

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（2020）

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 洋 yyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020年06月03日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0479 号

九州通医药集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“九州转债”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月三日

评级观点：中诚信国际维持九州通医药集团股份有限公司（以下简称“九州通”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“九州转债”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了公司行业地位突出、销售网络覆盖全国、现代医药物流技术先进、经营性业务盈利能力不断增强、以及疫情期间融资环境良好、公司融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持，良好的外部发展环境也对其信用水平起到支撑作用。同时，中诚信国际关注到行业竞争加剧、公司应收账款规模较大、总债务增长较快及短期债务占比高等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

九州通（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	520.48	666.74	711.48	718.19
所有者权益合计（亿元）	195.38	203.82	219.68	215.89
总负债（亿元）	325.11	462.92	491.80	502.30
总债务（亿元）	186.92	304.01	314.14	336.23
营业总收入（亿元）	739.43	871.36	994.97	271.73
净利润（亿元）	14.73	13.81	17.81	6.14
EBIT（亿元）	26.41	27.20	35.58	10.82
EBITDA（亿元）	30.16	31.56	40.95	--
经营活动净现金流（亿元）	-10.12	12.22	27.68	-25.52
营业毛利率(%)	8.44	8.63	8.75	8.14
总资产收益率(%)	5.82	4.58	5.16	6.05*
资产负债率(%)	62.46	69.43	69.12	69.94
总资本化比率(%)	48.89	59.86	58.85	60.90
总债务/EBITDA(X)	6.20	9.63	7.67	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.21	3.40	3.16	--

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；带*指标已经年化处理。

正面

■ **外部发展环境良好。**国家医药卫生体制改革推进，政府投入增加，使得医药市场及下游需求总量扩容，且国家逐步提高医药行业准入标准，扶持大型药企发展，为公司创造了良好的外部环境。

■ **销售网络覆盖全国，现代仓储物流技术先进。**公司是国内目前具备独立集成现代医药物流自主研发和医药物流管理系统的企业之一，拥有国内最大和最智能化的仓储物流中心。凭借较为完善的物流体系，其营销网络已覆盖全国 95% 以上的行政区域，与近 20 万家下游客户建立了稳定的业务关系，是少数几家全国性医药商业企业之一。

■ **行业地位突出，收入规模持续扩大，经营性业务利润不断提升。**公司是中国最大的民营医药流通企业，在基层医疗机构和 OTC 药店市场处于行业龙头地位，连续多年位列中国医药商业企业第 4 位，2019 年和 2020 年一季度营业总收入同比增长，

同行业比较

2019 年部分医药流通企业主要指标对比表					
公司名称	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	现金周转天数（天）	资产总额（亿元）	资产负债率(%)
重庆医药	338.44	9.33	99.42	248.33	70.42
华东医药	354.46	29.25	61.58	214.64	40.05
南京医药	371.56	4.32	75.10	219.66	79.42
九州通	994.97	17.81	88.91	711.48	69.12

注：“重庆医药”为“重庆医药（集团）股份有限公司”简称；“华东医药”为“华东医药股份有限公司”简称；“南京医药”为“南京医药股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	存续期
九州转债	AA+	AA+	15	2016/01/15~ 2022/01/15

收入规模持续扩大，经营性业务利润不断提升。

■ **融资渠道畅通。**公司为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通，非公开发行优先股已获证监会核准；同时其银行授信额度充足，可为其偿债提供支持；疫情期间，作为武汉市和湖北省防控新冠疫情指挥部指定的医疗物资保障单位，公司在贷款及发债等融资方面享受一定的优惠利率和贴息政策支持。

关注

■ **行业竞争进一步加剧。**“两票制”实施以来，医药流通企业加速并购重组，持续加大营销和物流布局，使得行业竞争进一步加剧，公司规模较大的调拨业务增速放缓，同时，九州通主要客户集中在基层医疗机构及以零售药店为主的医药流通市场，未来其它大型医药流通企业通过完善物流网络大幅度介入第三终端，或将对公司固有的优势领域带来冲击。

■ **应收账款规模较大。**受医药流通行业自身特点及医院纯销规模扩大等影响，公司应收账款呈逐年增长态势，截至 2020 年 3 月末占总资产比重升至 33.83%，对资金形成一定占用，中诚信国际将对其回收情况保持关注。

■ **总债务规模保持增长，短期债务占比高。**2019 年以来经营资金需求增加令公司总债务规模保持增长，资产负债率和总资本化比率亦处于较高水平；同期末短期债务占比在 90% 以上，且未来仍有较大投资支出，面临较大的短期偿债压力。

评级展望

中诚信国际认为，九州通医药集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量、偿债能力显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**净利润出现连续大幅亏损、财务杠杆大幅攀升、下游回款出现超预期坏账等令流动性恶化、行业政策导致业务严重受限、股东发生重大不利变化或其他导致信用水平显著下降的因素。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

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2020年3月末，本期债券累计共有70.40万元转换成公司股票，累计转股数为37,741股，尚未转股的可转债金额占可转债发行总额的99.95%。截至2019年末公司已按照募集说明书约定的用途累计使用募集资金14.70亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度GDP同比下滑6.8%，较上年底大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受1-2月份经济近乎“停摆”、3月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进

展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性

动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

医药流通行业稳定发展，但行业增速有所放缓，受政策影响，行业规模效应逐渐凸显，行业集中度或将进一步提高

在宏观经济持续发展、居民收入增长、人口老龄化趋势加剧的背景下，我国医药流通行业销售额持续增长，但近年来行业增速有所放缓。2018 年全国医药批发销售总额为 17,269 亿元，同比增长 7.84%，增速同比下降 0.97 个百分点；药品零售市场销售总额为 4,317 亿元，同比增长 9.0%，增速与上年持平。

近年来，国家出台了一系列如“两票制”、“营改增”、新版 GSP《药品经营质量管理规范》、医保控费和飞行检查等医改措施和政策，持续影响国内医药流通行业的发展。2018 年全国 31 个省份已全面执行“两票制”，直接压缩流通环节，工业-流通-医院将成为主流模式。纯销业务占比提升，拉长回款周期，带来更大的资金周转压力，对流通企业的

成本控制和经营能力提出更高要求，大型流通企业的规模优势将得以体现。

表 1：2018 年度医药批发业企业主营业务收入前 10 强

位序	企业名称
1	中国医药集团有限公司
2	上海医药集团股份有限公司
3	华润医药商业集团有限公司
4	九州通医药集团有限公司
5	广州医药有限公司
6	深圳市海王银河医药投资有限公司
7	瑞康医药集团股份有限公司
8	南京医药股份有限公司
9	中国医药健康产业股份有限公司
10	华东医药股份有限公司

资料来源：中国医药商业协会

药品零售方面，连锁药店具备的品牌、质量、服务、成本控制等方面的优势，将使得零售企业连锁化成为行业发展方向。行业内龙头企业有望通过收购、合并、托管、参股等多种方式逐步实现规模化、集约化和国际化经营，提高经济效益，药品流通市场集中度也将进一步提升。从全国药品零售企业 2018 年销售额来看，6 家全国龙头企业占全国比率上升至 13.1%，30 家区域零售连锁企业占全国比率上升至 26.9%，前 100 位企业占全国比率上升至 58.5%，药品零售企业集中度逐步提升。

此外，现代医药物流作为医药流通企业调整经济结构、转变增长方式的重要途径，将是降低成本、提高效率与效益最关键的因素之一。未来建立快捷、高效、安全、方便且具有国际竞争力的现代医药物流服务体系，大幅提高物流的社会化、专业化和现代化水平，将是医药流通企业应对挑战、谋求发展的上佳选择。

疫情期间，随着疫情防控和治疗工作的持续进行，相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求增加；同时，国家和金融机构出台的一系列政策和措施为医药企业提供了良好的行业发展和融资环境

2020 年初新型冠状病毒疫情的爆发直接带动医药和医疗用品相关产业的需求与生产。疫情具有短期冲击大的特点，预计其对我国医药工业和医药

流通行业 2020 年第一季度的销售规模数据影响较大，后期随着疫情控制对医药行业的影响减弱。随着疫情防控和医疗工作的持续进行，相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求量亦随之增加，医药和医疗用品相关行业已提前复工保证生产。针对国内医疗物资需求大且紧缺，我国不断加大医疗物资全球采购；同时，叠加消费者恐慌性抢购推升零售及网上药店的相关防控物资的消费量，受上述因素影响，预计疫情相关产品的医药工业和医药流通市场规模或将增长，不过疫情期间，交通运输受阻、医院普通门诊量和住院人数下降等因素，对医药工业和医药流通市场形成一定冲击。

自疫情爆发以来，国家和金融机构紧急出台了一系列政策和措施：为新型冠状病毒疫情防治工作、患者救治工作以及相关经费问题提供了良好的保障；针对加快医疗器械审批速度，国家药监局发布了《关于印发医疗器械应急审批程序的通知》，有利于医疗器械产品快速上市抗击疫情；各金融机构信贷政策亦向医药企业倾斜，积极支持医药企业开发、生产和销售疫情防控所需品，对抗击疫情的相关医药企业开辟绿色通道、加大信贷支持、降低融资成本以及提供保险保障等。

公司保持在医药批发领域较强的竞争力，基层医疗机构服务及配送能力强，通过不断改善整体客户结构并完善物流体系和营销网络建设，医药批发业务规模继续扩大

作为中国最大的民营医药流通企业，公司形成了以下游批发商、药店、医疗机构（包括基层医疗机构以及二级及以上医院）等市场化客户为主，提供药品销售及配送服务的运营模式。公司采用“省级公司+地市级公司+办事处”的销售模式，结合电子商务信息平台等方式，构成了九州通覆盖范围广、稳定性较强的营销网络体系。

物流体系建设方面，公司拥有国内最大的仓储物流中心，2019 年以来通过新设和收并购完成 8 个地市级物流中心的布点。截至 2020 年 3 月末，其

已在全国布局了 31 家省级医药物流中心和 104 家地市级物流中心，构成了较为完善的全国性医药物流配送体系，延伸了医药物流配送服务覆盖范围，令其在医药产品配送中具备了很强的竞争优势，是少数几家全国性医药商业企业之一。

表 2：截至 2020 年 3 月末公司投资兴建的医药物流中心（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	25
华北区域	5	13
华东区域	7	30
华南区域	3	7
西南区域	5	10
西北区域	5	14
东北区域	3	5
合计	31	104

资料来源：公司提供

公司根据各个物流中心的不同功能，采用现代物流设施设备，研发与之相匹配的物流管理系统和信息管理系统，形成了仓储管理系统（WMS）、设备控制系统（WCS）、冷链管理平台（CCTS）和运输管理系统（TMS）等多项自主研发成果，成为国内目前具备独立集成规划现代医药物流中心能力和拥有自主知识产权的现代医药物流企业之一。公司通过现代医药物流系统和信息管理系统，可以满足客户多批次、多品规、小批量、物流量大的要求，在保持较低物流成本和高运行效率的条件下，服务的客户群体范围大大增加，业务范围进一步拓宽，并成为自身的核心竞争力之一。

为满足业务发展的需求，公司目前在全国重点区域在建的物流中心等项目计划投资共计 57.20 亿元，截至 2020 年 3 月末已完成投资 26.11 亿元，尚需投资 31.09 亿元；此外，公司拟建项目预计总投资 24.00 亿元，包括广州、湛江、河北、宁夏和徐州九州通开发项目、广西九州通搬迁项目和内蒙古原址重建项目等。

表 3：至 2020 年 3 月末主要在建项目情况（亿元）

在建项目名称	项目总投资	已投资	2020.4-12 计划投入
天津国际医药健康城项目	1.50	0.55	0.10
山东九州通搬迁项目	9.00	1.90	3.07

淄博九州通开发项目	1.50	0.30	0.32
唐山九州通开发项目	1.50	0.63	0.71
泸州九州通开发项目	2.00	0.51	0.09
陕西九州通开发项目	5.00	1.92	0.50
安阳九州通开发项目	0.60	0.25	0.01
新疆九州通搬迁项目	2.50	2.31	1.18
大连九州通开发项目(物流)	1.10	0.64	0.04
河南九州通搬迁项目	6.00	3.09	0.78
海南九州通开发项目	1.50	1.24	0.01
湖北九州通健康城项目	25.00	12.74	2.81
合计	57.20	26.11	9.61

注：因四舍五入，合计数可能存在尾差。

资料来源：公司提供

公司是行业内经营品种最齐全的企业之一，其批发的产品包括药品、保健品、中药饮片、医疗器械、计生用品等，2019年末品种品规增至38万余个，可以满足下游客户群体个性化、多样化、一站式采购的需求，也可以有效地节约客户的采购成本，提高采购效率。通过多年的积累，公司已经与1万多家上游供货商建立了良好的合作关系，是云南白药、东阿阿胶、同仁堂、天士力、广州白云山、吉林敖东、华润三九等国内知名企业的重要分销商，在OTC产品营销方面具有较强优势。不过公司主要药品经销品种以基药、普药和OTC药品等为主，其创新药、高端仿制药的经销业务有待拓展，亦可能对公司二级及以上医院的开拓造成限制。另外，公司积极参与集中采购业务的拓展，2019年取得了华海医药带量采购试点扩围中标的“厄贝沙坦片”在除“4+7”带量采购城市及福建、河北医药外的全渠道销售权及中标省份的配送。**中诚信国际认为**，集中采购有助于取得集采产品配送权的企业获取很大的市场份额，而未中标企业产品的院外市场销售拓展则可能令拥有较强基层医疗和零售连锁配送能力的企业获得机遇，中诚信国际将持续关注集中采购等政策对公司的影响。

依托完善的医药物流体系和营销网络，通过对现代物流技术和信息技术的运用，加之“分级诊疗”和“两票制”等政策影响，公司不断加大对医院领域以及基层医疗机构的投入，逐步下沉下游渠道，提高终端销售占比，改善整体客户结构，批发业务规模持续增大。在基层医疗机构销售方面，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，二级以下基层医疗机构收入逐年增长，截至2019年末，公司已在全国各地获得区县基药配送权共1,677个，拥有二级以下基层医疗机构客户数大幅增至107,000余家，具备较强的基层医疗配送能力和服务优势，当年收入同比增长22.41%；在二级及以上医院方面，公司继续拓展中高端医院终端市场，二级及以上医院客户增至5,800余家，同时在原有开户医院获得更多代理品种，令医院纯销业务保持较快增长。在零售药店（批发业务）方面，公司持续拓展和提升FBBC业务服务，连锁药店和单体药店客户销量增长及新客户增加，亦推升零售药店收入同比增长17.65%。在下游医药批发商销售方面，随着“营改增”及“两票制”政策的实施，传统经销业务发展受限，公司继续拓展总代理业务，截至2019年末获得全国或区域总经销或总代理资格的品规增至1,013个，保障了经销业务规模的稳定。2019年，公司医疗机构和零售药店渠道收入占比进一步提升，下游医药批发商渠道收入占比下降，终端销售占比持续提升。

表 4：公司医药批发主要渠道收入情况（亿元）

	2017	2018	2019
医疗机构	223.32	297.34	359.10
二级及以上医院	146.16	181.95	217.84
二级以下基层医疗机构	77.16	115.39	141.25
零售药店	168.71	225.66	265.50
下游医药批发商	297.02	293.25	316.87

资料来源：公司提供

公司对下游客户实行信用等级的差别管理。下游一般客户的账期通常在2个星期内；销量大的客户账期基本在一个月以内；少量规模大、信誉好的客户允许账期超过一个月；二级及以上中高端医疗机构在药品流通链条上具有优势地位，应收账款账期相对较长。公司平均回款周期受二级及以上医疗机构的影响较以往延长，在业务规模持续扩大的情况下，营运资金需求持续上升，其资金匹配及下游客户回款情况需持续关注。

“两票制”实施以来，医药流通企业加速并购重组，持续加大营销和物流布局，使得行业竞争进

一步加速，公司规模较大的调拨业务增速放缓，同时，九州通主要客户集中在基层医疗机构及以零售药店为主的医药流通市场，未来其它大型医药流通企业通过完善物流网络大幅度介入第三终端，或将对公司固有的优势领域带来冲击。

公司整合零售连锁资源，调整线下线上业务经营策略，各业务收入有增有减，同时加大拓展 FBBC 业务体系，但仍需注意电子商务行业竞争日益激烈以及互联网药品交易相关政策存在一定不确定性

医药零售是医药批发的下游，通过零售药店将医药产品直接送达患者，是开拓药店终端市场的业务板块。公司不断整合零售连锁资源，打通线上线下业务，将线下零售业务进行统一管理，并与好药师的线上电商平台形成一体化服务。

实体药店（含加盟店）方面，2019 年公司调整经营策略，剥离部分盈利较差的直营店和加盟店，2020 年 3 月末直营店较 2019 年年初减少 34 家至 217 家，加盟店减少 170 家至 866 家。但受益于经营质量的提升和对加盟店的管理加强，销售收入同比增长。

表 5：截至 2020 年 3 月末公司零售业务开展情况（家）

区域	直营店	加盟店	总数
好药师大药房连锁有限公司	40	60	100
上海好药师大药房连锁有限公司	16	628	644
河南好药师大药房有限公司	24	-	24
山东好药师大药房连锁有限公司	17	4	21
北京好药师大药房连锁有限公司	12	19	31
福建好药师大药房连锁有限公司	19	-	19
江苏好药师大药房连锁有限公司	16	-	16
安徽元初药房连锁有限公司	63	-	63
广西好药师大药房连锁有限公司	2	155	157
武汉市好药师文华大药房有限公司	1	-	1
武汉市好药师泰福堂大药房有限公司	1	-	1
廊坊好药师大药房有限公司	1	-	1
漳州市芗城区九州通大药房有限公司	1	-	1
抚州市临川区九康大药房有限公司	1	-	1
好药师西洪（福州）大药房有限公司	1	-	1
泉州九州通大药房有限公司	1	-	1
福州市鼓楼区九州通大药房有限公司	1	-	1
合计	217	866	1,083

注：泉州九州通大药房有限公司已于 2020 年 4 月处置。

资料来源：公司提供

线上业务方面，2019 年以来，公司好药师 B2C 业务调整发展战略，好药师京东、天猫等平台入驻旗舰店业务转型为厂商提供全方位增值服务，由前期追求规模导向转变侧重经营质量，并停止了部分品牌合作及与平安健康合作的“健康大作战”项目，当年好药师线上业务收入同比下降 26.24%。同时好药师 APP 在一二线城市开展“24 小时送药、1 小时必达”的 O2O 送药业务，截至 2020 年 3 月末已在北京、上海、杭州、武汉等 5 个城市打造 48 家样板店，提升药店综合服务能力。

在电商业务方面，除发展线上业务，针对单体药店和民营诊所市场，公司进一步拓展 FBBC 终端业务，打造 FBBC 电商平台，开发为终端客户服务的各种管理软件和工具，充分利用人工智能及区块链等信息技术，构建“云药店”、“云诊所”，实现上游和下游以及最终消费者的有效连接。

电商物流建设方面，目前公司在北京、上海、武汉和山东建立了 4 个电商物流分仓，配送范围覆盖全国。同时，为快速打造公司中药材电商交易平台及物流体系，已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公司、九州通渭源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 11 家中药材电商公司。

不过中诚信国际注意到，电子商务投资较大且行业竞争日益激烈，未来该板块业务的投入产出情况和态势仍有待进一步观察；同时互联网药品交易相关政策存在一定不确定性，中诚信国际将予以持续关注。

公司医药工业板块业务规模保持稳定，但自有品牌仍需后期投资和营销推广，整体竞争力有待提高

2019 年公司医药工业实现收入 15.89 亿元，同比增长 2.86%，该业务主要分为化药和中药两大板块，其中化药板块集中在子公司北京京丰制药有限公司（以下简称“京丰制药”）及其下属企业山东博山制药有限公司（以下简称“博山制药”）。京丰

制药产品包括抗生素、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，现阶段京丰制药拥有近百人的销售团队。博山制药主要生产葡醛内酯（肝泰乐）等原料药及硝酸异山梨酯片等制剂。2019年盐酸二甲双胍片（0.25g）一致性评价批件，卡托普利顺利完成生产工艺研究并获得注册受理通知书，头孢呋辛酯片、奋乃静片完成方法学转移，盐酸氯丙嗪片完成了中试试验。

中药方面，2019年公司设立九信中药有限公司（以下简称“九信中药”）作为中药产业平台公司，整合升级原有中药业务以构建从工业研发到终端医馆的中药全产业链，在已有“九信”、“九州天润”、“金贵德济堂”、“真仁堂”等产品品牌以及“珍药材”、“九州上医”等服务品牌的基础上，打造全新中药“九信”品牌，2019年以来九信中药与下属40余家分公司共取得18个新注册商标、2项发明专利和3项实用新型专利。此外，公司现拥有8个GAP认证的中药材种植基地，已在全国不同地区建成并投入运营11家标准煎药中心，并与全国35,800家中药材、中成药企业和220余家医疗机构建立了稳定合作关系，武汉地区已投入运营的中药上医馆达5家。

财务分析

以下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2017~2019年财务报告以及未经审计的2020年一季度财务报表，其中2017~2019年财务数据均为审计报告期末数。中诚信国际在分析时将公司计入“其他流动负债”中的短期融资券及超短期融资券调至短期债务。

业务规模扩大、销售结构调整、医院纯销业务等占比提高及物流体系完善等令公司收入和利润同比增长，盈利能力提高；2020年一季度总代理品种和医疗器械类防疫物资等销量增长较快，带动收入同比增长

公司医药批发及相关业务收入占营业收入比

重超过95%，2019年该业务规模扩大，带动营业总收入同比增长14.19%。同期医药零售收入稍有下滑，主要是因自营B2B调整品种结构，停止部分品牌合作及与平安健康合作项目终止所致。2020年一季度，公司协调各省、市相关疫情防控药品及物资的配送，包括协助武汉红十字会进行紧急物资配送，当期总代理品种和医疗器械类防疫物资等销量增长较快，营业总收入同比增长10.18%。

2019年受益于销售结构的调整、医院纯销业务等占比提高及物流体系的完善等，公司营业毛利率略有提升。2020年一季度，受疫情影响，毛利率较高的中药材、中药饮片及食品、保健品等批发收入占比下降令公司营业毛利率略有下降。

表 6: 公司主要板块收入和毛利率构成(%)

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
医药批发相关业务	706.56	834.52	958.31	260.01
医药零售	18.77	19.60	18.26	6.34
医药工业	11.94	15.45	15.89	4.36
其他	2.16	1.79	2.51	1.01
合计	739.43	871.36	994.97	271.73
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
医药批发相关业务	7.81	8.05	8.23	7.51
医药零售	17.36	18.93	18.23	19.90
医药工业	23.78	23.74	22.87	20.64
营业毛利率	8.44	8.63	8.75	8.14

注：因四舍五入，合计数可能存在尾差。

资料来源：公司提供

跟踪期内，由于销售规模扩大，分支机构增加，销售费用同比上涨；股权激励及研发费用投入等令管理费用增加；融资规模增大使得利息费用增加，亦推升财务费用，上述因素共同导致公司2019年期间费用增幅较大，期间费用率亦同比上升，对利润造成一定侵蚀，公司费用控制能力有待提升。2020年一季度受疫情影响销售活动减少，销售费用降低带动期间费用率的下降。

公司经营性业务利润为利润总额的主要来源，2019年业务规模扩大和毛利率提高，提升其盈利水平。但当年对坏账和存货跌价等确认资产减值损失，一定程度侵蚀了利润。2019年确认投资收益主要为对湖北金融租赁股份有限公司等联营企业确

认的投资收益和处置子公司的投资收益等。2020 年一季度资产处置收益主要系上海常和路 666 号地块退还土地征收补偿款 2.90 亿元，对当期利润水平形成有力支撑。

得益于毛利润提高以及投资收益和利息支出增加等，2019 年公司 EBIT 和 EBITDA 显著增长，EBITDA 利润率和净资产回报率均同比上升。

表 7：公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
销售费用	22.76	28.18	31.35	7.99
管理费用（含研发费用）	16.36	18.95	20.34	5.05
财务费用	7.10	8.67	12.35	3.23
期间费用合计	46.22	55.81	64.04	16.26
期间费用率	6.25	6.40	6.44	5.99
经营性业务利润	15.11	18.31	22.63	5.59
资产减值损失（含信用减值损失）	0.94	0.67	0.94	0.80
投资收益	0.40	0.55	1.40	0.36
资产处置收益	4.88	0.07	0.07	2.64
利润总额	19.25	18.31	23.17	7.63
净利润	14.73	13.81	17.81	6.14
EBIT	26.41	27.20	35.58	10.82
EBITDA	30.16	31.56	40.95	--
EBITDA 利润率	4.08	3.62	4.12	--
净资产回报率	16.74	13.63	16.80	19.87*

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产和负债规模延续增长趋势，较大规模应收账款对资金造成一定占用，短期债务占比高，财务杠杆处于较高水平

2019 年公司总资产随着业务规模的扩张进一步增长，且以流动资产为主。公司因营运资金需求大，保有较大规模货币资金，截至 2020 年 3 月末作为承兑汇票和信用证保证金受限 56.47 亿元，占比 48.46%，受限比例较高；由于销售规模快速增长，加之加快对医疗市场的开发，账期较长的医疗机构收入占比提高，应收账款不断增加，2019 年公司加大医疗机构货款催收力度，年末应收账款增幅低于收入增幅，但公司应收账款规模整体偏大，2020 年 3 月末占总资产比重升至 33.83%，造成一定资金占用；其他应收款主要为医院客户保证金、供应商折让和非关联公司的应收款项，存货以库存商品为

主，随着业务规模扩大，2019 年末均有所增加。2019 年公司追加对湖北通瀛股权投资基金合伙企业（有限合伙）等的投资，长期股权投资稍有增长；固定资产主要为房屋建筑物和机器设备；2019 年末无形资产同比大幅增长系九州通健康城项目部分房产用途为自用，该部分土地使用权转入所致。

表 8：公司主要资产、负债和资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	85.41	127.00	121.71	116.55
应收账款	141.06	207.15	229.13	242.98
其他应收款	42.44	43.94	46.09	36.28
存货	121.82	138.91	140.72	147.07
流动资产	434.73	570.57	589.03	592.94
长期股权投资	8.53	15.15	16.83	18.02
固定资产	43.86	51.84	53.61	53.23
无形资产	11.58	12.80	21.98	22.29
总资产	520.48	666.74	711.48	718.19
总负债	325.11	462.92	491.80	502.30
短期债务	172.30	287.75	286.90	307.60
总债务	186.92	304.01	314.14	336.23
短期债务/总债务	92.18	94.65	91.33	91.49
其他权益工具	41.24	31.24	21.27	11.36
所有者权益	195.38	203.82	219.68	215.89
资产负债率	62.46	69.43	69.12	69.94
总资本化比率	48.89	59.86	58.85	60.90

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产流动性方面，2019 年公司存货周转率和应付账款周转率整体有所提升，但受应收账款周转速度降低影响，2019 元现金周转天数增至 88.91 天，中诚信国际将持续关注公司销售回款及现金周转情况。

表 9：公司主要周转率指标（次、天）

	2017	2018	2019	2020.3
应收账款周转率	6.38	5.00	4.56	4.60*
存货周转率	6.06	6.11	6.49	6.94*
应付账款周转率	7.99	7.86	7.92	8.45*
现金周转天数	70.74	85.09	88.91	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年公司偿还较多到期债务，并通过增加银行借款和较多采用票据结算方式以补充经营资金，同时借入部分长期借款用于项目建设，令短期债务保持稳定，长期债务有所增加。而采购量增加以及给予供应商的账期延长，导致应付账款规模增大，推动总负债继续扩张。2020 年一季度公司加大债务

融资用于防疫物资采购，债务规模上升。公司短期债务/总债务超过 90%，短期偿债压力较大。

受益于利润积累、少数股东权益增加等，2019 年末公司所有者权益进一步增长。2019 年公司现金分红 6.00 亿元，分红比例较高，2020 年 4 月 26 日公司董事会审议通过了 2019 年度不进行利润分配，也不以资本公积金转增股本的利润分配预案。随着部分永续债的赎回，2020 年 3 月末其他权益工具下降至 11.36 亿元。公司财务杠杆率整体保持稳定，但仍处于较高水平。

伴随着盈利提升以及获现能力增强，2019 年偿债能力整体提升，但受医药流通行业特性影响，未来公司债务水平或将维持高位，面临较大短期偿债压力

公司经营活动净现金流受销售回款状况影响波动较大，2019 年由于公司加强医院客户的销售回款，控制账期较长医院客户的销售，当期经营活动净现金流大幅增长。2020 年一季度受回款周期影响，经营活动现金流为净流出。公司业务规模扩张较快，对各物流中心建设及九州通健康城等项目投资支出增加，令 2019 年以来投资活动现金流呈净流出态势。2019 年偿债增加令筹资活动现金流呈净流出状态。2020 年一季度加大债务融资用于采购防疫物资，筹资活动现金净流入扩大。

2019 年伴随着盈利能力和获现能力的提升，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力增强，EBITDA 对债务本金的覆盖能力亦有所增强。但公司短期债务偏大，2019 年货币资金减少，令其对短期债务覆盖程度下降，若除去受限货币资金，实际覆盖倍数将更低。中诚信国际认为，受医药流通行业特性影响，未来公司债务水平或将维持高位，面临较大短期偿债压力。

表 10：公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	-10.12	12.22	27.68	-25.52
投资活动净现金流	-19.96	-15.18	-12.40	-6.63
筹资活动净现金流	60.77	22.51	-28.42	30.21
EBITDA 利息保障倍数	4.21	3.40	3.16	--
经营活动净现金流/利息支出	-1.41	1.31	2.13	-7.81

总债务/EBITDA	6.20	9.63	7.67	--
经营活动净现金流/总债务	-0.05	0.04	0.09	-0.30
货币等价物/短期债务	0.59	0.49	0.43	0.39

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司正在进行优先股发行工作，且授信额度增加，能为整体偿债能力提供支持；股权质押比例持续下降

银行授信方面，截至 2020 年 3 月末，公司共获得授信总额 437.34 亿元，其中未使用额度为 165.23 亿元。此外，公司是 A 股上市公司，具有畅通的资本市场融资渠道，财务弹性较强，目前公司正在进行非公开发行优先股工作，拟发行不超过 2,000 万股募集资金总额不超过 20 亿元，该事项已于 2020 年 4 月 8 日获得中国证监会核准批文。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产账面价值为 67.71 亿元，其中货币资金 56.47 亿元，受限资产占期末总资产的比重为 9.43%。

对外担保方面，截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保。

未决诉讼方面，截至 2020 年 3 月末，公司不存在重大法律诉讼或仲裁事项。

股权质押方面，公司控股股东楚昌投资与中国信达资产管理股份有限公司湖北省分公司（以下简称“信达资管”）于 2018 年签订了《债务重组合同》，拟引入信达资管进行债务重组暨债权转股权。2019 年 11 月 25 日，公司公告称，上述项目涉及权益变动过户登记已完成，楚昌投资及一致行动人合计持有的 1 亿股（占公司总股本的 5.33%）公司股票过户登记手续办理完毕，控股股东楚昌投资及其一致行动人上海弘康、北京点金、中山广银、刘树林和刘兆年合计持有公司 9.06 亿股，占总股本的 48.26%。此次完成债权转股权及相关质押、解质押后，控股股东楚昌投资及一致行动人所持公司股份中已质押的股份总数减少至 6.11 亿股，质押比例降至 67.47%，占公司总股本 32.56%。同时，楚昌投资分别于 2019 年 9 月和 10 月发行了 5 亿元的“19 楚 EB01”和 4.97 亿元的“19 楚 EB02”，募集资金

用于偿还股票质押融资款项后，在不考虑其他因素的影响下，前述质押比例预计将下降至 52% 左右。截至 2020 年 5 月 16 日，控股股东楚昌投资及一致行动人累计质押 4.98 亿股，质押比例为 54.98%，占公司总股本的 26.53%，中诚信国际将对公司股权质押情况保持持续关注。

过往债务履约情况：根据公开资料及公司提供的企业信用报告和相关资料，截至 2020 年 4 月 8 日，公司在公开市场无信用违约记录，借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

外部支持

公司系实际控制人刘宝林名下的最核心企业，其对公司的支持意愿很强，但对当地政府和金融机构等资源协调能力较为有限；疫情期间，公司作为武汉市和湖北省防控新冠疫情指挥部指定的医疗物资保障单位，在贷款及发债等融资方面享受一定的优惠利率和贴息政策支持

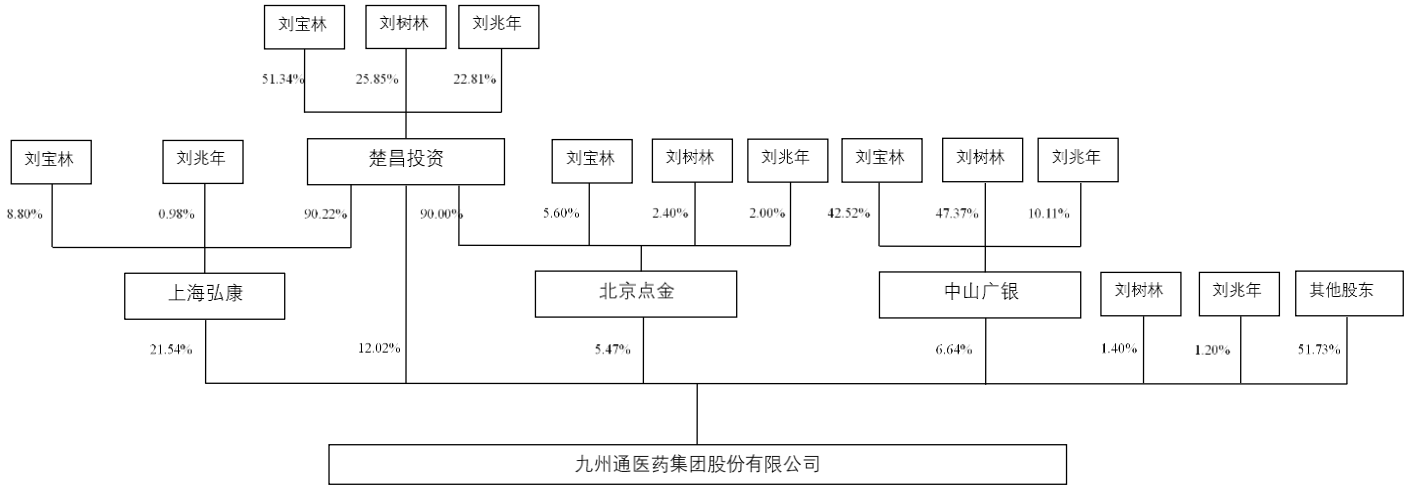
公司控股股东为楚昌投资，实际控制人为自然人刘宝林，其通过楚昌投资下属企业从事药品流通、医药制造、精细化工、水产品加工、农牧业和房地产等业务，其中非医药业务整体规模较小，九州通为其控制的最核心企业，其对公司的支持意愿很强。实际控制人通过参与定增、认购发行债券、为融资提供担保等方式为公司经营发展提供了支持，但其自身资源及对当期政府和金融机构等资源协调能力较为有限。同时，疫情期间，公司作为武汉市和湖北省防控新冠疫情指挥部指定的医疗物资保障单位，在贷款及发债等融资方面享受一定的优惠利率和贴息政策支持，2020 年一季度，公司发行疫情防控债合计 20 亿元，新增低息银行借款 54.96 亿元。

评级结论

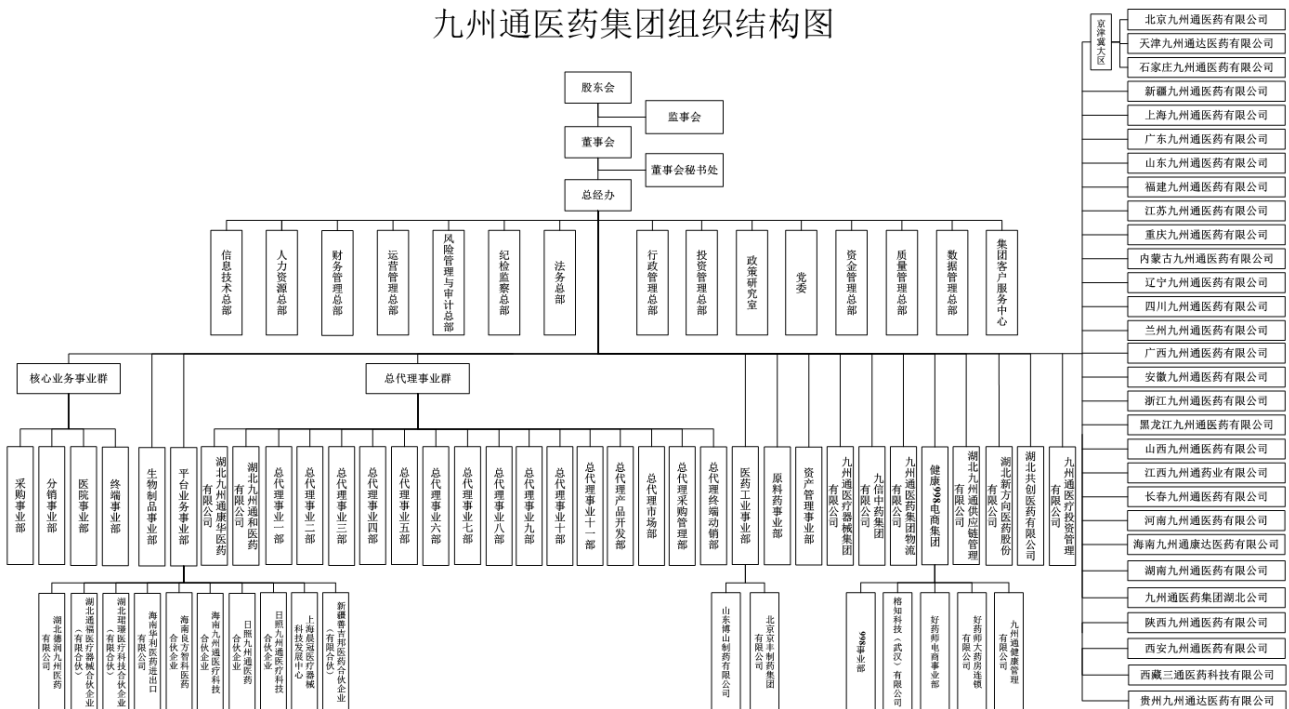
综上所述，中诚信国际维持九州通医药集团股份有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳

定；维持“九州转债”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：九州通医药集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



九州通医药集团组织结构图



资料来源：公司提供

附二：九州通医药集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	854,098.05	1,269,951.74	1,217,133.92	1,165,450.81
应收账款净额	1,410,630.87	2,071,549.20	2,291,320.11	2,429,758.96
其他应收款	424,369.42	439,364.95	460,879.42	362,832.70
存货净额	1,218,227.76	1,389,120.21	1,407,154.89	1,470,720.24
长期投资	170,327.84	180,708.03	256,169.93	268,281.76
固定资产	438,603.58	518,394.10	536,094.98	532,317.99
在建工程	90,537.76	84,427.15	114,431.44	125,718.60
无形资产	115,775.54	128,030.14	219,800.23	222,937.49
总资产	5,204,835.35	6,667,425.34	7,114,776.50	7,181,936.88
其他应付款	259,568.45	351,021.20	363,430.11	273,388.78
短期债务	1,722,965.09	2,877,548.99	2,868,995.40	3,075,982.75
长期债务	146,200.80	162,557.57	272,367.82	286,288.82
总债务	1,869,165.89	3,040,106.56	3,141,363.21	3,362,271.57
净债务	1,015,067.85	1,770,154.82	1,924,229.30	2,196,820.75
总负债	3,251,079.27	4,629,225.13	4,918,005.76	5,023,026.20
费用化利息支出	71,604.44	88,912.18	124,045.01	31,884.43
资本化利息支出	-	4,045.32	5,609.64	768.50
所有者权益合计	1,953,756.09	2,038,200.21	2,196,770.75	2,158,910.68
营业总收入	7,394,289.44	8,713,635.86	9,949,707.74	2,717,305.75
经营性业务利润	151,134.25	183,084.85	226,261.21	55,941.95
投资收益	3,988.26	5,508.85	13,979.93	3,585.80
净利润	147,291.54	138,147.14	178,148.31	61,358.67
EBIT	264,077.63	271,992.35	355,789.86	108,191.26
EBITDA	301,581.05	315,624.23	409,462.72	--
经营活动产生现金净流量	-101,204.56	122,202.32	276,787.30	-255,159.47
投资活动产生现金净流量	-199,629.36	-151,826.27	-124,035.33	-66,349.48
筹资活动产生现金净流量	607,670.97	225,078.26	-284,197.40	302,062.95
资本支出	109,033.92	181,483.26	119,218.10	23,893.36
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	8.44	8.63	8.75	8.14
期间费用率(%)	6.25	6.40	6.44	5.99
EBITDA 利润率(%)	4.08	3.62	4.12	--
总资产收益率(%)	5.82	4.58	5.16	6.05*
净资产收益率(%)	9.34	6.92	8.41	11.27*
流动比率(X)	1.42	1.29	1.28	1.27
速动比率(X)	1.02	0.98	0.98	0.95
存货周转率(X)	6.06	6.11	6.49	6.94*
应收账款周转率(X)	6.38	5.00	4.56	4.60*
资产负债率(%)	62.46	69.43	69.12	69.94
总资本化比率(%)	48.89	59.86	58.85	60.90
短期债务/总债务(%)	92.18	94.65	91.33	91.49
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.05	0.04	0.09	-0.30*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.06	0.04	0.10	-0.33*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-1.41	1.31	2.13	-7.81
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-9.31	0.78	5.06	--
总债务/EBITDA(X)	6.20	9.63	7.67	--
EBITDA/短期债务(X)	0.18	0.11	0.14	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.21	3.40	3.16	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.69	2.93	2.74	3.31

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
经营效率	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
盈利能力	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
现金流	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。