



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪219 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已发行的“九州通医药集团股份有限公司2014年可转换公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年六月十六日

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报告

发行主体	九州通医药集团股份有限公司		
发行规模	人民币 15 亿元		
存续期限	2016/1/29-2022/1/28		
上次评级时间	2015/9/10		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定

概况数据

九州通	2013	2014	2015
所有者权益 (亿元)	53.39	80.87	98.46
总资产 (亿元)	185.96	241.25	325.85
总债务 (亿元)	94.03	105.92	151.66
营业总收入 (亿元)	334.38	410.68	495.89
营业毛利率 (%)	6.67	7.10	7.57
EBITDA (亿元)	11.38	13.23	17.44
所有者权益收益率 (%)	8.82	7.03	7.15
资产负债率 (%)	71.29	66.48	69.78
总债务/EBITDA (X)	8.26	8.00	7.57
EBITDA 利息倍数 (X)	3.05	3.36	3.19

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；

基本观点

2015 年，九州通医药集团股份有限公司（以下简称“公司”或“九州通”）凭借其不断创新的物流技术和信息技术、日益完善的物流配送体系及营销网络，实现了业务规模及盈利能力的继续增长。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司未来具有一定的资本支出压力、短期债务压力加大等因素对其未来经营及整体信用水平的影响。

综上，中诚信证评维持九州通主体信用等级 AA⁺，评级展望稳定；维持“九州通医药集团股份有限公司 2014 年可转换公司债”信用等级 AA⁺。

正 面

- 医药物流配送体系日益完善。截至 2015 年末，公司已在全国建成 26 家省级、45 家地市级医药物流中心，物流配送体系日益完善，配送区域不断延伸，业务的市场竞争力进一步增强。
- 收入规模继续增长。受益于配送体系的日益完善和日趋扩大的销售网络，2015 年公司实现主营业务收入 495.05 亿元，较上年增长 20.75%。其中，医药批发及相关业务、医药零售业务和医药工业收入分别为 477.48 亿元、9.84 亿元和 7.72 亿元，分别较上年增长 20.39%、32.91%和 29.13%。
- 盈利能力持续增强。受益于毛利率的稳定上升及良好的期间费用控制能力，2015 年公司实现利润总额 9.56 亿元，较上年增长 26.87%；实现净利润 7.03 亿元，同比增长 23.86%，不断增强的盈利能力为公司债务本息的偿还提供了有力保障。

分 析 师

王 维 wwang@ccxr.com.cn

袁龙华 lhuan@ccxr.com.cn

Tel: (021)51019090

Fax: (021)51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 6 月 16 日

关 注

- 具有一定的资本支出压力。公司未来在完善物流配送网络、建设物流中心、研发与投入物流技术与信息技术以及提升自身竞争力等方面仍需较大规模的资本支出。
- 短期债务压力加大。随着业务规模的扩张，公司资金需求持续增长，债务规模逐年增加。截至 2015 年末，公司总债务达 151.66 亿元，其中短期债务为 135.66 亿元，占总债务的比例为 89.45%，当年末长短期债务比为 8.48，较上年增加 2.84，短期债务压力加大。

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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

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，并按照相关法律、法规对外公布。

行业分析

医药行业运行态势良好，医药卫生体制改革的推进有助于扩大市场容量

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，2013年3月，卫生部发布《国家基本药物目录》（2012年版），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，李克强总理在政府工作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今年深化医药卫生体制改革重点工作。中诚信证评认为，此次政府工作报告首次提出“创新社会资本办医机制”的理念，进一步表明了政府对社会资本办医的大力支持，为社会资本办医扫清部分障碍，有助于调动社会资本办医的积极性和促进多元化医疗体系的发展。2015年，李克强总理提出继续深入推进医药卫生改革发展，取消绝大部分药品政府定价，完善城乡居民基本医保，深化基层医疗卫生机构综合改革，全面推开县级公立医院改革，破除以药养医，并积极发展中医药和民族医药产业。

在医改纵深发展的政策鼓励下，目前已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。

低价药目录以及相关改革方案出台标志着药价监管将逐渐放开，长期来看药品价格将趋于市场化

多年以来国家对于医药行业进行了持续的治理整顿，大规模降低药价数十次，但药价虚高的问题仍然突出，消费者的医疗负担仍然沉重。从历史来看，药品降价具有一定的周期性，政府往往是在医疗保险药品目录的修订之后开始分批分次地对目录中的药品进行降价。

2015年5月，国家发改委、国家卫生计生委等

部门联合下发《关于印发推进药品价格改革意见的通知》指出，从2015年6月1日起除麻醉药品和第一类精神药品外，国家取消药品政府定价，从完善药品采购机制、强化医保控费作用、强化医疗行为监督、强化价格行为监管等四方面加强监管，发挥医保支付基准价的引导作用，由市场竞争形成药品实际成交价格，并使药品市场价格保持在合理水平。具体细则方面，医保基金支付的药品由医保部门会同有关部门制定医保支付标准，建立引导市场价格合理形成的机制；专利药品（包括医保目录外专利药品）、独家生产的药品等市场竞争不充分的药品建立公开透明、多方参与的价格谈判形成机制；医保目录外的血液制品、全国统一采购的预防免疫药品和避孕药具，通过招标采购或谈判形成价格。第一类精神药品和麻醉药品，基本沿用现行政策，仍实行最高出厂价格和最高零售价格管理。长期来看，取消药品政府定价后，受药品招标采购机制和医保控费机制的综合制约，大部分药品市场价格上涨空间较为有限，其中技术水平较低的大宗仿制药价格将面临较大的冲击，而专利药、创新药、独家药品受到的影响不大，药品价格将逐步趋于市场化。

随着国家加大对医疗流通体制的改革，医药流通行业集中度日趋提高

我国医药流通市场目前呈现出整体分散区域集中的竞争格局，随着新医改的深入进行，国家出台一系列政策鼓励医药流通行业的整合：2011年5月，商务部发布了《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015年）》，明确了对大型医药流通企业的支持政策：到2015年，形成1-3家年销售额过千亿元的全国性大型医药商业集团，20家年销售额过百亿元的区域性医药流通企业。该政策将促进行业整合、有助于提升行业集中度，对行业内领先企业进一步扩大市场份额起到了积极作用。

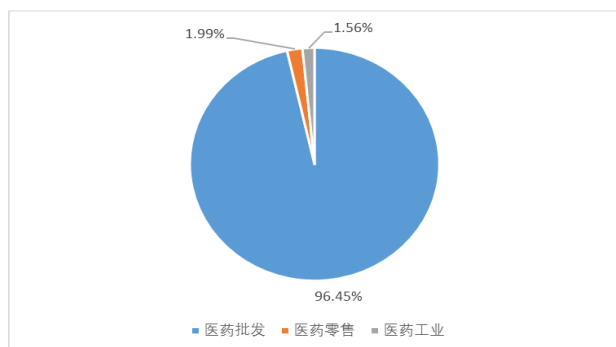
2013年6月1日起，新版《药品经营质量管理规范》（GSP）正式实施。新修订的GSP对行业内企业药品的采购、验收、储存、配送等环节做出了许多更高要求的规定。新修订的GSP意在调整我国药品流通结构，解决行业内企业小、散、低的问题，通过强化管理、规范行为、提高准入门槛等方法，

鼓励做强做大，进而推动结构调整，提升行业的集中度。公司作为全国最大的医药商业流通企业之一，将受益于国家的相关政策，未来发展趋势较好。

业务运营

作为全国最大的医药商业流通企业之一，公司目前主营业务包括医药批发及相关业务、医药零售以及医药工业三大业务板块。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，公司业务规模保持扩张态势，2015 年实现主营业务收入 495.05 亿元，较上年增长 20.75%。其中，医药批发及相关业务、医药零售业务和医药工业收入分别为 477.48 亿元、9.84 亿元和 7.72 亿元，分别较上年增长 20.39%、32.91%和 29.13%。从业务结构来看，医药批发业务依旧占据公司主导业务地位，2015 年在主营业务收入中所占比重达 96.45%，较上年略有下降。

图 1：2015 年公司主营业务收入构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

作为全国性医药流通企业，公司 GSP 换证工作稳步推进，继续保持市场优势地位

公司多年来致力于现代医药物流流程及相关物流技术的研究，是目前国内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。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 GSP”或“规范”），规范自 2013 年 6 月 1 日起正式实施，过渡期限截至为 2016 年 1 月 1 日。近年公司正积极推动下属机构开展新版 GSP 换证工作，截至 2015 年末，襄阳九州通、恩施九州通等 25 家公司已完成新版 GSP 换证，71 家公司已取得现场检查通过的结果通报。同时，利用新版 GSP 换证契机，公司为上下游客户提供 GSP

咨询服务，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力，为其业务稳定发展创造了条件。

依托先进的现代医药物流流程及相关物流技术手段，公司新版 GSP 换证工作稳步推进，与上下游的业务粘合力增强，市场优势地位继续保持。

受益于不断完善的医药物流中心以及持续有效的业务拓展、公司核心医药批发及相关业务继续实现增长

公司已经在国内大部分省市设立了子公司，建立了医药物流设施和营销网络，在全国医药市场网络的深度和广度开发方面处于领先地位。公司采用“省级物流中心+地市级物流中心+办事处”的多层次模式建立起全国性医药物流配送体系，截至 2015 年末，已在全国大部分区域中心城市及省会城市投资建成了 26 家省级大型医药物流中心、45 家地市级物流中心。公司医药物流体系进一步完善、配送区域不断延伸。同时，公司建成的覆盖全国大部分行政区域的营销网络，可满足客户“一站式采购”需求，为公司的市场开拓和客户服务创造了良好的条件。截至 2015 年末，公司已与 7,000 余家供应商和 8 万余家客户建立了业务合作关系，经营品种多达 3.1 万余种，经营品种品规达 25 万余个。

近年来公司在稳步发展批发商、药店、民营医院、基层医疗机构及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 年年末，公司在已公布的 31 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（未取得配送资格的省市均为尚未设立子公司或子公司还未正式营业所致）。截至 2015 年末，公司二级以下基层医疗机构客户数超过 38,000 家，2015 年对基层医疗机构完成含税销售额 52.80 亿元，同比增长 25.39%。在二级以上医院的拓展方面，截至 2015 年末，公司拥有 3,200 家二级及以上医院客户，较上年增加 800 家，全年对其完成含税销售额 92.67 亿元，同比增长 34.58%。

受益于市场化的经营模式及持续有效的业务拓展，公司核心主业——医药批发及相关业务板块，

收入继续保持稳步增长态势，2015 年医药批发及相关业务实现收入 477.48 亿元，同比增长 20.39%；取得毛利 33.96 亿元，毛利率 7.11%，较上年小幅增长 0.53 个百分点。医院纯销等业务增长较快，带动了公司业务规模及毛利率水平提升。

分业务品种来看，公司目前有：西药和中成药，中药材和中药饮片，医疗器械和计生用品，食品和保健品和化妆品四大业务品种，销售收入在总销售收入的占比分别为 85.85%，3.84%，7.07%和 3.24%。2015 年公司西药和中成药业务全年共实现销售收入 424.98 亿元、毛利 27.3 亿元，分别同比增长 17.04%和 22.81%。虽然中药材及中药饮片、医疗器械、计生用品，化妆品、食品、保健品等业务品种的销售收入占比较小，但营业收入增幅较大，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。2015 年中药材和中药饮片，医疗器械和计生用品，食品和保健品和化妆品分别实现收入 19.02 亿元、35.03 亿元和 16.01 亿元，同比分别增长 59.08%、58.24%和 15.97%；毛利率分别为 16.73%、11.68%和 15.97%，同比分别增长 0.05、0.28 和 1.53 个百分点。

总体来看，公司已建立了相对稳定的全国性物流体系及营销网络，在医药流通领域具有很强的市场竞争力，未来随着营销网络的进一步完善和我国药品消费需求的增长，公司医药批发业务仍存较大发展空间。

公司优化经营策略使门店经营效益提升，零售连锁及电子商务业务发展较快，未来其零售业务板块将进一步增长

2015 年公司医药零售业务板块主营业务收入为 9.84 亿元，同比增长 32.91%；取得毛利 1.76 亿元，同比增长 28.47%；毛利率 17.87%，较上年下降 0.61 个百分点。毛利率略有下降主要原因是线上业务增长较快占比提升，而线上业务毛利率较低影响所致。

九州通从 2003 年开始从事药品零售连锁经营，利用其现有配送能力、营销网络和品种资源，在条件成熟的省、市、自治区开办和发展零售连锁业务。目前，九州通已经开办了好药师大药房连锁有限公

司、北京好药师大药房连锁有限公司、上海好药师大药房连锁有限公司等 12 家零售连锁公司。在零售连锁业务经营策略方面，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，并以完善内部管理体系，优化产品组合，提高现有门店盈利能力为主要经营管理方向。公司近年来对经营效益欠佳门店的整合力度较大，主动关停亏损经营店面。截至 2015 年末，公司零售连锁药店总数为 869 家，其中直营店 261 家（较上年减少 18 家）、加盟店 608 家（较上年增加 52 家）。九州通凭借其开发的零售连锁信息管理系统，可以实现零售药店与连锁总部、配送中心等地的有效连接，该系统可以有效地提高所需药品的补货效率、降低药品的库存率，公司零售连锁业务的发展基础较好。

公司早在 2000 年就创办了 B2B 电商网站“九州通医药网”（现更名为“九州通医药电子商务交易平台”）。公司近年来大力推进电子商务业务，并通过 B2C、B2B 和 O2O 等模式开展药品经营，是少数同时具有“B2B 模式”和“B2C 模式”互联网药品交易服务资格的企业之一。

B2B 电子商务方面，公司 B2B 电子商务发展情况良好，2015 年实现销售额 16 余亿元，同比增长 28.21%。O2O 业务方面，公司开发的“去买药”网上药店，截至 2015 年末已实现销售额 478.86 万元。2015 年 5 月 28 日，公司打造的现货仓储式中药材综合交易平台-珍药材上线运营，并推出中药材业务的信息、交易、质检、仓储和金融五大服务，截至 2015 年底已实现销售额 716.86 万元。

B2C 业务方面，公司通过好药师网站进行销售，并积极探索医院门诊药房部分药品远程销售配送业务，2015 年实现交易额 4.7 亿元，同比增长 51.12%；同时，公司依托京东商城、天猫等渠道销售产品，在京东商城和天猫分别实现了 2.1 亿和 605.18 万元的销售额。

2015 年国务院发布《关于第一批取消 62 项中央指定地方实施行政审批事项的决定》，取消对基本医疗保险定点零售药店以及定点医疗机构的资格审查。随着医药流通领域医改政策的落实推进，我国药品零售市场快速扩容有望，公司在终端药店布局及电商业务推广方面的进程将加快，其医药零售业

务收入将实现进一步增长。

公司在逐步完善、升级物流配送网络等提升自身竞争力的规划方面仍有较大规模资本支出，同时业务规模的持续扩张亦为其带来了一定的资金需求

公司继续建设湖南长沙、陕西西安、贵州贵阳、西藏拉萨 4 个省级物流中心，新增规划及建设湖北蕲春、江苏无锡、山东菏泽、四川仪陇等 4 个地市级物流中心。截至 2015 年 12 月底，公司已在全国完成 26 个省级大型医药物流中心和 45 个地市级中小型医药物流中心的布点工作，进一步完善了公司的全国性医药物流配送体系的建设，延伸覆盖了医药物流配送的区域范围。

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。2015 年公司逐步优化完善物流组织结构，进行北京、杭州等物流中心的改造升级；同时进行物流信息平台研发，下属区域公司上线 LIMS.NET 系统，加强物流集中管控；集团冷链事业部在 21 家下属区域公司成立分部并完成冷链设施验证。

总体来看，为完善物流配送网络、提升自身竞争力，公司未来仍有一定规模资本支出，同时考虑到医药零售业务收购兼并进程的推进以及整体业务规模扩大带来的流动资金压力，公司仍面临一定的资金需求。

财务分析

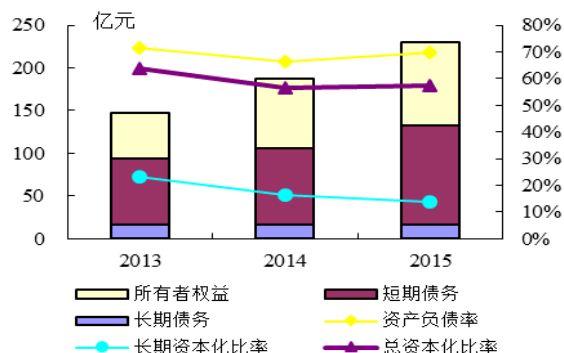
以下财务分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年审计报告，其中 2014 年末数据采用 2015 年审计报告重述数，所有财务数据均为合并口径。

资本结构

公司业务量持续扩张，资产规模逐年扩大，2015 年末总资产为 325.85 亿元，同比增长 35.07%。同时，随着利润的持续积累，公司自有资本实力不断夯实，2015 年末所有者权益（含少数股东权益）合计 98.46 亿元，同比增长 21.74%。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，而主要通过扩大银行融资规模、发行短期融资券等方式融资，使其债务规模逐年增长。截至 2015 年末，公司共计发行 19 亿元短期融资券和 10 亿元永续中票。截至 2015 年 12 月 31 日，其资产负债率和总资本化比率分别为 69.78% 和 60.64%，较上年分别上升 3.3 和 0.59 个百分点。

图 2：2013~2015 公司资本结构分析

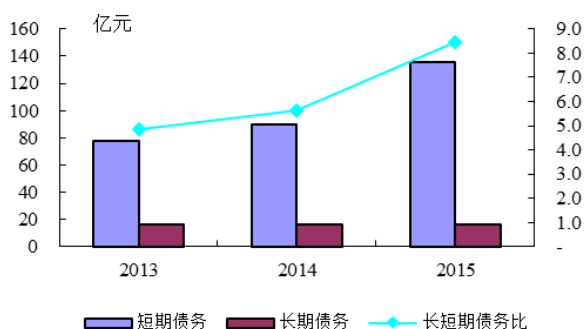


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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。2015 年末公司流动资产 272.21 亿元，占总资产的比重为 83.54%，其中存货 81.14 亿元，占流动资产的比例为 31.75%；货币资金 61.09 亿元，占流动资产比例为 22.44%；其余流动资产主要为应收账款、预付账款和其他应收款（主要为保证金）。总体看，公司资产质量较好，资产流动性较高。

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，2015 年末负债总额 227.39 亿元，同比增长 39.41%。2015 年末公司流动负债为 210.09 亿元，占总负债 92.39%，非流动负债为 17.29 亿元，占总负债 7.61%。总体看，公司负债流动性较高。

图 3：2013~2015 年末公司债务结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 1：截至 2015 年末医药流通上市公司资本结构比较

公司名称	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)
上海医药	743.42	54.52
九州通	325.85	69.78
国药一致	132.18	57.89
南京医药	125.95	78.67
华东医药	114.17	71.59
国药股份	65.56	46.40

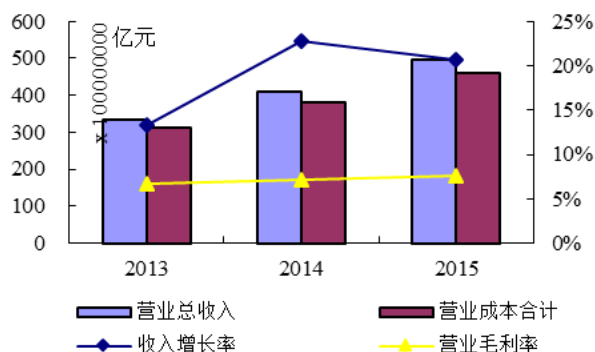
资料来源：聚源终端，中诚信证评整理

整体而言，公司自有资本实力较强，资产流动性较高，但随着业务规模的扩张，公司债务规模逐年增长，短期债务压力加大。考虑到公司仍存在较大的资金需求，预计未来负债水平或将面临上升压力。

盈利能力

近年来，随着营销网络的持续建设，公司业务覆盖范围逐年扩大，同时受益于医药市场需求的稳步增长及自身竞争力的增强，收入规模持续增长。2015 年公司实现营业收入 495.89 亿元，同比增长 20.74%。就收入结构而言，医药批发、医药零售以及医药工业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 96~99%。从各业务板块的增速来看，当年公司医药批发及相关业务、医药零售业务和医药工业收入分别为 477.48 亿元、9.84 亿元和 7.72 亿元，增速分别为 20.39%、32.91% 和 29.13%，业务体现出良好的成长性。

图 4：2013~2015 年公司收入、成本、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，公司主要从事医药商业业务，行业属性决定其初始获利空间不高。2014 年和 2015 年度，公司营业毛利率分别为 7.10% 和 7.57%，呈现稳中趋升态势。同时，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，2015 年从供应商处获得返利 12.31 亿元，占当期毛利额的 32.78%。返利在公司毛利中的占比较高，在一定程度上影响其经营效益。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。

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，2015 年期间费用合计 28.12 亿元，三费收入占比为 5.67%，同比去年增加 0.25 个百分点。整体来看，公司期间费用控制能力良好，费用水平尚处于合理区间。

表 2：2013~2015 公司期间费用变化

单位：亿元、%			
	2013	2014	2015
销售费用	7.89	10.62	12.25
管理费用	5.57	7.71	10.77
财务费用	3.61	3.94	5.09
三费合计	17.07	22.27	28.13
三费收入占比	5.11	5.42	5.67

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在收入规模及毛利率水平的稳定增长带动下，公司 2015 年经营性业务利润为 8.65 亿元，同比增长 37.48%。此外，公司当年还获得部分投资收益及营业外收入作为利润补充，最终实现利润总额 9.56 亿元，净利润 7.04 亿元，较上年分别增长 26.87% 和 23.86%；所有者权益收益率为 7.15%，较上年增加 0.47 个百分点，盈利能力良好。

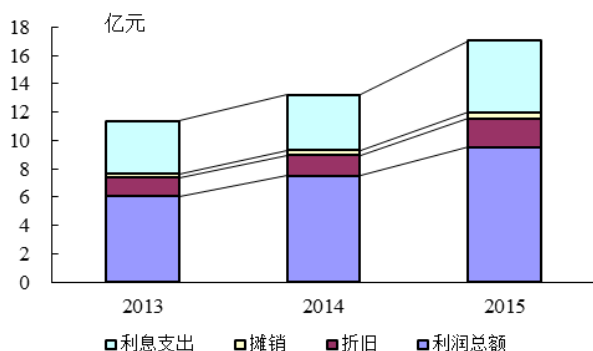
整体而言，公司业务规模逐年扩大，营业总收入亦持续增长，营业毛利率稳中有升，利润规模逐年增加，具备较强的盈利能力。

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，同时业务规模扩大以及账期较长的医院客户增长带来的流动资金需求，使其债务规模不断扩大。从债务结构来看，公司债务主要为短期债务，2015 年末公司短期债务为 135.66 亿元，占总债务的比例为 89.45%，当年末长短期债务比为 8.48，较上年增加 2.84。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。与总资产规模相比，公司债务压力可控。

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，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，公司利润总额和折旧规模继续扩大，进而推动公司 EBITDA 及可支配现金的稳步上升。2015 年公司 EBITDA 为 17.44 亿元，较上年增加 4.21 亿元，EBITDA 表现良好，对同期债务本息的保障能力较强，2015 年，公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 8.70 和 3.19 倍。

图 5：2013~2015 年公司 EBITDA 情况



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从经营性现金流来看，2015 年公司经营性净现金流为 4.36 亿元，当年经营活动净现金/利息支出分别为 0.86 倍；经营活动净现金/总债务为 0.03，经营性现金流状况较上年好转，对债务本息偿还的保障增强。

表 3：2013~2015 年公司偿债能力分析

	2013	2014	2015
总债务（亿元）	94.02	105.92	151.66
长期债务（亿元）	16.10	15.96	16.00
EBITDA（亿元）	11.38	13.23	17.44
EBITDA 利息倍数（X）	3.05	3.36	3.19
总债务/EBITDA（X）	8.26	8.00	8.70
经营活动净现金/利息支出（X）	0.37	-0.44	0.80
经营活动净现金/总债务（X）	0.01	-0.02	0.03
资产负债率（%）	71.29	66.48	69.78
总资本化比率（%）	63.78	56.70	60.64

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 12 月 31 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 175.79 亿元，未使用授信额度为 73.97 亿元，公司具备较为充沛的备用流动性。

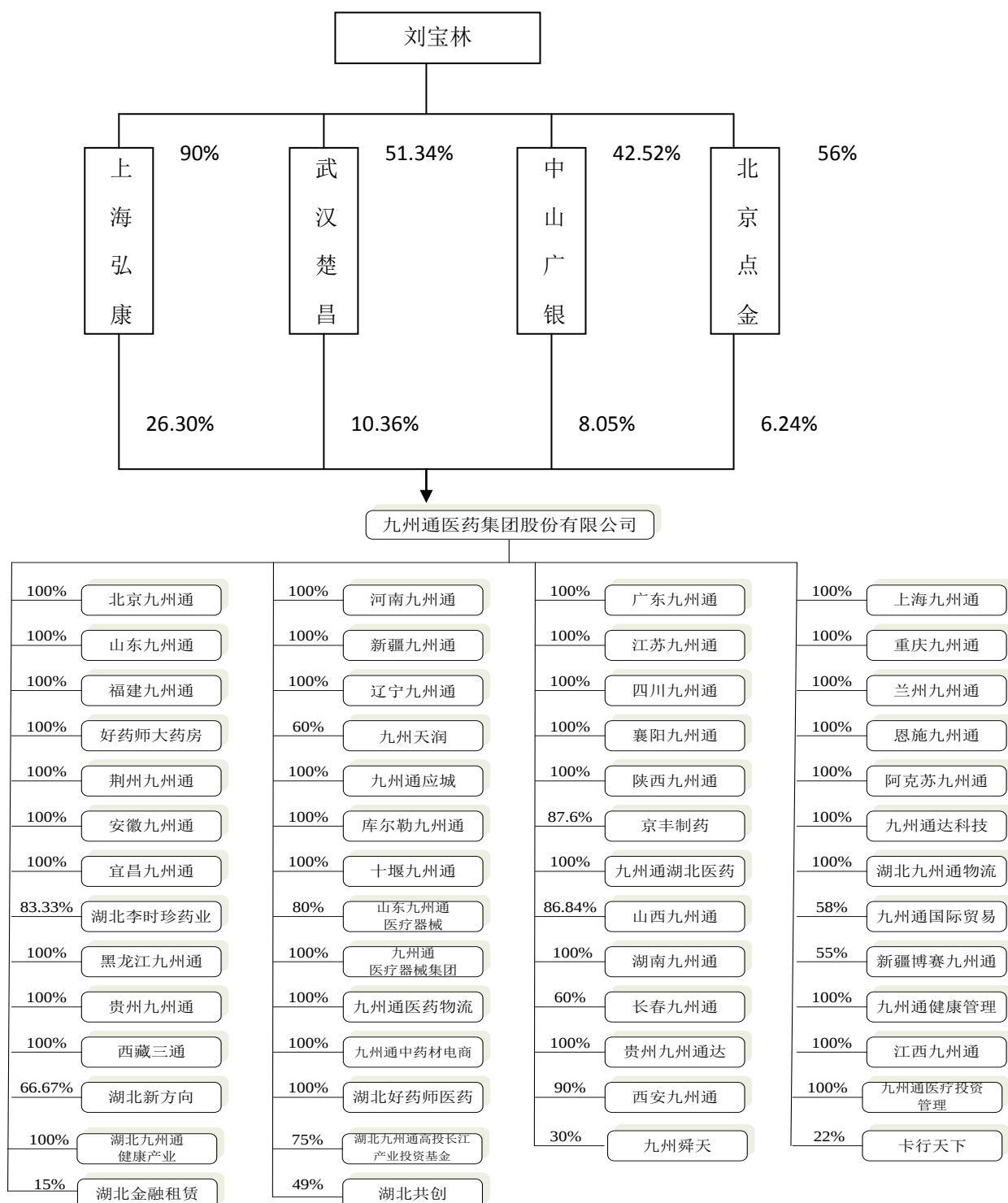
或有负债方面，截至 2015 年 12 月 31 日，公司无对子公司以外企业提供担保的情况。需要关注的是，2015 年 7 月，全资孙公司温州九州通构成销售假药罪，并处罚金人民币 120 万元。

整体而言，公司收入规模持续扩大，资产盈利能力良好，随着利润的积累，其自有资本不断夯实，资本结构较为稳健，其整体偿债能力很强。

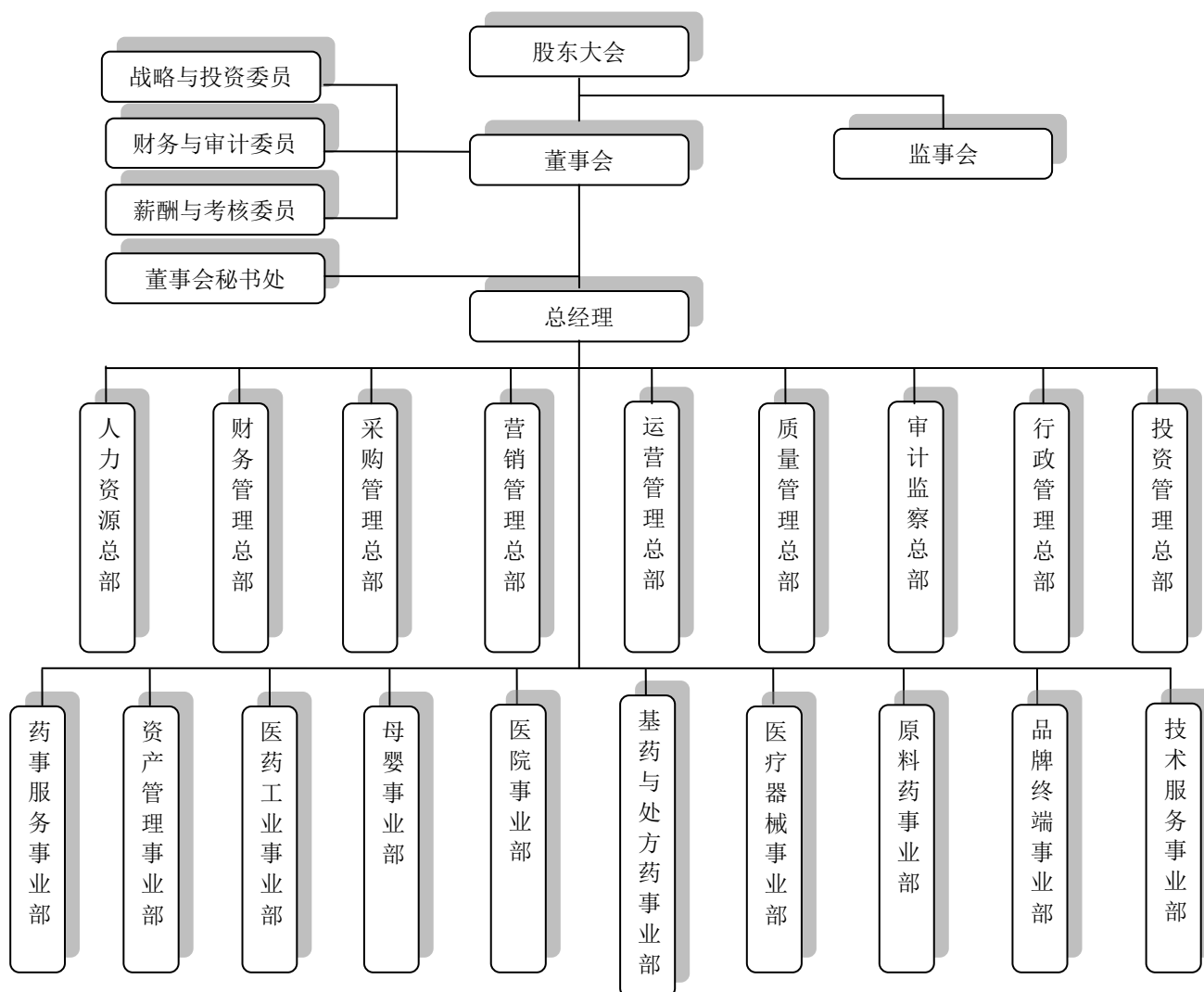
结 论

综上，中诚信证评维持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；维持“九州通医药集团股份有限公司 2014 年可转换公司债”信用等级为 AA^+ 。

附一：九州通医药集团股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 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 12 月 31 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)	2013	2014	2015
货币资金	320,180.63	358,748.26	610,857.18
应收账款净额	275,301.53	510,021.96	779,808.86
存货净额	493,394.32	631,084.41	811,413.66
流动资产	1,514,787.79	1,987,400.23	2,722,149.71
长期投资	38,769.75	40,267.94	76,238.31
固定资产合计	233,463.43	297,769.70	278,757.85
总资产	1,859,618.56	2,412,503.51	3,258,496.61
短期债务	779,224.44	899,591.53	1,356,581.99
长期债务	161,044.32	159,562.74	160,000.00
总债务（短期债务+长期债务）	940,268.76	1,059,154.26	1,516,581.99
总负债	1,325,690.99	1,603,785.62	2,273,932.44
所有者权益（含少数股东权益）	533,927.57	808,717.89	984,564.18
营业总收入	3,343,804.97	4,106,840.45	4,958,924.63
三费前利润	218,032.74	285,671.80	367,764.19
投资收益	5,767.27	4,127.59	4,753.80
净利润	47,087.96	56,826.97	70,386.98
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	113,845.23	132,335.61	174,419.95
经营活动产生现金净流量	13,846.86	-17,167.95	43,595.60
投资活动产生现金净流量	-49,420.79	-102,509.56	-153,786.24
筹资活动产生现金净流量	113,358.12	107,736.84	277,708.75
现金及现金等价物净增加额	77,784.19	-11,940.67	167,518.11
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	6.67	7.10	7.57
所有者权益收益率（%）	8.82	7.03	7.15
EBITDA/营业总收入（%）	3.40	3.22	3.52
速动比率（X）	0.88	0.94	0.91
经营活动净现金/总债务（X）	0.01	-0.02	0.03
经营活动净现金/短期债务（X）	0.02	-0.02	0.03
经营活动净现金/利息支出（X）	0.37	-0.44	0.80
EBITDA 利息倍数（X）	3.05	3.36	3.19
总债务/EBITDA（X）	8.26	8.00	8.70
资产负债率（%）	71.29	66.48	69.78
总债务/总资本（%）	63.78	56.70	60.64
长期资本化比率（%）	23.17	16.48	13.98

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融规模+应付票据+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

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

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

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

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。