



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪078号

广州市香雪制药股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“广州市香雪制药股份有限公司2012年公司债券”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本次债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年五月十一日

广州市香雪制药股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告(2016)

发行主体	广州市香雪制药股份有限公司		
发行规模	人民币 5.4 亿元		
存续期限	5 年期：2012 年 11 月 13 日至 2017 年 11 月 13 日，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权		
上次评级时间	2015/06/17		
上次评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定

概况数据

香雪制药	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益(亿元)	17.10	18.71	35.46	35.85
总资产(亿元)	34.75	35.88	46.52	46.93
总债务(亿元)	11.97	12.46	5.72	5.98
营业总收入(亿元)	12.61	15.24	14.65	3.31
营业毛利率(%)	41.12	41.68	42.71	37.36
EBITDA(亿元)	3.08	3.66	3.76	-
所有者权益收益率(%)	10.01	11.57	5.69	4.00
资产负债率(%)	50.79	47.85	23.78	23.60
总债务/EBITDA(X)	3.89	3.40	1.52	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.65	4.13	4.42	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2016 年第一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

2015 年医药行业增速放缓，受市场竞争加剧和经销商去库存影响，广州市香雪制药股份有限公司（以下简称“香雪制药”或“公司”）医药制造板块业务规模呈现一定下滑，但受益于整合亳州市沪谯药业有限公司渠道资源，公司中药材板块收入规模得到进一步增长，且加之当年增资扩股的成功，公司自有资本实力得到增强，公司整体竞争实力依然很强。同时，中诚信证评也关注到药品价格管理趋严，市场竞争加剧等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

综上，中诚信证评维持香雪制药主体信用级别 **AA**，评级展望稳定，维持“广州市香雪制药股份有限公司 2012 年公司债券”信用级别 **AA**。

正面

- 医药行业发展前景仍保持良好。近年我国医药行业增速放缓，短期内景气度下降，但长期来看，随着中国医疗体系改革的推进，加上人口老龄化、城镇化等内生因素的驱动，未来医药行业的刚性需求将持续上升，行业发展前景较好。
- 中药材板块收入保持一定增长。公司通过整合生产资源、销售渠道和技术力量，利用沪谯药业较强的营销渠道进入医院终端市场，提升市场份额。2015 年公司中药材板块实现营业收入 3.95 亿元，较上年增长 15.37%。
- 公司资本结构稳健。得益于 2015 年增资扩股，公司自有资本实力增强。截至 2015 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 23.78% 和 13.90%，分别较上年下降 24.07 个百分点和 26.07 百分点，资本结构稳健。

分析师

胡辉顺 hlhu@ccxr.com.cn
廖文浩 whliao@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn

2016 年 5 月 11 日

关 注

- 药品价格管理趋严，目前已进入新一轮降价周期，政府分批分次对纳入新版医保目录的产品实施降价将不可避免；长期来看，为控制医疗卫生费用支出，药品价格将呈下降趋势，医药制造企业利润空间将受一定不利影响。
- 市场竞争加剧对公司业务的影响。2015 年，受市场竞争加剧和经销商调整库存影响，公司医药制药实现营业收入 9.34 亿元，较上年下降 10.02%，导致当年营业总收入出现一定下滑。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

本次债券募集资金使用情况

2012年11月13日，公司成功发行“广州市香雪制药股份有限公司2012年公司债券”，实际募集资金总额5.35亿元。截至2015年12月31日，公司本次债券募集资金使用情况符合《广州市香雪制药股份有限公司非公开发行公司债券募集说明书》的规定。

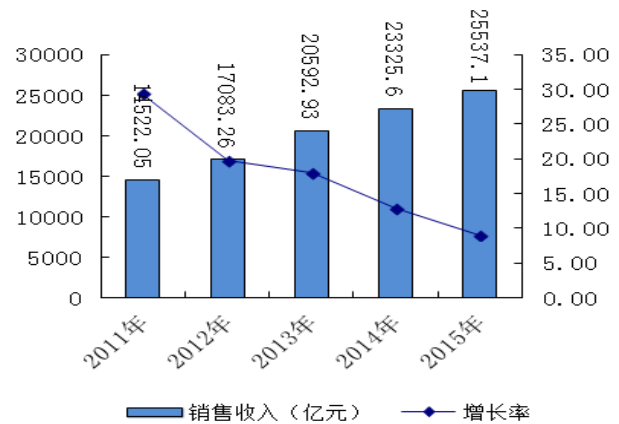
行业情况

医药制造业概况

随着经济的增长和人口老龄化的加快，我国医药制造业近年来迎来快速发展。根据国家统计局数据，截至2014年末，我国医药制造行业规模以上企业数量达到6,797家，较2011年末增加1,123家，年化复合增长率达6.20%；总资产规模达21,467.17亿元，较2011年末增长8,503.56亿元，年化复合增长率达18.31%。截至2015年6月末，我国医药制造行业规模以上企业数量达到7,000家，总资产规模达到22,424.71亿元，较2014年末均保持增长态势。

收入及盈利方面，近年来我国医药制造业收入及盈利规模保持快速增长。2014年我国医药制造业实现销售收入23,325.61亿元，较2011年增长8,803.56亿元，年化复合增长率达17.11%；利润总额2,322.20亿元，较2011年增长827.9亿元，年化复合增长率达15.83%。毛利率方面，2011~2014年我国医药制造业毛利率增长较平稳，起伏波动较小，2014年医药制造业毛利率为40.12%。2015年，我国医药制造业实现销售收入25,537.1亿元，同比增长9.1%，2011-2015年，中国医药制造业主营业务收入总额一直呈上涨的态势，但主营业务收入的增长率却一直动荡下滑，由2011年的29.4%下滑至2015年的9.1%。

图1：2011~2015年医药行业销售收入情况



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

细分行业方面，我国医药制造行业按照产品划分为化学原料药制造、化学药品制剂制造、中药饮片加工、中成药生产、兽用药品制造、生物药品制造、卫生材料及医药用品制造等子行业。其中化学药品原料药、化学药品制剂和中成药销售收入相对较高，占据重要地位，2015年上半年度上述三者医药制造业销售收入中的占比分别为18.54%、27.91%和23.83%；从盈利能力看，生物生化制品制造、化学药品制剂制造和中成药制造保持较高的销售利润率，2015年上半年度其销售利润率分别为13.12%、11.99%和10.81%，化学药品原药制造和中药饮片加工盈利能力明显偏低，2015年上半年度其销售利润率分别为7.34%和6.96%。

总体看，中国医药制造业近年来增速有所放缓，但仍处于较高水平。目前我国的医药行业与欧盟和北美国家相比尚处于成长阶段，医药企业在规模、资金和技术等方面较国际知名医药企业仍存在较大差距，行业未来仍有较大的增长空间。

医药行业关注

药企产品质量管理要求提升，环保监管趋严，有利于提升药企的国际竞争力

药品的不良反应和安全事故一直以来都是医药企业需要面临的主要风险之一。为提升医疗卫生用品质量、减少药品不良反应和事故的发生、促进医药行业规范化发展，2009年以来政府颁布多项政策，从修订认证制度、安全性再评价等方面加强监管，医药制造企业所面临的质量安全要求进一步提高。尤其是2011年1月17日，国家卫生部发布了《药品生产质量管理规范（2010年修订）》（以下

简称“新版药品 GMP”), 要求自 2011 年 3 月 1 日起施行, 新建药厂必须按新标准执行, 而现有药厂有 5 年过渡期。截至目前, 药监部门 GMP 飞行检查呈常态化发展, 已有众多药企 GMP 证书被收入。新版药品 GMP 吸收了欧美等发达国家的先进经验, 将通过加强质量管理的要求倒逼医药行业结构调整, 有利于改变我国现有制药行业多、散、小的行业格局, 促使我国制药行业的质量标准完全与国际接轨, 提升整个行业的国际竞争力。

规范药品定价相关政策的陆续出台对医药工业短期经营业绩增长构成一定压力, 但有助于推动我国医药工业的长期发展

多年来国家对于医药行业进行了持续的治理整顿, 大规模降低药价数十次, 但药价虚高问题仍然突出。2013 年国家发改委继续采取相关措施, 对药品价格进行监控。2013 年 7 月, 发改委对部分医药企业进行成本调查, 此举将对之后的医药价格规格作前期数据铺垫。2014 年 11 月 25 日, 国家发改委下发《推进药品价格改革方案(征求意见稿)》, 对药品价格形成机制进行改革, 取消药品政府定价, 通过医保控费和招标采购, 使得药品实际交易价格由市场竞争形成。同时对取消政府定价后的监管措施做了明确规定。整体来看, 发改委将从四个方面推进药价改革, 首先将探索以支付指导价格为核心的价格管理新形式, 包括制定支付指导价格作为医保支付的计费依据; 取消最高零售价格限制, 发挥市场竞争作用; 激发医疗机构降低药品采购价格的积极性; 其次将改进药品定价办法, 包括引入药物经济性评价和国际价格比较的定价方法, 对部分品种也可以探索谈判定价的方法; 第三将制定鼓励研发创新的价格政策, 包括从知识产权的角度对专利药和保密处方等实施鼓励政策, 从质量控制的角度对具有质量优势和通过一致性评价的药品实施有区别的价格政策; 第四将改进廉价药品价格管理方式, 利用价格杠杆鼓励廉价药品的生产供应。总体来看, 规范药品定价相关政策的陆续出台将会对医药工业短期经营业绩增长构成一定压力, 但有助于推动我国医药工业的长期发展。

OTC 市场发展较为快速, 反商业贿赂为 OTC 市场发展带来新一轮空间

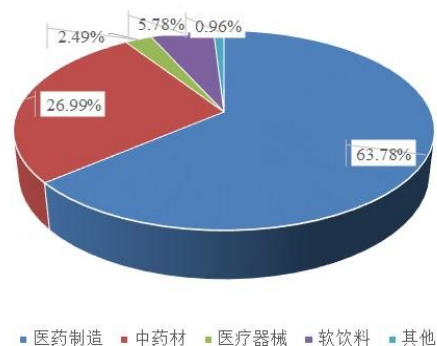
目前, 我国 OTC 零售市场规模大约为 2,000 亿元, 按照国际惯例, OTC 一般要占到一国医药市场的 30~40%, 而我国目前仅为 20% 左右, OTC 市场潜力巨大, 我国 OTC 行业目前处于较快速的发展阶段。

近年来反商业贿赂开始从供应链入手, 处方药销售工作进展困难。同时, 处方药产品受招投标影响很大, 而且招投标工作进展缓慢, 临床用药受限, 在无法参与招投标且销售指标压力巨大的情况下, 很多厂家选择走 OTC 之路, 这无疑更加拓宽了 OTC 市场发展空间。未来, OTC 将不再依靠广告拉动和漫天铺货, 精细化操作将成为趋势, 市场将更为向优质品牌和完善管理方面迈进。

业务运营

公司业务主要分成医药制造(含医药流通)、中药材、医疗器械和软饮料四个板块, 目前产品主要为抗病毒口服液、板蓝根颗粒、橘红系列和饮料汽水等。2015 年公司共实现主营业务收入 14.65 亿元, 同比下降 3.90%, 其中医药制造、中药材、医疗器械和软饮料板块收入占比分别为 63.78%、26.99%、2.49% 和 5.78%。

图 2: 公司 2015 年主营业务收入构成



资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

受医药行业整体景气度下降、市场竞争加剧和下游经销商调整库存多方因素影响, 公司医药制造板块销售出现一定下滑, 导致整体业务规模略有下降

公司 2015 年医药制造板块实现营业收入 9.34 亿元, 占全年营业收入的 63.78%, 较上年下降

10.02%。公司目前医药制造板块主要产品为抗病毒口服液、板蓝根颗粒和橘红系列，主要品牌为“香雪”。

生产方面，公司抗病毒口服液、板蓝根颗粒和橘红系列 2015 年产能分别为 36,960 万支、5,300 吨和 1,500 吨，全年实际产量分别达到 38,492 万支、2,122 吨和 1,751 吨，抗病毒口服液和橘红系列产能利用情况较好，但板蓝根颗粒产能利用情况有待提升。

表 1：2014~2015 公司主要药品产能以及产量情况

产品	产能		产量	
	2014	2015	2014	2015
抗病毒口服液（万支）	36,960	36,960	47,516	38,492
板蓝根颗粒（吨）	5,300	5,300	3,143	2,122
橘红系列（吨）	1,500	1,500	1,518	1,751

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

供应方面，公司医药制造板块主要原料有板蓝根和蔗糖等，2015 年公司板蓝根和蔗糖采购量较上年有所减少，主要系板蓝根颗粒产销量减少所致，同时原材料价格亦有所波动，但公司下游销售渠道建设较为完善，整体对成本上涨的转嫁能力较强。

表 2：2013~2015 年公司主要原料采购情况

单位：吨，元/吨

项目	2013		2014		2015	
	采购量	单价	采购量	单价	采购量	单价
板蓝根	4,193	9,480	4,042	10,420	2,851	10,020
蔗糖	4,803	4,950	4,660	4,310	4,985	4,570

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售渠道方面，近年来，随着公司市场拓展的推进，公司已基本实现广东省内零售终端市场全覆盖，并不断向广东省以外地区推进，目前已在广西、福建、湖南、黑龙江、河南等地设立了 30 多个联络点，并在长沙、武汉、郑州、哈尔滨等地设立办事处。公司主要采用经销商买断的方式进行销售，同时亦自建营销团队对“香雪”品牌进行推广，已取得良好的品牌知名度。

销量方面，受市场竞争加剧和销售调整库存影响，2015 年公司抗病毒口服液仅实现销售 37,208 万支，较上年下滑 20.84%；板蓝根方面，2015 年全国流感情况较为缓和，受此影响，公司当年板蓝根销量较上年有所减少，全年实现销量 2,012 吨，

较上年下降 34.53%；橘红系列方面，受益于广东地区医院的中标价有所提高，同时公司加强了价格管理和连锁渠道拓展，橘红系列实现量价齐升态势，全年实现销量 1,712 吨。

表 3：2013~2015 年公司产品销售情况

产品	销量		
	2013	2014	2015
抗病毒口服液（万支）	44,331	47,001	37,208
板蓝根颗粒（吨）	3,721	3,073	2,012
橘红系列（吨）	1,091	1,309	1,712

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司目前产能利用情况一般，原材料采购具有一定保障，“香雪”品牌已具有良好的知名度，全国性销售渠道继续得到完善，2015 年受行业整体景气度下降、市场竞争加剧和经销商调整库存等因素影响，医药制造板块收入规模出现一定下滑。

公司继续整合自身和沪谯药业的渠道资源，中药材板块收入仍保持一定增长态势

亳州市沪谯药业有限公司（以下简称“沪谯药业”）位于安徽亳州工业园区，占地面积 206 亩，建筑面积 34000 平方米。该公司系国家中药高技术产业化示范工程企业和安徽省农业产业化龙头企业，并已通过国家 GMP 认证。2013 年 6 月，公司成功取得沪谯药业 70% 股权，公司通过整合生产资源、销售渠道和技术力量，利用沪谯药业较强的营销渠道将现有产品进入医院终端市场，提升市场份额，沪谯药业产品亦可利用公司现有渠道进入广东、山西和 OTC 等主要市场。2015 年公司中药材板块实现营业收入 3.95 亿元，较上年增长 15.37%，占当年营业总收入的 26.99%。

公司继续推进中药材种植领域布局，完善“中药材种植—中药饮片生产—仓储物流—终端”的中药资源全产业链

2012 年公司成立云南香格里拉健康产业发展有限公司，计划通过整合组织共同建设 2 万亩大香格里拉高原药用植物产业园、3 万亩玛咖、10 万亩道地药材 GAP 种植基地、2 万吨相关的下游产品、一个占地约 10 万平方米的储存仓库，目前该项目取得了投资备案证、建设用地许可证、建设工程规划

许可证、环保部门批复等相关批复，2016 年将开展建筑项目施工等相关工作。此外，公司在宁夏设立了宁夏隆德县六盘山中药资源开发有限公司，成功在西南、西北布局了生态中药种植基地。目前公司已初步形成了“中药材种植—中药饮片生产—仓储物流—终端”的中药资源全产业链布局。

此外，公司还有部分医疗器械、软饮料业务，其中医疗器械业务主要为白云医用胶、医用导管等，受市场竞争加剧影响，2015 年实现营业收入 0.37 亿元，较上年下降 18.84%；软饮料业务主要为汽水等产品，受益于下游渠道的完善，2015 年实现营业收入 0.85 亿元，同比增长 15.16%。

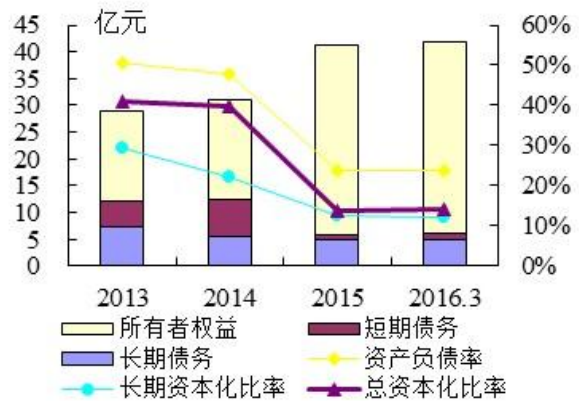
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经立信会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年财务报告，以及未经审计的 2016 年一季度财务报表。

资本结构

2015 年 7 月，公司成功实现增发配股，以 10.46 元/股发行新股 1.52 亿股，扣除发行费用后获得募集资金净额 15.58 亿元，其中 1.52 亿元计入股本，14.06 亿元计入资本公积。该次增发扩股有力地提升了公司的自有资本实力，公司所有者权益由 2015 年年初的 18.71 亿元增加至年末的 35.46 亿元，增长 89.52%，公司减小了负债规模，负债总额由 2015 年年初的 17.17 亿元下降至 11.06 亿元，下降了 35.59%，同时公司资产负债率由 47.85% 下降至 23.78%，下降了 24.07 个百分点。2016 年 3 月末，公司所有者权益为 35.85 亿元，负债总额为 11.08 亿元，资产总额为 46.93 亿元。整体来看，得益于增发扩股，公司自有资本实力得到较大的提升，但与国内同行业大中型企业相比，仍存在一定差距。

图 3：2013~2015 年及 2016 年一季度末公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务结构来看，2015 年增发扩股，公司资金较为充裕，偿还了大部分债务，债务规模大幅下降。2015 年公司总债务由年初的 12.46 亿元下降至年末的 5.72 亿元，下降了 54.09%，其中长期债务由年初的 5.37 亿元下降至 4.99 亿元，下降 7.08%；短期债务由年初的 7.09 亿元下降至 0.73 亿元，下降了 89.70%。长短期债务比来看，2015 年末公司长短期债务比为 0.15 倍。2016 年 3 月末，公司总债务为 5.98 亿元，其中长期债务 4.99 亿元，短期债务 0.99 亿元，长短期债务比为 0.20 倍。整体来看，2015 年增发扩股后，公司资金实力大幅增强，债务规模下降。

图 4：2013~2015 年及 2016 年一季度末公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

综合来看，得益于 2015 年增资扩股，公司自有资本实力大幅提升，债务规模下降，且债务结构得到优化，债务压力减轻。

盈利能力

2013~2015 年公司分别实现营业收入 12.61 亿元、15.24 亿元和 14.65 亿元，具有一定波动性。分

板块来看，医药制造（含流通）业务是公司近年来主要收入来源，2013~2015年占主营业务收入的比重分别为77.00%、68.09%和63.79%，随着公司中药材业务规模的逐步提升，医药制造收入比重呈现下降态势。2015年，受市场竞争加剧和经销商调整库存影响，公司医药制造（含流通）仅实现营业收入9.34亿元，较上年下降9.97%，直接导致当年营业总收入出现一定下滑。其他板块来看，2015年医疗器械实现营业收入0.37亿元，较上年有所下降；软饮料和中药材分别实现营业收入0.85亿元和3.95亿元，较上年有所增长。

表4：公司2014~2015年分业务收入和毛利率情况

业务	2014		2015	
	营业收入	毛利率(%)	营业收入	毛利率(%)
医药制造 (含流通)	10.38	46.28	9.34	47.22
医疗器械	0.45	33.35	0.37	53.26
软饮料	0.73	34.95	0.85	29.83
中药材	3.43	29.62	3.95	31.52

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从营业毛利率水平来看，公司近年保持较高的毛利率水平，2013~2015年公司营业毛利率分别为41.12%、41.68%和42.71%。具体来看，其中中药材、医药制造和医疗器械板块受益于渠道完善和采购成本控制，毛利率有所提高，软饮料板块毛利率受市场竞争因素影响有所下滑。

图5：2013~2015年及2016年一季度公司盈利能力分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2013~2015年公司期间费用分别为3.26亿元、4.14亿元和4.08亿元，三费占营业收入的比重分别为25.84%、27.17%和27.85%，呈现逐年升高态势，主要系公司加强市场营销及产

品研究开发力度，销售费用和研发费用增加所致。

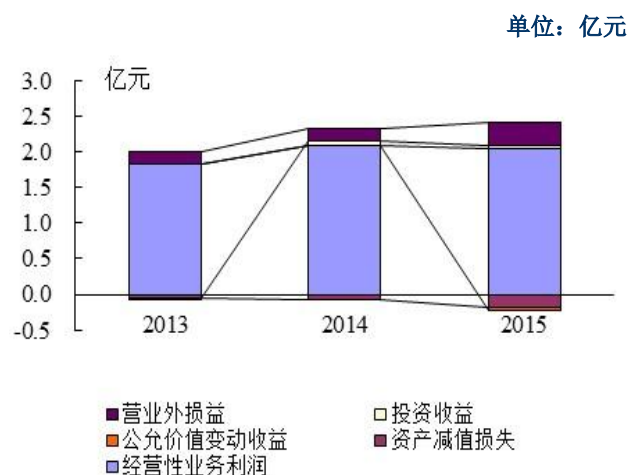
表5：2013~2015年公司期间费用分析

项目	单位：亿元		
	2013	2014	2015
销售费用	1.59	2.03	2.17
管理费用	1.15	1.61	1.59
财务费用	0.52	0.50	0.31
三费合计	3.26	4.14	4.08
三费收入占比	25.84%	27.17%	27.85%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额构成来看，2013~2015年公司利润总额分别为1.95亿元、2.25亿元和2.18亿元，其中经营性业务利润构成公司利润总额的主要来源。2013~2015年经营性业务利润分别为1.82亿元、2.09亿元和2.04亿元。另外，作为高新技术企业，公司享受政府给予的扶持资金等。2013~2015年公司获得的政府补助分别为0.18亿元、0.20亿元和0.33亿元。公司2015年实现净利润2.02亿元，近三年所有者权益收益率为10.01%、11.57%和5.69%，具有一定波动性，公司2015年所有者权益收益率下降5.88个百分点，主要系增发扩股后所有者权益大幅增加，摊薄了其收益率所致。整体来看，经营性业务利润构成公司利润总额的主要来源，利润总额有望维持一定规模。

图6：2013~2015年公司利润总额分析



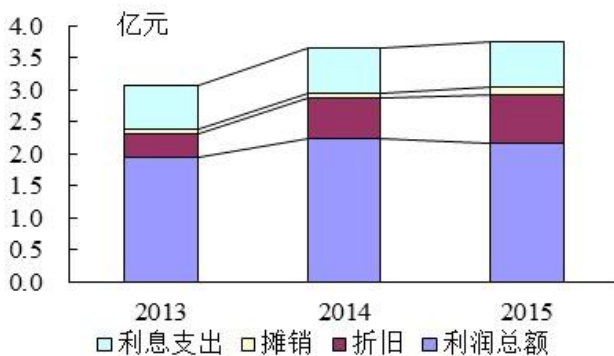
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，虽然医保控费、市场竞争加剧等导致公司部分产品销量出现一定下滑，但公司仍保持较高的毛利率水平和一定规模的经营性业务利润，具有较强的初始获利能力。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由利润总额构成,2013~2015 年公司 EBITDA 分别为 3.08 亿元、3.66 亿元和 3.76 亿元,呈现逐年增长态势。2015 年公司 EBITDA/营业总收入为 25.66%,较上年提高 1.62 个百分点。从偿债能力指标看,2013~2015 年公司 EBITDA 利息倍数分别为 3.65 倍、4.13 倍和 4.42 倍,总债务/EBITDA 指标分别为 3.89 倍、3.40 倍和 1.52 倍,公司整体偿债能力很好。

图 7: 公司 2013~2015 年 EBITDA 构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从现金流角度来看, 由于公司在经营过程中对现金收付的控制力度较好, 并且主要客户的信用度较高, 贷款的回收情况良好, 公司业务的获现能力较强, 经营性现金流始终表现为净流入。2013~2015 年公司经营性净现金流分别为 3.28 亿元、1.66 亿元和 1.60 亿元, 同期经营活动净现金流/利息支出分别为 3.90 倍、1.87 倍和 1.88 倍; 经营活动净现金流/总债务分别为 0.27 倍、0.13 倍和 0.28 倍, 公司经营活动净现金流对有息债务保障程度尚可。

表 6: 2013~2015 年及 2016 年一季度偿债能力指标分析

财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
总债务 (亿元)	11.97	12.46	11.06	11.08
EBITDA (亿元)	3.08	3.66	3.76	-
资产负债率 (%)	50.79	47.85	23.78	23.60
长期资本化比率 (%)	29.51	22.30	12.34	12.22
总资本化比率 (%)	41.17	39.97	13.90	14.29
EBITDA 利息倍数 (X)	3.65	4.13	4.42	-
总债务/EBITDA (X)	3.89	3.40	1.52	-
经营净现金流/总债务 (X)	0.27	0.13	0.28	0.09*
经营活动净现金/利息支出 (X)	3.90	1.87	1.88	-

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

或有负债方面, 截至 2015 年 12 月 31 日, 公司

仅对控股子公司亳州市沪谯药业有限公司银行借款提供 0.12 亿元担保, 或有风险较小。

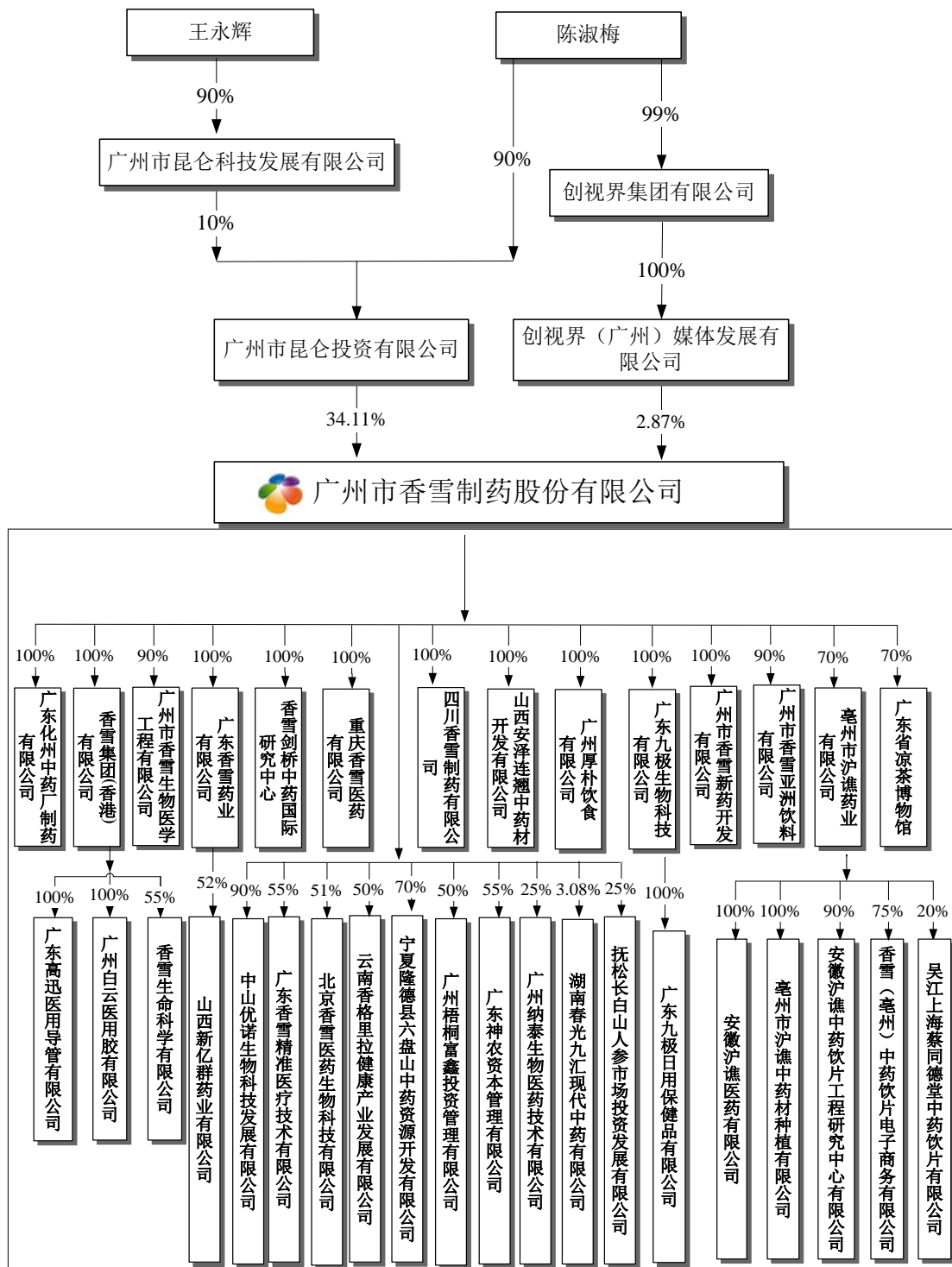
财务弹性方面, 公司与中国银行、渤海银行、广发银行等金融机构保持着良好的合作关系, 截至 2015 年底银行授信总额合计 18.95 亿元, 尚未使用的授信余额为 18.71 亿元, 公司备用流动性较为充裕。

受限资产方面, 截至 2015 年末, 下属子公司亳州市沪谯药业有限公司有部分固定资产、无形资产处于抵押状态, 账面价值合计 0.47 亿元, 受限资产规模较小。

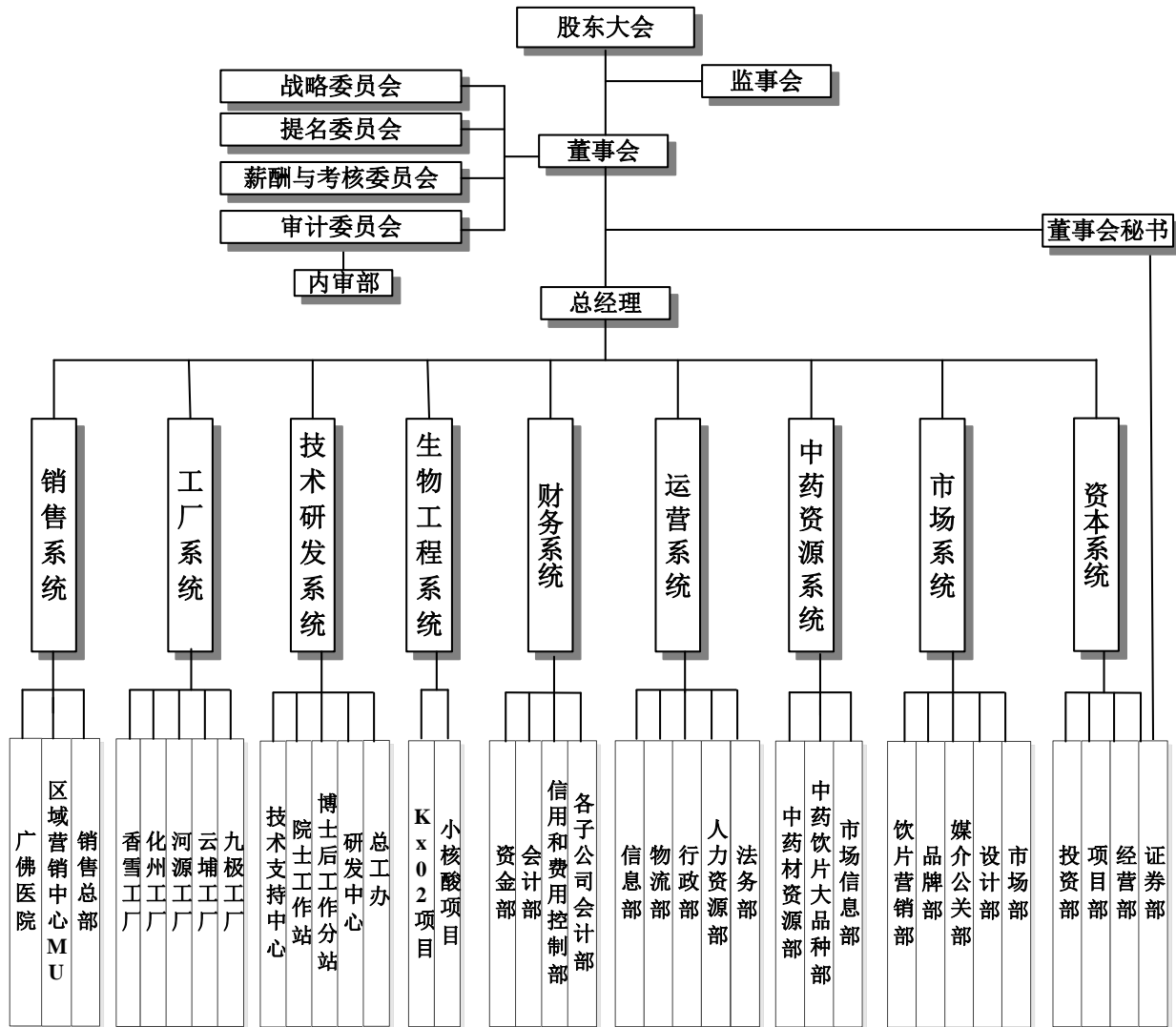
结论

综上, 中诚信证评维持广州市香雪制药股份有限公司主体信用等级为 **AA**, 评级展望为稳定; 维持“广州市香雪制药股份有限公司 2012 年公司债券”的信用等级为 **AA**。

附一：广州市香雪制药股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附二：广州市香雪制药股份有限公司组织架构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附三：广州市香雪制药股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	76,120.90	33,441.23	65,733.26	63,016.00
应收账款净额	31,985.18	39,556.08	51,577.49	53,734.77
存货净额	22,459.24	28,429.63	34,174.96	33,524.28
流动资产	149,765.85	124,832.46	212,757.44	188,363.18
长期投资	1,779.75	16,846.84	15,715.77	19,715.77
固定资产合计	130,442.77	148,155.67	162,087.78	169,940.46
总资产	347,470.80	358,828.32	465,200.22	469,313.50
短期债务	48,088.31	70,922.58	7,349.55	9,852.78
长期债务	71,581.50	53,689.50	49,897.50	49,924.50
总债务（短期债务+长期债务）	119,669.81	124,612.08	57,247.05	59,777.28
总负债	176,469.86	171,707.63	110,602.18	110,771.41
所有者权益（含少数股东权益）	171,000.94	187,120.68	354,598.04	358,542.09
营业总收入	126,111.47	152,398.01	146,460.48	33,118.09
三费前利润	50,792.41	62,304.17	61,156.73	12,086.44
投资收益	-15.61	557.42	510.70	23.57
净利润	17,109.14	21,654.39	20,164.63	3,586.86
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	30,789.36	36,635.12	37,574.88	-
经营活动产生现金净流量	32,833.76	16,558.03	15,989.04	1,318.18
投资活动产生现金净流量	-57,831.12	-50,376.33	-61,269.85	-6,473.61
筹资活动产生现金净流量	-29,023.63	-11,116.67	78,826.77	2,260.37
现金及现金等价物净增加额	-54,024.83	-44,934.04	33,544.81	-2,895.38
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	41.12	41.68	42.71	37.36
所有者权益收益率（%）	10.01	11.57	5.69	4.00*
EBITDA/营业总收入（%）	24.41	24.04	25.66	-
速动比率（X）	1.25	0.85	3.17	2.73
经营活动净现金/总债务（X）	0.27	0.13	0.28	0.09*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.68	0.23	2.18	0.54*
经营活动净现金/利息支出（X）	3.90	1.87	1.88	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.65	4.13	4.42	-
总债务/EBITDA（X）	3.89	3.40	1.52	-
资产负债率（%）	50.79	47.85	23.78	23.60
总资本化比率（%）	41.17	39.97	13.90	14.29
长期资本化比率（%）	29.51	22.30	12.34	12.22

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2016年第一季度带“*”的指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。