

广西柳州医药股份有限公司

公开发行可转换公司债券

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2019)010442】

评级对象: 广西柳州医药股份有限公司公开发行可转换公司债券

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA

评级时间: 2019年8月16日

计划发行: 不超过 8.022 亿元 (含 8.022 亿元)

本期发行: 不超过 8.022 亿元 (含 8.022 亿元)

发行目的: 项目建设, 补充流动资金

存续期限: 6年

偿还方式: 每年付息, 到期一次还本

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项目	2016年	2017年	2018年
金额单位: 人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	15.04	8.64	10.52
刚性债务	3.20	5.53	16.14
所有者权益	30.66	33.16	35.85
经营性现金净流入量	-0.50	-2.77	-0.20
合并口径数据及指标:			
总资产	62.79	75.54	97.73
总负债	30.41	39.86	57.26
刚性债务	5.58	9.15	23.17
所有者权益	32.38	35.69	40.47
营业收入	75.59	94.47	117.15
净利润	3.44	4.28	5.68
经营性现金净流入量	1.08	-3.33	0.22
EBITDA	4.32	5.59	7.73
资产负债率[%]	48.43	52.76	58.59
权益资本与刚性债务比率[%]	580.46	389.99	174.66
流动比率[%]	191.14	172.85	153.40
现金比率[%]	59.57	31.07	24.79
利息保障倍数[倍]	56.05	26.75	13.29
净资产收益率[%]	14.94	12.57	14.92
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.70	-9.63	0.49
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.36	-25.27	-12.90
EBITDA/利息支出[倍]	58.66	28.55	14.30
EBITDA/刚性债务[倍]	0.65	0.76	0.48

注: 根据柳州股份经审计的 2016~2018 年财务数据整理、计算。

分析师

翁斯皓 wsz@shxsj.com

王路亚 wty@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

翁斯皓 王路亚

评级观点

主要优势:

- 主业面临的外部环境良好。近年来国家医药卫生改革逐步推进, “两票制” 和 “零差率” 等政策的实施使医药流通行业集中度逐步提高, 为柳药股份发展提供了较好的外部环境。
- 区域内行业地位突出。柳药股份是广西壮族自治区医药流通区域龙头企业, 公司供应商渠道稳定, 销售覆盖了自治区内大部分药品经营企业和医疗机构, 是自治区医药储备定点单位、区内具备现代医药物流和药品第三方物流资质的少数核心企业之一。
- 经营业绩持续增长。近年来, 随着柳药股份物流配送网络的逐步完善, 其经营规模不断扩大, 营业收入和净利润实现较快增长, 盈利能力亦持续提升。

主要风险:

- 业务竞争加剧。随着国家各项医改政策的相继发布实施, 药品流通行业将进入结构调整期。未来几年, 在政策驱动下药品流通市场竞争将更加激烈。
- 资金压力加大。柳药股份所处医药流通行业下游账款回收期普遍较长, 近年来公司业务规模扩张以及账期变长使得应收账款规模增长较快, 公司持续面临应收账款回收风险, 资金压力持续加大。
- 即期偿债压力加大。近年来, 柳药股份的债务规模随着业务规模的扩张而快速增长, 且增量以短期刚性债务为主, 公司面临的即期偿债压力加大。
- 存货管理风险。柳药股份作为药品流通企业,

存货规模大，对公司库存管理要求较高。

- 并购整合及商誉减值风险。柳药股份近年来向上游医药制造和下游医药服务方向进行业务拓展，对公司的管理能力提出了一定程度的挑战。公司2018 年收购万通制药和 39 家连锁店资产，其经营业绩有待观察。

➤ 未来展望

通过对柳药股份及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很高，并给予本次债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



广西柳州医药股份有限公司

公开发行可转换公司债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

广西柳州医药股份有限公司（简称柳药股份或该公司或公司）前身为成立于 1953 年的广西柳州医药批发站，为广西壮族自治区（简称自治区）药监局直属的全民所有制单位。2002 年 5 月，依据广西壮族自治区人民政府桂政函（2002）第 78 号文批准整体改制为广西柳州医药有限责任公司，注册资本为 200 万元，其中朱朝阳等 5 名主要发起人出资 102 万元，黄世囊等 20 名发起人工商登记出资 98 万元¹。后经多次增资和股权转让，截至 2010 年 12 月末，公司注册资本增至 2,185.57 万元，其中朱朝阳持股比例为 39.88%，为公司控股股东。2011 年 2 月，广西壮族自治区商务厅出具《关于同意广西柳州医药有限责任公司变更为股份制企业的批复》（桂商资函[2011]18 号），同意公司以 2010 年 12 月 31 日经审计的净资产 1.76 亿元为依据，折合股本 9,000 万股，其余 0.86 亿元计入资本公积，整体变更成立广西柳州医药股份有限公司，朱朝阳持股比例仍为 39.88%。

2014 年 12 月 4 日，该公司股票在上海证券交易所挂牌交易（股票代码：603368.SH），首次发行 2,812.50 万股，其中公司公开发行新股数量为 2,250 万股，股东公开发售股份的数量为 562.50 万股，发行后公司股本增至 11,250 万股，本期募集资金总额 5.90 亿元，扣除各项发行费用后，实际募集资金净额为 5.31 亿元。2016 年 2 月 17 日，公司非公开发行股票 2,984.80 万股，募集资金 16.50 亿元，扣除各项发行费用后，实际募集资金净额为 16.25 亿元。2017 年 5 月，公司以资本公积转增股本方式向全体股东每 10 股转增 3 股，合计转增 4,270.44 万股，转增后公司总股本增加至 18,505.25 万股。2018 年 4 月，公司以资本公积转增股本方式向全体股东每 10 股转增 4 股，合计转增 7,402.10 万股，转增后公司总股本增加至 25,907.34 万股。截至 2018 年末，公司总股本未发生变化，其中朱朝阳持股比例为 27.86%，为公司第一大股东和实际控制人。

该公司为广西壮族自治区内医药商业领域的龙头企业，主营药品、医疗器

¹ 根据《公司法》相关规定，有限责任公司的股东人数不得超过 50 人，故该公司设立时，由不超过 50 名出资代表人代持实际出资人出资额进行工商登记。朱朝阳等 5 名主要发起人工商登记出资 102 万元，黄世囊等 20 名发起人工商登记出资中代表自己实际出资 21.12 万元，代表其他 253 名职工出资 74.16 万元，代表职工工会出资 2.72 万元。

械等医药产品的批发及零售业务。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司拟申请注册发行待偿还余额不超过 10 亿元（包含 10 亿元）、期限为 6 年的可转换公司债券的议案于 2019 年 4 月获公司股东大会审议通过。2019 年 8 月公司召开第三届董事会第二十一次会议，审议通过了《关于调整<公司公开发行可转换公司债券方案>的议案》等议案，将总发行规模调整为不超过 8.022 亿元（含 8.022 亿元）。本次债券拟发行额度不超过 8.022 亿元（含 8.022 亿元），期限为 6 年，附到期赎回条款和最后两个计息年度投资者回售选择权。公司拟将本次募集资金用于项目投资和补充流动资金。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称：	广西柳州医药股份有限公司公开发行可转债公司债券
总发行规模：	不超过 8.022 亿元（含 8.022 亿元）
本期发行规模：	不超过 8.022 亿元（含 8.022 亿元）
本次债券期限：	6 年期，附到期赎回条款和最后两个计息年度投资者回售选择权
债券利率：	由发行人与主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定
定价方式：	按面值发行
偿还方式：	按年计息，不计复利。每年付息一次、到期一次还本，最后一期利息随本金一同支付。
增级安排：	无

资料来源：柳药股份

截至本报告出具日，该公司无债务融资工具发行记录。

(2) 募集资金用途

A. 项目投资

该公司拟将本期债券募集资金中的 5.622 亿元用于项目建设，包括南宁中药饮片产能扩建项目、连锁药店扩展项目和玉林物流运营中心项目共 3 个项目。

其中，南宁中药饮片产能扩建项目实施主体为广西仙荣中药科技有限公司（简称仙荣中药），项目主要建设中药饮片生产车间、仓库、办公中心、研究中心、检验中心等，计划投资总额为 2.50 亿元，包括土建工程投资 1.64 亿元、设备购置及安装资金 0.86 亿元，均来源于本次债券募集资金。项目建设周期为 2 年，规划年产能 5,000 吨，该公司预计投建后的 10 年（包括 2 年建设期）内可实现，年均净利润 0.45 亿元。

连锁药店扩展项目实施主体为柳州桂中大药房连锁有限责任公司（简称桂中大药房），项目计划未来三年内在广西开设 330 家连锁药店，计划投资总额为 2.50 亿元，其中拟使用本期募集资金中的 1.122 亿元。项目建设周期为 3 年，该公司预计投建后的 10 年（包括 3 年建设期）内可实现年均收入 7.62 亿元。

玉林物流运营中心项目的实施主体为柳药股份，主要建设综合药品仓库、中药材仓库、检验中心等，计划投资总额为 2.00 亿元，包括土建工程投资 1.34 亿元、设备购置及安装投资 0.66 亿元，均来源于本次债券募集资金。该项目不单独产生直接的经济效益，建成后有助于提升该公司仓储和物流配送能力，以增强公司综合竞争力和持续经营能力。

图表 2. 本次债券募集资金拟投资项目概况（万元）

项目名称	计划投资总额	募集资金使用额
南宁中药饮片产能扩建项目	25,000	25,000
连锁药店扩展项目	25,000	11,220
玉林物流运营中心项目	20,000	20,000
合计	70,000	56,220

资料来源：柳药股份

B. 补充流动资金

该公司拟将本期募集资金的 2.40 亿元用于补充流动资金。

(3) 信用增进安排

本次债券未安排信用增级。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年上半年，全球经济景气度持续下降，主要央行货币政策正在转向宽松；美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大，中东等热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。从短期看，我国宏观经济增长压力加大的同时，各类宏观政策正协同合力保持经济增长在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年上半年，全球经济景气度持续下降，主要央行货币政策正在转向宽松；美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大，中东等热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。在主要发达经济体中，美国经济增长动能下降，就业及物价增速均在放缓，美联储降息预期上升且将停止缩表，美国对外贸易政策加剧全球贸易局势紧张；欧盟经济增长前景下行，制造业疲软、消费者信心不佳，欧洲央行将在更长时间内维持低利率且将推出第三轮定向长期再融资操作，英国脱

欧、意大利债务问题等联盟内部风险是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，物价水平增速持续位于低位，制造业增长乏力，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，物价上涨速度普遍加快，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，降息刺激经济的空间扩大；印度经济增长速度仍较快但有所放缓，印度央行多次降息，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升及俄罗斯央行降息有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西经济复苏放缓，前期铁矿石价格的快速上升或将提供一定支撑；南非经济在衰退边缘反复，大选落定有利于前景改善，但面临的挑战依然很大。

我国就业情况良好、物价水平上涨有所加快，经济增长压力加大但依然位于目标区间内。我国消费新业态增长仍较快，在居民消费支出增长稳定情况下而实际消费增速持续探底，社会集团消费是后期消费能否企稳的关键；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而明显放缓，专项债新政后基建投资节奏有望加快并稳定整体投资；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双承压，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益近期有所改善但较上年相比仍放缓明显，存在经营风险上升的可能。房地产调控政策总基调不变，住房租赁市场发展机遇期较好，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。我国区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

国内经济增长压力加大的同时，我国各类宏观政策逆周期调节力度加大，协同合力确保经济的稳定运行。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度加大且在逐步落实，对稳增长及促进经济结构调整发挥积极作用；地方政府债券发行提速和使用效率提升，专项债券可作为重大项目资本金使用，隐性债务问责及防控机制更加完善，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化的同时债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，央行持续降准并“精准滴灌”支持实体融资改善，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资收缩节奏放缓但方向未变，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率虽有波动但幅度不大，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国拟进一步新设自由贸易试验区，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，我国对外开放力度加大且节奏加快。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规

模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019 年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长压力加大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

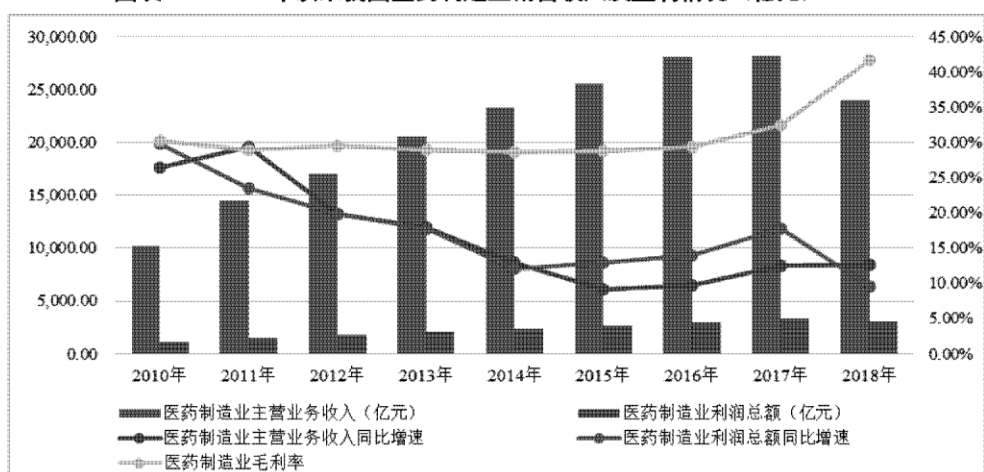
（2）行业因素

国内医药行业的刚性需求、城镇化进程和消费升级推动着制药行业持续稳定的发展，新医改制度的医保扩容将刺激医药行业需求释放。但近年来国内医改工作不断纵深推进，医药行业的相关政策进入密集出台与加紧落实阶段，医疗体系改革、基本药物目录扩容、药品价格调整、新版 GMP 实施、“带量采购”政策实施、行业竞争加剧等因素加大了医药企业经营的压力。医药流通方面，随着我国医药商业行业快速发展，近年来流通规模维持较快增长，但增速有所趋缓；此外，国家医药产业相关政策的实施、“医药分离”持续推进会对医药流通行业发展产生一定影响。

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。2010 年来，我国医药制造收入及利润总体呈持续增长趋势，但是其增速呈放缓态势。2011~2018 年，我国医药制造业的销售收入从 14,522.05 亿元增长至 23,986.30 亿元；利润总额从 1,494.30 亿元增长至 3,094.20 亿元。其中，按统计局口径，2018 年医药制造行业主营业务收入同比增长 12.60%，利润总额同比增长 9.50%。

图表 3. 2010 年以来我国医药制造业销售收入及盈利情况（亿元）



资料来源：Wind

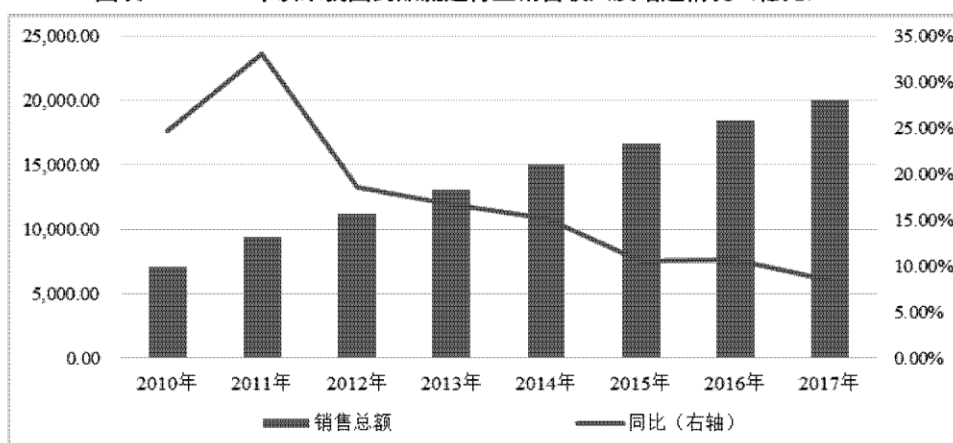
随着医疗体制改革的进一步深化，人口城镇化率和人民生活水平的提高，人口寿命的延长以及老龄化趋势的增强，我国医药行业有着继续稳步增长的空间。但近年来国内医改工作不断纵深推进，医药行业的相关政策进入密集出台与加紧落实阶段。医疗体系改革、基本药物目录扩容、药品价格调整、新版 GMP 实施、行业竞争加剧等因素加大了医药企业经营的压力。2018 年 11 月，国家医保局启动“带量采购”²的试点工作，以规范了药品集中采购的行为；2019 年 1 月，国务院办公厅印发了《国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》，其主要目标在于降低药价、防控商业贿赂、规范药品使用及完善招采流程，该政策的实施可能导致部分药品价格下降，并对医药制造企业的经营效益产生负面影响，医药制造企业将面临较大成本管控压力。此外，医药产品安全问题、医药反商业贿赂等事件也使得医药企业经营的不确定性增加。

药品流通行业包括药品批发业务和药品零售业务，根据商务部统计，两类业务占比约为 80%和 20%。近年来，我国药品流通市场需求活跃，行业购销稳步增长，但由于国家宏观经济增速放缓、医保控费日趋严格等因素影响，药品流通行业销售总额增速趋缓。根据商务部《药品流通行业运行统计分析报告（2017）》³数据显示，2017 年我国药品流通行业销售总额 20,016 亿元³，同比增长 8.4%，增速同比下降 2.0 个百分点，其中药品零售市场 4,003 亿元，同比增长 9.0%，增速同比下降 0.5 个百分点。2017 年，全国药品流通直报企业主营业务收入 14,620 亿元，同比增长 9.0%，增速同比下降 2.6 个百分点；实现利润总额 363 亿元，同比增长 10.9%，增速较上年持平。

² 2018 年 11 月，以上海为代表的 11 个试点地区委派代表组成的联合采购办公室发布了《4+7 城市药品集中采购文件》，其中规定：“化学药品新注册分类批准的仿制药品目录，经联采办会议通过以及咨询专家，确定采购品种（指定规格）及约定采购量”，医药行业称其为“带量采购”。

³ 销售总额为含税值，包括了七大类医药商品。本段中同比增幅均扣除不可比因素。

图表 4. 2010 年以来我国药品流通行业销售收入及增速情况（亿元）



资料来源：Wind

随着国际国内医药产业链合作逐步深入，“互联网+医疗健康”体系不断完善，供应链服务持续创新，人工智能快速发展，药品流通行业将迎来更大的发展空间。同时，随着疾病谱变化、人口老龄化加速、人民群众生活水平提高保健意识增强，全社会对医药健康的需求将不断提升，药品市场销售规模将进一步扩大。预计未来几年药品流通市场销售规模仍将保持稳步增长。

此外，从医药零售行业的发展来看，未来零售药店将不断向 DTP 专业药房、分销专业药房、慢病管理药房、智慧药房等创新模式转型。在互联网技术推动下，无人售药柜、人脸识别、AI 机器人等新科技应用也将逐步进入零售药店。预计零售药店将通过互联网、物联网、大数据、云计算等创新技术，为消费者提供更专业、更便捷的服务，同时专业化服务将成为药品零售企业的核心竞争力。

B. 政策环境

近年来，为规范医药流通行业经营秩序，降低流通成本及控制药品价格，我国出台多项政策，涉及医药批发、医药流通、公立医院改革及行业监管管理等方面。

从政策影响来看，近年来对医药流通行业产生较大影响的举措为“两票制”推行和药品“零差率”⁴政策的推广。2017 年 1 月出台的《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》中提到，“两票制”是指药品从生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票，目的是减少药品流通环节，使中间加价透明化，进一步推动降低药品虚高价格。“两票制”的推行将有助于规范医药流通行业秩序，对提升行业集中度有积极作用，大型医药流通企业有望受益。

药品“零差率”政策在《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》（中发[2009]6 号）（简称意见）中首次被提到，意见提出要逐步改革或取消药品加成政策，采取适当调整医疗服务价格、增加政府投入、改革支付方式

⁴ “零差率”药品就是选择在社区卫生服务机构中对常见病、多发病使用的基本药品，实行按药品进价销售，不再加价产生利润，让利给社区居民，利润部分由政府给予补贴。

等措施完善公立医院补偿机制。随着“零差率”政策的不断推进，截至 2017 年 5 月末广西壮族自治区的 383 家公立医院已全面取消药品加成，实施药品零差率销售政策，破除以药补医机制。对于城市公立医院，在药品“零差率”政策下，原来的药价加成收入将改为政府补助收入，这将对各省市财政实力形成一定考验；对于药品销售企业，政府对医院的补贴情况间接影响其收入情况。

从行业发展趋势来看，2016 年 12 月商务部发布了《全国药品流通行业发展规划（2016-2020 年）》，提出到 2020 年，培育形成一批网络覆盖全国、集约化和信息化程度较高的大型药品流通企业，药品分销百强企业年销售额占药品分销市场总额 90%以上。目前我国医药行业市场集中度仍处于较低水平，未来在各项政策的实施下，行业集中度将步入快速提升的时期。

此外，医药流通行业的监督管理趋严，近年来我国发布《关于整治药品流通领域违法经营行为的公告》等制度，并修订《药品经营质量管理规范》和《药品经营质量管理规范现场检查指导原则》，以加强行业进一步规范运行。

图表 5. 近年来医药流通主要政策

日期	颁发机构	文件名称	主要内容
医药批发：			
2015.05	国家发改委、国家卫生和计划生育委员会等	《关于印发推进药品价格改革意见的通知》	决定从 2015 年 6 月 1 日起除麻醉药品和第一类精神药品外，取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成。
2015.05	国务院办公厅	《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》	要求把深化公立医院改革作为保障和改善民生的重要举措，全面推开县级公立医院综合改革。
2015.05	国务院办公厅	《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	明确城市公立医院综合改革是保障和改善民生的重要举措，要将公平可及、群众受益作为出发点和立足点，加快推进改革。
2016.03	财政部、国家税务总局	《关于全面推开营业税改增值税试点的通知》	医药流通行业数据交通运输业范畴，适用税率从以前的 5%调整至 11%，税负加大，营改增后难以进行低价开票、过票等。
2016.04	国务院办公厅	《关于印发深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务的通知》	提出带量联合采购，并提出综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”。
2016.05	国务院	《关于促进医药产业健康发展的意见》	建立现代医药流通体系，推动大型企业建设遍及城乡的药品物流配送网络，推动中小流通企业专业化、特色化发展，做精做专。
2016.11	中共中央办公厅、国务院办公厅转发	《国务院深化医药卫生体制改革领导小组关于进一步推广深化医药卫生体制改革经验的若干意见》	提出建立公立医院运行新机制，所有公立医院取消药品加成。
2016.12	商务部	《全国药品流通行业发展规划（2016-2020 年）》	培育形成一批网络覆盖全国、集约化和信息化程度较高的大型药品流通企业。药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额 90%以上。
2016.12	国务院	《“十三五”生化医药卫生体制改革规划》	“十三五”期间，要在分级诊疗、现代医院管理、全民医保、药品供应保障、综合监管等 5 项制度建设上取得新突破，同时统筹推进相关领域改革。目标到 2020 年，基本建立药品出厂价格信息可追溯机制；形成 1 家年销售额超过 5,000 亿元的超大型药品流通企业，药品批发百强企业年销售额占批发市场总额的 90%以上；等。
2017.01	国务院医改办等	《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》	“两票制”是指药品从生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票。
2017.02	国务院办公厅	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	流通环节重点整顿流通秩序，提出改革完善流通体制的七项要求：1）推动药品流通企业转型升级，健全城乡药品流通网络；2）推行药品购销“两票制”，争取到 2018 年在全国推开；3）落实药品分类采购政策，降低药品虚高价格；4）加强药品购销合同管理，违反合同约定要承担相应的处罚；5）整治药品流通领域突出问题，依法严惩违法违规企业、医疗机构及相关责任人员，并记入不良信用记录；6）建立药品价格信息可追

日期	颁发机构	文件名称	主要内容
医药批发:			
			溯机制,促进价格信息透明;7)积极发挥“互联网+药品流通”的优势和作用,方便群众用药。
2018.03	卫计委、财政部等	《关于巩固破除以药补医成果持续深化公立医院综合改革的通知》	提出 2018 年各省份要将药品购销“两票制”方案落实落地。
医药零售:			
2015.05	国务院办公厅	《关于印发深化医药卫生体制改革 2014 年工作总结和 2015 年重点工作任务的通知》	推进医药分开,鼓励零售药店和连锁经营药店发展。
2016.07	发改委	《关于促进医药产业健康发展的指导意见重点工作部门分工方案》	完善社会力量举办医疗机构的发展环境;禁止医疗机构限制处方外流的方向再次得到明确。
2015.12	人社部	《关于完善基本医疗保险定点医药机构协议管理的指导意见》	取消“基本医疗保险定点医疗机构资格审查”和“基本医疗保险定点零售药店资格审查”,改为直接由医保经办机构与定点医药机构签订服务协议。
2016.03	国务院	《关于促进医药产业健康发展的指导意见》	按照新版药品经营质量管理规范(GSP)要求,推动优势零售企业开展连锁经营。
2017.09	国务院	《关于取消一批行政许可事项的决定》	国务院将依法依照法定程序提请全国人民代表大会常务委员会修订相关法律规定后取消 GMP 和 GSP 认证。
2018.11	商务部	《全国零售药店分类分级管理指导意见(征求意见稿)》	到 2020 年,全国大部分省市零售药店分类分级管理制度基本建立,到 2025 年,在全国范围内统一的零售药店分类分级管理法规政策体系基本建立,部门协调联动机制运行良好。

资料来源:新世纪整理。

C. 竞争格局/态势

随着国家各项医改政策的相继发布实施,药品流通行业将进入结构调整期。未来在政策驱动下药品流通市场竞争将更加激烈,两极分化日益明显,行业集中度将进一步提高。我国医药流通行业中除四大全国性医药流通企业集团外,主要以区域性医药流通企业为主。目前广西地区主要的医药流通龙头企业为柳药股份和国药集团,两者竞争较为激烈,同时近年来华润医药、九州通等全国性医药流通企业纷纷进驻广西市场,市场竞争加剧。

医药流通行业是规模效应较为明显的行业,企业核心竞争力取决于其掌握的终端客户资源及资金实力。由于政府主导下的医药采购组织形式向省级市场集中、基本药物制度推行等原因,我国医药商业行业具有较明显的地区性特征,区域性从业企业数量多、规模小。根据国家食品药品监督管理总局统计,截至 2017 年末全国共有药品批发企业 13,146 家,药店零售连锁企业 5,409 家。近几年各项政策的推动下,随着全国性整合的启动,行业高度分散的局面得到较大改善。2017 年前 100 位药品批发企业主营业务收入占全国医药市场总规模比重为 70.7%,其中 4 家全国龙头企业⁵主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 37.6%,同比上升 0.2 个百分点,行业内资本实力雄厚的医药商业企业通过兼并重组等手段迅速扩大市场份额,发展前景较好;30 家区域龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 24.5%,同比下降 0.1 个百分点。2016 年 12 月商务部在《全国药品流通行业发展规划纲要(2016-2020)》中指出,到 2020 年我国药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额 90%以上;药

⁵ 包括国药控股有限公司、华润医药集团有限公司、上海医药集团股份有限公司和九州通医药集团股份有限公司。

品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额 40%以上；药品零售连锁率达 50%以上。

随着国家各项医改政策的相继发布实施，药品流通行业将进入结构调整期。未来几年，在政策驱动下药品流通市场竞争将更加激烈，两极分化日益明显。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。

从药品消费市场的分布来看，我国药品消费市场总体不均衡，华东、华北和中南是我国三大销售区域，2017 年合计销售额占到全国销售总额的 78.40%。其中，华东市场占比 37.3%，中南市场占比 24.8%，华北市场占比 16.3%。若以省市划分，2017 年销售额居前 10 位省市⁶销售额占全国销售总额的 65.30%，同年广西壮族自治区药品流通行业销售总额排名全国第 20 位，销售总额为 332.94 亿元，2011~2017 年年均复合增长率 16.53%。

该公司是广西壮族自治区区域性医药流通龙头企业，目前公司拥有上游供应商 4,200 余家，销售网络遍布自治区各地，覆盖了自治区内大部分药品经营企业和医疗机构，是自治区医药储备定点单位、区内具备现代医药物流和药品第三方物流资质的少数核心企业之一。根据商务部公布的《药品流通行业运行统计分析报告（2017）》，在 2017 年药品批发企业主营业务收入排名中，柳药股份位列第 22 位，较上年末上升 1 位；在药品零售企业销售总额排名中，柳药股份旗下的桂中大药房位列第 27 位，较 2016 年上升 5 位。目前，广西壮族自治区区域性医药商业流通主要以公司和国药集团为主，合计占据自治区内大部分市场份额，两者之间竞争较为激烈。此外近年来华润医药、九州通等全国性医药流通企业纷纷进驻广西市场，未来竞争压力将有所加大。

图表 6. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标				核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	营业收入现金率	应收账款占总资产比重	总资产	资产负债率	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
国药控股有限公司	2,777.17	8.31	0.60	37.60	1,694.03	69.76	1.06	78.68	16.67
华润医药集团有限公司	1,725.32	16.39	2.82	—	—	60.72	—	68.67	—
上海医药集团股份有限公司	1,308.47	12.78	2.02	33.26	943.44	57.95	1.90	40.58	26.49
九州通医药集团股份有限公司	739.43	8.44	-1.37	27.10	520.48	62.46	1.10	14.73	-10.12
浙江英特集团股份有限公司	189.07	6.06	0.84	41.11	90.83	79.03	0.64	1.91	1.58
瑞康医药集团股份有限公司	232.94	18.44	-10.40	45.74	269.83	64.15	1.55	13.68	-24.22
南京医药股份有限公司	274.73	6.33	0.68	42.89	159.25	79.99	0.48	3.11	1.88
华东医药股份有限公司	278.32	26.12	5.97	30.56	159.87	44.90	5.06	18.88	16.61
柳药股份	94.47	9.61	-3.52	50.22	75.54	52.76	3.90	4.28	-3.33

资料来源：新世纪评级整理。

⁶ 广东、北京、上海、浙江、江苏、安徽、山东、河南、四川、云南。

D. 风险关注

市场竞争加剧风险。随着医改的深入，行业的整合度加大，医药批发流通领域的企业在市场和品种客户的争夺、配送能力和效率的竞争、医院合作项目的竞争等方面竞争愈加激烈；随着全国性连锁药店的进一步布局，连锁药店领域的竞争也不断加大。

行业政策风险。近年来，公立医院改革、“两票制”、“4+7 带量采购”、分级诊疗、医保控费等政策相继发布，推动医药分开，药品价格下降趋势明显，对医药流通市场增速造成一定影响。同时国家推动社会资本办医，推进全民医保体系建设，“互联网+”战略的推行，促进了医药流通行业传统经营模式的变革。随着改革的深入，行业企业面临新医改形势下药品的统一招标采购政策调整、药品定价机制改革以及医院用药结构调整等风险，或将影响医药流通企业的盈利水平。

资金压力较大。医药流通企业的业务性质决定了其面临金压力大的问题，主要是其前期购置药品、器械的投资规模大，同时下游医院的回款账期很长所致。医药流通企业普遍存在应收账款规模大且资金回笼速度慢的问题，面临较大的资金压力。

2. 业务运营

该公司是广西壮族自治区医药流通领域龙头企业，经营资质完备。近年来随着经营规模的扩张，公司营业收入和净利润均保持稳步增长，但是由于下游客户回款周期较长，公司持续面临资金占用情况，公司面临较大的流动资金压力。

该公司以广西壮族自治区为经营区域，从事药品、医疗器械等医药产品的批发及零售业务。公司经营模式为从上游供应商采购商品，经过公司的验收、存储、分拣、物流配送等环节，销售给下游客户。公司经营资质完备，具有自治区、柳州市食品药品监督管理局等部门颁发的《药品经营许可证》、《药品经营质量管理规范（GSP）认证证书》、《药品现代物流企业确认件》、《医疗器械经营许可证》、《第二类医疗器械经营备案凭证》、《麻醉药品、第一类精神药品运输证明》、《食品经营许可证》、《道路运输经营许可证》和《互联网药品信息服务资格证书》等资质。

近年来，该公司经营规模持续扩张，2016~2018 年分别实现营业收入 75.59 亿元、94.47 亿元和 117.15 亿元，近年来公司盈利能力有所提升，同期毛利率分别为 9.41%、9.61%和 10.76%，在医药流通行业处于中等水平。从收入结构来看，公司主业突出，其中通过批发业务收入占比较大，约占公司主业收入比重的 90%；近年来公司零售业务规模逐年扩大，零售渠道销售收入呈逐年增长态势。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围/核心区域	业务的核心驱动因素
医药流通	广西壮族自治区	规模/渠道/资质

资料来源：柳药股份

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计	75.59	94.47	117.15
其中：医药流通营业收入	75.47	93.85	115.30
在营业收入中所占比重	99.84	99.34	98.43
其中：（1）批发业务收入	69.32	85.17	102.24
在医药流通业务收入中所占比重	91.85	90.75	88.67
（2）零售业务收入	6.15	8.68	13.06
在医药流通业务收入中所占比重	8.15	9.25	11.33
毛利率	9.41	9.61	10.76
其中：医药流通业务	9.30	9.43	10.19
其中：（1）批发业务	7.81	7.85	8.11
（2）零售业务	26.14	24.95	26.40

资料来源：柳药股份

A. 采购

该公司药品、医疗器械采购由采购供应部统一负责。近年来，公司不断加强上游供应商的服务，提升客户满意度，加之“两票制”的实施使得公司的渠道优势和客户资源优势进一步凸显，公司获得上游配送权的能力持续提升。截至 2018 年末，公司上游供货商共约 4,200 家，经营品规约 40,000 个，基本覆盖了医院的常规用药和新特用药，公司已与大部分全国医药工业百强企业，以及辉瑞、罗氏、拜耳等国际知名外资/合资制药企业建立良好的业务合作关系，公司基本上均为其广西区内一级经销商，此外公司还获得较多医药工业企业在广西自治区内的药品独家代理权。近年来公司前五名供应商合计采购金额均不足 15%，采购集中度较低。

该公司针对销售渠道的不同，采购模式上略有差异。“医院销售”模式下，公司根据医疗机构的订单向药品生产企业订货。“商业分销”和“基药终端”模式下，公司按照“以销定购”的采购原则，根据公司的销售计划、市场调查和分析所掌握的市场需求信息以及仓储情况及计算机库存限额报警，综合考虑制定采购计划。从货款结算方式看，除部分“独家药品”需预付货款，其余均为货到后 30 天或 45 天付款。此外，从库存管理情况看，公司常销品种必备库存基本保持一个月可销售量，并随销售随时补货；临时采购计划需各销售部门申请并经审批后进行采购，一般区内 7 天、区外 10 天内采购完毕。

B. 销售

该公司药品、医疗器械销售渠道主要分为批发和零售，以批发业务为主，基本可分为医院销售、商业分销和基药终端三类。零售业务主要由全资子公司桂中大药房负责，近年来公司加快零售业务的布局 and 专业化团队建设，并积极推进 DTP 药店⁷业务。

a. 批发

该公司药品、医疗器械主要通过批发渠道进行销售，2016~2018 年公司批发业务收入分别为 69.32 亿元、85.17 亿元和 102.24 亿元，占营业收入比重约 90%；毛利率分别为 7.81%、7.85%和 8.11%。具体看，公司药品、医疗器械批发业务可细分为医院销售、商业分销和基药终端三类，其中以医院销售为主，2018 年医院销售收入占批发业务销售收入比重为 86.71%，占公司营业收入比重为 75.68%；公司商业分销和基药终端销售占比相对较小。随着公司业务规模的扩大，医院销售和基药终端的销售收入均呈逐年增长态势；商业分销收入有所波动，其中 2018 年同比下降 26.23%，主要是受“两票制”政策实施影响，公司商业分销业务量减少所致。

该公司医院销售业务主要面向广西壮族自治区内二级、三级规模以上医院，目前已基本实现自治区内业务全覆盖，其中三级医院覆盖率 100%、二级医院覆盖率超过 90%。公司与各大医院签订《购销合同》，根据其订单进行发货，但回款账期较长，一般为 4~6 个月，对公司资金形成较大占用。近年来，受到医保拨付时间延长影响，公司对医院销售回款账期变长。随着人口增长，老龄化加快，健康消费的提升，医疗机构用药需求逐年增大，同时公司与医疗机构业务的持续深入开展，公司医院销售业务保持增长。

该公司商业分销业务主要面向其他医药分销商，公司根据下游分销商订单备货后进行配送，货款账期一般为 1~3 个月，但是由于下游分销商数量较多且规模较小，公司商业分销业务回款风险相对较大且利润低，近年来公司持续加强商业分销业务回款风险控制，2016 年公司产生一笔坏账为 26.64 万元，已核销，2017 年和 2018 年未产生坏账。

该公司基药终端业务主要面向以社区医疗中心和乡镇卫生院为主的基层医疗机构，业务由各片区业务员开展，建立配送关系后根据订单发货，货款账期在 1~3 月左右，但是近年受到医保拨付时间延长影响，公司基药终端业务回款账期变长。

另外，该公司持有柳州市行政审批局下发的《麻醉药品、第一类精神药品运输证明》，公司严格按照《麻醉药品和精神药品管理条例》等特殊管理药品管理制度从事特殊管理药品的采购与销售。其中一类精神药品、麻醉药品和易制毒药品只能从重庆医药、上海医药和国药集团三家一级经销商处采购，并派

⁷ DTP (Direct to Patient) 药店，核心产品是新特药和高价值药，主要是医院或医院附近的药店，在药品销售的基础上配备专业的药师进行药品咨询等附加服务。

专人负责该类特殊药品的储存、管理。

在医药物流网络建设方面，近年来该公司持续在区内布局物流建设，目前以南宁、柳州两大物流配送基地为主，以玉林、桂林、百色等主干城市作为配送节点，形成覆盖 200 公里自送半径并延伸至 400 公里的配送能力，建立起全面辐射自治区 14 个地级市的高效物流配送网络。目前公司在医药物流方面的在建项目为“医院供应链延伸服务项目一期”和“医疗器械、耗材物流配送网络平台”。其中，“医院供应链延伸服务项目一期”拟在自治区内 15~20 家三甲医院和 30~50 家二甲医院实施，项目主要是通过构建从药品、器械供应商到医院的供应链平台，实现工业企业、流通企业和医院三方的物流信息共享，项目通过帮助医院提供增值服务，加强对医院用药情况、库存情况的反应能力，进一步巩固与医院的合作关系，提高药品配送份额和提升议价能力。医疗器械、耗材物流配送网络平台”项目主要是对公司南宁物流中心物流设施进行完善。

“医院供应链延伸服务项目一期”和“医疗器械、耗材物流配送网络平台”的建设资金来源于 2016 年非公开发行的募集资金 11.70 亿元。截至 2019 年 3 月末，两个项目均已建设完毕并投入使用，累计投资总额为 6.84 亿元，较预算投资额合计节余 4.64 亿元，其中“医院供应链延伸服务项目一期”计划总投资 10.35 亿元，实际投资金额 5.65 亿元，后续待支付尾款及质保金 0.48 亿元，利息收入 0.42 亿元，项目节余 4.64 亿元；“医疗器械、耗材物流配送网络平台”计划投资总额 1.35 亿元，实际投资 1.19 亿元，利息收入 0.02 亿元，项目补流资金 0.18 亿元，项目节余 26.70 万元。根据该公司 2019 年 4 月 5 日发布的《关于非公开发行募投项目结项并将节余募集资金永久补充流动资金的公告》，公司将该次非公开发行募投项目节余的募集资金 4.64 亿元转为永久性补充流动资金，用于公司日常经营及业务发展。

未来，公司将继续积极推进现代物流延伸服务，探索医药电子商务、第三方物流业务等新商业模式，与现有的两大物流中心构建医药物流平台，进一步发挥物流平台与分销网络的协同效应。

图表 9. 公司医药物流网络建设相关项目的建设进展情况（亿元）

项目名称	计划总投资	截至 2018 年末累计投资	截至 2019 年 3 月末累计投资	项目进展	资金来源
医院供应链延伸服务项目一期	10.35	4.68	5.65	已建设完毕并投入使用	2016 年非公开发行募集资金
医疗器械、耗材物流配送网络平台	1.35	1.19	1.19		
合计	11.70	5.87	6.84	—	—

资料来源：根据柳药股份提供的数据整理。

b. 零售

该公司药品零售业务经营实体是桂中大药房及其子公司广西新友和古城大药房有限责任公司（简称新友和），其中桂中大药房为公司全资子公司，注册资本 6,130 万元，旗下药店品牌为“桂中大药房”；新友和为 2018 年新成立的子公司，截至 2018 年末旗下拥有 51 家连锁药店，药店品牌为“新友和”，

包括 2018 年收购的 39 家药店和 12 家新建药店。

近年来，公司积极发展药品零售业务，“桂中大药房”直营药店数量迅速增长，2016~2018 年分别自建 21 家、77 家和 122 家直营店，2018 年还通过收购方式增加 51 家直营店⁸。截至 2018 年末，公司在广西地区共拥有 443 家直营门店，其中 283 家为医保定点零售药店，2017 年桂中大药房在中国医药商业协会全国药品零售企业百强排序中位列第 27 位，较 2016 年上升 5 位。此外，公司积极推进 DTP 药店业务，近年来医院“药品占比”、“零加成”的要求日趋严格，加上“处方外流”的逐步推进，在此情况下，公司在医院内部及周边开设自费药店和便民药店，主要经营高价值药品和自费药品，目前公司已开设多家 DTP 药店，未来 DTP 药房业务将是公司大力拓展的业务之一。

近年来，随着该公司药品零售业务规模的扩大，零售业务的经营业绩持续增长，2016~2018 年，公司零售业务实现销售收入分别为 6.15 亿元、8.68 亿元和 13.06 亿元。

C. 其他

近年来，该公司向上游医药制造业进行拓展。2015 年 11 月，公司成立全资子公司仙茱中药进行中药饮片的生产和销售，注册资本 3,000 万元⁹，仙茱中药已于 2016 年 6 月取得 GMP 证书。中药饮片项目主体于 2016 年建设完成并于 2017 年初开始运营，项目计划总投资为 2.00 亿元¹⁰，已基本投资完毕，项目年产能 1,500 吨。仙茱中药主要是采购各类中药原料进行加工包装销售，目前产品品类 600 多种。2017 年投产以来，仙茱中药产能逐步释放但目前总体处于偏低水平，2018 年产能利用率约为 80%。仙茱中药上游供应商主要为产地农户、产地合作社和医药公司等，销售对象主要为医药商业企业、医院及药厂等，依托该公司销售渠道优势，仙茱中药的产品销售情况较好。2017 年和 2018 年仙茱中药实现营业收入分别为 0.48 亿元和 1.13 亿元，实现净利润分别为 475.04 万元和 1,366.87 万元。后续公司计划将进一步扩建产能 5,000 万吨/年，建设资金主要为本次可转换公司债券募集资金中的 2.50 亿元。

图表 10. 仙茱中药产销情况（吨）

年份	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
2017 年	1,500	531.92	35.46%	503.51	94.66%
2018 年	1,500	1,224.23	81.62%	1,184.06	96.72%

资料来源：根据柳州医药提供的数据整理。

2016 年 3 月，该公司与广西医科大学制药厂（简称医大制药厂）合资成立广西医大仙晟生物制药有限公司（简称仙晟制药）进行中成药、制剂生产和销售，注册资本 5,882 万元，公司和广西医科大学制药厂分别持股 49%和 51%，由于董事会 5 名董事中由公司指派 3 名董事，占有董事会多数表决权，所以公

⁸ 目前新友和共拥有 51 家直营药店，公司将这 51 家药店均统计为收购方式获得的药店。

⁹ 2017 年，公司以自有资金 1,000 万元对仙茱中药进行增资，增资完成后，仙茱中药的注册资本增加至 3,000 万元。

¹⁰ 该项目是集中药饮片生产和现代物流中心建设为一体的项目，总投资为 2.00 亿元。

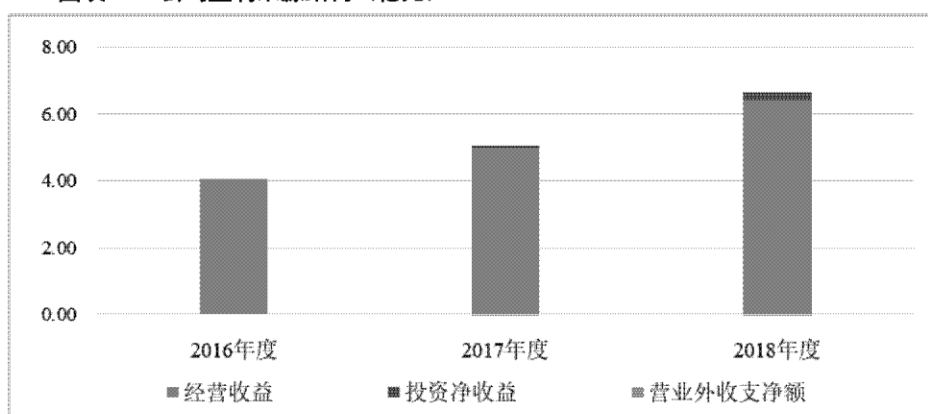
公司对广西医大仙晟生物制药有限公司进行并表。该项目运营主体为仙晟制药的下属子公司广西康晟制药有限责任公司¹¹（简称康晟制药），计划投资总额为2.10亿元，已完成厂房建设及设施设备安装。康晟制药于2019年1月取得GMP证书，目前处于试生产阶段，主要产品包括安神养血口服液、归芪补血口服液、散瘀宁糖浆、毛冬青片和复方金蒲片等，目前尚未实现收入。

2018年以来，该公司通过股权收购方式向上游医药制造业进一步拓展。2018年9月，公司与共青城柳药天源投资管理合伙企业（有限合伙）签订了《关于广西万通制药有限公司之股权转让协议》，公司受让后者持有的广西万通制药有限公司（简称万通制药）60%的股权，转让价格为7.16亿元，无业绩对赌。根据同致信德（北京）资产评估有限公司出具的《广西柳州医药股份有限公司拟收购股权涉及的万通制药股东全部权益价值资产评估报告》，评估采用收益法评估，万通制药股东全部权益价值在2018年8月31日的评估结果为12.59亿元，增值率为1,157.56%。万通制药主营中成药的生产，主要产品为复方金钱草和万通炎康片（胶囊），其产品具有较高的市场认可度，本次股权收购形成商誉6.68亿元。同致信德（北京）资产评估有限公司对此次股权收购形成的商誉进行了减值评估，万通制药公司经营状况良好，根据测试结果不存在商誉减值。2018年万通制药实现营业收入1.65亿元，同比增长33.51%；实现净利润0.86亿元，同比增长31.56%。

此外，该公司成立广西泛北部湾物流有限公司（简称泛北部湾物流）进行第三方物流配送，注册资本1,000万元，自2016年末开始运营。公司已通过广西壮族自治区食品药品监督管理局认证，成为自治区首家具有第三方药品物流资质的企业，其仓储运输主要是作为第三方物流配送企业给医药企业提供的服务。

（2）盈利性

图表 11. 公司盈利来源结构（亿元）



资料来源：根据柳药股份所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

¹¹ 仙晟制药不具有药品生产资质，因此通过收购康晟制药获得药品生产资质。康晟制药为医大制药厂于2018年11月设立的子公司，2019年1月由仙晟制药收购，可生产医大制药研发的产品。

从收益结构看，该公司盈利基本均来源于经营收益，投资净收益和营业外收支净额占比小。2016~2018 年，公司实现经营收益分别为 4.02 亿元、4.97 亿元和 6.38 亿元，占收益总额¹²的比重分别为 99.21%、97.00%和 92.39%；营业外收支净额分别为 0.03 亿元、-0.02 亿元和-0.02 亿元，公司营业外收入主要为少量的政府补助，营业外支出主要为公益性的对外捐赠。2017 年和 2018 年投资净收益分别为 0.08 亿元和 0.26 亿元，其中 2018 年投资收益主要为参股公司共青城柳天源投资管理合伙企业(有限合伙)的分红收益。

图表 12. 公司营业利润结构分析（亿元，%）

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计	75.59	94.47	117.15
毛利率	9.41	9.61	10.76
其中：医药流通（批发）	7.81	7.85	8.11
医药流通（零售）	26.14	24.95	26.40
毛利	7.11	9.08	12.61
其中：医药流通（批发）	5.41	6.69	8.29
医药流通（零售）	1.61	2.16	3.45
期间费用率	3.50	3.85	4.90
其中：财务费用率	-0.22	0.15	0.54
全年利息支出总额	0.07	0.20	0.54
其中：资本化利息数额	—	—	—

资料来源：根据柳药股份所提供数据整理。

近年来，随着业务规模扩大，该公司营业收入和营业毛利均呈现持续增长态势，公司毛利率逐年提升。2016~2018 年公司实现营业收入分别为 75.59 亿元、94.47 亿元和 117.15 亿元，营业毛利分别为 7.11 亿元、9.08 亿元和 12.61 亿元，综合毛利率分别为 9.41%、9.61%和 10.76%。

从费用支出情况看，近年来随着经营规模的扩大，该公司期间费用持续增长，但整体控制较好，2016~2018 年期间费用分别为 2.65 亿元、3.64 亿元和 5.74 亿元，期间费用率分别为 3.50%、3.85%和 4.90%。其中管理费用分别为 1.29 亿元、1.57 亿元和 2.31 亿元¹³，同比分别增长 14.64%、20.95%和 47.33%，主要是经营规模扩大导致各类管理费用增加所致；销售费用分别为 1.52 亿元、1.93 亿元和 2.81 亿元，同比分别增长 14.51%、26.63%和 45.57%，主要是销售人员职工薪酬等费用增加所致；财务费用分别为-0.17 亿元、0.14 亿元和 0.63 亿元，逐年增长，主要是银行贷款增加导致利息增加所致。从资产减值情况看，同期公司计提资产减值损失分别为 0.16 亿元、0.13 亿元和 0.16 亿元，主要为计提的应收账款坏账准备。

¹² 收益总额=经营收益+投资净收益+营业外收支净额+公允价值变动损益。

¹³ 因会计政策调整，2018 年公司审计报告中将管理费用和研发费用分开列示，本评级报告中的管理费用包含研发费用。

图表 13. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度
投资净收益（亿元）	—	0.08	0.26
营业外收入与其他收益（亿元）	0.05	0.03	0.03
其中：政府补助（亿元）	0.04	0.03	0.02

资料来源：根据柳药股份所提供数据整理。

该公司实现投资净收益规模小，主要来源于长期股权投资收益，2017 年和 2018 年投资净收益分别为 0.08 亿元和 0.26 亿元。营业外收入与其他收益主要来源于政府补助，2016~2018 年公司获得政府补助分别为 0.04 亿元、0.03 亿元和 0.02 亿元。整体看，近年来公司主业盈利增长，期间费用控制整体较好，营业利润和净利润均实现逐年较快增长，2016~2018 年公司实现营业利润分别为 4.02 亿元、5.07 亿元和 6.66 亿元，实现净利分别为 3.44 亿元、4.28 亿元和 5.68 亿元。

（3）运营规划/经营战略

未来几年，在医流通行业集中度提高的大环境下，该公司将坚持发展医药流通主业。在营销渠道建设方面，加强销售渠道建设，下沉分销网络，拓展基层医疗市场；在产品结构方面，优化产品结构，提高器械耗材、中药饮片及检验试剂等薄弱品种市场覆盖度。公司计划依托物流和信息技术优势，拓展供应链服务功能，通过整合营销渠道和上下游客户资源，进一步提升市场份额。此外，在连锁零售领域，公司计划加速药店拓展，推进 DTP 药店、院边药店和专业化药店等特色药店的发展，依托互联网实现线上、线下渠道的联动，创新药店经营模式。

除传统业务外，该公司计划加快在大健康产业链的布局，建设覆盖药械采购、配送、终端应用的智慧医药供应链体系和大数据资源，同时继续向上游医药工业拓展。在向上游业务拓展方面，一方面提升仙荣中药的产能和盈利能力，另一方面继续收购整合优质医药生产企业，构建药品研发体系，开展中药配方颗粒、中药制剂等现代中药工业项目，推动现代药品生产合作项目实施，提高产品附加值；此外，发展国医馆门诊、煎煮中心等配套产业，拓宽产业链，目标实现多元化发展。

在项目建设方面，近年来该公司主要的建设项目均已建设完毕并投入使用，后续拟建项目主要为本次债项的募投项目。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司为民营上市公司，近年来股权结构基本保持稳定，朱朝阳先生为公

司第一大股东和实际控制人。公司根据法律法规要求，建立起符合业务管理要求的治理结构与内控体系，并持续提高治理水平。近年来，公司高管团队基本稳定，且相关行业及经营管理经验较为丰富，保证了其发展规划的连贯性和战略执行的有效性。

（1）产权关系

该公司为民营上市公司，近年来公司股权结构保持稳定，第一大股东和实际控制人为自然人朱朝阳。截至 2018 年末，朱朝阳持有公司 27.86% 股权，同期末朱朝阳所持 7,216.63 万股中 4,632.01 万股已用于质押，占其所持公司股份总数的 64.19%，占公司总股份的 17.88%，质押资金主要用于认购公司非公开发行股票、为员工持股计划提供借款支持以及个人资金周转。

（2）主要关联方及关联交易

近年来，该公司的关联交易主要为合并范围内的关联担保。截至 2018 年末，公司本部作为担保方，为关联方担保金额合计 7.91 亿元，系为子公司广西南宁柳药药业有限公司和桂中大药房提供的担保；公司本部作为被担保方，朱朝阳先生为公司本部担保金额为 3.30 亿元。

（3）公司治理

该公司按照《公司法》、《证券法》等有关法律、法规的规定设立了股东大会、董事会和监事会，并在《公司章程》中就股东权利与义务、董事会和监事会的人员组成、职责权限及议事规则等作出了明确的规定。股东大会是公司的权力机构，决定公司重大事项。董事会是公司的经营决策机构，对股东大会负责，公司董事会由 7 名董事组成，其中设董事长 1 人，独立董事 3 人。监事会是公司的监督机构，由 3 名监事组成，其中监事会主席 1 人、职工监事 1 人。公司总经理由董事长兼任，负责公司日常经营工作，下设副总经理 5 人和财务总监 1 人。2017 年，公司原董事曾松林到龄退休，原董事黄世囊及原监事黄柏荣、李华任职到期，不再担任相关职务。2017 年 3 月，公司股东大会审议通过，续聘陈洪先生、丘志猛先生、唐贤荣先生、唐春雪女士担任公司副总经理，续聘中文捷女士担任公司副总经理兼董事会秘书，续聘苏春燕女士担任公司财务总监。2018 年以来公司高管团队没有变动。

该公司的高管团队行业及经营管理经验丰富，近年来除换届选举外高管团队基本保持稳定。公司建立了透明的高管人员绩效评价和激励约束机制，高管人员实行基本年薪与年终绩效考核相结合的薪酬制度。总体来看，公司高管团队总体较为稳定，能够保证其发展规划的连贯性和战略执行的有效性。公司现任董事、监事及高级管理人员近三年无重大违法、违规记录。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司根据自身发展和经营需要，设置相应的职能部门，其中业务部门与区域性子公司形成业务经营体系。公司通过不断加强对各项业务的制度化、精细化管理，以确保能够有效控制经营管理各环节中的主要风险。

该公司根据自身经营管理需要设置了相应的职能部门，各职能部门之间职责划分较为明确，在业务开展中能够做到既保持应有的独立性，也能保持协作顺畅，业务部门与区域性子公司形成业务经营体系。

经过多年的运营管理，该公司已建立起一套较完整的内部管理制度，覆盖了财务、采购、销售和质量管理等各个环节，从而保障了各项经营管理工作的有序进行。

(2) 经营决策机制与风险控制

在采购管理方面，该公司主要遵循《采购管理制度》，对采购对象、采购合同签订、采购价格、货品验收、退货管理、商业贿赂管控等方面进行了明确规定。公司目前已经形成了以长期稳定的供应商为主、辅以其他供应渠道的多层次供应商体系。

在质量管理和储运方面，该公司严格按照 GSP 及相关法律法规要求，对公司商品来货入库、在库保管、出库发货各环节实施控制，确保质量和效率，减少损耗和差错，确定合理的库存，保证商品流通和供应。

在销售管理方面，该公司在销售渠道开发、销售合同签订、客户关系维护、售前及售后管理以及销售回款风险控制等方面均制定了详细的规定，公司要求销售人员必须严格遵守相关管理制度。

(3) 投融资及日常资金管理

在财务管理方面，该公司制定了《财务管理制度》，对公司财务核算、资金管理、往来款管理等方面进行明确规定。资金管理方面，公司的资金由母公司统一管理，子公司的销售回款除了留存日常所需的运营资金外，其余每日需归集至母公司账户。

该公司制定了《对外投资管理制度》，规定了对外投资的审批权限，并建立了严格的审查和决策程序，2017 年 3 月公司对《对外投资管理制度》进行补充更新，明确相关职责范围及投资决策审批权限、审议程序等；对于重大投资项目，公司组织相关专家和专业人员进行评审，并报董事会批准。

该公司《对外担保管理制度》对对外担保的岗位分工、授权批准、担保审查、担保审批程序、担保执行、担保财产保管、担保业务记录和监督检查等都做了明确的规定。截至 2018 年末，公司不存在对外担保事项。

该公司制定《应收账款管理制度》制定了公司计划财务部、审计部、企业运营管理部及销售部对应收账款的事前、事中、事后风险控制的具体方案。事前对客户的资信额度、信用期限进行设定，并经审计部审核通过后，才可按资信额度进行业务交易；事中销售人员与客户定期对账，详细记录每笔货款的回收情况，并将回款明细提供给计划财务部做账务处理；事后对已发生拖欠的应收账款，找出拖欠原因后明确落实催讨责任，考虑采取订立还款计划或协议的方式，要求客户限期清欠，采取债务重整策略。

(4) 不良行为记录

根据该公司提供的《企业信用报告》所载，截至 2019 年 4 月 17 日，公司无违约情况发生。近三年公司股东、核心子公司等无重大不良行为。

图表 14. 公司重大不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019.04.17	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露及企业提供	2019.04.04	不涉及	不涉及	无	不涉及
诉讼	公开信息披露及企业提供	2019.04.04	无	无	无	无
环保	公开信息披露及企业提供	2019.04.04	无	无	无	无
质量	公开信息披露及企业提供	2019.04.04	无	无	无	无
安全	公开信息披露及企业提供	2019.04.04	无	无	无	无

资料来源：根据柳药股份所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指公司应该提供但未提供；“无法提供”指因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

近年来，受益于完成非公开发行以及经营积累，该公司所有者权益逐年增长。由于业务规模扩大，公司债务规模逐年大幅增长，公司负债经营程度持续上升，但在行业中仍处于较好水平。公司刚性债务规模增长较快，且主要集中在短期，下游回款期限较长导致经营性现金净流量欠佳，但公司货币资金较为充裕，可为到期债务的偿付提供一定的保障。

1. 数据与调整

中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016~2018 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。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。2017 年，公司根据财政部当年 5 月颁布的《关于印发修订〈企业会计准则第 16 号—政府补助〉的通知（财会[2017]15 号）》，自 2017 年 1 月 1 日起与企业日常活动有关的政府补助从“营

业外收入”项目重分类至“其他收益”项目¹⁴，并不涉及对以前年度的追溯调整。公司根据财政部当年4月印发的《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知（财会[2017]30号）》的规定，在利润表中新增了“资产处置收益”项目，将原列报于“营业外收入”和“营业外支出”的非流动资产处置利得和损失变更为列报于“资产处置收益”项目¹⁵。2018年，财政部发布了《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），公司根据相关要求编制2018年度财务报表，考虑到财务数据分析的可比性，本评级报告中的2018年财务数据按照2017年审计报告口径进行分析¹⁶。

近年来，该公司合并口径范围有所增加，2016年末公司合并范围内子、孙公司共13家。2017年，公司新设广西仙茱国医馆有限公司（注册资本为500万元，持股100%，主营医疗服务）、广西柳润医疗科技有限公司（注册资本为10,000万元，持股51%，上海润达医疗科技股份有限公司持股49%，主营医药产品批发及技术服务）和广西仙茱中药有限公司（注册资本为500万，持股100%，主营医药产品批发）3家公司。2018年，公司新设新友和，注册资本15,000万（公司持股65%，广西友和大健康电子商务有限公司持股35%），新友和出资1.05亿元收购了广西友和古城大药房有限责任公司旗下39家连锁药店，并以医药零售为主营业务；此外，当年公司还收购广西河池柳药药业有限公司（简称河池柳药）和万通制药两家公司。2018年收购的两家公司均无业绩对赌，同致信德（北京）资产评估有限公司对两次股权收购形成的商誉分别进行了减值评估，两家公司经营状况均良好，根据测试结果不存在商誉减值。截至2018年末，公司合并范围内子、孙公司共19家。

图表 15. 2017 年和 2018 年对外收购情况

公司名称	注册资本 (万元)	股权取得成本 (万元)	股权取得时间	持股比例 (%)	2018 年（末）财务数据（亿元）				主营业务	来源
					资产总额	所有者权益	营业收入	净利润		
广西河池柳药药业有限公司 ¹⁷	1,000.00	320.00	2017.12	100.00	1.09	0.12	1.02	0.02	医药销售	自有资金
广西万通制药有限公司	1,898.50	71,580.00	2018.09	60.00	1.00	0.82	1.65	0.86	医药制造	自有资金 3.858 亿元； 银行贷款 3.30 亿元
39 家连锁药店资产	—	10,500.00	2018.	65.00	0.28 ¹⁸	0.07	1.04	0.01	医药销售	自有资金

资料来源：柳药股份

¹⁴ 2017 年，“其他收益”科目增加 187.43 万元，“营业外收入”减少 187.43 万元。

¹⁵ 公司财务数据不涉及“资产处置收益”科目。

¹⁶ 涉及科目包括应收票据及应收账款、应付票据及应付账款、其他应付款。2018 年末应收票据及应收账款余额为 515,538.85 万元，其中应收票据余额为 12,885.28 万元，应收账款余额为 502,653.57 万元；应付票据及应付账款余额为 318,867.69 万元，其中应付票据余额为 56,352.08 万元，应付账款余额为 262,515.60 万元；其他应付款余额为 60,704.36 万元，其中应付利息余额为 0 元，应付股利为 300.00 万元，按照原审计口径的其他应付款余额为 60,404.36 万元。

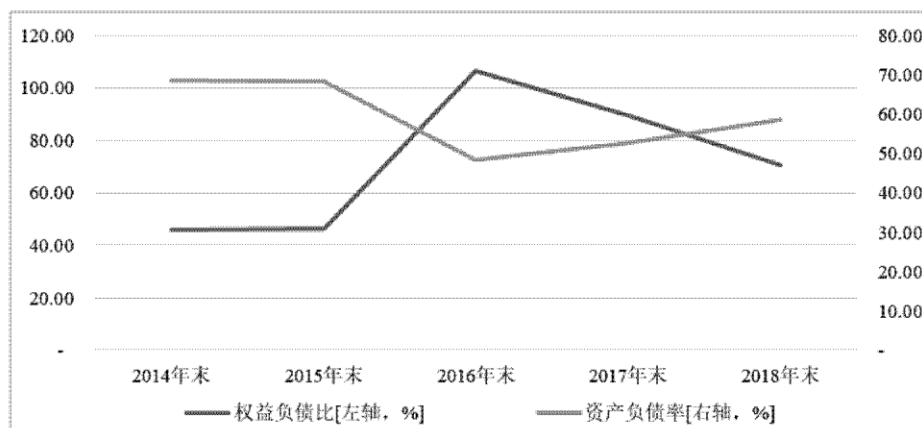
¹⁷ 原公司名称为广西启源医药有限公司，公司收购后迁址宜州并更名为现名。

¹⁸ 39 家连锁药店的财务数据未 2017 年（末）的财务数据。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 16. 公司财务杠杆水平变动趋势



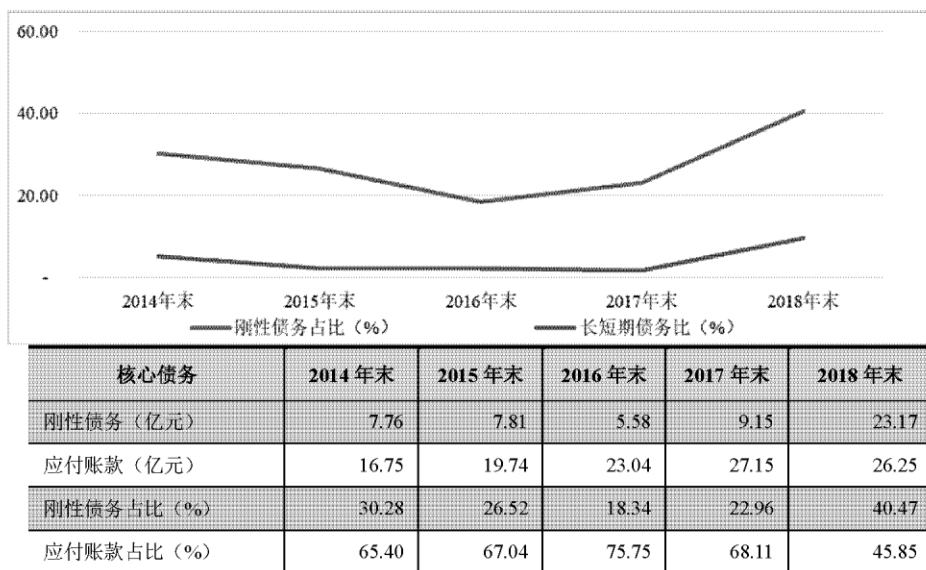
资料来源：根据柳药股份所提供数据绘制。

近年来，该公司净资产规模逐年增长，2016~2018 年末公司净资产规模分别为 32.38 亿元、35.69 亿元和 40.47 亿元，其中 2016 年末较上年末大幅增长 137.96%，主要是当年完成非公开发行 2,984.80 万股普通股所致；2017 年末和 2018 年末分别较上年末增长 10.22%和 14.41%，主要是未分配利润增长所致。同期末，公司实收资本分别为 1.42 亿元、1.85 亿元和 2.59 亿元，资本公积分别为 21.89 亿元、21.47 亿元和 20.73 亿元，未分配利润分别为 7.66 亿元、10.33 亿元和 13.94 亿元，其中 2018 年末实收资本和资本公积合计占净资产的比重为 57.61%，未分配利润占净资产比重为 34.46%，未分配利润占比较高，净资产稳定性一般。此外，2018 年末少数股东权益较上年末大幅增长 161.29%至 2.01 亿元，主要是当年收购万通制药及广西友和古城大药房有限责任公司的 39 家连锁药店等所致。

从负债看，该公司债务规模随业务规模的扩大而快速增长，并导致公司负债经营程度持续上升，2016~2018 年末负债总额分别为 30.41 亿元、39.86 亿元和 57.26 亿元，资产负债率分别为 48.43%、52.76%和 58.59%，但公司负债经营程度在行业中仍处于较好水平。同期末，公司权益负债比分别为 106.46%、89.54%和 70.68%。

(2) 债务结构

图表 17. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据柳药股份所提供数据绘制。

从债务期限结构看，该公司主要开展药品、医疗器械等医药产品的流通业务，对流动资金的需求大，负债结构以流动负债为主，2016~2018 年末长短期债务比分别为 2.05%、1.52%和 9.44%。

从债务构成看，该公司的负债以刚性债务和应付账款为主。其中，2016~2018 年末刚性债务占负债总额的比重分别为 18.34%、22.96%和 40.47%，短期刚性债务占负债总额比重分别为 18.34%、22.96%和 32.96%。应付账款主要为应付药品、医疗器械采购款，2018 年末占负债总额的比重为 45.85%，2016~2018 年末余额分别为 23.04 亿元、27.15 亿元和 26.25 亿元。此外，同期末其他应付款余额分别为 0.23 亿元、2.05 亿元和 6.04 亿元，主要为业务代理保证金。总体看，2018 年以来公司刚性债务规模增长较快，且以短期刚性债务为主，公司面临较大的即期债务偿付压力。

(3) 刚性债务

图表 18. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
短期刚性债务合计	7.01	7.81	5.58	9.15	18.87
其中：短期借款	5.60	6.81	2.63	6.24	13.24
应付票据	1.41	1.00	2.95	2.91	5.64
中长期刚性债务合计	0.75	—	—	—	4.30
其中：长期借款	0.75	—	—	—	4.30
综合融资成本 (年化, %)	6.62	4.85	4.43	4.35	4.59

资料来源：根据柳药股份所提供数据整理。

近年来，该公司刚性债务规模逐年增长，2016~2018 年末分别为 5.58 亿

元、9.15 亿元和 23.17 亿元，其中 2016 年末和 2017 年末均为短期刚性债务，2018 年末短期刚性债务和中长期刚性债务分别为 18.87 亿元和 4.30 亿元。公司短期刚性债务主要由短期借款和应付票据构成。2016~2018 年末，公司短期借款余额分别为 2.63 亿元、6.24 亿元和 13.24 亿元，呈逐年大幅增长态势，主要是业务规模扩张导致银行借款增加。公司应付票据主要为应付药品、医疗器械货款，同期末余额分别为 2.95 亿元、2.91 亿元和 5.64 亿元，其中 2018 年末较上年末增长 93.41%，主要因为公司向上游供应商的付款方式有所调整，现金付款减少，而汇票支付增加（汇票保证金为 0.93 亿元）。2018 年末公司中长期刚性债务均为长期借款，期末长期借款余额为 4.30 亿元，包括向工商银行的“保证+质押”借款 3.30 亿元（用于收购万通制药）、向兴业银行的信用借款 1.00 亿元。从借款方式看，公司银行借款以信用借款、保证借款和质押借款为主，2018 年末分别为 7.14 亿元、4.80 亿元和 3.30 亿元，目前公司银行借款利率为 4.35%~4.80%。

该公司综合融资成本约保持在 4.43%~6.62%之间，整体呈下降态势。从债务期限结构和融资成本来看，公司刚性债务以 1 年以内为主，2018 年末占刚性债务总额的 81.44%。公司融资成本在 4%~5%之间，融资成本适中。

图表 19. 2018 年末公司刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（亿元）¹⁹

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	2~3 年（不含 3 年）	5 年及以上
4%~5%（不含 5%）	13.24	1.00	3.30
合计	13.24	1.00	3.30

资料来源：柳药股份

3. 现金流量

（1）经营环节

图表 20. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业周期（天）	158.85	154.89	167.12	171.82	179.11
营业收入现金率（%）	96.37	96.34	109.59	92.54	96.01
业务现金收支净额（亿元）	0.04	-0.13	1.75	-3.43	-0.84
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.36	-0.94	-0.67	0.10	1.06
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-1.32	-1.07	1.08	-3.33	0.22
EBITDA（亿元）	2.69	3.11	4.32	5.59	7.73
EBITDA/刚性债务（倍）	0.35	0.40	0.77	0.61	0.33
EBITDA/全部利息支出（倍）	5.87	10.27	58.66	28.55	14.30

资料来源：根据柳药股份所提供数据整理。

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。

¹⁹ 不包含应付票据。

该公司主业现金回笼能力一般，2016~2018 年营业收入现金率分别为 109.59%、92.54%和 96.01%，其中 2017 年和 2018 年营业收入现金率较低，主要是公司业务规模逐年扩大所致。同期公司经营性现金净流量分别为 1.08 亿元、-3.33 亿元和 0.22 亿元，其中 2017 年经营性现金流量同比大幅下降 230.50%，主要是业务规模扩张导致购买商品支付货款和各项税费增加所致；2018 年公司经营性净现金流情况有所好转。同期公司经营性现金流量净额与流动负债比率分别为 3.70%、-9.63%和 0.49%，与负债总额的比率分别为 3.62%、-9.47%和 0.46%。总体来看，公司经营性现金流状况欠佳，且随着公司业务规模扩大，公司短期内改善经营性现金流的压力较大。

2016~2018 年，该公司 EBITDA 分别为 4.32 亿元、5.59 亿元和 7.73 亿元，主要来源于同期的利润总额。随着公司刚性债务规模的快速增长，EBITDA 对刚性债务的覆盖程度有所下滑，同期 EBITDA/刚性债务分别为 0.77 倍、0.61 倍和 0.33 倍；EBITDA 对利息支出的程度亦有所下滑但总体处于较好水平，同期覆盖率分别为 58.66 倍、28.55 倍和 14.30 倍。

(2) 投资环节

图表 21. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
回收投资与投资支付净流入额	0.01	0.04	-0.52	-0.15	-6.52
其中：与主业有关的投资净额	0.01	0.04	-0.52	-0.15	-6.52
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	-1.22	-1.35	-1.27	-1.90	-2.72
其他因素对投资环节现金流量影响净额	—	—	—	-3.50	2.75
投资环节产生的现金流量净额	-1.21	-1.31	-1.79	-5.55	-6.49

资料来源：根据柳药股份所提供数据整理。

2016~2018 年，该公司投资性现金流净额分别为-1.79 亿元、-5.55 亿元和 -6.49 亿元，近年来呈持续净流出状态。其中，随着医大仙晟厂房、南宁中药煎煮中心项目以及医院供应链延伸等项目的持续推进，公司“购建固定资产与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额”呈持续净流出状态，分别为-1.27 亿元、-1.90 亿元和-2.72 亿元。2018 年公司对外股权收购导致投资支付现金 8.24 亿元。此外，公司自 2017 年以来使用非公开发行闲置募集资金购买理财产品，2017~2018 年理财产品投资回收与支付净额（分别计入“收到其他与投资活动有关的现金”和“支付其他与投资活动有关的现金”科目）-3.50 亿元和 2.75 亿元。近几年公司的多个建设项目目前均基本投资完毕，后续主要投资项目主要为本次债券的募投项目，公司自身资金投资压力不大。

(3) 筹资环节

图表 22. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
权益类净融资额	4.93	-0.42	15.36	-0.97	-1.31

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
债务类净融资额	-0.16	1.20	-4.38	3.41	8.32
其中：现金利息支出	0.46	0.30	0.07	0.20	0.54
筹资环节产生的现金流量净额	4.77	0.78	10.98	2.44	7.00

资料来源：根据柳药股份所提供数据整理。

该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股票等方式满足，2016~2018 年公司筹资活动产生的现金净流量分别为 10.98 亿元、2.44 亿元和 7.00 亿元，其中 2016 年筹资性现金净流量同比大幅增长，主要是当年公司非公开发行募集资金净额 16.25 亿元所致；2018 年同比大幅增长，主要是新增较多银行借款所致。

4. 资产质量

图表 23. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	34.65	38.95	56.96	67.85	80.25
	92.75	90.47	90.72	89.83	82.12
其中：现金类资产（亿元）	9.32	7.53	17.75	12.20	12.97
应收账款（亿元）	18.01	23.38	29.03	37.93	50.27
存货（亿元）	6.02	6.62	8.61	11.26	12.63
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	2.71	4.10	5.83	7.69	17.48
	7.25	9.53	9.28	10.17	17.88
其中：固定资产（亿元）	0.18	1.47	3.69	4.28	5.86
无形资产（亿元）	0.65	0.84	1.02	1.01	1.42
期末全部受限资产账面金额（亿元）	2.58	1.10	0.83	0.36	9.39
期末抵质押融资余额（亿元）	1.17	1.01	—	0.50	4.60
受限资产账面余额/总资产（%）	6.90	2.56	1.33	0.48	9.61

资料来源：根据柳药股份所提供数据整理。

随着该公司经营规模的扩大，其资产规模也保持快速增长态势，2016~2018 年末公司资产总额分别为 62.79 亿元、75.54 亿元和 97.73 亿元，其中货币资金、应收账款和存货等流动资产的占比较高，符合医药流通行业特性。

从流动资产构成情况看，2016~2018 年末该公司流动资产余额分别为 56.96 亿元、67.85 亿元和 80.25 亿元，主要由货币资金、应收账款和存货构成。同期末公司货币资金余额分别为 17.17 亿元、10.74 亿元和 12.41 亿元（其中 2016~2017 年末无受限货币资金，2018 年末受限货币资金为 1.18 亿元），现金比率分别为 59.57%、31.07%和 24.79%。公司应收账款主要为应收药品、医疗器械款，由于行业特性，公司应收账款余额规模很大，近三年末分别为 29.03 亿元、37.93 亿元和 50.27 亿元，2018 年下游客户中应收三级医院和二级医院的款项合计占比近 90%，应收账款回收风险总体可控；从应收账款账龄分布来看，2018 年末账龄为一年以内的应收账款占比超过 98%（约 85%在半年以内），

公司合计计提坏账准备 0.59 亿元。公司存货主要为库存商品，同期末余额分别为 8.61 亿元、11.26 亿元和 12.63 亿元。近年来公司应收账款周转速度和存货周转速度均有所下滑，2016~2018 年公司的应收账款周转速度分别为 2.88 次、2.82 次和 2.66 次，同期存货周转速度分别为 8.99 次、8.60 次和 8.75 次，资产周转效率偏弱。此外，近三年末应收票据余额分别为 0.62 亿元、1.80 亿元和 1.29 亿元，其中 2017 年末较上年末增长较多，主要是当年公司销售货款使用承兑汇票结算货款增加所致；其他流动资产余额分别为 0.03 亿元、3.90 亿元和 0.93 亿元，其中 2017 年末较上年末大幅增加，主要是留抵增值税增加所致。

从非流动资产构成来看，2016~2018 年末该公司非流动资产余额分别为 5.83 亿元、7.69 亿元和 17.48 亿元，主要为固定资产和无形资产，其中固定资产余额分别为 3.69 亿元、4.28 亿元和 5.86 亿元，其中 2017 年末较上年末增长 15.99%，主要是购置物流延伸项目设备、仙荣煎煮中心设备等所致；2018 年末较上年末增长 36.96%，主要是医大仙晟厂房项目完工后由在建工程转入固定资产所致；无形资产余额分别为 1.02 亿元、1.01 亿元和 1.42 亿元，主要为土地使用权。除此之外，2018 年公司新增商誉为 7.65 亿元，系收购万通制药形成商誉 6.68 亿元及收购广西友和古城大药房有限责任公司的 39 家连锁药店成商誉 0.97 亿元。其他科目虽有变动，但影响较小。

截至 2018 年末，该公司受限资产为 9.39 亿元，占总资产比重为 9.61%，主要为用于质押借款的万通制药股权（7.16 亿元）、保证金等受限货币资金 0.93 亿元及受限固定资产 0.97 亿元等。

5. 流动性/短期因素

图表 24. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率 (%)	142.11	135.12	191.14	172.85	153.40
速动比率 (%)	114.46	109.07	157.92	139.84	125.17
现金比率 (%)	38.24	26.14	59.57	31.07	24.79

资料来源：根据柳药股份所提供数据整理。

该公司资产流动性整体处于较好水平，但近年来随着流动负债规模的快速增长，流动比率和速动比率均有所下滑，2016~2018 年末公司流动比率分别为 191.14%、172.85%和 153.40%，速动比率分别为 157.92%、139.84%和 125.17%。

6. 表外事项

截至 2018 年末，该公司不存在对外担保事项等表外事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司业务主要集中在本部，下设子、孙公司主要是按区域划分的销售平台，子公司的资金由本部统一进行管理，公司本部对下属子公司控制力强。

2016~2018 年公司本部实现营业收入分别为 71.22 亿元、89.28 亿元和 106.28 亿元，实现净利润分别为 2.95 亿元、3.49 亿元和 4.42 亿元；同期经营性现金流净额分别为-0.50 亿元、-2.77 亿元和-0.20 亿元。2016~2018 年末，公司本部所有者权益分别为 30.66 亿元、33.16 亿元和 35.85 亿元，资产总额分别为 58.14 亿元、68.74 亿元和 83.26 亿元，其中货币资金余额分别为 15.04 亿元、8.64 亿元和 10.52 亿元。同期末，公司本部刚性债务余额分别为 3.20 亿元、5.53 亿元和 16.14 亿元，主要为银行借款。近年来，随着业务规模扩大，公司本部刚性债务规模大幅增长，负债经营程度上升，同时资金回笼情况欠佳，但公司本部后续项目投资压力不大，且本部货币资金较为充裕，可为到期债务的偿付提供一定的保障。

外部支持因素

1. 国有大型金融机构支持

该公司具有较好的偿债信用记录，与多家银行保持着良好合作关系，通过间接融资渠道获得资金周转与补充的能力较强。截至 2018 年末，公司合并口径获得授信总额为 39.60 亿元，其中尚未使用的授信余额为 22.06 亿元，公司合并口径授信总额中大型国有金融机构综合授信额度和放贷规模占比分别为 42.42%和 79.82%，同期末大型国有金融机构综合授信额度为 16.80 亿元，尚未使用的授信额度为 2.80 亿元。

图表 25. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	放贷规模	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	39.60	17.54	4.35%~4.80%	抵押/质押/保证/信用
工农中建交五大商业银行（亿元）	16.80	14.00	基准上浮 5%~10%	抵押/信用
其中：大型国有金融机构占比（%）	42.42	79.82	—	—

资料来源：根据柳药股份所提供数据整理（截至 2018 年末）

债项信用分析

1. 本次债券特定条款

本次债券设置发行人赎回条款及投资者回售选择权。在本次发行的可转债期满后五个交易日内，该公司将赎回未转股的可转债；在本次发行的可转债转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次发行的可转债未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权按照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债。

在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果该公司股票在连

续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70%时，投资者有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

2. 增信措施及效果

本次债券未安排增信措施。

3. 其他偿付保障措施

(1) 核心业务盈利保障

该公司为广西壮族自治区医药流通区域龙头企业，具有一定客户资源和渠道优势，在广西地区竞争实力较强。近年来，随着公司业务规模的扩张，公司营业收入及利润实现快速增长，2016~2018 年公司分别实现营业收入 75.59 亿元、94.47 亿元和 117.15 亿元，实现净利润分别为 3.44 亿元、4.28 亿元和 5.68 亿元。公司利息保障倍数分别为 56.05 倍、26.75 倍和 13.29 倍。公司盈利可为到期债务的偿付提供基本保障。

(2) 偿债资金来源保障分析

该公司外部融资渠道较为畅通，截至 2018 年末，公司合并口径获得的银行授信额度合计 39.60 亿元，其中尚未使用授信额度为 22.06 亿元，此外公司货币资金存量较为充裕，可为债券的按期偿付提供一定支撑。

评级结论

该公司是广西壮族自治区医药流通领域龙头企业，经营资质完备。近年来随着经营规模的扩张，公司营业收入和净利润均保持稳步增长，但是由于下游客户回款周期较长，公司持续面临资金占用情况，长期看公司面临较大的流动资金压力。

该公司为民营上市公司，近年来股权结构基本保持稳定，朱朝阳先生为公司第一大股东和实际控制人。公司根据法律法规要求，建立起符合业务管理要求的治理结构与内控体系，并持续提高治理水平。近年来，公司高管团队基本稳定，且相关行业及经营管理经验较为丰富，保证了其发展规划的连贯性和战略执行的有效性。

近年来，受益于完成非公开发行以及经营积累，该公司所有者权益逐年增长。由于业务规模扩大，公司债务规模逐年大幅增长，公司负债经营程度持续上升，但在行业中仍处于较好水平。公司刚性债务规模增长较快，且主要集中在短期，下游回款期限较长导致经营性现金净流量欠佳，但公司货币资金较为充裕，可为到期债务的偿付提供一定的保障。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不早于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

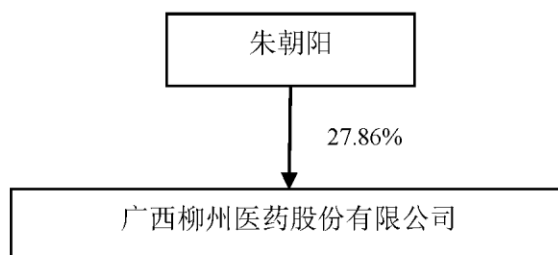
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

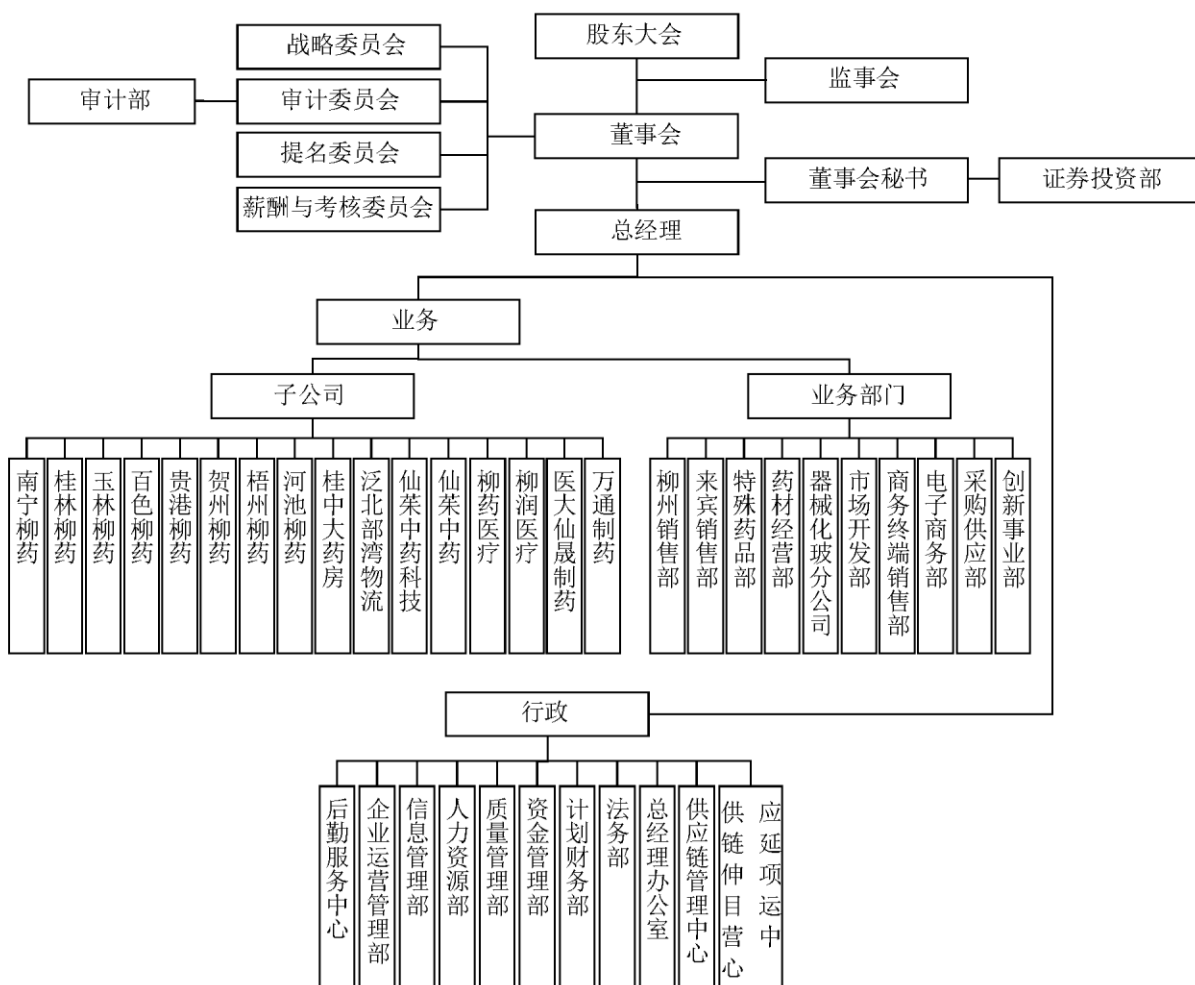
公司与实际控制人关系图



注：根据柳药股份提供的资料绘制（截至 2018 年末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据柳药股份提供的资料绘制（截至 2018 年末）。

附录三：
相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例(%)	主营业务	2018 年（末）主要财务数据（亿元）						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	EBITDA	
广西柳州医药股份有限公司	柳药股份	本级	—	药品、医疗器械等医药产品的批发及零售业务	16.14	35.85	106.28	4.42	-0.20	5.68	母公司口径
柳州桂中大药房连锁有限责任公司	桂中大药房	子公司	100.00%	医药产品零售	0.68	2.33	13.13	0.31	1.19	0.42	
广西南宁柳药药业有限公司	南宁柳药	子公司	53.00%	医药产品批发销售	7.36	1.87	36.35	0.65	-1.27	1.05	
广西玉林柳药药业有限公司	玉林柳药	子公司	100.00%	医药产品批发销售	—	0.33	5.50	0.03	-0.14	0.04	
广西桂林柳药药业有限公司	桂林柳药	子公司	100.00%	医药产品批发销售	—	0.22	9.08	0.11	0.20	0.13	
广西百色柳药药业有限公司	百色柳药	子公司	100.00%	医药产品批发销售	—	0.18	3.80	0.05	0.04	0.07	
广西贵港柳药药业有限公司	贵港柳药	子公司	100.00%	医药产品批发销售	—	0.18	3.01	0.08	-0.07	0.09	
广西梧州柳药药业有限公司	梧州柳药	子公司	100.00%	医药产品批发销售	—	0.14	1.74	0.03	0.01	0.04	
广西河池柳药药业有限公司	河池柳药	子公司	100.00%	医药产品批发销售	—	0.12	1.02	0.02	-0.06	0.02	
广西泛北部湾物流有限公司	泛北部湾物流	子公司	100.00%	物流业务	—	0.09	0.04	0.01	0.03	0.02	
广西仙荣中药科技有限公司	仙荣中药科技	子公司	100.00%	医药产品制造	—	0.46	1.13	0.14	0.05	0.18	
广西柳药医疗管理有限公司	柳药医疗	子公司	100.00%	医疗管理	—	0.10	0.00	0.00	-0.01	0.00	
广西医大仙晨生物制药有限公司	医大仙晨	子公司	48.997%	医药产品制造	—	0.15	0.00	-0.12	0.29	-0.13	
广西医大大药房有限公司	医大大药房	子公司	53.00%	医药产品零售	—	0.20	2.27	0.11	0.03	0.15	

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2018 年（末）主要财务数据（亿元）						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量	EBITDA	
广西柳润医疗科技有限公司	柳润医疗	子公司	51.00%	批发及技术服务	—	0.20	0.10	0.01	-0.02	0.01	
广西仙茱国医馆有限公司	仙茱国医馆	子公司	100.00%	医疗服务	—	-0.01	0.05	-0.04	0.06	-0.05	
广西新友和古城大药房有限责任公司	新友和	子公司	65.00%	医药产品零售	—	1.30	0.51	-0.01	-0.12	0.00	
广西万通制药有限公司	万通制药	子公司	60.00%	医药产品制造	—	0.82	1.65	0.86	0.55	1.04	
广西贺州柳药药业有限公司	贺州柳药	子公司	100.00%	医药产品批发销售	—	0.12	2.41	0.02	0.00	0.03	
广西仙茱中药有限公司	仙茱中药	子公司	100.00%	医药产品批发销售	—	0.04	0.16	-0.01	-0.02	-0.01	

注：根据柳药股份 2018 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]	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 [亿元]	62.79	75.54	97.73
货币资金 [亿元]	17.17	10.74	12.41
刚性债务[亿元]	5.58	9.15	23.17
所有者权益[亿元]	32.38	35.69	40.47
营业收入[亿元]	75.59	94.47	117.15
净利润[亿元]	3.44	4.28	5.68
EBITDA[亿元]	4.32	5.59	7.73
经营性现金净流入量[亿元]	1.08	-3.33	0.22
投资性现金净流入量[亿元]	-1.79	-5.55	-6.49
资产负债率[%]	48.43	52.76	58.59
权益资本与刚性债务比率[%]	580.46	389.99	174.66
流动比率[%]	191.14	172.85	153.40
现金比率[%]	59.57	31.07	24.79
利息保障倍数[倍]	56.05	26.75	13.29
担保比率[%]	—	—	—
营业周期[天]	167.12	171.82	179.11
毛利率[%]	9.41	9.61	10.76
营业利润率[%]	5.32	5.36	5.69
总资产报酬率[%]	7.80	7.58	8.29
净资产收益率[%]	14.94	12.57	14.92
净资产收益率*[%]	14.21	12.01	14.40
营业收入现金率[%]	109.59	92.54	96.01
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.70	-9.63	0.49
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.36	-25.27	-12.90
EBITDA/利息支出[倍]	58.66	28.55	14.30
EBITDA/刚性债务[倍]	0.65	0.76	0.48

注：表中数据依据柳药股份经审计的 2016~2018 年财务数据整理、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/期末流动负债合计×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：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用评级方法概论（2014 版）》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。



营业执照

统一社会信用代码 913101101322067210

证照编号 10000000201608180124

名称 上海世纪资信评估投资服务有限公司

类型 有限责任公司(国内合资)

住所 上海市杨浦区德江路1155号A座103室K-22

法定代表人 朱荣盛

注册资本 人民币3000.0000万元整

成立日期 1992年7月30日

营业期限 1992年7月30日至不约定期限

经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。

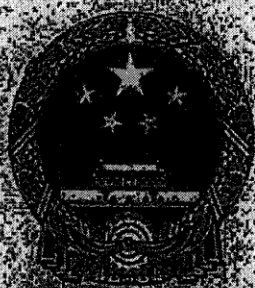
【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2016年08月18日





营业执照

统一社会信用代码 91310110132206721U
证照编号 10000000201608180125

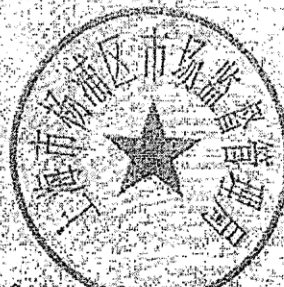
名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
 类型 有限责任公司(国内合资)
 住所 上海市杨浦区江湾1532号A座103室K-22
 法定代表人 朱荣恩
 注册资本 人民币3000.0000万元整
 成立日期 1992年7月30日
 营业期限 1992年7月30日至不约定期限
 经营范围 资信服务,企业资信委托管理,债券评估,为投资者提供投资咨询及信息服务,为发行者提供投资咨询服务。
 【依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动】

年报提示

请于每年1月1日至6月30日
申报年报,逾期
将列入经营异常名录



登记机关



2016年 08月18日

企业名称变更核准通知书

沪工商注名变核字第01200407260808号

上海新世纪投资服务有限公司

根据《企业名称登记管理规定》、《企业名称登记管理实施办法》等规定，同意变更企业名称：

上海新世纪资产评估投资服务有限公司

该企业注册资本：1000.0000 万元（人民币）

该企业名称保留期至2005年01月26日。在保留期内，企业名称不得用于经营活动，不得转让。经企业登记机关变更登记，颁发营业执照后企业名称正式生效。

经办人：

上海市工商行政管理局

浦东分局档案室

材料证明

上海市工商行政管理局

2004年07月27日

附承诺书

许可企业名称：

上海新世纪资产评估有限公司 上海新世纪财务管理有限公司

注：1、变更核准的企业名称经企业登记机关完成变更登记后，通知书规定的有效期满后自动失效。有正当理由，经企业登记机关核准延长有效期的，申请人应在有效期满前1个月内申请延期。有效期延长时

间不得超过6个月。
2、名称变更核准时不审查投资人资格和企业变更条件。投资人资格和企业变更条件在企业登记时审查，申请人不得以企业名称已核为由抗辩企业登记机关对投资人资格和企业变更条件的审查。企业登记机关也不得以企业名称已核为由不予审查准予企业变更登记。

3、根据《企业名称登记管理规定》第五、二十五条规定：登记主管机关有权纠正已登记注册的不适宜的企业名称；两个以上的企业因已登记注册的企业名称相同或者近似而发生争议时，登记主管机关依照注册在先原则处理。

4、变更核准的企业名称中如果含有法律、行政法规规定需报经审批内容，该企业变更登记时，必须提交有关批准文件。如不能提交，不得以本通知核准的企业名称办理变更登记，应另行申请变更企业名称。

5、企业变更登记后，企业登记机关应将本通知书原件存入企业档案。

签收人：

张景天

签收日期：2004年8月2日

中国工商银行文件

银发(1997)547号

关于中国诚信证券评估有限公司等机构 从事企业债券信用评级业务资格的通知

中国人民银行各省、自治区、直辖市分行、深圳市分行、经济特区分行：

为了加强企业债券资信评级工作，总行初步确定以下机构的企业债券资信评级资格：中国诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限公司、深圳资信评估公司、大公网资信评估有限公司、羊城资信评估公司、上海远东资信评估公司、上海新世纪投资服务公司、辽宁省资信评估公司、福建省资信评级委员会。有关事项如下：

一、除中国人民银行总行认可具有企业债券资信评级

资格的机构外，其他机构所进行的企业债券信用评级人民银行不予承认。

二、企业债券发行前，必须经人民银行总行认可的企业债券信用评级机构进行信用评级。

三、取得企业债券资信评级资格的评级机构可以在全国范围内从事企业债券信用评级。任何地区和部门不得阻挠其开展业务。

四、人民银行将另行制定包括企业债券在内的证券评级业务的管理办法。

以上通知，请严格遵照执行。



主题词：金融 资信 评级 企业 债券 通知

抄 送：中国诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限责任公司
内部发送：办公厅、非银行司、银行司、稽核部、条法司

打 字：刘 毅 校 对：卢志城 谢金聚
中国人民银行办公厅

一九九七年十二月十七日印发

[illegible]

评级结果可以在银行间债券市场使用的评级机构名单

Project Name	Project Manager	Project Status	Project Budget	Project Completion Date
Project A	John Doe	Completed	\$100,000	2023-12-31
Project B	Jane Smith	In Progress	\$200,000	2024-06-30
Project C	Mike Johnson	On Hold	\$50,000	2024-03-31
Project D	Sarah Brown	Planned	\$300,000	2025-01-31
Project E	David White	Completed	\$75,000	2023-09-30

201-07-137:28-00

口條匯列

同治十三年

同治五年

10-11-12-13-14-15-16-17-18-19-20-21-22-23-24-25-26-27-28-29-30-31-32-33-34-35-36-37-38-39-40-41-42-43-44-45-46-47-48-49-50-51-52-53-54-55-56-57-58-59-60-61-62-63-64-65-66-67-68-69-70-71-72-73-74-75-76-77-78-79-80-81-82-83-84-85-86-87-88-89-90-91-92-93-94-95-96-97-98-99-100-101-102-103-104-105-106-107-108-109-110-111-112-113-114-115-116-117-118-119-120-121-122-123-124-125-126-127-128-129-130-131-132-133-134-135-136-137-138-139-140-141-142-143-144-145-146-147-148-149-150-151-152-153-154-155-156-157-158-159-160-161-162-163-164-165-166-167-168-169-170-171-172-173-174-175-176-177-178-179-180-181-182-183-184-185-186-187-188-189-190-191-192-193-194-195-196-197-198-199-200-201-202-203-204-205-206-207-208-209-210-211-212-213-214-215-216-217-218-219-220-221-222-223-224-225-226-227-228-229-230-231-232-233-234-235-236-237-238-239-240-241-242-243-244-245-246-247-248-249-250-251-252-253-254-255-256-257-258-259-260-261-262-263-264-265-266-267-268-269-270-271-272-273-274-275-276-277-278-279-280-281-282-283-284-285-286-287-288-289-290-291-292-293-294-295-296-297-298-299-300-301-302-303-304-305-306-307-308-309-310-311-312-313-314-315-316-317-318-319-320-321-322-323-324-325-326-327-328-329-330-331-332-333-334-335-336-337-338-339-340-341-342-343-344-345-346-347-348-349-350-351-352-353-354-355-356-357-358-359-360-361-362-363-364-365-366-367-368-369-370-371-372-373-374-375-376-377-378-379-380-381-382-383-384-385-386-387-388-389-390-391-392-393-394-395-396-397-398-399-400-401-402-403-404-405-406-407-408-409-410-411-412-413-414-415-416-417-418-419-420-421-422-423-424-425-426-427-428-429-430-431-432-433-434-435-436-437-438-439-440-441-442-443-444-445-446-447-448-449-450-451-452-453-454-455-456-457-458-459-460-461-462-463-464-465-466-467-468-469-470-471-472-473-474-475-476-477-478-479-480-481-482-483-484-485-486-487-488-489-490-491-492-493-494-495-496-497-498-499-500-501-502-503-504-505-506-507-508-509-510-511-512-513-514-515-516-517-518-519-520-521-522-523-524-525-526-527-528-529-530-531-532-533-534-535-536-537-538-539-540-541-542-543-544-545-546-547-548-549-550-551-552-553-554-555-556-557-558-559-560-561-562-563-564-565-566-567-568-569-570-571-572-573-574-575-576-577-578-579-580-581-582-583-584-585-586-587-588-589-590-591-592-593-594-595-596-597-598-599-600-601-602-603-604-605-606-607-608-609-610-611-612-613-614-615-616-617-618-619-620-621-622-623-624-625-626-627-628-629-630-631-632-633-634-635-636-637-638-639-640-641-642-643-644-645-646-647-648-649-650-651-652-653-654-655-656-657-658-659-660-661-662-663-664-665-666-667-668-669-670-671-672-673-674-675-676-677-678-679-680-681-682-683-684-685-686-687-688-689-690-691-692-693-694-695-696-697-698-699-700-701-702-703-704-705-706-707-708-709-710-711-712-713-714-715-716-717-718-719-720-721-722-723-724-725-726-727-728-729-730-731-732-733-734-735-736-737-738-739-740-741-742-743-744-745-746-747-748-749-750-751-752-753-754-755-756-757-758-759-760-761-762-763-764-765-766-767-768-769-770-771-772-773-774-775-776-777-778-779-780-781-782-783-784-785-786-787-788-789-790-791-792-793-794-795-796-797-798-799-800-801-802-803-804-805-806-807-808-809-810-811-812-813-814-815-816-817-818-819-820-821-822-823-824-825-826-827-828-829-830-831-832-833-834-835-836-837-838-839-840-841-842-843-844-845-846-847-848-849-850-851-852-853-854-855-856-857-858-859-860-861-862-863-864-865-866-867-868-869-870-871-872-873-874-875-876-877-878-879-880-881-882-883-884-885-886-887-888-889-890-891-892-893-894-895-896-897-898-899-900-901-902-903-904-905-906-907-908-909-910-911-912-913-914-915-916-917-918-919-920-921-922-923-924-925-926-927-928-929-930-931-932-933-934-935-936-937-938-939-940-941-942-943-944-945-946-947-948-949-950-951-952-953-954-955-956-957-958-959-960-961-962-963-964-965-966-967-968-969-970-971-972-973-974-975-976-977-978-979-980-981-982-983-984-985-986-987-988-989-990-991-992-993-994-995-996-997-998-999-1000-1001-1002-1003-1004-1005-1006-1007-1008-1009-1010-1011-1012-1013-1014-1015-1016-1017-1018-1019-1020-1021-1022-1023-1024-1025-1026-1027-1028-1029-1030-1031-1032-1033-1034-1035-1036-1037-1038-1039-1040-1041-1042-1043-1044

中國經濟學說史

國立中央圖書館藏

[illegible]

مفتی محمد رفیع

五、

中国证券监督管理委员会

证监机构字[2007]250号

关于核准上海新世纪资信评估投资服务有限公司关于 从事证券资信评估业务

上海新世纪资信评估投资服务有限公司：

你公司报送的《上海新世纪资信评估投资服务有限公司关于
证券市场资信评估业务许可申请》（沪新信评（总）[2007]19号）
及相关文件收悉。根据《证券法》、《证券市场资信评估业务管理
暂行办法》（证监会令第50号）的有关规定，经审核，现批复如
下：

- 一、核准你公司从事证券市场资信评估业务。
- 二、你公司应当严格按照《证券法》、《证券市场资信评估业
务管理暂行办法》的规定，开展证券市场资信评估业务。

三、你公司应当自本批复下发之日起30个工作日内，到我会
领取《证券市场资信评估业务许可证》，并依法办理工商变更登记。

四、你公司应当依据《公司法》及本批复修改公司章程，并
报我会备案。

五、你公司在开展证券市场资信评估业务过程中，遇到重大
问题，应当及时向我会报告。



主题词：资信评估 项目使用 批复

分送：会领导、办公厅、基金部、国际部、市场部、机构部、上市部、稽查二局、法律部、会计部、

证监局

证监会办公厅

2007年10月9日印发

打字：组晓光

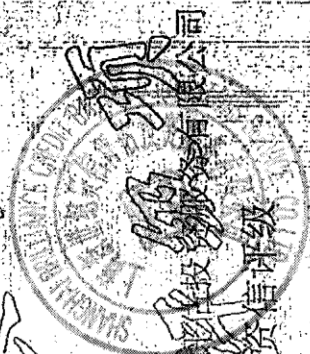
校对：张 倩

共印40份

股
限
公
司
证
券
评
级
有
限
公
司

中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



公司名称：上海新世纪资信评级有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：宋荣恩

注册地址：上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22

编号：ZPJ003

中国证
券监
督
管
理
委
员
会
(公
章)

2012年11月2日

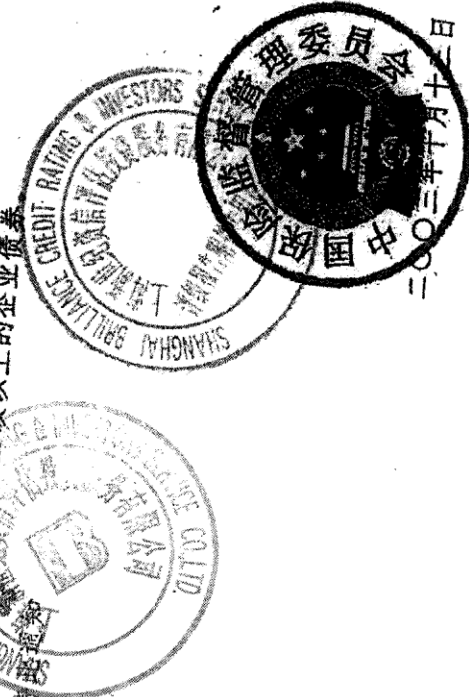
中国保险监督管理委员会文件

保监发[2003]133号

关于增加认可信用评级机构的通知

各保险公司、保险资产管理公司：

根据《保险公司投资企业债暂行办法》（保监发[2003]74号）第二条的有关规定，经研究决定，增加上海新世纪投资服务有限公司经证监会认可的信用评级机构。保险公司可以买卖经核准在AA级以上的企业债券。



关于认可7家信用评级机构能力备案的公告

发布时间: 2013-10-17

文号: 保监公告(2013)15号

根据《中国保监会关于加强保险资金投资债券使用外部信用评级监管的通知》(保监发〔2012〕10号)要求,现予以公告。

中国保监会对下列7家信用评级机构能力认可的备案材料进行了评估,现予以公告。

具体名单如下(按公司名称字母顺序排列):

大公国际资信评估有限公司

东方金诚国际信用评级有限公司

联合信用评级有限公司

联合资信评估有限公司

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

中诚信国际信用评级有限责任公司

中诚信证券评估有限公司

上述信用评级机构承接接受中国保监会的持续监管及行业协会的自律管理,配合中国保监会对相关信用评级业务的询问和检查,依规履行报告义务。

中国保险监督管理委员会

二〇一三年十月九日

中国保险监督管理委员会

评级机构信用评级能力认可公告

报告单位 (加盖公章)	上海新世纪资信评估投资服务有限公司
报告事项	评级机构信用评级能力认可公告
报告日期	2013年8月25日
材料清单	1. 营业执照 2. 公司章程 3. 信用评级业务资质证书 4. 信用评级业务开展情况 5. 信用评级业务管理制度 6. 信用评级业务人员 7. 信用评级业务开展情况
公司盖章	上海新世纪资信评估投资服务有限公司

中国保监会公告
2013年10月16日

注:文件齐全日期以系统为准,由中国保监会审核。



中国银行间市场交易商协会 National Association of Financial Market Institutional Investors

地址: 北京市西城区金融大街甲9号金融街中心16层(100033)
Address: 16/F, Financial Street Center, 9A, Financial Street, Xichang
District, 100033, P.R. China
电话: 86 10 66538000 传真/Fax: 86 10 66539100
Email: info@nafmi.org.cn

仅股评级项目使用 中国银行间市场交易商协会 2016年度会员会费缴纳通知

各常务理事会员单位:

协会 2016 年度会费收缴工作现已开始。根据《中国银行间市场交易商协会章程》、《中国银行间市场交易商协会会费管理规则》及第二届会员代表大会第二次会议相关决议(见附件 1), 协会决定自 2016 年起对会费标准及会费收缴工作机制作适当调整。贵单位是协会金融机构常务理事会员, 会费标准由 55 万元/年调整为 63 万元/年, 请于 2016 年 4 月 30 日前缴纳本年度会费陆拾叁万元正。缴费后请登录协会会员信息管理系统(<http://huiyuan.nafmi.org.cn>)填写会费缴纳回执。工作中如有疑问, 可参阅《会费缴纳常见问题》(见附件 2)。

账户名称: 中国银行间市场交易商协会

开户银行: 招商银行北京金融街支行

账号: 866580226510001

联系人: 吕晗冰 010-66538386

蔡阳子 010-66538379

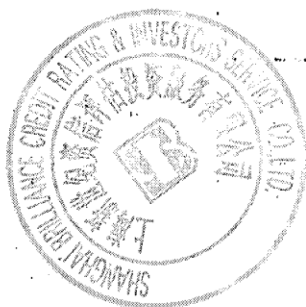
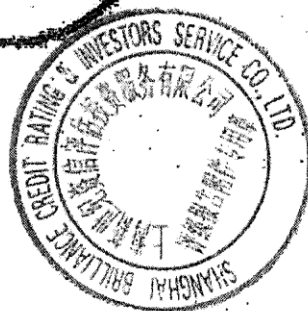
附件：1. 第二届会员代表大会第二次会议决议

2. 会费缴纳常见问题

仅限评级项目使用

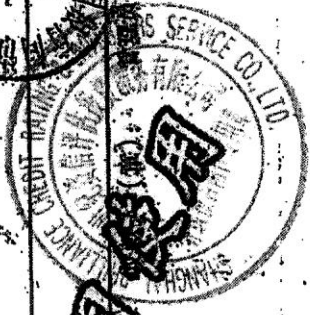
中国银行股份有限公司

二〇一六年二月二十六日



全国社会... 票据
 电子票号: 600272692
 交款单位: 上海新世纪资信评估服务有限公司
 日期: 2008年08月03日

项目编码	项目名称	单位	标准	数量	金额
05001			630.00 元		630.000.00
金额合计					630,000.00
金额合计 (大写)					陆拾叁万零仟圆



文票号:

备注:

收款单位 (盖章):

中国证券业执业证书



姓名: 王婷亚

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

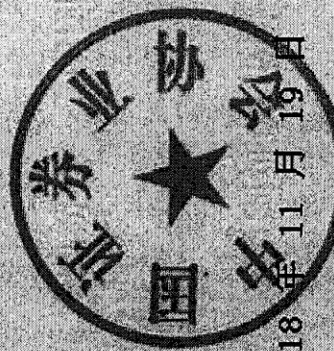
执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号: R0070215060002

仅限于广西柳州医药股份有限公司开发可和核换
公司债券使用

执业注册记录

证书取得日期: 2015-06-14



2018年11月19日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期, 从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书



姓名: 翁斯喆

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

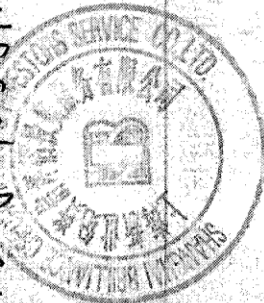
执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号: R0070216050002

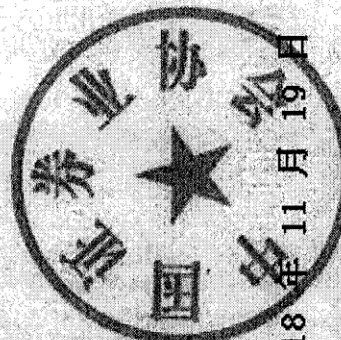
仅用于广西柳州区域数发有限公司发行可转换公司

债券使用

执业注册记录



证书取得日期 2016-05-28



2018年11月19日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。