

# 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（2021）

---

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：田梦婷 mtian@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021年06月25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](http://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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 1475 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<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；

维持“九州转债”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十五日

**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+**。中诚信国际肯定了跟踪期内公司行业地位突出、销售网络覆盖全国、现代医药物流技术先进、新兴业务快速发展、盈利水平和经营获现水平大幅提升、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的有力支持，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、受业务模式影响公司应收账款和存货规模较大且对营运资金形成占用、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）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	666.74	711.48	808.24	822.32
所有者权益合计（亿元）	203.82	219.68	256.17	263.46
总负债（亿元）	462.92	491.80	552.07	558.85
总债务（亿元）	304.01	314.14	359.99	358.99
营业总收入（亿元）	871.36	994.97	1,108.60	326.29
净利润（亿元）	13.81	17.81	33.85	7.90
EBIT（亿元）	27.20	35.58	53.61	--
EBITDA（亿元）	31.56	40.95	59.18	--
经营活动净现金流（亿元）	12.22	27.68	34.44	-24.22
营业毛利率(%)	8.63	8.75	8.97	7.80
总资产收益率(%)	4.58	5.16	7.06	--
资产负债率(%)	69.43	69.12	68.31	67.96
总资本化比率(%)	59.86	58.85	58.42	57.67
总债务/EBITDA(X)	9.63	7.67	6.08	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.55	3.16	5.57	--

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

#### 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，建立了全国规模最大的专业医药供应链服务平台。凭借较为完善的物流体系，其营销网络已覆盖全国，是少数几家全国性医药商业企业之一。

■ **行业地位突出，推进业务模式转型，新兴业务快速发展，收入规模继续扩大，盈利和经营获现水平提升。**公司是中国最大的民营医药流通企业，连续多年位列中国医药商业企业第 4 位。公司不断探索新的发展模式，发展总代总销以及自产业务、三

#### 同行业比较

2020 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(%)
南京医药	398.17	4.70	82.72	234.10	79.41
重庆医药	452.20	11.70	116.39	415.33	78.29
九州通	1,108.60	33.85	84.35	808.24	68.31

注：“南京医药”为“南京医药股份有限公司”简称；“重庆医药”为“重庆医药（集团）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	上次评级时间	发行金额（亿元）	存续金额（亿元）	存续期	特殊条款
九州转债	AA+	AA+	2020/6/3	15	14.99	2016/01/15~2022/01/15	回售、赎回

方物流业务等新兴业务，推进传统业务向平台化、互联网化、数字化转型，促进 2020 年营业收入继续保持增长，盈利水平和经营获现水平提升。

■ **融资渠道畅通。**公司为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通，2020 年发行优先股进一步增强了资本实力；同时银行授信额度充足，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。

■ **存货和应收账款规模较大且持续增加，对资金形成占用。**受医药流通行业自身特点及医院纯销规模扩大等影响，公司应收账款和存货呈逐年增长态势，不过其增幅均低于收入增幅，截至 2021 年 3 月末应收账款占总资产比重升至 36.42%，存货规模亦增至 153.43 亿元，均对资金形成一定占用，中诚信国际将对其回收和周转情况保持关注。

■ **总债务规模保持增长，短期债务占比高。**随着业务规模的扩大，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持续下降，但仍处于较高水平；同期末短期债务占比在 90% 以上，且未来保持一定规模的投资支出，面临短期偿债压力。

#### 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、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12月末，本期债券累计共有828,000万元转换成公司股票，累计转股数为44,508股，尚未转股的可转债金额占可转债发行总额的99.9448%。截至2020年末公司已按照募集说明书约定的用途使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3月出口增速虽有

回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央

财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

**医药行业运行态势整体良好，近年来各项医改政策及实施细则密集出台，有利于提升行业规范化程度，并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏**

## 观环境

随着经济增长和人口老龄化的加快，我国医药行业持续发展，根据国家统计局的数据显示，2020 年医药工业整体经济平稳运行，全国医药工业规模以上企业实现营业收入 27,960.3 亿元，同比增长 7.0%；实现利润总额 4,122.9 亿元，同比增长 19.3%。医药工业的 10 个子行业中，除化学药品制剂、中药饮片加工和中成药外，其它 7 个子行业营业收入和实现利润均实现正增长。

**中诚信国际认为，**随着“4+7”扩面、新版医保目录、重点药品监控、新版药品管理法以及药品优先审批政策等一系列重磅政策法规的发布，通过医保、医药和医疗的联动，医药行业改革进一步推进与深化。近年来，新医保目录调整及药品集采落地和扩面等，使得药品费用显著降低；同时，一致性评价范围扩大等政策，有助于整体提升仿制药品质量，加速原研药替代。预计未来行业将向鼓励研发创新并向治疗性品种倾斜的方向发展。随着医药行业调控力度的不断加强，行业规范化程度或将进一步提高，为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。

表 1：2019 年以来医改重要政策一览

发布时间	部门	政策名称	政策概述	对行业影响
2019年1月	国务院	《关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	进行带量采购，量价挂钩，以量换价，形成药品集中采购价格。通过招标、议价、谈判等不同形式确定集中采购品种。	药价明显降低，降低企业交易成本，引导医疗机构规范用药，探索完善药品集中采购机制和以市场为主导的药品形成机制。
2019年7月	国家卫健委	《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》	制定省级和各医疗机构目录；重点监控目录内药品的临床应用；加强目录外药品的处方管理；加强药品临床使用监测和绩效考核。	辅助用药将受到极大限制，目录内药品将被严格管理。
2019年9月	国家医保局	《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》	在全国范围内推广国家组织药品集中采购和使用试点集中带量采购模式。	使全国符合条件的医疗机构能够提供质优价廉的试点药品，进一步降低群众用药负担。
2019年10月	国家卫健委等	《第一批鼓励仿制药目录》	纳入目录的品种有33个，包括多种抗癌药、帕金森药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等，属于国内专利到期和即将到期、尚没有提出注册申请，或临床供应短缺（竞争不充分）以及企业主动申报的药品。	有利于促进仿制药研发。提高药品供应保障能力。
2019年10月	国家药监局	《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》	对参比制剂、处方工艺技术、原辅包质量控制技术、质量研究与控制技术、稳定性研究技术、特殊注射剂一致性评价、改规格注射剂、药品说明书、药品标准、无开展一致性评价的品种等多个方面明确了相关要求。	有助于提升注射剂仿制药的质量水平，促进产业升级和结构调整。
2019年11月	国家发改委	《产业结构调整指导	在医药领域，鼓励类目8项，包括儿童药、短缺药的	推动制造业高质量发展，

		目录(2019年本)》	开发和生产, 重大疾病防治疫苗、抗体药物、基因治疗药物、细胞治疗药物、重组蛋白质药物、核酸药物, 数字化医学影像设备、人工智能辅助医疗设备、高端放射治疗设备等; 限制类目6项, 包括新建紫杉醇(配套红豆杉种植除外)、植物提取法黄连素(配套黄连种植除外)生产装置等。淘汰类目13项, 包括铅锡软膏管、单层聚烯烃软膏管(肛肠、腔道给药除外)等。	引导产业升级转型。
2019年11月	国家医保局、人力资源社会保障部	《关于将2019年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》	2019年《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》共收录药品2,709个, 与2017年版相比, 调入药品218个, 调出药品154个, 净增64个。	医保目录药品结构明显优化, 保障能力显著提升; 药品费用显著降低; 突出鼓励创新的导向。
2019年12月	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《全国药品集中采购文件》	第二批国家组织药品集中采购和使用工作正式启动, 此次参与带量采购的共有33个药品品种, 50个品规。	2019年9月起, 中标药品从11个试点城市向全国扩容, 25个中标药品在原来的降价基础上平均再降25%。
2020年3月	国务院	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	提出“1+4+2”的总体改革框架, “1”是力争到2030年, 全面建成以基本医疗保险为主体, 医疗救助为托底, 补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的多层次医疗保障制度体系; “4”是健全待遇保障、筹资运行、医保支付、基金监管四个机制。“2”是完善医药服务供给和医疗保障服务两个支撑。	有助于进一步拓展、完善和深化医保制度改革。
2020年3月	国家药监局	2020新版《药品注册管理办法》和《药品生产监督管理办法》	全面落实药品上市许可持有人制度、优化审评审批工作流程、落实全生命周期管理要求和强化责任追究。	强化药品质量安全风险控制, 规范和加强药品监管, 保障药品安全、有效和质量可控奠定法治基础。
2020年7月	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《第三批国家组织药品集中采购》	第三批国家组织药品集中采购在上海开标, 此次采购共有189家企业参加, 产生拟中选企业125家, 拟中选产品191个, 采购规模达数百亿元。	此次拟中选产品平均降价53%, 最高降幅95%, 带量采购或将常态化。
2021年2月	国家组织药品集中采购和使用联合采购办公室	《第四批国家组织药品集中采购》	第四批国家组织药品集中采购在上海开标, 此次采购共有152家企业参加, 产生拟中选企业118家, 共纳入45种药品, 拟中选产品158个。	此次拟中选药品平均降价52%, 最高降幅96%, 国家集采范围将持续扩大, 进一步保障临床用药需求。

资料来源: 公开资料整理

## 医药流通行业稳定发展, 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稳步增长。根据《中国药品流通行业发展报告(2020)》数据, 2019年全国七大类商品销售总额(含税值)23,667亿元, 扣除不可比因素同比增长8.6%, 增速同比上升0.9个百分点; 其中药品零售市场销售额4,733亿元, 扣除不可比因素同比增长9.9%, 增速同比上升0.9个百分点。

近年来, 国家出台了一系列如“两票制”、“营改增”、国家集中带量采购、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。2019年国家集中带量采购政策已在全国陆续实施和深化, 以量取价的销售模式进一步压缩了流通企业的利润空间, 大型流通企业的规模优势将得以体现, 未来行业集中度或将进一步提升, 中诚信国际将持续关注医改政策对医药流通企业的影响。

表 2: 2020 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	中国医药-重庆医药联合体
6	广州医药有限公司
7	深圳市海王生物工程股份有限公司
8	南京医药股份有限公司

9	华东医药股份有限公司
10	安徽华源医药集团股份有限公司

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。截至 2019 年末，药品零售连锁率为 55.80%，同比提高 3.6 个百分点，前 100 位的药品零售企业销售总额 1,653 亿元，占零售市场总额的 34.9%，同比上升 1.5 个百分点，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，国家和金融机构出台一系列政策和措施为医药企业提供良好的行业发展环境和融资环境，此次疫情对医药行业的信用水平和未来发展起到一定正面影响**

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，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，

疫情相关产品的医药工业和医药流通市场规模大幅增长，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，推进业务模式转型，积极拓展各渠道市场，推进总代理总经销以及医疗器械、医药电商等业务，各渠道销售保持增长态势，规模继续扩大**

公司为中国最大的民营医药流通企业，不断推进传统业务向平台化、互联网化、数字化转型，其面向药械生产企业和代理商等上游供应商和各级医院、基层医疗机构、连锁及单体药店、互联网电商平台、互联网医疗平台和下游医药分销商（准终端）等下游客户，分别为其提供全渠道数字化分销服务及全品类“一站式”数字化供应链服务解决方案。建成了可以覆盖全国的六大平台，包括产品营销平台、物流共享平台、电商及信息化运行平台、财务共享平台、供应链增值服务平台和生态投融资平台。

物流体系建设方面，2020 年以来公司新增 2 个地市级物流中心布点，截至 2021 年 3 月末，其已在全国布局了 31 家省级医药物流中心和 106 家地市级物流中心，总建筑面积 393 万平方米；拥有自有物流车辆 1,785 台；符合 GSP 标准的冷库 518 个，冷库面积 4.4 万平方米（容积 10 万立方米），冷藏车 430 多台，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。

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。依托物流方面的优势，公司拓展三方和四方物流业务，2020年三方物流业务实现收入同比增长67.95%至3.05亿元。

同时，为满足业务持续发展的需求，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75.70亿元，截至2021年3月末已完成投资37.29亿元；此外，公司主要拟建项目预计总投资5.50亿元，包括内蒙古原址重建和青海九州通开发项目。上述项目建设后将进一步提升其物流配送能力，不过其项目建设进度及资金匹配情况需加以关注。

**表3：2021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	2021.4~12 计划投入
天津国际医药健康城项目	1.50	0.72	0.03
山东九州通搬迁项目	9.00	3.68	1.70
淄博九州通开发项目	1.50	0.49	0.18
唐山九州通开发项目	1.50	1.01	0.71
泸州九州通开发项目	2.00	0.58	0.01
陕西九州通开发项目	5.00	2.04	0.07
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	3.16	0.38
大连九州通开发项目(物流)	1.10	0.64	0.02
河南九州通搬迁项目	6.00	3.85	0.61
海南九州通开发项目	1.50	1.27	0.004
湖北九州通健康城项目	25.00	15.09	3.38
广西九州通搬迁项目	2.00	1.13	1.03
湛江九州通开发项目	2.00	0.70	0.08

河北九州通开发项目	3.00	0.95	1.26
宁夏九州通开发项目	2.50	0.50	0.26
徐州九州通开发项目	3.00	0.39	0.26
广州九州通开发项目	6.00	0.84	1.91
<b>合计</b>	<b>75.70</b>	<b>37.29</b>	<b>11.59</b>

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，分销产品包括药品、保健品、中药饮片、医疗器械、计生用品等，2020年末经营的品种品规增至443,863个（包括总代总销业务及公司工业自产品种），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，公司已经与一万四千余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，亦不断向创新药、高端仿制药的经销业务拓展。随着带量采购的推进，公司推进获取中标品种的配送权，2020年在30个省区获得厄贝沙坦片（华海）、蒙脱石散（浙江海力生）、氟康唑片（科伦）等中标药品配送权，获得区域独家配送权的区域154个，其中中标品种省级区域独家配送权的省份合计37个。同时其积极以总代总经销的方式承接落标品种等，截至2020年末，公司总代总经销药品品规1,239个，同比增加126个，当年实现收入47.55亿元，同比增长28.52%；总代总经销器械320个，当年实现收入69.64亿元，同比增长13.36%。

依托完善的医药物流体系和营销网络，公司已实现全终端渠道覆盖。2020年，公司继续拓展城市公立医院及县级公立医院市场，第一终端业务收入同比增长13.51%；截至年末，覆盖城市公立医院增至7,480家、覆盖率约60%，县级公立医院3,428家，覆盖率约30%。公司加强百强连锁战略合作，依托品种、品牌、技术与物流等资源优势，大力拓展连锁药店和单体药店业务，2020年公司对零售药店批发客户的销售同比增长较快；截至年末，公司

有效连锁药店客户增至 5,337 家，其中百强零售连锁和区域 500 强连锁企业均是公司客户，覆盖率 100%；单体药店客户覆盖药店总数达 170,126 家。公司新签约 12 家民营医院集团，已全部投入运营，截至年末共签约 87 家民营医院集团，基层医疗机构有效客户增至 159,189 家，覆盖率约 16%；民营医院有效客户数达 9,175 家，覆盖率约 40%；受疫情影响，公司在基层医疗机构、民营医院与诊所等基层医疗卫生机构收入同比仅增长 3.42%。公司 FBBC 电商平台为药店、民营门诊提供一站式采购服务，平台经营 1 万多家供应商的 20 多万个品规，动销品规超过 1.3 万个。截至 2020 年末，平台注册用户超过 20 万户，活跃用户 19.1 万户，已成为目前医药行业最大的自营 B2B 平台；当年公司 B2B 电商业务销售收入略降 2.12% 至 127 亿元，电商渠道业务占比超过公司整体业务 10%，已成为公司重要的业务渠道。同时，公司依然是下游医药经销商最重要的供应商，2020 年对下游医药经销商的销售收入同比增长 7.69%；得益于疫情期间出口业务大幅增长以及向政府部门、企事业单位、商超等非医药类主体防护类产品销售增长，2020 年公司在商超及其他渠道销售收入同比增长 32.34%。此外，公司还覆盖京东、阿里、平安好医生、叮当、康爱多、泉源堂、壹号、合纵、德开、药师帮、小药药等互联网平台客户。

**表 4：公司医药批发主要渠道收入情况（亿元）**

	2020	同比增长
第一终端（城市公立医院和县级公立医院）	275.88	13.51
第二终端（连锁药店和单体药店）	218.04	25.42
第三终端（基层医疗机构和民营医疗机构）	95.75	3.42
B2B 电商业务	127.00	-2.12
下游商业分销渠道	326.55	7.69
商超及其他渠道	44.64	32.34

资料来源：公司提供

### 推进零售业务线上线下一体化发展，零售规模不断增大

医药零售业务是公司业务的重要组成部分，2020 年依托供应链与客户资源优势，启动并大力拓

展“万店联盟”项目计划，年末“万店联盟”项目已签约门店 1,123 家；同时公司拓展智慧药房业务，为实体医院互联网平台及互联网医疗平台提供“云药房”服务，通过“智药云”系统与线上医疗平台及医保部门对接，提供患者处方药品供应功能；公司还大力拓展 DTP 药房、医院药房和院边店业务，截至年末已完成 26 个包括 DTP 药房、重症慢病医保店、医院药房和院边店等专业药房建设运营。截至 2020 年末，公司好药师零售药店增至 1,168 家，其中直营店 224 家，加盟店 934 家，医院药房 10 家。当年公司零售业务实现收入 20.31 亿元，同比增长 11.22%。

### 医药工业板块业务保持稳定发展，整体竞争力有待提高

公司医药工业主要分为化药和中药两大板块，其中化药板块主要产品包括抗生素、糖尿病和心血管系列药品，2020 年其着重开发体系外市场，针剂类产品销量提升明显；当年二甲双胍片（0.25g）通过一致性评价并中标全国第三批药品集中采购，上述因素带动下，西药工业收入同比增长 6.86% 至 2.64 亿元。中药板块拥有普通饮片、精制饮片、直接口服饮片、毒性饮片、参茸贵细、药食同源特色的产品线，形成了“研究-种植-生产-营销-大健康服务”的全产业链条，拥有多个系列产品品牌共 5,041 个品规，依托中药供应链资源优势及完善的物流配送体系，2020 年中药工业销售同比增长 8.22% 至 14.52 亿元。此外，公司在药品和医疗器械方面不断发展自有品牌的贴牌业务，截至 2020 年末，贴牌药品包括片剂、胶囊、口服液、复方颗粒产品等共 370 个品规，器械包括两大自有品牌涉及 381 个品规，当年器械自有品牌销售同比增长 157.98% 至 0.90 亿元。公司医药工业业务保持增长态势，但整体体量仍较小。

### 财务分析

以下分析基于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 2018~2020

年审计报告及和未经审计的 2021 年一季报。2018~2020 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。

### 公司收入和盈利保持增长，加之费用管控能力的提高、所投公司上市、资产处置收益等令 2020 年净利润大幅增长，但当年参股公司上市带来的公允价值变动收益和资产处置利得占利润总额增幅的一半以上，应持续关注所投资公司股价变动带来的利润波动

医药批发及相关业务是公司的主要收入贡献板块，占公司主营业务收入的 95% 以上，受益于各渠道市场的持续拓展、总代总销及医疗器械等规模的不断扩大等，2020 年公司医药批发及相关业务持续增长。医药零售、医药工业、医疗健康及技术服务等板块收入亦有不同程度提高，但其占公司主营业务收入比重较低。受益于高毛利品种收入增加较多，当年公司营业毛利率亦同比提升。

表 5：公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

收入	2018	2019	2020
医药批发及相关业务	834.52	958.31	1,067.44
医药零售	19.60	18.26	20.31
医药工业	15.45	15.89	17.16
医疗健康及技术服务及其他	1.79	2.51	3.69
<b>营业总收入</b>	<b>871.36</b>	<b>994.97</b>	<b>1,108.60</b>
	2018	2019	2020
医药批发及相关业务	8.05	8.23	8.24
医药零售	18.93	18.23	26.17
医药工业	23.74	22.87	26.38
<b>营业毛利率</b>	<b>8.63</b>	<b>8.75</b>	<b>8.97</b>

注：因四舍五入，合计数可能存在尾差。

资料来源：公司提供

受经营规模扩大以及加大研发投入影响，2020 年，公司以销售费用和管理费用为主的期间费用进一步增加，但受益于与疫情相关的贷款的优惠利率及营业总收入增幅更大，公司期间费用率略有下降；2021 年第一季度，公司期间费用率持续小幅下降。受益于收入的提升及期间费用的有效管控，公司经营性业务利润同比持续增长。2020 年公司以应收账款及其他应收款减值损失和存货跌价损失为

主的资产减值损失一定程度上侵蚀了利润总额，但 2016 年投资的爱美客技术发展股份有限公司（以下简称“爱美客”，上市后公司持股比例 1.924%）于 2020 年 9 月在深交所挂牌上市后形成的公允价值变动收益及取得土地处置补偿收益等则共同促进当年利润总额、净利润同比增长 20.17 亿元、16.04 亿元，增幅较大。中诚信国际认为，爱美客的股价波动存在不确定性，对公司业绩的未来影响亦存在不确定性。公司 EBIT 和 EBITDA 随利润总额和折旧等增加而增长，令当年 EBITDA 利润率和净资产回报率同比上涨，公司盈利能力提升。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	28.18	31.35	35.42	9.06
管理费用	18.95	20.34	22.80	6.50
财务费用	8.67	12.35	9.85	3.10
期间费用合计	55.81	64.04	68.07	18.65
期间费用率	6.40	6.44	6.14	5.72
经营性业务利润	18.31	22.63	30.94	7.29
资产减值损失	0.67	0.94	2.18	0.72
公允价值变动收益	0.05	-0.14	10.78	3.18
资产处置收益	0.07	0.07	2.58	0.03
利润总额	18.31	23.17	43.34	10.23
净利润	13.81	17.81	33.85	7.90
EBIT	27.20	35.58	53.61	--
EBITDA	31.56	40.95	59.18	--
EBITDA 利润率	3.62	4.12	5.34	--
净资产回报率	13.63	16.80	22.53	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司资产和负债规模持续增长，较大规模的应收账款和存货对资金造成一定占用；随着业务规模扩大，债务规模持续上涨，且短期债务占比高；受益于所有者权益的较大增幅，财务杠杆比率持续下降

随着公司业务规模的扩大等，总资产规模持续扩大，且以流动资产为主，截至 2021 年 3 月末，公司流动资产占总资产比重为 80.92%。2020 年末公司货币资金同比大幅增长，主要系经营获现能力增强所致，年末公司货币资金受限 66.27 亿元，主要为承兑和信用证保证金及监管账户，受限比例为 44.75%，受限比例较高；2021 年一季度销售回款较少令期末货币资金减少较多。由于销售规模不断增

长、医疗机构收入增加等，公司应收账款持续增长，截至 2020 年末，公司前五名应收账款汇总金额为 6.71 亿元，占总余额的 2.63%，较为分散；同时公司采取保理及发行资产支持专项计划等加快应收账款的回收，当年因上述措施而终止确认应收账款 58.40 亿元。2021 年一季度公司应收账款持续增长，截至 3 月末，应收账款占流动资产比重为 45.01%，对资金形成占用；其他应收款主要由医院客户保证金和供应商折让构成，2020 年随收入增加而持续增长；存货以库存商品为主且呈逐渐增长的态势。非流动资产方面，公司固定资产随经营规模增加而逐年增长；长期股权投资主要由湖北金融租赁股份有限公司、重庆太极实业（集团）股份有限公司、湖北通瀛股权投资基金合伙企业（有限合伙）、湖北共创医药有限公司等的股权投资构成，2020 年以来保持稳定增长；其他非流动金融资产主要为投资爱美客股权，2020 年上市后公允价值变动令其期末价值不断增加；公司的无形资产主要由土地使用权构成，2020 年末持续保持增长，主要系公司购置 0.67 亿元的土地使用权、以及运维数据产品开发的外购项目和自研项目投入使用后结转为无形资产 0.64 亿元所致。

公司总负债以有息债务和应付账款为主且逐年增长，2020 年末有息债务同比大幅增长，主要系公司业务规模扩大、经营资金需求增加令当年增加银行借款和应付票据等所致。有息债务中，短期债务占比超过 90%，债务结构亟待调整；采购总额的增加亦推动应付账款持续增长，上述因素共同推升公司的总负债规模。

受益于利润积累等，2020 年以来公司所有者权益保持增长。当年公司通过先后非公开发行两期优先股 20 亿元、赎回永续债 16.84 亿元，令其他权益工具投资同比增长 2.99 亿元。2020 年公司加上回购股份支付资金 3.00 亿元（不含交易费用）后，共计分配现金股利 12.14 亿元，分红比例较高。受益于所有者权益的增大，2020 年以来公司资产负债率和总资本化率小幅降低。

**表 7：公司主要资产、负债及资本结构情况（亿元、%）**

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	127.00	121.71	148.09	118.56
应收账款	207.15	229.13	250.77	299.48
应收票据	13.80	15.35	21.86	15.42
其他应收款	43.94	46.09	52.45	47.11
存货	138.91	140.72	147.75	153.43
流动资产合计	570.57	589.03	661.50	665.39
固定资产	51.84	53.61	57.31	56.88
长期股权投资	15.15	16.83	17.68	18.00
其他非流动金融资产	2.06	2.02	12.70	16.17
无形资产	12.80	21.98	22.57	22.38
总资产	666.74	711.48	808.24	822.32
短期债务	287.75	286.90	327.94	340.01
总债务	304.01	314.14	359.99	358.99
短期债务/总债务	94.65	91.33	91.10	94.71
应付账款	106.93	122.79	131.38	141.49
总负债	462.92	491.80	552.07	558.85
其他权益工具	31.24	21.27	24.26	24.26
所有者权益合计	203.82	219.68	256.17	263.46
资产负债率	69.43	69.12	68.31	67.96
总资本化比率	59.86	58.85	58.42	57.67

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产流动性方面，2020 年由于公司存货周转效率和应收账款周转率提升，现金周转天数降至 84.35 天。

**表 8：近年来公司主要周转率指标（次、天）**

	2018	2019	2020
应收账款周转率	5.00	4.56	4.62
存货周转率	6.11	6.49	7.00
应付账款周转率	7.70	7.90	7.94
现金周转天数	85.09	88.91	84.35

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 盈利提升以及获现能力增强令 2020 年偿债能力整体提升

受益于公司盈利提升以及采用保理等手段促进销售回款，2020 年公司经营活动净现金流保持增长；2021 年一季度，受医药流通过行业结算特点等影响，购买商品等现金支出使得经营活动现金流呈净流出状态。2020 年公司虽然通过处置资产以及赎回理财产品使投资活动现金流入增多，但同期构建固定资产、无形资产等支付的现金及申购理财产品支付的现金同比增长，令投资活动现金持续净流出且保持一定规模；2021 年一季度申购理财产品支付的现金较少，令投资活动现金净流出规模较低。2020

年公司筹资活动现金净流出同比大幅下降，主要系公司当年偿还债务、分配股利、利润或偿付利息支付的现金同比大幅降低所致；2021年第一季度公司筹资活动现金流转为净流入。

2020年公司盈利能力和经营获现能力增强令各项偿债指标均有所强化。此外，融资成本降低亦令EBITDA和经营活动净现金流对利息的覆盖能力同比增强；总债务规模增速低于EBITDA增速令相关偿债指标有所强化；货币资金同比增速大于短期债务令货币资金对短期债务的覆盖能力有所增强，但仍无法完全覆盖。受公司现阶段业务模式的影响，2021年第一季度经营活动现金流转负以及短期债务规模持续增长令相关偿债指标有所弱化。

**表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	12.22	27.68	34.44	-24.22
投资活动净现金流	-15.18	-12.40	-12.75	-4.43
筹资活动净现金流	22.51	-28.42	-1.84	1.94
EBITDA 利息保障倍数	3.55	3.16	5.57	--
经营活动净现金流/利息支出	1.37	2.13	3.24	--
总债务/EBITDA	9.63	7.67	6.08	--
经营活动净现金流/总债务	0.04	0.09	0.10	-0.27*
货币等价物/短期债务	0.49	0.43	0.52	0.39

注：带\*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从存续债分布来看，截至报告出具日，公司2021年无债券到期。

**表 10：截至报告出具日公司存续债到期分布情况（亿元）**

	2021	2022	2023
到期金额	-	14.99	2.00

注：假设永续债到期赎回，可转债不转股。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

### 充足的备用流动性和畅通的融资渠道为偿债提供支持；控股股东股权质押比例持续下降

银行授信方面，截至2021年3月末，公司共获得授信总额507.17亿元，其中未使用额度为188.42亿元，同比均有所增加。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，2020年公司完成非公开发行两期优先股，融资20亿元。

受限资产方面，受限资产方面，截至2020年末，公司受限资产账面价值为84.74亿元，其中货币资金66.27亿元，受限资产占期末总资产的比重为10.48%。

股权质押方面，截至2021年6月10日，公司控股股东楚昌投资及一致行动人累计质押4.33亿股，占其所持股份比例为47.79%，占公司总股本的23.11%，质押比例持续下降，中诚信国际将对公司股权质押情况保持持续关注。

截至2020年末，公司无对外担保、不存在重大法律诉讼或仲裁事项。

**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2021年5月11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一般；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**

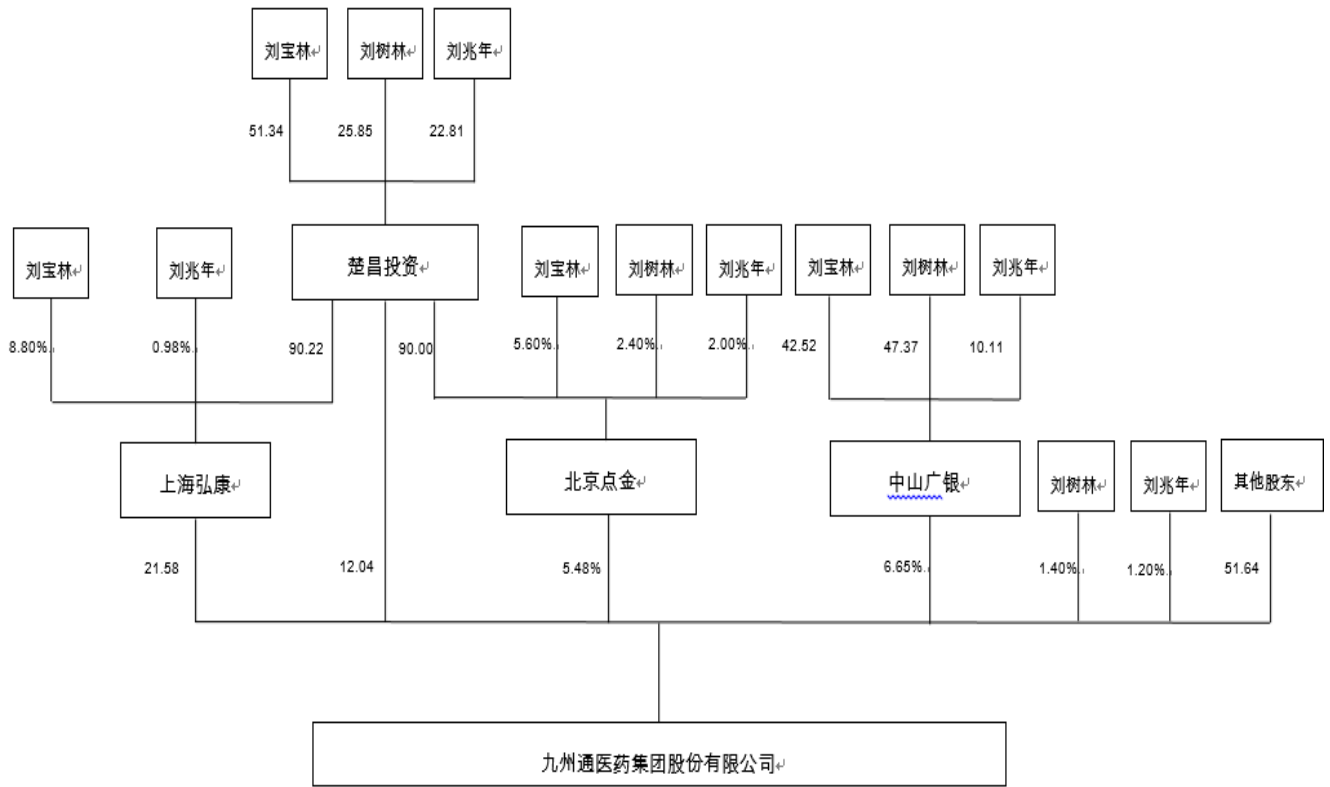
公司控股股东为楚昌投资，实际控制人为自然人刘宝林，其通过楚昌投资下属企业从事药品流通、医药制造、精细化工、水产品加工、农牧业和房地产等业务，其中非医药业务整体规模较小，九州通为其控制的最核心企业，其对公司的支持意愿很强。实际控制人通过参与定增、认购发行债券、为融资提供担保等方式为公司经营发展提供了支持，但其自身资源及对当期政府和金融机构等资源协调能力一般。同时，疫情期间，公司作为武汉市和湖北省防控新冠疫情指挥部指定的医疗物资保障单位，在贷款及发债等融资方面享受一定的优惠利率和贴息政策支持，2020年公司在疫情期间共获

得各机构优惠融资支持资金 98.60 亿元。

## 评级结论

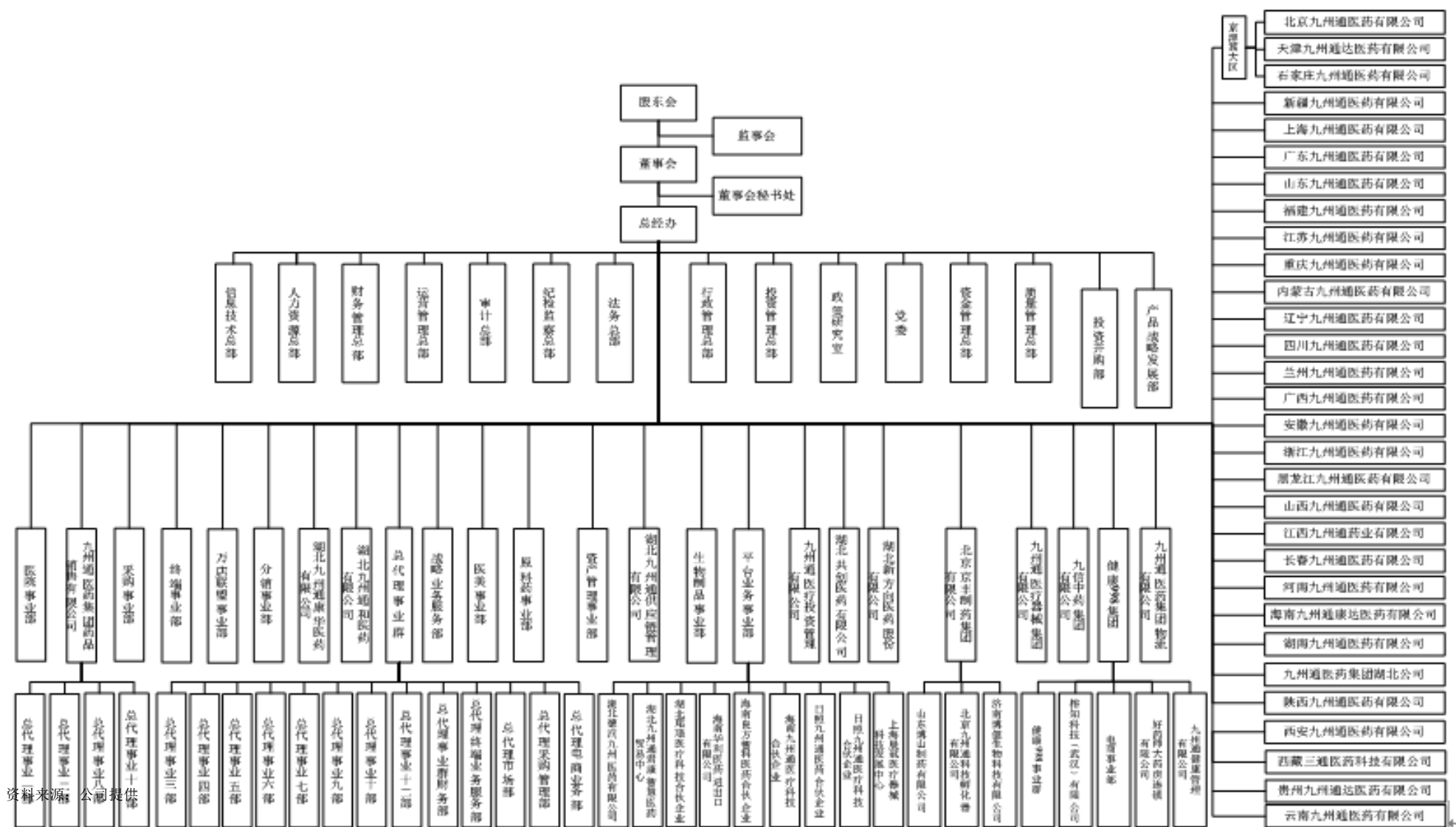
综上所述，中诚信国际维持九州通医药集团股份有限公司的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“九州转债”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

## 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 2021 年 3 月末）



### 主要子公司

	直接持股比例 (%)	业务性质
山东九州通医药有限公司	100	医药批发
九州通医疗器械集团有限公司	77.54	医疗器械批发
河南九州通医药有限公司	100	医药批发
北京九州通医药有限公司	97.26	医药批发
广东九州通医药有限公司	100	医药批发



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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	1,269,951.74	1,217,133.92	1,480,925.06	1,185,623.53
应收账款净额	2,071,549.20	2,291,320.11	2,507,700.30	2,994,785.25
其他应收款	439,364.95	460,879.42	524,474.37	471,061.97
存货净额	1,389,120.21	1,407,154.89	1,477,522.59	1,534,317.55
长期投资	180,708.03	256,169.93	372,311.27	416,505.22
固定资产	518,394.10	536,094.98	573,111.95	568,834.22
在建工程	84,427.15	114,431.44	168,204.29	190,405.72
无形资产	128,030.14	219,800.23	225,741.04	223,753.06
总资产	6,667,425.34	7,114,776.50	8,082,384.37	8,223,159.91
其他应付款	351,021.20	363,430.11	355,558.61	357,836.42
短期债务	2,877,548.99	2,868,995.40	3,279,429.59	3,400,136.62
长期债务	162,557.57	272,367.82	320,491.85	189,771.94
总债务	3,040,106.56	3,141,363.21	3,599,921.44	3,589,908.56
净债务	1,770,154.82	1,924,229.30	2,118,996.38	2,404,285.03
总负债	4,629,225.13	4,918,005.76	5,520,687.98	5,588,541.00
费用化利息支出	88,912.18	124,045.01	102,744.41	--
资本化利息支出	-	5,609.64	3,442.50	--
所有者权益合计	2,038,200.21	2,196,770.75	2,561,696.39	2,634,618.92
营业总收入	8,713,635.86	9,949,707.74	11,085,951.41	3,262,893.17
经营性业务利润	183,084.85	226,261.21	309,382.39	72,914.19
投资收益	5,508.85	13,979.93	13,993.93	4,853.36
净利润	138,147.14	178,148.31	338,508.24	79,038.22
EBIT	271,992.35	355,789.86	536,146.24	--
EBITDA	315,624.23	409,462.72	591,808.85	--
经营活动产生现金净流量	122,202.32	276,787.30	344,388.41	-242,150.50
投资活动产生现金净流量	-151,826.27	-124,035.33	-127,488.27	-44,330.67
筹资活动产生现金净流量	225,078.26	-284,197.40	-18,353.94	19,418.51
资本支出	181,483.26	119,218.10	145,707.93	34,656.50
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	8.63	8.75	8.97	7.80
期间费用率(%)	6.40	6.44	6.14	5.72
EBITDA 利润率(%)	3.62	4.12	5.34	--
总资产收益率(%)	4.58	5.16	7.06	--
净资产收益率(%)	6.92	8.41	14.23	12.17*
流动比率(X)	1.29	1.28	1.29	1.25
速动比率(X)	0.98	0.98	1.00	0.96
存货周转率(X)	6.11	6.49	7.00	7.99*
应收账款周转率(X)	5.00	4.56	4.62	4.74*
资产负债率(%)	69.43	69.12	68.31	67.96
总资本化比率(%)	59.86	58.85	58.42	57.67
短期债务/总债务(%)	94.65	91.33	91.10	94.71
经营活动净现金流/总债务(X)	0.04	0.09	0.10	-0.27*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.04	0.10	0.11	-0.28*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.37	2.13	3.24	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	0.78	5.06	7.31	--
总债务/EBITDA(X)	9.63	7.67	6.08	--
EBITDA/短期债务(X)	0.11	0.14	0.18	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.55	3.16	5.57	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.06	2.74	5.05	--

注：1、2021 年一季报未经审计；2、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；3、将合同负债计入预收账款，将研发费用计入管理费用，将信用减值损失计入资产减值损失；4、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+租赁负债+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
	净资产回报率	=EBIT/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。