

广西柳州医药股份有限公司公开发行可转换公司债券

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2020)100329】

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

柳药转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2020年6月22日

前次跟踪: —

首次评级: AA/稳定/AA/2019年8月16日

主要财务数据及指标

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	8.64	10.52	11.58	13.68
刚性债务	5.53	16.14	22.61	31.29
所有者权益	33.16	35.85	39.12	41.61
经营性现金净流入量	-2.77	-0.20	-0.25	-6.52
合并口径数据及指标:				
总资产	75.54	97.73	119.58	133.61
总负债	39.86	57.26	73.01	83.51
刚性债务	9.15	23.17	35.58	49.15
所有者权益	35.69	40.47	46.58	50.10
营业收入	94.47	117.15	148.57	36.16
净利润	4.28	5.68	7.65	1.99
经营性现金净流入量	-3.33	0.22	4.13	-7.07
EBITDA	5.59	7.73	10.99	—
资产负债率[%]	52.76	58.59	61.05	62.50
权益资本与刚性债务 比率[%]	389.99	174.66	130.91	101.92
流动比率[%]	172.85	153.40	146.87	155.10
现金比率[%]	31.07	24.79	33.20	33.27
利息保障倍数[倍]	26.75	13.29	9.02	—
净资产收益率[%]	12.57	14.92	17.57	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	-9.63	0.49	6.82	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-25.27	-12.90	5.37	—
EBITDA/利息支出[倍]	28.55	14.30	9.74	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.76	0.48	0.37	—

注:根据柳药股份经审计的2017~2019年及未经审计的2020年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

翁斯喆 wsz@shxsj.com
王婷亚 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>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对广西柳州医药股份有限公司(简称柳药股份、发行人、该公司或公司)及其发行的柳药转债的跟踪评级反映了跟踪期内柳药股份在外部发展环境、区域市场地位、经营业绩增长等方面所保持的优势,同时也反映了公司在业务竞争、应收账款回收、即期债务偿付等方面继续面临压力。

主要优势:

- **主业面临的外部环境良好。**随着国家医药卫生改革逐步推进,“两票制”等政策的实施使医药流通行业集中度进一步提高,柳药股份作为广西区域医药流通行业的龙头企业,具有较好的发展环境。
- **区域内行业地位突出。**柳药股份是广西区域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,区域内行业地位突出。跟踪期内公司继续加强与上、下游客户的合作,销售渠道进一步完善,行业地位进一步稳固。
- **经营业绩持续增长。**跟踪期内,随着柳药股份物流配送网络完善以及零售布局扩大,公司经营规模继续扩张,营业收入和净利润均保持增长态势。

主要风险:

- **业务竞争加剧。**随着国家各项医改政策的推进,药品流通行业进入结构调整期,行业竞争激烈,两极分化日趋明显,柳药股份面临的市场竞争压力加大。
- **应收账款回收压力加大。**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。

- 即期偿债压力加大。跟踪期内，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。
- 可转债转股风险。柳药股份可转债转股情况需持续关注，若转股情况不理想，则公司需要偿还相关债券本息，将增加公司刚性债务负担。

➤ 未来展望

通过对柳药股份发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司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，并维持本次债券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

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照广西柳州医药股份有限公司公开发行可转换公司债券（简称柳药转债）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据柳药股份提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对柳药股份的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2019 年 12 月获得中国证监会发行批复，核准公司向社会公开发行面值总额 8.022 亿元的可转换公司债券。2020 年 1 月，公司发行本金 8.022 亿元的柳药转债，期限 6 年，转股期为 2020 年 7 月 22 日至 2026 年 1 月 15 日。

图表 1. 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	截至 2020 年 3 月末已使用金额
南宁中药饮片产能扩建项目	25,000.00	25,000.00	755.71
连锁药店扩展项目	25,000.00	11,220.00	—
玉林物流运营中心项目	20,000.00	20,000.00	1,482.32
合计	70,000.00	56,220.00	2,238.03

截至本报告出具日，该公司存续债券待偿还本金余额合计 8.022 亿元。公司注册发行债务融资工具如下表。

图表 2. 公司注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额（亿元）	期限	发行利率（%）	起息日	注册额度/注册时间	本息兑付情况
柳药转债	8.022	6 年	0.30 ¹	2020.1.16	8.022 亿元/2019 年 12 月	未到期

资料来源：柳药股份

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融

¹ 柳药转债的票面利率设定为：第一年 0.30%、第二年 0.60%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%。

市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至0且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推

进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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

随着疾病谱变化、人口老龄化加速、人民群众生活水平提高以及保健意识增强，全社会对医药健康的需求将不断提升，我国药品市场销售规模持续扩大。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，近年药品流通行业销售总额增速整体趋缓。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，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。此外，国家医药产业“两票制”等相关政策的实施、“医药分离”持续推进均会对药品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。

药品流通行业是国家医疗卫生事业和健康产业的重要组成部分，主要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4:1。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，2017~2018年药品流通行业销售总额增速延续下降态势。根据商务部数据显示，2017年和2018年我国七大类医药商品销售总额（含税）分别为20,016亿元和21,688亿元，同比分别增长8.40%和7.51%²，增速分别下降2.31个百分点和0.89个百分点。2019年以来，随着医

² 扣除不可比因素，下同。

改稳步推进，“两票制”等政策带来的经营调整逐步到位，医药流通行业竞争格局优化，头部企业市场份额提升，医药流通行业增速得以提升，2019 年我国七大类医药商品销售总额（含税）为 23,303 亿元，同比增长 8.87%，增速同比上升 1.36 个百分点，其中药品流通直报企业主营业务收入（1,005 家）为 16,967 亿元（不含税），同比增长 9.91%，增速上升 1.40 个百分点。

图表 3. 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以及保健意识增强，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。

2020 年初新冠肺炎疫情爆发，短期内使得防疫药品、医疗器械、诊断试剂等相关产品需求出现较大增长，对防疫及治疗产品开发及制造企业构成直接利好，同时也为药品零售和电商企业带来发展机遇。疫情爆发后，各地防疫指挥部均指定防疫物资采购及配送单位，大型医药流通企业因此受益，能够保障医疗机构渠道的销售稳定及增长。此外，疫情促使知名连锁药店获得较高业绩增长，医药电商零售平台迎来需求增量，同时此次疫情给医药流通的区域龙头企业带来较大的发展机遇。中长期影响则将取决于疫情结束后医药医疗卫生领域的进一步改革。

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。2017年1月，国务院医改办同国家卫生计生委、食品药品监管总局、国家发展改革委、工业和信息化部、商务部、国家税务总局和国家中医药管理局等部门印发的《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”政策实施迫使末端分销企业短期内直接向药品生产企业采购，造成大型分销企业对中小分销企业销售下降。“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。

2018年11月，上海市阳光采购网公布《4+7城市药品集中采购文件》，明确国家启动组织药品集中采购试点；2019年以来，我国陆续发布《国家组织药品集中采购和使用试点方案》、《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围实施意见》、《关于以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医药卫生体制改革若干政策措施的通知》等多个文件，推动医药行业带量采购和集中采购的发展。相关政策的推进加快了医药流通领域集中度的提高。2019年8月，新修订的《药品经营质量管理规范》对药品流通监管政策的较大调整，规定全面提升了药品流通企业的软硬件标准和要求，提高了准入门槛。此外，2019年我国出台多项“互联网+医疗健康”、“互联网+医药”新规，推动了互联网诊疗快速发展，规范远程医疗、在线问诊等业务，推动线上线下服务一体化；并支持在线开具处方药品的第三方配送，加快了医药电商的发展。

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。近年受“两票制”、“4+7带量采购”等政策实施的影响，医药流通行业市场集中度快速提升，未来在各项政策的实施下，行业集中度将进一步提升。

图表 4. 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:			
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。

日期	颁发机构	文件名称	主要内容
医药批发:			
2018.04	国务院办公厅	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	完善“互联网+”药品供应保障服务,促进药品网络销售和医药物流配送等规范发展。
2019.07	国家医疗保障局	《对进一步科学规划“互联网+医疗健康”发展建议》	将配合相关部门协同推动“互联网+医疗健康”发展,尽快出台“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策文件。
2019.08	全国人大常委会	《中华人民共和国药品管理法》(2019修订)	药品上市许可持有人、药品经营企业,通过网络销售药品,应当遵守本法有关药品经营的规定。
2019.09	医疗保障局、银保监会、中医药局、药品监管局等	《促进健康产业高质量发展行动纲要(2019-2022年)》	加快发展“互联网+医疗”,积极发展“互联网+药品流通”。
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

由于药品流通行业进入壁垒低、竞争激烈和毛利率低的特点,规模成为重要的竞争优势,大规模的配送网络和资金实力能够降低运营成本并增加客户粘性。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。据统计,截至2018年末,我国共有药品批发企业1.36万家;药品零售连锁企业5,671家,下辖门店22.92万家,零售单体药店23.36万家,零售药店门店总数48.91万家。近几年在各项政策的推动下,头部企业市场份额快速提升,行业高度分散的局面得到改善。2018年我国前100家药品批发企业主营业务收入13,387.89亿元,同比增长10.8%,增速同比上升2.4个百分点,占全国医药流通市场规模的比重达62%,前4家全国龙头企业³主营业务收入占全国医药流通销售额的比重合计为39.1%。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。

³ 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。

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，2018 年合计销售额占到全国销售总额的 78.30%。其中，华东市场占比 36.4%，中南市场占比 25.8%，华北市场占比 16.1%。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。在 2018 年药品批发企业主营业务收入排名中，柳药股份位列第 21 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 19 位，较上年末上升 8 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 5. 行业内核心样本企业基本数据概览（2019 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	4252.73	8.83	110.23	40.60	2697.38	71.49	0.93	106.20	187.77
华润医药集团有限公司	2044.54	16.64	—	—	—	63.38	1.04	50.98	—
上海医药集团股份有限公司	1865.66	14.37	109.74	34.55	1370.26	63.96	1.24	48.31	60.22
九州通医药集团股份有限公司	994.97	8.75	109.98	32.21	711.48	69.12	1.27	17.81	27.68
浙江英特集团股份有限公司	246.01	6.68	101.81	44.88	107.69	72.41	0.66	3.38	2.21
瑞康医药集团股份有限公司	352.59	19.34	99.70	48.17	324.65	68.42	0.94	-4.35	20.95
南京医药股份有限公司	371.56	6.61	105.81	33.17	219.66	79.42	0.60	4.32	10.04
华东医药股份有限公司	354.46	32.05	106.54	28.38	214.64	40.05	7.20	29.25	20.02
柳药股份	148.57	12.15	111.90	50.09	119.58	61.05	1.94	7.65	4.13

资料来源：Wind，新世纪评级整理。

总体看，随着国家各项医改政策的推进，药品流通市场竞争将更加激烈，药品流通行格局将进一步调整，两极分化日趋明显。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。

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。

资金被占用情况较严重。医药流通企业的业务性质决定了其面临资金压力大的问题，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，面临较大的资金占用压力。

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。跟踪期内，公司经营规模继续扩张，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，公司仍持续面临资金占用情况，流动资金压力较大。

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。

跟踪期内，该公司经营规模保持扩张态势，且盈利能力持续提升。2019年及2020年第一季度分别实现营业收入148.57亿元和36.16亿元，同比分别增长26.82%和6.76%；综合毛利率分别为12.15%和12.66%，同比分别提升1.39个百分点和0.65个百分点，公司盈利能力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，其中批发业务收入较大，占主营业务收入的比重超过85%；零售业务规模继续扩大，零售收入占比进一步提升。

2020年初新冠肺炎疫情发生后，防疫药品和防护用品的需求出现较大增长，该公司作为国家药品储备定点单位，第一时间启动突发疫情应急预案，并组织防疫用品相关货源，在大部分物流停运的情况下，公司安排车辆提货和发货，以保障广西区域的疫情药品供应。疫情期间，公司防疫药品销售额同比增长13.30%至2.46亿元，但受疫情影响，医院就诊患者和住院患者减少，用药量减少，治疗性药品的销售规模因此有所下降。

图表 6. 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 7. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计	94.47	117.15	148.57	36.16	33.86
其中：医药流通营业收入	93.85	115.30	144.04	35.15	33.04
在营业收入中所占比重	99.34	98.43	96.95	97.22	97.57
其中：（1）批发业务收入	85.17	102.24	125.15	29.39	28.87
在医药流通业务收入中所占比重	90.75	88.67	86.89	83.63	87.38
（2）零售业务收入	8.68	13.06	18.89	5.75	4.17
在医药流通业务收入中所占比重	9.25	11.33	13.11	16.37	12.62
毛利率	9.61	10.76	12.15	12.66	12.01
其中：医药流通业务	9.43	10.19	10.77	11.62	11.05
其中：（1）批发业务	7.85	8.11	8.69	9.72	9.30
（2）零售业务	24.95	26.40	24.55	21.31	23.19

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。跟踪期内，公司继续加强对上游供应商的服务，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 2019 年末，公司上游供货商超过 4,200 家，经营品规超过 40,000 个，基本覆盖了医院的常规用药和新特用药，公司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/合资制药企业保持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，2019 年公司获得上述知名制药企业的抗癌、丙肝、帕金森等创新治疗用药在广西区域的独家代理权。公司采购集中度较低，2019 年公司向前五名供应商采购额合计占比 10.25%。

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。“商务终端”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。从库存管理情况看，公司常销品种必备库存基本保持 1 个月的可销售量，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，分为医疗机构销售和商业分销两类；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⁴业务。

图表 8. 批发的业务模式分类介绍

业务模式	简介
医疗机构销售	是指公司作为上游供应商的配送商，面向各级医院，包括城市规模以上及医疗机构以及县乡基层医疗卫生机构、卫生院和城镇社区卫生服务中心等提供配送服务。
商务终端	是指公司作为上游供应商的经销商，将采购的商品销售给其他医药流通企业、连锁药店、个人药店、个体诊所等非公立医疗机构。

资料来源：柳药股份

a) 批发

该公司药品、医疗器械主要通过批发渠道进行销售，2019 年及 2020 年第一季度公司批发业务收入分别为 125.15 亿元和 29.39 亿元，同比分别增长 22.41%和 1.80%；毛利率分别为 8.69%和 9.72%，同比分别上升 0.58 个百分点和 0.42 个百分点，主要是公司药品区域代理级别提高，获得供应商的返利增加所致。

根据终端销售对象和渠道的不同，该公司将批发业务分为医疗机构销售和商务终端两类，2019 年以来公司对业务管理结构进行调整，将医院销售和原基药终端渠道中的基层公立医疗机构合并为医疗机构销售渠道。2019 年及 2020 年第一季度，医疗机构销售收入占批发业务收入的比重分别为 88.00%和 90.98%，占公司营业收入比重分别为 74.13%和 73.95%；公司商业分销收入占比相对较小。跟踪期内，公司医疗机构销售收入保持增长态势，同比分别增长 24.23%和 7.82%；商业分销收入有所波动，同比分别增长 141.17%和下降 34.84%，其中 2019 年同比增长主要是统计口径扩大所致；2020 年第一季度同比下降主要是受疫情影响，下游个体诊所、门诊的用药需求下降所致。

图表 9. 公司批发业务收入分类情况⁵（亿元）

分类	2017 年度	2018 年度	2019 年度 ⁶	2020 年第一季度	2019 年第一季度
医院销售	71.15	88.65	110.13	26.74	24.80
商务终端	8.44	6.23	15.02	2.66	4.08
基药终端	5.58	7.36	—	—	—
合计	85.17	102.24	125.15	29.39	28.87

资料来源：柳药股份

该公司医疗机构销售以医院销售为主，占比约 95%，基药终端占比较小。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，并且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

⁴ 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。

⁵ 2019 年公司重新调整业务结构，对原基药终端业务进行分拆，基层公立医疗机构业务并入医院销售，统称医疗机构销售；将非公立医疗机构业务划入商业分销，统称商务终端。

⁶ 2019 年，公司将基药终端中的公立医院收入划入医院销售，将非公立医院收入划入商业分销。

账期较长，一般为 4~6 个月，对公司资金形成较大占用。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，与其建立配送关系后根据订单发货，货款账期在 1~3 月左右。回款方面，近年受到医保拨付时间延长影响，公司医疗机构销售业务回款账期呈延长态势。根据公司核算，2019 年回款账期同比延长 7.73 天；2020 年第一季度同比延长 48.91 天，主要是受疫情影响所致。

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，2019 年及 2020 年第一季度未产生坏账。

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。2019 年，公司建成“医院供应链延伸服务项目一期”⁷和“医疗器械、耗材物流配送网络平台”项目⁸并投入使用，合计投资 6.96 亿元，资金来源于 2016 年非公开发行的募集资金，进一步加强了公司的营销配送网络布局 and 下沉力度，有助于推动城乡一体化配送及区域集中配送模式实现。此外，公司通过搭建药械供应链管理平台、合理用药平台、处方流转平台等信息系统应用，持续开展医院供应链延伸项目、器械耗材 SPD 项目、检验试剂集约化管理等增值服务，稳固与中高端医院客户的关系。2019 年公司与玉林市第二人民医院（玉林市玉州区人民医院）、来宾市妇幼保健院、河池市第三人民医院等医疗机构签订物流延伸项目合作协议，目前公司物流延伸项目合作医超过 70 家。

此外，电商方面，跟踪期内该公司加快“互联网+”与公司传统业务的融合，推动线上、线下业务协同。2019 年公司完成 B2B 电子商务分销平台——“柳药云商”的搭建，面向上、下游客户提供“寻、购、销、运”一站式网上药械购销服务，提升了公司的产品分销能力和服务水平。2019 年 9 月，“柳药云商”平台投入运行，截至 2019 年末平台的上游客户 2,000 多家，下游客户 3,000 多家。2019 年“柳药云商”平台实现收入超过 1,000 万元。

未来，该公司将继续积极推进现代物流延伸服务，探索和发展医药电子商务、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。

⁷ “医院供应链延伸服务项目一期”系在自治区内 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。

⁸ 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。

b) 零售

该公司药品零售业务经营实体是桂中大药房，系公司全资子公司，旗下药店品牌包括“桂中大药房”、“新友和”和“永和堂”。2018年6月，为拓展公司在南宁市主城区核心地段的的市场，公司在桂中大药房旗下设立孙公司广西新友和古城大药房有限责任公司（简称新友和），并收购了广西友和古城大药房有限责任公司（简称旧友和）所持的39家门店资产。2019年1月，桂中大药房与广西荣和堂医药连锁有限公司（简称荣和堂）共同投资设立控股孙公司广西永和堂医药连锁有限责任公司（简称永和堂），并收购荣和堂旗下17家门店资产，以拓展贺州市场。2020年4月，永和堂更名为贺州桂中大药房连锁有限责任公司。2019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仍为第19位。

跟踪期内，该公司积极发展药品零售业务，直营药店数量迅速增长，2019年及2020年第一季度自建及收购直营店数量合计分别为161家和18家。2019年末公司在广西地区共拥有600家直营门店，较上年末增加157家，其中404家为医保定点零售药店，较上年末增加121家。此外，在近年医院“药品占比”、“零加成”的要求日趋严格以及“处方外流”的逐步推进的背景下，公司通过在医院内部及周边开设自费药店和便民药店，持续推进DTP药店业务，其主要经营高价值药品和自费药品，2019年末公司共开设97家DTP药店，较上年末增加37家。2019年及2020年第一季度，公司DTP业务收入同比分别增长56.67%和90.77%。

图表 10. 公司直营门店数量变动情况

品牌	2017年末	2018年末	2019年末	2020年3月末
“桂中大药房”	270	392	521	537
“新友和”	—	51 ⁹	62	62
“永和堂”	—	—	17	17
合计	270	443	600	616

资料来源：柳药股份

零售电商方面，2019年以来桂中大药房开展B2B/O2O业务，借助其门店覆盖面广、就近社区优势，通过微信、官网及呼叫中心等方式拓展“网订店取”、“网订店送”等新型零售模式。2019年及2020年第一季度，公司零售电商平台收入同比分别增长81.15%和140.85%。

跟踪期内，随着该公司零售药店布局设店加快、电商平台快速发展，零售业务收入持续增长，但由于毛利率较低的DTP品种及处方药品销量增加，零售业务毛利率整体有所下滑。此外，疫情期间公司旗下门店均正常营业，由于感冒药等应政府要求限购，相关治疗药品的销售收入下降，但口罩、酒精等防护用品销售增长，总体看，2020年第一季度零售业务收入同比实现较大增长。2019年及2020年第一季度，公司零售业务实现销售收入分别为18.89亿元和

⁹ 包括2018年收购的39家药店和12家自建药店。

5.75 亿元，同比分别增长 44.57% 和 38.05%；毛利率分别为 24.55% 和 21.31%，同比分别下降 1.85 个百分点和 1.88 个百分点。

c. 其他（医药工业）

近年来，该公司向上游医药制造业进行拓展，开展药品研发和生产业务，跟踪期内医药工业业务规模继续扩大。2019 年及 2020 年第一季度，公司医药工业业务收入分别为 4.14 亿元和 0.92 亿元，同比分别增长 153.77% 和 25.14%，主要是收购万通制药使得业务规模扩大所致；毛利率分别为 53.36% 和 46.27%，同比分别上升 9.97 个百分点和下降 1.37 百分点，其中 2019 年毛利率上升较多主要是收购万通制药后，高毛利药品占比提升所致。

2015 年 11 月，该公司成立全资子公司广西仙茱中药科技有限公司（简称仙茱中药）进行中药饮片的生产和销售，仙茱中药于 2016 年 6 月取得 GMP 证书，其中药饮片生产线于 2016 年建成并于 2017 年初投入运营，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 700 多种。2017 年投产以来，仙茱中药产能释放效果较好，2019 年产能利用率达 156.67%。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，依托公司销售渠道优势，仙茱中药的产品销售情况较好。2019 年及 2020 年第一季度仙茱中药实现营业收入分别为 1.93 亿元和 0.43 亿元，同比分别增长 71.57% 和 8.40%；净利润分别为 0.20 亿元和 0.06 亿元，同比分别增长 44.31% 和 7.23%。后续公司计划将进一步扩建产能 5,000 万吨/年，建设资金主要为柳药转债募集资金中的 2.50 亿元。

图表 11. 仙茱中药产销情况（吨/年，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%
2019 年	1,500	2,350.00	156.67%	2,194.20	93.37%

资料来源：根据柳药股份提供的数据整理。

2016 年 3 月，该公司与广西医科大学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。2019 年，公司对仙晟制药增资，截至 2020 年 3 月末，公司和广西医科大学制药厂分别持股 70% 和 30%。该业务的经营主体为仙晟制药的下属子公司广西康晟制药有限公司¹⁰（简称康晟制药），康晟制药于 2019 年 1 月取得 GMP 证书，其制药生产线于 2019 年 3 月投入运营，主要产品包括安神养血口服液、归芪补血口服液、散痰宁糖浆、毛冬青片和复方金蒲片等。2019 年及 2020 年第一季度康晟制药营业收入分别为 0.30 亿元和 0.10 亿元；净利润分别为-36.14 万元和 159.30 万元。

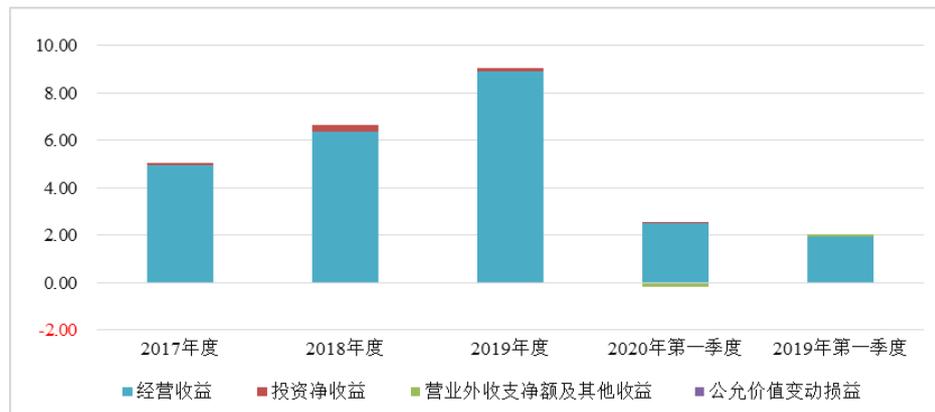
¹⁰ 仙晟制药不具有药品生产资质，因此通过收购康晟制药获得药品生产资质。康晟制药为医大制药厂于 2018 年 11 月设立的子公司，2019 年 1 月由仙晟制药收购，可生产医大制药厂研发的产品。

2018年9月，该公司出资7.16亿元收购广西万通制药有限公司（简称万通制药）60%的股权，形成商誉6.68亿元。万通制药主要生产中成药，主要产品为复方金钱草颗粒和万通炎康片（胶囊），其产品具有较高的市场认可度。2019年及2020年第一季度万通制药营业收入分别为1.91亿元和0.39亿元，同比分别增长15.39%和21.17%；净利润分别为0.97亿元和0.13亿元，同比分别增长11.91%和0.67%。万通制药经营业绩总体较好，跟踪期内未发生商誉减值。

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。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）盈利能力

图表 12. 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

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等占比小。2019年及2020年第一季度，公司实现经营收益分别为8.89亿元和2.51亿元，同比分别增长39.24%和29.45%；营业外收支净额及其他收益分别为-0.02亿元和-0.15亿元，公司营业外收入及其他收益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。2019年投资净收益为0.17亿元，主要为参股公司共青城柳药天源投资管理合伙企业（有限合伙）（简称柳药天源合伙）注销清算的投资收益，其主要投资万通制药，2019年公司收购万通制药后注销清算。

图表 13. 公司营业利润结构分析（亿元，%）

公司营业利润结构	2017年度	2018年度	2019年度	2020年 第一季度	2019年 第一季度
营业收入合计	94.47	117.15	148.57	36.16	33.86
毛利率	9.61	10.76	12.15	12.66	12.01
其中：医药流通（批发）	7.85	8.11	8.69	9.72	9.30
医药流通（零售）	24.95	26.40	24.55	21.31	23.19

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
毛利	9.08	12.61	18.05	4.58	4.07
其中：医药流通（批发）	6.69	8.29	10.88	2.86	2.69
医药流通（零售）	2.16	3.45	4.64	1.23	0.97
期间费用率	3.85	4.90	5.86	5.47	5.41
其中：财务费用率	0.15	0.54	0.94	0.90	0.87
全年利息支出总额	0.20	0.54	1.13	—	—
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。

跟踪期内，随着业务规模扩大，该公司营业收入和营业毛利均保持增长态势，公司毛利率持续提升。2019 年及 2020 年第一季度公司实现营业收入分别为 148.57 亿元和 36.16 亿元，同比分别增长 26.82% 和 6.76%；营业毛利分别为 18.05 亿元和 4.58 亿元，同比分别增长 43.18% 和 12.55%；综合毛利率分别为 12.15% 和 12.66%，同比分别上升 1.39 个百分点和 0.65 个百分点。

从费用支出情况看，随着经营规模的扩大，该公司期间费用持续增长，但整体控制仍较好。2019 年及 2020 年第一季度期间费用分别为 8.71 亿元和 1.98 亿元，同比分别增长 51.59% 和 7.98%；期间费用率分别为 5.86% 和 5.47%，同比分别上升 0.96 个百分点和 0.06 个百分点。其中管理费用分别为 3.46 亿元和 0.76 亿元，同比分别增长 49.88% 和 3.05%，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 3.82 亿元和 0.90 亿元，同比分别增长 36.12% 和 11.78%，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 1.40 亿元和 0.32 亿元，同比分别增长 122.08% 和 9.95%，主要是银行贷款利息和贴现费用增加所致；此外，2019 年公司产生研发费用 277.94 万元，主要是仙莱中药研发新产品的支出。从资产减值情况看，同期公司资产和信用减值损失合计分别为 0.19 亿元和 0.24 亿元，主要为计提的应收账款坏账准备。

图表 14. 影响公司盈利的其他因素分析（万元）

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
投资净收益	786.68	2,639.85	1,728.87	1.64	125.48
营业外收入与其他收益	279.32	269.90	1,931.44	965.65	717.47
其中：政府补助	268.23	248.75	1,805.84	959.23	693.78

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，2019 年及 2020 年第一季度分别为 1,728.87 万元和 1.64 万元。营业外收入与其他收益主要来源于政府补助，同期公司获得政府补助分别为 1,805.84 万元和 959.23 万元。整体看，跟踪期内公司主业盈利增长，期间费用控制整体较好，营业利润和净利润均实现较快增长，2019 年及 2020 年第一季度公司实现营业利润分别为 8.97 亿元和 2.33 亿元，同比分别增长 34.56% 和 18.64%；实现净利润分别为 7.65 亿元和 1.99 亿元，同比分别增长 34.62% 和 15.80%。

(3) 运营规划/经营战略

在医流通过行业集中度提高的大环境下，未来该公司将坚持发展医药流通主业，加强销售渠道建设，拓展基层医疗市场，并进一步优化产品结构，提高器械耗材、中药饮片及检验试剂等薄弱品种的市场覆盖度。公司将继续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，公司将加速药店拓展，推进 DTP 药店、院边药店和专业化药店等特色药店的发展，并依托互联网实现药店经营模式的创新。

除传统业务外，该公司计划加快大健康产业链布局，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，一方面提升仙茱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，后续该公司拟建项目主要为柳药转债的募投项目。

图表 15. 柳药转债募投项目投建进展情况（亿元）

项目名称	计划投资总额	截至 2020 年 3 月末已投资	建设期	建设进展
南宁中药饮片产能扩建项目	2.50	0.08	2 年	在建，尚未投产
连锁药店扩展项目	2.50	—	3 年	在建，尚未投产
玉林物流运营中心项目	2.00	0.15	2 年	在建，尚未投产
合计	7.00	0.22	—	—

资料来源：柳药股份

管理

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，朱朝阳仍为公司第一大股东和实际控制人。公司建立了较为规范的公司治理结构，公司进一步完善内部治理和内控体系，并继续提高治理水平。公司高管团队总体保持稳定，保证了其发展规划的连贯性和战略执行的有效性。

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，朱朝阳仍为公司第一大股东和实际控制人。截至 2020 年 3 月末，公司第一大股东朱朝阳持有公司 27.86% 的股份，其持有的股份中 62.22% 用于质押，质押筹资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。公司第一大股东和实际控制人股权质押比例较高，需持续关注证券市场价格波动对公司控制权可能造成的影响。

该公司已制定了涵盖了业务运营各环节、财务、投融资以及对外担保等方面的内部控制制度，以规范业务运营、控制经营管理风险及保障资金安全。跟

踪期内，公司进一步完善各项内部管理制度和内控体系，并持续提高公司治理水平。2020年3月，公司高管进行换届选举，原财务总监苏春燕届满离任，选举汤杰禹担任财务总监，其他高管无变动，公司高管团队总体保持稳定，保证了公司发展规划的连贯性和战略执行的有效性。

近年来，该公司的关联交易均为合并范围内的关联担保。截至2019年末，公司本部作为担保方，为子公司广西南宁柳药药业有限公司和桂中大药房、广西桂林柳药药业有限公司等提供担保金额合计12.84亿元；公司本部作为被担保方，朱朝阳先生和桂中大药房为公司本部担保金额合计4.09亿元。

根据该公司提供的2020年6月4日《企业信息报告》所载，公司不存在欠贷、欠息情况。跟踪期内公司及核心子公司无重大不良行为。

图表 16. 公司重大不良行为记录列表（跟踪期内）

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	2020.6.4	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露及企业提供	2020.6.1	不涉及	不涉及	无	不涉及
诉讼	公开信息披露及企业提供	2020.6.1	无	无	无	无
环保	公开信息披露及企业提供	2020.6.1	无	无	无	无
质量	公开信息披露及企业提供	2020.6.1	无	无	无	无
安全	公开信息披露及企业提供	2020.6.1	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

跟踪期内，随着业务规模扩大，该公司债务规模增长较快，负债经营程度持续上升，但在行业中仍处于较好水平。公司刚性债务规模快速增长，且主要集中在短期，即期债务压力加大。由于公司加强应收账款催收力度，2019年经营性现金流有所好转，但仍有待改善。此外，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2019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）及其补充规定，以及财政部2014年、2017年、2018年发布的多项具体会计准则，并按照2019年发布的《财政部关于修订印发2019年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6号）对财务报表格式进行了修订。本

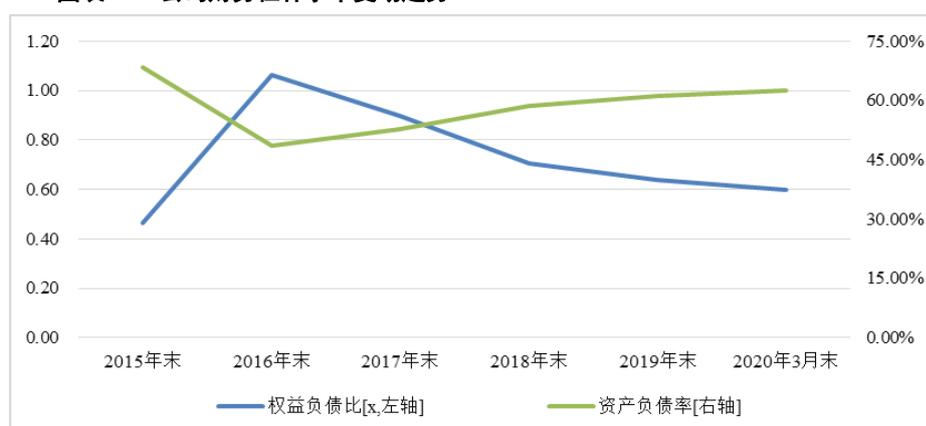
报告中应收票据、应收账款、其他应收款、应付账款、应付票据、其他应付款口径同“财会[2018]15号文件”前报表审计口径，其他科目口径同2019年新金融工具准则口径。

截至2019年末，公司合并范围内子公司18家、孙公司7家。2020年以来，公司合并范围无变化。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 17. 公司财务杠杆水平变动趋势



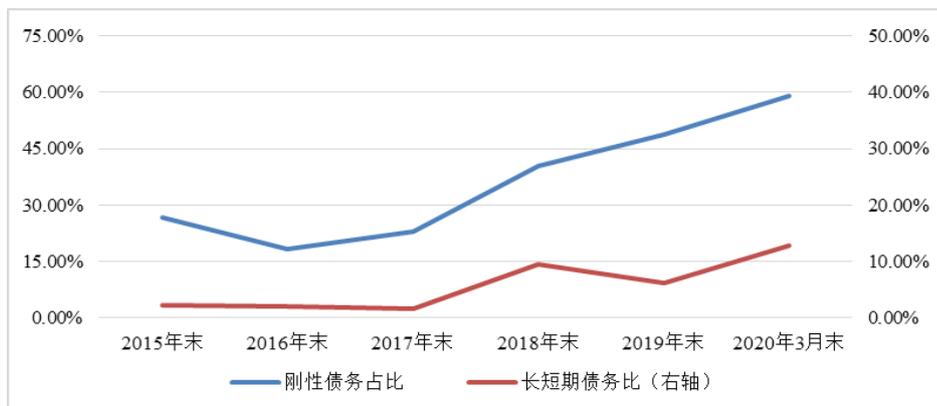
资料来源：根据柳药股份所提供数据绘制。

跟踪期内，随着经营积累的增加，该公司净资产规模继续增长，2019年末及2020年3月末公司所有者权益分别为46.58亿元和50.10亿元，分别较上年末增长15.08%和7.56%。公司实收资本和资本公积基本无变动，2019年末合计23.12亿元，占净资产比重为49.64%；同期未分配利润分别为18.73亿元和20.58亿元，分别较上年末增长34.31%和9.88%，其中2019年末占净资产比重为40.21%。2019年公司现金分红金额（含税）1.76亿元，后续公司分红情况需持续关注。此外，同期末少数股东权益分别为2.85亿元和2.99亿元，分别较上年末增长41.96%和4.99%，其中2019年末增长较快，主要是控股子公司经营利润增加所致。

跟踪期内，该公司债务规模随业务规模的扩大而快速增长，公司负债经营程度持续上升，2019年末及2020年3月末负债总额分别为73.01亿元和83.51亿元，分别较上年末增长27.51%和14.38%；资产负债率分别为61.05%和62.50%，分别较上年末上升2.46个百分点和1.45个百分点，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0.64倍和0.60倍。

(2) 债务结构

图表 18. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	7.81	5.58	9.15	23.17	35.58	49.15
应付账款 (亿元)	19.74	23.04	27.15	26.25	26.92	24.43
其他应付款 (亿元)	0.55	0.23	2.05	6.04	8.07	8.03
刚性债务占比 (%)	26.52	18.34	22.96	40.47	48.73	58.86
应付账款占比 (%)	67.04	75.75	68.11	45.85	36.87	29.25
其他应付款 (%)	1.87	0.75	5.15	10.55	11.05	9.62

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，2019 年末及 2020 年 3 月末长短期债务比分别为 6.23% 和 12.69%。

从债务构成看，该公司的负债以刚性债务和应付账款为主。2019 年末及 2020 年 3 月末刚性债务占负债总额的比重分别为 48.73% 和 58.86%，其中短期刚性债务占负债总额比重分别为 43.75% 和 48.36%。公司应付账款主要为应付药品、医疗器械采购款，同期末余额分别为 26.92 亿元和 24.43 亿元，占负债总额的比重分别为 36.87% 和 29.25%。此外，同期末其他应付款余额分别为 8.07 亿元和 8.03 亿元，分别较上年末增长 33.57% 和下降 0.44%，其中 2019 年末增加较多主要是业务代理保证金增加所致，2019 年末业务代理保证金为 7.59 亿元。总体看，2019 年以来公司刚性债务规模增长较快，且仍以短期刚性债务为主，公司持续面临较大的即期债务偿付压力。

(3) 刚性债务

图表 19. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	7.81	5.58	9.15	18.87	31.94	40.38
其中：短期借款	6.81	2.63	6.24	13.24	18.89	24.92
应付票据	1.00	2.95	2.91	5.64	13.05	15.47

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
中长期刚性债务合计	—	—	—	4.30	3.64	8.77
其中：长期借款	—	—	—	4.30	3.64	2.48
应付债券	—	—	—	—	—	6.29
综合融资成本（年化，%）	4.85	4.43	4.35	4.59	4.48	4.28

资料来源：根据柳药股份所提供数据整理，综合融资成本系公司根据融资情况估算。

跟踪期内，该公司刚性债务规模快速增长，2019 年末及 2020 年 3 月末分别为 35.58 亿元和 49.15 亿元，较上年末分别增长 53.54% 和 38.15%。公司刚性债务以短期刚性债务为主，同期末短期刚性债务占比分别为 89.77% 和 82.16%。公司短期刚性债务由短期借款和应付票据构成，其中短期借款分别为 18.89 亿元和 24.92 亿元，分别较上年末增长 42.69% 和 31.92%，主要是业务规模扩张导致银行借款增加；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 13.05 亿元和 15.47 亿元，分别较上年末增长 131.62% 和 18.51%，主要是银行汇票结算增加所致。公司中长期刚性债务由长期借款和应付债券构成，其中长期借款分别为 3.64 亿元和 2.48 亿元，分别较上年末下降 15.37% 和 31.98%；应付债券为公司于 2020 年 1 月 16 日发行的本金 8.022 亿元的柳药转债。

从银行借款方式看，该公司银行借款以信用借款和保证借款为主，2019 年末分别占比 46.02% 和 37.07%，其中保证借款主要是公司为子公司借款提供的保证担保。公司银行借款利率区间为 2.57%~5.20%。近年公司综合融资成本约保持在 4.28%~4.85% 之间，2019 年以来呈下降态势，符合社会融资成本变动趋势。从债务期限结构和融资成本来看，公司刚性债务期限以“1 年以内”为主，2020 年 3 月年末占刚性债务总额的 73.97%，融资成本集中在 4%~5% 之间，融资成本适中。

图表 20. 2020 年 3 月末公司刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（亿元）¹¹

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3% 以内	0.50	—	6.29
3%~4%（不含 4%）	8.78	—	—
4%~5%（不含 5%）	15.54	2.48	—
5%~6%（不含 6%）	0.10	—	—
合计	24.92	2.48	6.29

资料来源：柳药股份

¹¹ 不包含应付票据。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 21. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
营业周期(天)	154.89	167.12	171.82	179.11	174.08	—
营业收入现金率(%)	96.34	109.59	92.54	96.01	111.90	84.63
业务现金收支净额(亿元)	-0.13	1.75	-3.43	-0.84	6.23	-6.22
其他因素现金收支净额(亿元)	-0.94	-0.67	0.10	1.06	-2.10	-0.85
经营环节产生的现金流量净额(亿元)	-1.07	1.08	-3.33	0.22	4.13	-7.07
EBITDA(亿元)	3.11	4.32	5.59	7.73	10.99	—
EBITDA/刚性债务(倍)	0.40	0.77	0.61	0.33	0.31	—
EBITDA/全部利息支出(倍)	10.27	58.66	28.55	14.30	9.74	—

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。

该公司主业现金回笼能力总体一般，2019 年以来公司加强账款催收力度，应收账款回收情况有所好转，2019 年及 2020 年第一季度营业收入现金率分别为 111.90% 和 84.63%。同期公司经营性现金净流量分别为 4.13 亿元和 -7.07 亿元，其中 2019 年同比大幅增加 3.91 亿元，主要是销售规模扩大且应收账款回款情况转好所致，但由于行业特性导致公司回款压力短期内较难改善。2019 年公司经营性现金流量净额与流动负债比率为 6.82%，与负债总额的比率为 6.34%。

2019 年该公司 EBITDA 为 10.99 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；EBITDA 对利息支出的程度亦有所下滑但总体处于较好水平。

(2) 投资环节

图表 22. 公司投资环节现金流量状况(亿元)

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	0.04	-0.52	-0.15	-6.52	0.92	1.64 万元
其中：与主业有关的投资净额	0.04	-0.52	-0.15	-6.52	0.92	—
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	-1.35	-1.27	-1.90	-2.72	-2.31	-0.39
其他因素对投资环节现金流量影响净额	—	—	-3.50	2.75	0.75	-4.80
投资环节产生的现金流量净额	-1.31	-1.79	-5.55	-6.49	-0.63	-5.19

资料来源：根据柳药股份所提供数据整理。

随着玉林中药产业园¹²、南宁中药饮片产能扩建等项目的推进，该公司投资性现金流持续呈净流出状态，2019年及2020年第一季度，公司投资活动净流量分别为-0.63亿元和-5.19亿元，其中2019年同比大幅改善，主要是2018年收购万通制药导致上年净流出较多所致；2020年第一季度主要是支付结构性存款所致。同期公司“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”分别为-2.31亿元和-0.39亿元，主要用于项目建设。近年来，公司前期多个建设项目逐步均投资完毕，后续主要投资项目为“柳药转债”的募投项目，公司投融资压力可控，但需持续关注在建项目的运营状况。

(3) 筹资环节

图表 23. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
权益类净融资额	-0.42	15.36	-0.97	-1.31	-1.70	7.73
债务类净融资额	1.20	-4.38	3.41	8.32	5.52	2.48
其中：现金利息支出	0.30	0.07	0.20	0.54	1.13	0.20
筹资环节产生的现金流量净额	0.78	10.98	2.44	7.00	3.82	10.21

资料来源：根据柳药股份所提供数据整理。

该公司非筹资性现金流整体呈净流出状态，需要通过筹资方式满足投资性支出需求。跟踪期内，公司主要通过新增金融机构借款、发行债券等债务性融资方式满足投资及运营资金需求，2019年及2020年第一季度公司筹资活动产生的现金净流量分别为3.82亿元和10.21亿元，其中2020年第一季度同比大幅增长，主要是当期公司发行“柳药转债”所致。

4. 资产质量

图表 24. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末	2019年末	2020年第一季度
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	38.95	56.96	67.85	80.25	100.94	114.94
	90.47	90.72	89.83	82.12	84.41	86.03
其中：现金类资产（亿元）	7.53	17.75	12.20	12.97	22.82	24.65
应收账款（亿元）	23.38	29.03	37.93	50.27	59.89	70.97
存货（亿元）	6.62	8.61	11.26	12.63	15.09	16.19
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	4.10	5.83	7.69	17.48	18.64	18.67
	9.53	9.28	10.17	17.88	15.59	13.97
其中：固定资产（亿元）	1.47	3.69	4.28	5.86	6.66	6.57
无形资产（亿元）	0.84	1.02	1.01	1.42	1.98	1.95
商誉（亿元）	—	—	—	7.65	7.65	7.65
期末全部受限资产账面金额（亿元）	1.10	0.83	0.36	9.39	9.22	13.18

¹² 玉林中药产业园分两期建设，目前正在建的第一期即募投资项目中的玉林物流运营中心项目。

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 第一季度
期末抵押融资余额（亿元）	1.01	—	0.50	4.60	3.81	3.65
受限资产账面余额/总资产（%）	2.56	1.33	0.48	9.61	7.71	9.86

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，2019 年末及 2020 年 3 月末公司资产总额分别为 119.58 亿元和 133.61 亿元，分别较上年末增长 22.36% 和 11.73%，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，2019 年末及 2020 年 3 月末该公司流动资产余额分别为 100.94 亿元和 114.94 亿元，分别较上年末增长 25.78% 和 13.87%，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 19.15 亿元和 21.11 亿元，（其中受限货币资金分别为 0.36 亿元和 4.32 亿元¹³），分别较上年末增长 54.38% 和 10.20%，其中 2019 年末增加较多主要是收到的货款增加所致，现金比率分别为 33.20% 和 33.27%。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，且随着业务规模扩大而快速增长，同期末分别为 59.89 亿元和 70.97 亿元，分别较上年末增长 19.16% 和 18.50%，其中 2019 年末下游客户中应收三级医院和二级医院的款项合计占比超过 90%，应收账款回收风险总体可控；从应收账款账龄分布来看，2019 年末账龄为一年以内的应收账款占比 98.00%（半年以内占比 83.73%），公司合计计提坏账准备 0.75 亿元。公司存货主要为库存商品，同期末余额分别为 15.09 亿元和 16.19 亿元，分别较上年末增长 19.44% 和 7.31%。2019 年应收账款周转速度和存货周转速度分别为 2.70 次和 9.42 次，均同比有所提升，但公司整体资产周转效率仍有待提升。此外，同期末应收票据¹⁴余额分别为 3.67 亿元和 3.55 亿元，分别较上年末增长 184.50% 和下降 3.24%，其中 2019 年末增长较多，主要是收到以银行承兑汇票结算的货款增加所致；其他流动资产分别为 0.18 亿元和 0.15 亿元，分别较上年末下降 80.94% 和 17.38%，主要是理财产品减少所致。

从非流动资产构成来看，2019 年末及 2020 年 3 月末该公司非流动资产余额分别为 18.64 亿元和 18.67 亿元，分别较上年末增长 6.66% 和 0.15%，主要由固定资产、无形资产和商誉构成，其中固定资产净额分别为 6.66 亿元和 6.57 亿元，分别较上年末增长 13.80% 和下降 1.42%，主要为房屋及建筑物；无形资产余额分别为 1.98 亿元和 1.95 亿元，分别较上年末增长 39.30% 和下降 1.33%，其中 2019 年末增长较多，增量主要为玉林物流运营中心项目的土地；商誉余额分别为 7.65 亿元和 7.65 亿元，仍为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 家连锁药店形成商誉 0.97 亿元，未发生商誉减值。此外，其他非流动资产分别为 0.85 亿元和 0.76 亿元，分别较上

¹³ 主要为汇票保证金。

¹⁴ 2019 年末应收票据为应收款项融资中的应收票据。

年末增长 41.58% 和下降 10.71%，其中 2019 年末增长较多主要是物流延伸项目预付款增加所致。其他科目虽有变动但影响较小。

截至 2019 年末，该公司受限资产合计 9.22 亿元，占总资产比重为 7.71%，主要包括用于质押借款的万通制药 60% 股权（7.16 亿元）、用于抵押贷款的固定资产（1.60 亿元）等。

5. 流动性/短期因素

图表 25. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	135.12	191.14	172.85	153.40	146.87	155.10
速动比率 (%)	109.07	157.92	139.84	125.17	121.51	130.19
现金比率 (%)	26.14	59.57	31.07	24.79	33.20	33.27

资料来源：根据柳药股份所提供数据整理。

2019 年，由于流动负债快速增长，该公司资产流动性有所下滑，年末流动比率和速动比率分别为 146.87% 和 121.51%，分别较上年末下降 6.53 个百分点和 3.66 个百分点。2020 年第一季度，受疫情影响，公司防疫药品流通加快，带动公司资产流动性上升，当期流动比率和速动比率分别为 155.10% 和 130.19%，分别较上年末上升 8.23 个百分点和 8.68 个百分点。公司资产流动性水平总体尚可。

6. 表外事项

截至 2020 年 3 月末，该公司不存在对外担保等表外事项。

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。2019 年公司本部实现营业收入 130.05 亿元，同比增长 22.37%；实现净利润 4.83 亿元，同比增长 9.07%；经营性现金流净额为 -0.25 亿元，同比减少 0.05 亿元。2019 年末，公司本部所有者权益为 39.12 亿元，较上年末增长 9.13%；资产总额为 95.19 亿元，较上年末增长 14.33%，其中货币资金余额 11.58 亿元，较上年末增长 10.09%。2019 年末公司本部刚性债务余额 22.61 亿元，主要为银行借款；2020 年 3 月末，由于发行债券和增加银行贷款，本部刚性债务增加至 31.29 亿元，本部面临的债务压力较大。总体看，跟踪期内，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 2020 年 3 月末，公司合并口径获得授信总额为 61.01 亿元，其中尚未使用的授信余额为 22.28 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 35.19% 和 43.43%，同期末大型国有金融机构综合授信额度为 21.47 亿元，尚未使用的授信额度为 4.65 亿元。

图表 26. 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）	61.01	27.39	2.57%~5.20%	抵押/质押/保证/信用
工农中建交五大商业银行（亿元）	21.47	16.82	3.35%~4.75%	抵押/质押/保证/信用
其中：大型国有金融机构占比（%）	35.19	43.43	—	—

资料来源：根据柳药股份所提供数据整理（截至 2020 年 3 月末）

附带特定条款的债项跟踪分析

柳药转债：发行人赎回条款及投资者回售选择权

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格的 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。回售条款的设置，使该公司面临一定的提前偿付压力。

柳药转债转股情况需持续关注，若转股情况不理想，则该公司需要偿还相关债券本息，增加公司刚性债务负担。

跟踪评级结论

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。跟踪期内，公司经营规模继续扩张，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，公司仍持续面临资金占用情况，流动资金压力较大。

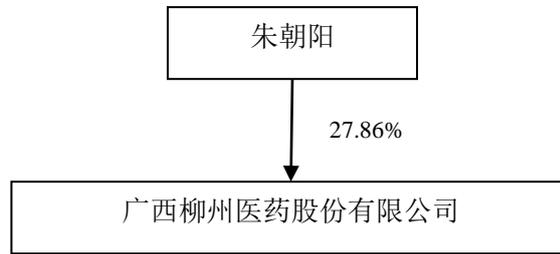
跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，朱朝阳仍为公司第一大股东和实际控制人。公司建立了较为规范的公司治理结构，公司进一步完善内部治理和内控体系，并继续提高治理水平。公司高管团队总体保持稳定，保证了其发展规划的连贯性和战略执行的有效性。

跟踪期内，随着业务规模扩大，该公司债务规模增长较快，公司负债经营程度持续上升，但在行业中仍处于较好水平。公司刚性债务规模快速增长，且主要集中在短期，即期债务压力加大。由于公司加强应收账款催收力度，2019年经营性现金流有所好转，但仍有待改善。此外，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。

同时，本评级机构仍将持续关注：（1）该公司应收账款回收情况及面临的资金压力；（2）公司面临的债务压力及即期债务偿付情况；（3）各项医改政策对公司业务发展的影响；（4）本次债券募投项目的投资进展及项目收益实现情况等。

附录一：

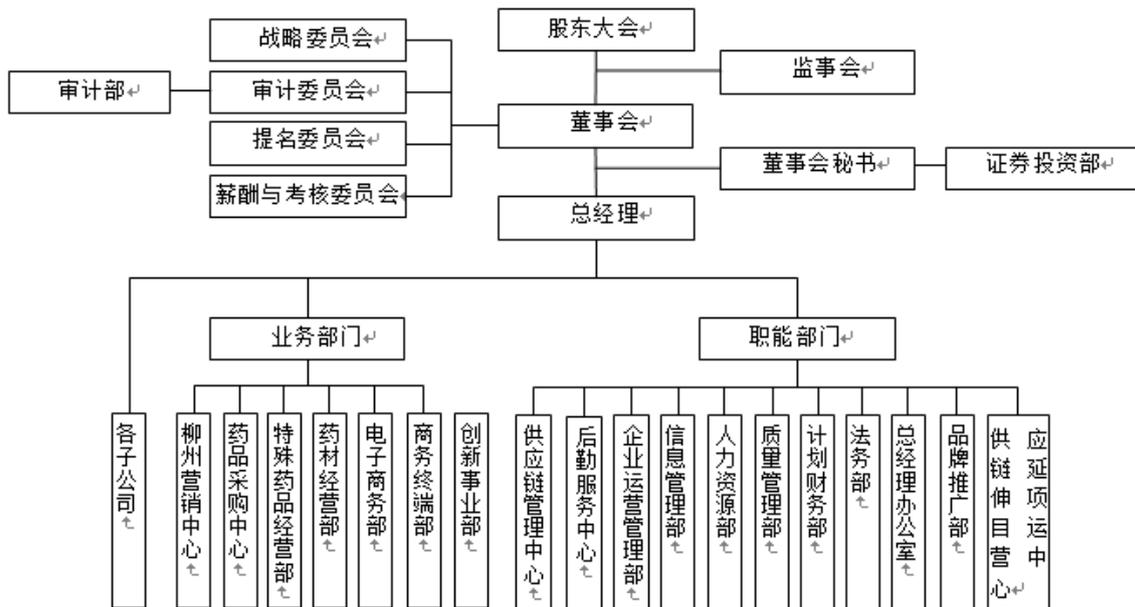
公司与实际控制人关系图



注：根据柳药股份提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）。

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 2020 年 3 月末）。

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	2019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	22.61	39.12	130.05	4.83	-0.25	5.81	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	1.00	2.73	14.45	1.11	1.22	1.40	
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	10.80	2.54	43.21	0.85	41.79	1.45	
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	0.29	0.42	7.08	0.10	5.77	0.10	
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	0.42	0.35	11.04	0.16	6.48	0.17	
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	—	0.22	4.64	0.06	4.02	0.08	
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	2.48	0.21	3.61	0.05	0.04	0.06	
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	—	0.15	2.36	0.02	1.94	0.03	
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	—	0.16	4.83	0.05	0.17	0.06	
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	—	0.26	2.86	0.08	0.07	0.11	
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	0.17	1.05	1.91	0.97	0.42	1.31	
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	—	0.16	3.18	0.05	3.37	0.07	

注：根据柳药股份 2019 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]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	75.54	97.73	119.58	133.61
货币资金 [亿元]	10.74	12.41	19.15	21.11
刚性债务[亿元]	9.15	23.17	35.58	49.15
所有者权益[亿元]	35.69	40.47	46.58	50.10
营业收入[亿元]	94.47	117.15	148.57	36.16
净利润[亿元]	4.28	5.68	7.65	1.99
EBITDA[亿元]	5.59	7.73	10.99	—
经营性现金净流入量[亿元]	-3.33	0.22	4.13	-7.07
投资性现金净流入量[亿元]	-5.55	-6.49	-0.63	-5.19
资产负债率[%]	52.76	58.59	61.05	62.50
权益资本与刚性债务比率[%]	389.99	174.66	130.91	101.92
流动比率[%]	172.85	153.40	146.87	155.10
现金比率[%]	31.07	24.79	33.20	33.27
利息保障倍数[倍]	26.75	13.29	9.02	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	171.82	179.11	174.08	—
毛利率[%]	9.61	10.76	12.15	12.66
营业利润率[%]	5.36	5.69	6.03	6.43
总资产报酬率[%]	7.58	8.29	9.36	—
净资产收益率[%]	12.57	14.92	17.57	—
净资产收益率*[%]	12.01	14.40	16.68	—
营业收入现金率[%]	92.54	96.01	111.90	84.63
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-9.63	0.49	6.82	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-25.27	-12.90	5.37	—
EBITDA/利息支出[倍]	28.55	14.30	9.74	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.76	0.48	0.37	—

注：表中数据依据柳药股份经审计的 2017~2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、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/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。