

信用评级公告

联合〔2022〕4371号

联合资信评估股份有限公司通过对广州市香雪制药股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定下调广州市香雪制药股份有限公司主体长期信用等级为 A⁻，评级展望为负面；维持“17 制药 02”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月二十二日

广州市香雪制药股份有限公司 公开发行公司债券 2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
广州市香雪制药股份有限公司	A-	负面	A+	稳定
广东粤财融资担保集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
17 制药 02	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 制药 02	3.00 亿元	2.20 亿元	2022/11/23

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a ⁻		评级结果		A ⁻
	评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险		2
			行业风险		3
		自身竞争力	基础素质		3
			企业管理		2
			经营分析		2
财务风险	F5	现金流	资产质量		4
			盈利能力		3
			现金流量		2
		资本结构		3	
		偿债能力		4	
调整因素和理由					调整子级
--					--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

广州市香雪制药股份有限公司（以下简称“公司”）在 2021 年通过处置资产等方式，为公司现金流提供了一定补充；同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到跟踪期内，监管部门多次对公司进行问询及关注；2021 年，公司营业总收入和综合毛利率均下降，期间费用对利润侵蚀加重，主营业务盈利能力弱；公司计提大额资产减值损失，利润总额大幅下降，公司仍存在资产减值损失及商誉减值风险；公司大股东对公司股权的质押比例非常高；公司营运资金受到较大占用、资产受限比例高，且公司债务集中偿付压力大，存在大额应付款项及尚需投资的在建项目，未来资金支出压力大；公司存在对外担保及重大诉讼可能带来的或有负债风险以及偿债能力指标总体表现下降等因素可能对公司整体融资便利性和整体信用水平带来的不利影响。

公司偿债压力大，资金情况紧张，未来公司经营及财务情况存在不确定性。

“17 制药 02”由广东粤财融资担保集团有限公司（以下简称“粤财担保集团”）提供连带责任保证担保。粤财担保集团作为广东省政府全额出资成立的省级再担保公司，资本实力雄厚，受到股东和政府支持较大，区域竞争优势显著。其担保对“17 制药 02”的信用水平仍具有显著的积极影响。

综合评估，联合资信确定下调公司主体长期信用等级为 A⁻，评级展望为负面；维持“17 制药 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司通过处置资产等方式，投资活动现金流净额有较大幅度的改善，为公司提供了一定现金流补充。2021 年，公司收到资产处置相关款项合计为 9.12 亿元，投资活动现金流净流出额由 12.87 亿元收缩至 1.13 亿元，为公司提供了一定现金流补充。

2. 粤财担保集团对“17 制药 02”提供连带责任担保，对“17 制药 02”的信用水平仍具有显著积极影响。粤财担保集团作为广东省政府全额出资成立的省级再担保公司，

分析师：蒲雅修 崔濛骁
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）
网址：www.lhratings.com

资本实力雄厚，受到股东和政府支持较大，区域竞争优势显著，其担保对“17 制药 02”的信用水平仍有显著积极影响。

关注

1. **监管部门对公司多次问询及关注，公司存在未结清的**关注类贷款**。**2021 年至 2022 年 5 月底，公司多次收到监管部门的问询、关注及行政处罚等，主要包括年报相关问题、控股股东占用公司资金、公司信息披露问题、对子公司增资及转让子公司股权以及违反《广告法》的相关处罚。根据公司提供的《企业信用报告》，公司存在 3 笔未结清的**关注类贷款**。

2. **公司债务集中偿付压力大，未来资金支出压力大；公司偿债能力指标表现下降。**截至 2021 年底，公司全部债务为 36.50 亿元，其中短期债务占比为 85.44%，短期偿付压力大；截至 2021 年底，公司主要在建项目总投资额 43.14 亿元，尚需投资 17.62 亿元；另外，公司应付广州市昆仑投资有限公司（以下简称“昆仑投资”或“大股东”）借款 7.10 亿元以及股权转让款 5.70 亿元，均未计入全部债务；总体来看，公司未来资金支出压力大。2021 年，公司短期偿债能力和长期偿债能力指标总体表现下降。

3. **2021 年，公司营业总收入、综合毛利率及利润总额均下降，期间费用对利润侵蚀加重，主营业务盈利能力弱。**2021 年，公司营业总收入为 29.71 亿元，同比下降 3.30%；利润总额为-6.36 亿元，由盈转亏；综合毛利率为 26.23%，同比下降 6.08 个百分点；公司期间费用率为 32.13%，同比提高 6.62 个百分点，公司期间费用率高于综合毛利率。

4. **公司营运资金受到较大占用、资产受限比例高，且需关注资产减值损失及商誉减值风险。**截至 2021 年底，公司应收账款、其他应收款和存货占流动资产的比例分别为 35.54%、11.21%和 24.67%，对营运资金形成较大占用；公司受限资产占资产总额的比例为 49.98%，受限比例高。2021 年，公司资产减值损失 4.82 亿元，其中在建工程、存货跌价损失及合同履约成本和固定资产减值损失共计 1.28 亿元，公司在建工程规模较大，需关注在建工程减值风险；2021 年，公司计提商誉减值准备 3.54 亿元，截至 2021 年底，公司商誉账面价值为 2.67 亿元，占资产总额的比例为 3.21%，若未来形成商誉的子公司经营不善等原因导致商誉减值，会导致公司利润下降等风险。

5. 公司大股东股权质押比例非常高，且存在对外担保及重大诉讼风险。截至 2022 年 3 月底，公司控股股东昆仑投资累计质押股份占其持有公司股份的 99.73%，占公司总股本的 24.96%，主要用于日常经营资金，质押比例非常高。截至 2021 年底，公司共存在 3 个未决重大诉讼，作为被告方的其他未结案诉讼涉案金额 1.88 亿元；截至 2021 年底，公司对外担保金额为 2.94 亿元，占公司资产总额的比例为 2.59%，若未来担保对象经营不善，公司仍存在或有负债风险。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产 (亿元)	5.24	6.25	2.74	4.15
资产总额 (亿元)	84.62	121.97	113.81	111.70
所有者权益 (亿元)	41.12	42.49	37.58	37.16
短期债务 (亿元)	19.66	32.41	31.18	30.65
长期债务 (亿元)	9.38	9.47	5.31	6.19
全部债务 (亿元)	29.04	41.88	36.50	36.84
营业总收入 (亿元)	27.86	30.72	29.71	6.14
利润总额 (亿元)	1.17	1.66	-6.36	-0.43
EBITDA (亿元)	3.90	4.46	-2.69	--
经营性净现金流 (亿元)	0.83	2.57	2.58	-0.15
营业利润率 (%)	30.89	31.60	25.40	21.88
净资产收益率 (%)	3.07	3.34	-17.53	--
资产负债率 (%)	51.41	65.16	66.98	66.74
全部债务资本化比率 (%)	41.39	49.64	49.27	49.79
流动比率 (%)	95.00	54.85	44.44	43.58
经营现金流负债比 (%)	2.54	3.78	3.71	--
现金短期债务比 (倍)	0.27	0.19	0.09	0.14
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.97	2.52	-1.10	--
全部债务/EBITDA (倍)	7.45	9.38	-13.58	--
公司本部 (母公司)				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额 (亿元)	61.13	64.88	78.52	/
所有者权益 (亿元)	31.54	31.63	30.12	/
全部债务 (亿元)	21.84	27.50	22.07	/
营业总收入 (亿元)	6.26	8.99	4.69	/
利润总额 (亿元)	0.82	0.92	-1.69	/
资产负债率 (%)	48.40	51.25	61.64	/
全部债务资本化比率 (%)	40.92	46.51	42.29	/
流动比率 (%)	81.80	72.14	39.34	/
经营现金流负债比 (%)	1.00	6.01	1.79	/
担保方				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
资产总额 (亿元)	84.25	88.11	89.49	90.16
所有者权益 (亿元)	71.65	72.39	71.87	72.98
净资产 (亿元)	58.56	57.29	57.87	/
营业收入 (亿元)	4.04	4.57	4.69	2.19
利润总额 (亿元)	2.16	2.62	1.27	1.39
净资产收益率 (%)	2.19	2.66	1.29	1.52
期末融资担保责任余额 (亿)	136.03	262.33	251.31	160.48
融资担保放大倍数 (倍)	2.39	4.53	5.34	3.32
净资产担保倍数 (倍)	4.04	4.67	4.34	/
净资产/净资产比率 (%)	81.73	79.14	80.52	/
当期担保代偿率 (%)	1.28	0.00	0.74	0.12
累计担保代偿率 (%)	0.32	0.26	0.31	0.30

注: 1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2. 公司 2022 年 1-3 月财务数据未经审计, 相关财务指标未年化; 3. 数据单位除特别说明外均为人民币; 4. 公司其他应付款中的带息债务已计入全部债务, 不带息的借款未计入全部债务

资料来源: 公司及担保方财务报告、联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
17 制药 02	AAA	A ⁺	稳定	2021/06/28	唐玉丽 崔濛晓	联合资信评估有限公司一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 联合资信评估有限公司一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
17 制药 02	AAA	AA	稳定	2017/11/16	王越 杨婷	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受广州市香雪制药股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

广州市香雪制药股份有限公司 公开发行公司债券 2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于广州市香雪制药股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司成立于 1997 年 12 月，是经广州市经济体制改革委员会《关于同意设立广州市香雪制药股份有限公司的批复》（穗改股字〔1997〕68 号）批准，在对原广州市罗岗制药厂进行整体改制的基础上，由广州市昆仑投资有限公司（以下简称“昆仑投资”）、广州罗岗镇经济发展公司、广州保税区昆仑国际工贸有限公司、广州市白云区罗岗城镇建设开发公司和广州市昆仑科技发展有限公司以发起方式设立的股份有限公司，初始注册资本为 0.45 亿元。2010 年 12 月 15 日，公司在深圳证券交易所（以下简称“深交所”）创业板上市（股票简称：“香雪制药”，股票代码：“300147.SZ”）。

经过多次增资，截至 2022 年 3 月底，公司股本增加至 6.61 亿元，控股股东为昆仑投资，昆仑投资直接持有公司 25.02% 的股份；公司实际控制人为王永辉、陈淑梅夫妇。

截至 2022 年 3 月底，公司控股股东昆仑投资累计质押股份 165045629 股（冻结股份 12552772 股），已质押股份占其持有公司股份的 99.73%，占公司总股本的 24.96%，主要用于日常经营资金，质押比例非常高。

2021 年，公司经营范围较上年无变化。

截至 2021 年底，公司合并范围内子公司 62 家。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 113.81 亿元，所有者权益 37.58 亿元（含少数股东权益

8.12 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 29.71 亿元，利润总额-6.36 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 111.70 亿元，所有者权益 37.16 亿元（含少数股东权益 8.25 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 6.14 亿元，利润总额-0.43 亿元。

公司注册地址：广州市萝岗区广州经济技术开发区科学城金峰园路 2 号；法定代表人：王永辉。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券为“17 制药 02”，将于 2022 年到期。募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。“17 制药 02”将于 2022 年 11 月到期，联合资信将持续关注存续债券还本付息情况。

“17 制药 02”由广东粤财融资担保集团有限公司（以下简称“粤财担保集团”或“担保方”）提供连带责任保证担保。

表 1 截至 2022 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
17 制药 02	3.00 亿元	2.20 亿元	2017/11/23	5 (3+2) 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政

策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30 (4.95)	7.90 (5.47)	4.90 (4.85)	4.00 (5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50 (6.79)	15.90 (6.95)	11.80 (6.37)	9.60 (6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60 (2.90)	12.60 (4.40)	7.30 (3.80)	4.90 (3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60 (7.60)	15.00 (8.20)	8.80 (7.20)	4.40 (5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70 (2.30)	7.80 (2.40)	1.50 (0.40)	0.40 (0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80 (-2.0)	19.20 (2.00)	14.80 (3.30)	13.50 (4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90 (4.14)	23.00 (4.39)	16.40 (3.93)	12.50 (3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70 (4.53)	12.00 (5.14)	9.70 (5.05)	8.10 (5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出

口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

¹ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以

2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

社融总量扩张, 财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模 12.06 万亿元, 比上年同期多增 1.77 万亿元; 3 月底社融规模存量同比增长 10.60%, 增速较上年底高 0.30 个百分点。从结构看, 财政前置带动政府债券净融资大幅增长, 是支撑社融扩张的主要动力, 一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳, 民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度, 全国一般公共预算收入 6.20 万亿元, 同比增长 8.60%, 财政收入运行总体平稳。其中, 全国税收收入 5.25 万亿元, 同比增长 7.70%, 主要是受工业企业利润增长带动, 但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面, 2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元, 同比增长 8.30%, 为全年预算的 23.80%, 进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障, 科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大, 居民收入稳定增长。2022 年一季度, 城镇调查失业率均值为 5.53%, 其中 1 月、2 月就业情况总体稳定, 调查失业率分别为 5.30%、5.50%, 接近上年同期水平, 环比小幅上升, 符合季节性变化规律; 而 3 月以来局部疫情加重, 城镇调查失业率上升至 5.80%, 较上年同期上升 0.50 个百分点, 稳就业压力有所增大。2022 年一季度, 全国居民人均可支配收入 1.03 万元, 实际同比增长 5.10%, 居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置, 保持经济运行在合理区间, 实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月, 国务院常务会议指出, 要把稳增长放在更加突出的位置, 统筹稳增长、调结构、

推改革, 切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间: 部署促进消费的政策举措, 助力稳定经济基本盘和保障改善民生; 决定进一步加大出口退税等政策支持力度, 促进外贸平稳发展; 确定加大金融支持实体经济的措施, 引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定: 着力通过稳市场主体来保就业; 综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定, 保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响, 经济稳增长压力加大。生产端, 停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注; 需求端, 投资对经济的拉动作用有望提升, 可能主要依靠基建投资的发力; 国内疫情的负面影响短期内或将持续, 制约消费的进一步复苏; 在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下, 叠加上年基数攀升的影响, 出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此, IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大, 实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

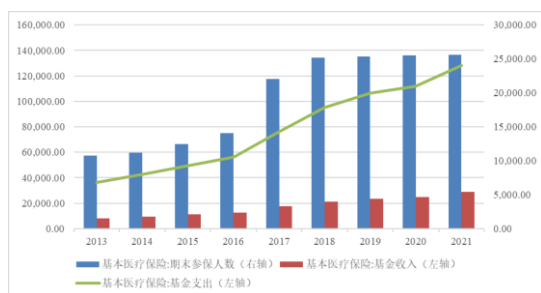
1. 医药行业运行概况

2020 年, 受新冠肺炎疫情影响, 各层级医疗机构日常诊疗活动减少, 药品终端销售市场规模近年来首次出现负增长, 但随着人均可支配收入增长、人口老龄化趋势逐年加重以及医保收入和参保人数增加, 中国医药需求仍保持稳健。2021 年以来, 医药行业盈利水平逐渐从新冠肺炎疫情的影响中恢复, 医药制造业企业营业收入和利润总额均大幅增长。

医药制造行业与生命健康息息相关, 其下游需求主要与人口数量、老龄化程度及疾病演变等因素相关。近年来, 全国居民人均可支配收入已由 2018 年的 28228 元增长至 2021 年的 35128 元, 消费升级加速; 与此同时, 截至第七次全国人口普查 (普查标准时点为 2020 年 11 月 1 日 0 时), 中国 60 周岁以上人口已达 2.64 亿, 占总人口的 18.70%, 较 2019 年底增加了

0.10 亿，人口老龄化趋势明显。随着新医保目录落地、医保支付方式进一步完善以及带量采购的制度化 and 常态化等多种政策的推行，医保收支结构逐步优化，控费成效显著。虽然基本医疗保险基金收入增长速度于 2017 年达到峰值后逐年放缓，但基金收入和基本医疗保险参保人数依然逐年增加，医药消费的基本盘仍然稳健。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公立医院以及公立基层医疗机构日常诊疗活动减少，医疗机构总诊疗人次由 2019 年的 87.20 亿次下降至 2020 年的 77.40 亿次，中国药品终端销售市场规模同比下降 8.45%，从 2019 年的 17955 亿元下降至 2020 年的 16437 亿元，为近年来首次负增长。2021 年随着新冠疫情防控常态化，医药行业有所复苏，2021 年医疗机构总诊疗人次为 85.30 亿人次，药品终端销售市场规模同比增长 7.97%，达 17747 亿元。

图 1 近年来基本医疗保险基金收入支出及参保人数情况（单位：亿元、万人）



资料来源：Wind、联合资信整理

受医保控费、带量采购制度化和常态化等因素影响，近年来医药制造业收入和利润出现小幅波动。2020 年，规模以上医药制造业营业收入为 25053.57 亿元，同比增长 4.50%，利润总额为 3693.40 亿元，同比增长 12.80%，营业收入增速有所放缓，但利润总额增速有所上升，主要系新冠肺炎疫情相关高毛利企业占比增加所致。2021 年，医药行业盈利水平逐渐从新冠肺炎疫情的影响中恢复，全国规模以上医药制造业实现营业收入 29288.5 亿元，同比增长 20.1%，实现利润总额 6271.4 亿元，同比增长 77.9%。

2. 行业政策

2021 年以来，我国医药政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革；鼓励研究和创新制新药，同时对创新药的临床试验立项、设计以及开展等方面提出了更高的要求；积极推动仿制药发展；鼓励优质中医药企业发展。

2021 年 1 月，国家药监局发布《药品上市后变更管理办法(试行)》(以下简称“该办法”)。该办法进一步明确了药品上市后变更的原则和常见情形，规定了持有人义务和监管部门职责，为药品上市后变更管理提供了依据。一方面鼓励持有人运用新生产技术、新方法、新设备、新科技成果，不断改进和优化生产工艺，持续提高药品质量，提升药品安全、有效和质量可控性；另一方面，规范药品变更行为和变更监管，打击非法变更，落实持有人主体责任，保障用药安全。

2021 年 2 月 9 日，国务院办公厅印发《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》(以下简称“《政策措施》”)。《政策措施》指出将探索符合中医药特点的医保支付方式，支持将有疗效和成本优势的中医医疗服务项目纳入医保支付范围，进一步扩大中医药企业的项目品类，鼓励实行中西医同病同效同价，明确给予中西医并重的待遇；加快推进中药审评、审批机制改革，建立中药新药进入快速审评、审批通道的机制，缩短中医新药上市时间；《政策措施》同时指出，要支持符合条件的中医药企业上市融资及发行公司信用类债券，并支持社会资本设立相关基金，加大对中医药产业的长期投资力度。国家政策扶持中医药产业持续发展，将为优质中医药企业提供机会。与此同时，国家政策鼓励优质中医药企业融资，预计未来将会有更多中医药企业发行债券。

2021 年 9 月，国务院办公厅印发《国务院办公厅关于印发“十四五”全民医疗保障的通知》(以下简称“全民医保”)。全民医保指出到 2025 年，医疗保障制度更加成熟定型；深化审评审批制度改革，鼓励药品创新发展，加快新药好药上市，促进群众急需的新药和医疗器械研

发使用，稳步推进仿制药质量和疗效一致性评价；要持续深化医保支付方式改革；常态化制度化实施国家组织药品集中带量采购，持续扩大国家组织高值医用耗材集中带量采购范围；加快健全医保基金监管体制机制；支持远程医疗服务、互联网诊疗服务、互联网药品配送、上门护理服务等医疗卫生服务新模式新业态有序发展，促进人工智能等新技术的合理运用。

2021年11月，国家医保局印发《关于做好国家组织药品集中带量采购协议期满后接续工作的通知》（以下简称“接续工作通知”）。接续工作通知指出原则上所有国家组织集采药品协议期满后均应继续开展集中带量采购，不得“只议价、不带量”，原则上不少于上一年度的约定采购量。对于报送需求量明显低于上年度采购量的医疗机构，应要求其作出说明，并加大对其采购行为的监督。应事先明确采购量规则，并将其分配到每家中选企业和每家医疗机构。

2021年11月，国家药监局发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》（以下简称“《临床研发指导原则》”）。《临床研发指导原则》提出肿瘤药物的研发以临床需求为导向，促进抗肿瘤药科学有序的开发。在研发决策阶段，若早期临床试验中对某肿瘤没有达到期望效果，则应及时停止患者入组或终止药物研发。这意味着药物研发的审评审批标准趋严，对创新药的临床试验立项、设计以及开展等方面提出了更高的要求。

3. 行业关注

结构性问题明显，行业集中度较低。与国外医药市场相比，中国医药制造企业数量众多，呈现规模小、占比分散等特征，产业集中度低，多为同质化产品竞争，难以适应各类患者的不同临床用药需求。尽管近年来的医疗体制改革有利于促进医药行业的优胜劣汰，但中国长期以来形成的医药企业多、小、散的结构性问题尚未得到根本解决，真正具备国际竞争力的创新型药企较少，研发能力、生产技术及配套设施先进程度仍有待提高。

从行业主体数量来看，截至2021年底，医药制造业企业单位为8337家，较上年底增加672家；亏损企业1577家，较上年底增加233家。2020年以来，医药制造业企业数量增加较快，但亏损企业占比亦逐年上升，行业内分化程度加深。

研发投入不足，创新能力相对较弱。与欧美等发达国家的医药行业相比，受医药制造行业内技术条件的制约，我国医药行业研发投入仍显不足，影响了我国医药行业的发展和创新能力，导致国内医药企业普遍以生产仿制药为主，技术水平较低，且整体研发投入相对不足、研究成果转化率相对较低、研究水平相对落后。

带量采购、医保目录谈判等政策实施使得药品价格呈下降趋势。2021年2月，第四次带量采购竞标结果公示，中标45个产品，产生中选企业118家，平均降价幅度52%，最高降幅96%。2021年6月，第五次带量采购竞标结果公示，中标61个产品，产生中选企业148家，中选药品品规251个，平均降价幅度56%，最高降幅高达99%，注射剂成为集采主力剂型。2021年11月，第六次带量采购竞标结果公示，二代和三代胰岛素共16个品种、42个品规中选，产生中选企业11家，平均降价幅度48%，最高降幅高达74%，降价趋于理性化。这次带量采购充分考虑了企业实际产能，确保了用药稳定性，引导临床使用产品升级、行业发展创新升级，标志着带量采购从化学药拓展到了生物药领域。2021年12月，国家医保药品目录调整结果正式公布，本次共对117个药品进行了谈判，谈判成功94个（目录外67种，目录内27种），总体成功率80.34%；本次谈判成功的目录外67个独家品种的平均降价幅度62%，为历次谈判以来最大的降价幅度；2019年和2020年的降幅分别为61%和54%；本次谈判单一品种最大降幅为94%，2019年和2020年的最高降幅分别为85%和90%。

4. 行业展望

预计 2022 年国内医药需求有望继续保持增长，且医保基金支付能力可持续性较强，医药行业整体经营业绩有望保持稳定增长。不同于其他行业，医药制造行业与生命健康息息相关，其下游需求主要与人口数量、老龄化程度及疾病演变等因素相关，医药消费具有很强的刚性，基本不受宏观经济的影响。目前，中国正逐渐步入老龄化社会，预计到 2050 年，中国老龄人口比例将超过 30%，未来随着国内老龄化、消费升级等带动医药行业的需求市场不断旺盛，且对高端产品和服务的需求持续增加，预计医药行业下游需求有望保持稳定增长态势。2021 年以来，全球新冠肺炎疫情反复、国内疫情出现多地散发，进入后疫情时代，新冠肺炎疫情对于医药行业政策环境产生了深远的影响，从产业层面来看，疫情防控的相关工作促进了部分行业加速发展，如互联网医疗、新冠疫苗、医疗防护、公共卫生体系建设等；从长远的角度来看，此次疫情使得医药卫生行业的重要性凸显，在全社会的关注度有显著提升，医保、医药、医疗各方面的改革工作持续稳健推进，促使全行业日趋规范化、健康发展。

从医药行业下游支付能力来看，医保基金作为最重要的支付方，其支付额约占整体医疗卫生总费用的约 40%，医保基金的支付能力直接决定了医药行业的回款情况。根据国家医保局数据显示，2021 年，全国基本医保基金（含生育保险）总收入为 2.87 万亿元，同比增长 15.55%，全国基本医保基金（含生育保险）总支出为 2.40 万亿元，同比增长 14.16%。

预计 2022 年，医药行业政策端还将集中于“供给端”和“需求端”的联动变革，“控费”仍将为医药行业政策的主线。2021 年是“十四五”开局之年，2021 年 9 月《“十四五”全民医疗保障规划》发布，这是医疗保障领域第一个五年规划，也是“十四五”时期医疗保障发展的总体蓝图，提出了 15 项主要指标和三大体系建设要求；结合今年医疗保障法、医疗保障待遇清单制度、医保目录调整、医疗服务价格改革试点、

DRG/DIP、国采、国谈等方面的动态可以看出，中国特色医疗保障制度的发展打出了一套组合拳；医药领域的创新发展、一致性评价仍是关注热点；医疗领域基本药物的调整、合理用药、公立医院高质量发展等都有重要政策发布；此外，互联网医疗、医药电商等领域的迅速发展，加快推进三医信息化建设进程。预计未来，医药行业供给侧改革政策重点将继续集中于淘汰落后产能、提高药品质量、鼓励创新投入、强化过程监管等方面，具有创新性、临床需求高的药物上市速度有望加快。

控费方面，2021 年，国家共计对 117 个药品进行谈判，谈判成功 94 个，总体成功率 80.34%；其中，目录外 85 个独家药品谈成 67 个，成功率 78.82%，平均降价 61.71%，价格降幅已走向常态化。目录外 67 个药品中有 66 个是五年内上市的，占比 99%，其中 27 个创新药实现上市当年进入医保，基本实现了药品审评和医保审评的“无缝衔接”。目前前五轮集采共涉及品种 218 个，不仅品种数量不断扩围，参与厂家的数量也在逐步增多。2021 年 12 月 3 日，国家医保局公布 2021 年版国家医保药品目录，本次调整共计新增 74 种药品进入目录，11 种药品调出目录。从谈判情况看，67 种目录外独家药品谈判成功，平均降价 61.71%，涵盖肿瘤、罕见病、麻醉、丙肝等领域。未来，随着带量采购逐步扩面，医保目录动态调整常态化，有望形成药品质优价低，药企持续创新的优良局面。对于仿制药企业来说，稳定的产品质量控制能力、规模化的供应能力、超强的成本控制能力成为竞争关键要素；对于创新药企业来说，快于同类产品的研发速度以及合理的定价策略将成为获胜的关键。

预计 2022 年，创新药物将成为医药企业研发主流，新药研发逐步向差异化发展。医药产业投资大、周期长、风险高，对于当下临床需求的有效覆盖尚未满足，研发创新是医药制造企业发展的核心。根据国家统计局数据，2021 年我国研究与试验发展经费支出已达 27864 亿元，同比增长 14.23%。从新药审批数量来看，近年

来 1 类新药的申请数量和获批数量出现大幅增长。2018 年，国家药品监督管理局药品审评中心（以下简称“CDE”）受理国产 1 类新药注册申请 448 件，批准 9 个国产 1 类新药上市；2019 年，受理国产 1 类新药注册申请 528 件，批准 10 个国产 1 类新药上市；2020 年，受理 1 类新药注册申请 1062 件，批准 14 个国产 1 类新药上市。2021 年上半年，CDE 共批准了 23 款国产的 1 类新药，获批数量超 2020 年全年。

目前，我国创新药以“Me-too”类药物为主，热门靶点的新药集中度高。根据《中国 1 类新药靶点白皮书》统计，2016—2021 年，国家药品监督管理局药品审评中心合计受理新药 1649 个，其中涉及的靶点有 520 个，前 6%（30 个）的靶点涉及 41%（681）的新药。在治疗领域方面，2016—2021 年，新药受理的治疗领域以肿瘤为主，占比为 62%，其次为感染，占比为 8%。为了避免此类重复投入造成的资源浪费，CDE 推出了《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床试验研发指导原则》，进一步规范研发原则，力求真创新。长期来看，随着创新药企数量和管线规模的成长，相同靶点、类似机制的产品将会愈发密集，同时随着医保谈判和带量采购的深化，具备差异化的创新药企将获得更大的议价空间和自主定价权，从而更快地实现现金流回拢和进入研发-上市的良性循环。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年 3 月底，公司股本 6.61 亿元，控股股东为昆仑投资，昆仑投资直接持有公司 25.02% 的股份；公司实际控制人为王永辉、陈淑梅夫妇。截至 2022 年 3 月底，公司控股股东昆仑投资累计质押股份 165045629 股（冻结股份 12552772 股），已质押股份占其持有公司股份的 99.73%，占公司总股本的 24.96%，主要用于日常经营资金，质押比例非常高。

2. 企业规模及竞争力

公司主导产品抗病毒口服液及橘红系列具

有品牌优势，另外，公司具备一定研发实力和产业链优势。

“香雪”商标获评中国驰名商标。产品方面，公司主导产品抗病毒口服液是由公司原创的新药，率先应用“中药指纹图谱技术”进行质量控制的纯天然中药配方的口服制剂。公司参与编制的抗病毒口服液国家标准作为生产该类产品企业的行业规范已收载于 2010 年及 2015 年版的《中国药典》，“香雪抗病毒口服液”获评广东省名牌和广州市名牌产品、广东省高新技术产品。公司化橘红系列主要包括橘红痰咳液、橘红痰咳煎膏、橘红痰咳颗粒、橘红梨膏、橘红枇杷片等产品，其中橘红痰咳液是公司独家品种，为国家高新技术产品，2009 年，经广东省岭南中药文化遗产保护工作领导小组组织专家审核，橘红痰咳液秘方被认定为“广东省岭南中药文化遗产”。

产业链方面，公司布局中药材生产基地将产业链向上延伸，已在宁夏、山西、四川、云南、湖北、广东等地建立了中药材生产基地，目前已形成“中药材种植—中药饮片生产—中成药制造—医药流通—新药研制”的产业链布局，有利于增强公司抗风险能力。

研发方面，公司是我国抗病毒口服液国家标准编制的重要参与单位，首创抗病毒口服液指纹图谱技术；公司香雪生命科学研究中心，搭建了前沿生物技术医药研发基地和转化平台。已建立 TCR-T 的技术平台及工艺，包括：肿瘤特异性抗原的发现平台、TCR 筛选与亲和力优化平台、蛋白表达平台、抗原制备平台、T 细胞克隆平台、临床级慢病毒生产工艺、临床级 TCR-T 细胞生产工艺等。

3. 企业信用记录

公司过往存在多笔关注类贷款记录及商业票据逾期情形。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91440000633210884T）（以下简称《企业信用报告》），截至 2022 年 6 月 7 日，公司本部未结清贷款中存在 3 笔关注

类贷款，关注类余额共计 1.44 亿元，其中 2 笔为中长期借款、1 笔为短期借款，公司本部无不良类贷款；根据公司提供的说明，关注原因是使用了再融资产品以及存在贷款展期。公司已结清贷款中，存在 10 笔关注类贷款记录，根据公司提供的说明：①其中 8 笔为公司在开发区科学城建设新厂区时，由于建设及技术改造投入资金大，回报周期长等原因，企业出现现金流紧张的情况，到期的贷款资金筹措困难，导致公司出现关注类信贷记录。公司通过与银行的磋商，银行为公司贷款办理了“借新还旧”或“展期”等方式，结清了相关贷款；②新增 2 笔已结清的关注类贷款，均已结清，其中 1 笔为担保代偿，1 笔为正常还款。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司存在 800 万商业票据逾期的情形，根据公司提供的说明，截至 2022 年 5 月 6 日，公司已支付了相关款项。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析²

2021 年，公司董事有所变动，高管及监事整体无变化；公司披露了存在大股东占款及违规担保事项，并通过制定和修订部分管理制度及其他措施对内控欠缺进行了整改。

2021 年 4 月，公司制定了《子公司管理制度》《内部审计制度》《重大信息内部报告制度》《投资者关系管理制度》《对外提供财务资助管理制度》《防范控股股东及关联方资金占用制度》等制度。公司于 2021 年 4 月及 5 月修订《公司章程》；2021 年 12 月，公司修订了《公司章程》中注册资本事宜。

2021 年，公司原独立董事郝世明因个人原因离职，原独立董事刘艺因任期满离任；公司聘任吴杰、陶剑虹担任独立董事。

2021 年 4 月 7 日，公司发布了《关于自查查控股股东资金占用情况暨以资抵债化解资金占用风险的提示性公告》；2021 年 4 月 29 日，公司披露了《大股东及其附属企业非经营性资金占用及清偿情况》《违规担保及解除情况》的专项核查意见，经核查公司控股股东昆仑投资累计占用公司资金 12.62 亿元，截至 2020 年底，资金占用余额为 6.49 亿元，违规担保余额为 1.20 亿元。

公司对非经营性占款的后续整改措施如下：公司完善加强了内控和风险管理体系建设，制定防范控股股东及关联方资金占用管理制度、内部审计制度和重大信息内部报告制度等；加强付款流程管理和审核力度，严格执行相关审批决策程序，提高规范化运作水平；定期组织开展法律法规内部培训工作，深入学习并严格执行《深圳证券交易所创业板股票上市规则》《深圳证券交易所上市公司规范运作指引》等相关法律法规及义务规则的要求，加强对公司控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等相关人员的持续培训力度，将相关学习内容结合公司实际情况贯彻到日常工作中。

八、重大事项³

1. 公司控股股东非经营性占款事项进展

2021 年 4 月 28 日，昆仑投资通过以资抵债方式已全部偿还完毕关联方非经营资金占用款项。截至本报告出具日，昆仑投资已将广州香岚健康产业有限公司（以下简称“香岚健康”）100%股权转让至公司，并配合公司完成了香岚健康的工商变更登记全部手续，目前酒店已对外试营业。截至 2021 年底，香岚健康总资产 27.58 亿元，其中固定资产为 19.10 亿元，在建工程为 3.57 亿元，无形资产为 4.51 亿元；负债总计 12.61 亿元，其中其他应付款 12.61 亿元；所有者权益为 14.96 亿元。2021 年，香岚健康

² 2021 年 4 月公司更新相关管理制度，并于 2021 年 4 月和 5 月更新《公司章程》，详细分析见公司 2021 年度跟踪评级报告--《[广州市香雪制药股份有限公司公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告](#)》。

³ 2021 年 5 月底前公司披露的重大事项明细（含非经营性占款、违规担保及收到的监管函等事项）已于公司 2021 年跟踪评级报告中披露，详见脚注 1 链接。

暂未实现营业收入，净利润为-0.93万元。

2. 公司多次收到监管部门的问询、关注及监管函

2021年2月、2021年3月及2021年5月，公司分别收到深圳证券交易所关于公司2019年年度审计报告保留事项、是否存在控股股东占用公司资金、公司收购香岚健康100%股权事项的关注函、对公司2020年年报事项的问询函等（详细分析见《[广州市香雪制药股份有限公司公开发行公司债券2021年跟踪评级报告](#)》）

2021年11月10日，公司收到《关于对广州市香雪制药股份有限公司的监管函》（以下简称“《监管函》”），指出公司未及时披露与华晟基金管理（深圳）有限公司、华元城市运营管理（横琴）股份有限公司合同纠纷案的相关法律文书。

2021年12月27日，公司收到《关于对广州市香雪制药股份有限公司的关注函》（以下简称“《关注函》”），对公司披露公告称拟以自筹现金10000万元对全资子公司广东香雪智慧中医药产业有限公司（以下简称“香雪智慧中医”）进行增资，同时拟转让持有的控股子公司广州市香雪亚洲饮料有限公司（以下简称“香雪亚洲”）63%股权事项进行关注，并要求公司就香雪智慧中医增资款的支出、用途及最终流向、该项目的盈利能力及发展预期、增资合理性以及是否对公司偿债能力或生产经营造成不利影响等方面进行说明；要求公司就香雪亚洲的股权受让合理性、是否为香雪亚洲提供担保、资金占用情况、本次交易价格和评估增值的合理性等方面做出说明；对香雪亚洲业绩承诺调整及完成等情况做出说明等。2022年1月5日，公司对《关注函》进行了回复。

2021年11月，公司孙公司广东香雪医药有限公司（以下简称“香雪医药”）收到广州市黄埔区市场监督管理局下发的《行政处罚决定书》（穗黄市监处字（2021）327号），主要内容如下：2020年2月26日至2月28日香雪医药在网站www.xphcn.com和微信公众号“香雪制药”

发布“疫情居家预防”“广州市卫健委推荐”“广州疫情中医药防控专家组连开”等内容对“粤抗1号”瓶装凉茶饮料进行宣传，香雪医药无法提供材料证明广州市卫健委、广州疫情中医药防控专家组推荐过“粤抗1号”瓶装凉茶，无法提供材料证明“粤抗1号”瓶装凉茶有居家预防疫情的作用，无法提供“5盒疗程装”用语表述的根据；该事项违反了《中华人民共和国广告法》（以下简称“《广告法》”）相关条款，责令香雪医药停止发布广告，在相应范围内消除影响，罚款30万元。

2022年5月，子公司广东九极生物科技有限公司（以下简称“九极生物”）于2022年5月19日收到广州市黄埔区市场监督管理局发出的《行政处罚决定书》（穗黄市监处字（2022）101号），主要内容如下：2021年11月29日，广州市黄埔区市场监督管理局对九极生物进行调查。经查明，九极生物在名称为“九极通”的微信小程序经营网上商城，并在网上商城的商品详情页上发布广告对商品进行宣传。自2021年10月16日至2021年11月29日，在“天资韵胶原蛋白果味饮品”详情页发布了图片附带文字的广告，在该广告中使用了无法提供来源及真实性、科学性依据的相关描述；该事项违反了《广告法》相关条款，决定对九极生物责令停止发布违法广告，责令在相应范围内消除影响，罚款25万元。

2022年5月19日，公司收到了《关于对广州市香雪制药股份有限公司的年报问询函》，主要问询内容包括：公司提取商誉减值情况、广东省和西南区收入大幅减少的原因、资产减值损失合理性、期间费用占比合理性、债务情况、现金流及偿债能力情况、生物岛资产情况、重大非股权投资项目建设进度等情况以及公司应收账款、其他应收款情况、重大诉讼情况、亏损子公司情况、其他应付款中往来款和借款情况及是否存在非经营性占用公司资金存在、大股东股权质押是否存在平仓风险及相关措施、大股东的大额负债、诉讼和纠纷情况、公司对外担保及对子公司长期担保事项说明、公司中药材基地情况介绍、口服紫杉醇进展情况及其他情况。公

司已于 2022 年 6 月 2 日进行了回复，且对年报中部分披露错误的事项进行了更正，并于 2022 年 6 月 2 日披露了更正后的《2021 年年度报告》。

2022 年 6 月 3 日，公司收到中国证券监督管理委员会广东监管局《关于对广州市香雪制药股份有限公司、王永辉、徐力采取出具警示函措施的决定》（〔2022〕70 号），指出公司及子公司涉及重大诉讼披露不及时、公司及子公司基本账户被冻结信息披露不及时的行为，决定对公司、王永辉、徐力采取出具警示函的行政监管措施。

九、经营分析

1. 经营概况

2021 年，公司营业总收入有所下降，毛利率有较大幅度的下降，公司对子公司提取大额商誉减值，公司利润总额大幅下降。

2021 年，公司主营业务范围无变化，仍主要经营现代中药及中药饮片的研发、生产与销售，同时经营医疗器械、保健用品、软饮料、少量西药产品和医药流通等业务；2022 年一季度，公司不再经营软饮料业务。2021 年，公司实现营业总收入 29.71 亿元，同比下降 3.30%；实现利润总额-6.36 亿元，由盈转亏，主要系公司为促进销售，采取降价、增加折扣力度等方式使得毛利率下降以及公司对子公司提取大额商誉减

值综合影响所致。

从收入细分来看，2021 年，公司中药产品收入有所下降，占营业总收入的比例有所下降，主要受疫情影响抗病毒口服液、板蓝根等销售额大幅下降所致；公司医药流通收入同比增长 40.61%，公司医药流通业务主要由子公司湖北天济药业有限公司（以下简称“湖北天济”）、香雪医药、山西香雪医药有限公司运营，销售品种涵盖各类药品、中药饮片及少量生物制品、医疗器械等；2020 年，公司防疫产品实现销售收入 2.63 亿元，此部分收入计入了公司的其他主营业务收入中，随着疫情常态化，2021 年公司其他主营业务收入大幅下降；公司其他业务收入（软饮料、保健品、医疗器械、西药产品等）占比较小，对公司收入影响不大。

从毛利率来看，2021 年，在公司为促进销售，采取降价、增加折扣力度等方式加大促销力度以及部分原材料价格上升对公司带来成本压力等多重因素的影响下，公司中药产品毛利率同比下降；医药流通毛利率变化不大；受以上因素综合影响，公司综合毛利率同比下降。

2022 年 1-3 月，公司实现营业总收入 6.14 亿元，同比下降 22.41%，主要系中药产品销售额大幅下降所致；2022 年 1-3 月，实现利润总额-0.43 亿元，由盈转亏，主要系公司业务销售额下降、综合毛利率下降以及费用增加等综合影响所致。

表 3 2020-2021 年及 2022 年 1-3 月公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2020 年			2021 年			2021 年收入同比变动率 (%)	2021 年毛利率增减 (百分点)	2022 年 1-3 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)			收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
中药产品	17.61	57.33	35.47	16.52	55.60	27.26	-6.19	-8.21	3.68	60.03	30.10
医药流通	6.18	20.12	13.99	8.69	29.25	14.79	40.61	0.80	1.78	29.00	8.45
软饮料	1.85	6.01	31.49	1.71	5.74	34.78	-7.57	3.29	--	--	--
保健品	0.62	2.03	68.72	1.32	4.43	56.97	112.90	-11.75	0.18	2.99	48.65
医疗器械	0.14	0.46	85.27	0.15	0.50	88.94	7.14	3.67	0.04	0.66	91.9
西药产品	0.18	0.58	74.07	0.33	1.09	70.63	83.33	-3.44	0.08	1.35	88.76
其他主营业务	3.06	9.95	23.36	0.60	2.01	5.48	-80.39	-17.88	0.17	2.78	-92.4
其他营业收入	1.08	3.51	77.65	0.41	1.38	65.40	-62.04	-12.25	0.20	3.19	42.03
合计	30.72	100.00	32.31	29.71	100.00	26.23	-3.30	-6.08	6.14	100.00	22.55

注：尾差系数数据四舍五入所致

资料来源：公司提供

2. 业务运营

(1) 原材料采购

2021年，受下游需求影响，公司连翘、板蓝根及蔗糖的采购量均有不同程度的下降，橘红的采购量大幅增长；采购均价方面，连翘采购均价大幅上涨、板蓝根采购均价大幅下降；公司采购集中度仍较低。

公司中药产品主要包括抗病毒口服液、板蓝根颗粒、橘红系列产品以及中药饮片。其中抗病毒口服液、板蓝根颗粒和橘红系列等，主要由公司本部负责，中药饮片主要由公司本部、湖北天济和亳州市沪谯药业有限公司（以下简称“沪谯药业”）等经营主体负责。2021年，公司采购主要原材料、采购模式及结算模式、账期相比2020年未发生变化。

2021年，受销售规模下降的影响，公司板蓝根、蔗糖和连翘的采购量有不同程度的下降，其中连翘受抗病毒口服液产销量下降的影响，采购量大幅下降。2021年，公司橘红采购量较上年大幅增加，主要系橘红产品销量同比增加所致。

公司主要原材料受市场价格影响较大，从采购均价来看，连翘采购价格大幅上涨，主要系该药材属于清热解毒类，市场需求量上升以及受其产地近两年倒春寒天气造成减产的影响，市场价格大幅上涨所致；板蓝根采购均价大幅下降，主要系2020年疫情影响市场价格大幅度上涨，2021年疫情控制平稳后材料价格恢复往年平均价格所致；橘红和蔗糖采购均价略有变动；受以上因素综合影响，2021年公司主要原材料采购金额均大幅下降。

表4 2020-2021年及2022年1-3月公司主要原材料采购情况（单位：吨、万元/吨、万元）

品种	2020年			2021年			2021年采购数量变动(%)	2021年采购均价变动(%)	2021年采购金额变动(%)	2022年1-3月		
	数量	均价	金额	数量	均价	金额				数量	均价	金额
板蓝根	1881.00	1.74	3266.42	1630.78	1.07	1746.97	-13.30	-38.31	-46.52	33.00	1.34	44.19
蔗糖	4060.24	0.52	2095.45	2981.27	0.49	1459.72	-26.57	-5.13	-30.34	337.20	0.53	179.97
连翘	246.86	5.35	1320.55	52.85	8.09	427.29	-78.59	51.15	-67.64	15.80	10.73	169.52
橘红	349.28	2.08	726.29	651.14	2.13	1385.21	86.42	2.31	90.72	77.35	2.46	190.47
合计	6537.38	--	7408.71	5316.03	--	5019.20	-18.68	--	-32.25	463.35	--	584.16

注：1. 表中主要列示的是抗病毒口服液、板蓝根颗粒和橘红系列产品的原材料；中药饮片原材料由于公司独立采购，未包含在表中；2. 采购均价变动率系根据元/吨的数据计算，可能存在尾差
资料来源：公司提供

从供应商集中度来看，2021年，公司向前五大供应商的采购金额共计2.52亿元，占采购总额的比例为11.54%，较上年变动不大，采购集中度仍处于较低水平。

(2) 生产及销售情况

2021年，公司橘红产品销量有所增长，价格变动不大，为消化库存，橘红产量有所下降。2021年，抗病毒口服液和板蓝根受疫情及相关政策影响，产销量均大幅下降；公司为促销，采取降价及增加折扣力度，导致抗病毒口服液及板蓝根销售均价下降。2021年，公司中药饮片产销量均有所增长，销售均价变动不大。

公司中药产品仍主要包括抗病毒口服液、板蓝根颗粒、橘红系列产品以及中药饮片。

2021年，公司生产模式未发生变化，仍采用“以销定产”的方式组织生产；公司销售模式较2020年无变化，公司中成药业务的销售模式为自营销售直接管理终端客户（如医院、连锁药店）。对于大型的连锁药店、医院等重要销售终端，公司实施自建团队直接销售终端的模式，在配送环节选取具备健全终端配送网络的大型医药流通企业合作，对于自建团队目前难以全面覆盖的小型连锁、单体药店，公司仍采用经销模式。

2021年，公司主要产品的产能无变化。

新冠疫情以来，国内零售渠道感冒类、上呼吸道感染类、胃肠道感染类的药品销售受限，同时，居民个人卫生习惯改变，流行性感冒发病数量

减少，对公司的抗病毒口服液和板蓝根产品影响大。产销量方面，由于广东省为公司销售的主要区域，2021年广东卫健委发布《疫情期间需实名登记报告药品目录》，抗病毒口服液在此目录中，受此影响，公司抗病毒口服液产品产销量大幅下降，产能利用率随之下降，产能利用率很低。公司为增加销量，加大抗病毒口服液促销力度，销售均价同比下降。2021年，受下游需求影响，公司板蓝根产品产销量同比均有所下降

产能利用率很低，产销率有较大幅度的下降。2021年，公司橘红产量有所下降，主要系公司为消化2020年受疫情影响造成的库存积压所致；销量有所增加，销售均价变动不大，销售金额有所增加，产能利用率有待提高，产销率很高。2021年，受市场需求增加及公司拓展销售渠道的影响，公司中药饮片产销量均有所增长，销售均价变动不大，产能利用率和产销率均维持高水平。

表5 公司主要产品生产及销售情况

产品	指标	2020年	2021年	2022年1-3月	2021年同比变动 (%、百分点)
抗病毒口服液	产能(万支)	36960.00	36960.00	36960.00	0.00
	产量(万支)	40198.87	19880.43	5071.93	-50.54
	产能利用率(%)	108.76	53.79	13.72	-54.97
	销量(万支)	37088.14	19472.03	5534.48	-47.50
	销售收入(万元)	40752.45	18041.72	4329.48	-55.73
	销售单价(元/支)	1.10	0.93	0.78	-15.45
	产销率(%)	92.26	97.95	109.12	5.69
板蓝根颗粒	产能(单位:吨)	5300.00	5300.00	5300.00	0.00
	产量(单位:吨)	1047.34	961.39	24.64	-8.21
	产能利用率(%)	19.76	18.14	0.46	-1.62
	销量(吨)	1127.93	802.50	97.13	-28.85
	销售收入(万元)	4083.75	2805.24	283.21	-31.31
	销售单价(万元/吨)	3.62	3.50	2.92	-3.31
	产销率(%)	107.69	83.47	394.20	-24.22
橘红系列	产能(单位:吨)	1500.00	1500.00	1500.00	0.00
	产量(单位:吨)	1207.29	1004.86	422.22	-16.77
	产能利用率(%)	80.49	66.99	28.15	-13.50
	销量(吨)	1000.02	1268.34	305.68	26.83
	销售收入(万元)	11988.51	14954.70	3608.82	24.74
	销售单价(万元/吨)	11.99	11.79	11.81	-1.67
	产销率(%)	82.83	126.22	72.40	43.39
中药饮片	产能(单位:吨)	41000.00	41000.00	41000.00	0.00
	产量(单位:吨)	40844.28	48859.97	9877.32	19.63
	产能利用率(%)	99.62	119.17	24.09	19.55
	销量(吨)	41254.82	46115.02	9682.62	11.78
	销售收入(万元)	109890.93	120901.43	26963.18	10.02
	销售单价(万元/吨)	2.66	2.62	2.78	-1.50
	产销率(%)	101.01	94.38	98.03	-6.63

注：2022年一季度产能利用率未年化

资料来源：公司提供

2021年，公司对前五大客户销售金额为5.79亿元，占销售总额的比例为19.51%，销售集中度较低。

公司销售结算方式主要为电汇或承兑，公司中成药业务中对经销商基本实施先款后货的政策，仅对部分大型连锁药店给予不超过1个

月的账期，中药饮片业务以医院客户为主，应收账款周期较长，一般为6~12个月。

3. 在建项目

公司主要在建项目未来尚需投资金额大，公司未来资金支出压力大。

截至2021年底，公司主要在建项目为中药

饮片产业园（四川香雪制药科技产业园、宁夏六盘山绿色中药产业园、云南香格里拉健康产业园以及德庆香雪南药产业园建设项目），五华生物医药产业园工程、生物岛项目、香岚酒店、新厂区工程等，累计计划总投资额43.14亿元，已投资25.52亿元，尚需投资17.62亿元，未来资金支出压力大。

表6 截至2021年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	预计总投资	截至2021年底已投资	未来拟投资	资金来源
1	四川香雪制药科技产业园	3.55	3.16	0.39	金融机构
2	宁夏六盘山绿色中药产业园	5.50	4.58	0.92	金融机构
3	云南香格里拉健康产业园	1.80	1.12	0.68	金融机构
4	五华生物医药产业园工程一、二期	4.65	3.25	1.40	金融机构
5	生物岛项目地块一	4.06	3.67	0.39	金融机构
6	汕尾产业园一期	5.81	3.33	2.48	金融机构
7	新厂区工程	5.00	1.98	3.02	金融机构
8	德庆香雪南药产业园建设项目	5.00	0.85	4.15	金融机构
9	香岚酒店项目	7.77	3.57	4.19	金融机构
总计		43.14	25.52	17.62	--

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2021年，公司经营效率有所波动。

2021年，公司销售收入有所下降，销售债权周转次数和总资产周转次数分别为2.43次和0.25次，较上年分别下降0.31次和下降0.05次；存货周转率为2.74次，较上年上升0.13次。

5. 未来发展

公司依据自身经营情况和现有资源制定未来发展战略，具有一定可行性。

公司以中医药现代化为发展方向，坚持内生性增长、外延性拓展、商业模式创新和前沿领先技术四轮驱动的发展战略，将加快中医药全产业链布局，建设中药材标准化加工基地、仓储物流、精深加工及销售为一体的产业园，探索适合中药特点的新药开发新模式，推动重大新药创制和中药制剂等的中药新药研发。

此外，公司将布局精准医疗产业链，依托合作医疗机构，协同三甲医院，开展细胞临床科研合作，搭建精准诊断和精准治疗中心，参与细胞临床治疗研究项目，推动相关质量标准的建立，

探索建立多适应症、系列化、多治疗点的细胞临床治疗技术服务体系，围绕免疫细胞产业，致力于新一代细胞治疗技术和产品的研发，从免疫细胞的技术、生产、市场营销等进行全面布局。同时，发展中医远程医疗、移动医疗、智慧医疗等新型医疗服务模式，推进中西医资源整合、优势互补、协同创新。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年一季度财务数据未经审计。

2021年，公司合并范围内子公司共计62家，相比2020年增加6家子公司，其中新设子公司5家，购买子公司1家为香岚健康；处置3家子公司，分别为广东九极日用保健品有限公司（以下简称“九极日用保健品”）、广州市香雪生物医学工程有限公司（以下简称“香雪生物医学”）和

广东兆阳生物科技有限公司(以下简称“兆阳生物”);2021年,公司合并范围有一定变动,财务数据可比性尚可。本报告2019年及2020年数据使用2020年及2021年报告期初数据,2021年度数据使用该年度年末数。

截至2021年底,公司合并资产总额113.81亿元,所有者权益37.58亿元(含少数股东权益8.12亿元);2021年,公司实现营业总收入29.71亿元,利润总额-6.36亿元。

截至2022年3月底,公司合并资产总额111.70亿元,所有者权益37.16亿元(含少数股东权益8.25亿元);2022年1-3月,公司实现营业

总收入6.14亿元,利润总额-0.43亿元。

2. 资产质量

截至2021年底,公司资产规模小幅下降,流动资产和非流动资产均有所下降;公司货币资金大幅下降,资产受限比例高,且应收账款、其他应收款和存货对营运资金形成较大占用,资产流动性有待提高。

截至2021年底,公司合并资产总额较上年末小幅下降。其中,流动资产占27.12%,非流动资产占72.88%。公司资产以非流动资产为主,资产结构较上年末变化不大。

表7 2020-2021年及2022年3月底公司资产主要构成

科目	2020年底		2021年底		2021年底相比上年末变动率(%)	2022年3月底	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)		金额(亿元)	占比(%)
流动资产	37.31	30.59	30.86	27.12	-17.30	28.99	25.95
货币资金	6.05	16.22	1.96	6.36	-67.59	3.57	12.31
应收账款	10.39	27.85	10.97	35.54	5.55	11.65	40.17
其他应收款	7.34	19.66	3.46	11.21	-52.83	0.77	2.66
存货	8.40	22.51	7.61	24.67	-9.33	7.09	24.47
划分为持有待售的资产	1.32	3.54	1.99	6.45	50.53	1.06	3.67
其他流动资产	1.20	3.20	2.21	7.17	85.15	2.49	8.60
非流动资产	84.65	69.41	82.95	72.88	-2.02	82.71	74.05
固定资产	20.05	23.68	38.45	46.35	91.81	38.15	46.12
在建工程	34.26	40.47	21.06	25.38	-38.54	21.22	25.65
无形资产	10.84	12.81	10.34	12.47	-4.61	10.30	12.45
资产总额	121.97	100.00	113.81	100.00	-6.69	111.70	100.00

注:流动资产和非流动资产占比为占资产总额的比例;流动资产科目占比=流动资产科目/流动资产合计;非流动资产科目占比=非流动资产科目/非流动资产合计
资料来源:公司财务报告,联合资信整理

(1) 流动资产

截至2021年底,公司流动资产较上年末有所下降,主要系货币资金和其他应收款大幅下降所致。公司流动资产主要构成如上表所示。

截至2021年底,公司货币较上年末大幅下降,主要系公司偿还长期借款和短期借款所致,公司筹资活动现金流净额为-4.50亿元。货币资金中有0.25亿元受限资金,受限比例为12.50%,主要为公司被冻结的银行存款,主要系诉讼冻结所致。

截至2021年底,公司应收账款账面价值较上年末有所增长,但变动不大。按账面余额来看,应收账款账龄以1年以内为主(占89.44%),

1~2年的占5.64%;公司累计计提坏账准备0.62亿元;应收账款前五大欠款方合计金额为3.43亿元,占比为29.59%,集中度尚可。

表8 截至2021年底公司应收账款前五名情况

(单位:亿元、%)

序号	单位名称	应收账款期末余额	占比
1	山东中医药大学附属医院	1.10	9.45
2	吴江上海蔡同德堂中药饮片有限公司	0.86	7.43
3	湖北省肿瘤医院	0.53	4.54
4	武汉市中西医结合医院	0.48	4.10
5	北京正中堂医药药材有限责任公司	0.47	4.07
合计		3.43	29.59

资料来源:公司财务报告,联合资信整理

截至2021年底，公司其他应收款（合计）较上年底大幅下降，主要系公司大股东昆仑投资“以资抵债”偿还了对公司的资金占用款所致；公司其他应收款前五名如下表所示，集中度高。

表9 截至2021年底公司其他应收款前五名情况

序号	单位名称	其他应收款期末余额(万元)	占比(%)	款项性质	坏账准备期末余额(万元)
1	广东省广州市中级人民法院	26080.00	69.91	竞拍款	260.80
2	广州华耀商务管理有限公司	2500.00	6.70	往来款	25.00
3	抚松长白山人参市场投资发展有限公司	750.00	2.01	借款	750.00
4	湖北省第三人民医院	700.00	1.88	保证金	350.00
5	李懿	487.64	1.31	往来款	48.76
合计		30517.65	81.81	--	1434.56

资料来源：公司公告及公司提供，联合资信整理

截至2021年底，公司存货较上年底有所下降，主要系原材料账面价值下降所致。从账面余额来看，存货主要由原材料（占15.28%）、库存商品（占48.31%）和开发成本（占20.57%）构成，累计计提跌价准备0.49亿元，计提比例为6.08%。

截至2021年底，公司划分为持有待售的资产较上年底大幅增长，主要系新增持有待售的子公司香雪亚洲所致；公司持有待售资产账面价值中，由持有待售的九极生物（0.99亿元）和香雪亚洲（1.00亿元）构成。

截至2021年底，公司其他流动资产2.21亿元，较上年底大幅增长，主要系大额存单及利息增加所致。

（2）非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产82.95亿元，较上年底小幅下降。

截至2021年底，公司固定资产较上年底大幅增长，主要系香岚酒店项目由在建项目部分转固所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占87.76%）和机器设备（占9.20%）构成，累计计提折旧8.10亿元；固定资产成新率为78.84%，成新率尚可。

截至2021年底，公司在建工程较上年底有较大幅度下降，主要系香岚酒店项目由在建项

目部分转固所致。在建工程累计计提跌价准备0.70亿元。

截至2021年底，公司无形资产10.34亿元，较上年底有所下降，变动幅度不大。公司无形资产主要由土地使用权（占75.73%）和非专利技术（占17.67%）构成，累计摊销2.23亿元，计提减值准备0.25亿元。

截至2021年底，公司受到限制的资产共计56.88亿元，占资产总额的比例为49.88%，受限比例高。

表10 截至2021年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值(亿元)	占资产总额比例(%)	受限原因
货币资金	0.25	0.22	保证金、冻结资金
固定资产	33.58	29.51	借款抵押
无形资产	6.55	5.76	借款抵押
应收账款	0.40	0.35	借款质押
在建工程	12.61	11.08	借款抵押
投资性房地产	2.49	2.18	借款质押
其他流动资产	1.00	0.88	存单质押
合计	56.88	49.98	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年3月底，公司合并资产总额111.70亿元，较上年底下降1.85%，变化不大。其中，流动资产占25.95%，非流动资产占74.05%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至2021年底，受未分配利润大幅下降的影响，公司所有者权益有所下降，所有者权益稳定性强。

截至2021年底，公司所有者权益37.58亿元，较上年底下降11.56%，主要系未分配利润大幅减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为78.39%，少数股东权益占比为21.61%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占22.45%、73.08%、0.07%和1.12%。所有者权益结构稳定性强。

截至2022年3月底,公司所有者权益37.16亿元,较上年底变化不大。其中,归属于母公司所有者权益占比为77.80%,少数股东权益占比为22.20%。在归属于母公司所有者权益中,实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占归属母公司所有者权益的比例为22.88%、74.45%、0.07%和-0.74%。所有者权益结构稳定性强。

(2) 负债

截至2021年底,公司负债总额较上年底略

表 11 2020 - 2021 年及 2022 年 3 月底公司负债主要构成

科目	2020 年底		2021 年底		2021 年底相比上年底变动率 (%)	2022 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)		金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	68.02	85.59	69.44	91.10	2.09	66.53	89.24
短期借款	28.81	42.36	24.66	35.52	-14.40	25.21	37.89
应付账款	6.76	9.94	11.13	16.03	64.67	10.24	15.40
其他应付款	27.94	41.07	26.16	37.68	-6.35	25.76	38.72
一年内到期的非流动负债	1.34	1.97	4.51	6.49	236.13	3.42	5.14
非流动负债	11.45	14.41	6.79	8.90	-40.75	8.02	10.76
长期借款	7.26	63.38	5.29	77.95	-27.12	6.16	76.85
长期应付款	0.86	7.55	0.61	9.03	-29.11	1.08	13.53
递延收益	0.76	6.61	0.66	9.68	-13.23	0.56	6.94
负债总额	79.47	100.00	76.23	100.00	-4.08	74.55	100.00

注: 流动负债和非流动负债占比为占负债总额的比例; 流动负债科目占比=流动负债科目/流动负债合计; 非流动负债科目占比=非流动负债科目/非流动负债合计
数据来源: 公司财务报告、联合资信整理

截至2021年底,公司流动负债较上年底变化不大。

截至2021年底,公司短期借款较上年底有所下降,主要系公司向银行融资减少所致;公司短期借款主要由抵押借款(占41.38%)和保证借款(占47.60%)构成。

截至2021年底,公司应付账款较上年底大幅增长,主要系工程暂估应付款增加所致。按期末余额来看,应付账款账龄以在1年内的占69.72%,1~2年的占26.18%。

截至2021年底,公司其他应付款较上年底有所下降,其中应付的股权款及借款由25.23亿元下降至14.41亿元,应付的往来款由1.39亿元增加至10.10亿元。公司其他应付款前五大情况见下表,其中应付昆仑投资的其他应付款为公司本部及香岚健康的借款、公司应付的股权款,未计入带息债务,应付广州高新区融资租赁有

限公司,仍以流动负债为主;公司全部债务有所下降,但债务负担仍较重,以短期债务为主,集中偿付压力大;另外,公司其他应付款中未计入债务核算的金额较大,需关注该部分负债的偿还压力。

截至2021年底,公司负债总额较上年底下降4.08%。其中,流动负债占91.10%,非流动负债占8.90%。公司负债以流动负债为主,流动负债占比上升较快。

限公司和广州萝岗金发小额贷款股份有限公司的借款已计入带息债务计算。

表 12 截至 2021 年底公司其他应付款前五名情况

(单位: 亿元、%)

序号	单位名称	其他应付款期末余额	占比	用途
1	广州市昆仑投资有限公司	7.10	27.13	借款
2	广州高新区投资集团有限公司	5.70	21.80	预收股权款
3	广州市昆仑投资有限公司	5.58	21.33	股权款
4	广州高新区融资租赁有限公司	1.22	4.66	借款
5	广州萝岗金发小额贷款股份有限公司	0.70	2.68	借款
合计		20.30	77.59	--

注: 根据公司提供资料,上表中 1、2、3 项为不带息负债,因此未计入全部债务,4、5 项计入了全部债务

资料来源: 公司提供,联合资信整理

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底大幅增长，主要系一年内到期的长期借款及应付债券大幅增加所致。

截至2021年底，公司非流动负债较上年底大幅下降，主要系长期借款及应付债券下降所致。

截至2021年底，公司长期借款较上年底下降27.12%，主要系部分长期借款将于一年内到期重新划分科目所致；从长期借款类型来看（含一年内到期的长期借款），主要由抵押借款和信用借款构成。从期限分布看，1~2年到期的占19.83%，3年及以上的占80.17%，长期借款集中偿付压力尚可。

截至2021年底，公司长期应付款0.61亿元，较上年底有所下降，主要系应付技改专项-五华生物医药健康生产项目的工程建设费及应付2019年产业技术基础公共服务平台项目的课题经费减少所致；公司长期应付款由专项应付款构成，主要为项目的课题经费和工程建设费。

截至2021年底，公司递延收益0.66亿元，较上年底有所下降，主要系政府补助减少所致。

截至2022年3月底，公司负债总额较上年底变化不大。其中，流动负债占89.24%，非流动负债占10.76%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至2021年底，公司全部债较上年底有所下降，短期债务和长期债务均有所下降。债务结构方面，以短期债务为主，其中，短期债务较上年底略有下降；长期债务较上年底大幅下降，主要系部分长期借款及应付债券转入“一年内到期的非流动负债”科目核算所致。从债务指标来看，截至2021年底，公司资产负债率较上年底有所上升，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底均有所下降，公司债务负担较重。

截至2022年3月底，公司全部债务较上年底变化不大。债务结构方面，以短期债务为主，其中，短期债务规模较上年底变化不大；长期债务较上年底有所增长，主要系公司新增长期借款所致。从债务指标来看，截至2022年3月底，公

司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率有所变动。

表 13 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

科目	2020 年底	2021 年底	2021 年底较上年底变动率（%、百分点）	2022 年 3 月底
短期债务	32.41	31.18	-3.78	30.65
长期债务	9.47	5.31	-43.89	6.19
全部债务	41.88	36.50	-12.85	36.84
短期债务占全部债务比重	77.39	85.44	8.05	83.21
资产负债率	65.16	66.98	1.82	66.74
全部债务资本化比率	49.64	49.27	-0.37	49.79
长期债务资本化比率	18.22	12.39	-5.84	14.27

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供数据整理

从期限分布情况来看，其中将于 2022 年到期的有息债务占比很高，公司有息债务集中偿付压力大。

表 14 截至 2021 年底公司有息债务期限分布情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年及以后	合计
偿还金额（亿元）	31.18	1.07	0.00	4.22	36.48
占比（%）	85.49	2.93	0.00	11.58	100.00

注：上表全部债务合计数不含长期借款的利息 210.75 万元

资料来源：联合资信根据公司提供资料和公司年报整理

截至报告出具日，公司存续债券为“17 制药 02”，债券余额为 2.20 亿元，将于 2022 年到期。

表 15 截至报告出具日公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额（亿元）
17 制药 02	2022-11-23	2.20

资料来源：Wind

4. 盈利能力

2021 年，公司营业总收入有所下降，营业成本有所增长，期间费用控制能力下降，业务盈利能力下降；加之 2021 年公司计提大额商誉减值准备等影响，公司利润总额大幅下降，盈利能力指标表现下降。

2021 年，公司营业总收入同比有所下降；营业成本同比有所增长；受公司综合业务毛利率下降及计提商誉减值准备等综合影响，公司

利润总额同比大幅下降。

2021年，公司费用总额同比有所增长。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为39.98%、29.06%、9.49%和21.47%，2021年各项费用均有所增长。其中，销售费用同比有所增长主要系公司加大市场推广投入所致；管理费用同比增长主要系职工薪酬和聘请中介机构费用增加所致；研发费用同比增长主要系职工薪酬和直接研发投入等增长所致；财务费用同比大幅增长主要系利息支出增加所致。2021年，公司期间费用率⁴为32.13%，同比上升6.62个百分点。公司费用控制能力下降，对整体利润侵蚀加重。

表 16 公司盈利能力变化情况

项目	2020年	2021年	2021年同比变动(%,百分点)
营业总收入(亿元)	30.72	29.71	-3.30
营业成本(亿元)	20.80	21.91	5.37
费用总额(亿元)	7.84	9.55	21.77
销售费用(亿元)	3.39	3.82	12.56
管理费用(亿元)	2.45	2.77	13.44
研发费用(亿元)	0.67	0.91	35.25
财务费用(亿元)	1.33	2.05	53.72
利润总额(亿元)	1.66	-6.36	-482.68
营业利润率(%)	31.60	25.40	-6.20
总资本收益率(%)	3.22	-6.16	-9.39
净资产收益率(%)	3.34	-17.53	-20.87

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

非经营性损益方面，2021年，公司资产减值损失4.82亿元（2020年为0.13亿元），资产减值损失大幅增加，对营业利润影响很大；2021年，公司资产减值损失由商誉减值损失（3.54亿元）、在建工程减值损失（0.70亿元）、存货跌价损失及合同履约成本减值损失（0.38亿元）和固定资产减值损失（0.20亿元）构成。2021年，公司聘请北京中企华资产评估有限责任公司对四家子公司的商誉进行减值测试，评估认为其存在减值迹象，公司计提了商誉减值准备，明细如下表所示。公司于2022年6月2日披露了《关于对深圳证券交易所年报问询函回复的公告》，也对商誉减值事项进行了分析说明。从财务数据来看，湖北天济2021年实现营业总收入10.76亿元，同比增长15.23%，净利润为0.80亿元，同比增长29.89%，截至2021年底，湖北天济总资产为18.64亿元，同比增长11.83%，净资产为9.69亿元，同比增长9.01%；沪谯药业2021年实现营业总收入5.83亿元，同比增长22.27%，净利润0.57亿元，同比增长18.73%，截至2021年底，沪谯药业总资产为7.68亿元，较上年底增长14.26%，净资产为4.39亿元，较上年底增长14.86%。

截至2021年底，公司商誉账面价值为2.67亿元，占资产总额的比例为3.21%，但若未来形成商誉的子公司经营不善等原因导致商誉减值，仍会对利润造成侵蚀。

表 17 2021年公司商誉评估情况

资产组名称	评估机构	评估报告编号	评估价值类型	评估结果(亿元)	2021年度商誉减值损失(亿元)
湖北天济药业有限公司包含商誉的资产组	北京中企华资产评估有限责任公司	中企华评报字(2022)第6166号	可收回金额	11.59	1.39
亳州市沪谯药业有限公司包含商誉的资产组	北京中企华资产评估有限责任公司	中企华评报字(2022)第6151号	可收回金额	8.07	1.58
广东化州中药厂制药有限公司包含商誉的资产组	北京中企华资产评估有限责任公司	中企华评报字(2022)第6157号	可收回金额	0.99	0.47
广东恒颐医疗有限公司包含商誉的资产组	北京中企华资产评估有限责任公司	中企华评报字(2022)第6148号	可收回金额	0.42	0.10

资料来源：公司提供

2021年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率较上年有不同幅度的下降。公司各

盈利指标表现下降。与同行业公司对比，公司盈利指标表现处于下游水平。

⁴ 期间费用率=期间费用/营业总收入*100%

表 18 2021 年同行业公司盈利指标对比

证券简称	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
珍宝岛	56.02	6.71	7.95
济川药业	81.67	14.42	16.45
片仔癀	45.16	19.66	20.46
香雪制药	32.31	3.03	3.33

资料来源: Wind

2022 年 1—3 月, 公司实现营业总收入 6.14 亿元, 同比下降 22.41%, 主要系中药产品销售额大幅下降所致; 2022 年 1—3 月, 实现利润总额-0.43 亿元, 同比下降 226.01%, 主要系公司业务销售额下降、综合毛利率下降以及费用增加等综合影响所致。

5. 现金流

2021 年, 公司经营活动现金仍为净流入状态, 净流入规模变动不大, 收入实现质量下降; 公司通过处置子公司等方式使得投资活动现金净流出量大幅减少, 筹资活动前现金流转正; 筹资活动现金流由于偿还债务等综合影响, 由净流入转为净流出状态。

从经营活动来看, 受销售收入下降的影响, 2021 年, 公司经营活动现金流入量同比下降, 经营活动现金流出同比下降, 经营活动现金流量净额持续净流入, 变动不大。从收入实现质量来看, 2021 年, 公司现金收入比降低, 收入实现质量下降。

从投资活动来看, 2021 年, 公司投资活动现金流入量同比增长, 主要系公司收到的其他与投资活动有关的现金增加所致, 其中收到资产处置相关款项为 9.12 亿元, 主要为处置兆阳生物、九极日用保健品、香雪生物医学收到的款项及云埔厂房三旧改造预收款。2021 年, 公司投资活动现金流出量大幅下降, 主要系购买理财产品及借出款项大幅下降所致。综上, 2021 年, 公司投资活动现金流净流出量大幅减少。

2021 年, 公司筹资活动前现金流由净流出转为净流入。

从筹资活动来看, 2021 年, 公司筹资活动现金流入量有所下降, 筹资活动现金流出量大幅增加, 主要系偿还债务支付的现金增加所致。此外, 公司支付的其他与筹资活动有关的现金中偿还借款 15.86 亿元 (2020 年为 11.06 亿元), 主要为归还短期资金周转借款、归还股东借款, 均在“其他应付款”科目核算。2021 年, 公司筹资活动现金流净额由正转负。

2022 年 1—3 月, 公司经营活动产生的现金流量净额为-0.15 亿元, 投资活动现金流量金额为 2.83 亿元, 筹资活动现金流量净额为-1.11 亿元。

表 19 公司现金流情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月	2021 年同比增长率 (%)
经营活动现金流入小计	36.45	31.12	7.01	-14.63
经营活动现金流出小计	33.88	28.54	7.16	-15.75
经营活动现金流量净额	2.57	2.58	-0.15	0.15
投资活动现金流入小计	8.91	10.48	3.29	17.62
投资活动现金流出小计	21.78	11.61	0.46	-46.71
投资活动现金流量净额	-12.87	-1.13	2.83	--
筹资活动前现金流量净额	-10.30	1.45	2.68	-114.06
筹资活动现金流入小计	50.66	47.59	5.51	-6.06
筹资活动现金流出小计	38.92	52.09	6.63	33.83
筹资活动现金流量净额	11.73	-4.50	-1.11	-138.37
现金收入比	93.28	97.63	89.16	4.35

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

6. 偿债指标

2021 年, 公司短期偿债能力指标下降, 长期偿债能力指标总体下降, EBITDA 无法对公司债务及利息形成保障; 公司存在对外担保及未决诉讼, 需关注或有风险; 公司间接融资渠道畅通性一般, 作为上市公司, 公司具备直接融资渠道。

表 20 公司偿债能力指标

项目	项目	2020年	2021年	2021年变动率(%)
短期偿债能力	流动比率(%)	54.85	44.44	-10.41
	速动比率(%)	42.51	33.47	-9.03
	经营现金/流动负债(%)	3.78	3.71	-0.07
	经营现金/短期债务(倍)	0.08	0.08	0.00
	现金类资产/短期债务(倍)	0.19	0.09	-0.10
长期偿债能力	EBITDA(亿元)	4.46	-2.69	--
	全部债务/EBITDA(倍)	9.38	-13.58	-22.96
	经营现金/全部债务(倍)	0.06	0.07	0.01
	EBITDA/利息支出(倍)	2.52	-1.10	-3.61
	经营现金/利息(倍)	1.45	1.05	-0.40

注: 1. 经营现金指经营活动现金流量净额,下同; 2. 2021年变动率中, 相对值指标的变动率为2021年指标值减去2020年指标值, 绝对值指标的变动率为(2021年指标值/2020年指标值-1)*100%

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看,截至2021年底,公司流动比率、速动比率有较大幅度的下降;经营现金/流动负债、现金类资产/短期债务指标值有所下降。综合来看,公司短期偿债能力下降。

从长期偿债能力指标看,2021年,公司EBITDA为-2.69亿元(2021年为4.46亿元)。从构成看,公司EBITDA由折旧(1.12亿元)、摊销(0.53亿元)、计入财务费用的利息支出(0.20亿元)和利润总额(-6.36亿元)构成。2021年,公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA(倍)均为负,EBITDA无法对利息和全部债务形成覆盖,经营现金/全部债务略有提高,经营现金/利息支出(倍)有所下降,经营现金流净额对全部债务的覆盖程度略有提高,对利息支出的覆盖程度有所下降。总体来看,公司长期偿债能力指标表现下降。

对外担保方面,截至2021年底,公司对外担保金额为2.94亿元,占公司资产总额的比例为2.59%,担保对象为广州工商联盟投资有限公司(以下简称“广州工商联盟”),担保实际发生日为2019年12月25日,担保类型为连带责任担保,无担保物和反担保,担保期为15年。广州工商联盟为香雪生物医学、九极日用保健品的参股子公司,公司出售香雪生物医学和九极日用保健品后,

此部分担保由合并范围内对参股子公司的担保转为合并范围外的对外担保事项。公司对外担保金额占资产总额的比例不大,但若未来担保对象经营不善,公司仍具有或有负债风险。

截至2021年底,公司的重大未决诉讼事项如下:(1)康享案:康享有限公司在启德控股有限公司及启德酒店的投资权益受损一案,涉案金额3.00亿元,目前一审已判决,公司胜诉,康享有限公司已上诉,截至2021年底正在二审中。(2)南岳案:深圳市南岳资产管理有限公司因增资事项对公司提起诉讼,涉案金额0.40亿元,二审判决公司败诉,公司已将应付的滞纳金等计入2020年的营业外支出;截至2021年底,公司已向法院对深圳市南岳资产管理有限公司及其相关股东进行了起诉。(3)公司与华晟基金管理(深圳)有限公司、华元城市运营管理(横琴)股份有限公司合同纠纷,涉案金额2.99亿元,截至2021年正在一审中,尚未判决,公司已于2021年计提预计负债1658万元。(4)公司及子公司作为被告未达到重大诉讼披露标准的事项汇总:涉案金额共计2.64亿元,其中已结案7654万元,未结案1.27亿元,目前正在审理/和解,公司未计提预计负债。

银行授信方面,截至2022年3月底,公司共计获得银行授信额度49.78亿元,未使用授信14.69元,间接融资渠道畅通性一般;公司作为上市公司,具有直接融资能力。

7. 公司母公司财务分析

母公司资产以非流动资产为主,其他应收款与长期股权投资规模较大;负债主要为流动负债,债务集中偿付压力大;所有者权益结构稳定性很强。母公司收入贡献较低,净利润主要来自于投资收益;经营活动现金流为净流入状态。

截至2021年底,母公司资产总额78.52亿元,较上年底增长21.03%。其中,流动资产18.81亿元(占23.96%),非流动资产59.71亿元(占76.04%)。从构成看,流动资产主要由应收账款(占10.10%)和其他应收款(占74.89%)构成;非流动资产主要由长期股权投资(占73.92%)、固定资产(占9.83%)和在建工程(占6.56%)构成。截至2021

年底，母公司货币资金为0.12亿元。

截至2021年底，母公司负债总额48.40亿元，较上年底增长45.58%。其中，流动负债47.82亿元（占比98.79%），非流动负债0.59亿元（占比1.21%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占37.99%）、其他应付款（占47.90%）和一年内到期的非流动负债（占7.53%）构成；非流动负债主要由长期借款（占38.89%）、长期应付款（占10.06%）、预计负债（占28.22%）、递延收益（占16.48%）和递延所得税负债（占6.34%）构成。母公司2021年资产负债率为61.64%，较2020年提高10.40个百分点。

截至2021年底，母公司全部债务22.07亿元。其中，短期债务占98.96%、长期债务占1.04%。截至2021年底，母公司短期债务为21.85亿元，集中债券偿付压力大。截至2021年底，母公司全部债务资本化比率42.29%，母公司债务负担较重。

截至2021年底，母公司所有者权益为30.12亿元，较上年底下降4.78%，所有者权益稳定性很强。在归属母公司所有者权益中，实收资本为6.61亿元（占21.96%）、资本公积合计20.63亿元（占68.49%）、未分配利润合计1.91亿元（占6.34%）、盈余公积合计1.05亿元（占3.50%）。

2021年，母公司营业总收入为4.69亿元，利润总额为-1.69亿元。同期，母公司投资收益为0.23亿元。

现金流方面，2021年，公司母公司经营活动现金流净额为0.86亿元，投资活动现金流净额3.27亿元，筹资活动现金流净额-5.49亿元。

截至2021年底，母公司资产占合并口径的69.00%；母公司负债占合并口径的63.50%；母公司所有者权益占合并口径的80.15%；母公司全部债务占合并口径的60.48%。2021年，母公司营业总收入占合并口径的15.78%；母公司利润总额占合并口径的26.63%。

十一、债券偿还能力分析

截至报告出具日，公司存续期债券为“17制药02”，债券余额为2.20亿元，将于2022年到期。

截至2021年底，公司现金类资产为2.74亿元，为存续债券余额（2.20亿元）的1.25倍；2021年公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为31.12亿元、2.58亿元、-2.69亿元，为存续债券余额（2.20亿元）的14.13倍、1.17倍和-1.22倍。

“17制药02”由粤财担保集团提供连带责任保证担保。

1. 担保方概况

粤财担保集团原名广东省中小企业信用再担保有限公司，由广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）代表广东省政府全额出资成立的省级担保公司，初始注册资本20.00亿元，成立目的是为广东省加快基础设施建设和经济发展提供担保和再担保服务。2011年，粤财担保集团更名为广东省融资再担保有限公司。2021年4月，粤财担保集团更名为现名。经历多次股东增资和资本公积转增股本，粤财担保集团资本规模持续增长。截至2021年9月末，粤财担保集团注册资本60.60亿元，实收资本60.60亿元，唯一股东为粤财控股，实际控制人为广东省人民政府。截至2021年9月末，粤财担保集团无股权被质押的情况。

截至2021年6月末，粤财担保集团拥有3家全资子公司，分别为粤财普惠金融（广东）融资再担保有限公司（以下简称“粤财普惠再担保”）、广东粤财网络投资有限公司和广东粤财网电投资有限公司；控股广东粤财普惠金融股份有限公司（持股比例为96.67%）；参控股清远、中山、珠海、江门等10家地市担保公司。

粤财担保集团经营范围：开展再担保业务；办理债券发行担保业务；为企业及个人提供贷款担保、信用证担保等融资性担保，兼营诉讼保全担保、履约担保业务，与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务，以自有资金进行投资。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2021年6月末，粤财担保集团设有保证担保部、资本市场部、金融产品部、再担保业务部、风险管理部、法律合规部、综合管理部、财务资源部、普惠金融部、稽核审计部等部门，粤财担保集团本部员工合计90人。

截至2020年末，粤财担保集团资产总额89.49亿元，所有者权益71.87亿元（含少数股东权益6.72亿元）；2020年，粤财担保集团实现营业收入4.69亿元，其中担保业务收入2.57亿元，利润总额1.27亿元。

截至2021年6月末，粤财担保集团资产总额90.16亿元，所有者权益72.98亿元（含少数股东权益6.78亿元）；2021年1—6月，粤财担保集团实现营业收入2.19亿元，其中担保业务收入1.22亿元，利润总额1.39亿元。

粤财担保集团注册地址：广东省广州市越秀区东风中路481号粤财大厦12楼；法定代表人：刘祖前。

2. 担保方基础素质分析

（1）企业规模和竞争力

粤财担保集团资本实力很强，业务政策性强，在广东省内具有很强的区域竞争优势。

粤财担保集团是由粤财控股代表广东省政府全额出资成立的省级担保公司，主要承担推进广东省内政策性担保体系建设的职责。截至2021年6月末，粤财担保集团注册资本及实收资本均为60.60亿元，实收资本在行业中排名靠前，资产总额90.16亿元，所有者权益合计72.98亿元，资本实力很强。

粤财担保集团主要业务包括再担保业务和直保业务。截至2021年6月末，粤财担保集团担保规模为538.99亿元，其中再担保业务担保规模284.35亿元，直保业务担保规模254.64亿元，期末融资担保责任余额为160.48亿元。近年来，粤财担保集团稳步推进与银行、担保机构、地方政府的合作关系，不断拓展合作渠道，丰富资金来源。截至2021年6月末，粤财担保集团累计与超过40家银行建立业务合作关系，获得银行授信超过600亿元，业务覆盖全省各个地市，在服务的

企业客户中，中小微企业客户数量占比超过95%，累计服务中小微企业、“三农”超过5.6万户次。截至2021年6月末，粤财担保集团与49家融资担保机构建立了合作关系，其中国有控股担保机构共38家，国有参股担保机构6家，民营担保机构共5家。

粤财担保集团是广东省属国有重点企业，业务范围覆盖广东省，具有很强的区域竞争力。2016年以来，粤财担保集团积极与各地市政府接洽，采取粤财担保集团控股、地方参股的形式设立广东省政府性担保机构，成立后的地方政府性担保机构以中小微企业（含个体工商户）和“三农”为主要服务对象。截至2020年末，粤财担保集团参、控股的10家地市担保公司已经注册成立（珠海、湛江、清远、中山、惠州、汕尾、潮州、汕头、江门、揭阳）并全面实现开业运营，注册资本合计13.71亿元，粤财担保集团出资共计7.36亿元。粤财担保集团参、控股地市担保公司建立了“0123”的银担合作机制，即“零保证金”、“一九分险”（银行至少承担10%的风险）、“二项担保”（只担保本金和利息）、“三月代偿”（争取代偿宽限期不少于三个月），有利于风险分担。

2019年9月广东省出台了《广东省支持中小企业融资的若干政策措施》（粤金监〔2019〕58号）及《关于进一步发挥政府性融资担保机构作用切实支持小微企业和“三农”发展的若干政策措施》。相关文件从设立省融资再担保代偿补偿资金、实施融资担保机构降费补助政策、探索建立多元化资本金补充机制、加强银担合作、健全绩效评价体系等多方面提出了具体的政策措施，并明确从2019年起，对省级融资再担保机构纳入国家融资担保基金授信范围的小微企业融资担保业务实际代偿损失，给予50%的分担补偿。随着再担保代偿补偿机制等各项配套机制的落地，将对粤财担保集团起到较好的支撑作用。

（2）外部支持

粤财担保集团控股股东粤财控股是广东省直属的金融控股企业之一，旗下板块众多，能够对粤财担保集团业务开展产生协同作用；政府和股东在资金和业务开展等方面对粤财担保集团

支持力度较大。

截至2021年9月末，粤财控股实收资本为340.09亿元，控股股东为广东省人民政府。粤财控股旗下板块众多，主要涉及信托、资产管理、担保、股权投资及实业投资等领域，能够对粤财担保集团业务开展产生协同作用，在业务开展等方面对粤财担保集团支持力度较大。截至2020年末，粤财控股资产总额1035.52亿元，所有者权益499.68亿元，实现营业收入42.20亿元，净利润12.43亿元。

广东省政府为粤财担保集团提供了多项资金支持和风险缓释措施。截至2020年末，粤财担保集团资产余额中含5.47亿元的中小企业信用担保代偿补偿资金、0.55亿元的企业债券省级风险缓释基金及1.22亿元省工业和信息化厅产业链协同创新资金池等。

(3) 企业信用记录

根据粤财担保集团提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：914400006844607010），截至2021年12月17日，粤财担保集团无未结清和已结清的不良信贷信

息记录，过往债务履约情况良好。

截至2021年11月末，联合资信未发现粤财担保集团被列入全国失信被执行人名单。

根据公开可查询信息，联合资信未查询到粤财担保集团有违约记录，粤财担保集团过往履约情况良好。

3. 担保方经营分析

(1) 经营概况

2018—2020年，粤财担保集团营业收入呈增长趋势，受提取担保赔偿准备等因素影响，粤财担保集团利润总额波动下降；2021年1—6月，粤财担保集团营业收入同比有所下降，利润总额有所提升。

2018—2020年，粤财担保集团营业收入呈增长趋势，年均复合增长7.77%；同期，粤财担保集团实现利润总额分别为2.16亿元、2.62亿元和1.27亿元，年均复合下降23.41%，其中，2020年同比下降51.63%，主要系对个别代偿项目计提专项担保赔偿准备。

表21 粤财担保集团营业收入构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018年		2019年		2020年		2021年1—6月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
担保业务收入	1.56	38.72	2.32	50.86	2.57	54.72	1.22	55.89
利息收入	0.76	18.73	1.28	28.01	0.72	15.33	0.38	17.49
投资收益	1.65	40.79	0.94	20.56	1.24	26.40	0.46	21.01
其他	0.07	1.75	0.03	0.56	0.17	3.55	0.12	5.62
合计	4.04	100.00	4.57	100.00	4.69	100.00	2.19	100.00

资料来源：粤财担保集团提供资料，联合资信整理

粤财担保集团收入主要由担保业务收入、利息收入和投资收益构成。其中，2018—2020年，担保业务收入年均复合增长28.11%。2020年粤财担保集团实现担保业务收入2.57亿元，同比增长10.40%，主要系粤财担保集团直保业务规模增长所致。2018—2020年，粤财担保集团利息收入有所波动，全部为存款利息收入。2018—2020年，粤财担保集团投资收益年均复合下降13.30%，其中2019年降幅较大主要系粤财担保集团逐步压缩信托产品投资规模所致，2020年

投资收益略有回升主要系粤财担保集团银行理财和债券类产品投资规模上升所致。

2021年1—6月，粤财担保集团实现营业收入2.19亿元，同比下降6.54%，主要系投资收益下降所致，其中，担保业务收入1.22亿元，投资收益0.46亿元；粤财担保集团实现利润总额1.39亿元，同比增长15.52%，主要系摊回未到期责任准备金规模大幅增长所致。

(2) 业务经营分析

粤财担保集团不断推进担保业务转型。2018

- 2020年,粤财担保集团直保业务的业务规模呈增长态势,再担保业务规模相对稳定,融资担保放大倍数持续增长,但仍属行业适中水平。

①担保业务概况

粤财担保集团担保业务分为再担保业务和直保业务,其中直保业务包括融资性担保业务和非融资性担保业务。截至2020年末,粤财担保集团共发起设立10家参股控股地市担保公司。参、控股地市担保公司的风险防控体系借鉴粤财担保集团的风控体系和模式,但自身以独立机构的方式运作业务,粤财担保集团对参、控股地市担保公司设定了担保限额。各地政府性担保机构将以中小微企业为主要服务对象,缓解中小微企业融资难、融资贵问题,促进广东省担保行业的健康发展,实现政策性目标和可持续发展的经营方针。2019年粤财担保集团成立中小微担保事业部,聚焦支小主业,专注服务广州、佛山地区中小微企业群体,创新银担合作融资担保批量产品,与中国银行、兴业银行、工商银行、交通银行等探索省行层面的总对总产品合作,推进批量化业务开展。

2018—2020年,粤财担保集团本部当期新增担保额波动下降,主要系粤财担保集团2020

年按照《中国银保监会关于印发融资担保公司非现场监管规程的通知》计量担保金额所致;其中直保业务当年新增额呈上升趋势,占当年新增担保额的比重逐年增长,2020年粤财担保集团直保业务当年新增额占当年新增担保额的比重为77.08%,新增直保业务主要为银行贷款及小贷通和保函业务。

2018—2020年末,粤财担保集团融资担保责任余额呈快速增长态势,其中2019年增幅较大,主要系粤财担保集团2019年及之后期末融资担保责任余额按照监管口径计算所致。2018—2020年末,粤财担保集团融资性担保放大倍数分别为2.39倍、4.53倍和5.34倍,2020年由于成立粤财普惠再担保子公司,调整后净资产减少,使融资性担保放大倍数明显上升。

2021年1—6月,粤财担保集团当年新增担保额为73.92亿元,同比有所下降;截至2021年6月末,粤财担保集团融资担保责任余额为160.48亿元,较2020年末下降36.14%,主要系产品再担保业务转入粤财普惠再担保子公司和部分消费金融类直保业务集中到期所致;粤财担保集团融资担保放大倍数为3.32倍,较年初有所下降,处于行业适中水平。

表22 粤财担保集团本部担保业务发展概况(单位:亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—6月
当年新增担保额	427.78	534.74	290.76	73.92
其中:再担保业务	351.76	350.81	66.65	18.66
直保业务	76.02	183.93	224.11	55.26
当年解除担保额	410.58	422.75	272.82	157.13
期末在保规模	547.36	659.34	667.43	538.99
其中:再担保业务	369.88	371.63	360.18	284.35
直保业务	177.48	287.71	307.25	254.64
期末在保余额(监管口径)	/	358.29	376.23	293.01
其中:再担保业务	/	78.72	79.56	52.74
直保业务	/	279.57	296.67	240.27
期末融资担保责任余额	136.03	262.33	251.31	160.48
融资担保放大倍数	2.39	4.53	5.34	3.32

注:自2020年9月1日起,粤财担保集团按照《中国银保监会关于印发融资担保公司非现场监管规程的通知》相关要求计量担保金额,2019年及之后期末融资担保责任余额、2020年及之后当年新增担保额和当年解除担保额按照监管口径计算

资料来源:粤财担保集团提供,联合资信整理

②再担保业务

粤财担保集团持续优化再担保业务结构，成立粤财普惠再担保子公司，再担保业务稳健发展。

粤财担保集团再担保业务品种分为机构再担保、产品再担保和项目再担保。

粤财担保集团再担保业务由再担保业务部负责运营管理；此外，粤财担保集团于2020年9月出资10.00亿元成立粤财普惠再担保。2021年，粤财担保集团与国家融资担保基金的合作主体转由粤财普惠再担保承接。粤财普惠再担保的成立有助于粤财担保集团担保职能的细化、市场化业务的拓展以及政府性担保业务体系的建设、机制的完善以及业务的稳健发展。

2018—2020年末，粤财担保集团再担保业务余额整体保持稳定；粤财担保集团再担保业务以机构再担保业务为主，2018—2020年末机构再担保业务占再担保业务规模的比重分别为94.15%、89.97%和79.07%，呈持续下降态势。

粤财担保集团积极优化再担保业务结构，以省级代偿补偿资金为抓手，积极构建融资担保行业新型“政银担”合作机制，以政策引导、利益共享、风险共担为原则构建风险共担机制，在机构再担保项下比例分保等产品的基础上，进一步推出参控股地市公司“政银担”风险分担、非参控股政府性融资担保机构比例再担保等产品。粤财担保集团自2018年9月成功对接国家融资担保基金，2019年以来，粤财担保集团深化与国家融资担保基金的合作，并从推动相关部门出台配套政策以及完善银担合作机制等方面推动再担保业务的持续发展。目前粤财担保集团与国家融资担保基金对接的业务模式主要为比例再担保合作，对符合条件的融资担保项目，在进行代偿后可向国家融资担保基金进行代偿补偿申报，国家融资担保基金按照约定的比例承担再担保责任。

粤财担保集团开展的项目再担保是通过发行债券、票据、信托或银行贷款等方式与担保机构合作开展的针对具体项目的再担保业务，包括中小企业集合信托计划再担保、中小企业集

合票据再担保、企业债券再担保等创新融资产品。近年来，一方面受银行信贷市场收紧影响，另一方面粤财担保集团通过机构再担保的形式开展了大部分新增项目再担保业务，新增项目担保业务规模不大。截至2020年末，项目再担保余额9.92亿元，主要包括公司债项目和保函，此类项目为粤财担保集团与担保机构合作，如债务人发生违约，合作担保机构根据合同约定先于粤财担保集团代偿，并承担全部责任。

截至2021年6月末，粤财担保集团本部再担保业务担保规模为284.35亿元，较2020年末下降21.05%，主要系大部分产品再担保业务转由粤财普惠再担保承接所致；其中，机构再担保业务担保规模为273.24亿元，较2020年末减少4.06%，占再担保业务的96.09%，占比仍然较高，再担保业务仍以机构再担保业务为主。

③直保业务

2018—2020年，粤财担保集团根据市场环境持续调整业务策略和方针，直保业务规模呈上升趋势。

粤财担保集团直保业务由资本市场部、创新业务部、金融产品部、保证担保团队、小微担保事业部和深圳业务团队分别统筹负责。近年来，受宏观经济下行影响，粤财担保集团积极调整直保业务结构，降低结构化履约担保业务规模，并根据市场环境调整业务策略与方针，2019年以来由于与蚂蚁金服等合作的消费金融业务增长较快，同时小微企业批量化业务、非融业务均有增长，致使粤财担保集团直保业务规模增长较快。

2018—2020年末，粤财担保集团直保业务在保规模分别为177.48亿元、287.71亿元和307.25亿元，呈增长态势，年均复合增长31.57%。截至2020年末，粤财担保集团直保业务中资本市场项目102.75亿元，占比最高，为33.44%；信托项目和产品担保81.78亿元，占比为26.62%，银行贷款及小贷通63.49亿元，占比为20.67%，保函项目38.67亿元，占比12.59%。

粤财担保集团开展资本市场债券增信业务，发行方主要为上市公司、国有企业等，债券担保

余额增长较快，以企业债券、公司债券、私募债券为主。粤财担保集团主要聚焦粤港澳大湾区及广深港澳走廊的建设，加大对战略性新兴产业和高新技术企业的支持力度，粤财担保集团目前直保产品已全面覆盖集合票据、企业债、公司债、中期票据、短期融资券、私募债、可交换债、PPN、ABN、ABS、信用风险缓释工具等。截至2020年末，粤财担保集团资本市场担保业务规模为102.75亿元。

粤财担保集团持续创新业务模式，形成了助贷、资产证券化、结构化增信担保等三类消费金融业务模式，以结构化增信为主。该类业务在风控方面主要借助粤财控股旗下广东粤财金融

云科技股份有限公司的技术支持，通过大数据模型监控逾期率的变化并设置警戒线。该类业务具备额度小、流量大、可循环等特点，2019年，由于与蚂蚁金服等机构合作，消费金融业务快速增长；2020年，随着部分消费金融业务产品到期，相关业务规模有所下降。截至2020年末，粤财担保集团信托项目和产品担保类的消费金融业务担保规模为75.37亿元。

从直保业务定价来看，2019年粤财担保集团担保业务费率在1%~2%的水平，2020年以来受疫情影响针对小微企业担保业务的担保费率不高于1.5%。

表 23 粤财担保集团直保业务担保规模情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年		2021 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
资本市场项目	117.47	66.19	125.50	43.62	102.75	33.44	103.67	40.71
结构化履约	12.42	7.00	10.20	3.55	6.90	2.25	0.90	0.35
银行贷款及小贷通	14.69	8.28	13.92	4.84	63.49	20.67	84.29	33.10
信托项目和产品担保	16.05	9.04	113.39	39.41	81.78	26.62	5.17	2.03
诉讼保全	0.05	0.03	4.88	1.70	7.56	2.46	15.13	5.94
保函	7.38	4.16	16.73	5.82	38.67	12.59	40.86	16.04
其他	9.42	5.31	3.10	1.08	6.09	1.98	4.63	1.82
合计	177.48	100.00	287.71	100.00	307.25	100.00	254.64	100.00

资料来源：粤财担保集团审计报告及提供资料，联合资信整理

近年来，粤财担保集团不断谋求业务转型，尝试开发新的担保业务产品，陆续开展资产收益权回购、资产收益权转让等的担保业务，此类业务担保规模较小。

粤财担保集团保证担保部成立于2019年，主要负责公司非融资担保业务，业务类型主要为工程保函、诉讼保函、投标保函、保本类公募及专户产品担保。2018—2020年，尤其是2019年保证担保部成立以来，粤财担保集团非融资担保业务增速较快。截至2020年末，粤财担保集团非融资性担保规模为46.23亿元，目前非融业务主要集中在广东省内。

截至2021年6月末，粤财担保集团直保业务在保规模254.64亿元，较2020年末减少17.12%，主要系消费金融类业务集中到期和地产类项目

规模压缩所致；其中资本市场项目规模103.67亿元，占比最高，为40.71%，其次为银行贷款及小贷通84.29亿元，占比为33.10%，保函项目40.86亿元，占比为16.04%。

4. 担保方风险管理分析

粤财担保集团根据严控业务风险的原则，粤财担保集团构建了“三全三维”的风险管理体系，即涵盖全员、全业务链条和全生命周期以及公司、产品和项目三个维度，建立了较为完善的风险管理组织体系，执行较为规范的担保项目评审机制。粤财担保集团在董事会下设风险控制委员会和项目评审委员会，建立了包括业务部门、风险管理部、法律合规部、稽核审计部在内的前中后台三道防线组成的风险管理架构。

（1）担保业务风险管理

粤财担保集团风险控制委员会承担全面风险管理职责。近年来粤财担保集团风险管理制度与体系不断完善，整体风险控制策略较为审慎。

粤财担保集团风险控制委员会负责审议和制定公司风险控制战略、审批风险偏好和风险限额、审核风险政策、审议全面风险管理报告等，评估风险管理、合规管理的有效性，督促解决风险管理、合规管理中存在的问题。

①项目审查及评估

粤财担保集团根据不同业务产品的特点设计了相应的操作流程和规范，制定了相关业务审查办法，涉及对担保业务的法律、财务及综合审查。风险控制委员会承担项目风险审查职责，对项目的合规性和可行性进行审核和论证，提出风险审查意见并投票表决，并将经风险控制委员会投票表决通过的方案提交粤财担保集团项目评审委员会决策。

②项目评审及审批

项目评审委员会对经风险控制委员会表决通过的担保项目方案、合作担保机构的信用评级、准入及授信方案和投资、理财等项目、议案以及其他重大事项进行决策，并根据需要听取关于项目评审委员会会议决议执行情况以及项目保后检查执行情况的汇报。

③项目保后、代偿及追偿处置管理

粤财担保集团根据业务类型和项目风险实施差异化的保后管理流程，涉及保后现场调查、反担保调查、保后检查报告、风险预警和化解等环节。

粤财担保集团有《代偿追偿管理规定》和《资产保全工作实施细则》，并设有法律合规部负责代偿、追偿和处置不良资产。为加强对资产保全工作的管理，更标准化地完成代偿项目的数据统计，粤财担保集团建立《不良项目台账清单》，记录并分析不良项目相关数据，为应收代位追偿款的催收奠定基础。粤财担保集团与合作担保机构按企业逾期本金或本息总额的合同约定比例分别代偿，并对担保项目设置了不同方式的抵质押手段，有助于粤财担保集团控制

项目损失。近年来，粤财担保集团持续完善风险化解机制，着力开展资产保全回收和不良项目追偿工作，对历史风险代偿项目进行持续跟进，并采用现场以及非现场等措施督促业务部对风险预警项目进行跟踪。

④风险管理水平

粤财担保集团累计担保代偿率较低，但2018年代偿项目涉及金额较大，需持续关注代偿情况及后续追偿的落实情况。

2018年，粤财担保集团发生3笔共计5.24亿元的代偿，主要系粤财担保集团本部于2017年11月担保的两年期产品于2018年6月产生利息违约，产品金额5.00亿元，粤财担保集团承担连带责任保证，共支付5.14亿元含违约本金和利息的代偿款；另外0.10亿元代偿项目附有连带责任担保的反担保措施，分别处于已起诉和已判决状态。代偿后，粤财担保集团向广东省高级人民法院提起诉讼并申请财产保全，法院已裁定查封债务人相关的别墅35栋，价值约5.62亿元（其中21栋系粤财担保集团抵押物，价值约3.12亿元）。2019年，粤财担保集团未新增代偿。2020年，粤财担保集团新增代偿2.03亿元，主要为对一2.00亿元债券担保项目承担连带责任保证所产生的违约本金和利息，粤财担保集团对该项目计提了0.45亿元担保赔偿准备，截至2021年10月末，该项目已进入强制执行阶段。截至2021年6月末，粤财担保集团担保赔偿准备金余额6.75亿元。2021年第三季度，粤财担保集团新增一担保项目代偿0.50亿元，粤财担保集团已对该项目及相关反担保人提起诉讼并申请财产保全，截至2021年9月末，粤财担保集团已回收该项目代偿款0.05亿元。

对于2018年的大额代偿项目，截至2021年6月末，粤财担保集团共追偿收回3.03亿元，应收待偿余额2.11亿元，粤财担保集团在项目反担保人破产重整程序中申报的债权已取得法院确认，待取得法院重整计划，相关代偿款后续回收的实际进程仍需持续关注。

2018—2020年，粤财担保集团整体代偿率较低，保持行业内较好水平，回收率指标则表现

为较明显的上升。截至 2020 年末，粤财担保集团累计代偿金额合计 8.50 亿元，累计代偿率为 0.31%。截至 2020 年末，粤财担保集团累计代偿回收额为 3.81 亿元，累计代偿回收率为 44.77%，较 2019 年末上升 29.54 个百分点。

2021 年 1—6 月，粤财担保集团代偿项目 8 个，当期担保代偿额为 0.18 亿元，当期担保代偿率为 0.12%。截至 2021 年 6 月末，粤财担保集团累计代偿金额合计 8.69 亿元，累计代偿率为 0.30%，粤财担保集团累计代偿回收金额 4.18 亿元，累计代偿回收率为 48.08%，较 2020 年末上升 3.31 个百分点。

表 24 担保业务代偿率与回收率（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—6 月
当期担保代偿额	5.24	0.00	2.03	0.18
当期担保代偿率	1.28	0.00	0.74	0.12
期末累计代偿金额	6.48	6.48	8.50	8.69
期末累计担保代偿率	0.32	0.26	0.31	0.30
累计代偿回收率	8.63	15.23	44.77	48.08

资料来源：粤财担保集团提供，联合资信整理

（2）担保业务风险组合分析

粤财担保集团担保业务主要集中在广东省内，客户集中度较高；直保业务存续期限相对较短。

截至 2020 年 6 月末，粤财担保集团直保业务单一最大客户融资担保责任余额 5.64 亿元，占粤财担保集团净资产的比重为 7.73%；前五大客户融资担保责任余额合计 24.78 亿元，占粤财担保集团净资产的比重为 33.96%；前十大客户融资担保责任余额合计 39.75 亿元，占粤财担保集团净资产的比重为 54.47%；粤财担保集团直保业务客户集中度较高。

表 25 粤财担保集团直保业务客户集中度（单位：%）

项目	2021 年 6 月末
单一最大客户集中度	7.73
前五大客户集中度	33.96
前十大客户集中度	54.47

资料来源：粤财担保集团提供，联合资信整理

截至 2021 年 6 月末，粤财担保集团再担保业务单一最大合作机构担保余额 27.25 亿元，占粤财担保集团净资产的比重为 37.34%；再担保业务前五大合作机构余额合计 42.43 亿元，占粤财担保集团净资产的比重为 58.14%；再担保业务前十大合作机构余额合计为 49.65 亿元，占粤财担保集团净资产的比重为 68.04%；粤财担保集团再担保业务合作机构集中度较高。

表 26 粤财担保集团再担保业务合作机构集中度（单位：%）

项目	2021 年 6 月末
单一最大合作机构集中度	37.34
前五大合作机构集中度	58.14
前十大合作机构集中度	68.04

资料来源：粤财担保集团提供，联合资信整理

从担保项目期限看，粤财担保集团的机构再担保业务期限主要为一年，产品再担保和项目再担保业务期限一般不超过三年。直保业务中债券、中期票据以及结构化履约产品等资本市场担保业务的期限则相对较长，2 年以上的占比较大；截至 2020 年末，粤财担保集团直保业务在保余额期限以 1 年以内为主，整体期限较短。

表 8 2020 年末粤财担保集团直保业务业务期限分布（单位：亿元、%）

存续期限	在保余额	占比
1 年以内（含 1 年）	163.52	55.12
1~3 年（含 3 年）	90.55	30.52
3~5 年（含 5 年）	31.91	10.76
5 年以上	10.68	3.60
合计	296.67	100.00

资料来源：粤财担保集团提供，联合资信整理

5. 担保方财务分析

（1）财务概况

粤财担保集团提供了 2018—2020 年财务报表，致同会计师事务所（特殊普通合伙）广东分所对财务报表进行审计并均出具了无保留意见的审计报告。粤财担保集团 2021 年半年度财务报表未经审计。2021 年，粤财担保集团按照《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》

(以下简称“新金融工具准则”) 对相应会计科目进行列报。

合并范围方面, 2020 年粤财担保集团将粤财普惠再担保纳入合并范围。2021 年 1—6 月, 粤财担保集团合并范围未发生变化。整体看, 粤财担保集团新增或减少子公司规模不大, 财务数据可比性较强。

截至 2020 年末, 粤财担保集团资产总额 89.49 亿元, 所有者权益 71.87 亿元(含少数股东权益 6.72 亿元); 2020 年, 粤财担保集团实现营业收入 4.69 亿元, 其中担保业务收入 2.57 亿元, 利润总额 1.27 亿元。

截至 2021 年 6 月末, 粤财担保集团资产总额 90.16 亿元, 所有者权益 72.98 亿元(含少数股东权益 6.78 亿元); 2021 年 1—6 月, 粤财担保集团实现营业总收入 2.19 亿元, 其中担保业务收入 1.22 亿元, 利润总额 1.39 亿元。

(2) 资本结构

粤财担保集团运营资金主要来源于自有资金, 所有者权益稳定性好, 负债水平低。

粤财担保集团可用于从事担保业务的资金主要来源于股东投入的资本金、经营积累的留存收益等。2018—2020 年末, 粤财担保集团所有者权益变动幅度很小。截至 2020 年末, 粤财担保集团所有者权益 71.87 亿元, 较年初下降 0.71%; 其中归属于母公司所有者权益占比 90.63%。归属于母公司所有者权益中, 实收资本 60.60 亿元, 占比为 93.01%, 所有者权益稳定性好。利润分配方面, 2018—2020 年, 粤财担保集团现金分红分别为 2.79 亿元、0.96 亿元和 1.44 亿元, 分别占上年度归属于母公司所有者的净利润的 75.02%、66.31% 和 81.30%, 分红力度较大, 利润留存对粤财担保集团权益的积累贡献一般。

负债方面, 2018—2020 年末, 粤财担保集团负债总额逐年增长, 年均复合增长 18.25%, 截至 2020 年末, 粤财担保集团负债合计 17.62 亿元, 较上年末增长 12.05%, 以其他应付款(占比 43.66%)、担保赔偿准备金(占比 36.51%)

和未到期责任准备金(占比 7.27%) 为主。

2018—2020 年末, 粤财担保集团其他应付款年均复合增长 16.17%。截至 2020 年末, 粤财担保集团其他应付款 7.69 亿元, 较年初增长 27.13%, 主要系受托管理的协同创新资金池规模增长所致。截至 2020 年末, 粤财担保集团其他应付款主要为广东省中小企业信用担保代偿补偿资金本金 5.00 亿元(其中中央财政出资 3.00 亿元, 地方出资 2.00 亿元)、广东省企业债券省级风险缓释基金本金 0.50 亿元和广东省工业和信息化厅产业链协同创新资金池(受托管理)。

粤财担保集团担保赔偿准备金按照担保责任余额的 1% 比例差额计提, 2018—2020 年末, 粤财担保集团担保赔偿准备金复合增长 15.26%, 截至 2020 年末, 粤财担保集团担保赔偿准备金 6.43 亿元, 较上年末增长 24.56%。

粤财担保集团按当年担保费收入的 50% 比例计提未到期责任准备金, 2018—2020 年末, 粤财担保集团未到期责任准备金年均复合增长 25.47%, 截至 2020 年末, 未到期责任准备金 1.28 亿元, 较上年末增长 7.28%。

2018—2020 年, 粤财担保集团实际资产负债率分别为 8.24%、10.63% 和 11.07%, 有所上升, 但整体负债规模较小, 负债水平低。

截至 2021 年 6 月末, 粤财担保集团所有者权益 72.98 亿元, 较年初略微增长, 构成变化不大。截至 2021 年 6 月末, 粤财担保集团负债合计 17.19 亿元, 较上年末减少 2.44%, 构成较上年末变动不大。

(3) 资产质量

粤财担保集团资产以货币资金和交易性金融资产为主, 资产质量较好, 流动性好。

2018—2020 年末, 粤财担保集团资产总额年均复合增长 3.06%。截至 2020 年末, 粤财担保集团资产总额 89.49 亿元, 较上年末增长 1.56%, 主要由货币资金(占比 61.58%), 应收代偿款(占比 4.81%), 其他流动资产(占比 13.47%), 长期股权投资(占比 4.85%), 其他非流动资产(占比 8.68%) 组成。

表 27 粤财担保集团资产结构 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	44.64	52.99	15.50	17.59	55.11	61.58	59.75	66.27
交易性金融资产	-	-	-	-	-	-	10.38	11.51
应收代偿款	5.87	6.97	5.50	6.25	4.30	4.81	4.49	4.97
其他流动资产	14.18	16.83	52.30	59.36	12.06	13.47	1.09	1.20
债权投资	-	-	-	-	-	-	4.72	5.23
长期股权投资	4.64	5.51	4.50	5.11	4.35	4.85	3.90	4.32
其他非流动资产	8.40	9.97	4.72	5.36	7.76	8.68	0.30	0.33
其他类资产	6.52	7.74	5.59	6.34	5.91	6.60	5.54	6.15
合计	84.25	100.00	88.11	100.00	89.49	100.00	90.16	100.00

资料来源: 粤财担保集团审计报告及提供资料, 联合资信整理

2018—2020 年末, 粤财担保集团货币资金呈波动上升趋势, 年均复合增长 11.11%; 截至 2020 年末, 粤财担保集团货币资金 55.11 亿元, 占资产总额的 61.58%, 全部为银行存款。截至 2020 年末, 粤财担保集团银行存款中受限货币资金余额 8.80 亿元, 主要为受托管理余额为 5.47 亿元的广东省中小企业信用担保代偿补偿资金和受托管理专项资金等。

2018—2020 年, 粤财担保集团应收代偿款年均复合下降 14.38%。截至 2020 年末, 应收代偿款 4.30 亿元, 较年初下降 21.80%, 主要系代偿款收回所致, 粤财担保集团对应收代偿款计提减值规模为 0.55 亿元。

粤财担保集团其他流动资产主要以信托产品、债权产品和银行理财产品的投资为主。2018—2020 年, 粤财担保集团其他流动资产规模波动下降, 年均复合下降 7.78%; 截至 2020 年末, 其他流动资产 12.06 亿元 (由 4.48 亿元信托产品、5.88 亿元银行理财产品和 1.70 亿元定向融资计划产品构成), 较上年末下降 76.95%, 主要系粤财担保集团信托投资和银行理财产品规模下降所致。

截至 2021 年 6 月末, 粤财担保集团资产合计 90.16 亿元, 较 2020 年末增长 0.75%。由于粤财担保集团采用新金融工具准则, 部门科目列报发生变化。其中货币资金 59.75 亿元, 较 2020 年末增长 8.43%, 占粤财担保集团资产总额的比重为 66.27%; 交易性金融资产和债权投

资占资产总额比重分别为 11.51% 和 5.23%, 投资资产类别较上年末未发生重大变化。截至 2021 年 6 月末, 粤财担保集团货币资金中受限资金 7.49 亿元, 占货币资金的比重为 12.54%, 主要为受托管理余额为 3.26 亿元的广东省中小企业信用担保代偿补偿资金和受托管理专项资金等。

根据《融资担保公司资产比例管理办法》(以下简称“管理办法”), 融资担保公司应按照国家 I、II、III 级资产的监管比例控制资产端投资结构。截至 2021 年 6 月末, 粤财担保集团 I、II、III 级资产占资产总额扣除应收代偿款后的比例分别为 54.71%、25.74% 以及 18.30%, 资产配置比例符合管理办法规定。

(4) 盈利能力

2018—2020 年, 粤财担保集团营业收入保持增长, 但受担保赔偿准备和担保责任准备计提影响, 净利润波动下降, 整体盈利能力一般。

粤财担保集团营业收入主要来自担保业务收入、投资收益和利息净收入。2018—2020 年, 粤财担保集团担保业务收入持续增长, 带动粤财担保集团营业收入呈上升趋势, 2020 年粤财担保集团实现营业收入 4.69 亿元, 主要系直保业务收入增长所致。2018—2020 年, 粤财担保集团持续调整信托产品、理财产品和结构化存款的配置, 利息净收入和投资收益之和逐年下降, 对收入的贡献度有所下降。

表 28 粤财担保集团盈利情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—6 月
营业收入	4.04	4.57	4.69	2.19
其中: 担保费收入	1.56	2.32	2.57	1.22
投资收益	1.65	0.94	1.24	0.46
利息净收入	0.76	1.28	0.72	0.38
营业支出	1.88	1.93	3.38	0.77
其中: 提取担保赔偿准备	1.21	0.32	1.27	0.32
提取未到期担保责任准备	0.81	1.19	1.28	0.61
业务及管理费	0.87	0.99	1.13	0.45
营业利润	2.16	2.64	1.31	1.41
净利润	1.59	1.92	0.93	1.10
费用收入比	21.50	21.57	24.02	20.80
总资产收益率	1.88	2.23	1.04	1.24
净资产收益率	2.19	2.66	1.29	1.52

资料来源: 粤财担保集团审计报告及提供资料, 联合资信整理

粤财担保集团的营业支出主要由计提的担保赔偿准备、未到期担保责任准备金净额以及业务及管理费构成。2018—2020 年, 粤财担保集团营业支出呈增长趋势, 主要是由于公司提取担保赔偿准备金和未到期担保责任准备所致。粤财担保集团按担保责任余额的 1% 差额计提担保赔偿准备, 并根据项目情况补充计提专项担保赔偿准备, 以提高粤财担保集团抗风险能力; 粤财担保集团按当年担保费收入的 50% 提取未到期担保责任准备金, 同时, 将上年计提的未到期担保责任准备金转回。2020 年粤财担保集团计提未到期责任准备金 1.28 亿元; 计提

担保赔偿准备 1.27 亿元, 同比增幅很大, 主要系担保规模增长及对个别代偿项目计提专项担保赔偿准备所致; 2020 年业务管理费较上年末有所增长。

受上述因素影响, 2018—2020 年, 粤财担保集团营业利润和净利润均波动下降。2020 年, 粤财担保集团实现净利润 0.93 亿元; 资产收益率和净资产收益率分别为 1.04% 和 1.29%, 较 2019 年有所下降, 盈利能力一般。

与同行业企业相比, 粤财担保集团盈利指标低于样本平均值, 盈利能力一般。

表 29 同行业 2020 年财务指标比较 (单位: %)

项目	营业利润率	净资产收益率	总资产收益率
吉林省信用融资担保投资集团有限公司	25.72	3.08	2.17
重庆三峡融资担保集团股份有限公司	37.74	4.65	3.36
江苏省信用再担保集团有限公司	37.41	4.54	2.77
上述样本平均值	33.62	4.09	2.77
粤财担保集团	27.90	1.29	1.04

资料来源: 粤财担保集团审计报告、财务报表、公开资料, 联合资信整理

2021年1—6月，粤财担保集团实现营业收入2.19亿元，同比下降6.54%，其中，担保业务收入1.22亿元，投资收益0.46亿元，实现利润总额1.39亿元，同比增长15.52%。

(5) 资本充足率及代偿能力

粤财担保集团融资性担保放大倍数适中，净资本余额略有波动；整体资本充足性较好，代偿能力极强。

粤财担保集团面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，粤财担保集团将以自有资本承担相应的损失。粤财担保集团实际代偿能力主要受粤财担保集团的担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估粤财担保集团可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了粤财担保集团的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

截至2020年末，粤财担保集团净资本为57.87亿元，净资本/净资产比率为80.52%，净资本比率仍保持在较高水平，主要是由于粤财担保集团现金类资产和银行理财产品规模较大。近年来，由于粤财担保集团担保余额和担保责任余额波动增长，同时净资产、净资本略有波动，粤财担保集团融资性担保放大倍数呈上升态势，净资本担保责任余额倍数波动上升。截至2020年末，融资性担保放大倍数和净资本担保倍数分别为5.34倍和4.34倍，仍处于行业适中水平，资本充足性较好。

联合资信根据粤财担保集团的担保业务类别与风险特点、再担保责任承担方式以及履行再担保责任条件等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算粤财担保集团在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。经联合资信估算，2018—2020年末，随着粤财担保集团融资性担保责任余额波动，粤财担保集团净资本覆盖率波动下降。截至2020年末，粤财担保集团净资本覆盖率为195.64%，净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度仍处于较充足水平。

表30 粤财担保集团资本充足性和偿债能力（单位：亿元、倍、%）

项目	2018年末	2019年末	2020年末	2021年6月末
期末融资担保责任余额	136.03	262.33	251.31	160.48
净资产	71.65	72.39	71.87	72.98
净资本	58.56	57.29	57.87	/
净资本担保倍数	4.04	4.67	4.34	/
融资性担保放大倍数	2.39	4.53	5.34	3.32
净资本/净资产比率	81.73	79.14	80.52	/
净资本覆盖率	236.81	163.00	195.64	/
代偿准备金率	73.93	0.00	21.28	1.87

资料来源：粤财担保集团审计报告及提供资料，联合资信整理

(6) 或有事项

截至2021年6月末，粤财担保集团不存在担保业务外的对外担保情况，且不存在作为被告的重大未决诉讼情况。

6. 担保效果分析

根据联合资信于2011年12月30日出具的《广东粤财融资担保集团有限公司2021年主体长期信用评级报告》，联合资信确定粤财担保集团主体长期信用等级AAA，展望为稳定，该级别仍在有效期内。

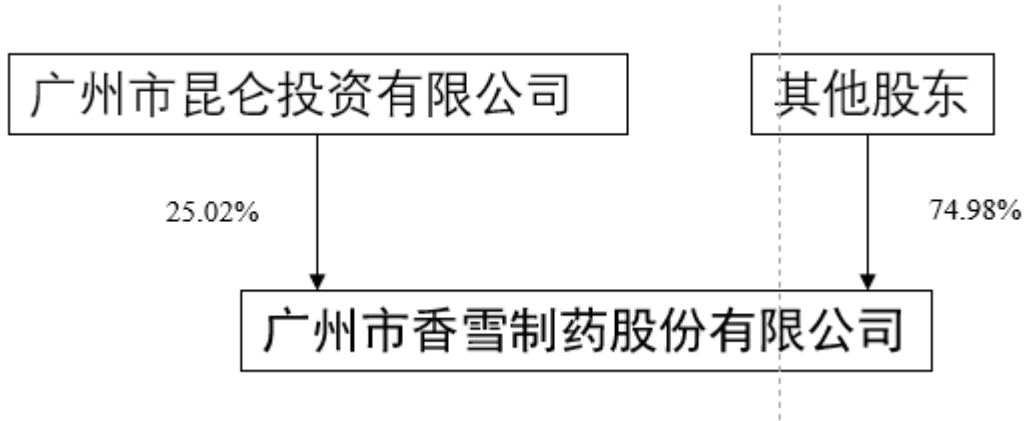
从担保效果来看，以2021年6月底担保方财务数据测算，“17制药02”待偿本金（2.20亿元）占担保方资产总额的2.44%，占所有者权益总额的3.01%，占比较低。

担保方作为广东省政府全额出资成立的省级再担保公司，资本实力雄厚，受到股东和政府支持较大，区域竞争优势显著。其担保对“17制药02”的信用水平仍有显著积极影响。

十二、结论

基于对公司经营风险、财务风险及担保等方面的综合分析评估，联合资信确定下调公司主体长期信用等级为A-，评级展望为负面；维持“17制药02”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

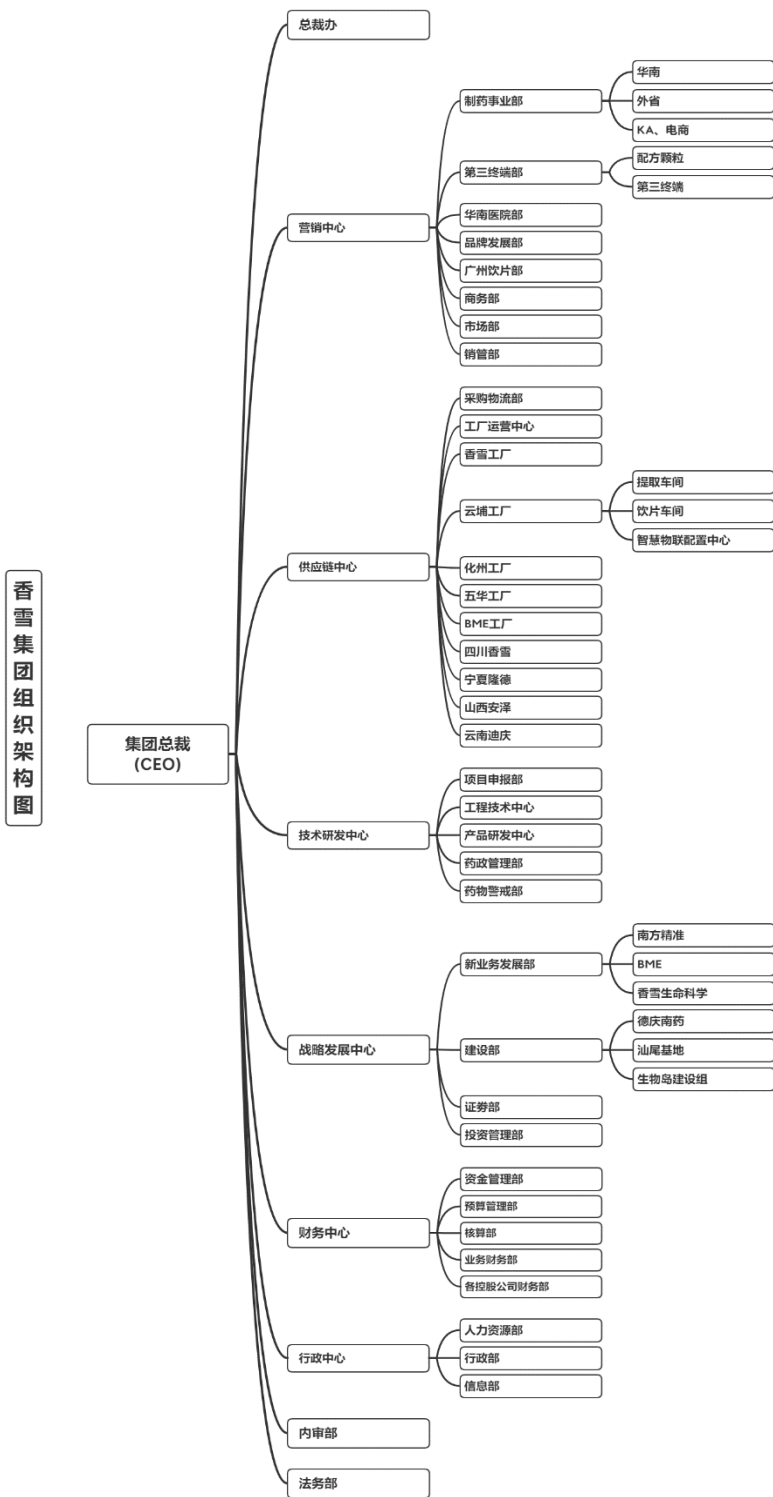
附件 1-1 截至 2022 年 3 月底广州市香雪制药股份有限公司
股权结构图



资料来源：联合资信根据公司季度报告整理

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底广州市香雪制药股份有限公司

组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底广州市香雪制药股份有限公司
主要子公司情况

序号	企业名称	业务范围	注册资本 (亿元)	持股比例 (%)	取得方式
1	湖北天济药业有限公司	中药材种植；农副产品收购；中药饮片生产；预包装食品兼散装食品批发兼零售	3.00	55.00	非同一控制下合并
2	亳州市沪谯药业有限公司	中药饮片（含毒性饮片、直接口服饮片）生产、销售；中药材、农副产品收购销售，自营和代理各类商品和技术的进出口业务	1.15	70.00	非同一控制下合并
3	香雪生命科学技术（广东）有限公司	细胞技术研发和应用；医学研究和试验发展；技术服务；技术开发；技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；技术进出口；货物进出口	0.06	80.00	投资设立

资料来源：公司年报

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	5.24	6.25	2.74	4.15
资产总额 (亿元)	84.62	121.97	113.81	111.70
所有者权益 (亿元)	41.12	42.49	37.58	37.16
短期债务 (亿元)	19.66	32.41	31.18	30.65
长期债务 (亿元)	9.38	9.47	5.31	6.19
全部债务 (亿元)	29.04	41.88	36.50	36.84
营业总收入 (亿元)	27.86	30.72	29.71	6.14
利润总额 (亿元)	1.17	1.66	-6.36	-0.43
EBITDA (亿元)	3.90	4.46	-2.69	--
经营性净现金流 (亿元)	0.83	2.57	2.58	-0.15
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	2.91	2.74	2.43	--
存货周转次数 (次)	2.83	2.61	2.74	--
总资产周转次数 (次)	0.33	0.30	0.25	--
现金收入比 (%)	94.81	93.28	97.63	89.16
营业利润率 (%)	30.89	31.60	25.40	21.88
总资本收益率 (%)	3.95	3.22	-6.16	--
净资产收益率 (%)	3.07	3.34	-17.53	--
长期债务资本化比率 (%)	18.58	18.22	12.39	14.27
全部债务资本化比率 (%)	41.39	49.64	49.27	49.79
资产负债率 (%)	51.41	65.16	66.98	66.74
流动比率 (%)	95.00	54.85	44.44	43.58
速动比率 (%)	71.82	42.51	33.47	32.91
经营现金流动负债比 (%)	2.54	3.78	3.71	--
现金短期债务比 (倍)	0.27	0.19	0.09	0.14
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.97	2.52	-1.10	--
全部债务/EBITDA (倍)	7.45	9.38	-13.58	--

注: 1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2. 公司 2022 年 1-3 月财务数据未经审计, 相关财务指标未年化; 3. 数据单位除特别说明外均为人民币; 4. 公司其他应付款中的带息债务已计入全部债务, 不带息的借款未计入全部债务

资料来源: 联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	1.86	2.65	0.85	/
资产总额 (亿元)	61.13	64.88	78.52	/
所有者权益 (亿元)	31.54	31.63	30.12	/
短期债务 (亿元)	15.53	22.97	21.85	/
长期债务 (亿元)	6.32	4.53	0.23	/
全部债务 (亿元)	21.84	27.50	22.07	/
营业总收入 (亿元)	6.26	8.99	4.69	/
利润总额 (亿元)	0.82	0.92	-1.69	/
EBITDA (亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	0.23	1.68	0.86	/
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	10.72	5.05	1.89	/
存货周转次数 (次)	4.19	6.19	3.37	/
总资产周转次数 (次)	0.10	0.14	0.07	/
现金收入比 (%)	53.69	57.58	81.25	/
营业利润率 (%)	45.82	37.41	29.57	/
总资本收益率 (%)	3.85	3.24	-0.21	/
净资产收益率 (%)	2.60	2.66	-5.80	/
长期债务资本化比率 (%)	16.69	12.54	0.75	/
全部债务资本化比率 (%)	40.92	46.51	42.29	/
资产负债率 (%)	48.40	51.25	61.64	/
流动比率 (%)	81.80	72.14	39.34	/
速动比率 (%)	78.80	68.18	37.64	/
经营现金流动负债比 (%)	1.00	6.01	1.79	/
现金短期债务比 (倍)	0.12	0.12	0.04	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	/
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	/

注: 1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2. 公司未披露 2022 年 1-3 月母公司财务数据; 3. 数据单位除特别说明外均为人民币

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-3 担保方财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务及业务数据				
资产总额（亿元）	84.25	88.11	89.49	90.16
所有者权益（亿元）	71.65	72.39	71.87	72.98
净资本（亿元）	58.56	57.29	57.87	/
营业收入（亿元）	4.04	4.57	4.69	2.19
利润总额（亿元）	2.16	2.62	1.27	1.39
期末融资担保责任余额（亿元）	136.03	262.33	251.31	160.48
财务及业务指标				
实际资产负债率（%）	8.24	10.63	11.07	10.02
总资产收益率（%）	1.88	2.23	1.04	1.24
净资产收益率（%）	2.19	2.66	1.29	1.52
融资担保放大倍数（倍）	2.39	4.53	5.34	3.32
净资本担保倍数（倍）	4.04	4.67	4.34	/
净资本/净资产比率（%）	81.73	79.14	80.52	/
净资本覆盖率（%）	236.81	163.00	195.64	/
代偿准备金率（%）	73.93	0.00	21.28	1.87
累计担保代偿率（%）	0.32	0.26	0.31	0.30
当期担保代偿率（%）	1.28	0.00	0.74	0.12

注：担保方 2021 年半年度财务报表未经审计，相关指标未年化

资料来源：担保方财务报表及提供资料，联合资信整理

附件 3-1 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 3-2 担保方主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
单一客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额×100%
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额×100%
各项风险准备金之和	未到期责任准备金+担保赔偿准备金+一般风险准备金
当期担保代偿率	当期担保代偿额/当期解保额×100%
累计担保代偿率	累计担保代偿额/累计解保额×100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计担保代偿额×100%
费用收入比	业务及管理费/营业收入×100%
资产收益率	净利润/资产总额×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
净资本	经调整的资产—经调整的负债
融资性担保放大倍数	融资担保责任余额/(净资产-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资)
净资产担保倍数	担保责任余额/净资产
净资本担保倍数	期末担保责任余额/净资本
实际资产负债率	(负债总额-未到期责任准备金-担保赔偿准备金)/资产总额×100%
净资本/净资产比率	净资本/净资产×100%
净资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值×100%
代偿准备金率	当时代偿额/期末各项风险准备金之和×100%

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持