



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪477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
二零一八年六月二十二日

九州通医药集团股份有限公司 可转换公司债券跟踪评级报告（2018）

发行主体	九州通医药集团股份有限公司		
债券简称	九州转债		
债券代码	110034		
发行规模	人民币 15 亿元		
存续年限	2016/1/15~2022/1/14		
转股起止日期	2016/7/21~2022/1/14		
上次评级时间	2017/6/22		
上次评级结果	债项级别 AA ⁺ 主体级别 AA ⁺	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA ⁺ 主体级别 AA ⁺	评级展望	稳定

概况数据

九州通	2015	2016	2017	2018.3
所有者权益(亿元)	98.46	120.10	195.38	199.27
总资产(亿元)	325.85	387.29	520.48	601.46
总债务(亿元)	151.66	174.80	186.92	251.80
营业总收入(亿元)	495.89	615.57	739.43	222.10
营业毛利率(%)	7.57	7.84	8.44	7.78
EBITDA(亿元)	17.44	20.80	30.16	5.86
所有者权益收益率(%)	7.15	7.53	7.54	4.51
资产负债率(%)	69.78	68.99	62.46	66.87
总债务/EBITDA(X)	8.70	8.40	6.20	10.74
EBITDA 利息倍数(X)	3.19	3.10	4.21	3.10

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、2018 年一季度所有者权益收益率和总债务/EBITDA 经年化处理。

基本观点

九州通医药集团股份有限公司（以下简称“公司”或“九州通”）作为国内领先的全国性医药商业企业，医药物流体系和营销网络不断完善，销售网络的广度与深度优势进一步凸显，业务规模和利润水平持续增长。同时，公司融资渠道顺畅，2017 年完成非公开增发，自有资本实力进一步增强。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到公司应收账款金额较大，面临一定的短期偿债压力及资本支出压力等因素可能对公司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为 AA⁺，评级展望稳定；维持“九州通医药集团股份有限公司可转换公司债券”信用等级为 AA⁺。

正面

- 医药物流体系和营销网络不断完善，销售网络的广度与深度优势进一步凸显。截至 2017 年末，公司已在全国完成 31 个省级医药物流中心和 81 个地市级分销物流中心的布局工作，同时在全国范围内拥有 953 家零售药店，系全国医药流通企业中营销网络覆盖区域最广的企业之一，销售网络的广度与深度优势进一步凸显。
- 业务规模持续增长，盈利能力持续增强。受益于医药物流体系和营销网络不断完善以及持续有效的业务拓展，公司业务持续向好。2017 年，公司实现营业收入 739.43 亿元，同比增长 20.12%；同期，公司实现利润总额 19.25 亿元，同比增长 74.08%。
- 融资渠道畅通，自有资本实力进一步增强。公司是 A 股上市公司，近年来陆续发行多种债务融资工具，并于 2017 年完成非公开增发，自有资本实力进一步增强，直接融资渠道较为畅通；同时，公司与银行等金融机构亦保持良好的合作关系，畅通的融资渠道为公司业务规模的扩大提供了有力保障。

分析师

应洽亚 zyyang@ccxr.com.cn

周 鹏 pzhou@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月22日



关注

- 应收账款金额较大。受医药流通行业自身特点及医院纯销规模扩大的影响，公司应收账款规模大幅上升，资金占用规模较大对其自身运营资金使用效率产生一定影响。截至 2018 年 3 月末，公司应收账款规模达到 206.07 亿元，中诚信证评将对其回收情况保持关注。
- 短期偿债压力及资本支出压力。近年随着业务规模的扩大，公司债务规模不断提升，且以短期债务为主，面临的偿债压力有所加大。此外，公司未来在完善物流配送网络、建设物流中心以及研发投入等方面仍存在较大的资金需求，或给其带来一定的资本支出压力。

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委托方构成委托关系外，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和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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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。

募集资金使用情况

九州通医药集团股份有限公司可转换公司债券（证券代码：110034，简称：九州转债）于2016年1月15日完成发行，实际发行规模为15亿元，债券期限6年。转股期限为2016年7月21日至2022年1月14日。截至2018年3月末，本次债券累计共有67.50万元转换成公司股票，累计转股数为36,176股。九州通医药集团股份有限公司（以下简称“九州通”或“公司”）已严格按照募集说明书中的使用计划使用募集资金。

重大事项

2016年11月28日，公司召开第三届董事会第十六次会议及第三届监事会第十二次会议，审议通过了《关于公司非公开发行股票方案的议案》。2017年1月11日，公司收到中国证监会出具的《中国证监会行政许可申请受理通知书》（163909号）。2017年8月15日，中国证监会发行审核委员会审核通过了公司非公开发行股票申请。2017年9月27日，中国证监会出具《关于核准九州通医药集团股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可【2017】1748号），核准公司发行不超过183,206,105股新股。截至2017年11月21日止，公司已收到认缴各方缴纳的新增注册资本（实收资本）合计人民币183,206,105.00元，各股东均以货币出资。2017年11月27日，公司在中登上海分公司办理完毕本次非公开发行新增股份的登记托管手续。中诚信证评注意到本次非公开发行股票发行完成后，公司自有资本实力进一步提升，财务结构得到改善，为公司未来业务持续增长提供支持。

基本分析

作为全国最大的民营医药流通企业，公司主营业务为药品、医疗器械、中药材与中药饮片、食品保健品等产品批发，零售连锁，药品生产和研发以及增值服务业务。随着医药行业市场规模持续增长，公司在现有的市场化经营模式基础上，积极拓展二级及以上高端医疗机构市场，2017年公司业务规模实现较快增长。2017年，公司实现营业收入739.43亿元，同比增长20.12%。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706.56亿元、18.77亿元和11.94亿元，同比分别增长19.78%、16.53%和45.80%，占营业收入比重分别为95.55%、2.54%和1.61%。另2018年1~3月，公司实现业务收入222.10亿元，同比增长18.05%。

表 1：2017 年公司业务收入及毛利率情况

单位：亿元、%			
区域	收入	同比增长	毛利率
主营业务收入	737.26	20.04	8.31
其中：医药批发及相关业务	706.56	19.78	7.81
医药零售	18.77	16.53	17.36
医药工业	11.94	45.80	23.78
其他业务收入	2.16	56.23	49.57
合计	739.43	20.12	8.44

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，随着“两票制”在全国各省的全面推行，加之公司医药物流体系和营销网络不断完善，同时受益于持续有效的业务拓展，公司下游客户结构明显优化，终端客户销售占比进一步提升，2017年公司医药批发及相关业务实现持续增长，业务毛利率亦持续提升。

2017年“两票制”在全国各省全面推行，截至2017年末，福建、安徽、青海、重庆、上海等20个省份已经开始执行。2018年初，广西、贵州、湖北、江西、宁夏、西藏、新疆和北京8个省/直辖市开始执行。此外，广东、河南、云南、甘肃将于2018年年内全面推行“两票制”。“两票制”的推行可最大限度压缩药品流通环节的长度和宽度，通过减少层层加价来降低药品价格，并通过加强对药品的监督来保障用药安全。长期来看，“两票制”的推行将促使行业重新洗牌，行业集中度提升将成为必然趋势。拥有完善的医药营销网络、丰富的上下游客户资源和多元化业务布局的大型医药流通企业的竞争优势进一步凸显，其市场占有率有望持续提升。

公司是现有全国医药商业企业中销售网络覆盖面最广的企业之一，销售网络广度和深度的开发方面处于行业领先地位。公司采用“省级公司+地市级公司+办事处”的营销管理模式，建立起全国性医药物流配送体系。同时，为更好地为上下游客户服

务，提升自身服务质量，公司实行高度集中的集团化管控体系，其在全国设立的物流中心或子公司，主要为公司下属的全资子公司。2017年，公司新增规划河南平顶山、河南驻马店、陕西玉林和黑龙江齐齐哈尔4个地市级物流中心。截至2017年末，公司已在全国完成31个省级物流中心和81个地市级物流中心的布局工作，进一步完善了公司的全国性医药物流配送体系，延伸覆盖了医药物流配送的服务区域范围。

表 2：截至 2017 年末公司医药物流中心区域分布

单位：个

区域	省级医药物流中心	地市级医药物流中心
华中区域	3	21
华北区域	5	9
华东区域	7	25
华南区域	3	8
西南区域	5	6
西北区域	5	8
东北区域	3	4
合计	31	81

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

同时，公司也是全国医药流通企业中为数不多的进行现代物流技术自主研发与医药物流管理系统集成的企业之一，在现代物流技术和信息技术运用方面具有明显优势。根据各个医药物流中心的的不同功能，公司采用了现代物流设施及设备，研发了与之相匹配的物流管理系统和信息管理系统，并在医药物流中心规划、设备选型、系统集成、系统上线和搬迁等方面积累了丰富的实际经验，形成了仓储管理系统（WMS）、设备控制系统（WCS）、运输管理系统（TMS）等三大自主研发成果，并取得相关174多项计算机软件著作权。依托现代医药物流系统和信息管理系统，公司可以满足客户多批次、多品规、小批量、物流量大的要求，在保持较低的物流成本和具有很高的运行效率的条件下，服务的客户群体范围大大增加，从而大大提升公司市场竞争力。

作为一家医药流通企业，公司主要服务方式是为上下游客户提供分销、物流配送与药品信息服务。经过多年发展，公司掌握了丰富的上下游客户资源和经营品种资源，与众多上下游客户建立了良

好而稳定的合作关系。截至2017年末，公司与7,000多家上游供货商和近10万家下游客户保持着良好的合作关系。公司目前是国内众多知名生产企业的重要分销商，如云南白药、东阿阿胶、同仁堂、天士力、广州白云山、华润三九、桂林三金、江中药业、马应龙药业、武汉健民、桂龙药业、盘龙云海药业、广西金嗓子等等；此外，公司也是国内众多知名OTC产品的第一大经销商，如阿胶、健胃消食片、感冒灵颗粒、安神补脑液等等。公司除了经营药品之外，还经营保健品、中药饮片、医疗器械、计生用品和消费品等产品，经营的品种品规约29万个，成为行业内经营品种最齐全的企业之一。公司丰富的经营品种能够保障客户多样化的需求，满足客户的“一站式”采购需求，既节约了客户采购成本，也提高了客户采购效率，为公司与客户建立稳定的业务关系创造了良好条件。

业务渠道方面，公司首创以市场分销为主的经营模式，主要销售对象为基层医疗机构、民营医院、零售药店、销售分销商等市场化客户。近年来，公司利用已有累积的资源优势，积极拓展二级及以上医药市场，医院纯销收入占比有所提升。截至2017年末，公司二级及以上中高端医院市场客户数达4,600余家，较上年增加820余家。全年实现医院纯销收入146.16亿元，同比增长32.96%，占主营业务收入比重为19.82%，较上年增长1.92个百分点；公司二级以下基层医疗机构客户达70,900余家，较上年增加19,150余家。全年实现销售收入77.16亿元，同比增长34.87%，占主营业务收入比重为10.47%，较上年增长1.15个百分点。

受益于公司不断完善的医药物流体系和营销网络以及持续有效的业务拓展，公司医药批发及相关业务板块收入实现持续增长，业务毛利率亦持续提升。2017年该板块实现收入706.56亿元，同比增长19.78%；业务毛利率为7.81%，较上年提升0.59个百分点。

跟踪期内，公司对互联网业务板块持续整合，电子商务发展态势整体良好，但受业务模式调整影响，B2C业务增速有所放缓。

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。

2002 年，公司创办 B2B 平台“九州通医药网”（现更名为“九州通医药电子商务交易平台”），是行业中最早开展电子商务交易业务的企业之一。公司 B2C 平台主要系北京好药师大药房连锁有限公司，近年来 B2C 电子商务业务发展较好，盈利性有所增强。此外，为加快拓展中药材电商业务，公司陆续在道地产区或集散地成立了九州通亳州中药材电子商务公司、九州通安国中药材电子商务有限公司、九州通渭南中药材电子商务有限公司和九州通成都中药材电子商务有限公司等 14 家中药材电商公司。跟踪期内，为改善上下游客户服务体系和供应链管理体系，公司着力打造 FBBC 电商平台，将原有的 B2B 和 B2C 业务进行有效整合，优化产品结构，提升服务效率。得益于此，2017 年公司旗下北京好药师大药房连锁有限公司电子商务业务增速有所放缓，实现销售收入 10.78 亿元，同比增长 11.52%。

O2O 业务方面，2017 年公司发布好药师 APP3.0，融合了好药师官方商城和好药师 APP“24 小时送药、1 小时必达”的 O2O 送药业务，打造全国立体化“9 仓+18 城”的送药网点，新增广州、深圳、青岛、沈阳、天津、杭州、苏州、成都、重庆、芜湖、孝感等 11 个城市提供 O2O 送药业务，目前共有包括北京、武汉、上海等在内的 18 个一、二线城市好药师用户可以享受好药师的专业咨询及送药上门服务。此外，公司在第三方平台合作拓展、智能问诊以及健康管理等方面，均有所布局。

跟踪期内，医药零售和医药工业业务发展势头良好，为公司业务持续增长提供一定支撑；重点区域在建物流中心等项目持续推进，未来公司仍面临一定的资金需求。

2017 年，公司继续整合零售连锁资源，打通线上线下业务，将线下零售业务进行统一管理，并与好药师线上电商平台形成一体化服务。截至 2017 年末，公司在各地的零售连锁药店共 953 家，其中直营店和加盟店分别为 300 家和 653 家，较上年末

分别增加 33 家和 9 家。2017 年公司医药工业业务板块实现销售收入 11.94 亿元，同比增长 45.80%，主要系公司中药饮片生产能力大幅提升所致；业务毛利率为 23.78%，较上年提升 2.03 个百分点。2017 年公司医药零售业务板块实现销售收入 18.77 亿元，同比增长 16.53%，其中好药师零售连锁药店实现收入 7.98 亿元，同比增长 24.04%；同期，公司医药零售业务毛利率为 17.36%，较上年下降 3.12 个百分点，主要系因业务模式调整影响，好药师线上业务毛利率有所下降所致。

公司医药工业的运营主体包括以下属子公司北京京丰制药集团有限公司（以下简称“京丰集团”）为主的西药工业平台和以子公司九州天润中药产业有限公司（以下简称“九州天润”）为主的中药工业平台。京丰集团是一家从事药品生产及研发业务，以抗生素系列、糖尿病系列和心脑血管系列药品生产以及研发为主的企业，京丰集团及子公司博山制药均通过了国家 GMP 认证。截至 2017 年末，京丰集团及下属子公司共获得国家药品批准文号 88 个，现主要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；九州天润下设一个中药研究院和六家通过国家 GMP 认证的中药生产二级子公司，拥有“金贵德济堂”和“臻养”两大自有品牌，申请并取得“臻养”、“金贵德济堂”、“趁鲜”、“鲜禾”、“九州鲜草”等 16 个注册商标，申请并取得自动化收膏夹层锅、粉碎超声波过筛一体机、用于中药房配方的设备组合等 21 个实用新型专利，已开发包括西洋参、三七粉等产品。此外，标准煎药业务稳步推进，跟踪期内新建并投入运营江苏连云港和浙江温州 2 家煎药中心。截至 2017 年末，已建成并投入运营 10 家煎药中心，并与 120 余家医疗机构建立了稳定合作关系。

作为全国最大的民营医药流通企业，公司全国性销售网络现已建立，销售网络的广度与深度优势进一步凸显，同时公司具有丰富的经营品种资源和上下游客户资源，整体核心竞争力不断增强。未来公司将贯彻和推进“核心业务稳中有进，战略

业务寻求突破，新兴业务严控风险”的业务组合战略；未来公司将重点转向地市级的分销网络与物流配送体系的建设工作，以完善全国性分销与物流配送体系。截至 2018 年 3 月末，公司主要在建/拟建项目合计 15 个，其中在建/拟建物流中心项目 12 个，计划总投资金额 46.62 亿元，尚需投资金额 40.57 亿元，公司仍将面临一定的资金需求。

表 3：截至 2018 年 3 月末公司主要在建/拟建项目情况

单位：万元

序号	项目名称	计划总投资	截至 2018 年 3 月末已完成投资
在建项目			
1	西安经开项目	50,000	9,404
2	宁波项目	20,000	4,480
3	新疆搬迁项目	30,000	2,960
4	海南项目	40,000	8,364
5	山西陵川项目	5,200	1,518
6	大连物流项目	20,000	8,516
7	郑州项目	60,000	6,952
8	万州项目	15,000	5,126
小计	-	240,200	47,320
拟建项目			
1	安阳项目	6,000	700
2	唐山项目	10,000	1,505
3	河北项目	30,000	20
4	济南搬迁项目	60,000	1,900
5	淄博项目	60,000	1,021.8
6	云南项目	30,000	8,000
7	内蒙古搬迁项目	30,000	8.27
小计	-	226,000	13,155
合计	-	466,200	60,475

注：除新疆搬迁项目、济南搬迁项目和内蒙古搬迁项目外，其他均为在建/拟建物流中心项目。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

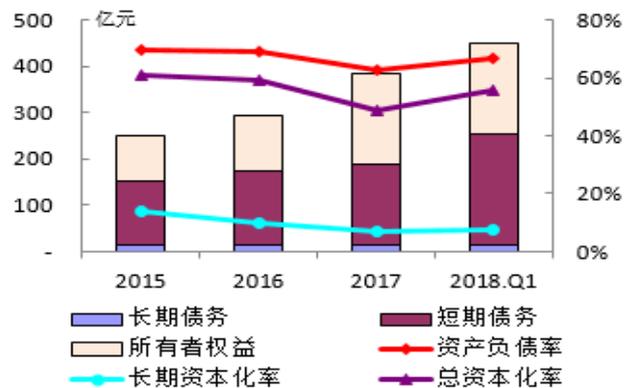
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告，以及未经审计的 2018 年一季度合并财务报表。

资本结构

随着业务规模快速增长，公司资产规模亦大幅增加。截至 2017 年末，公司资产总额 520.48 亿元，同比增长 34.39%。负债方面，受业务规模快速增长导致应付款项增加及债务规模上升的影响，公司负债总额增至 325.11 亿元，同比增长 21.68%。同时，得益于非公开增发、永续中票的发行以及利润留存，公司自有资本实力持续增强，2017 年末所有者权益合计 195.38 亿元，同比增长 62.67%。得益于此，公司财务杠杆水平持续下降。截至 2017 年末，公司资产负债率和总资本化率¹分别为 62.46% 和 48.89%，较上年末分别下降 6.53 个百分点和 10.38 个百分点。另截至 2018 年 3 月末，公司资产总额进一步增至 601.46 亿元，负债规模亦升至 402.20 亿元，资产负债率回升至 66.87%。

图 1：2015~2018.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产结构方面，公司资产主要以流动资产为主，占资产总额比重维持在 83% 以上。截至 2017 年末，公司流动资产为 434.73 亿元，占资产总额比重为 83.52%，主要由应收账款、存货、货币资金和其他应收款构成。同期末，公司应收账款账面价值为 141.06 亿元，同比增长 55.42%，主要公司业务规模扩大导致销售客户赊销量增加以及加大开发医院客户，相应应收账款账期较长所致。账龄方面，一年以内应收账款余额占比为 92.99%。从客户集中度来看，期末应收账款前五名合计为 7.81 亿元，占期末应收账款余额比重为 5.46%，集中度较低。2018 年 3 月末，公司应收账款进一步增至 206.07 亿元；

¹ 2017 年末公司永续债规模达 38.80 亿元，若将其调入债务中，公司期末资产负债率和总资本化率分别为 69.92% 和 59.04%。

截至 2017 年末，公司存货账面价值为 121.82 亿元，同比增长 20.00%，主要系库存商品，占其比重为 96.91%。2018 年 3 月末，公司存货增至 143.65 亿元；截至 2017 年末，公司货币资金为 85.41 亿元，主要由银行存款和银行承兑汇票保证金，期末受限货币资金为 29.81 亿元。2018 年 3 月末，公司货币资金小幅增至 85.48 亿元；截至 2017 年末，公司其他应收款账面价值为 42.44 亿元，同比增长 29.58%，主要由医院客户保证金、供应商折让及房屋、土地征收补偿款构成。从账龄来看，1 年以内其他应收款余额占比为 87.91%；集中度方面，期末其他应收款前五名占比为 25.05%。2018 年 3 月末，公司其他应收账款降至 34.54 亿元。

公司非流动资产主要由固定资产、无形资产和在建工程构成，截至 2017 年末，公司固定资产为 43.86 亿元，同比增长 23.11%，主要系房屋及建筑物；同期末，公司无形资产为 11.58 亿元，同比增长 12.61%，主要系土地使用权；在建工程为 9.05 亿元，同比小幅增长 7.75%，主要系 37 个在建物流中心。另截至 2018 年 3 月末，公司固定资产小幅降至 43.77 亿元，无形资产亦小幅降至 11.46 亿元，在建工程增至 10.46 亿元。

负债方面，公司负债主要由应付账款、其他应付款和有息债务构成。截至 2017 年末，公司应付账款为 99.96 亿元，同比增长 33.87%，主要系公司销售规模扩大，购入存货规模增加以及供应商给予信用账期所致。2018 年 3 月末，公司应付账款进一步增至 117.43 亿元；截至 2017 年末，公司其他应付款为 25.96 亿元，同比增长 137.89%，主要由保证金及押金、代收代付项目、限制性股票回购等构成。2018 年 3 月末，公司其他应付款降至 21.43 亿元。

有息债务方面，截至 2017 年末，公司总债务为 186.92 亿元，同比增长 6.93%。同期末，长短期债务比由 2016 年末的 12.56 倍降至 11.78 倍，以短期债务为主的债务期限结构有待优化，所面临的集中偿付压力对公司资金管理能力提出较高要求。另截至 2018 年 3 月末，公司总债务大幅增至 251.80 亿元，长短期债务比升至 14.77 倍。

图 2：2015~2018.Q1 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

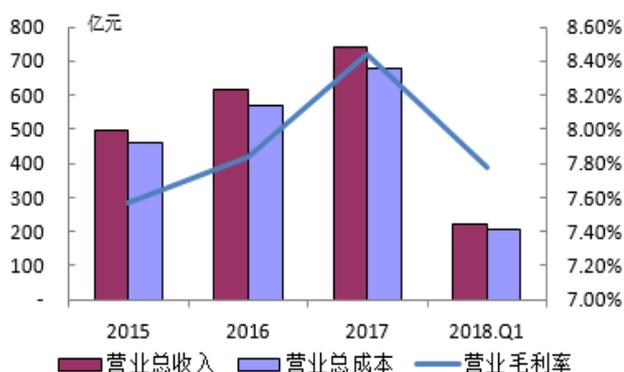
所有者权益方面，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润构成，2017 年末上述科目合计占所有者权益比重为 94.12%。截至 2017 年末，公司实收资本为 18.79 亿元，同比增长 14.08%。同期末，公司资本公积为 79.08 亿元，同比增长 98.79%，主要系 2017 年公司非公开增发所致；公司其他权益工具为 41.24 亿元，同比增长 84.49%，系公司发行的永续债；公司未分配利润为 44.78 亿元，同比增长 38.66%，主要系公司业务规模不断增长，盈利能力不断提升所致。

总体来看，得益于非公开增发、永续中票的发行以及利润留存，公司自有资本实力持续增强，财务杠杆水平持续下降，以短期债务为主的债务期限结构或使公司面临较大的短期偿付压力，亦对公司资金管理能力提出较高要求。

盈利能力

近年来，依托日益完善的全国性分销与物流配送体系以及日益增强的市场竞争力，公司持续拓展二级及以上中高端医院市场，此外受“两票制”改革以及分级诊疗政策等利好因素刺激，公司业务规模持续增长。2017 年公司实现营业收入 739.43 亿元，同比增长 20.12%。分业务板块来看，公司业务收入主要来自医药批发、医药零售和医药工业，分别为 706.56 亿元、18.77 亿元和 11.94 亿元，同比增长分别为 19.78%、16.53%和 45.80%。另 2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 222.10 亿元，同比增长 18.05%。

图 3：2015~2018.Q1 公司营业收入及毛利率



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，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，但得益于下游客户结构持续优化及日益完善的物流体系支撑，近年来公司业务毛利率有所提升。2017 年公司营业毛利率为 8.44%，同比提升 0.6 个百分点。分业务板块来看，医药批发业务毛利率为 7.81%，同比增长 0.59 个百分点；医药零售业务毛利率为 17.36%，同比下降 3.12 个百分点；医药工业板块毛利率为 23.78%，同比增长 2.03 个百分点。另 2018 年 1~3 月，公司营业毛利率为 7.78%，同比提升 0.28 个百分点。值得注意的是，从供应商处获得的销售折让系公司毛利的主要来源之一，2017 年公司从供应商处获得销售折让 22.02 亿元，占当期主营业务毛利额的 35.33%，较上年提升 2.46 个百分点。销售折让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销售折让政策的持续性及其变化情况。

期间费用方面，2017 年公司期间费用合计 46.22 亿元，同比增长 29.68%，主要由销售费用和管理费用构成。其中，销售费用为 22.76 亿元，同比增长 39.37%，主要系公司业务规模扩大带来的销售成本增加所致；管理费用为 16.36 亿元，同比增长 28.99%，主要系职工薪酬及社保统筹、折旧摊销等增长所致。同期，三费收入占比为 6.25%，同比提升 0.46 个百分点，期间费用控制能力略有下滑。另 2018 年 1~3 月，公司期间费用为 13.38 亿元，三费收入占比为 6.03%。

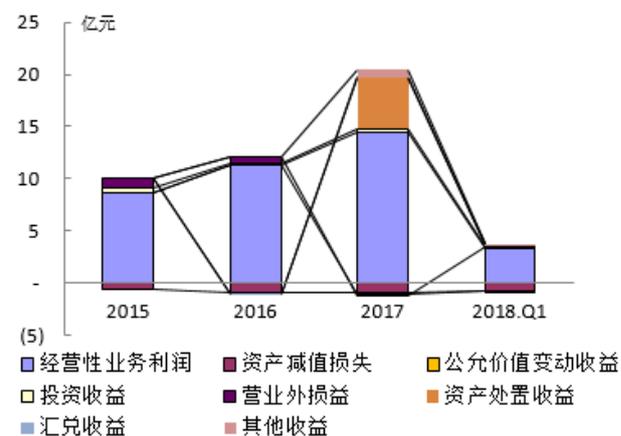
表 4：2015~2018.Q1 公司期间费用分析

	单位：亿元、%			
	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	12.26	16.33	22.76	6.91
管理费用	10.78	12.68	16.36	4.75
财务费用	5.09	6.62	7.10	1.73
三费合计	28.13	35.64	46.22	13.38
营业总收入	495.89	615.57	739.43	222.10
三费收入占比	5.67	5.79	6.25	6.03

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，受益于业务规模持续增长及稳定的业务毛利率，公司经营业务利润逐年增长，系公司利润总额的重要来源。2017 年，公司实现经营业务利润 14.39 亿元，同比增长 27.35%。同期，公司实现资产处置收益 4.88 亿元，系公司汉阳地块旧城改建项目征收补偿款，对公司当年利润形成一定支撑。综上，2017 年公司实现利润总额 19.25 亿元，同比增长 74.08%；取得净利润 14.73 亿元，同比增长 62.87%；所有者权益收益率为 7.54%，与上年同期基本持平。另 2018 年 1~3 月，公司实现利润总额 3.05 亿元，净利润 2.25 亿元，所有者权益收益率为 4.51%。

图 4：2015~2018.Q1 公司利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，跟踪期内公司业务规模持续较快增长，业务毛利率亦有所增长，经营业务利润规模逐年，具备较强的盈利能力。

偿债能力

随着公司各项业务的不断发展，资金需求规模日益增多，截至 2017 年末公司总债务规模为 186.92 亿元，同比增长 6.93%。同期末，公司债务长短期

债务比为 11.78 倍。另截至 2018 年 3 月末，公司总债务大幅增至 251.80 亿元，长短期债务比升至 14.77 倍，面临的短期偿债压力进一步加大。

从主要偿债指标来看，公司 EBITDA 主要由利润总额、利息支出和折旧构成，2017 年公司 EBITDA 为 30.16 亿元，同比增长 44.99%；同期，公司主要偿债能力指标表现良好且进一步提升，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 6.20 倍和 4.21 倍。从经营性现金流来看，2017 年公司经营性净现金流大幅流出，为 -10.12 亿元，主要系公司医院销售规模增加较快，但医院客户应收账款周期较长所致；同期，公司经营性净现金流/总债务为 -0.05 倍，经营性净现金流利息倍数为 -1.41 倍，经营性净现金流对公司债务本息偿还的保障程度有待改善。

表 5：2015~2018.Q1 年公司部分偿债能力指标

财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
短期债务（亿元）	135.66	161.92	172.30	235.83
长期债务（亿元）	16.00	12.89	14.62	15.97
总债务（亿元）	151.66	174.80	186.92	251.80
经营净现金流利息倍数（X）	0.80	0.64	-1.41	-20.47
经营净现金流/总债务（X）	0.03	0.02	-0.05	-0.62
EBITDA（亿元）	17.44	20.80	30.16	5.86
总债务/EBITDA（X）	8.70	8.40	6.20	10.74
EBITDA 利息倍数（X）	3.19	3.10	4.21	3.10

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家金融机构保持着良好的合作关系，截至 2018 年 3 月末，公司已获得银行授信额度 362.09 亿元，尚未使用授信额度 128.36 亿元，备用流动性充足。此外，公司作为 A 股上市公司，近年来陆续发行多种债务融资工具，并于 2017 年完成非公开增发，直接融资渠道较为畅通。

或有负债方面，截至 2018 年 3 月末，公司无对子公司以外企业提供担保的情况，公司或有负债风险较低。

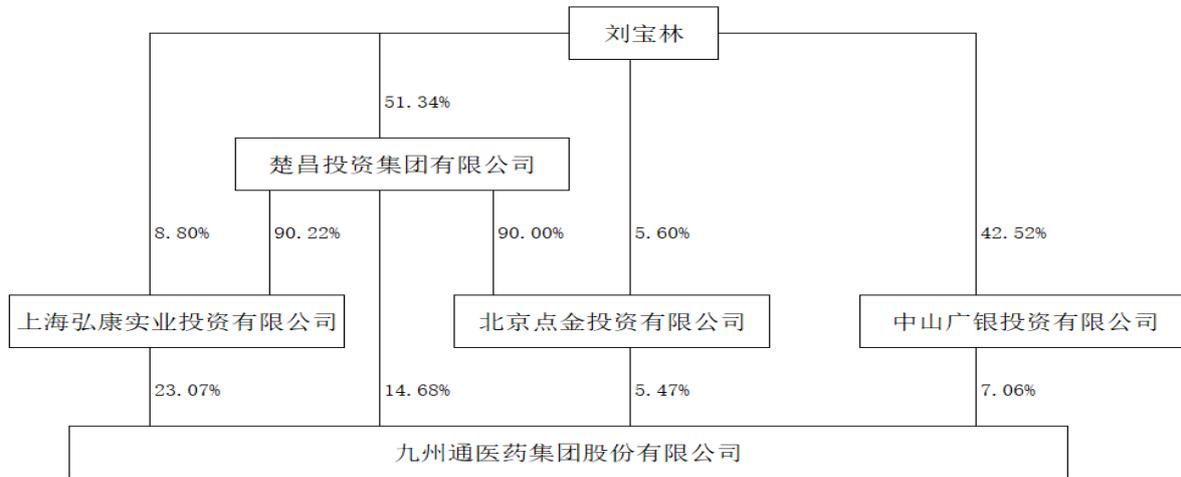
总体来看，随着业务规模的扩大，公司债务规模不断提升，且以短期债务为主，面临的短期偿债

压力有所提升，但考虑到公司受益于不断完善的医药物流中心及营销网络体系和丰富且稳定的上下游客户资源，营业收入规模保持增长，毛利率水平亦有所上升，整体盈利情况较好，且自有资本实力进一步增强，融资渠道较为顺畅，公司整体偿债能力很强。

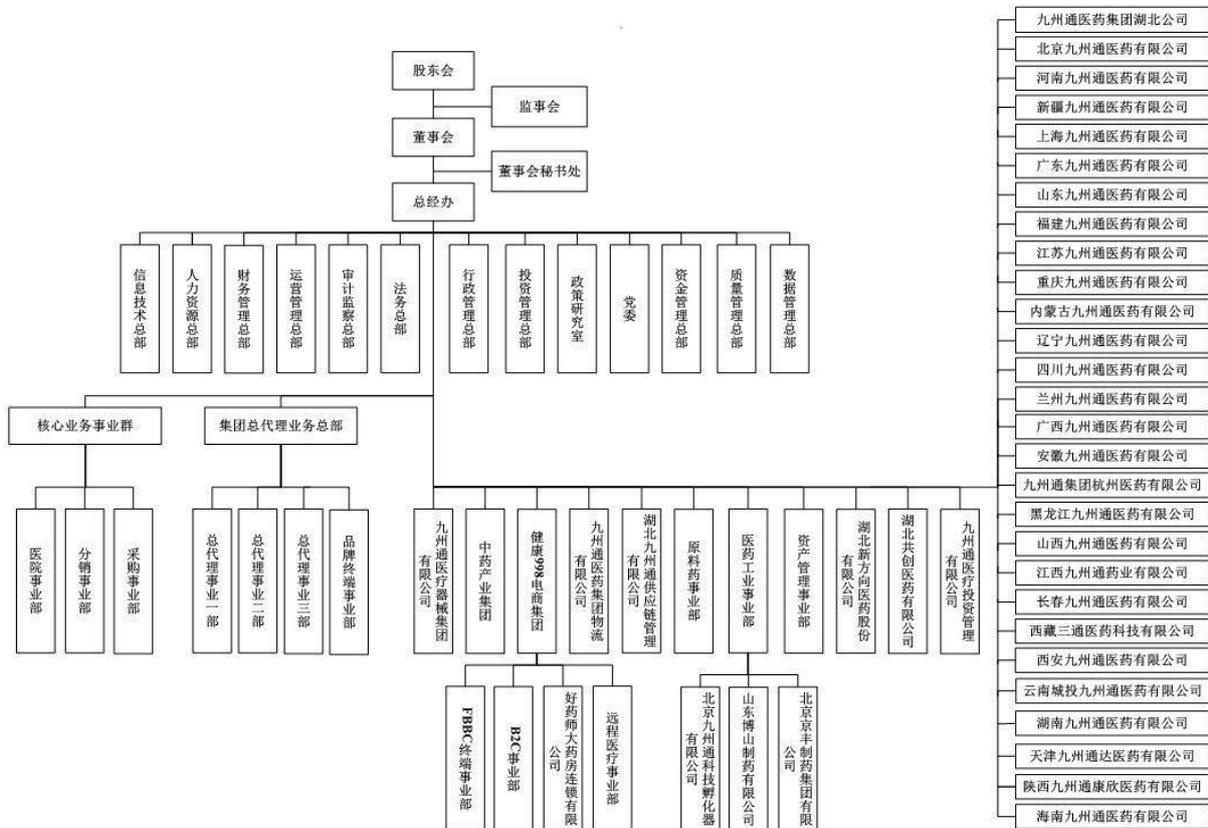
结论

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⁺**，评级展望稳定；维持“九州通医药集团股份有限公司可转换公司债券”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 2018 年 3 月 31 日）



附二：九州通医药集团股份有限公司组织架构图（截至 2018 年 3 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财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	610,857.18	523,679.62	854,098.05	854,826.02
应收账款净额	779,808.86	907,601.68	1,410,630.87	2,060,656.83
存货净额	811,413.66	1,015,219.83	1,218,227.76	1,436,524.51
流动资产	2,722,149.71	3,216,373.35	4,347,310.22	5,135,120.62
长期投资	76,238.31	88,755.90	170,327.84	170,027.09
固定资产合计	354,467.06	440,442.45	535,162.12	551,942.98
总资产	3,258,496.61	3,872,854.18	5,204,835.35	6,014,640.61
短期债务	1,356,581.99	1,619,173.51	1,722,965.09	2,358,338.38
长期债务	160,000.00	128,872.09	146,200.80	159,693.89
总债务（短期债务+长期债务）	1,516,581.99	1,748,045.60	1,869,165.89	2,518,032.27
总负债	2,273,932.44	2,671,817.51	3,251,079.27	4,021,956.09
所有者权益（含少数股东权益）	984,564.18	1,201,036.67	1,953,756.09	1,992,684.52
营业总收入	4,958,924.63	6,155,683.99	7,394,289.44	2,221,014.50
三费前利润	367,764.19	469,412.08	606,098.74	167,459.19
投资收益	4,753.80	873.06	3,988.26	1,500.27
净利润	70,386.98	90,434.03	147,291.54	22,480.59
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	174,419.95	208,001.25	301,581.05	58,586.81
经营活动产生现金净流量	43,595.60	43,126.38	-101,204.56	-387,459.21
投资活动产生现金净流量	-153,786.24	-149,780.09	-199,629.36	-94,261.58
筹资活动产生现金净流量	277,708.75	-41,568.43	607,670.97	429,368.06
现金及现金等价物净增加额	167,518.11	-148,172.09	306,784.82	-52,421.99
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	7.57	7.84	8.44	7.78
所有者权益收益率（%）	7.15	7.53	7.54	4.51
EBITDA/营业总收入（%）	3.52	3.38	4.08	2.64
速动比率（X）	0.91	0.87	1.02	0.97
经营活动净现金/总债务（X）	0.03	0.02	-0.05	-0.62
经营活动净现金/短期债务（X）	0.03	0.03	-0.06	-0.66
经营活动净现金/利息支出（X）	0.80	0.64	-1.41	-20.47
EBITDA 利息倍数（X）	3.19	3.10	4.21	3.10
总债务/EBITDA（X）	8.70	8.40	6.20	10.74
资产负债率（%）	69.78	68.99	62.46	66.87
总资本化比率（%）	60.64	59.27	48.89	55.82
长期资本化比率（%）	13.98	9.69	6.96	7.42

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、2018 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务和总债务/EBITDA 经年化处理。

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 + 应收票据

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 + 交易性金融负债 + 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）)

净负债率 = (总债务 - 货币资金) / 所有者权益

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。