



信用等级通知书

信评委函字[2015] 203号

九州通医药集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“九州通医药集团股份有限公司2014年可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一五年九月十日

九州通医药集团股份有限公司 2014 年可转换公司债券信用评级报告

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	九州通医药集团股份有限公司
申请规模	不超过人民币 15 亿元（含 15 亿元）
债券期限	自发行之日起不超过 6 年（含 6 年）
债券利率	本次债券票面利率提请公司股东大会授权公司董事会或董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场和公司具体情况与保荐人及主承销商协商确定。
担保方式	本次债券不提供担保

概况数据

九州通	2012	2013	2014	2015.H1
所有者权益（亿元）	48.36	53.39	80.87	85.08
总资产（亿元）	148.04	185.96	241.25	282.06
总债务（亿元）	72.52	94.02	105.92	132.89
营业总收入（亿元）	295.08	334.38	410.68	238.94
营业毛利率（%）	6.41	6.67	7.10	7.35
EBITDA（亿元）	9.87	11.38	13.23	-
所有者权益收益率（%）	8.53	8.82	7.03	11.88
资产负债率（%）	67.33	71.29	66.48	69.84
总债务/EBITDA（X）	7.35	8.26	8.00	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.30	3.05	3.36	-

注：1.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2.2015.H1 所有者权益收益率指标经年化处理；

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“九州通医药集团股份有限公司（以下简称“九州通”或“公司”）2014 年可转换公司债券”信用级别为 AA⁺，该级别反映了本次债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定九州通主体信用等级为 AA⁺，该级别反映了公司偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评认为医药行业发展前景良好，为公司的经营发展提供了良好的外部环境；同时肯定了公司物流配送体系日益完善；业务规模及盈利能力持续增强；非公开发行股票地完成使其财务结构得到优化等正面因素对公司业务发展及信用水平的支撑作用。同时，我们也关注到公司未来资本支出压力上升、业务规模扩张带来一定的管理风险等因素对其未来经营及整体信用水平的影响。

正 面

- 医药行业发展前景良好。受医保基金增速放缓、药品降价等因素影响，近年来医药行业增速放缓。但长期来看，随着国家医药卫生体制改革的推进，以及城镇化、人口老龄化等内生因素的驱动，医药行业的刚性需求将持续增长，行业发展趋势较好，为公司的后续发展创造了良好的外部环境。
- 物流中心配送体系日益完善。截至 2015 年 6 月末，公司已在全国建成包含 23 家省级医药物流中心、39 家地市级物流中心在内的配送系统，以及涵盖上海、北京等 12 个城市的电商物流中心库，其物流配送体系日益完善，市场竞争力进一步增强。
- 盈利能力持续加强。受益于配送体系的日益完善和日趋扩大的销售网络，公司营业总收入逐年增长，毛利率水平稳中有升，净利润持续增

分 析 师

王 维 wwang@ccxr.com.cn

陈晓晓 xxchen@ccxr.com.cn

马延辉 yhma@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015 年 9 月 10 日



加，盈利能力不断加强。

- 资本实力有所增强，财务结构得到优化。公司于2014年3月以非公开发行股票的方式募集资金20.62亿元，其自有资本实力增强，财务结构有所优化。

关 注

- 资本支出压力增大。公司未来在完善物流配送网络、实施战略收购以及提升自身竞争力等方面仍需较大规模的资本支出，而二级及以上医院业务增长使其销售回款效率趋缓，业务发展的资金需求增长加快，短期内公司债务规模及财务杠杆比率存在进一步上升压力。
- 规模扩张带来的管理风险。公司业务仍处于发展阶段，未来随着并购、整合的进一步推进，以及医药物流中心的不断增加，公司内部管理的难度将会逐步提高，并购企业能否发挥协同效应，达到预期目标同样值得关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

概 况

发债主体概况

九州通医药集团股份有限公司（以下简称“九州通”或“公司”）前身为成立于1999年3月的武汉均大储运有限公司，系由自然人刘宝林和刘树林分别以现金154万元和46万元共同出资成立，初始注册资本为200万元。2003年10月，公司变更为九州通集团有限公司。2008年经湖北省商务厅鄂商资[2008]133号《省商务厅关于九州通集团有限公司变更为股份有限公司等事项的批复》批准，整体变更为股份有限公司。2010年11月，九州通在上海证券交易所成功上市（股票代码：600998）。

2014年3月，公司完成非公开发行股票，对白药控股、齐鲁证券、华安基金和建信基金定向发行1.89亿股股票，募集资金净额为20.62亿元，全部用于补充营运资金。2014年8月，公司完成限制性股票激励计划的首次授予，向1,604名激励对象授予共计3,345.82万股限制性股票，授予日为2014年7月1日，授予价格为8.15元/股；2015年6月，公司开展预留限制性股票授予计划，向379名激励对象授予393.46万股预留限制性股票，授予价格为15.68元/股。公司限制性股票激励计划的有效期限为自限制性股票授予日起48个月²。截至2015年6月30日，自然人刘宝林通过分别持有上海弘康实业投资有限公司、武汉楚昌投资有限公司和中山广银投资有限公司、北京点金投资有限公司90.00%、51.34%、42.52%和56.00%的股份，为公司实际控制人。

公司主营业务包括医药批发及相关业务、医药零售和医药工业三大板块，是全国最大的民营医药商业流通企业。

截至2014年12月31日，公司资产总计241.25亿元，所有者权益合计（包含少数股东权益）80.87亿元，合并报表资产负债率66.48%。2014年公司实现营业收入410.68亿元，净利润5.68亿元，经营活

动现金流为-1.72亿元。

截至2015年6月30日，公司资产总额282.06亿元，所有者权益（含少数股东权益）85.08亿元，资产负债率69.84%；2015年1~6月公司实现营业收入238.94亿元，净利润2.53亿元，经营活动净现金流-28.21亿元。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
债券品种	可转换公司债券
债券名称	九州通医药集团股份有限公司2014年可转换公司债券
申请规模	不超过人民币15亿元（含15亿元）
债券期限	自发行之日起不超过6年（含6年）
债券利率	本次债券票面利率提请公司股东大会授权公司董事会或董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场和公司具体情况与保荐人及主承销商协商确定。
付息方式	每年付息一次，计息起始日为本次债券发行首日。
担保方式	本次债券不提供担保。
转股期限	自发行结束日满6个月后的第一个交易日起至可转换债券到期日止。
初始转股价格的确定	本次债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司股票交易均价和前1个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权董事会或董事会授权人士根据市场和公司具体情况与保荐人及主承销商协商确定。
赎回条款	在本次发行的可转换债券期满后五个交易日内，公司将以债券面值的108%（含最后一期利息）的价格赎回未转股的可转换债券。此外，在转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换债券：（1）在转股期内，如果公司A股股票在任意连续30个交易日中至少有20个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含130%）；（2）当本次发行的可转换债券未转股余额不足3,000万元。

² 首次授予的限制性股票按比例分为不同的锁定期，分别为12个月、24个月和36个月；锁定期自授予之日起计。本激励计划授予的限制性股票解锁的主要业绩考核指标为：1、以年度归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润作为计算依据，公司2014~2016年年度经审计的净利润同比增长率不低于15%；2、限制性股票锁定期内，以年度归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润作为计算依据，均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。

回售条款

(1) 有条件回售：在本次可转换债券最后两个计息年度，如果公司股票收盘价任意连续 30 个交易日低于当期转股价格的 70% 时，可转换债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值的 103%（含当期应计利息）回售给本公司；若在上述交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。在本次可转换债券最后两个计息年度，可转换债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权。

(2) 附加回售：在本次可转换债券存续期间内，如果本次发行所募集资金的使用与本公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定可被视为改变募集资金用途或者被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换债券持有人享受一次回售的权利。可转换债券持有人有权按债券面值的 103%（含当期应计利息）的价格向本公司回售其持有的部分或全部可转换公司债券。持有人在附加回售申报期内未进行附加回售申报的，不应再行使本次附加回售权。

资金用途

募集资金在扣除发行费用后，拟用于湖南九州通现代医药物流中心一期建设项目、西藏三通现代医药产业园项目（一期）、贵州九州通达医药有限公司现代医药物流中心建设项目（一期）、陕西九州通医药健康产品电子商务创业园建设项目（一期）、九州通苏南现代医药总部基地工程项目（一期）、北京均大制药有限公司生产基地建设项目（一期）、九州通中药材电子商务综合服务平台项目、医药营销网络建设项目、北京九州通医药有限公司现代医药物流服务中心项目、九州通信息化系统升级改造等项目等。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

医药行业概况

医药行业属于弱周期行业，主要分为医药工业和医药商业两大类。作为上游的医药工业主要包括化学原料药、化学药品制剂、生物制品、医疗器械、中药饮片、制药装备、卫生材料及医药用品、中成药等八个子行业。我国经济的发展、城镇化以及老龄化的加快，为医药行业发展奠定了良好基础，2007~2013 年，医药工业总产值年均复合增长率达 22.13%。近年国内外宏观经济环境均面临增长放缓压力，从 2013 年下半年起，我国医药行业增速有所放缓，2014 年受医保控费、招标延缓、新版 GMP

改造检查等因素影响，行业增速下滑明显，步入了中高速增长的新常态。

根据国家工业和信息化部数据显示，2014 年，我国医药工业规模以上企业实现销售收入 24,553.16 亿元，同比增长 13.05%，高于全国工业整体增速 6.05 个百分点，与上年相比，2014 年增速下降 4.85 个百分点。从各细分子行业来看，当年八个子行业中，中药饮片、卫生材料及医药用品、医疗仪器设备及器械、生物药品、中成药的增速高于行业平均水平，其他 3 个子行业的增速低于行业平均水平。

表 2：2014 年医药工业主营业务收入完成情况

子行业	主营业务收入	单位：亿元、%	
		同比增长	收入占比
化学药品原料药制造	4,240.35	11.35	17.27
化学药品制剂制造	6,303.71	12.03	25.67
中药饮片加工	1,495.63	15.72	6.09
中成药制造	5,806.46	13.14	23.65
生物药品制造	2,749.77	13.95	11.20
卫生材料及医药用品制造	1,662.32	15.48	6.77
制药机械制造	158.86	11.02	0.65
医疗仪器设备及器械制造	2,136.07	14.63	8.70
医药工业	24,553.16	13.05	100

资料来源：巨潮终端，中诚信证评整理

从行业盈利情况来看，医药价格政策性下调、药品集中招标采购政策的推行以及市场竞争日趋激烈等对医药企业的经营效益造成一定影响。2014 年医药工业规模以上企业实现利润总额 2,460.69 亿元，同比增长 12.26%，高于全国工业整体增速 8.96 个百分点；同期主营收入利润率为 10.02%，较上年略降 0.07 个百分点；纳入统计范围的企业中，约 10% 的企业出现亏损。各子行业中，化学原料药、化药制剂主营收入利润率较上年略有增长，其余子行业利润率均较上年有所下降。

表 3：2014 年医药工业利润情况

子行业	主营业务收入	单位：亿元、%	
		同比增长	利润率
化学药品原料药制造	311.82	12.32	7.35
化学药品制剂制造	733.92	16.07	11.64
中药饮片加工	105.25	8.36	7.04
中成药制造	597.93	9.29	10.30
生物药品制造	321.84	11.82	11.70
卫生材料及医药用品制造	152.39	10.51	9.17
制药机械制造	18.26	5.17	11.49
医疗仪器设备及器械制造	219.29	12.57	10.27
医药工业	2,460.69	12.26	10.02

资料来源：巨潮终端，中诚信证评整理

从市场需求来看，与发达国家相比，我国居民医疗消费水平较低，存在较大的提升空间，医药市场发展潜力巨大。经济合作与发展组织关于全球医疗问题的统计显示，经合组织 34 个成员国中 2013 年多数国家的人均医疗费用支出超过 2,000 美元/年，美国人均医疗卫生支出则近 8,000 美元，而同期我国城镇居民人均医疗保健支出为 1118.3 元/年（农村居民人均医疗保健支出为 614.2 元/年）。我国居民医疗消费水平偏低，且随着人口老龄化的来临，对医药及医疗的需求将快速增长。2014 年我国提出“健康中国 2020”健康发展战略，计划于 2020 年使我国的主要健康指标基本达到中等发展中国家水平，卫生总费用占 GDP 的比重增加到 6.5~7%。根据 IMS 预测，到 2020 年，我国将成为仅次于美国的第二大医药市场。

整体看，我国人口基数庞大，而城镇化、人口老龄化的加快，将产生大量的药物及医疗需求，为我国医药行业的持续发展提供保障，进而为医药企业的发展提供良好的市场基础。

医药流通

我国药品流通渠道主要为药品批发企业、药品零售企业和医药门诊药房三种。其中，药品批发企业所从事的医药批发业务是为药品生产企业或其它分销商提供分销、物流配送服务，将医药产品送达下一级分销商、医院、基层医疗机构（社区医院、诊所）及零售药店。我国现有的医药批发业务经营模式主要分为以面向二级以上医疗机构为主的经营模式和以市场分销为主的经营模式。目前国内超

过 70% 的药品通过医院渠道到达患者，其余近 30% 药品通过基层医疗机构及零售药店到达患者。

根据国家食品药品监督管理局公布的《2013 年度统计年报》显示，截至 2013 年末，全国持有《药品经营许可证》的企业共有 451,129 家，同比增长 1.81%，其中法人批发企业 12,849 家、非法人批发企业 2051 家；零售连锁企业 3,570 家，零售连锁企业门店 158,244 家；零售单体药店 274,415 家。流通企业多，行业集中度较低，恶性竞争屡禁不止，严重制约了我国医药流通行业的健康发展、阻碍了新医改的贯彻实施。针对上述情况，减少流通企业数量，加速行业内整合，提高行业集中度已成为我国药品流通行业发展的大趋势，同时也是国家制定规划的重点内容之一。

在政府对医药卫生投入加大、全民医保、人口老龄化、单独二胎放开、慢性疾病需求增大、人均用药水平提高以及大健康领域消费升级等利好因素的持续推动下，我国药品终端需求保持稳定增长。2014 年全国医疗卫生机构总诊疗量达 78 亿人次，同比增长 6.6%，入院人数超过 2 亿人。样本医院统计显示，2014 年医院购药金额同比增长 12%，增速较上年略有提高。

随着我国药品流通市场销售额的不断攀升，大公司、大集团在医药市场的地位和作用日益突出，市场集中度和经济效益集中度显著提高。2013 年，前 100 位药品批发企业主营业务收入占同期全国市场总规模的 64.3%，比上年提高 0.3 个百分点，前三位药品批发企业占 29.7%，比上年提高 0.9 个百分点；前 100 位药品零售企业销售额占同期全国零售市场销售总额的 28.3%，其中，前 10 位企业占 14.4%。同时，行业利润也向优势企业集中，规模扩张加速。目前医药生产、流通百强企业多集中在长三角、珠三角、环渤海等经济发达地区，而在国家实施西部大开发、振兴东北、促进中部地区崛起等发展战略背景下，上述地区的医药经济发展也将被带动起来。

整体看，随着医改的深入，我国医药流通市场规模将继续扩大，未来市场集中度将持续提高，行业集中度的提高将是我国医药流通行业发展的大趋势。

行业关注

医药卫生体制改革的深入开展有助于扩大市场容量，将推动我国医药工业的长期发展

2012年以来，政府对医药行业的调控力度不断加强，国家及地方政府的医药政策密集出台，从年初的《国家药品安全“十二五”规划》，到年末印发的《生物产业规划》，政策面覆盖到医药各细分领域，不仅大部分对各领域的具体发展方向和目标进行了明确，也对实施方法进行了指导，这将有利于行业规范化程度的提高，并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。在医药新政中，2012年1月工信部发布《医药工业“十二五”发展规划》，聚焦五大重点领域、六大保障措施、七大发展目标、十大主要任务，将促进我国医药工业由大到强的转变；《关于县级公立医院综合改革试点的意见》及《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》的发布标志着对医院补偿机制的改革开始进入实质阶段，推进县级医院综合改革，通过取消药品加成而转为服务收费及政府补贴并落实相关责任等方式使医改的执行性得到加强；同年11月，《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》出台，医保支付方式改革正式开始，新政向主要面向基层，并建立了激励约束机制，虽然目前尚处于探索阶段，但控制总额、按人头或病种付费等方式的转变，将影响医疗终端的扩容速度和药品结构，未来高性价比产品将迎来发展机遇。

2013年3月，卫生部发布《国家基本药物目录》（2012年版）（以下简称“基药目录”），涉及品种大幅增加，中药品种比例有所提升，注重结构优化，剂型规格标准化增强，基药招标采购中的质量指标愈加重要。2014年初，李克强总理在政府报告中提出要推进医改向纵深发展，扩大城市公立医院综合改革试点，创新社会资本办医机制和巩固完善基本药物制度，并于3月25日主持召开国务院常务会议确定全年深化医药卫生体制改革重点工作。在医改纵深发展的政策鼓励下，目前有多家医药企业向产业链的下游拓展，参与到公立医院改革和民营医院建立的大潮中，预计未来将会有越来越多的企业参与其中。而民营医院的建立也对以提供医疗服务和医疗器械为主的企业带来新的发展机遇。2014年

我国医疗体系的制度演进明显，社会办医管制渐渐放开、药价改革提速、医药电商市场发展破壁等带来的改革红利将持续推动市场发展。同时，自2009年启动新医改以来，我国中央政府和各级地方政府针对医药卫生体系的总投入达3万亿左右，进一步加快了我国医药行业的市场扩容。

整体看，目前新医改在加大投入方面成效渐显，为国内医药行业带来整体市场扩容的历史机遇。

表4：2012年以来医改重要政策一览

发布时间	政策名称
2012年1月19日	工信部发布《医药工业“十二五”发展规划》
2012年3月14日	国务院办公厅发布《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》
2012年6月7日	国务院办公厅以国办发〔2012〕33号印发《关于县级公立医院综合改革试点意见》
2012年9月3日	发改委发布《关于推进县级公立医院医药价格改革工作的通知》
2012年11月14日	人力资源社会保障部、财政部、卫生部发布《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》
2012年12月29日	国务院印发《生物产业规划》
2013年2月22日	国家食品药品监督管理局发布《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励药物创新的意见》
2013年3月15日	卫生部发布2012年版《国家基本药物目录》
2013年7月18日	国务院印发《深化医药卫生体制改革2013年主要工作安排》
2013年9月28日	国务院印发《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》
2013年12月30日	国家卫生和计划生育委员会发布《关于加快发展社会办医的若干意见》
2014年1月28日	国务院医改办发出关于加快推进城乡居民大病保险工作的通知
2014年3月26日	卫生计生委、财政部、中央编办、发展改革委和人社部《关于推进县级公立医院综合改革的意见》
2014年5月28日	国家食药监总局公布《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》
2014年7月24日	国务院法制办公室发布《中华人民共和国中医药法（征求意见稿）》
2014年9月1日	国家发改委、财政部等六大部委下发《关于落实2014年度医改重点任务提升药品流通服务水平和效率工作的通知》
2014年11月25日	国家发改委下发《推进药品价格改革方案（征求意见稿）》
2015年2月28日	国务院办公厅印发《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》
2015年3月6日	国务院印发《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020年）》
2015年3月20日	国家卫计委印发《建立药品价格谈判机制试点工作方案（征求意见稿）》

资料来源：中诚信证评根据公开资料整理

医药流通行业整合加快，资本实力雄厚的医药商业企业较易通过兼并重组等手段迅速扩大市场份额，发展前景较好

针对行业集中度低、组织化程度低、现代化水平低、资源配置散乱、低水平重复建设和经营不规范等问题，我国政府加快了对于药品流通行业的结构调整。2011年5月5日，商务部正式对外发布了《全国药品流通行业发展规划纲要（2011~2015）》（简称“规划纲要”）。规划纲要提出，在“十二五”期间，国家将加强行业布局规划，严格控制药品经营企业数量，并建立健全准入退出制度。此外，国家将引导一般中小药品流通企业通过市场化途径并入大型药品流通企业，鼓励零售连锁业态的发展，培育1~3家千亿元级全国性大型医药商业集团、20家百亿元级区域性药品流通企业，药品批发百强企业年销售额占药品批发总额85%以上，药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额60%以上；连锁药店占全部零售门店的比重提高到2/3以上。此外，随着医改的持续推进，我国医药流通市场行业格局正逐步改变，如公立医院改革取消药品加成，降低终端药价，使零售企业的价格优势弱化；而社区医疗与新农合这两大医改重点投入的医疗保障项目，也挤占了零售企业部分市场；加之互联网药品电子商务呈现快速发展态势，均将对行业格局产生较大影响。

随着医药商业领域全国性整合的启动，行业高度分散的局面有望得到较大改善。到“十二五”末，我国医药流通市场的总规模预计将达到9,000亿元，资本实力雄厚的医药商业企业较易通过兼并重组等手段迅速扩大市场份额，发展前景较好。

竞争优势

领先的现代医药物流信息技术

九州通多年来致力于现代医药物流流程及相关物流技术的研究，组建了400余人的医药物流技术研发团队，是国内目前少数具备独立整合物流规划、物流实施、系统集成能力的医药分销企业之一。2014年，公司完成研发项目9项，包括设备监控可视化系统、冷链管理平台、供应商关系管理系统、健康巨立方、OMS管理系统、移动拆零拣选软件、

项目管理信息系统、会员服务平台和集团企业主数据管理平台；新立项项目7个，包括大数据分析平台、会员服务平台、移动拆零拣选软件、OMS管理系统、设备监控可视化系统、冷链管理平台和集团企业主数据管理平台；取得4项软件著作权。

2013年1月，卫生部发布了新版《药品经营质量管理规范》（以下简称“新版GSP”），新版GSP自2013年6月1日起正式实施。新版GSP引入供应链管理理念，增加了计算机信息化管理、仓储温湿度自动检测、药品冷链管理等新的管理要求，对药品的采购、验收、储存、养护、销售、运输、售后管理等环节作出了许多新的要求。目前公司正积极推动各下属机构进行新版GSP换证及认证工作，截至2014年末，湖北、广东等34家公司已完成新版GSP换证，48家公司已取得现场检查通过的结果通报；截至2015年6月末，公司新版GSP换证工作完成企业数增至66家，并有九州通集团安国中药材有限公司顺利通过新版GSP认证。同时，凭借新版GSP换证的契机，公司为上下游客户提供GSP咨询，深入开展与供应商的品种合作和经销商的配送业务合作，增强了公司与上下游的业务粘合度，有利于公司业务稳定发展。

日益完善的医药物流中心系统及营销网络体系

公司采用“省级物流中心+地市级物流中心+办事处”的多层次营销网络模式，经过多年的建设，截至2015年6月末，公司已在全国大部分区域中心城市及省会城市投资建成23家省级医药物流中心、39家地市级物流中心，另有在建省级及地市级医药物流中心各4家。建成了覆盖全国大部分行政区域的营销网络，为公司的业务发展奠定了良好的基础。

表5：2012~2015.6公司物流中心建成情况

年份	省级医药物流中心	地市级医药物流中心
2012	22个	29个
2013	22个	31个
2014	23个	39个
2015.6	23个	39个

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 6: 截至 2015 年 6 月末公司物流中心分布情况

区域	省级医药物流中心	地市级医药物流中心
华中区域	3个: 湖北(武汉)、河南(郑州)、湖南(长沙)	11个: 湖北(荆州、襄阳、恩施、应城、宜昌、十堰、蕲春、钟祥)
华北区域	5个: 北京九州通(北京)、天津、内蒙古(呼和浩特)、山西(太原)、河北(河北华药)	6个: 山西(长治、晋城、运城、大同、临汾)、内蒙古(赤峰)
华东区域	7个: 上海(上海)、江苏(南京)、山东(济南)、福建(福州)、江西(南昌)、浙江(杭州)、安徽(合肥)	11个: 江苏(淮安、泰州、无锡在建)、山东(青岛、临沂、东营、菏泽)、浙江(温州、仙居)、福建(厦门)、安徽(芜湖)
华南区域	2个: 广东(中山)、广西(南宁)	4个: 广东(广州、深圳、湛江、阳江)
西南区域	5个: 重庆(重庆)、四川(成都)、贵阳(贵州)、西藏(拉萨在建)、陕西(西安)	4个: 重庆(万州)、四川(绵阳、遂宁、仪陇)
西北区域	2个: 新疆(乌鲁木齐)、甘肃(兰州)	6个: 新疆(伊犁、喀什、阿克苏、库尔勒、奎屯、博赛)
东北区域	3个: 辽宁(沈阳)、黑龙江(哈尔滨)、吉林(长春)	1个: 辽宁(大连)
合 计	27家	43个

注: 在建医药物流中心项目包括: 湖南长沙、贵州贵阳、陕西西安和西藏拉萨 4 个省级物流中心; 江苏无锡、山东菏泽、湖北蕲春和四川仪陇 4 个地市级物流中心。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

经过多年的发展, 公司购销渠道不断完善, 客户资源持续充实。截至2014年末, 公司已与5,600余家供应商和7万余家客户建立了业务合作关系, 经营品种品规达21万余个; 截至2015年6月末, 合作供应商及下游客户数量分别增至7,000多家和8万余家, 经营的品种品规超过25万个。全国性营销网络的建立有助于公司进行多样化采购, 满足了客户“一站式采购”的需求, 为公司的市场开拓和客户服务创造了良好的条件。

市场化的经营模式及持续的业务拓展

根据下游客户药品零售价格形成机制的不同, 我国现有医药商业流通企业可分为面向二级以上医疗机构为主的经营模式和以市场分销为主的经营模式两种。其中, 前者具有毛利率较高、费用较大以及账期较长等特点, 以国药控股、上海医药等为代表的国有控股大型医药商业流通企业均以此种模式开展业务。而九州通则创立了面向批发商、

药店、民营医院、诊所等市场化客户为主要销售对象的商业化销售模式, 行业内称其为“九州通模式”。

“九州通模式”毛利率较低, 具有库存周转速度较快、账期较短等优点, 但也对企业的成本控制能力提出了更高要求。依托于持续完善的销售网络及医药物流技术, 公司实现了成本的良好控制, 销售费用率和管理费用率均处于较低水平, 获得了业界的认可, 体现了其良好的市场竞争力。

近年来公司在稳步发展批发商、药店、民营医院、诊所等终端客户的同时, 积极参与国家推进基层公立医疗机构基本药物集中采购配送商的招标, 并致力于拓展国内二级以上医院客户。截至2015年6月末, 公司在已公布的30个省、市或自治区的基本药物配送招标中, 已取得22个省市地基本药物的配送权(较上年增加1个省市, 未取得配送资格的省市均为公司未设立子公司或子公司尚未正式开业错过标期所致), 二级以下基层医疗机构客户数约30,000家, 2014年在基层医疗机构完成含税销售额42.11亿元, 同比增长46.32%; 2015年1~6月在基层医疗机构完成含税销售额22.81亿元, 同比增长15.9%。在二级以上医院的拓展方面, 截至2014年末, 公司拥有2,400家二级及以上医院客户, 同比增加79家, 全年完成含税销售额68.86亿元, 较上年提高52.48%; 2015年来公司进一步加大该类客户群的拓展力度, 截至2015年6月末, 公司二级及以上医院客户数增至2,900家, 当期完成含税销售额43.21亿元, 同比增长40.85%。

整体看, 公司经营模式较为灵活, 近年来积极开拓二级及以上医院市场, 客户拓展进展良好, 为公司的业务持续发展提供良好的市场基础。

业务运营

随着居民可支配收入的增长和健康意识的增强, 医药产品需求持续上升, 公司业务规模不断扩张。2012~2014年, 公司分别实现营业收入295.08亿元、334.38亿元、410.68亿元, 年均复合增长率达17.97%。公司业务主要由医药批发及相关业务、医药零售及医药工业三大板块构成, 其中, 医药批发及相关业务板块为公司营业收入和利润的主要来源, 该业务板块近三年与主营业务收入占比分别

达到97.18%、96.92%和96.73%；毛利额占比为91.03%、90.38%和90.84%。而医药零售及医药工业在公司主营业务收入和毛利润的占比则较为有限。

表 7：2012~2015.H1 公司主营业务收入及毛利额构成

单位：亿元				
主营业务收入	2012	2013	2014	2015.H1
医药批发及相关业务	285.75	323.19	396.60	231.08
医药零售	4.66	5.86	7.41	4.57
医药工业	3.62	4.42	5.98	3.02
毛利额	2012	2013	2014	2015.H1
医药批发及相关业务	16.64	19.73	26.09	16.15
医药零售	0.98	1.19	1.37	0.73
医药工业	0.66	0.91	1.26	0.56

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

医药批发业务

医药批发及相关业务为公司的核心主业，业务品种包括西药、中成药、中药材、中药饮片、医疗器械、计生用品、食品、保健品、化妆品等。2012~2014年，公司医药批发业务板块主营业务收入分别为285.75亿元、323.19亿元和396.60亿元，近三年复合增长率为17.81%。同期，该业务板块毛利率分别为5.82%、6.10%和6.58%，呈现逐年提高的趋势。

分业务品种来看，西药和中成药占据公司批发业务的绝对主导地位，2014年，公司西药和中成药业务保持稳定增长，全年共实现销售收入363.10亿元、毛利额22.23亿元，分别同比增长23.29%和35.20%。虽然中药材、中药饮片及化妆品、食品、保健品等业务品种的销售收入占比较小，但其毛利率相对较高，成为公司医药批发业务盈利水平提升的主要动力。2014年西药和中成药分别实现收入11.96亿元和12.79亿元，分别同比增长27.70%和12.89%；毛利额分别为1.99亿元和1.85亿元，分别同比增长6.82%和18.43%。

公司医药批发业务采用“省级物流中心+地市级物流中心+办事处”的多层次销售网络模式，其中，省级物流中心以大型物流中心为支撑，支持年销售额30亿元以上规模的药品吞吐量，主要业务是分销给中小批发商、配送至200公里以内的医院、药店（含加盟药店）、乡镇卫生院、城市社区服务中心（站）、个人诊所等市场化客户和其下设的地

市级公司；地市级物流中心围绕省级物流中心、在距离省级物流中心200公里以外的中型城市建设，配送至地市及周边的药店（含加盟药店）、乡镇卫生院、城市社区服务中心（站）、民营医院、个人诊所等市场化客户；办事处（配送站）的建设则主要是建立县级服务中心，承担协助配送、收集订单、客户关系维护、市场调研和回款等主要责任，为中小批发商、药店（含加盟药店）、乡镇卫生院、城市社区服务中心（站）、民营医院、个人诊所等客户提供深度、近距离服务。公司不断完善物流配送体系，截至2015年6月末，已建成23家（另有4家处于建设阶段）省级物流中心、39家（另有4家处于建设阶段）地市级物流中心、共有办事处400个，已形成了覆盖我国大部分行政区域的全国性营销网络。

作为国内少数几家拥有全国性销售网络的医药流通企业之一，公司在全国各个区域板块均形成稳定的营业收入来源。分区域来看，华中和华东地区为公司最主要的收入来源地区，2014年上述两大地区主营业务收入合计占比达到70.63%；华北和华南区域次之。公司在东北地区开展业务的时间较短，目前其业务规模和主营收入占比均较小。

表 8：2012~2015.H1 公司分地区主营业务收入情况

单位：万元				
区域	2012	2013	2014	2015.H1
华中区域	1,177,163	1,411,236	1,589,742	913,567
华东区域	948,792	1,045,422	1,305,879	767,670
华北区域	446,736	526,312	723,691	431,480
华南区域	446,982	485,864	551,846	298,048
西南区域	290,205	307,520	358,016	201,567
西北区域	330,362	383,491	451,646	242,267
东北区域	103,963	144,861	201,445	141,551
内部抵销	803,925	970,039	-1,082,390	-609,445
合计	2,940,280	3,334,667	4,099,875	2,386,705

资料来源：公司定期报告，中诚信证评评估整理

公司下游客户主要包括批发商、医院、药店、基层医疗机构及诊所等，其中批发商的销售收入占比超过60%，为九州通最主要的客户群体。在基层医疗机构配送方面，公司积极参与国家推进基层公立医疗机构基本药物集中采购配送商的招标。截至目前，在已公布的30个省、市或自治区的基本药物配送的招标中，公司已获得湖北、河南、上海等22

个省市地基本药物的配送权；未取得配送资格的省市均为公司未设立子公司或子公司尚未正式开业错过标期所致。

公司在集团总部及下属各地的经营公司建立了医院事业部，实行事业部制垂直管理，近年来加大了二级及以上医院客户的开拓力度，并取得良好成效。2014年末公司拥有二级及以上医院客户2,400家，截至2015年6月末已增至2,900家。但二级及以上医院客户回款时间相对较长，该部分业务发展对公司流动资金的管理提出了更高的要求。

目前公司与默沙东制药、云南白药集团、华润三九、山东东阿阿胶等7,000余家上游知名供应商建立了稳定的业务合作关系，目前主要经营的药品、保健品、中药饮片、医疗器械、计生用品等品种品规超过25万余个。为发挥整体规模优势，公司从2008年开始进行集中采购的试点，2012~2014年，公司集中采购占比分别约为19.63%、18.02%和18%。集中采购提高了九州通对众多子公司的控制力度，增强了公司与供应商谈判的谈判筹码，使公司在获取更多供应商支持的同时也有效控制了采购成本。

表 9：2014 年公司前五大供应商

序号	供应商名称	采购金额 (亿元)	占总采购金额 的比例 (%)
1	云南白药集团	7.51	1.87
2	山东东阿阿胶	7.16	1.78
3	哈药集团	6.88	1.71
4	默沙东制药	6.72	1.67
5	华润三九	6.43	1.60
合计		34.70	8.63

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司已建立了全国性的、相对稳定的营销网络，在医药流通领域具有很强的市场竞争力，近年来业务规模持续扩大。未来随着营销网络的继续完善和我国药品消费需求的增长，公司医药批发业务发展空间较为广阔。

医药零售业务

2012~2014年，公司医药零售业务板块主营业务收入分别为4.66亿元、5.86亿元和7.41亿元，年均复合增长率为26.10%；同期，毛利率分别为21.08%、20.38%和18.48%。

公司自2003年开展药品零售连锁业务，通过加盟店和直营店两种模式开展业务，并建立了“好药师”品牌，利用其覆盖全国的营销及配送网络发展零售业务。在经营策略方面，公司坚持“直营店为主、加盟店为辅”的理念，将直营店作为零售业务的主要模式，近年来对不合格的加盟店加以关闭，并加大了新入加盟店的审核力度。截至2014年末，公司零售连锁药店总数为835家，其中直营店279家、加盟店556家。

表 10：2012~2015.H1 公司零售连锁药店数量

单位：家			
年份	直营店	加盟店	合计
2012	262	563	825
2013	252	618	870
2014	279	556	835
2015.H1	270	580	850

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司近年来大力推进电子商务的发展，成为第一批取得B2C药品经营资格牌照的医药企业之一。B2C业务方面，公司通过好药师网站进行销售，2014年实现交易额3.11亿元，同比增长52.45%；同时，公司依托京东商城、天猫、1号店、当当、亚马逊等多渠道销售产品，并在京东SOPL、京东SOP、天猫等开通第三方商家交易业务平台。B2B电子商务方面，截至2014年末，集团下属28家二、三线公司已成功上线B2B3.0系统；随着终端资源的整合，公司B2B电子商务发展情况良好，2014年实现销售额15亿元，同比增长28.21%。O2O业务方面，公司已开发实现了微信到线下药店的O2O业务“药急送”功能，该业务实现了用户通过微信下单，药品由药店在短时间内快速送达的模式。截至2014年末，好药师已在上海、北京、广州等地完成约14,000余家线下药店的签约对接工作，并实施O2O药急送服务，截至2015年6月线下签约药店数增至15,000家。未来公司将会利用旗下分布在全国的下属公司物流体系以及现有的药店客户资源等，在其他城市进一步推广O2O业务。同时，公司不断增设电商物流中心库，目前建成的物流中心库已覆盖中山、杭州、上海、郑州、北京、成都、武汉等12个城市，为公司互联网医药业务的发展创造了有利条件。

总体来看，医药零售板块是公司占领终端市场

的业务板块，未来公司将持续加大零售连锁业务的发展力度，通过兼并收购的方式，加快终端药店的布局。同时，公司将充分利用互联网营销和公司现有采购、品种和物流配送体系的优势，大力发展B2C、B2B等业务，未来其医药零售业务收入有望实现进一步增长。

医药工业业务

公司医药工业板块主营业务收入比重较小，2012~2014年，公司该业务板块主营业务收入分别为3.62亿元、4.42亿元和5.98亿元；同期，毛利率分别为18.32%、20.63%和21.09%。

2015年公司成立医药工业事业部，下辖北京京丰制药有限公司（以下简称“京丰制药”）和山东博山制药有限公司（以下简称“博山制药”）两家西药生产企业，主要产品包括抗生素、糖尿病和心血管系列药品，主要通过公司营销网络进行销售。近年公司逐步加大新产品研发力度，截至2015年6月末，京丰制药共获得国家药品批准文号40个，目前主要的生产品种包括头孢克洛分散片、头孢拉定胶囊、头孢氨苄片、阿奇霉素分散片、盐酸左氧氟沙星片、盐酸左氧氟沙星胶囊、乙酰螺旋霉素片、诺氟沙星胶囊等，初步形成了合理的产品梯队；博山制药取得葡醛内酯、硝酸异山梨酯、氨基比林等55种药品的再注册批文。

公司自2011年开始致力于发展中药制造业务，截至2014年末，公司已拥有10个GAP种植基地、6家中药饮片厂。2014年中药材与中药饮片业务实现收入11.96亿元，毛利额1.99亿元，分别同比增长27.79%和6.82%。中药制造业的增长带动了公司医药工业收入规模的扩大，但整体而言，公司医药工业规模仍较小，综合竞争力有待加强。

战略发展

公司是国内目前为数不多具备整合物流规划、物流实施、系统集成能力的大型现代医药物流企业，公司已确立了核心业务做强、战略业务做大、新兴业务稳步推进的发展战略。其中，核心业务为医药分销（商业批发+终端配送），战略业务为零售连锁、中药材及中药饮片、医院纯销、医疗器械、电子商务、基药与处方药、总代理、医药工业等，

新兴业务为医药第三方物流、行业解决方案增值服务、医院投资、行业财务投资、国际贸易、医药健康产业孵化器。

在医药分销业务方面，公司未来将围绕每个省级大型仓储与配送中心的周边，选择经济较好的地市级城市配套建设4~5个中小型二级医药仓储与配送中心，以完善公司的三级医药配送网络体系。未来3~5年内，公司建设重点将转向二级配送中心的建设。同时，为保持公司的核心竞争力，公司将持续进行现代化物流技术与信息技术的研发与投入。在战略业务方面，公司未来将寻求在零售连锁、医疗器械、中药产业及其他领域的战略并购机会。长期看，随着公司业务的发展和营销网络的建设，公司仍存在一定的资金压力。

2014年3月，公司完成非公开发行股票，对白药控股、齐鲁证券、华安基金和建信基金定向发行1.89亿股股票，募集资金净额为20.62亿元，全部用于补充营运资金。此次非公开发行的完成，将提高公司的财务实力，为其做强医药分销板块，做大中高端医院纯销业务，提高自身的盈利能力与偿债能力提供了有力保障；同时，将优化资本结构，改善财务状况。此次增发完成后，上海弘康持股比例将为26.91%，仍为公司的第一大股东，刘宝林仍为实际控制人，公司的控股情况并不因此发生变化。此外，公司于2014年7月公告限制性股票激励计划首次授予事项，于7月1日首次向1,604名激励对象授予3,345.82万股限制性股票，授予价格为8.15元/股，此项计划的有效期为自限制性股票首次授予日起48个月³。2015年6月15日，公司公告预留限制性股票授予计划，8月21日完成向379名激励对象授予393.46万股预留限制性股票，授予价格为15.68元/股。股票激励计划对公司发展起到了一定的激励作用，有助于激发管理、业务、技术等团队的积极性，为公司稳定核心团队及提高经营效率提供保障，中诚信证评将对该项事件的后续进展保持关注。

³ 首次授予的限制性股票按比例分为不同的锁定期，分别为12个月、24个月和36个月；锁定期自授予之日起计。本激励计划授予的限制性股票解锁的主要业绩考核指标为：1、以年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润作为计算依据，公司2014~2016年年度经审计的净利润同比增长率不低于15%；2、限制性股票锁定期内，以年度归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润作为计算依据，均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。

管 理

治理结构

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和《上海证券交易所股票上市规则》等相关法律、法规的规定，不断完善公司法人治理结构，以保证其在治理结构、独立性要求、信息披露规范等方面符合证监会有关上市公司治理的规范性文件要求。

公司董事会下设战略与投资、财务与审计及薪酬与考核三个下属委员会和董事会秘书，制订并不断完善了各项管理办法、议事规则、制订《董事会议事规则》、《独立董事制度》、《董事会战略与投资委员会实施细则》、《董事会财务与审计委员会实施细则》、《董事会薪酬与考核委员会实施细则》，保证了“三会”及专门委员会运作规范、程序完善，从机制上确保董事会决策能够更加科学、合理和完整透明，公司法人治理结构不断完善。

内部管理

公司按照《公司法》、《证券法》、《上海证券交易所上市公司内部控制指引》、《企业内部控制基本规范》等法律法规的相关规定，建立了一系列内部控制制度，涵盖财务管理、生产管理、采购销售、质量检验、信息技术与安全、信息披露等整个生产经营管理过程，以保证公司各项经济活动的健康运行。

在销售方面，公司严格按照国家《药品经营质量管理规范》的要求执行，同时根据自身业务特点，制定了一系列的销售管理制度，包括《客户信用管理办法》、《采购结算流程》、《停售商品管理办法》等，对销售流程在事前、事中和事后环节均实施了较为严格的控制。

在财务管理方面，公司按照《中华人民共和国会计法》以及《企业会计准则》的要求，建立了公司的财务管理制度，具体包括：《重要会计政策和会计估计》、《会计核算管理制度》、《会计基础工作规范》、《货币资金内部控制制度》、《会计档案管理制度》等，并在此基础上有效的规范和执行了各项规程，保证了财务数据真实、准确、完整、及时、

全面地反映企业的经济业务，并提高资金营运效率，保护财产安全，有效防范财务风险。

对各分、子公司的管理方面，公司实行集团管控模式，通过财务管理、信息技术管理、重大事项决策、管理层任免等方式防范经营风险和财务风险的发生。同时，公司利用先进的信息技术手段，在各地子公司应用服务器远程访问集团中央控制系统、进行数据交换时，实现了对各子公司的业务、人事、业务等各个方面的实时动态管理。

除此之外，公司还建立了预算管理制度以及劳动、人事及工资管理制度等多个内部管理制度。总体而言，公司的内部控制制度较为完善，保证了公司各项业务的合理开展，有效防范了生产、经营中的各项风险。

财务分析

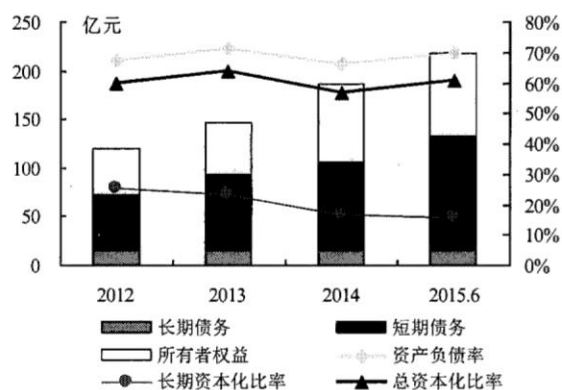
以下财务分析基于公司提供的经众环海华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012~2014 年及 2015 年 6 月审计报告。所有数据均为合并口径，其中，2013 年末数据采用 2014 年审计报告重述数。

资本结构

公司业务量持续扩张，资产规模逐年扩大，2012~2014 年，公司资产总额分别为 148.04 亿元、185.96 亿元和 241.25 亿元，近三年复合增长率达 27.66%。同时，随着利润的持续积累、非公开发行股票以及限制性股票激励计划的授予，公司自有资金实力不断夯实，2012~2014 年，公司所有者权益（含少数股东权益）分别为 48.36 亿元、53.39 亿元和 80.87 亿元，近三年复合增长率为 29.32%。债务规模方面，公司近年来产业链向上下游延伸，资本支出和经营性资金需求持续增长，融资需求持续扩大，公司通过扩大银行融资规模、发行短期融资券、发行公司债等方式进行融资，债务规模逐年增长。得益于 2014 年非公开发行及限制性股票激励计划，公司财务结构得到一定改善，截至 2014 年末，资产负债率和总资本化比率分别为 66.48% 和 56.70%，分别较上年同期降低 4.81 个和 7.08 个百分点。2015 年以来，公司继续保持较快的发展步调，但二级及以上中高端医院业务的快速增长，使其销售回款进

一步放缓，运营对债务融资的依赖程度加深。截至2015年6月末，公司资产负债率和总资本化比率分别上升至69.84%和60.97%。

图1：2012~2015.H1 公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

作为医药流通企业，公司在经营上呈现轻资产运营的特征，资产流动性较强。2012~2015年6月末，公司流动资产占总资产的比重分别为80.34%、81.46%、82.38%和82.50%。其中，存货为流动资产的主要构成，公司近三年及近期存货分别为41.37亿元、49.34亿元、63.11亿元和61.65亿元，占流动资产的比例分别为34.78%、32.57%、31.75%和26.50%，近三年存货周转率分别为6.94、6.88和6.79，周转效率较高。作为医药商业类企业，公司也保持着较高的现金储备，2012~2015年6月末，公司货币资金分别为24.00亿元、32.02亿元、35.87亿元和28.77亿元，占流动资产比例分别为20.18%、21.14%、18.05%和12.36%。此外，公司其余流动资产主要为应收票据、应收账款、预付账款和其他应收款（主要为保证金），其中应收账款近年保持较快增长态势，2012~2015年6月末公司应收账款分别为16.80亿元、27.53亿元、51.00亿元和89.88亿元，占流动资产比例分别为14.12%、18.17%、25.66%和38.62%。随着二级及以上医院业务快速增长，公司销售回款效率有所下滑，近三年应收账款周转率分别为22.64、15.09和10.46，但相较于同行业其周转效率依然处于较高水平。总体看，公司资产流动性较高，资产质量较好。

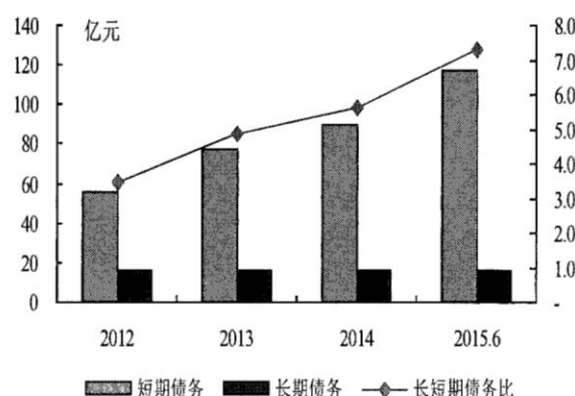
表11：医药流通上市公司运营相关指标比较

公司名称	2014年		2015年1~6月	
	应收账款 周转天数	存货周转 天数	应收账款 周转天数	存货周转 天数
九州通	34.42	53.05	53.07	50.72
国药一致	95.39	33.98	104.49	34.69
华东医药	54.81	42.98	55.97	47.08
国药股份	66.69	34.00	69.82	31.20
桐君阁	42.41	59.58	43.38	55.22
浙江震元	66.26	59.58	67.69	66.22

资料来源：东方财富网，中诚信证评整理

负债方面，随着业务规模的扩张，公司资金需求持续增长，负债规模逐年增长，2012~2015年6月末，公司负债合计分别为99.68亿元、132.57亿元、160.38亿元和196.98亿元；总债务分别为72.52亿元、94.03亿元、105.92亿元和132.89亿元。从债务结构来看，公司债务主要为短期债务，2012~2015年6月末，公司短期债务分别为56.16亿元、77.92亿元、89.96亿元和116.91亿元，占总债务的比例分别为77.45%、82.87%、84.93%和87.97%，2012~2015年6月末公司长短期债务比分别为3.43、4.84、5.64和7.31。整体看，近年来公司长短期债务比有所上升，短期债务压力增加。

图2：2012~2015.H1 公司债务结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

与国内其他医药流通类上市公司相比，公司资产规模较大，负债比率适中，资本结构相对稳健。公司业务渠道较为稳定，盈利状况良好，随着业务规模的扩大利润积累的增加，自有资本将继续夯实，其资产规模和市场竞争力将持续提升。

表 12: 医药流通上市公司资本结构比较

公司名称	2014 年末		2015 年 6 月末	
	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)
九州通	241.25	66.48	282.06	69.84
国药一致	128.29	62.19	138.13	62.51
华东医药	90.07	72.04	105.30	73.64
国药股份	55.38	53.40	56.62	50.10
桐君阁	33.24	85.63	32.83	85.22
浙江震元	18.03	32.18	18.38	32.50

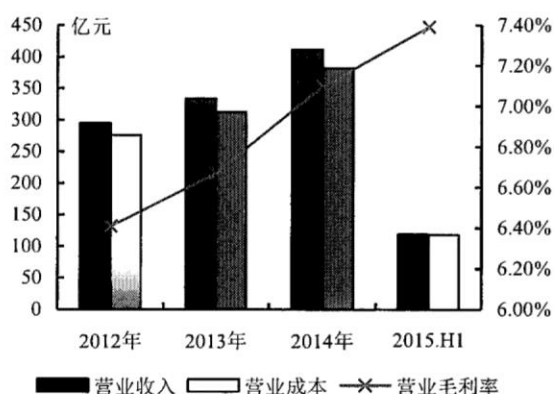
资料来源: 聚源终端, 中诚信证评整理

整体而言, 公司自有资本实力较强, 在非公开发行及限制性股票激励计划的影响下, 2014 年公司财务杠杆比率有所下降。但随着业务规模的扩张, 公司仍存在较大的资金需求, 预计未来负债水平或将继续上升。

盈利能力

近年来, 随着公司营销网络的持续建设, 其覆盖范围逐年扩大, 同时受益于医药市场需求的稳步增长, 公司收入规模呈现稳定增长。2012~2014 年, 公司营业收入分别为 295.08 亿元、334.38 亿元、410.68 亿元, 年均复合增长率为 17.97%。2015 年公司业务规模继续保持增长态势, 1~6 月实现营业收入 238.94 亿元, 同比增长 19.99%。就收入结构而言, 医药批发及相关业务是公司收入的主要来源, 近三年其收入规模占营业总收入的比例在 96~98%。公司近年来积极发展医药批发、医药零售业务, 近三年医药批发、医药零售业务的年均复合增长率分别为 17.81%、26.10%, 2015 年上半年增速依然保持在较高水平, 带动整体业务呈现出良好的成长性。

图 3: 2012~2015.H1 公司收入、成本及营业毛利率情况



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

毛利方面, 公司主要从事医药流通业务, 行业属性决定其初始获利空间不高。2012 至 2015 年上半年, 公司营业毛利率分别为 6.41%、6.67%、7.10% 和 7.35%, 与国内其他医药商业上市公司相比, 公司毛利水平偏低, 但整体呈现稳中趋升的态势。值得指出的是, 从供应商处获得的返利是公司毛利的主要来源, 2012 至 2015 年上半年, 公司分别从供应商处获得返利 8.16 亿元、8.43 亿元、9.30 亿元和 5.26 亿元, 分别占当期毛利额的 44.65%、38.62%、32.40% 和 30.18%。公司毛利中返利的占比较大, 其变动将对公司的经营效益产生显著影响, 中诚信证评将持续关注供应商对公司所执行的返利政策的持续性及变化情况。

表 13: 医药流通上市公司盈利能力比较

公司名称	2014 年		2015 年 1~6 月	
	营业总收入 (亿元)	销售毛利率 (%)	营业总收入 (亿元)	销售毛利率 (%)
九州通	410.68	7.10	238.94	7.35
国药一致	239.54	8.15	128.14	7.90
华东医药	189.47	21.98	103.84	25.18
国药股份	115.38	7.91	59.40	7.79
桐君阁	47.49	15.30	25.39	16.13
浙江震元	20.81	15.46	10.42	14.23

资料来源: 聚源终端, 中诚信证评整理

期间费用方面, 随着业务规模的扩大, 公司费用支出逐年增长, 2012~2014 年期间费用合计分别为 14.30 亿元、17.07 亿元和 22.27 亿元, 三费收入占比分别为 4.85%、5.11% 和 5.42%; 2015 年 1~6 月, 公司期间费用占营业收入的比重增至 5.55%。整体来看, 公司期间费用控制能力良好, 现费用水平尚处于合理区间。

表 14: 2012~2015.H1 公司期间费用变化

	单位: 亿元			
	2012	2013	2014	2015.H1
销售费用	6.79	7.89	10.62	5.88
管理费用	4.65	5.57	7.71	4.88
财务费用	2.86	3.61	3.94	2.49
三费合计	14.30	17.07	22.27	13.25
三费收入占比	4.85%	5.11%	5.42%	5.55%

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 2012~2014 年, 公司利润总额分别为 5.52 亿元、6.07 亿元和 7.53 亿元, 同期净利润分别为 4.13 亿元、4.71 亿元和 5.68 亿元, 净资产收益率分别为 8.53%、8.82% 和 7.03%。

整体而言,公司业务规模逐年扩大,营业总收入持续增长,毛利水平稳中有升,利润规模逐年增加,公司资产获利能力较强。

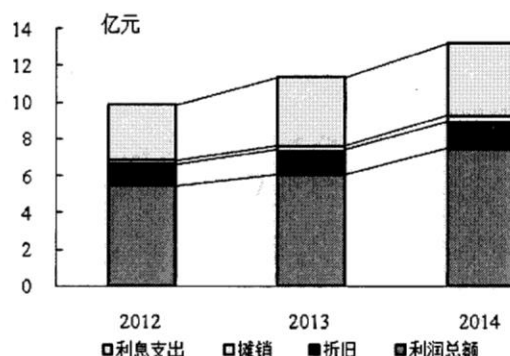
偿债能力

公司近年来致力于全国物流配送网络的建设,资本支出逐步增加,同时受业务规模扩大所带来的流动资金需求影响,其债务规模不断扩大。截至2014年末,公司总债务达105.92亿元,其中长期债务为15.96亿元,短期债务为89.96亿元。截至2015年6月末,公司债务规模增至132.89亿元,其中长短期债务规模分别为15.98亿元和116.91亿元,债务压力持续增大。但公司资产流动性较高,且与其总资产规模相比,整体债务压力仍可控。

从偿债能力来看,2014年公司加大医院客户的开发力度,而医院客户付款周期相对较长,受此影响公司当年经营性现金流净流出1.72亿元。2012~2014年,公司经营活动净现金/利息支出分别为-1.23倍、0.37倍和-0.44倍;经营活动净现金/总债务分别为-0.05倍、0.01倍和-0.02倍,经营性现金流对债务本息偿还的保障能力不足。

获现能力方面,从EBITDA构成来看,公司EBITDA主要由利润总额、折旧和利息支出构成。2012~2014年公司EBITDA分别为9.87亿元、11.38亿元和13.23亿元。随着销售网络的日益完善、产品营销力度的加大和物流效率的提升,公司盈利水平将继续提升,利润总额和折旧规模将继续扩大,进而推动公司EBITDA及可支配现金的稳步上升。公司持续增长的收入规模和获现能力对其债务的偿还提供了较好保障。2014年公司EBITDA利息倍数为3.36倍,其EBITDA表现良好,对同期利息支出的保障能力较强。

图4: 2012~2014年公司EBITDA情况



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

表15: 2012~2015.H1公司偿债能力分析

	2012	2013	2014	2015.H1
总债务(亿元)	72.52	94.02	105.92	132.89
长期债务(亿元)	16.36	16.10	15.96	15.98
EBITDA(亿元)	9.87	11.38	13.23	-
EBITDA利息倍数(X)	3.30	3.05	3.36	-
总债务/EBITDA(X)	7.35	8.26	8.00	-
经营活动净现金/利息支出(X)	-1.23	0.37	-0.44	-11.34
经营活动净现金/总债务(X)	-0.05	0.01	-0.02	-0.42
资产负债率(%)	67.33	71.29	66.48	69.84
总资本化比率(%)	59.99	63.78	56.70	60.97

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

此外,公司与各商业银行保持良好的合作关系。截至2015年6月30日,公司获得中国工商银行、交通银行、中信银行、光大银行、浦发银行、招商银行及民生银行等银行的信用额度合计为151.03亿元,未使用授信额度为69.23亿元,公司具备较充沛的备用流动性。

或有负债方面,截至2015年6月30日,公司无对子公司以外企业提供担保的情况。

整体而言,公司收入规模持续扩大,盈利能力良好,随着利润的积累,其自有资本不断夯实,资本结构相对稳健,未来随着公司物流基地的建设、营销网络的完善和医药零售网点的扩张,公司整体运营实力和获利能力亦将进一步增强,其整体偿债能力很强。

结论

综上,中诚信证评评定九州通医药集团股份有限公司主体信用等级为AA⁺,评级展望为稳定;评定“九州通医药集团股份有限公司2014年可转换公司债券”信用等级为AA⁺。

关于九州通医药集团股份有限公司 2014年可转换公司债券跟踪评级安排

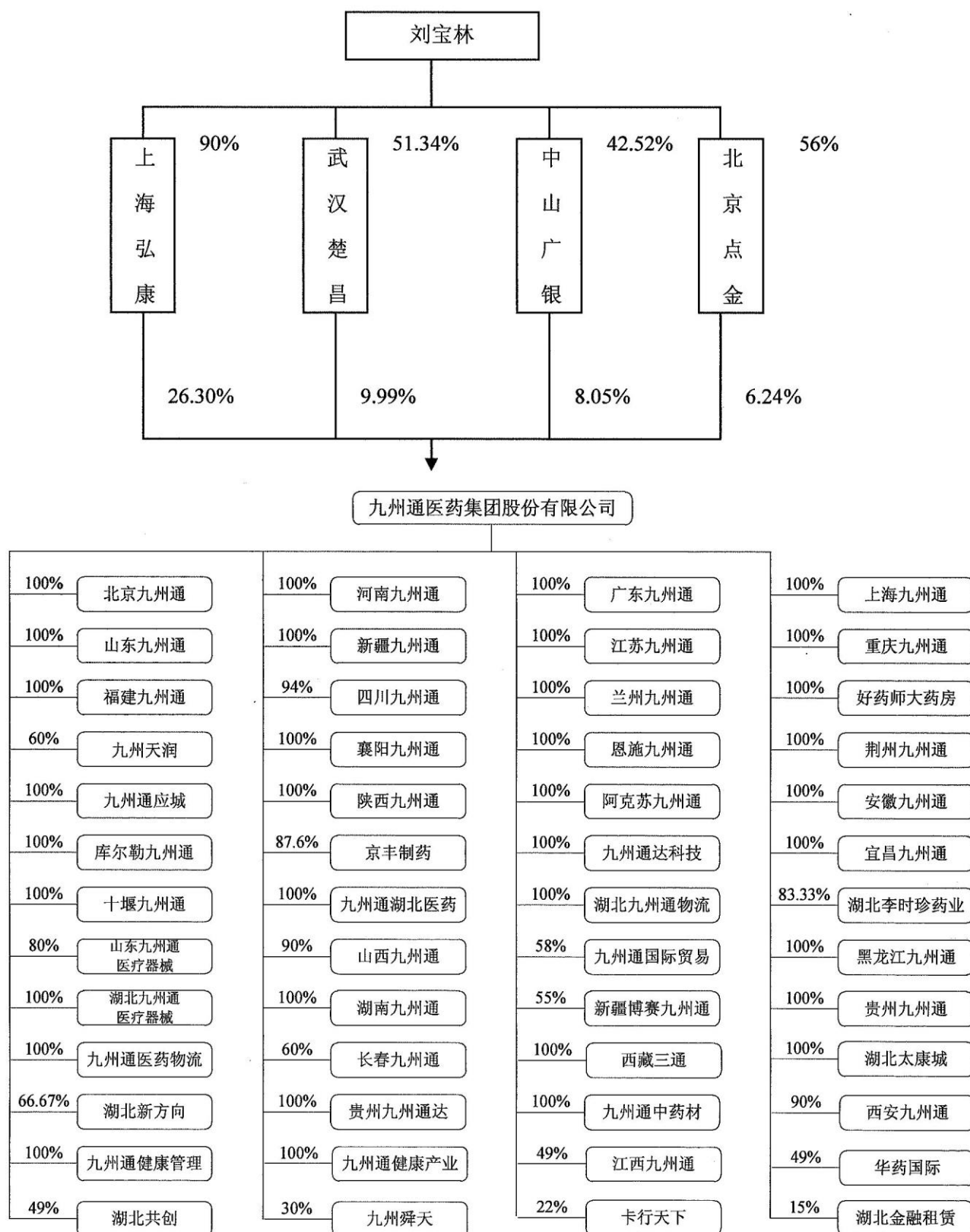
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

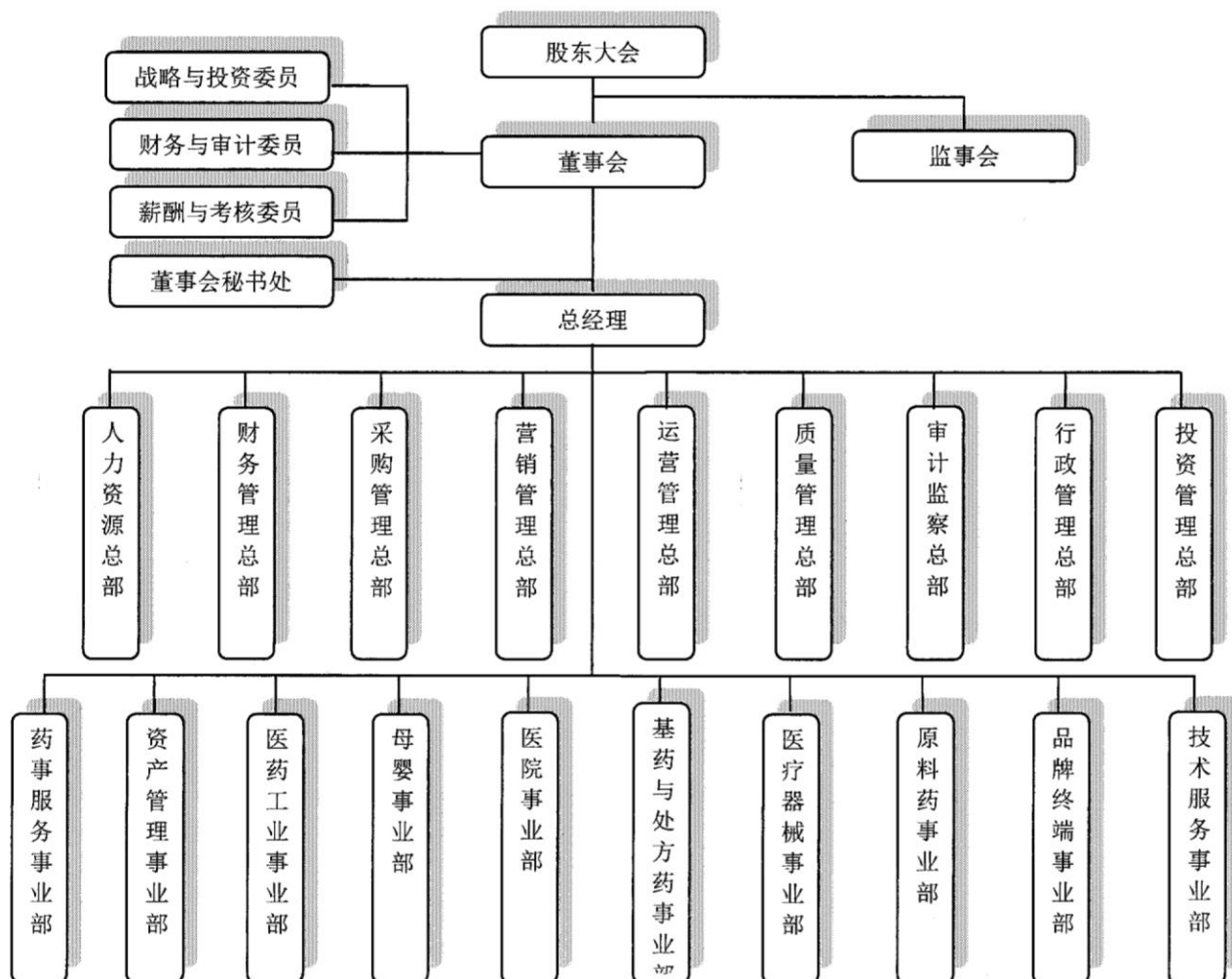
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间应早于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：九州通医药集团股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 6 月 30 日）



附二：九州通医药集团股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 6 月 30 日）



附三：九州通医药集团股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位: 万元)	2012	2013	2014	2015.H1
货币资金	239,992.79	320,180.63	358,748.26	287,723.30
应收账款净额	167,974.42	275,301.53	510,021.96	898,798.53
存货净额	413,676.01	493,394.32	631,084.41	616,547.00
流动资产	1,189,399.29	1,514,787.79	1,987,400.23	2,327,002.25
长期投资	30,935.33	38,769.75	40,267.94	88,962.08
固定资产合计	190,627.23	233,463.43	297,769.70	313,333.78
总资产	1,480,396.93	1,859,618.56	2,412,503.51	2,820,557.30
短期债务	561,604.80	779,224.44	899,591.53	1,169,062.23
长期债务	163,555.83	161,044.32	159,562.74	159,836.59
总债务(短期债务+长期债务)	725,160.63	940,268.76	1,059,154.26	1,328,898.82
总负债	996,807.52	1,325,690.99	1,603,785.62	1,969,804.06
所有者权益(含少数股东权益)	483,589.41	533,927.57	808,717.89	850,753.24
营业总收入	2,950,766.28	3,343,804.97	4,106,840.45	2,389,355.61
三费前利润	184,261.11	218,032.74	285,671.80	172,265.44
投资收益	9,131.38	5,767.27	4,127.59	1,404.02
净利润	41,260.34	47,087.96	56,826.97	25,259.07
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	98,665.06	113,845.23	132,335.61	-
经营活动产生现金净流量	-36,893.28	13,846.86	-17,167.95	-282,086.13
投资活动产生现金净流量	-70,808.58	-49,420.79	-102,509.56	-97,124.48
筹资活动产生现金净流量	126,284.52	113,358.12	107,736.84	341,946.54
现金及现金等价物净增加额	18,582.66	77,784.19	-11,940.67	-37,264.07
财务指标	2012	2013	2014	2015.H1
营业毛利率(%)	6.41	6.67	7.10	7.35
所有者权益收益率(%)	8.53	8.82	7.03	11.88
EBITDA/营业总收入(%)	3.34	3.40	3.22	-
速动比率(X)	0.94	0.88	0.94	0.95
经营活动净现金/总债务(X)	-0.05	0.01	-0.02	-0.42
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.07	0.02	-0.02	-0.48
经营活动净现金/利息支出(X)	-1.23	0.37	-0.44	-11.34
EBITDA 利息倍数(X)	3.30	3.05	3.36	-
总债务/EBITDA(X)	7.35	8.26	8.00	-
资产负债率(%)	67.33	71.29	66.48	69.84
总债务/总资本(%)	59.99	63.78	56.70	60.97
长期资本化比率(%)	25.27	23.17	16.48	15.82

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 期末所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

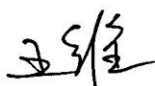
评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

（本页无正文，为《九州通医药集团股份有限公司2014年可转换公司债券信用评级报告》之签署页）

分析师：



王 维



陈晓晓

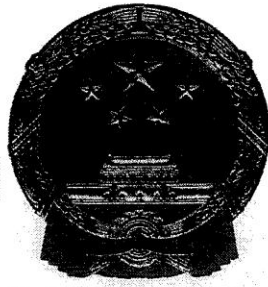


马延辉



中诚信证券评估有限公司

2015 年 9 月 10 日



营业执照

注册号 310229000312932

证照编号 290000000201407221360

名称 中诚信证券评估有限公司
类型 一人有限责任公司(法人独资)
住所 青浦区新业路599号1幢968室

法定代表人 关敬如

注册资本 人民币5000.0000万元整

成立日期 1997年8月20日

营业期限 1997年8月20日至2017年8月19日

经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 实业投资, 资产管理, 金融咨询, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一分支。
【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



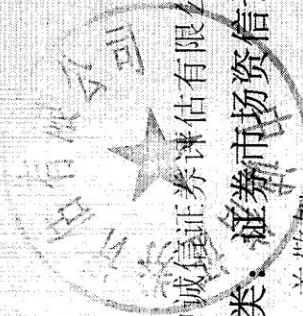
登记机关 关





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



公司名称: 中诚信证券评估有限公司
业务许可种类: 证券市场资信评级
法定代表人: 关敬如

注册地址: 上海市青浦区新业路599号1幢968室
编号: ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2012 年 1 月 20 日

SAC 证券从业人员资格考试
成绩合格证



王维，证件号码:420822198401173137，于2009年03月14日 参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息一致

2009033102257901



SAC 证券从业人员资格考试
成绩合格证



王维，证件号码:420822198401173137，于2009年03月14日 参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息一致

2009033102257804



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



陈晓晓，证件号码:330326198308111827于2007年12月01日参加证
券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20073100784601



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



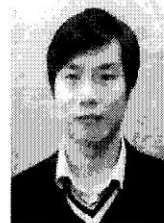
陈晓晓，证件号码:330326198308111827于2007年12月02日参加证
券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20073100784604



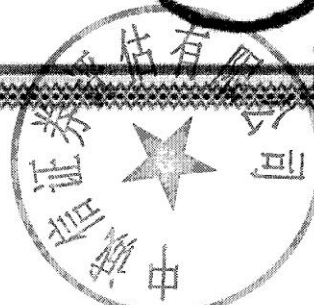
SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



马延辉, 证件号码:410327198606200015于2012年12月02日参加证
券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.cn核对信息

2012123104357604



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



马延辉, 证件号码:410327198606200015于2007年10月20日参加证
券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.cn核对信息

20073200124901

