



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪083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分析。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；维持本次债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年五月五日

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（2017）

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	2016/05/11		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA AA	评级展望 稳定

基本观点

2016 年医药制造行业整体企稳回升，同时医疗体系改革不断深化，加之相关政策支持，行业仍将保持较好发展前景。广州市香雪制药股份有限公司（以下简称“香雪制药”或“公司”）作为广东省品牌价值较高的医药企业，2016 年通过收购湖北天济中药饮片有限公司（以下简称“湖北天济”）55% 股权使得其中药饮片业务保持较快增长，同时公司拥有较完整的产业链和产品地位优势，整体竞争实力较强。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司盈利能力有所下滑、债务规模快速上升等因素或将其信用水平产生一定影响。

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，随着十三五医疗体系改革规划的推进和相关医药行业法律法规的颁布，医药行业在管理上将更加严格和正规。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。
- 收购湖北天济使得公司中药饮片业务保持较快增长。2016 年公司通过收购湖北天济 55% 股权进一步拓展了其在华中区域中药饮片市场，增强其后续发展动力。当年公司中药饮片板块实现营业收入 6.13 亿元，较上年增长 55.16%。
- 较完整的产业链和产品地位优势。目前，公司已形成中药资源开发、中药制造、医药流通、新药研制的完整产业链，已构建起梯度清晰、结构优化的产品系列，其主导产品抗病毒口服液、橘红系列在广东省市场地位突出，整体具备较强的竞争实力。

概况数据

香雪制药	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	18.71	35.46	36.84	37.15
总资产（亿元）	35.88	46.52	79.89	88.30
总债务（亿元）	12.46	5.72	31.99	41.19
营业总收入（亿元）	15.24	14.65	18.62	4.82
营业毛利率（%）	41.68	42.71	31.58	29.30
EBITDA（亿元）	3.66	3.56	2.88	-
所有者权益收益率（%）	11.57	5.69	2.65	3.37
资产负债率（%）	47.85	23.78	53.88	57.92
总债务/EBITDA（X）	3.40	1.61	11.10	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.13	5.49	3.24	-

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、2017 年第一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

周莉莉 lizhou@ccxr.com.cn

万艳 ywan@ccxr.com.cn

冯颖 cfeng@ccxr.com.cn

Tel: (021) 80103510

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 5 月 5 日



关 注

- 公司盈利能力有所弱化。2016年，受市场竞争加剧、渠道调整等因素影响，公司中成药板块收入规模有所下滑，加之中药材成本上升，导致当年公司盈利能力有所下滑，净利润同比减少 51.58%。
- 公司债务规模增长较快。由于生物岛项目和中药材基地的投入增加，公司债务规模大幅上升，2016年末公司总债务为 31.99 亿元，较上年增加 26.27 亿元，其中短期债务为 24.45 亿元，较上年增加 23.71 亿元，需关注公司短期偿债压力。

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委托方构成委托关系外，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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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

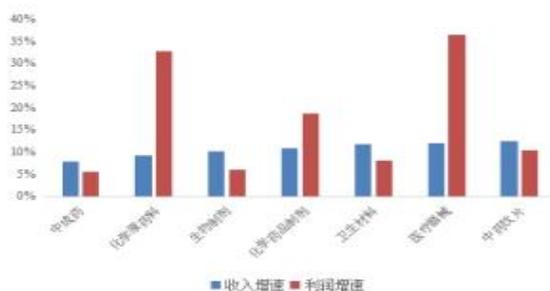
2012年11月13日，公司发行“广州市香雪制药股份有限公司2012年公司债券”，实际募集资金总额5.35亿元。截至2016年12月31日，本次债券募集资金使用情况符合《广州市香雪制药股份有限公司2012年公司债券募集说明书》的规定。

行业关注

2016年医药制造行业整体企稳回升，同时在多项支持性政策影响下行业将保持良好发展

2016年，在医保结构性控费的背景下，国家开启药监新时代，注重产业优化和升级，医药制造行业整体企稳回升。全年医药制造业主营业务收入为28,062.9亿元，同比增长9.7%；利润总额为3,002.9亿元，同比增长13.9%，收入与利润总额增速分别较2015年同期上升0.6个百分点和1个百分点。此外，根据CFDA南方所公布的2016年前三季度医药制造子行业的业绩来看，前三季度中药饮片行业收入保持了较高的增长速度，增速达12.5%，其次是医疗器械、卫生材料等；而中成药及化学原料药前三季度收入增长不到10%，特别是中成药行业在中药注射剂增速大幅放缓的影响下收入增速下降较快，2016年前三季度仅实现7.9%的增长。从利润端情况看，中成药利润增速继续保持低位，且利润端增速低于收入端增速，显示盈利能力有所下降；利润端增速最快的两个子行业分别是医疗器械和化学原料药行业，增速分别为36.60%和32.90%，在部分原料药价格大幅上涨带动下，原料药行业盈利能力大幅增长，利润端增速远高于收入端，而医疗器械行业受益于进口替代和收购兼并，行业收入和利润端均保持了较快增长。

图1：2016年前三季度医药制造子行业收入及利润增速



资料来源：CFDA南方医药经济研究所，中诚信证评整理

下半年以来，国家出台多项政策鼓励医药制造行业快速发展。2016年10月国务院印发了《“健康中国2030”规划纲要》提出到2030年，我国主要健康指标进入高收入国家行列，人均预期寿命较目前再增加约3岁达到79岁，健康科技创新整体实力位居世界前列等战略目标。11月，工信部、国家卫计委等六部门联合印发《医药工业发展规划指南》，要求到2020年，行业规模效益稳定增长，创新能力显著增强，产品质量全面提高，供应保障体系更加完善，国际化步伐明显加快，医药工业整体素质大幅提升，其中行业增长目标是主营业务收入年均增速高于10%。中诚信证评认为，《“健康中国2030”规划纲要》、《医药工业发展规划指南》是未来我国医药制造行业中长期发展的指南针，在目前医药制造行业增速回升态势下，上述利好政策将进一步推动行业发展。

新医改政策的集中实施有助于提升制药行业整体水平，促进制药行业产业结构调整，市场份额将向优质企业集中

2016年以来，我国相继出台多项医药行业改革政策，主要为临床自查、仿制药一致性评价、药品优先审评等药品审批制度改革系列政策以及医保控费、医保目录调整等。2016年3月国务院印发《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，提出进行一致性评价来提高仿制药质量，作为仿制药大国，此举有助于提升我国制药行业整体水平，保障药品安全性和有效性。同年6月，国务院印发《药品上市许可持有人制度试点方案》，该制度试点是药品审评审批制度改革的一项重要内容，对于鼓励药品创新、提升药品质量具有重要意义。8月CFDA公开征求《关于药物临床试验数据核查有关问题处理意见的公告（征求意见稿）》，加强企业新药注册前的自查和处罚措施。

医保控费和医保目录调整方面，2016年6月，国家卫计委发布《关于尽快确定医疗费用增长幅度的通知》（645号文），要求各省（区、市）于2016年7月1日前，确定本地区年度医疗费用增长幅度（控费目标），力争2017年底之前全国医疗费用增长幅度降到10%以下。同年9月，人社部发布了《关

于 2016 年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整工作方案（征求意见稿）公开征求意见的通知》，此次药品目录调整分为药品调入和药品调出，调入药品重点考虑临床价值高的新药、地方乙类调整增加较多的药品以及重大疾病治疗用药、儿童用药、急抢救用药、职业病特殊用药等；对于调出药品，目录内原有的药品，如已被国家药品监管部门禁止生产、销售和使用的应予调出目录，存在其他不符合医疗保险用药要求和条件的，经相应评审程序后可以被调出目录。2017 年 2 月 27 日人社部正式发布了国家医保目录(2017 年版)，新版目录收录 2,535 个西药和 1,297 个中成药，较 2009 年的旧版多 339 个西药及 133 个中成药。

中诚信证评认为，随着医保控费目标的建立，未来医药制造行业用药结构将出现较大调整，辅助用药和高价药品将成为控费的重点，药品降价压力较大；而疗效确切、符合临床路径、刚性治疗需求的医保处方药受医保控费冲击则相对较小。同时，在药品审批制度改革、医保目录调整背景下，未来对于在重大疾病领域拥有重磅产品、产品梯次结构较好、研发能力突出的制药企业有望保持其竞争优势。

国家加大药品流通领域整治力度并在全国范围内推广两票制，以减少流通环节，行业集中度将进一步提升

2016 年国内药品流通格局发生重大调整。4 月 26 日国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》，明确医改试点省份要在全范围内推广两票制，鼓励一票制，医院和药品生产企业的直接结算货款，药企和配送企业计算配送费用。两票制将直接压缩流通环节，过票行为将逐步消失，工业-流通-医院将成为主流模式，大型流通企业的话语权将提高，以往直接以过票为生的小型商业企业将逐步退出或被地方或全国性大型企业收购，药品流通行业将面临整合，行业集中度将不断提高。同年 5 月，CFDA 发布公告要求各地对药品流通领域违法经营行为开展集中整治，要求所有药品批发企业首先开展自查，对本企业是否存在涉嫌挂靠、走票等 10 个方面的问题进行对照检查，

并制定整改措施和计划。流通核查的强势启动，将有利于行业格局加速重塑。2017 年 2 月 9 日国务院办公厅发布了《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》，其中，在流通环节重点整顿流通秩序，改革完善流通体制，特别提到推行药品购销两票制，争取到 2018 年在全国推开。

中诚信证评认为，两票制对我国医药流通行业具有较为重要的影响，此举将加速行业集中度的提升，地区中小型商业将通过被收购、合作等方式纳入到大型商业的内部，而全国性或地区医药商业龙头企业通过收购、新建等形式，不断完善区域内配送网络建设，提升在各省市的市场份额。

业务运营

公司业务主要分成医药制造、医药流通、中药材、医疗器械和软饮料五个板块，目前产品主要为抗病毒口服液、板蓝根颗粒、橘红系列、中药材和饮料汽水等。2016 年公司共实现营业收入 18.62 亿元，同比增长 27.14%，其中医药制造、医药流通、中药材、医疗器械和软饮料板块收入占比分别为 29.60%、26.45%、32.94%、1.10% 和 5.01%。

图 2：公司 2016 年营业收入构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2016 年，受渠道调整等因素影响，公司医药制造板块收入有所下滑，但凭借长期稳定的产品质量和自营销售渠道的推广，公司仍具备一定品牌影响力

中成药方面，2016 年公司医药制造板块实现营业收入 5.51 亿元，同比下降 28.94%。鉴于过往的经销商买断销售的模式存在渠道库存积压，公司难以深入掌握销售终端信息并对终端销售予以有效控制等弊端，2016 年，公司对营销管理体系实施深

化改革，主动调整中成药业务的销售模式，由经销商模式逐步向自营销售直接管理终端客户进行转变。并进一步调整和优化销售队伍，将 OTC、处方药正式分线操作、独立运营；同时推进全国维价工作，果断放弃部分中标价较低的区域。由于销售人员、产品、资源和新业务模式的磨合和管理需要一定的周期，短期来看对公司的销售业绩存在一定的不利影响，但随着国内连锁集中度的不断提升、公司自建营销管理体系的完善、信息化系统的推广应用，公司对终端市场的掌控力将大幅提高，对其未来发展具有积极的影响。

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 2016 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 19,862 万支、868 吨和 1,844 吨。其中橘红系列产能利用情况较好，但抗病毒口服液和板蓝根颗粒受渠道库存积压影响，产能利用情况有待提升。

表 1: 2015~2016 年公司主要药品产能以及产量情况

产品	产能		产量	
	2015	2016	2015	2016
抗病毒口服液（万支）	36,960	36,960	38,492	19,862
板蓝根颗粒（吨）	5,300	5,300	2,122	868
橘红系列（吨）	1,500	1,500	1,751	1,844

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，2016 年公司板蓝根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: 2014~2016 年公司主要原料采购情况

单位：吨，元/吨

项目	2014		2015		2016	
	采购量	单价	采购量	单价	采购量	单价
板蓝根	4,042	10,420	2,851	10,020	811	9,177
蔗糖	4,660	4,310	4,985	4,570	4,990	5,058
连翘	590	40,290	438	47,031	134	34,489
橘红	589	46,900	587	49,855	212	30,270

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。公司于 2016 年由经销商买断的销售模式开始转变为自营销售模式，同时自建营销团队对“香雪”品牌进行推广，选择实力较强的经销商合作，已取得良好的品牌知名度。

销量方面，受市场竞争加剧、销售模式调整及渠道库存等因素影响，2016 年公司抗病毒口服液仅实现销售 22,252 万支，较上年下滑 40.19%；板蓝根方面，2016 年全国流感情况较为缓和，受此影响，公司当年板蓝根实现销量 1,343 吨，较上年下降 33.25%；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，使得橘红系列实现量价齐升，全年实现销量 1,692 吨，同比增长 11.90%。

表 3: 2014~2016 年公司产品销售情况

产品	销量		
	2014	2015	2016
抗病毒口服液（万支）	47,001	37,208	22,252
板蓝根颗粒（吨）	3,073	2,012	1,343
橘红系列（吨）	1,518	1,512	1,692

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，公司收购湖北天济 55% 股权，利用其中药饮片渠道优势，并结合公司自身渠道资源，使得中药饮片业务实现较快增长

近几年来，公司通过并购活动扩大了中药饮片的收入规模。2013 年公司收购亳州市沪谯药业有限公司（以下简称“沪谯药业”），通过三年的磨合，2016 年在巩固原有重点客户的基础上，对外积极拓展大型制药企业等销售渠道，对内积极配合集团内部的原材料采购和产品销售工作，全年沪谯药业实现营业收入 4.12 亿元，基本与去年保持持平。

2016 年 3 月，公司以 3.58 亿元取得湖北天济中药饮片有限公司（以下简称“湖北天济”）的 55% 股权，进一步拓展华中地区中药饮片市场，并充分整合湖北天济煎煮中心的服务优势，扩大市场覆盖面和市场占有率。另外，湖北天济拥有较好的大型医院客户资源，公司 2016 年新增前五大客户武汉市中医医院和湖北省肿瘤医院均为湖北天济的客

户。湖北天济成立于 2003 年，属于湖北省武汉市生产、销售规模较大的中药材、中医饮片企业，拥有较稳固的大型医院客户群，主要产品有“中药饮片小包装”和“黄连”饮片。2016 年，湖北天济实现营业收入 6.93 亿元。

公司收购湖北天济后，公司中药饮片业务保持较好的增长，2016 年公司中药饮片产能为 33,000 吨，而全年实际产量达到 32,836 吨，全年的中药饮片销量达 30,259 吨，较上年增长 45.22%。2016 年，公司实现中药饮片营业收入 6.13 亿元，同比增长 55.16%。

此外，在借鉴湖北天济煎煮中心的医药服务拉动业务销售模式基础上，公司通过建设香雪智慧物联中药配置中心和广州饮片物流基地，全面布局“互联网+物联网+传统中医药”，以煎煮中心为切入点大力开拓医院终端，提升中药饮片的销售，并希望形成以点带面的示范效应。2016 年，公司本部已完成 49 个饮片品种的验证及药监备案。

跟踪期内，公司加强中药资源产业链整合和拓展布局，促进医药大健康战略的发展

公司坚持贯彻“内生增长+外延扩张+商业模式创新+前沿技术布局”的战略部署，以保持长期可持续发展态势。2016 年，公司以自筹资金 15.73 亿元收购广东启德酒店有限公司名下位于广州生物岛环岛 A 线以北 AH0915002 地块 1 号、2 号土地使用权与上盖建筑及其配套物业、工程、设备设施，添附的设备设施、装修、装饰、家具、物品等整体资产（以下简称“生物岛项目”），用于公司医药医疗相关产业的项目建设，同时为其未来的发展提供优质的土地和经营场所资源。区域拓展方面，除收购湖北天济 55% 股权拓展华中区域中药饮片市场外，2016 年 10 月，公司与重庆市巴南区人民政府签署《战略合作框架协议书》，就在巴南区投资布局现代中医药全产业链和精准中医服务项目达成战略合作关系，有利于公司拓展重庆市场；业务管理和整合方面，公司成立全资子公司香雪（上海）中药资源发展有限公司，计划在满足公司中药资源事业部体系内的仓储物流、基地、生产能力、技术、产品质量等方面整合和协同管理的同时，通过逐步建

立“香雪管理”的品牌体系，最终将实现生产、运营和管理的全方位输出；中药材基地建设方面，公司控股子公司宁夏隆德县六盘山中药资源开发有限公司和云南香格里拉健康产业发展有限公司分别投资建设宁夏六盘山绿色中药产业园（一期）项目和香格里拉健康产业园项目，主要用于建设中药配方颗粒、中药提取物和传统中药饮片生产加工基地、高原药用植物 GAP 基地建设、中药饮片生产及加工、玛卡等新资源产品的研究开发等，通过在具有丰富中药材资源的宁夏、云南当地布局中药资源产业园，充分利用当地中药资源，降低成本，强化中药材、饮片和配方颗粒的全产业链布局，加快中药资源全产业链的整合；终端渠道的整合方面，2016 年公司投资广东兆阳生物科技有限公司（以下简称“兆阳生物”）并取得其 60% 的股权，充分利用其在华南地区的销售网络以及冷链物流的药品配送系统增加公司对终端的把控能力。

此外，公司积极布局精准医疗板块，加快产业升级。2016 年，公司通过与杭州康万达医药科技有限公司共同出资成立“广州香雪康万达精准医疗投资管理有限公司”以及与广州梧桐富鑫投资管理有限公司等其他机构共同发起设立广州梧桐新医疗健康产业创业投资合伙企业（有限合伙），计划依托各自优势资源、专业投资团队、风险控制能力以及在医药健康产业的积累进行深度合作，为公司在精准医疗产业的优质项目挖掘与培育、资源的选择和储备、市场进入与认可、标准的制定以及未来的资本退出提供保障。

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，2016 年该板块业务实现营业收入 0.20 亿元，较上年下降 44.03%；软饮料业务主要为汽水等产品，受益于下游渠道的完善，2016 年软饮料实现营业收入 0.93 亿元，较上年增长 10.34%。

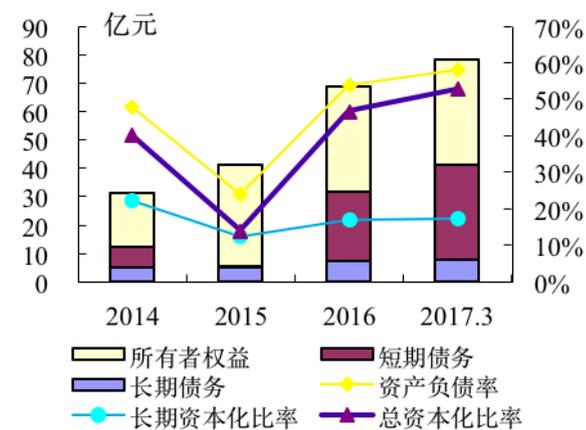
财务分析

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 2014~2016 年财务报告，以及未经审计的 2017 年一季度财务报表。

资本结构

2016年，受益于湖北天济、兆阳生物的并表和生物岛项目及中药材基地的建设，公司资产总额上升较快。2016年末资产总额由年初的46.52亿元上升至79.89亿元，同比增长71.73%。同期，公司负债规模亦快速增长，负债总额由2016年年初的11.06亿元上升至43.04亿元，同比增长289.18%。所有者权益方面，公司所有者权益由年初的35.46亿元小幅增加至年末的36.84亿元，系少数股东权益增加所致。截至2016年末，公司资产负债率为53.88%，总资本化比率为39.94%，较去年同期分别上升30.11个百分点和26.04个百分点。另截至2017年3月末，公司总资产88.30亿元，总负债51.15亿元，所有者权益37.15亿元，资产负债率为57.92%。

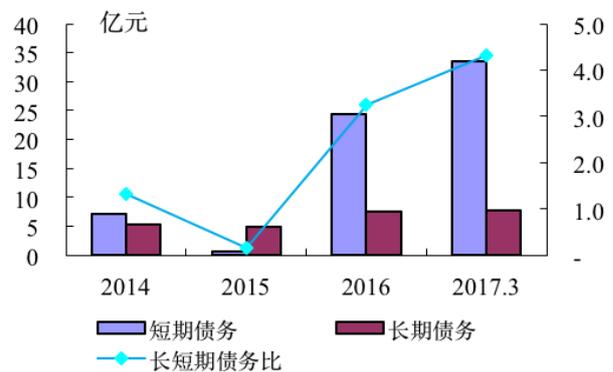
图 3: 2014~2016 年末以及 2017 年 3 月末公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务结构来看，由于生物岛项目和中药材基地的投入增加，2016年公司债务规模大幅上升。截至2016年末，公司总债务为31.99亿元，同比增长458.79%，其中长期债务由年初的4.99亿元上升至7.54亿元；短期债务由年初的0.73亿元大幅上升至24.45亿元。长短期债务比来看，2016年末公司长短期债务比为3.24倍，财务期限结构尚需优化。整体来看，公司债务规模上升较大，债务结构有待进一步优化。另截至2017年3月末，公司总债务41.19亿元，其中长期债务7.75亿元，短期债务33.44亿元，长短期债务比4.31倍。

图 4: 2014~2016 年末以及 2017 年 3 月末公司债务结构分析



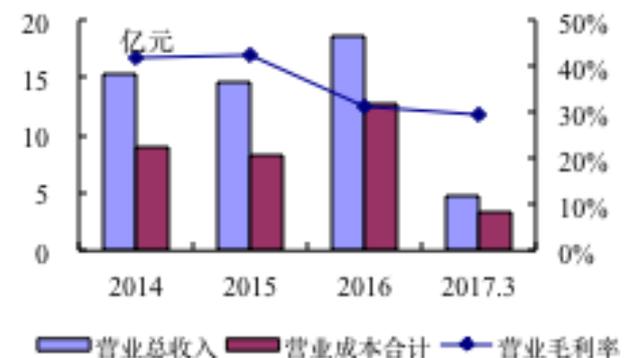
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

综合来看，2016年以来公司加大中药产业的收购和在建项目投入力度，导致其债务规模上升较快，财务杠杆水平处于较高水平；同时，公司债务结构有所弱化，短期偿债压力加大。

盈利能力

2016年，公司实现营业收入18.62亿元，同比增长27.14%。从营业毛利率来看，受中药材成本上升和中成药业务规模下滑的影响，公司毛利率有所下降，2016年为31.58%，同比下降11.13个百分点。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，2016年占主营业务收入的比重为56.05%。

图 5: 2014~2016 年以及 2017 年 1~3 月公司盈利能力分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成，2016年期间费用为4.99亿元，同比增长22.26%，其中销售费用和管理费用分别同比增长15.52%和17.58%；同期，公司三费占营业收入的比重为26.78%，较去年同期下降1.07个百分点。

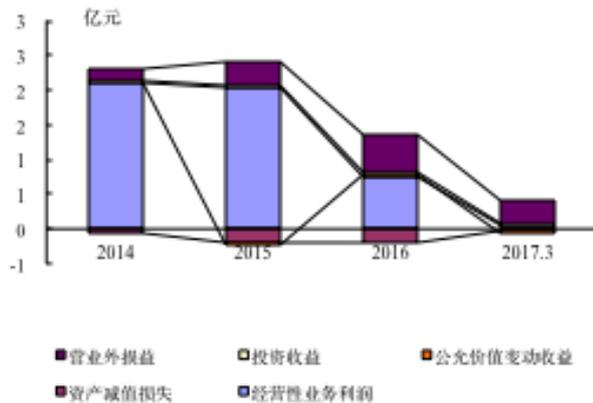
表 4：2014~2016 年公司期间费用分析

单位：亿元、%			
项目	2014	2015	2016
销售费用	2.03	2.17	2.51
管理费用	1.61	1.59	1.87
财务费用	0.50	0.31	0.61
三费合计	4.14	4.08	18.62
三费收入占比	27.17	27.85	26.78

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，2016 年公司利润总额为 1.15 亿元，同比下降 47.31%；其中，经营性业务利润为 0.73 亿元，受毛利率下滑影响，公司经营性业务盈利能力有所弱化。另外，作为高新技术企业，公司享受政府给予的扶持资金等优惠政策，2016 年公司获得的政府补助 0.34 亿元。扣除相关所得税后，2016 年公司实现净利润 0.98 亿元，所有者权益收益率为 2.65%。

图 6：2014~2016 年以及 2017 年 1~3 月公司利润总额分析



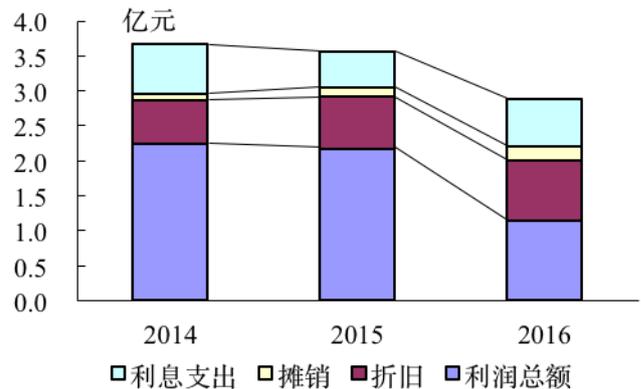
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2016 年公司通过收购湖北天济使得其收入规模有所上升，但受中成药和中药材成本上升影响，公司毛利率水平、利润总额和净利润均有所下滑，整体盈利能力有所减弱。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2016 年公司 EBITDA 为 2.88 亿元，同比下降 18.92%。从偿债能力指标看，2016 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 11.10 倍和 3.24 倍，受债务规模上升及盈利能力下降影响，公司整体偿债指标有所弱化。

图 7：公司 2014~2016 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，货款的回收情况良好，使得其经营性现金流始终表现为净流入。2016 年，公司经营性净现金流为 1.98 亿元，同比增加 24.14%；同期，经营活动净现金流/利息支出为 2.23 倍，公司经营活动净现金流对债务利息保障程度较好。

表 5：2014~2016 年以及 2017 年 1~3 月公司偿债能力指标分析

财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
总债务 (亿元)	12.46	5.72	31.99	41.19
EBITDA (亿元)	3.66	3.56	2.88	-
资产负债率 (%)	47.85	23.78	53.88	57.92
长期资本化比率 (%)	22.30	12.34	16.99	17.26
总资本化比率 (%)	39.97	13.90	39.94	41.37
EBITDA 利息倍数 (X)	4.13	5.49	3.24	-
总债务/EBITDA (X)	3.40	1.61	11.10	-
经营净现金流/总债务 (X)	0.13	0.28	0.06	-0.03*
经营活动净现金/利息支出 (X)	1.87	1.88	2.23	-

注：带*号指标经年化处理

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 2016 年 12 月 31 日，公司仅对控股子公司沪滇药业提供 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 2016 年 12 月 31 日，公司获得银行授信总额合计 25.80 亿元，尚未使用的授信余额约 8.83 亿元，公司备用流动性较为充裕。

受限资产方面，截至 2016 年 12 月 31 日，公

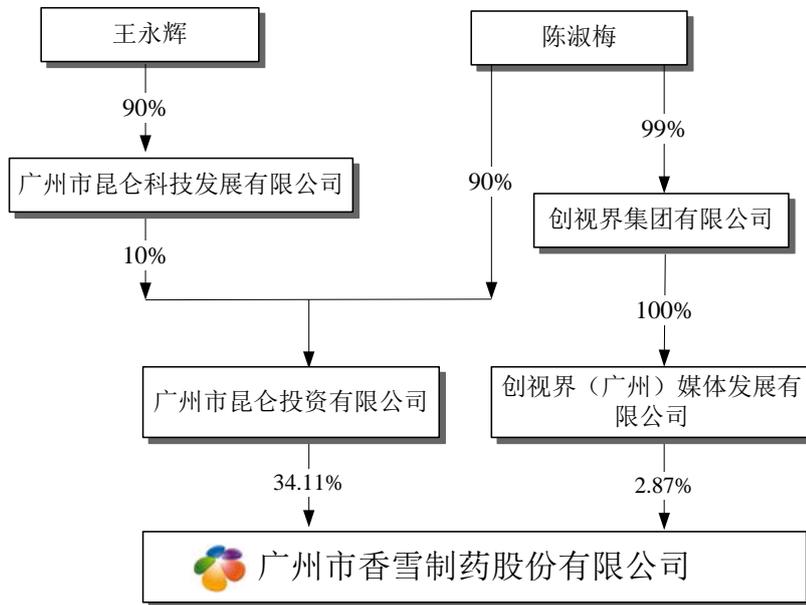
司下属子公司沪谯药业、湖北天济有部分固定资产、无形资产处于抵押状态，账面价值合计 0.79 亿元，受限资产规模较小。

总体来看，2016 年受中药材成本上升及中成药业务下滑影响，公司盈利能力有所减弱，同时公司加大生物岛项目及中药材基地的投入力度，使得其总债务规模快速上升，短期偿债压力加大。但考虑到公司主导产品抗病毒口服液在广东省内具有较高品牌影响力，加之收购湖北天济使得中药饮片市场份额提升，其仍具有一定竞争实力，且公司主要偿债指标表现仍较好，整体偿债能力很强。

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**。

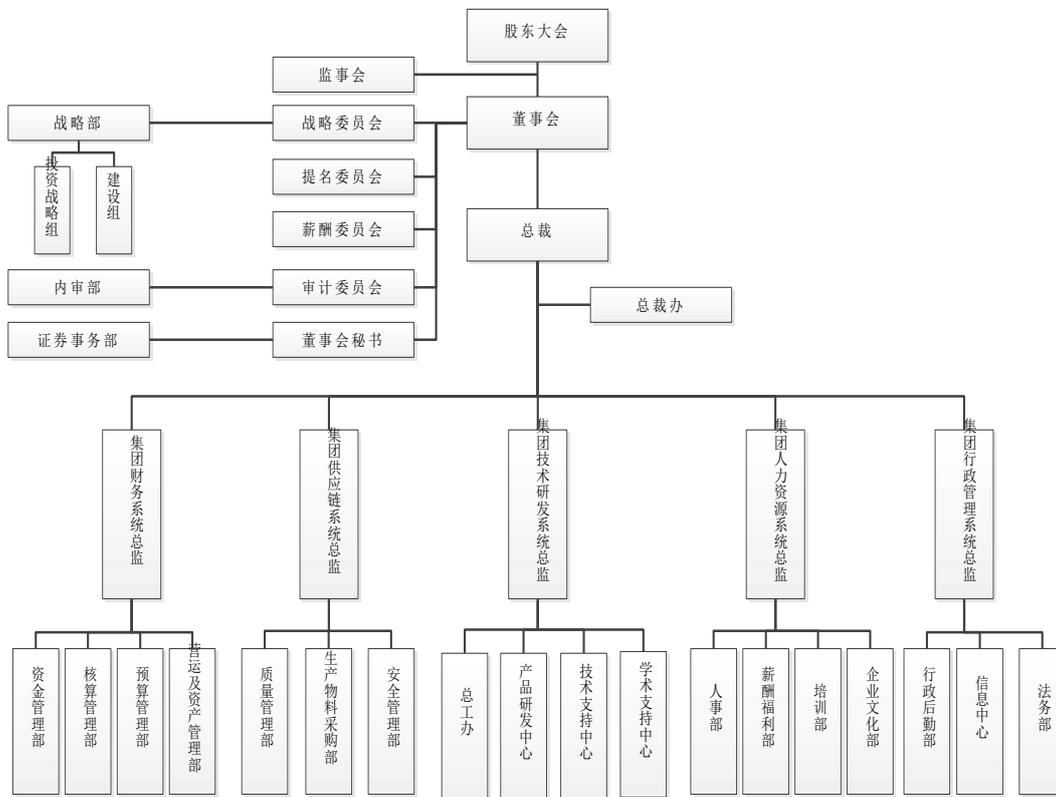
附一：广州市香雪制药股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



附二：广州市香雪制药股份有限公司组织架构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



集团组织架构图

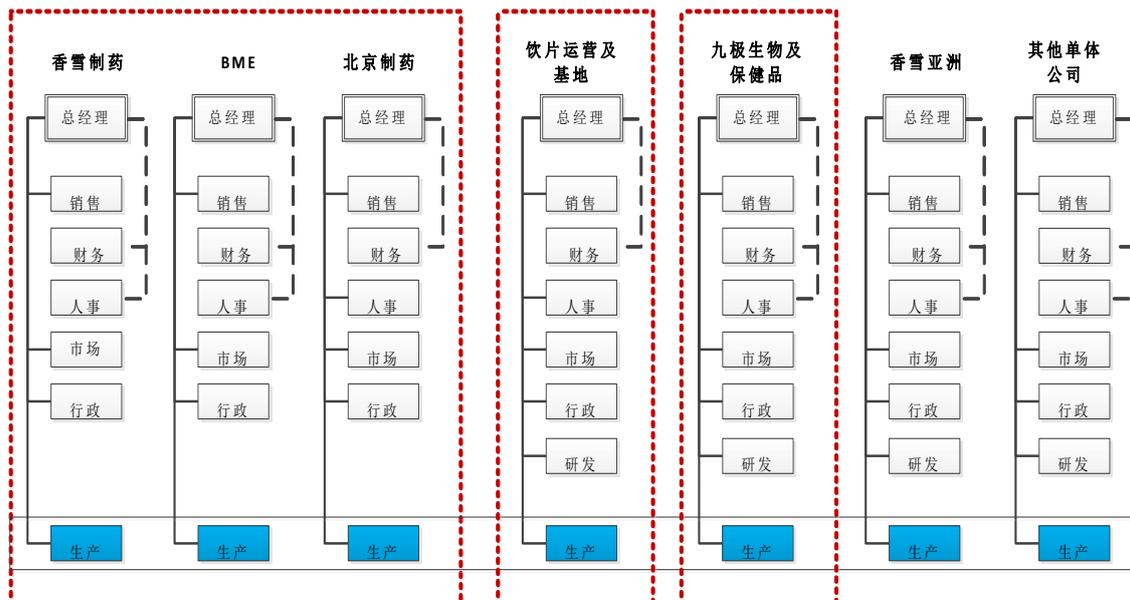


制药事业部

中药资源事业部

直销事业部

饮料事业部



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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	33,441.23	65,733.26	83,578.67	145,619.70
应收账款净额	39,556.08	51,577.49	79,518.10	83,289.03
存货净额	28,429.63	34,174.96	50,313.30	49,163.98
流动资产	3,002.57	5,411.28	27,317.87	37,2366.12
长期投资	16,846.84	15,715.77	26,961.01	628.01
固定资产合计	148,155.67	162,087.78	286,606.02	291,579.76
总资产	358,828.32	465,200.22	798,872.69	883,005.01
短期债务	70,922.58	7,349.55	244,489.36	334,377.79
长期债务	53,689.50	49,897.50	75,400.00	77,500.00
总债务（短期债务+长期债务）	124,612.08	57,247.05	319,889.36	411,877.79
总负债	171,707.63	110,602.18	430,437.27	511,480.15
所有者权益（含少数股东权益）	187,120.68	354,598.04	368,435.42	371,524.86
营业总收入	152,398.01	146,460.48	186,208.79	48,185.48
三费前利润	62,304.17	61,156.73	57,213.92	13,698.27
投资收益	557.42	510.70	360.07	272.90
净利润	21,654.39	20,164.63	9,763.70	3,131.65
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	36,635.12	35,556.41	28,827.93	-
经营活动产生现金净流量	16,558.03	15,989.04	19,848.13	-3,366.52
投资活动产生现金净流量	-50,376.33	-61,269.85	-256,966.26	-35,436.66
筹资活动产生现金净流量	-11,116.67	78,826.77	222,109.45	88,635.74
现金及现金等价物净增加额	-44,934.04	33,544.81	-14,938.12	-2,895.38
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	41.68	42.71	31.58	29.30
所有者权益收益率（%）	11.57	5.69	2.65	3.37
EBITDA/营业总收入（%）	24.04	24.28	15.48	-
速动比率（X）	0.85	3.17	0.75	0.79
经营活动净现金/总债务（X）	0.13	0.28	0.06	-0.03
经营活动净现金/短期债务（X）	0.23	2.18	0.08	-0.04
经营活动净现金/利息支出（X）	1.87	1.88	2.23	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.13	5.49	3.24	-
总债务/EBITDA（X）	3.40	1.61	11.10	-
资产负债率（%）	47.85	23.78	53.88	57.92
总资本化比率（%）	39.97	13.90	39.94	41.37
长期资本化比率（%）	22.30	12.34	16.99	17.26

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、2017年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务经年化处理。

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。