营业收入（亿元）	992.46	1,104.91	1,220.85	350.98	325.54
在营业收入中所占比重（%）	97.16	97.61	97.57	97.94	98.09
其中：（1）医药批发及相关业务	958.31	1,067.44	1,183.60	340.85	315.28
在核心业务收入中所占比重（%）	96.56	96.61	96.95	97.11	96.85
（2）医药零售	18.26	20.31	18.40	4.74	5.74
在核心业务收入中所占比重（%）	1.84	1.84	1.51	1.35	1.76
（3）医药工业	15.89	17.16	18.84	5.39	4.52
在核心业务收入中所占比重（%）	1.60	1.55	1.54	1.54	1.39
毛利率（%）	8.99	9.08	8.22	7.42	8.02
其中：医药批发及相关业务（%）	8.23	8.24	7.51	6.75	7.20
医药零售（%）	18.23	26.17	17.09	17.25	19.83
医药工业（%）	22.87	26.38	26.68	23.12	29.76

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。

截至 2021 年末，该公司已在全国完成了 31 家省级医药物流中心及 110 家地市级物流中心的建设运营，总建筑面积达 410 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；符合 GSP 标准的冷库 519 个，冷库面积 4.5 万平方米、容积 10.5 万立方米，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，公司持续在信息技术、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，该公司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。截至 2021 年末，公司全渠道 B 端客户规模约 39.7 万家，其中城市及县级公立医院客户 1.2 万家，连锁及单体药店客户 17.5 万家（合计覆盖零售药店数量约 33 万家），基层及民营医疗机构客户 19 万家（其中民营医院客户 1 万余家），下游医药批发客户约 1 万家，其他客户近 1 万家，能保证各类 OTC 品种、医院临床品种等顺利进入各渠道终端；经营品规数 51.00 万个，其中中西成药品规数 9.94 万个，器械品规数 27.32 万个，中药品规数达到 7.30 万个，保健品和化妆品等其他品规数 6.43 万个。公

司建立了行业稀缺的全渠道分销网络，覆盖中国 90%以上的行政区域，包括城市及县级公立医院（第一终端）、连锁及单体药店（第二终端）、基层及民营医疗机构（第三终端）、互联网流量平台（第四终端）及下游医药分销商（准终端）客户。

2021 年，该公司医药业务实现收入 1,220.85 亿元，同比增长 11.64%；实现毛利 102.89 亿元，与上年同期基本持平；2022 年第一季度，公司医药业务实现收入 358.35 亿元，同比增长 7.96%。按照业务分类来看，公司医药业务分为医药批发及相关业务、医药零售业务和医药工业业务。跟踪期内，公司医药业务收入增速高于行业整体增速，但毛利率持续下降，主要系带量采购、药品零差率销售等政策压缩了分销业务的利润空间以及个别毛利率较高的总代产品销售有所减少所致。

近年来，医药批发及相关业务占该公司医药业务收入比例稳定在 95%以上，是公司收入的主要来源。公司医药批发及相关业务分为分销业务和总代总销业务两方面。跟踪期内，在分销业务方面该公司着重加强县域商业、百强连锁战略合作，拓展连锁委托配送项目。具体来看，公司与老百姓、益丰、大参林、一心堂、海王星辰 5 家全国性百强连锁签订集团整体战略合作协议，销售同比增长达 21%；承接三九澳诺的高济、老百姓、益丰独家配送业务；深度拓展县域批发与中小连锁市场，新增覆盖 40 个空白县，实现了 1,200 个县域市场的终端覆盖。截至 2021 年末，其分销业务已覆盖 1.2 万家公立医院、19 万家基层及民营医院、17.5 万家连锁及零售药店等实体终端客户；同时覆盖京东、阿里、壹号、乐药等 12 家知名电商平台。2021 年，公司分销业务实现收入 1,047.51 亿元、同比增长 10.70 %；毛利 74.03 亿元、同比增长 3.93%；毛利率 7.07%，同比下降 0.46 个百分点。

总代总销业务方面，随着国家大力推进带量采购，部分药品由医院渠道销售转向 OTC 市场渠道，为公司承接该类品种的总代总销业务提供了机会。近年来，随着公司分销业务的拓展、积累，为公司从上游品牌厂家承接总代总销业务奠定了基础，与公司开展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 2021 年末，公司总代总销药品品规为 1,426 个，总代总销医疗器械品规为 325 个。2021 年，公司总代总销品牌推广业务（包括药品和医疗器械）实现收入 130.10 亿元、同比增长 11.01%；毛利 13.88 亿元，同比减少 12.77%；毛利率 10.67%，同比下降 2.91 个百分点。

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，公司零售业务依托公司医药供应链资源，提供线上线下一体化医药服务，公司与美团、饿了么等平台进行 O2O 业务合作，业务覆盖了 26 个省区的 91 个城市。截至 2021 年末，好药师零售药店 6,138 家，其中直营店 231 家（含医院药店 5 家）、加盟店 5,907 家。2021 年，公司零售业务实现收入 18.40 亿元，同比减少 9.39%；毛利率 17.09%，同比下降 9.08

个百分点。该业务收入下降主要系 2021 年国内防护物资已有序恢复供应，导致公司疫情防护产品国内零售同比有所下降所致；毛利率下降主要系带量采购、药品零差率销售等政策压缩了该业务利润空间所致。

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（简称“京丰制药”）；中药板块经营主体为九信中药有限公司（简称“九信中药”）。2021 年，京丰制药实现收入 3.10 亿元，同比增长 17.48%；毛利率 35.63%，同比下降 4.48 个百分点，主要系受二甲双胍片带量采购影响所致。跟踪期内，京丰制药完成盐酸二甲双胍片生产场地转移，并取得生产许可批准；新建头孢车间通过 GMP 检查，完成产品转移并实现上市销售；卡托普利片通过一致性评价，盐酸二甲双胍缓释片提前完成 BE 实验且达到预期目标。同期，九信中药实现收入 15.75 亿元，同比增长 8.42%；毛利率 24.92%，同比上升 1.03 个百分点，主要系九信中药调整营销策略和产品结构，强化医疗板块销售和精制饮片业务所致。2021 年，九信中药新开发 17 个中医医共体项目，新开发项目已全部实现运营；截至 2021 年末，共签约医共体项目 30 个，覆盖了 11 个省份。2021 年，公司医药工业实现收入 18.84 亿元，同比增长 9.81%；实现毛利 5.03 亿元，同比增长 11.06%；毛利率 26.68%，同比增长 0.30 个百分点。

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
精细化工业务销售收入	7.53	7.10	10.14	3.63	2.59
水产品加工业务销售收入	6.65	4.03	3.16	0.76	0.32
农牧业务销售收入	8.19	10.88	8.65	2.29	2.11
房地产投资业务销售收入	3.22	1.55	5.33	0.23	0.13
精细化工业务毛利率	21.56	18.60	17.92	16.68	19.71
水产品加工业务毛利率	8.78	10.27	11.87	20.99	4.89
农牧业务毛利率	10.34	14.99	13.51	24.62	7.37
房地产投资毛利率	23.78	18.60	22.95	33.04	21.75

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。2021 年及 2022 年第一季度，公司上述业务合计实现收入分别为 27.28 亿元和 6.91 亿元，同比增长分别为 15.79%和 34.34%，占当期营收总额的 2.18%和 1.93%。跟踪期内，公司精细化工、房地产投资等业务收入整体增长较快，但其在营收总额中占比很低，对利润总额的贡献较为有限。

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（简称“佳瑞米化工”）与大连九信精细化工有限公司（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²，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、美国科迪华、巴斯夫等做定制加工。2021 年，公司精细化工业务实现收入 10.14 亿元，同比增长 42.76%；实现毛利 1.82 亿元，同比增长 37.52%。跟踪期内，精细化工业务同比增长较大，主要系新产品销售旺盛和 3-二氯-5-三氟甲基吡啶（DCTF）车间扩产完成并顺利投产所致。

该公司水产品加工业务由洪湖市万农水产食品有限公司（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。2021 年，公司水产品加工业务实现收入 3.16 亿元，实现毛利 0.38 亿元，较上年均有所下降，主要系 2021 年市场行情波动，原料虾采购不及预期，导致旺季备货量有所下降，从而影响全年销售所致。

该公司农牧业务由甘肃顶乐农牧有限责任公司（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。2021 年，公司农牧业务实现收入 8.65 亿元，实现毛利 1.17 亿元，较上年均有所下降。跟踪期内，国内基地优化调整了存栏结构；同时，国外基地所在的阿根廷限制了牛肉的出口，导致了农牧业业务收入有所下降。

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³（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，大部分出租，小部分自用，2021 年获得租金收入 0.20 亿元。已开盘销售的项目为利川香连康健城和罗田健康生态居住园，销售已接近尾声。利川香连康健城位于湖北恩施利川经济开发区，项目规划为四期，总投资 18.50 亿元，截至 2022 年 3 月末已累计投资 10.65 亿元，该项目一期已建成；二、三两期正在建设；四期暂无建设计划。该项目截至 2022 年 3 月末累计已销售回笼资金 10.09 亿元，预计 2022 年-2025 年可回笼资金约 3 亿元。罗田健康生态居住园项目总投资 1.90 亿元，已全部投资完成，截至 2022 年 3 月末已销售回笼资金 1.63 亿元，预计 2022 年-2025 年可回笼资金约 0.74 亿元。

² 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。

³ 九州通置业为该公司全资子公司上海弘康实业投资有限公司（简称“弘康实业”）下属公司，与上市公司九州通医药集团股份有限公司无直接股权关系。

此外，该公司持有位于武汉市东西湖区三店农场青草湖、石家坡两块土地使用权，均处于东西湖新城区核心位置，面积分别为 264.18 亩和 247.73 亩。相关部门已对上述地块规划为商住用地，公司计划待相关地块未来 3 年内完成变性后进行处置，预计可净回笼资金约 10 亿元。

该公司计划不再增加对房地产板块的投入。2021 年，公司房地产投资业务实现收入 5.33 亿元，实现毛利 1.22 亿元，较上年均有所增长，主要系利川香连康健城项目达到收入确认条件，于当年逐步结转收入所致。

图表 7. 截至 2022 年 3 月末公司主要持有商业物业情况（单位：亿元）

项目名称	所在地	建设期间	总投资	可租面积 (万平方米)	期末账面价值	核算科目	2021 年租金收入	2022 年第一季度租金收入
九州通大厦	武汉	2010-2014	2.50	1.91	0.70	投资性房地产、固定资产	0.20	0.05
合计	—	—	2.50	1.91	0.70	—	0.20	0.05

资料来源：楚昌集团

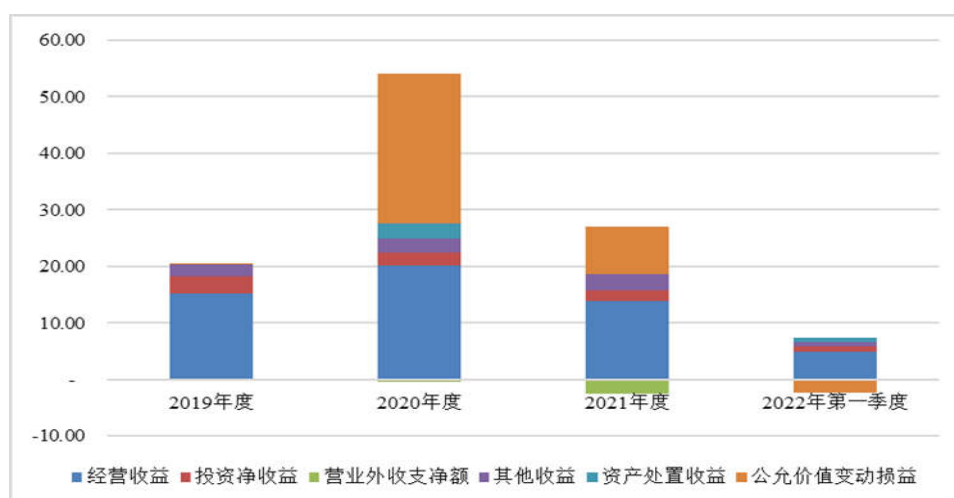
图表 8. 截至 2022 年 3 月末公司在售房产项目情况（单位：亿元，万元/平方米，万平方米）

项目名称	总投资	已投资	总建筑面积	剩余可售面积	已售/预售面积	销售均价	累计合同销售金额	累计回笼资金	销售收入		回笼资金	
									2021 年	2022 年第一季度	2021 年	2022 年第一季度
利川地产项目	18.50	10.65	46.32	3.62	20.30	0.51	10.28	10.09	4.63	0.71	2.21	0.69
罗田地产项目	1.90	1.90	7.16	1.86	5.30	0.31	1.64	1.63	0.15	0.03	0.15	0.04
合计	20.40	12.55	53.48	5.48	25.6	0.82	11.92	11.72	4.78	0.74	2.36	0.73

资料来源：楚昌投资

（2）盈利能力

图表 9. 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

跟踪期内，该公司经营收益是公司盈利的主要来源，但由于主营业务毛利率的下降，2021 年公司经营收益同比有所下降。

2021 年及 2022 年第一季度，该公司实现利润总额 24.50 亿元和 4.87 亿元，其中 2021 年利润总额同比减少 54.33%，主要系上年度公司持有的爱美客技术发展股份有限公司（简称“爱美客”，股票代码：300896）以及中泰证券股份有限公司（简称“中泰证券”，股票代码：600918）股票股价大幅上涨带来较大公允价值变动收益，导致上年度基数较高所致。

2021 年，该公司综合毛利率为 8.22%，同比下降 0.86 个百分点，主要系带量采购、药品零差率销售等政策压缩了分销业务的利润空间以及个别毛利率较高的总代产品销售有所减少所致。同时，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。

图表 10. 公司营业利润结构分析（单位：亿元）

公司营业利润结构	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
营业收入合计	1,021.43	1,131.98	1,251.29	358.35
毛利	91.78	102.82	102.89	26.60
其中：医药批发及相关业务	78.84	87.95	88.92	23.01
医药零售	3.33	5.32	3.15	0.82
医药工业	3.63	4.53	5.03	1.25
期间费用率（%）	7.10	6.72	6.52	5.44
其中：管理费用（含研发费用）率（%）	2.18	2.18	2.31	1.81
销售费用率（%）	3.15	3.21	3.00	2.62
财务费用率（%）	1.77	1.33	1.21	1.01
全年利息支出总额	17.82	15.11	15.71	—
其中：资本化利息数额	—	—	—	—

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。近年，国务院、财政部等部门持续执行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。2021 年及 2022 年第一季度，公司期间费用合计分别为 81.57 亿元和 19.50 亿元，期间费用率分别为 6.52%和 5.44%，其中财务费用率分别为 1.21%和 1.01%。

2021 年，该公司销售费用从上年的 36.37 亿元增至 37.50 亿元，主要系销售规模扩大，分支机构增加导致对应的销售费用持续上升所致；管理费用（含研发费用）从上年的 24.68 亿元增至 28.91 亿元，主要系由于职工薪酬及社保统筹等增长所致；财务费用从上年的 15.06 亿元增至 15.16 亿元，变化较

小。

图表 11. 影响公司盈利的其他因素分析⁴（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
投资净收益	3.04	2.20	1.89	0.95
其中：权益法核算的长期股权投资收益	0.78	0.98	1.33	—
处置长期股权投资取得的投资收益	0.25	0.16	0.71	—
处置交易性金融资产取得的投资收益	1.67	0.73	-0.66	—
营业外收入及其他收益	2.55	3.34	3.20	0.87
其中：政府补助	2.01	2.75	2.75	—
核销无法支付的款项	0.25	0.25	0.15	—
公允价值变动损益	0.02	26.48	8.35	-2.29
其中：所持股票	—	26.61	8.50	—
资产减值损失（含信用减值损失）	1.47	3.54	3.90	1.26

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理

跟踪期内，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。2021 年及 2022 年第一季度，公司分别实现投资收益 1.89 亿元和 0.95 亿元，其中 2021 年主要包括对湖北金融租赁股份有限公司（简称“湖北金租”）的长期股权投资收益 1.28 亿元等。同期，公司分别实现营业外收入及其他收益 3.20 亿元和 0.87 亿元，主要是政府补助、核销无法支付的款项等。同期，公司分别实现公允价值变动净收益 8.35 亿元和 -2.29 亿元，主要为子公司九州通持有的爱美客、重庆太极实业（集团）股份有限公司（简称“太极集团”，股票代码：600129）股票以及子公司上海楚弘富泰企业管理有限公司等（简称“楚弘富泰”）持有的中泰证券股票价格变动所致⁵。跟踪期内，公司所持有的相关股票价格波动较大，对公司利润产生一定影响，需关注其后续公允价值变化对公司利润的影响。

2021 年及 2022 年第一季度，该公司确认资产减值损失（含信用减值损失）分别为 3.90 亿元和 1.26 亿元，其中主要为其他应收款减值损失、应收账款减值损失以及存货跌价损失及合同履行成本减值损失。同期末，公司实现净利润 18.09 亿元和 3.80 亿元，分别同比减少 56.37%和 34.94%，主要系上年公司因持有的爱美客和中泰证券股票股价大幅上涨，当期确认了较大规模公允价值变动净收益所致。

⁴ 楚昌投资未提供2022年第一季度影响公司盈利的其他因素明细。

⁵ 截至2022年3月末，该公司分别持有爱美客、太极集团和中泰证券股票193.3万股、153.8万股和0.38亿股，分别占其总股本比例为0.89%、0.28%和4.44%。2021年和2022年第一季度，公司持有的爱美客股票公允价值变动收益分别为12.13亿元和-1.51亿元；持有的太极集团股票公允价值变动收益分别为0.76亿元和-0.09亿元；持有的中泰证券股票公允价值变动收益分别为-4.56亿元和-0.70亿元。以上公允价值变动收益均未扣除所得税影响。

(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，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。

该公司的主营业务主要由九州通负责运营，2022 年将继续专注服务实体医药健康产业，为生产企业、医疗机构、零售药店、商业批发及互联网电商平台等提供专业的医药分销、总代品牌推广、现代物流及信息技术等服务；“幂健康”平台为个人提供“双向”服务；重点发展医院、总代品牌推广、“药九九”终端平台、“万店联盟”、医疗器械、中药及三方物流业务；全力推进公司数字化转型升级；调整和完善公司治理体系；实现公司稳健高质量发展，让上下游客户和消费者享有最专业的大健康服务体验。

此外，该公司后续资本性支出主要为九州通的支出，此外化工业务新建产能及地产工程尾款还有一定支出，2022 年和 2023 年分别为 27.46 亿元与 28.13 亿元，其中九州通对医药物流相关产业的投资分别为 16.73 亿元和 18.07 亿元；九州通对医药物流相关公司的收购分别为 4.50 亿元和 4.86 亿元；大连九信新建 4,5-二氯-N-辛基-3-异噻唑啉酮 (DCOIT)项目支出分别为 0.53 亿元和 0.04 亿元；支付地产工程款均为 1.50 亿元。

管理

跟踪期内，该公司董事会及管理层发生一定人事变动。公司及其一致行动人质押九州通股权比例有所上升，需关注其后续的再融资能力及中长期债务融资情况。公司应收关联方的款项规模较大，关注关联方资金占用压力和款项回收风险。

根据公司于 2022 年 1 月 4 日公告，经该公司股东会研究决定，新增陈启明、刘登攀为公司董事；经公司董事会研究决定，选举胡双凯为公司副董事长，任命陈启明为公司总经理并免去胡双凯公司总经理职务。相关人员变动属经营管理层人事任命的正常变动，对公司治理、日常经营及偿债能力无重大不利影响。

根据九州通于 2022 年 6 月 21 日发布的公告，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%），其所持九州通股份中已质押的股份总额累计为 5.24 亿股（占其所持九州通股份总数的

57.83%；占九州通股份总数的 27.97%)，未质押的股份市值约 46.05 亿元（按照九州通 2022 年 6 月 21 日收盘价 12.03 元计算）。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上升，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。2021 年，公司向关联方采购商品支付的金额为 7.04 亿元，占公司营业成本的比重为 0.61%；向关联方销售商品 3.08 亿元，占公司营业收入的比重为 0.25%。此外，公司与关联企业存在较大金额的资金往来⁶，存在一定的资金回笼风险，同时影响其运营效率。截至 2021 年末，公司应收关联方款项合计 9.32 亿元，主要是对中山广银等关联方的应收往来款，资金占用规模较大。

根据该公司提供的《企业信用报告》（2022 年 4 月 18 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。

图表 12. 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	2022/4/18	无	无	无	无法提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2022/5/27	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	2022/5/27	无	无	无	无法提供
工商	国家企业信用信息公示系统	2022/5/27	不涉及	无	无	无法提供
质量	公开信息	2022/5/27	不涉及	无	无	无法提供
安全	公开信息	2022/5/27	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

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，持续面临较大的营运资金周转压力。跟踪期内，公司财务杠杆仍较高，刚性债务有所增长，且集中于短期，面临较大的短期偿付压力。此外，公司本部货币资金较有限，且核心资产集中在上市子公司九州通，跟踪期内公司及一致行动人已质押九州通的股权比例超过 50%，对其资源的调配受到一定的限制。本部临近到期债券规模较大，面临较大的集中偿付压力。

⁶ 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。

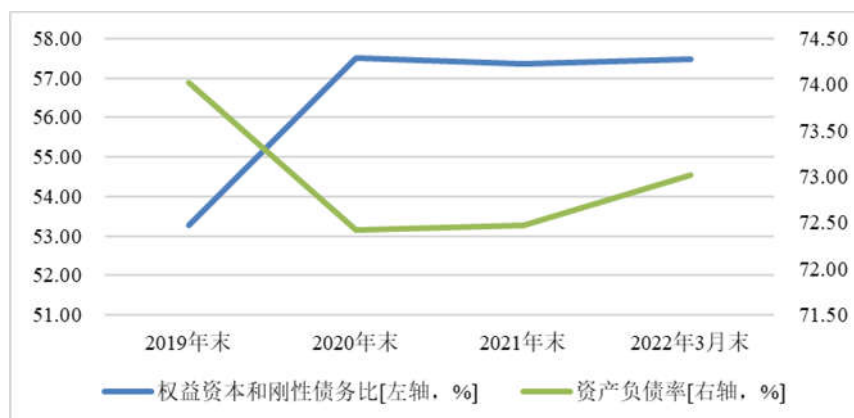
1. 数据与调整

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2021 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 2022 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 13. 公司财务杠杆水平变动趋势

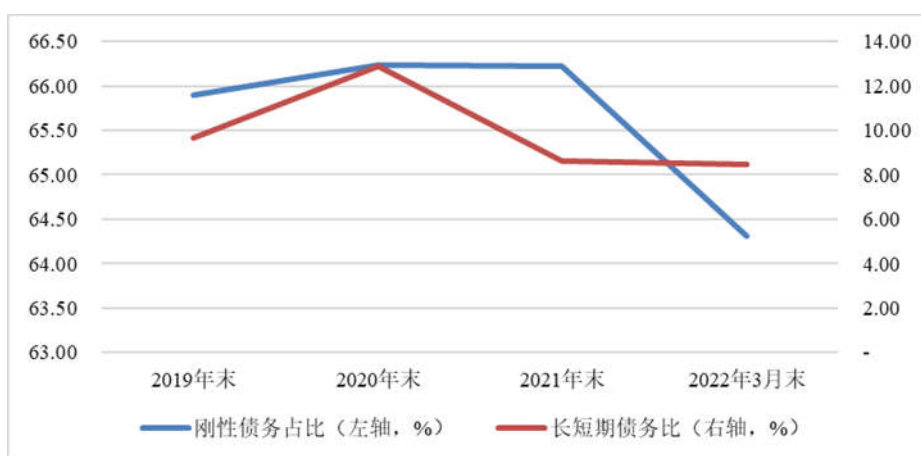


资料来源：根据楚昌集团所提供数据绘制

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。2021 年末及 2022 年 3 月末，公司负债总额分别为 676.33 亿元和 701.00 亿元，分别较上年末增长 4.70%和 3.65%；同期末资产负债率分别为 72.47%和 73.01%，分别较上年末增长 0.13 个百分点和 0.54 个百分点。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 14. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	258.08	385.12	379.61	430.35	453.06	455.79
应付账款 (亿元)	100.68	110.25	126.40	134.22	131.58	154.43
预收账款 (亿元)	10.74	12.39	13.56	16.73	14.14	14.48
其他应付款 ⁷ (亿元)	31.90	42.82	44.29	51.90	59.87	60.77
刚性债务占比 (%)	62.99	68.71	65.90	66.39	66.99	65.02
应付账款占比 (%)	24.58	19.67	21.94	20.70	19.46	22.03
预收账款占比 (%)	2.62	2.21	2.35	2.58	2.09	2.07
其他应付款占比 (%)	7.79	7.64	7.69	8.01	8.85	8.67

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。2021 年末及 2022 年 3 月末，公司刚性债务占负债总额的比重分别为 66.99%、和 65.02%。同期末，应付账款余额分别为 131.58 亿元和 154.43 亿元，主要是应付药品、医疗器械的采购款，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。同期末，其他应付款余额分别为 59.87 亿元和 60.77 亿元，主要是关联方资金往来、资金拆借和保证金等，其中 2021 年末主要包括保证金及押金 18.73 亿元、非关联方应付款项 16.32 亿元⁸和代收代付项目 6.84 亿元⁹等，2021 年其他应付款规模同比增长 15.35%，主要系保证金及押金及非关联方应付款项有所增长所致。整体看，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。

⁷ 其他应付款不包括应付利息、应付股利，包括了同计入刚性债务的其他借入资金部分（2021 年和 2022 年末相关金额分别为 7.26 亿元和 7.17 亿元）。

⁸ 其他应付款中对非关联方应付款项主要包括投资意向款、应收股权转让款和项目合作往来款等。

⁹ 其他应付款中代收代付项目主要由资产证券化和应收账款无追保理等出表交易事项所形成。

(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	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务合计	212.99	341.37	334.28	369.37	410.48	409.68
其中：短期借款	109.31	140.12	133.61	160.71	141.26	150.22
应付票据	92.34	148.23	158.56	180.45	215.49	223.92
交易性金融负债	0.04	—	11.89	13.42	12.46	12.47
一年内到期长期借款	—	14.93	20.08	4.80	13.41	9.76
其他短期刚性债务	11.29	38.09	10.13	9.99	27.86	13.31
中长期刚性债务合计	45.09	43.76	45.34	60.99	42.58	46.11
其中：长期借款	32.28	30.45	31.55	38.07	34.50	38.26
应付债券	12.81	13.31	13.79	22.92	8.08	7.85
综合融资成本（年化，%）	5.83	5.51	8.67	6.30	6.66	6.71

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理

2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司刚性债务总额分别为 452.90 亿元和 455.79 亿元，且以短期刚性债务为主。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 2021 年末，公司短期借款为 141.26 亿元，较上年末下降 12.10%，但因公司所需营运资金较多，短期借款规模仍较大；应付票据为 215.49 亿元，较上年末增加 19.42%，主要系公司经营规模较大，采购量持续增加所致；交易性金融负债为 12.46 亿元，主要为公司发行的可交换债券¹⁰；其他短期刚性债务为 27.86 亿元，较上年末大幅增长，主要为一年内到期的应付债券 15.27 亿元¹¹、其他应付款中其他借入的资金 7.26 亿元¹²和应付短期融资券 5.01 亿元¹³。公司长期刚性债务由长期借款和应付债券构成。截至 2021 年末，公司长期借款为 34.50 亿元；应付债券为 8.08 亿元，全部为“20 楚昌 01”，较上年同期大幅减少主要系“九州转债”重分类至一年内到期非流动负债所致。2022 年 3 月末，公司刚性债务结构较上年末变化不大。

¹⁰ 该公司发行的可交换债券为“19 楚昌 EB01”、“19 楚昌 EB02”，发行金额分别为 5.00 亿元和 4.97 亿元。将分别于 2022 年 9 月和 2022 年 10 月到期，公司拟发行楚昌投资集团有限公司 2022 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券以归还该债务，拟发行金额为 9.97 亿元。截至 2022 年 6 月，该债券获上交所受理，项目状态为已反馈。

¹¹ 2021 年末，一年内到期的应付债券为九州通于 2016 年 6 月发行的九州通医药集团股份有限公司可转换公司债券（债券简称：“九州转债”），该债券已 2022 年 1 月到期并完成赎回兑付。

¹² 其他借入的资金主要为下属子公司弘康实业于 2020 年起与兴业证券股份有限公司向公司开展融资融券业务融入的资金，2021 年及 2022 年 3 月末计入其他应付款的金额分别为 7.26 亿元和 7.17 亿元，利率为 5-6%。

¹³ 2021 年末，应付短期融资券为九州通于 2021 年 12 月发行的 2021 年度第一期超短期融资券，发行总额为 5 亿元，期限 90 天。该期超短期融资券已 2022 年 3 月到期并完成兑付。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 16. 公司经营环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
营业周期（天）	121.56	135.07	141.10	139.10	130.73	—
营业收入现金率（%）	110.92	107.83	109.73	99.15	97.03	80.63
业务现金收支净额	29.29	59.94	96.32	111.26	126.49	0.46
其他因素现金收支净额	-38.59	-49.57	-67.20	-79.56	-94.77	-26.92
经营环节产生的现金流量净额	-9.29	10.36	29.12	31.71	31.73	-26.46
EBITDA	30.75	33.61	44.21	74.64	48.36	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.13	0.10	0.12	0.19	0.11	—
EBITDA/利息支出（倍）	3.28	2.56	2.48	4.94	3.08	—

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。2021 年及 2022 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 97.03%和 80.63%。同期，公司业务现金收支净额分别为 126.49 亿元和 0.46 亿元；其他因素现金收支净额¹⁴分别为-94.77 亿元和-26.92 亿元；经营活动产生的现金流量净额分别为 31.73 亿元和-26.46 亿元。2022 年一季度，公司经营活动现金净流出较多，主要系受应收账款回款周期较长和结算时点影响所致（公司与下游客户通常在每年第二季度末和年末进行应收账款清收）。

2021 年，该公司 EBITDA 对利息支出的保障倍数为 3.08 倍；EBITDA 对刚性债务的保障倍数为 0.11 倍，分别较上年下降 1.86 个百分点和 0.08 个百分点，主要系上年度公司持有的爱美客等股票的价格大幅上涨，使当年公司 EBITDA 大幅增至 74.64 亿元（其中公允价值变动损益 26.48 亿元）；2021 年，公司持有的爱美客等股票的公允价值变动损益同比下降较多（为 8.35 亿元）使 EBITDA 下降，从而导致其对刚性债务、利息支出的保障倍数有所下降。

(2) 投资环节

图表 17. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-4.77	-1.50	1.87	1.01	14.64	-0.61

¹⁴ 经营环节现金流中其他因素现金流出主要包括支付的保证金、代付款项、往来款项、销售费用、管理费用及研发费用等。

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
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	-11.31	-14.04	-12.45	-11.88	-12.48	-1.99
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-18.15	2.05	2.83	3.17	-19.78	18.70
投资环节产生的现金流量净额	-34.12	-13.24	-7.74	-7.70	-17.62	16.10

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。2021 年及 2022 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-17.62 亿元和 16.10 亿元。2021 年和 2022 年第一季度，公司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出额分别为 12.48 亿元和 1.99 亿元，其中 2021 年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而有所增加。该类现金流预计将在较长一段时间内持续呈现净流出状态。同期，公司其他因素对投资环节现金流量影响净额分别为-27.31 亿元和 18.70 亿元，主要为九州通申购理财产品和赎回理财产品导致其波动较大。

（3）筹资环节

图表 18. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
权益类净融资额	44.02	7.82	13.23	26.12	-5.20	0.50
债务类净融资额	-14.25	-9.36	-47.96	-12.15	-35.86	-13.79
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	44.99	35.53	-10.59	-18.96	19.22	10.25
筹资环节产生的现金流量净额	74.77	33.98	-23.84	-4.99	-21.84	-3.04

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理

在筹资活动方面，2021 年及 2022 年第一季度，该公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-21.84 亿元和-3.04 亿元，其中 2021 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。同期，其他因素对筹资环节现金流量影响净流入额较大主要系收到票据融资相关款项较多所致。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、收支结构上不匹配，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 19. 公司主要资产的分布情况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	476.01	618.75	639.17	725.17	763.87	787.39
	82.11%	84.02%	82.13%	81.22%	81.86%	82.01%
其中：现金类资产 ¹⁵	108.37	153.78	142.30	190.95	212.57	171.51
应收账款	141.54	208.32	231.24	252.78	265.80	348.77
其他应收款	63.05	61.26	71.99	76.90	67.68	60.50
存货	130.97	152.34	154.04	160.68	167.28	162.43
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	103.68	117.72	139.10	167.72	169.33	172.70
	17.89%	15.98%	17.87%	18.78%	18.14%	17.99%
其中：可供出售金融资产 ¹⁶	15.40	10.64	11.59	21.94	12.33	13.38
固定资产	47.36	55.75	60.11	66.12	76.55	76.93
在建工程	9.45	11.68	12.59	17.59	15.72	16.23
无形资产	11.96	13.80	22.99	24.83	24.13	23.72
期末全部受限资产账面金额	41.10	65.84	76.26	92.09	102.17	102.46
受限资产账面余额/总资产（%）	7.09	8.94	9.80	10.31	10.95	10.67
期末抵质押融资余额（亿元）	61.95	83.46	56.09	63.97	60.63	63.86

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理

2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司资产总额分别为 933.20 亿元和 960.09 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 763.87 亿元和 787.39 亿元，在总资产中占比均在 80%以上。

该公司流动资产以现金类资产、应收账款、预付款项、其他应收款和存货为主。2021 年末，公司现金类资产余额为 212.57 亿元，包括货币资金 155.12 亿元（受限 77.81 亿元）、应收银行承兑汇票 15.60 亿元（受限 2.00 亿元）和交易性金融资产 41.86 亿元¹⁷，其中交易性金融资产较上年末增长 116.41%，主要系子公司九州通购买理财产品（全部为保本浮动收益型产品）及其持有的爱美客和太极集团股票分别由其他非流动金融资产和长期股权投资重分类至该科目所致。同期末，公司应收账款账面价值为 265.80 亿元，较上年末增长 5.15%，随着公司营业规模的不断扩大，公司应收账款规模持续上升。年末应收账款主要按照账龄已计提了 5.36 亿元减值准备，当年发生应收账款减值损失为 1.03 亿元。跟踪期内公司对二级以上医疗机构客户进行重点拓展，应收账款中医疗机构占比有所上升，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，截至 2021 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

¹⁵ 现金类资产包括货币资金、应收银行承兑汇票和交易性金融资产等。

¹⁶ 可供出售金融资产包含债权投资、其他权益工具和其他非流动金融资产等。

¹⁷ 截至 2021 年末，公司交易性金融资产主要爱美客、太极集团和中泰证券股票等（计入权益工具投资）20.54 亿元及保本浮动收益型银行理财产品（计入债务工具投资）20.02 亿元。

和医药公司的货款实行风险控制¹⁸，坏账风险相对可控。同期末，公司预付款项为 41.82 亿元，较上年末增长 9.84%，主要是预付上游供应商的货款，一年内占比在 99%以上；其他应收款为 67.68 亿元，较上年末下降 11.98%，其中包括对非关联方应收款项 22.38 亿元¹⁹、对关联方应收款项 9.32 亿元、供应商折让 17.54 亿元和医院客户支付的经营保证金 10.68 亿元；存货为 167.28 亿元，较上年末增长 4.11%，主要系经营规模持续增长，公司相应增加了存货储备所致，存货的持续增长对公司库存管理亦提出一定挑战。2022 年 3 月末，公司应收账款较上年末增长 31.21%至 348.77 亿元，主要系受应收回款周期和结算时点影响所致（公司与下游客户通常在每年第二季度末和年末进行应收账款清收），此外，其他的流动资产构成较上年末变化较小。

该公司非流动资产以可供出售金融资产²⁰、固定资产、在建工程、无形资产和长期股权投资为主。2021 年末，公司可供出售金融资产为 12.33 亿元，主要包括其他权益工具投资 6.12 亿元、其他非流动金融资产 4.90 亿元和债权投资 1.32 亿元，其中其他权益工具投资主要包括子公司九州通持有对 YANGTUO TECHNOLOGY INC.的股权投资 3.00 亿元和对成都华福医院管理有限公司的股权投资 1.09 亿元，其他非流动金融资产主要为对浙江凯乐士科技有限公司的股权投资 1.01 亿元和对武汉民营投资有限公司的股权投资 1.00 亿元；固定资产为 76.55 亿元，较上年末增长 15.77%，主要系公司持续在全国范围布局建设物流中心等并于 2021 年逐渐完工转入固定资产，以及购置了一定数量的机器设备等用于日常经营所致；在建工程为 15.72 亿元，主要是分布各省的在办公楼、物流中心等，后续仍有一定资本支出规模；无形资产为 24.13 亿元，主要是土地使用权和软件等；长期股权投资为 15.04 亿元，主要包括对湖北金租长期股权投资 8.34 亿元和对湖北通赢股权投资基金合伙企业（有限合伙）长期股权投资 2.10 亿元等。年末公司长期股权投资较上年末下降较多主要系当期将持有的 2.86 亿元太极集团股权重分类至交易性金融资产所致。2022 年 3 月末，公司非流动资产构成较上年末变化较小。

截至 2022 年 3 月末，该公司受限资产账面价值合计 102.46 亿元，占资产总额的比例为 10.67%，主要包括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。

¹⁸ 该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手段包括：1）业务财务风控联动：完成下游客户分级管控，建立管控模块的开发。公司根据客户类型、客户等级给予差异化回款账期；2）年末清收与客户授信结合：公司一般在每年12月中旬完成对下游客户的清收，如果逾期的降低甚至取消下一年度的账期授信额度。同时，公司制定了长账龄清收方案，对于重点客户开展点对点沟通及过程跟进，重大疑难案件移交公司法务部门催收。

¹⁹ 该公司对非关联方其他应收款主要包括工程款、投资意向款、应收股权转让款和项目合作往来款等。其中对广州久宝投资咨询服务有限公司其他应收款为7.79亿元，主要用于广东银康药业有限公司、黄石世星药业有限责任公司等健康相关项目投资6.28亿元以及收购甘肃顶乐股权0.60亿元；对德炎水产食品股份有限公司其他应收款为1.64亿元，主要用于收购其商标等资产；九州通形成的非关联方其他应款项为7.39亿元，主要为工程款、往来款和租赁费等。

²⁰ 可供出售金融资产包含债权投资、其他权益工具和其他非流动金融资产等。

图表 20. 截至 2022 年 3 月末，公司受限资产分布情况

项目	金额	受限原因
货币资金	78.84	银行承兑汇票和信用证保证金、监管账户资金等
应收款项融资	1.14	质押开票
应收账款	6.36	质押借款及有追商业保理
固定资产	13.44	抵押借款
无形资产	2.61	抵押借款
合计	102.46	

资料来源：楚昌集团

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	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率 (%)	131.96	120.79	121.68	126.30	122.70	122.28
速动比率 (%)	87.63	83.38	86.19	91.68	89.11	91.99
现金比率 (%)	30.04	30.02	27.09	33.26	34.15	26.64

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。2021 年末及 2022 年 3 月末，公司流动比率分别为 122.70%和 122.28%；现金比率分别为 34.15%和 26.64%。

6. 表外事项

截至 2021 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 484 家子公司，其中 151 家已办理工商登记但尚未缴足的注册资本，合计待缴金额 29.28 亿元。

截至 2022 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 4.41 亿元，该公司已经对有关未决诉讼案件可能遭受的损失进行预计并计提了 2.07 亿元坏账准备。

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 2021 年末，公司本部资产总额为 66.57 亿元，其中货币资金 5.13 亿元（全部为非受限货币资金），存量余额较小；其他应收款 13.58 亿元，较上年末略有下降，但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 40.00%，存在一定的资金回笼风险；长期股权投资 41.39 亿元，主要是子公司九州通、弘康实业和北京点金的股权。同期末，公司负债规模为 64.45 亿元，其中短期借款、其他应付款及一年内

到期非流动负债分别为 14.26 亿元、12.99 亿元和 11.01 亿元。截至 2021 年末，公司本部资产负债率为 96.81%，公司本部整体债务负担重，且集中在银行借款等刚性债务。

图表 22. 公司本部其他应收款主要明细（单位：亿元）

欠款方	金额	形成原因
湖北九州通置业发展有限公司	3.14	子公司往来款
亳州九州通中药物流产业投资有限公司	2.40	子公司往来款
洪湖市浪打浪水产食品有限公司	1.50	子公司往来款
武汉鑫众锦湖实业有限公司	1.42	该笔款项为东西湖地块项目相关的资金投入
洪湖市万农水产食品有限公司	0.86	子公司往来款
甘肃顶乐农牧有限责任公司	0.80	子公司往来款
蔡焕	0.50	该笔款项为借给子公司浪打浪原股东蔡焕的出资款
大连九信作物科学有限公司	0.47	子公司往来款
武汉长江带钢有限责任公司	0.42	该笔款项用于收购带钢厂股权，为东西湖地块项目相关的资金投入
张斌	0.32	张斌为甘肃顶乐原自然人股东，借款用于甘肃顶乐出资，尚未归还
蒋小仿	0.25	该笔款项是借给湖北阿根园原股东蒋小仿，出资到湖北阿根园，用于湖北阿根园日常生产经营

资料来源：楚昌集团

截至 2021 年末，该公司本部刚性债务规模为 51.38 亿元，其中短期刚性债务为 35.40 亿元，主要包括短期借款 14.26 亿元、交易性金融负债 9.97 亿元（“19 楚昌 EB01”和“19 楚昌 EB02”）、一年内到期非流动负债 11.01 亿元；长期刚性债务为 15.98 亿元，包括长期借款 7.90 亿元以及应付债券合计余额 8.08 亿元（“20 楚昌 01”）。2021 年，公司本部分别实现营业收入和净利润 0.79 亿元和 1.91 亿元，利润主要来自于子公司的投资收益。同期，公司本部经营性现金流净额为-0.61 亿元。

该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 2022 年 6 月 21 日，公司及其一致行动人已质押的股份总额为 5.24 亿股（占其所持九州通股份总数的 57.83%；占九州通股份总数的 27.97%），未质押的股份市值约 46.05 亿元（按照九州通 2022 年 6 月 21 日收盘价 12.03 元计算）。

外部支持因素

截至 2022 年 3 月末，该公司获得的银行授信总额为 589.99 亿元，已使用的额度为 390.03 亿元，尚未使用的授信额度为 199.96 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 127.46 亿元，尚未使用的额度为 37.91 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 23. 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）	589.99	589.99	390.03	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	127.46	127.46	89.55	3.0%-6.0%	质押/抵押/自然人担保/信用
其中：大型国有金融机构占比	21.60%	21.60%	22.96%	—	—

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理（截至 2022 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，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7100万元，是由湖北联投资本投资发展有限公司²¹（简称“湖北联投资本”）和湖北融汇投资担保集团有限公司（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，湖北联投资本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²²（简称“农发基金”），注册资本增至75亿元，同时融汇担保将其所持湖北省担保0.02%股份转让给湖北联投资本，湖北联投资本和农发基金分别持股66.67%和33.33%。截至2021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联投集团有限公司，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2021年末，湖北省担保经审计的合并口径资产总额为150.46亿元，股东权益为119.83亿元，其中归属于母公司股东权益为117.20亿元；当年实现营业收入11.29亿元，净利润7.23亿元，其中归属于母公司股东的净利润为7.09亿元。当年末，直保业务在保责任余额为397.43亿元，无再担保责任余额，委托贷款、信托计划和应收融资租赁款账面余额分别为12.83亿元、13.39亿元和23.25亿元。

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，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，随着融资担保行业政策体系的建立及实施，

²¹ 原名湖北中经中小企业投资有限公司，后于 2016 年更名为湖北中经资本投资发展有限公司，又于 2020 年更为现名。

²² 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，逐步开展债券投资业务。债券担保仍为湖北省担保的核心业务，但近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，其中房地产企业债券投资的信用风险上升。

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

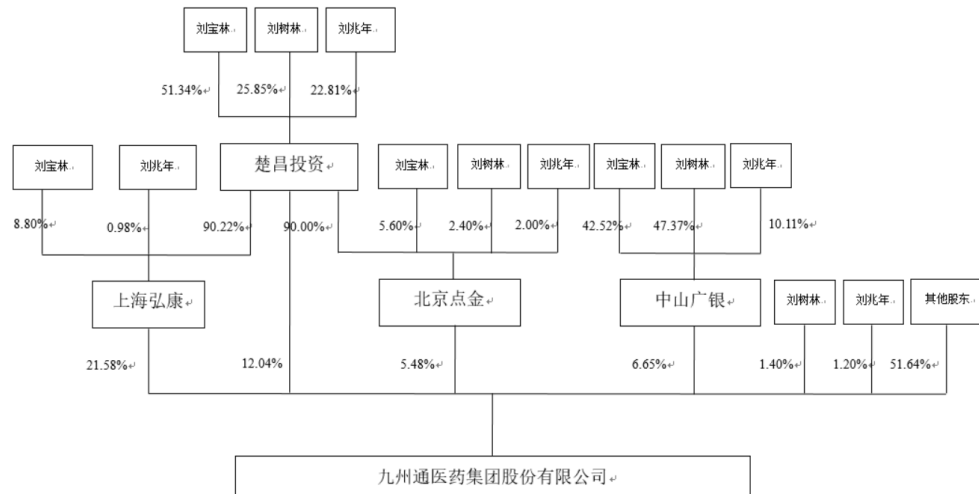
该公司是投资控股型集团企业，主要通过下属子公司开展各类经营性业务。跟踪期内，上市子公司九州通保持了在药品流通领域的竞争优势，医药业务收入整体实现了平稳增长，但毛利率因带量采购、药品零差率销售等政策而持续下降；水产品加工和农牧业业务销售收入有所波动，但其在营收总额中占比较低，对利润总额的影响较为有限。

跟踪期内，该公司董事会及管理层发生一定人事变动。公司及其一致行动人质押九州通股权比例有所上升，需关注其后续的再融资能力及中长期债务融资情况。公司应收关联方的款项规模较大，关注关联方资金占用压力和款项回收风险。

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，持续面临较大的营运资金周转压力。跟踪期内，公司财务杠杆仍较高，刚性债务有所增长，且集中于短期，面临较大的短期偿付压力。此外，公司本部货币资金较有限，且核心资产集中在上市子公司九州通，跟踪期内公司及一致行动人已质押九州通的股权比例超过 50%，对其资源的调配受到一定的限制。本部临近到期债券规模较大，面临较大的集中偿付压力。

附录一：

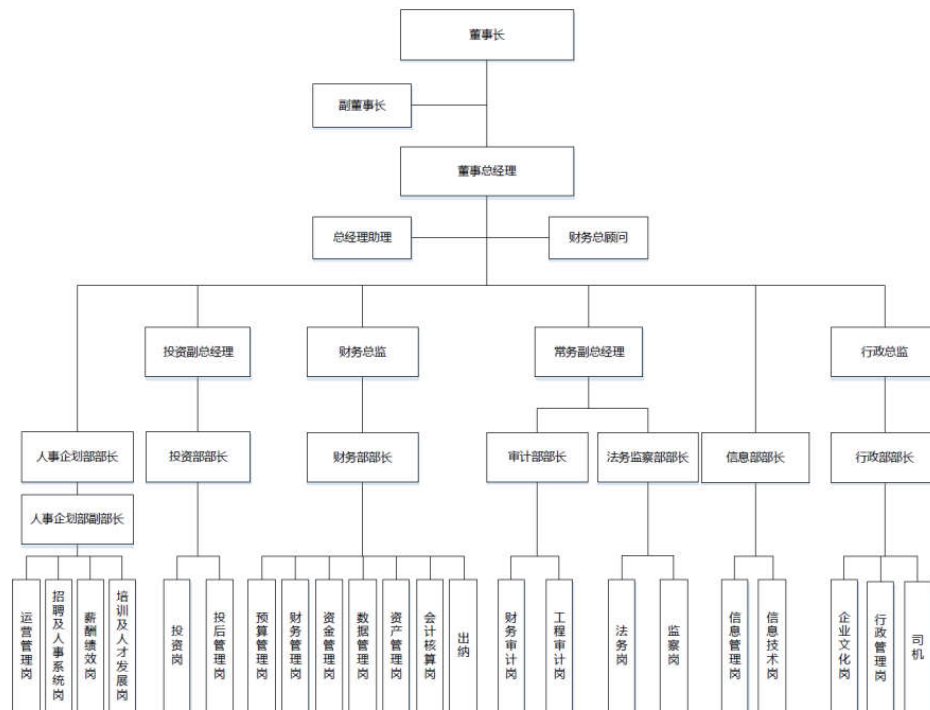
公司与实际控制人关系图



注：根据楚昌集团提供的资料绘制（截至 2022 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 2022 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	2021 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	51.23	2.13	0.79	1.91	-0.61	5.24	
九州通医药集团股份有限公司	九州通	二级子公司	36.45	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	385.57	270.73	1,224.07	26.08	34.59	52.12	公司直接持股 12.04%，间接持股 24.41%
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	3.60	14.11	0.24	-3.30	-0.97	-4.07	
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	3.66	3.66	0.02	0.13	-0.13	0.43	
洪湖市浪打浪水产食品有限公司	洪湖浪打浪	二级子公司	96.74	水产品研发、生产、销售	—	2.06	—	-0.05	-0.22	-0.02	
洪湖市万农水产食品有限公司	万农水产	二级子公司	100.00	水产品及其副产品加工、销售、研发	0.85	-0.11	3.16	-0.32	0.41	-0.05	
甘肃顶乐农牧有限责任公司	顶乐农牧	二级子公司	61.92	畜禽的饲养、批发、销售	2.00	2.35	8.82	0.52	-1.47	1.23	
湖北九州通置业发展有限公司	九州通置业	三级子公司	100.00	房地产开发与经营	—	0.66	5.09	-0.06	-0.38	0.04	
内蒙古佳瑞米精细化工有限公司	佳瑞米化工	三级子公司	83.33	农药、农药中间体及精细化工品的生产、研发及贸易	2.54	2.83	5.51	0.31	0.21	0.68	
大连九信精细化工有限公司	大连九信	二级子公司	100.00	农药、医药中间体等精细化工品的研发与生产	1.56	5.30	10.14	0.56	0.35	1.25	

注：根据楚昌集团 2021 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]	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
资产总额[亿元]	778.26	892.89	933.20	960.09
货币资金[亿元]	125.12	151.19	155.12	142.80
刚性债务[亿元]	379.61	430.35	453.06	455.79
所有者权益[亿元]	202.21	246.94	256.87	259.09
营业收入[亿元]	1,021.43	1,131.98	1,251.29	358.35
净利润[亿元]	14.29	41.46	18.09	3.80
EBITDA[亿元]	44.21	74.64	48.36	—
经营性现金净流入量[亿元]	29.12	31.71	31.73	-26.46
投资性现金净流入量[亿元]	-7.74	-7.70	-17.62	16.10
资产负债率[%]	74.02	72.34	72.47	73.01
权益资本与刚性债务比率[%]	53.27	57.38	56.70	56.85
流动比率[%]	121.68	126.30	122.70	122.28
现金比率[%]	27.09	33.26	34.15	26.64
利息保障倍数[倍]	2.15	4.55	2.56	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	138.68	133.84	127.75	—
毛利率[%]	8.99	9.08	8.22	7.42
营业利润率[%]	1.99	4.77	2.16	1.40
总资产报酬率[%]	5.05	8.23	4.40	—
净资产收益率[%]	7.56	18.46	7.18	—
净资产收益率*[%]	6.44	34.18	1.33	—
营业收入现金率[%]	109.73	99.15	97.03	80.63
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	5.61	5.77	5.30	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.76	3.93	2.13	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.48	4.94	3.08	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.18	0.11	—

注：表中数据依据楚昌集团经审计的 2019–2021 年度及未经审计的 2022 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	2019 年	2020 年	2021 年
实收资本（亿元）	75.00	75.00	75.00
股东权益（亿元）	104.52	112.63	119.83
总资产（亿元）	134.28	145.76	150.46
货币资金（亿元）	55.51	36.82	43.16
风险准备金（亿元）	4.07	8.71	10.36
营业收入（亿元）	3.90	8.26	11.29
担保业务收入（亿元）	1.56	5.33	8.62
营业利润（亿元）	7.19	10.08	9.22
净利润（亿元）	5.44	8.00	7.23
平均资本回报率（%）	6.16	7.37	6.22
风险准备金充足率（%）	1.69	2.16	2.61
融资性担保责任放大倍数（倍）	2.57	4.65	4.17
直接担保发生额（亿元）	173.81	404.29	256.89
期末直接担保责任余额（亿元）	240.46	405.86	397.43
累计担保代偿率（%）	1.33	0.43	0.50
累计代偿回收率（%）	46.19	102.49	44.12
累计代偿损失率（%）	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	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。

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	3
		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	2021年6月8日	AA ⁺ /稳定	李一、黄梦姣	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	2022年6月28日	AA ⁺ /稳定	黄梦姣、翁斯喆	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	2021年6月8日	AAA	李一、黄梦姣	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	2022年6月28日	AAA	黄梦姣、翁斯喆	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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。