



内部编号: 2023060651

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

分析师：黄梦姣  hmj@shxsj.com
翁斯喆  wsz@shxsj.com

评级总监：张明海 

联系电话：(021) 63501349
联系地址：上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站：www.shxsj.com



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.

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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告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。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

概述

编号：【新世纪跟踪(2023)100556】

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/2023 年 6 月 27 日

前次跟踪：AA+/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日

首次评级：AA+/稳定/AAA/2019 年 10 月 22 日



跟踪评级观点

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。楚昌集团药品流通业务主要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。
- 经营规模稳步增长，经营获现情况较稳定。跟踪期内，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。医改政策的陆续出台对药品流通企业经营形成一定挑战。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和存货的减值风险。
- 公司本部即期偿债压力较大。楚昌集团本部资产负债率高企，且刚性债务集中于短期，加之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%，后续再融资空间受到一定限制，公司本部面临较大的即期偿债压力。
- 资金占用压力及回收风险。楚昌集团其他应收款规模较大，其中包含一定关联方占款，且本部其他应收款 3 年以上账龄占比较大，产生一定资金占用压力，关注后续资金占用规模变化及回收风险。

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。

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
母公司口径数据：				
货币资金（亿元）	0.54	5.13	1.97	1.18
刚性债务（亿元）	51.66	51.38	49.83	49.02
所有者权益（亿元）	0.21	2.13	6.15	5.64

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
经营性现金净流入量（亿元）	-0.42	-0.61	-0.62	-0.16
合并口径数据及指标:				
总资产（亿元）	892.89	933.20	987.02	1030.66
总负债（亿元）	645.95	676.33	717.80	756.09
刚性债务（亿元）	431.98	453.66	456.61	472.69
所有者权益（亿元）	246.94	256.87	269.21	274.57
营业收入（亿元）	1131.98	1251.29	1435.01	426.93
净利润（亿元）	41.46	18.09	20.43	6.30
经营性现金净流入量（亿元）	31.71	31.73	37.53	-29.62
EBITDA（亿元）	74.64	48.36	51.47	—
资产负债率[%]	72.34	72.47	72.72	73.36
权益资本与刚性债务比率[%]	57.16	56.62	58.96	58.09
流动比率[%]	126.30	122.70	120.89	120.36
现金比率[%]	33.26	34.15	32.04	27.18
利息保障倍数[倍]	4.55	2.56	2.72	—
净资产收益率[%]	18.46	7.18	7.77	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	5.77	5.30	5.84	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.93	2.13	8.31	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.94	3.08	3.30	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.18	0.11	0.11	—
担保人合并口径数据及指标:				
总资产[亿元]	145.76	150.46	183.19	—
股东权益[亿元]	112.63	119.83	133.64	—
营业收入[亿元]	8.26	11.29	12.50	—
融资性担保责任放大倍数[倍]	4.65	4.17	4.64	—
累计担保代偿率[%]	0.43	0.50	0.48	—

注 1：根据楚昌投资经审计的 2020~2022 年及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

注 2：担保方数据根据湖北省担保经审计的 2020~2022 年度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（通用）FM-GS001（2022.12）

评级要素			风险程度
个体信用	业务风险		1
	财务风险		3
	初始信用级别		aa ⁺
	调整因素	流动性因素	0
		ESG 因素	0
		表外因素	0
		其他因素	0
	调整理由：无。		
个体信用级别		aa ⁺	
外部支持	支持因素	0	
	支持理由：无。		
主体信用级别			AA ⁺

同类企业比较表

企业名称（简称）	2022 年/末主要经营及财务数据				
	总资产（亿元）	营业收入（亿元）	净资产收益率（%）	资产负债率（%）	EBITDA/利息支出（倍）
上海医药	1,981.35	2,319.81	10.20	60.63	5.72
柳药集团	186.07	190.53	12.47	65.79	7.64
南京医药	316.51	502.22	12.00	78.85	4.80
楚昌集团	987.02	1,435.01	7.77	72.72	3.30

注 1：上海医药全称为上海医药集团股份有限公司，柳药集团全称为广西柳药集团股份有限公司，南京医药全称为南京医药股份有限公司。

注 2：企业上海医药、南京医药为公开市场发债企业但并非本评级机构客户，相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

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 2022 年财务报表、未经审计的 2023 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 年至今发行的中期票据、资产支持票据和定向工具等，债务余额较大，公司面临兑付压力较大。

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	债券余额	期限	发行利率	发行时间	到期日期	本息兑付情况
20 楚昌 01	8.00	6.00	3+1+1 年	5.00	2020 年 5 月	2025 年 5 月 ¹	正常付息，尚未到期
22 楚昌投资 PPN001	5.00	5.00	3 年	4.80	2022 年 5 月	2025 年 5 月	正常付息，尚未到期
22 楚昌 EB01	4.00	3.76	3 年	5.50	2022 年 9 月	2025 年 9 月	正常付息，尚未到期
22 楚昌 EB02	2.00	2.00	3 年	5.50	2022 年 12 月	2025 年 12 月	正常付息，尚未到期
22 楚昌 EB03	3.97	3.97	3 年	5.50	2022 年 12 月	2025 年 12 月	正常付息，尚未到期
23 楚昌投资 PPN001	3.00	3.00	1 年	5.50	2023 年 1 月	2024 年 1 月	尚未到还本付息日
20 九州通 MTN001	2.00	2.00	3+N 年	6.00	2020 年 12 月	2023 年 12 月	正常付息，尚未到期
22 九州通 ABN001 优先 A	7.20	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	2.50	2 年	4.30	2022 年 4 月	2024 年 4 月	尚未到还本付息日
22 九州通 ABN001 次	0.30	0.30	2 年	—	2022 年 4 月	2024 年 4 月	尚未到还本付息日
23 九州通 ABN001	5.00	5.00	0.49 年	3.79	2023 年 4 月	2023 年 10 月	尚未到还本付息日
23 九州通 ABN001 次	0.30	0.30	2 年	—	2023 年 5 月	2025 年 5 月	正常付息，尚未到期
23 九州通 ABN001 优先 A	7.20	7.20	2 年	3.80	2023 年 5 月	2025 年 5 月	正常付息，尚未到期
23 九州通 ABN001 优先 B	2.50	2.50	2 年	4.10	2023 年 5 月	2025 年 5 月	正常付息，尚未到期
合计	52.97	50.73	—	—	—	—	—

资料来源：楚昌集团（截至本评级报告日）

¹ 2023 年 5 月已偿还 2 亿元。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；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，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

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；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023 年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。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

2022 年以来，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，药品流通市场规模有所扩大；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。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。

A. 行业概况

我国经济不断发展，城镇化水平不断提高。据相关统计分析，城镇化使得人们医疗保健意识增强、

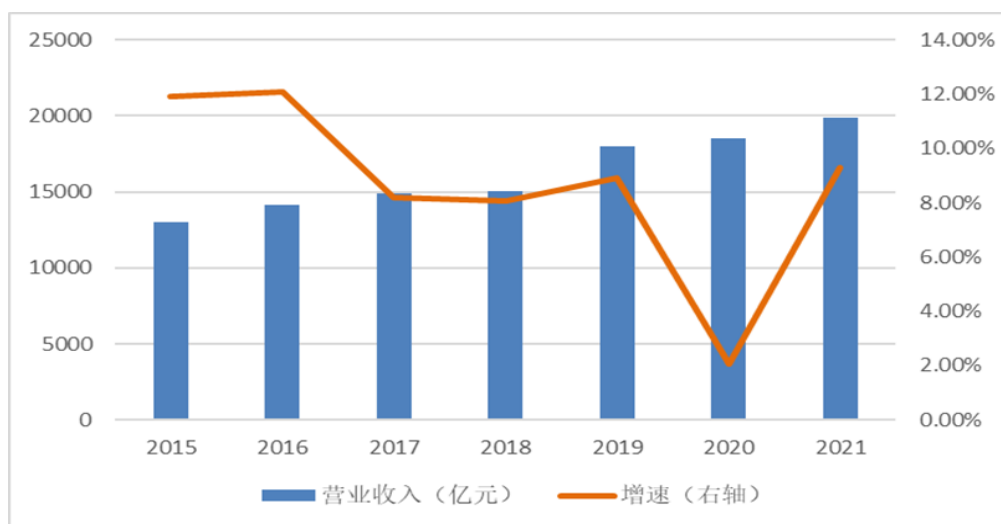
医疗服务便利性提高，从而促进医药需求。同时，我国老龄化人口占比上升较快，研究表明医疗保健支出与年龄呈正相关性，老龄化趋势的不断提高同样促进医药需求。新医疗体制改革中，国家加大医保投入，医保扩容刺激了抑制的医药需求，促进医药行业不断发展。

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，2020~2022 年我国居民人均医疗保健消费支出分别为 1,843 元、2,115 元和 2,120 元，医疗保健支出占居民人均消费支出的比重分别为 8.69%、8.78%和 8.64%。

2021 年，药品流通行业收入稳步增长，但盈利能力增速仍呈下降态势，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 26,064 亿元（含税），扣除不可比因素，同比增长 8.50%；根据中国药店数据，2021 年全国七大类医药商品销售总额同比增长 8.75%，其中实体零售市场销售规模同比增长 3.21%，2021 年医疗机构销售额和零售药店销售额占比分别为 73.73%和 26.27%。2021 年，我国药品流通直报企业主营业务收入为 19,823 亿元（不含税），扣除不可比因素，同比增长 9.30%；利润为 453 亿元，扣除不可比因素，同比增长 4.40%。

2022 年以来，全国药品流通市场销售规模有所扩大，2022 年前三季度全国药品流通直报企业主营业务收入为 14,903 亿元（不含税），扣除不可比因素，同比增长 6.35%，增速同比下降 5.02 个百分点；利润为 249 亿元，扣除不可比因素，同比增长 4.37%，增速同比下降 0.86 个百分点。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），2022 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）药品销售额达 17,936 亿元，同比增长 1.1%。其中公立医院终端、零售药店终端和公里基层医疗终端占比分别为 61.8%、29.0%和 9.2%。

图表 2. 我国药品流通行业销售收入及增速情况



资料来源：Wind、《中国药品流通行业发展报告》

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。

2020 年 3 月，国务院通过了《关于深化医疗保障制度改革的意见》，倡导进行“一票制”，其若全

面施行，可能会对部分医药流通企业带来冲击，服务能力和配送网络薄弱的医药流通企业将会出局。面对行业整合加剧，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转变。2021 年 1 月，国务院印发《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》，推动药品集中带量采购常态化及医保支付的实施和新医保目录的执行，促进以量换价和终端用药结构的调整，进而推动规模化运作和成本控制。2021 年 10 月，商务部下发《“十四五”时期促进医药物流行业高质量发展的指导意见》，加快建立布局合理的现代医药物流服务体系，提升全国医药物流网络的服务功能；并推进“互联网+药品流通”模式，支持药品流通企业与电子商务平台融合，发展智慧物流和智慧药房等新形态。

随着互联网技术的发展，医药电商销售成为医药零售的重要销售模式之一。近年，国家不断规范互联网诊疗和互联网医院的准入和执业管理机制，并在医保方面进一步完善了“互联网+”医疗服务价格和医保支付方式。2021 年以来，随着药品集中带量采购政策的实施、互联网医院配送模式兴起与医药电商业务的快速增长，以及医药物资供应保障任务，药品流通企业在物流网络布局、冷链管理尤其是疫苗配送、仓储拆零拣选、运输调度、终端配送服务等方面加快物流技术和管理水平升级，特别是加快对冷链业务的战略布局。未来的医药电子商务不仅包括医药流通环节各企业间的网上交易，同时还包括零售药、医药流通企业对消费者的网上零售，将成为医药流通行业新的增长点。

整体看，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

行业竞争来看，根据国家药品监督管理局于 2022 年 12 月发布的《药品监管管理统计年度报告（2021 年）》，截至 2021 年末，我国共有《药品经营许可证》持证企业 60.97 万家。其中，批发企业 1.34 万家，零售连锁总部 6,696 家，零售连锁门店 33.74 万家，单体药店 25.23 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。

总体看，随着国家各项医改政策的推进，药品流通市场竞争将更加激烈，药品流通行业格局将进一步调整，两极分化日趋明显。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。

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，账期普遍较长，企业面临较大的营运资金周转压力；（4）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 2022 年 9 月发布的《2021 年药品流通行业运行统计分析报告》，从销售区域分布来看，2021 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 12.6%，长江三角洲经济区 26.6%，珠江三角洲经济区 10.4%。2021 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 2022 年末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 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，公司有效连锁药店客户达 6,000 多家（覆盖零售药店约 18 万家），公司覆盖单体零售药

店约 19 万家，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，但毛利率受带量采购、药品零差率销售等政策影响而下降；精细化工业务和水产品加工销售等业务收入有所波动，但其在营收总额中占比较低，对利润总额的影响仍较为有限。

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。2022 年及 2023 年第一季度，公司分别实现营业收入 1,435.01 亿元和 426.93 亿元，同比分别增长 14.68%和 19.14%，收入上升主要系医药批发及相关业务收入稳步增加所致；毛利率分别为 8.05%和 7.69%，同比分别下降 0.17 个百分点和增加 0.27 个百分点，较为稳定。

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、研发以及增值服务业务。

图表 3. 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 4. 公司业务收入构成及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业收入合计	1,131.98	1,251.29	1,435.01	426.93	358.35
其中：核心业务营业收入（亿元）	1,104.91	1,220.85	1,400.77	420.14	350.98
在营业收入中所占比重（%）	97.61	97.57	97.61	99.81	97.94
其中：（1）医药批发及相关业务	1,067.44	1,183.60	1,352.32	406.78	340.85
在核心业务收入中所占比重（%）	96.61	96.95	96.54	96.82	97.11
（2）医药零售	20.31	18.40	25.37	7.69	4.74
在核心业务收入中所占比重（%）	1.84	1.51	1.81	1.83	1.35
（3）医药工业	17.16	18.84	23.09	5.67	5.39
在核心业务收入中所占比重（%）	1.55	1.54	1.65	1.35	1.54
毛利率（%）	9.08	8.22	8.05	7.69	7.42
其中：医药批发及相关业务（%）	8.24	7.51	7.28	7.12	6.75
医药零售（%）	26.17	17.09	18.49	17.90	17.25
医药工业（%）	26.38	26.68	22.78	22.32	23.12

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 2022 年末，该公司已在全国完成了 31 家省级医药物流中心及 110 家地市级投资建设了现代医药物流中心和药械分销网点，拥有 141 个规模不等的高标准符合国家 GSP 要求的医药物流仓储设施及配套设施。目前公司在全国各地拥有近 6,600 亩地，建筑总面积超过 420 万平方米的经营设施，其中，符合国家 GSP 标准的医药仓储设施近 270 万平方米，包含 519 个冷库（面积 4.5 万平方米，容积 10.5 万立方米）以及配套设施 70 多万平方米，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，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 2022 年末，公司全渠道 B 端客户规模约 51.9 万家，其中城市及县级公立医院客户 1.28 万家，连锁及单体药店客户 19.6 万家（合计覆盖零售药店数量约 37 万家），基层及民营医疗机构客户 22.3 万家（其中民营医院客户 1.29 万余家），下游医药批发客户约 1 万家，其他客户近 1.2 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 589 万个，其中中西成药品规数 7.78 万个，器械品规数 31.98 万个，中药品规数达到 11.53 万个，保健品和化妆品等其他品规数 7.60 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。

2022 年，该公司医药业务实现收入 1,400.77 亿元，同比增长 14.74%；实现毛利 108.35 亿元，同比增长 5.04%；2023 年第一季度，公司医药业务实现收入 420.14 亿元，同比增长 19.70%。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，公司在分销业务方面实现销售增长 25.30%，目前正在试点打通与老百姓、益丰、大参林、漱玉平民 4 家上市连锁药店的供应链系统，以实现药品供应体系的全流程高效融合，同时还与诺华、强生、以岭、健民、和黄等数十家生产企业在全国开展了连锁拓展与覆盖项目；同时，深度拓展县域批发与中小连锁市场，新增覆盖 35 个空白县，实现了 1,223 个县域市场的终端覆盖并实现县域市场 40% 的高速增长。截至 2022 年末，其分销业务已覆盖 1.28 万家公立医院、22.3 万家基层及民营医院、19.6 万家连锁及零售药店等实体终端客户；此外，电商方面覆盖京东、阿里、壹号、乐药等大型医药零售电商平台。2022 年，公司分销业务实现收入 1,210.56 亿元，同比上升 15.57%；毛利率为 6.48%，同比减少 0.59 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，2022 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 134.13 亿元、同比增长 3.10%；毛利率 13.64%，同比上升 6.36 个百分点，主要系当年毛利随产品收入增长所致。截至 2022 年末，公司总代总销药品品规为 1,025 个，总代总销医疗器械品规为 346 个。

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 2023 年 4 月末，好药师零售药店 14,261 家，其中直营店 215 家（含医院药店 16 家）、加盟店 14,046 家。2022 年，公司零售业务实现收入 25.37 亿元，同比上升 37.89%；毛利率 18.49%，同比上升 1.40 个百分点。该业务收入上升主要系业务规模拓展所致。

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”）。2022 年，京丰制药实现收入 4.69 亿元，同比增长 51.48%，主要系当年加大促销力度，此外新品种陆续上市所致；毛利率 34.54%，同比下降 1.09 个百分点。跟踪期内，京丰制药生产的盐酸二甲双胍片(0.25*100s)已通过一致性评价，并于 2020 年成功中标国家第三批集采；2021 年卡托普利片(25mg)/(12.5mg)也已通过一致性评价；2023 年 3 月 29 日，呋塞米注射液拟中标国家第八批集采。同期，九信中药实现收入 18.40 亿元，同比增长 16.82%；毛利率 19.79%，同比下降 5.13 个百分点，主要系毛利较低的中药汤剂销售收入上升所致。2022 年，九信中药新开发 6 个中医医共体项目，新开发项目已全部实现运营；截至 2022 年末，共签约医共体项目 33 个，覆盖了 11 个省份。2022 年，公司医药工业实现收入 23.09 亿元，同比增长 22.56%；毛利率 22.78%，同比下降 3.90 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 5. 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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
精细化工业务销售收入	7.10	10.14	11.88	3.04	3.63
水产品加工业务销售收入	4.03	3.16	3.99	0.56	0.76
农牧业务销售收入	10.88	8.65	9.06	2.22	2.29
房地产投资业务销售收入	1.55	5.33	6.00	0.29	0.23
精细化工业务毛利率	18.60	17.92	15.82	25.21	16.68
水产品加工业务毛利率	10.27	11.87	11.80	10.88	20.99
农牧业务毛利率	14.99	13.51	17.36	7.21	24.62
房地产投资业务毛利率	18.60	22.95	32.15	19.88	33.04

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。2022 年及 2023 年第一季度，公司上述业务合计实现收入分别为 30.93 亿元和 6.11 亿元，分别同比增长 13.38%、下降 13.09%，分别占当期营收总额的 2.16%和 1.43%。跟踪期内，精细化工、水产品加工及房地产投资等业务在营收总额中占比仍较低，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。2022 年，公司精细化工业务实现收入 11.88 亿元，同比增长 17.16%，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；毛利率为 15.82%，同比下降 2.10 个百分点，主要系上游原材料及能源价格上涨所致。

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。2022 年，公司水产品加工业务实现收入 3.99 亿元，同比增加 26.27%，主要随着市场需求恢复，公司加大采购力度，并加快不同渠道和产品的开发；毛利率为 11.80%，同比下降 0.07 个百分点。

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

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。

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。2022 年，公司农牧业务实现收入 9.06 亿元，同比增加 4.74%；毛利率为 17.36%，同比上升 3.85 个百分点。

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，2022 年获得租金收入 0.18 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，预计总投资 14.00 亿元⁴，截至 2023 年 3 月末已累计投资 12.17 亿元，该项目一、二期已建成；三期正在建设；四期暂无建设计划。该项目截至 2023 年 3 月末累计已销售回笼资金 11.47 亿元，预计 2023 年-2026 年可回笼资金约 9.09 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 2023 年 3 月末已销售回笼资金 1.72 亿元，预计 2023 年-2026 年可回笼资金约 0.74 亿元。

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新的房地产项目开发。2022 年，公司房地产投资业务实现收入 6.00 亿元，实现毛利率 32.15%，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 6. 截至 2023 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	2022 年租 金收入	2023 年第一季度 租金收入
九州通大厦	武汉	2010-2014	2.50	1.91	1.11	投资性房地 产、固定资产	0.18	0.04
合计	—	—	2.50	1.91	1.11	—	0.18	0.04

资料来源：楚昌集团

图表 7. 截至 2023 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	
									2022 年	2023 年第 一季度	2022 年	2023 年第 一季度
利川地产 项目	14.00	12.17	46.32	20.79	22.81	0.55	11.43	11.41	4.97	0.12	1.49	0.51
罗田地产 项目	1.90	1.90	7.16	1.72	5.44	0.31	1.68	1.67	0.08	0.02	0.07	0.02
合计	15.90	14.07	53.48	22.51	28.25	0.46	13.11	13.08	5.05	0.14	1.56	0.53

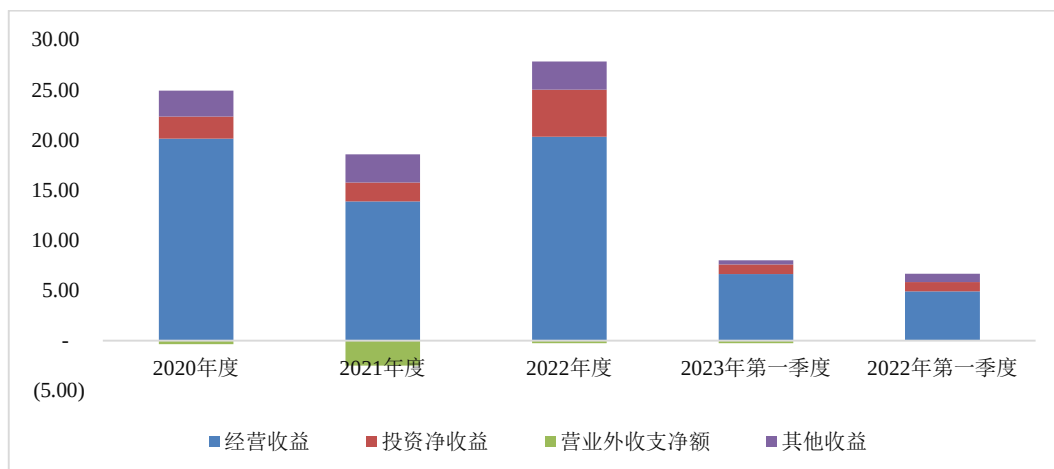
资料来源：楚昌集团

³ 九州通置业为该公司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。

⁴ 利川地产项目较上年披露的总投资数减少主要系房地产市场不景气，目前该项目四期暂无建设计划所致。

(2) 盈利能力

图表 8. 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。

该公司经营收益是公司盈利的主要来源。跟踪期内由于营业收入保持增长，公司经营收益亦增加，2022 年及 2023 年第一季度，公司分别实现经营收益 20.34 亿元和 6.66 亿元，同比分别增长 46.43%和 35.52%。

2022 年及 2023 年第一季度，该公司分别实现营业收入 1435.01 亿元和 426.93 亿元，分别同比上升 14.68%和 19.14%，主要系子公司九州通开展的医药批发、医药零售业务收入持续增长所致；同期，毛利率分别为 8.05%和 7.69%，分别同比下降 0.17 个百分点和上升 0.42 个百分点，其中 2022 年略有下滑主要系带量采购、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。

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。2022 年及 2023 年第一季度，公司期间费用合计分别为 86.68 亿元和 23.21 亿元，期间费用率分别为 6.04%和 5.44%，其中财务费用率分别为 1.01%和 0.79%。2022 年，公司销售费用从上年的 37.50 亿元增至 42.20 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 28.91 亿元增至 30.04 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 亿元减少至 14.44 亿元，主要系当期利息支出减少而利息收入增加所致。

图表 9. 公司营业利润结构分析

影响公司盈利的其他因素	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
投资净收益	2.20	1.89	4.71	0.96	0.95
其中：权益法核算的长期股权投资收益	0.98	1.33	2.13	0.35	—
处置长期股权投资取得的投资收益	0.16	0.71	1.07	-0.11	—
处置交易性金融资产取得的投资收益	0.73	-0.66	0.86	0.13	—
营业外收入及其他收益	3.34	3.20	3.35	0.53	0.87
其中：政府补助	2.75	2.75	2.69	0.41	—
核销无法支付的款项	0.25	0.15	0.22	0.06	—
公允价值变动损益	26.48	8.35	-1.27	-0.24	-2.29
其中：所持股票	26.61	8.50	-0.70	-0.16	—

影响公司盈利的其他因素	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
资产减值损失（含信用减值损失）	3.54	3.90	4.20	1.77	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。2022 年及 2023 年第一季度，公司分别实现投资收益 4.71 亿元和 0.96 亿元，其中 2022 年主要包括持有湖北金融租赁股份有限公司（简称“湖北金租”）产生的权益法核算的长期股权投资收益 1.43 亿元，处置芜湖元初药房连锁有限公司、上海九州通常富药业有限公司、柏汇康医疗科技（北京）有限公司等长期股权获得投资收益 1.07 亿元，此外主要系上年处置中泰证券股票，确认投资收益亏损 1.17 亿元所致。同期，公司分别实现营业外收入及其他收益 3.35 亿元和 0.53 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-1.27 亿元和-0.24 亿元，其中 2022 年亏损主要系子公司上海楚弘富泰企业管理有限公司（简称“楚弘富泰”）持有的中泰证券股票公允价值减少 1.35 亿元所致，2023 年第一季度亏损主要系九州通持有的宏源药业股票当期公允价值亏损 0.31 亿元（税前）所致。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。

2022 年及 2023 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 4.20 亿元和 1.77 亿元，其中主要为其他应收款减值损失、应收账款减值损失、存货跌价损失及合同履约成本减值损失。同期，公司实现净利润 20.43 亿元和 6.30 亿元，分别同比增长 12.94%和 65.82%，主要系当期营业收入规模有所增加所致。

（3）运营规划/经营战略

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，2023 年和 2024 年分别为 1.48 亿元与 0.27 亿元，其中大连九信新建 4,5-二氯-N-辛基-3-异噻唑啉酮(DCOIT)项目支出分别为 0.10 亿元和 0.02 亿元；支付地产工程款分别为 0.83 亿元和 0.27 亿元。2023 年九州通对医药物流相关产业的投资为 10.75 亿元，2024 年暂时无法确定；九州通对医药物流相关公司的收购 2023 年和 2024 年合计预计为 17.00 亿元。

管理

跟踪期内，该公司及其一致行动人所持九州通股权仍有较大比例处于质押状态，需关注其后续的再融资能力。公司应收关联方的款项规模较大，同时也有一定规模关联方应付款，关注关联方资金占用压力和款项回收风险。

根据九州通于 2023 年 5 月 22 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 9.05 亿股（占九州通总股本的 48.28%），其所持九州通股份中已质押的股份总额累计为 5.03 亿股（占其所持九州通股份总数的 55.57%；占九州通股份总数的 26.83%），未质押的股份市值约 61.39 亿元（按照九州通 2023 年 5 月 25 日收盘价 15.27 元计算）。跟踪期内，公司及其一致行动人所持九州通股权仍有较大规模处于质押状态，需关注其后续的再融资能力。

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。2022 年，公司向关联方采购商品支付的金额为 8.76 亿元，占公司营业成本的比重为 0.66%；向关联方销售商品 7.51 亿元，占公司营业收入的比重为 0.52%。此外，公司与关联企业存在较大金额的资金往来⁵，存在一定的资金回收风险。截至 2022 年末，公司应收关联方款项合计 12.94 亿元，包括应收账款 1.50 亿元、预付款项 2.02 亿元、其他应收款 8.99 亿元，其他应收

⁵ 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。

款主要包括对中山广银投资有限公司（简称：“中山广银”）⁶等关联方的应收往来款（详见后文财务部分），资金占用规模较大；此外应付关联方款项合计 7.58 亿元，主要为对公司股东刘兆年的其他应付款 7.45 亿元。

跟踪期内，该公司高管人员无变化。

根据该公司提供的《企业信用报告》（2023 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。

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，其中本部负债率高企，且债务集中于短期，面临较大的即期偿付压力。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%，后续再融资空间受到一定限制。

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 2022 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 2023 年第一季度财务报表未经审计。

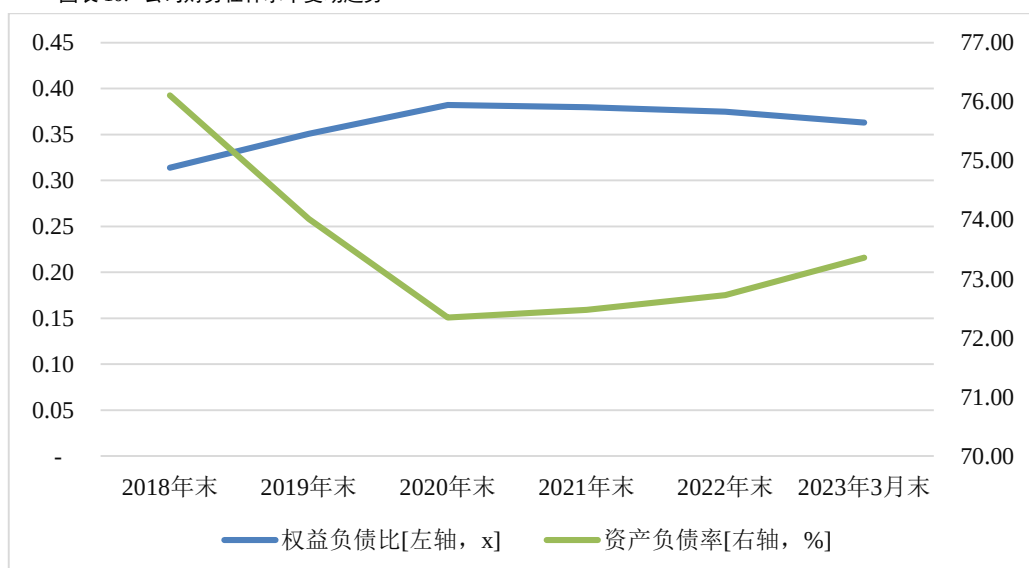
随着各项业务的持续发展，该公司合并范围不断扩大，主要为新增设立的区域子公司和兼并收购的药品流通企业。

⁶ 中山广银 2022 年末资产总计为 307,060.03 万元，负债总计为 181,106.66 万元，净资产为 125,953.37 万元，2022 年度实现营业收入 6.50 万元，净利润 193.96 万元，经营活动产生的现金流量净额为 410.59 万元。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 10. 公司财务杠杆水平变动趋势



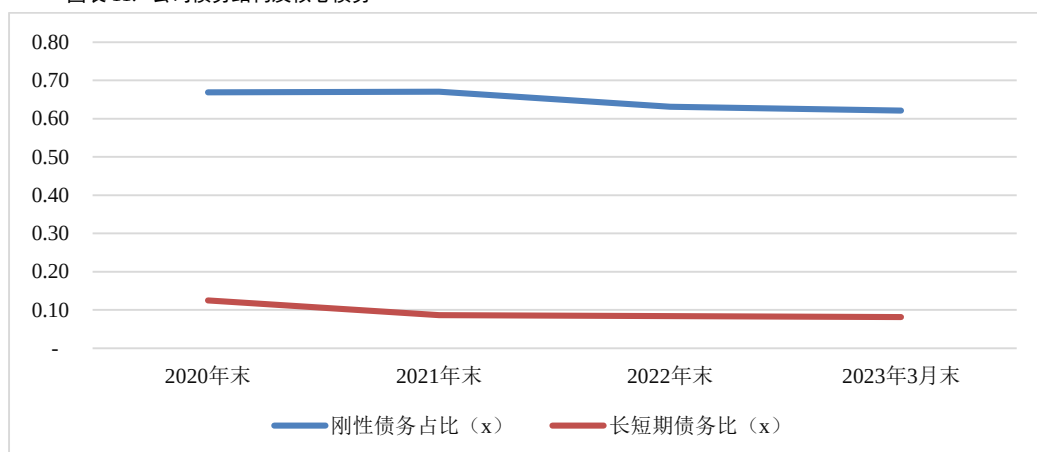
资料来源：根据楚昌集团所提供数据绘制。

从权益资本看，随着经营积累的增加，该公司所有者权益持续增长，2022 年末及 2023 年 3 月末分别为 269.21 亿元和 274.57 亿元。其中，实收资本保持稳定，均为 1.11 亿元；资本公积分别为 19.67 亿元和 19.86 亿元，分别较上年末减少 1.21%和增加 0.99%；此外，跟踪期内由于公司经营积累，未分配利润持续增加，分别为 43.25 亿元和 45.34 亿元，分别较上年末增长 10.80%和 4.83%。

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。2022 年末及 2023 年 3 月末，公司负债总额分别为 717.80 亿元和 756.09 亿元，分别较上年末增长 6.13%和 5.33%；同期末资产负债率分别为 72.72%和 73.36%，分别较上年末上升 0.25 个百分点和 0.64 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 11. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
刚性债务（亿元）	430.35	453.06	456.61	472.69
应付账款（亿元）	134.22	131.58	147.45	177.62
合同负债（亿元）	16.73	14.14	25.36	16.97
其他应付款 ⁷ （亿元）	51.90	59.87	65.54	68.56
刚性债务占比（%）	66.39	66.99	63.61	62.52
应付账款占比（%）	20.70	19.46	20.54	23.49
合同负债占比（%）	2.58	2.09	3.53	2.24
其他应付款占比（%）	8.01	8.85	9.13	9.07

资料来源：根据楚昌集团所提供数据绘制。

跟踪期内，该公司债务仍集中于短期，2022 年末及 2023 年 3 月末长短期债务比分别为 8.42%和 8.15%，同比波动较小。

从债务构成看，该公司的负债以刚性债务、应付账款、合同负债和其他应付款为主。2022 年末及 2023 年 3 月末，公司刚性债务占负债总额的比重分别为 63.61%和 62.52%。同期末，应付账款余额分别为 147.45 亿元和 177.62 亿元，分别较上年末增长 12.06%和 20.46%，主要是经营规模的扩大而有所增长，该科目主要是应付药品、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，2022 年末，1 年以内的应付账款占比为 93.18%。同期末，合同负债余额分别为 25.36 亿元和 16.97 亿元，分别较上年末增加 79.39%和减少 33.08%，其中 2022 年末该科目大幅增加，主要系九州通预收到保供产品款增加所致。其他应付款余额分别为 65.54 亿元和 68.56 亿元，其中 2022 年末主要包括保证金及押金 20.20 亿元、非关联方应付款项 19.31 亿元和代收代付项目 3.98 亿元等，其中保证金及押金由九州通主业形成；非关联方应付款项中九州通持有 9.39 亿元（未经合并抵消），非上市体系中主要包括刘兆年对公司的借款 7.45 亿元、东营科创生物化工有限公司借款 2.59 亿元以及利川市东城办事处财经所 1.81 亿元政府返还土地款；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。2022 年末其他应付款规模较上年末增长 9.48%，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。

图表 12. 公司刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
短期刚性债务合计	369.37	410.32	409.45	424.69
其中：短期借款	160.71	141.26	134.07	146.01
应付票据	180.45	215.49	249.21	244.56
交易性金融负债	13.42	12.46	11.79	11.93
应付短期融资券	—	5.01	—	—
一年内到期长期借款	4.80	13.41	8.31	16.55
其他短期刚性债务	9.99	22.69	6.07	5.64
中长期刚性债务合计	60.99	42.58	47.16	48.00
其中：长期借款	38.07	34.50	40.30	41.03
应付债券	22.92	8.08	6.12	6.22
其他中长期刚性债务	1.80	0.77	0.75	0.75
综合融资成本（年化，%）	6.30	6.66	6.91	6.06

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，主要系下属子公司上海弘康实业投资有限公司于2020年向兴业证券股份有限公司融入的资金，2022年和2023年3月末相关金额均为3.23亿元。

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理

2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司刚性债务总额分别为 456.61 亿元和 472.69 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、交易性金融负债、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。截至 2022 年末，公司短期借款为 134.07 亿元，较上年末下降 5.09%，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 249.21 亿元，较上年末增长 15.65%，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 11.79 亿元，主要为公司发行的可交换债券⁸；其他短期刚性债务为 6.07 亿元，较上年末大幅下降主要系一年内到期的应付债券到期兑付所致，其他短期刚性债务主要构成为一年内到期的应付债券 2.07 亿元、其他应付款中其他借入的资金 3.23 亿元⁹和一年内到期的其他非流动负债 0.40 亿元。公司中长期刚性债务由长期借款、应付债券和其他非流动负债构成。截至 2022 年末，公司长期借款为 40.30 亿元，较上年末增加 16.81%，；应付债券为 6.12 亿元，全部为“20 楚昌 01”，较上年末减少主要系“20 楚昌 01”部分重分类至一年内到期非流动负债所致；其他非流动负债为 0.75 亿元，主要为国开行国家发展基金 0.64 亿元，金寨县农业发展投资有限公司 0.10 亿元。2023 年 3 月末，公司一年内到期的长期借款为 16.55 亿元，较上年末增加 99.15%，主要系长期借款到期转列所致，其他刚性债务科目较上年末变化不大。

从借款方式看，2022 年末该公司银行借款主要包括质押借款 37.42 亿元，抵押借款 21.31 亿元，保证借款 89.39 亿元，信用借款 33.99 亿元等。公司银行借款利率区间为 1.32%~9.99%。此外公司及子公司还通过发行各类债券进行融资，截至 2022 年末，公司合并口径待偿还债券余额为 6.12 亿元，目前各类债券付息正常。2022 年及 2023 年 3 月末综合融资成本分别为 6.91%和 6.06%。

图表 13. 公司 2023 年 3 月末刚性债务期限结构

到期年份	1 年以（含 1 年）	1~2 年（含 2 年）	2~3 年（含 3 年）	3~5 年（含 5 年）	5 年以上	合计
合并口径	424.69	22.02	11.45	4.89	9.64	472.69
母公司口径	29.08	—	11.44	—	—	40.52

资料来源：楚昌集团。

3. 现金流量

图表 14. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
营业周期（天）	139.10	130.73	117.81	—	—
营业收入现金率（%）	99.15	97.03	99.39	78.99	80.63
业务现金收支净额	51.76	63.21	70.13	-16.29	57.16
其他因素现金收支净额	-25.46	-31.49	-32.60	-13.33	-25.46
经营环节产生的现金流量净额	31.71	31.73	37.53	-29.62	-26.46
EBITDA	74.64	48.36	51.47	—	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.19	0.11	0.11	—	—
EBITDA/利息支出（倍）	4.94	3.08	3.30	—	—

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。

⁸ 该公司发行的可交换债券为“22 楚昌 EB01”、“22 楚昌 EB02”和“22 楚昌 EB03”，发行金额分别为 4.00 亿元、2.00 亿元和 3.97 亿元，票面利率均为 5.50%。

⁹ 其他借入的资金主要为下属子公司弘康实业于 2020 年起向兴业证券股份有限公司融入的资金，2022 年及 2023 年 3 月末计入其他应付款的金额分别为 3.23 亿元和 3.23 亿元。

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。2022 年及 2023 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 99.39%和 78.99%。同期，公司业务现金收支净额分别为 70.13 亿元和 -16.29 亿元；其他因素现金收支净额分别为-32.60 亿元和-13.33 亿元，其中现金流入主要包括政府补助、往来款项和利息收入等，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；经营活动产生的现金流量净额分别为 37.53 亿元和-29.62 亿元，同比变化较小。

2022 年，该公司 EBITDA 为 51.47 亿元，主要来源于同期利润总额，主要随业绩增长而增加。同期，公司 EBITDA 对刚性债务的覆盖倍数为 0.11 倍，与上年持平；EBITDA 对利息支出的覆盖倍数有所增加，为 3.30 倍。

图表 15. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	1.01	14.20	8.56	2.12	1.01
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	-11.88	-12.48	-11.48	-3.06	-11.88
其他因素对投资环节现金流量影响净额	3.17	-19.78	23.35	-1.46	3.17
投资环节产生的现金流量净额	-7.70	-17.62	20.42	-2.41	-7.70

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。2022 年及 2023 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 20.42 亿元和-2.41 亿元。2022 年和 2023 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 11.48 亿元和 3.06 亿元，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，回收投资与支付净流入额分别为 8.56 亿元和 2.12 亿元，其中，2022 年度较上年同比下降 39.72%，主要系当期投资减少所致；此外，同期公司其他因素对投资环节现金流量影响净额分别为 23.35 亿元和-1.46 亿元，主要为九州通申购理财产品 and 赎回理财产品导致其波动较大。

图表 16. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
权益类净融资额	26.12	-5.20	-2.43	0.97	0.50
债务类净融资额	-12.15	-35.86	-49.72	19.25	-13.79
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-18.96	19.22	-1.42	-5.08	10.25
筹资环节产生的现金流量净额	-4.99	-21.84	-53.57	15.14	-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，2022 年及 2023 年第一季度，该公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-53.57 亿元和-15.14 亿元，其中 2022 年由于偿还到期债务规模较大及回购公司股票，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 17. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	725.17	763.87	800.37	841.39
	81.22%	81.86%	81.09%	81.64%

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
其中：现金类资产 ¹⁰	190.95	212.57	215.01	184.03
应收账款	252.78	265.80	278.87	383.43
其他应收款	76.90	67.68	59.81	52.86
存货	160.68	167.28	183.65	175.06
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	167.72	169.33	186.64	189.27
	18.78%	18.14%	18.91%	18.36%
其中：固定资产	66.12	76.55	84.02	82.65
在建工程	17.59	15.72	9.22	10.99
无形资产	24.83	24.13	20.81	20.80
期末全部受限资产账面金额	92.09	102.17	125.22	122.37
受限资产账面余额/总资产（%）	10.31	10.95	12.69	11.87
期末抵押融资余额（亿元）	63.97	60.63	29.08	29.08

资料来源：根据楚昌集团所提供数据整理。

2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司资产总额分别为 987.02 亿元和 1,030.66 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 800.37 亿元和 841.39 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。2022 年末，公司现金类资产余额为 215.01 亿元，包括货币资金 177.45 亿元（受限 96.14 亿元；其中九州通货币资金 171.76 亿元，受限 95.16 亿元）、应收银行承兑汇票 26.57 亿元（受限 1.37 亿元；其中九州通 26.47 亿元，受限 1.37 亿元）和交易性金融资产 8.11 亿元¹¹（其中九州通交易性金融资产 3.20 亿元），其中交易性金融资产较上年末减少 80.62%，主要系子公司九州通出售其持有的爱美客和太极集团股票所致。同期末，公司应收账款账面价值为 278.87 亿元，较上年末增长 4.92%，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，账龄为一年内的应收账款占比超过 90%。年末应收账款主要按照账龄已计提了 6.98 亿元减值准备，当年发生应收账款减值损失为 1.78 亿元，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¹²以把控坏账风险。同期末，公司预付款项为 59.67 亿元，主要是预付上游供应商的货款，一年内占比在 99%以上较上年末增长 42.67%，主要系公司备货保供产品增加预付款所致。其他应收款为 59.81 亿元，主要包括对非关联方应收款项 16.70 亿元、对关联方应收款项 8.99 亿元、供应商折让 12.64 亿元和医院客户支付的经营保证金 13.14 亿元，其中九州通其他应收款合计 42.51 亿元（未经合并抵消），主要包括医院客户保证金 13.14 亿元、供应商折让 12.64 亿元、非关联公司应收款¹³6.37 亿元等，非上市体系其他应收款以关联方和非关联方应收款项为主；公司其他应收款较上年末下降 11.63%，主要系供应商折让款和非关联公司的应收账款下降所致。存货为 183.65 亿元，较上年末增长 9.78%，主要系经营规模持续增长，公司相应增加了存货储备所致。2023 年 3 月末，公司应收账款较上年末增长 37.49%至 383.43 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）；预付款项较上年末减少 34.76%至 38.93 亿元，主要系公司上年末备货保供产品增加预付款，而当期到货所致。此外，其他的流动资产构成较上年末变化较小。

¹⁰ 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。

¹¹ 截至 2022 年末公司交易性金融资产主要宏源药业、爱美客、奥绿新和中泰证券股票等（计入权益工具投资）5.65 亿元及理财产品和持有的九州通 ABS 和 ABN2.46 亿元。

¹² 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。

¹³ 九州通非关联公司应收款主要为工程款、往来款和租赁费等。

该公司非流动资产以固定资产、在建工程、无形资产、长期股权投资、其他权益工具投资和其他非流动金融资产为主。2022 年末，公司固定资产为 84.02 亿元，较上年末增长 9.76%，主要系公司持续在全国范围布局建设物流中心并于 2022 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 9.22 亿元，主要是分布各省的在建办公楼、物流中心等，后续仍有一定资本支出规模，较上年末减少 41.38%，主要系所建设的各物流中心陆续完工转入固定资产所致；无形资产为 20.81 亿元，主要是土地使用权和软件等，较上年末减少 13.78%，主要系当年购置的土地使用权和内部研发的软件增加所致；长期股权投资为 17.42 亿元，主要包括对湖北金租长期股权投资 9.77 亿元和对湖北通瀛股权投资基金合伙企业（有限合伙）长期股权投资 2.56 亿元等；其他权益工具投资为 9.19 亿元（皆为九州通所有），主要包括九州通持有对 YANGTUO TECHNOLOGY INC. 的股权投资 4.09 亿元和对成都华福医院管理有限公司的股权投资 1.19 亿元，较上年末增长 50.28%，主要系增加对 YANGTUO TECHNOLOGY INC. 的股权投资 1.09 亿元，海南省英飞九州健康科技创业投资合伙企业（有限合伙）0.68 亿元，宜昌东阳光生化制药有限公司 0.58 亿元等；其他非流动金融资产为 7.35 亿元，主要系对浙江凯乐士科技有限公司的股权投资 1.40 亿元和对武汉民营投资有限公司的股权投资 1.00 亿元；此外，年末投资性房地产为 13.52 亿元，主要为房屋、建筑物和土地使用权，较上年末增加 7.24 亿元，主要系当年由存货、在建工程和固定资产转入的房屋、建筑物共计 5.06 亿元和土地使用权共计 3.84 亿元所致。2023 年 3 月末，公司非流动资产构成较上年末变化较小。

截至 2023 年 3 月末，该公司受限资产账面价值合计 122.37 亿元，占资产总额的比例为 11.87%，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。

图表 18. 截至 2023 年 3 月末，公司受限资产分布情况（单位：亿元）

项目	金额	受限原因
货币资金	93.29	承兑和信用证保证金、监管账户
应收款项融资	1.08	质押开票
应收账款	7.84	质押借款及国内有追保理
固定资产	17.03	抵押借款
无形资产	2.33	抵押借款
存货	0.80	质押借款
合计	122.37	—

资料来源：楚昌集团

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	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动比率（%）	126.30	122.70	120.89	120.36
速动比率（%）	91.68	89.11	84.14	89.75
现金比率（%）	33.26	34.15	32.04	27.18

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。2022 年末及 2023 年 3 月末，公司流动比率分别为 120.89%和 120.36%；现金比率分别为 32.04%和 27.18%。

6. 表外事项

截至 2022 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 520 家子公司，其中 180

家已办理工商登记但尚未缴足的注册资本，合计待缴金额 32.80 亿元。

截至 2023 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 3.29 亿元。

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 2022 年末，公司本部资产总额为 61.37 亿元，其中货币资金 1.97 亿元（全部为非受限货币资金），存量余额较小；其他应收款 13.65 亿元，较上年末略有下降，其中账龄在 3 年以上的款项占比约为 30.00%，存在一定的资金回收风险；长期股权投资 39.98 亿元，主要是子公司九州通、弘康实业和北京点金的股权，期末账面余额分别为 18.78 亿元、8.47 亿元和 4.07 亿元。同期末，公司负债规模为 55.23 亿元，其中刚性债务和其他应付款分别为 49.83 亿元和 7.15 亿元，其中其他应付款主要为刘兆年借给公司的款项 5.70 亿元。截至 2022 年末，公司本部资产负债率为 89.98%，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 20. 2022 年末公司本部前五大其他应收款主要明细（单位：亿元）

欠款方	金额	形成原因
子公司		
湖北九州通置业发展有限公司	2.50	子公司往来款
亳州九州通中物流产业投资有限公司	2.44	子公司往来款
洪湖市浪打浪水产食品有限公司	1.22	子公司往来款
甘肃顶乐农牧有限责任公司	0.64	子公司往来款
合并范围外		
武汉鑫众锦湖实业有限公司	1.80	该笔款项为东西湖地块项目相关的资金投入
合计	8.60	—

资料来源：楚昌集团

截至 2022 年末，该公司本部刚性债务规模为 49.83 亿元，较上年末下降 3.02%，其中短期刚性债务为 36.35 亿元，主要包括短期借款 17.81 亿元、交易性金融负债 10.04 亿元（“22 楚昌 EB01”、“22 楚昌 EB02”和“22 楚昌 EB03”）、一年内到期非流动负债 8.50 亿元，银行短期借款方面主要通过续贷和流贷置换，交易性金融负债主要通过直接换股或各业务板块营业收入及经营性现金流、九州通的利润分配及再融资偿还，一年内到期的应付债券 2.00 亿元已于 2023 年 5 月还款；长期刚性债务为 13.48 亿元，包括长期借款 7.36 亿元以及应付债券合计余额 6.12 亿元（“20 楚昌 01”）。2022 年，公司本部分别实现营业收入和净利润 0.94 亿元和 4.02 亿元，利润主要来自于子公司的分红。同期，公司本部经营性现金流净额为-0.62 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 2023 年 5 月 22 日，公司及其一致行动人合计持有九州通股份 9.05 亿股（占九州通总股本的 48.28%），其所持九州通股份中已质押的股份总额累计为 5.03 亿股（占其所持九州通股份总数的 55.57%；占九州通股份总数的 26.83%），未质押的股份市值约 61.39 亿元（按照九州通 2023 年 5 月 25 日收盘价 15.27 元计算）。截至评级报告出具日，公司及其一致行动人所持九州通股权仍有较大规模处于质押状态，需关注其后续的再融资能力及中长期债务融资情况。

外部支持

该公司与多家银行建立了长期合作关系，并获得较多银行授信额度。截至 2023 年 3 月末，公司合并口径取得的银行贷款授信总额度为 609.12 亿元，尚未使用的授信额度为 211.73 亿元，其中属于大型国有金融机构授信额度为 109.36 亿元，尚未使用的授信额度为 41.03 亿元。同期末，公司非上市体系

取得银行贷款授信总额度为 47.90 亿元，尚未使用的授信额度为 16.30 亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

1.20 楚昌 01：外部担保

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 7100 万元，是由湖北联投资本投资发展有限公司¹⁴（以下简称“湖北联投资本”）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¹⁵（以下简称“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 2022 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资集团有限公司，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 2022 年末，湖北省担保经审计的合并口径总资产为 183.19 亿元，股东权益为 133.64 亿元，其中归属于母公司股东权益为 130.85 亿元；当年实现营业收入 12.50 亿元，净利润 7.82 亿元，其中归属于母公司股东的净利润为 7.66 亿元。

湖北省担保主要从事债券担保、贷款担保等融资担保业务，履约担保等非融资担保业务，委托贷款和信托计划等债权投资以及融资租赁业务等。其中服务中小微企业的政策性担保业务目前主要由子公司湖北省中小微企业融资担保有限公司（以下简称“中小微担保”）负责，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，湖北省担保作为国有省级担保机构逐步调整经营思路，债券担保仍为核心业务，同时着力发展新型政银担机制下的中小微企业担保，并试水非融保函业务；资金运用方面向债券投资倾斜，压缩委托贷款、信托计划等非标债权投资。间接融资担保业务在子公司中小微担保设立后已由其负责，早期业务发展较快，但“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，近两年非标投资规模持续压降，本部债券投资规模持续上升，但随着本轮房地产企业债务危机爆发，存量投资资产信用风险上升。

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。

¹⁴ 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。

¹⁵ 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

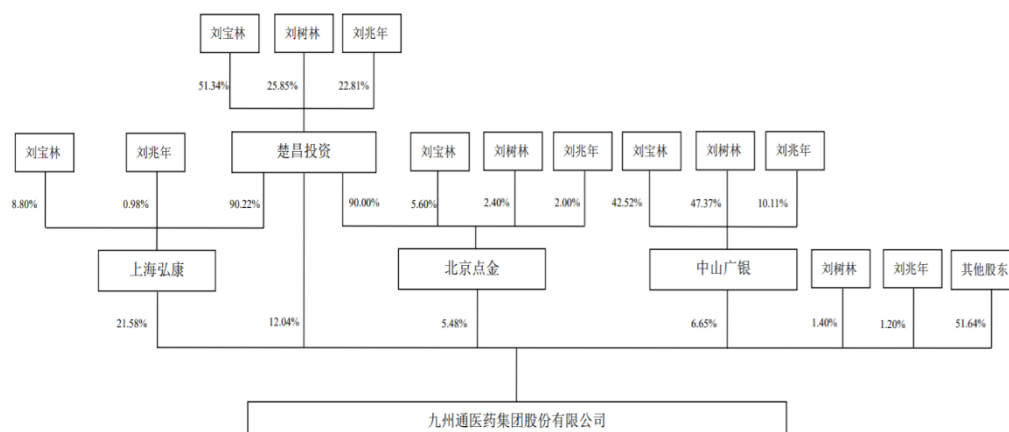
跟踪期内，该公司及其一致行动人所持九州通股权仍有较大比例处于质押状态，需关注其后续的再融资能力。公司应收关联方的款项规模较大，同时也有一定规模关联方应付款，关注关联方资金占用压力和款项回收风险。

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，但毛利率受带量采购、药品零差率销售等政策影响而下降；精细化工业务和水产品加工销售等业务收入有所波动，但其在营收总额中占比较低，对利润总额的影响仍较为有限。

该公司所处行业特点和自身商业模式决定了其应收账款规模较大，回款周期较长，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，其中本部负债率高企，且债务集中于短期，面临较大的即期偿付压力。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%，后续再融资空间受到一定限制。

附录一：

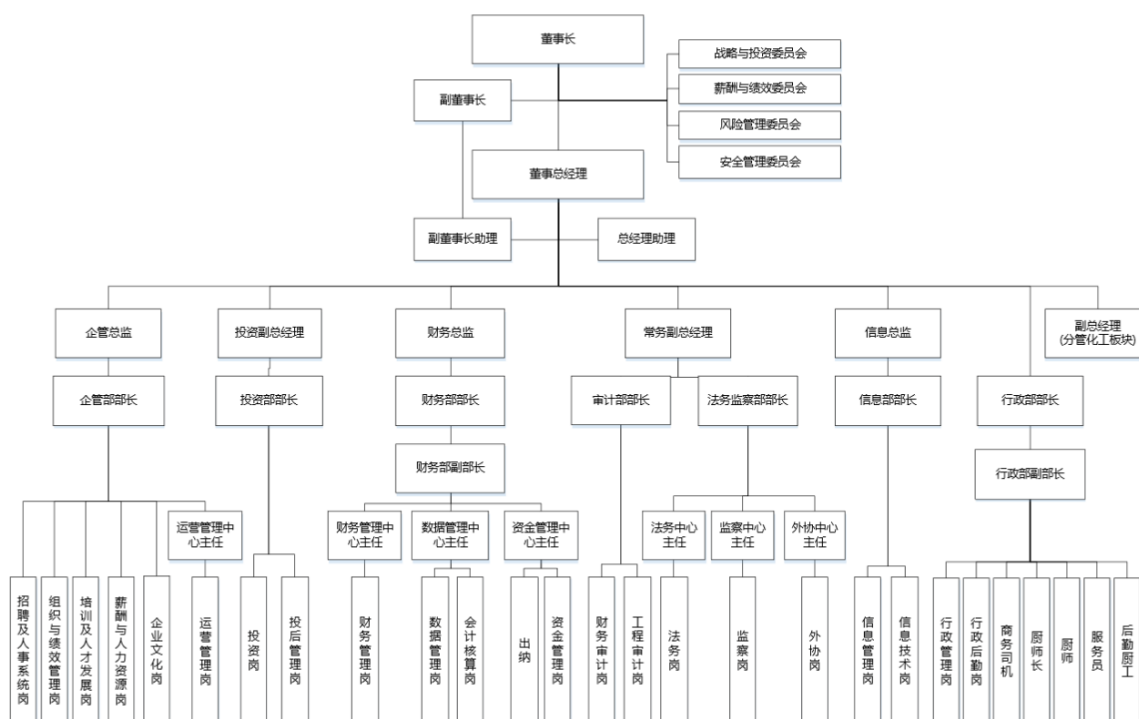
公司与实际控制人关系图



注：根据楚昌集团提供的资料绘制（截至 2023 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 2023 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

基本情况					2022 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	刚性债务余额（亿元）	所有者权益（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营环节现金净流入量（亿元）	
楚昌投资集团有限公司	楚昌集团	本级	—	投资管理	49.83	6.15	0.94	4.02	-0.62	母公司口径
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	399.31	286.85	1,404.24	22.86	39.86	
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	—	43.29	6.00	0.17	-0.61	
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	—	13.62	0.01	0.08	-0.09	
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	—	1.53	-	-0.53	0.46	
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	0.10	-0.08	3.99	-0.43	-1.76	
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	2.14	2.28	9.06	1.46	-0.49	
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	—	1.00	5.43	0.67	-0.08	
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	2.32	3.27	7.50	0.43	-0.27	
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	3.71	4.94	11.88	0.68	0.15	

注：根据楚昌集团 2022 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
资产总额 [亿元]	892.89	933.20	987.02	1,030.66
货币资金 [亿元]	151.19	155.12	177.45	157.46
刚性债务[亿元]	431.98	453.66	456.61	472.69
所有者权益 [亿元]	246.94	256.87	269.21	274.57
营业收入[亿元]	1,131.98	1,251.29	1,435.01	426.93
净利润 [亿元]	41.46	18.09	20.43	6.30
EBITDA[亿元]	74.64	48.36	51.47	—
经营性现金净流入量[亿元]	31.71	31.73	37.53	-29.62
投资性现金净流入量[亿元]	-7.70	-17.62	20.42	-2.41
资产负债率[%]	72.34	72.47	72.72	73.36
权益资本与刚性债务比率[%]	57.16	56.62	58.96	58.09
流动比率[%]	126.30	122.70	120.89	120.36
现金比率[%]	33.26	34.15	32.04	27.18
利息保障倍数[倍]	4.55	2.56	2.72	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	133.84	127.75	117.81	—
毛利率[%]	9.08	8.22	8.05	7.69
营业利润率[%]	4.77	2.16	1.89	1.83
总资产报酬率[%]	8.23	4.40	4.42	—
净资产收益率[%]	18.46	7.18	7.77	—
净资产收益率*[%]	34.18	1.33	6.82	—
营业收入现金率[%]	99.15	97.03	99.39	78.99
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	5.77	5.30	5.84	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.93	2.13	8.31	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.94	3.08	3.30	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.18	0.11	0.11	—

注：表中数据依据楚昌集团经审计的 2020~2022 年度及未经审计的 2023 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表

主要财务数据与指标	2020 年	2021 年	2022 年
实收资本（亿元）	75.00	75.00	75.00
股东权益（亿元）	112.63	119.83	133.64
总资产（亿元）	145.76	150.46	183.19
货币资金（亿元）	36.82	43.16	35.91
风险准备金（亿元）	8.71	10.36	13.43
营业收入（亿元）	8.26	11.29	12.50
担保业务收入（亿元）	5.33	8.62	9.10
营业利润（亿元）	10.08	9.22	10.24
净利润（亿元）	8.00	7.23	7.82
平均资本回报率（%）	7.37	6.22	6.17
风险准备金充足率（%）	2.16	2.61	2.48
融资性担保责任放大倍数（倍）	4.65	4.17	4.64
直接担保发生额（亿元）	404.29	256.89	303.80
期末直接担保责任余额（亿元）	405.86	397.43	542.51
累计担保代偿率（%）	0.43	0.50	0.48
累计代偿回收率（%）	102.49	44.12	43.45
累计代偿损失率（%）	-	-	-

注 1：根据湖北省担保经审计的 2020-2022 年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，由湖北省担保提供。

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：上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

附录五：

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、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	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人历史评级

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	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）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 27 日	AA+/稳定	黄梦姣、翁斯喆	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级模型（通用）FM-GS001（2022.12）	=
债项评级	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	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）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 27 日	AAA	黄梦姣、翁斯喆	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级模型（通用）FM-GS001（2022.12）	=

注 1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注 2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。