

# 信用等级公告

联合[2018]360 号

---

广州市香雪制药股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对广州市香雪制药股份有限公司主体长期信用状况和 2018 年拟面向合格投资者公开发行的公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

**广州市香雪制药股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”**

**广州市香雪制药股份有限公司 2018 年拟面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年 四月 十七日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 广州市香雪制药股份有限公司

## 2018 年面向合格投资者

### 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 12 亿元（含）

本期发行规模：不超过 2 亿元（含）

本期债券期限：3 年

还本付息方式：每年付息一次、到期一次还本

担保方：广东省融资再担保有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销连带责任保  
证担保

评级时间：2018 年 4 月 17 日

主要财务数据

发行人

| 项目               | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|------------------|--------|--------|--------|
| 资产总额（亿元）         | 46.52  | 79.89  | 92.41  |
| 所有者权益（亿元）        | 35.46  | 36.84  | 38.84  |
| 长期债务（亿元）         | 4.99   | 9.54   | 20.57  |
| 全部债务（亿元）         | 5.72   | 33.99  | 45.09  |
| 营业收入（亿元）         | 14.65  | 18.62  | 21.87  |
| 净利润（亿元）          | 2.02   | 0.98   | 1.12   |
| EBITDA（亿元）       | 3.56   | 2.88   | 3.89   |
| 经营性净现金流（亿元）      | 1.60   | 1.98   | 1.10   |
| 营业利润率（%）         | 41.76  | 30.73  | 28.63  |
| 净资产收益率（%）        | 7.44   | 2.70   | 2.96   |
| 资产负债率（%）         | 23.78  | 53.88  | 57.97  |
| 全部债务资本化比率（%）     | 13.90  | 47.98  | 53.72  |
| 流动比率（倍）          | 3.77   | 0.90   | 1.51   |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.62   | 0.08   | 0.09   |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 5.48   | 3.24   | 1.83   |
| EBITDA/本次发债额度（倍） | 0.30   | 0.24   | 0.32   |
| EBITDA/本期发债额度（倍） | 1.78   | 1.44   | 1.95   |

担保方

| 项目          | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
|-------------|--------|--------|--------|
| 资产总额（亿元）    | 38.69  | 63.23  | 80.02  |
| 所有者权益（亿元）   | 33.11  | 53.95  | 69.21  |
| 营业收入（亿元）    | 3.39   | 4.82   | 4.94   |
| 净利润（亿元）     | 1.70   | 2.13   | 2.70   |
| 平均净资产收益率（%） | 5.62   | 4.90   | 4.39   |

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、公司 2016 年和 2017 年发行的短期融资券均调入短期债务。

#### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对广州市香雪制药股份有限公司（以下简称“公司”或“香雪制药”）的评级反映了公司作为一家实力较强的中成药制药企业，获得了较大的政府补助及税收优惠、中药资源全产业链布局初具规模、主导产品在细分领域市场占有率领先、配股发行成功资本实力增强以及对外并购资产规模扩大。同时，联合评级也关注到医药行业政策变动、经销商库存较大、公司营销模式调整以及频繁对外并购带来的管理难度增加等因素对公司信用水平的不利影响。

未来，公司将继续加快优化、整合中药资源和中药饮片产业，公司已形成“中药材种植—中药饮片生产—中成药制造—医药流通”的产业链布局。随着公司产业链布局进一步完善、经销商库存逐步消化和营销模式调整逐步到位，公司未来收入规模有望实现稳定增长。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本期债券由广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。广东再担保作为广东省省级担保公司，各项业务得到了来自政府的有力支持，其资本实力和担保实力强，对本期债券的担保有效提升了本期债券的信用水平。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

#### 优势

1. 公司获得较大政府补助、税收优惠等多方面的支持，外部发展环境良好。
2. 近年来，公司通过外延式扩张，产品

类型逐渐丰富，经营规模有所扩大；通过建立中药材基地、设立和收购医药流通公司，初步形成了“中药材种植—中药饮片生产—中成药制造—医药流通”的中药资源全产业链布局。

3. 公司主导产品在细分领域具有较强的市场竞争优势，市场占有率较高。

#### 关注

1. 近年来，医药改革深入推进，医保控费力度增大，药品价格面临下行压力，上述政策变动可能对公司未来盈利能力产生影响。

2. 受市场竞争激烈，销售模式调整，中药材成本上升等因素影响，公司中药产品收入及毛利有所下滑，对公司盈利能力产生不利影响。

3. 公司近几年并购多家公司，公司资产整合、管理难度加大，同时存在商誉减值风险。

4. 公司债务负担较重，短期偿债压力较大；长期债务偿付较集中，届时可能存在一定的集中偿付压力。

#### 分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangy@unitedratings.com.cn

杨 婷

电话：010-85172818

邮箱：yangt@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

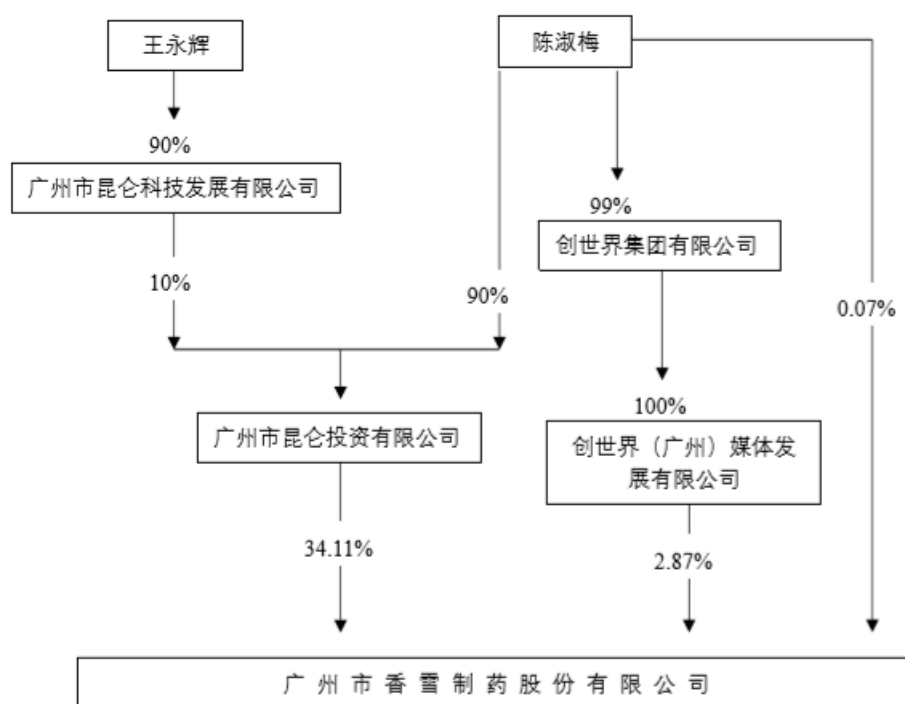
分析师：

联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

广州市香雪制药股份有限公司（以下简称“公司”或“香雪制药”）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，注册资本为 0.45 亿元。后经历次增资扩股及股权转让，截至 2009 年 12 月 24 日，公司注册资本增加至 0.92 亿元。2010 年 12 月 15 日，公司在深证证券交易所创业板上市（股票简称“香雪制药”，股票代码 300147.SZ），募集资金 10.54 亿元。2015 年 6 月，公司配股 15,190.30 万股，募集资金 15.89 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 6.61 亿元，控股股东为昆仑投资，其直接持有 34.11% 股份，昆仑投资的一致行动人创视界（广州）媒体发展有限公司持有公司 2.87% 的股份。公司实际控制人为王永辉、陈淑梅夫妇，截至 2018 年 3 月底，公司股权结构如下。

图 1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：中药材种植；生产气雾剂、片剂、硬胶囊剂（含头孢菌素类）、颗粒剂、口服液、合剂、口服溶液剂、中药饮片、中药前处理及提取车间（口服制剂）（按有效许可经营）；经营本企业自产产品及相关技术的出口业务；经营本企业生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进出口业务；经营本企业的进料加工和“三来一补”业务（具体按资格证书经营）等业务。

截至 2018 年 3 月底，公司下设资金管理部、核算管理部、质量管理部、产品研发中心等 18 个职能部门；公司合并范围内共有 49 家子公司；公司在职员工合计 3,494 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 92.41 亿元，负债合计 53.57 亿元，所有者权益（含少

数股东权益)合计 38.84 亿元,其中归属于母公司的所有者权益 34.62 亿元。2017 年,公司实现营业收入 21.87 亿元,净利润(含少数股东损益)1.12 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润 0.66 亿元;经营活动产生的现金流量净额为 1.10 亿元,现金及现金等价物净增加额为 3.98 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。

## 二、本次公司债券概况

### 1. 本次及本期债券概况

本次公司债券名称为“广州市香雪制药股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券”(以下简称“本次债券”),发行规模不超过 12.00(含 12.00 亿元)亿元,分期发行。本期公司债券名称为“广州市香雪制药股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)”(以下简称“本期债券”),基础发行规模为 2.00 亿元。本期债券 3 年期,附第 2 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券票面金额为 100.00 元,按面值平价发行。本期债券存续期内的票面利率由公司和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定,并经监管部门备案后在利率询价区间内确定,在债券存续期限前 2 年保持不变,如公司行使上调票面利率选择权,则未被回售部分债券在存续期限后 1 年的票面利率为债券存续期限前 2 年票面利率加上上调基点,在债券存续期限后 1 年固定不变,如公司未行使上调票面利率选择权,则未被回售部分债券在存续期限后 1 年的票面利率仍维持原票面利率不变。本期债券采用单利按年计息,不计复利;每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券由广东省融资再担保有限公司(以下简称“广东再担保”)提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

### 2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司债务。

## 三、行业分析

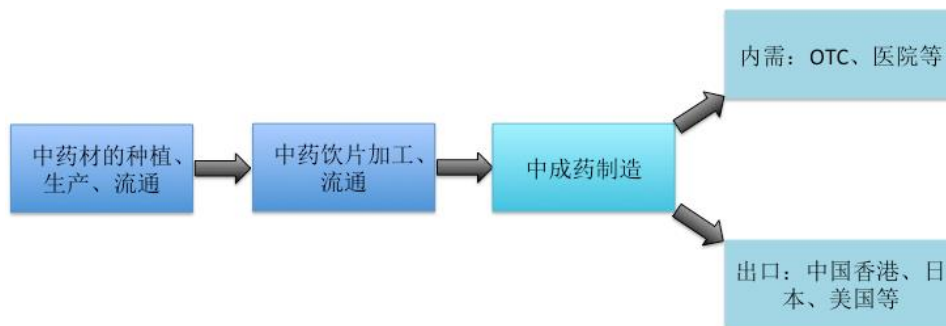
公司主营业务处于中药制造、西药制造、医疗设备与器械、医药流通等多个细分行业,核心业务所处细分行业为中药制造行业,以下行业分析围绕中药制造行业进行。

### 1. 中药制造行业概况

中药行业是我国医药行业的重要组成部分,进入 21 世纪以来发展迅速,中药产业产值在“十一五”期间年复合增长率高达 22.00%,高于整个医药行业的增长率。中药饮片和中成药销售收入占整个医药行业的比重较稳定,分别为 5.85%和 23.51%。

中药按其是否经过加工或加工程度不同可依次分为中药材、中药饮片和中成药三个环节。中药行业产业链包括上游的中药材、中药饮片,中游的中药材加工和中成药制造,下游主要供内需和出口。从价值分布情况来看,中药产业链上游的毛利率较高,其中中药材贸易毛利率约为 44.00%,中药饮片毛利率约为 38.00%,中药配方颗粒则达到了 45.00%左右;中成药制造企业的毛利率各企业之间差异较大,平均毛利率为 34.00%左右;下医药流通毛利率一般在 5.00%~9.00%左右。中成药位于中药产业链的中游,是产业链中最关键的组成部分。

图2 我国中药行业产业链情况



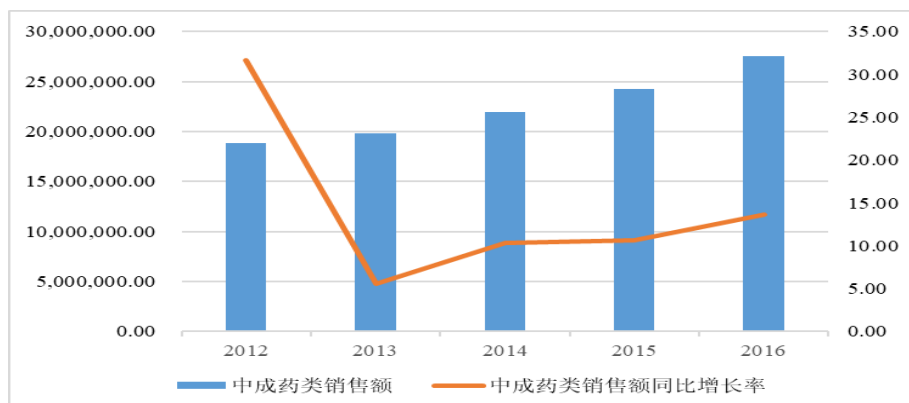
数据来源：联合评级搜集整理，GAP、GSP 均为相关认证简称。

中药材可单独使用，其也是生产中药饮片和中成药的原料，同时亦作为植物提取物厂、保健品厂和化妆品厂的生产原料。随着国内中药行业的快速成长，对中药材的需求也日益增加。随着现代社会消费者养生理念日益高涨，制药企业近年纷纷推出“大健康”战略，新型药用消费品陆续面世，预计中药材需求将快速扩大。

中药饮片行业发展比较缓慢，“五多五少”是该行业目前最简单的概括，即生产厂家多、规模小；规格品种多、产量少；作坊式生产多、工业化生产少；生产设备简陋的多、现代化设备少；产品地区流通多、全国流通少。随着我国政府对中药产业的不断重视以及相关支持政策的制定，我国中药饮片生产市场正在逐渐规范，行业集中度不断提高。根据智研咨询发布的《2016~2022 年中国中药饮片市场深度调查及发展趋势研究报告》显示：从 2004 年以来，中药饮片加工行业就保持了强劲的增长势头，同比增长最快的是 2011 年，增长率高达 56.11%。但随着 2010 年修订的新版 GMP 标准的推出使得众多中药饮片生产企业的经营门槛大幅提高，整体行业收入增速也下降至 2015 年 12.49%，2016 年，中药饮片加工行业销售收入接近 2,000 亿元；2017 年上半年，规模以上中药饮片企业销售收入总额 1047.9 亿元，同比增长 21.33%；实现行业利润总额 73.61 亿元，同比增长 22.78%。2017 年，我国中药饮片加工行业销售收入约 2,206 亿元，保持在 10.00%以上的高增长态势。

中成药方面，目前，我国已有 9,000 余个中成药品种，剂型也从传统的“丸、散、膏、丹”发展到现在的 40 多种，销售过 10.00 亿元的企业已经达到 30 余家。截至 2015 年 10 月底，我国中成药制造企业单位数达 1,599 家，同比增长 4.10%。从中成药流通行业销售情况来看，2016 年，中成药流通行业商品销售额合计 2,754.19 亿元，同比增长 13.63%。

图3 2012~2016 年中成药类流通行业整体销售情况（单位：万元、%）



资料来源：WIND 资讯、联合信用评级整理。

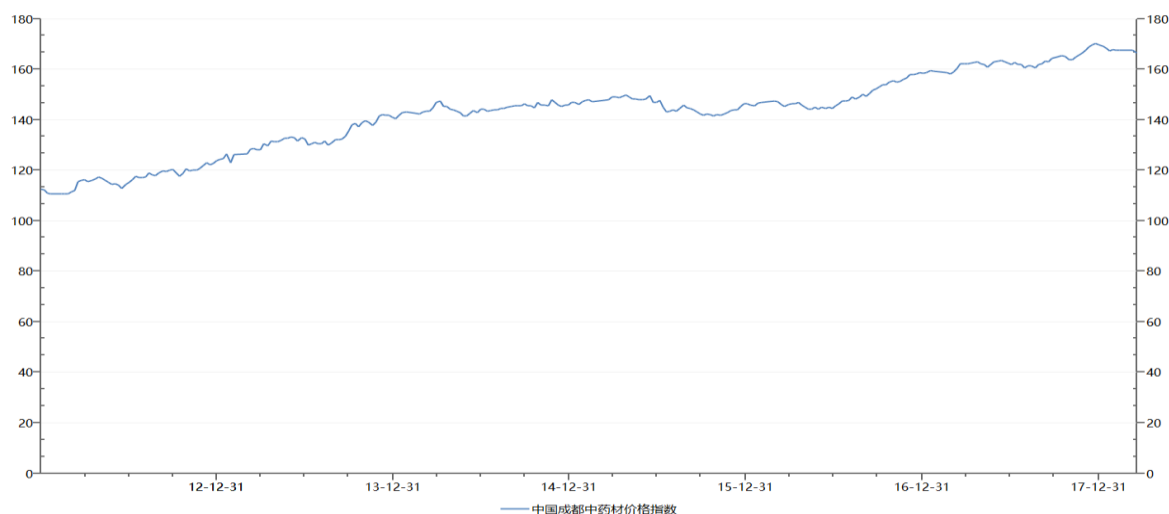
总体看，近年来我国中药制造行业保持增长较快，作为与居民健康密切相关的周期性行业，未来仍将保持良好发展态势。

## 2. 行业上下游

中药行业是典型的药材资源依赖性行业，中药材价格上涨对中药企业带来一定的成本压力，但药材涨价对不同子行业影响不同。一般而言，对中药产业链上游企业（如中药材流通、中药饮片）来说，由于其产品随中药材价格随行就市，中药材涨价对其影响有限。而对于中成药制造企业，由于进入基本药物目录的中药品种定价受政府调控，随着中药原材料价格持续上涨，中成药原料和价格有倒挂的风险。此外，中药材涨价对具体企业也不尽相同，对拥有核心技术的中药生产企业，若其产品属于国家鼓励的自主定价产品，其对原料成本的转嫁能力较强，中药材涨价对其影响有限。

近年来中药材整体价格指数呈波动上升趋势，目前在 160 左右震荡，如下图所示。从常用药材三七、丹参等药材情况看，多年持续高价使得产能不断增加，产量已经远超需求，2015 年三七行情继续不断下探，批发价格由 2014 年年初的 450 元/500 克下降至 2015 年底的 140 元/500 克；丹参价格则相对稳定，2015 年基本处于 12~14 元/千克区间。2016 年，由于大型医药企业囤货采购、下游需求增加以及投资投机等因素的影响，三七价格大涨至 258.5 元/500 克，2017 年以来趋于稳定。预计未来中药材价格仍会因市场行情变化继续波动。

图 4 2012~2018 年 3 月中国成都中药材价格指数变动情况



资料来源：WIND 资讯、联合信用评级整理。

根据《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》指出，2001~2020 年是快速老龄化阶段，我国已经进入老龄化社会，2014 年 65 岁人口达到 1.38 亿，占总人口比例达到 9.86%。据发达国家经验表明，老龄化人口的医药消费占整体医药消费的 50.00%以上，80%的药品消费是在最后 20 年发生的。我国老年人口的增多，必然会带动药品、保健品消费的增加，刺激中药材、中药饮片及中成药等中药产品特别是滋补营养类中药产品（如人参等）的需求。“十三五”期间，我国继续建设及完善覆盖城乡居民的医疗保障体系，扩大基本医疗保险覆盖面。随着我国医疗保障体系的不断完善，基本药物目录制度和医保目录的推行，社区和农村医疗卫生体系的建设，大量中低收入群体的药品需求将会得到有效释放，广大的农村医药市场开始启动，药品第三终端的销售份额将显著提高，必将进一步扩大包括制药市场在内的整个中国医疗保健市场的规模，也为科技创新

能力强、产品质量有保障的制药企业提供了快速发展的契机。

总体看，中药材整体价格指数呈波动上升趋势，对不同子行业造成不同影响；人口老龄化、城乡居民医保基本覆盖面扩大等将有利于用药需求的进一步释放。

### 3. 行业政策

2012 年以来，国家对医药行业的调控力度不断增强，相应规划及指导意见的提出对于整个行业规范化程度的提高和医药领域实现转型提供了良好的宏观环境。2014 年，政府工作报告中提出要推进医改向纵深发展，扩大城市公立医院综合改革试点，创新社会资本办医机制和巩固完善基本医药制度。2015 年，李克强总理提出取消绝大部分药品政府定价，破除以药养医，积极发展中医药和民族医药产业。

表 1 近年来医药体制改革主要政策

| 政策名称                                                | 颁布单位        | 主要内容                                                                                                                                                         | 实施时间        |
|-----------------------------------------------------|-------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|
| 《国家基本药物目录》（2012 版）                                  | 卫生部         | 新版基药目录药品品种扩容，从 2009 版时的 307 种增至 520 种，其中化学药品和生物制品 317 种，中成药 203 种。使用范围扩至二、三级医院，新增抗肿瘤药及血液病用药等重大疾病用药，并扩大了精神类疾病治疗药物的种类，充实了儿童专用药品。                               | 2013 年 3 月  |
| 《发改委定价范围内的低价药品目录》                                   | 发改委         | 鼓励药企生产低价药积极性，减轻患者使用高价药的负担，国家取消 530 种药物的最高零售价，生产企业可在西药费用日均不超过 3 元、中成药日均费用不超过 5 元的前提下自主定价。公布的低价药品清单包含化药品品种 280 个、中成药品种 250 个，共 530 个品种 1,154 个剂型。              | 2014 年 5 月  |
| 《深化医药卫生体制改革 2014 年重点工作任务》                           | 国务院         | 加快推动公立医院改革，推进公立医院规划布局调整，建立科学补偿机制，完善县级公立医院药品采购机制，完善中医药事业发展政策和机制；积极推动社会办医；扎实推进全民医保体系建设；巩固完善基本药物制度和基层运行新机制。                                                     | 2014 年 5 月  |
| 《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》、《关于落实完善公立医院药品集中采购工作指导意见的通知》 | 国务院、国家卫计委   | 要求以省（区、市）为单位的网上药品集中采购方向，实行一个平台、上下联动、公开透明、分类采购，采取招生产企业、招采合一、量价挂钩、双信封制、全程监控等措施。政策发布以后，各省招标采购工作明显提速，陆续结合地方情况开展新一轮的招标。新一轮的招标形势总体趋严，在医保控费的大环境下，大部分药企仍将在招标中面临降价压力。 | 2015 年 2 月  |
| 《关于印发推进药品价格改革意见的通知》                                 | 发改委等七部委     | 2015 年 6 月 1 日起取消绝大部分药品政府定价，同步完善药品采购机制，强化医保控费作用，强化医疗行为和价格行为监管，建立以市场为主导的药品价格形成机制。                                                                             | 2015 年 5 月  |
| 《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》、《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》       | 国务院         | 提出要破除以药养医，推进医药分开，理顺医疗服务价格，落实政府投入责任，2017 年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到 30% 左右。                                                                                     | 2015 年 5 月  |
| 《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》                                 | 国务院         | 要求 2015 年，所有公立医院改革试点城市和综合医改试点省份都要开展分级诊疗试点；到 2017 年，分级诊疗政策体系逐步完善；到 2020 年，分级诊疗服务能力全面提升。同时，意见对慢性病管理的规范化和管理率有了明确标准，从数量比例上对中医的服务机构设置及诊疗量所占比例进行了明确规定。             | 2015 年 9 月  |
| 《关于控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见》                            | 发改委、卫计委等五部委 | 要求将控制公立医院医疗费用不合理增长作为深化医改的重要目标和任务，并提出了费用控制的阶段性目标；提出了公立医院医疗费用控制主要监测的 21 个指标。                                                                                   | 2015 年 10 月 |
| 《国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》                        | 国务院         | 要求化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价。                                                                                                      | 2016 年 3 月  |
| 《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》                           | 国务院         | 2016 年要新增 100 个试点城市，使全国试点城市达到 200 个；新增试点城市所有公立医院取消药品加成（中药饮片除外）；严格控制医疗费用不合理增长；加快推进分级诊疗制度建设。                                                                   | 2016 年 4 月  |
| 《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》                                 | 国务院         | 建立科学合理的分级诊疗制度、规范高效的运行机制、以质量为核心、公益性为导向的医院考评机制；建立高效运行的全民医疗保障制度和规范有序的药品供应保障制度等                                                                                  | 2016 年 12 月 |

|                                     |                  |                                                                                                                           |            |
|-------------------------------------|------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》 | 八部委 <sup>1</sup> | 明确了“两票制”试点省份及时间表、要求药品集中招标采购中标企业必须承诺试行“两票制”、严格执行药品购销票据管理等内容                                                                | 2017 年 1 月 |
| 2017 版《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》      | 人力资源和社会保障部       | 部分血制品使用范围都有明显提升，终端消费需求有望明显扩大；中药及儿童药品新增比例高；对创新药支持力度大；治疗癌症、重症精神病、血友病、糖尿病、心脑血管疾病等重大疾病的常用药品基本被纳入了药品目录或谈判药品范围。                 | 2017 年 2 月 |
| 《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》          | 国务院              | 提出要加快推进已上市仿制药质量和疗效一致性评价，对通过一致性评价的药品给予政策支持。                                                                                | 2017 年 2 月 |
| 《深化医药卫生体制改革 2017 年重点工作任务》           | 国务院              | 2017 年分级诊疗试点扩大至 85% 以上的地市；公立医院医疗费用平均增幅控制在 10% 以下；年内力破“以药补医”；医保管理“六统一”做好“杠杆”“引擎”2017 年综合医改试点省份和 200 个公立医院综合改革试点城市全面推行“两票制” | 2017 年 4 月 |

资料来源：联合评级搜集整理

从中医药细分行业看，我国自 1996 年就提出中药现代化发展战略，提出要把中药产业作为我国重大战略产业加快其发展。2009 年开始国家对中药行业加大了扶持力度，为整个行业注入了加速剂；2009 年 11 月人保部发布 09 版《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，新调入品种共计 277 个，其中中药品种新增 164 个，显著大于西药增幅，显示国家对中药产业的大力扶持。2013 年，卫生部兑现了基本药物制度三年一调整的承诺，拟出台新版基药目录，囊括 520 种药物，其中包括 317 种化学药品和生物制品，203 种中成药。2017 年 2 月人保部发布 17 版《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，新调入品种共计 339 个，其中中成药品种新增 163 个，显著大于西药增幅，显示国家对中药产业的大力扶持。新版基药目录中对于中药类药物扩容幅度较大。医保扩容对优质中药企业具有较大的提升促进作用。2017 年 5 月 12 日，科技部与国家中医药管理局联合发布《“十三五”中医药科技创新专项规划》，明确提出：完善中医药国际标准，形成不少于 50 项药典标准和 100 项行业标准，实现 20~30 个中成药品种在 EMA 或者欧盟成员国作为传统药物注册，完成 5~10 个中成药品种在欧美等发达国家作为药品注册；建立一批中医药研究中心与联合实验室，加强与“一带一路”沿线国家的合作。2017 年 12 月 8 日，国家中医药管理局发布《关于推进中医药健康服务与互联网融合发展的指导意见》，意见指出，到 2020 年，中医药健康服务与互联网融合发展迈上新台阶，线上线下结合更加紧密，产业链逐步形成，实现人人基本享有中医药服务。

总体看，上述系列新医改政策的出台，明确了我国医疗卫生的公共品性质，强化政府责任与投入；引导我国医疗诊疗模式从“治疗”模式向“预防-治疗-康复”模式变化。未来新医改将进一步完善医药价格管理政策，进一步理顺医疗服务比价关系。同时，医保扩容对优质中药企业具有较大的提升促进作用。

#### 4. 行业关注

##### （1）医药企业研发和创新能力薄弱

目前我国医药企业每年投入研发的费用约占销售收入 1.50% 左右，远远低于美国市场 17.00%~18.00% 的研发投入水平，较低的研发投入导致医药企业研发能力薄弱。从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。我国制药行业研发以企业为主的机制尚未形成，研发投入不足，严重制约了我国医药制造业国际竞争力的提高。中药产业长期存在“重销售、轻研发”的现象，企业创新能力严重不足，产品不能按现代科学技术对有效成份的作用机理和靶向部位进行明确，使中药产品很难进入国际市场，也一定程度

<sup>1</sup> 国务院深化医药卫生体制改革领导小组办公室、国家卫生和计划生育委员会、国家食品药品监督管理总局、国家发展和改革委员会、工信部、商务部、国家税务总局和国家中医药管理局。

制约了中药制药企业的发展。

### （2）药品降价将会影响医药制造企业利润水平

目前我国药品定价采取政府定价、政府指导价、市场调节价三种定价方式，其中列入国家基本医疗保险目录的 1,000 多种药品与医保药品目录以外具有垄断性生产、经营的药品实行政府定价和指导价；其他药品实行市场调节价。自 1997 年以来，我国连续约 30 次下调部分药品的最高零售价格，但由于医药产品特殊的价值分配关系，国家对医药零售价格的下调不可避免地转嫁给医药生产企业。近几年，随着药品集中采购和“两票制”的逐步推广实施，医药生产企业面临的药品降价压力进一步增加。

### （3）中药材价格上涨对生产企业带来成本压力

近年来，中药材价格出现较大幅度的波动，总体呈上涨趋势。药材价格上涨影响因素复杂且具有不可预测性，主要包括：绿色回归理念加上中药本身具有的预防、保健功效使得中药需求大增；乱采滥挖对野生中药材资源的破坏、国家对珍稀野生药材实行禁采和限采；中药材实际种植面积下降、资金炒作等。中药材价格每 3~4 年呈现一个周期，其价格波动将对中药生产企业形成一定的成本压力。

## 5. 未来发展

### （1）行业标准化速度加快

伴随着生物科技的进步与发展，中药产业早已告别作坊式的粗放生产模式转而被更加精细可控的中药西制理念所取代，整体呈现出行业标准化的发展趋势。中医药取得长远发展离不开中医药标准和规范的制定，包括中药材的生产、质量控制、流通规范，中医药学名词术语的标准化和释义规范，中医药疗效及安全性评价规范、国家药典和中药审评标准等。近年来，中医药行业标准化的步伐也明显加快，国家先后发布了药品生产质量管理规范 GMP、药品经营质量管理规范 GSP 等行业规范。到 2013 年底，我国相对独立完整的中医药标准体系框架已初步构建完成，体系共涵盖中医药国家标准 27 项行业及行业组织标准 470 多项，为今后与世界标准进一步双向接轨奠定了理论基调，未来更全更符合发展趋势的相关标准与规范必会不断的补充与完善。

### （2）中药材需求旺盛

随着现代社会消费者养生理念日益高涨，对中成药产品的认可程度不断提高，对采用中药材制成的保健品、化妆品需求不断增加，新型中成药、中药消费品陆续面世，预计中药材需求将保持持续旺盛。与此同时，由于部分中药材具备一定的地域性和资源性，来源于野生甚至珍稀濒危物种，种植和生长周期较长，中药材供给存在一定程度的限制，供需之间的不平衡亦有可能推动中药材价格的上涨，具备中药材储备和控制能力的企业才能在未来的市场竞争中获得有利机会。

### （3）中成药加速向现代化方向发展

在国家加大对中药产业的研发投入以来，中成药行业也加速向现代化的方向发展，现代化中成品种具有更好的品质以及更好的临床效果，并具备了一些化学药的特点，它可以针对某种病症做到“专攻”，这种现代化的中成药将是未来中成药领域的核心竞争力。另一方面，未来我国中成药产业将开始向药用消费品领域延伸，中成药产业向消费品领域延伸，对提升医药企业的品牌效应有很大的帮助。在中成药加速向现代化方向发展的背景下，在该细分领域已经占领一定市场份额和地位，并且有优秀的质量控制力和稳健战略规划的企业竞争优势将愈加明显。

#### （4）中药饮片发展迅速

新版药典大幅增加了中药饮片标准，药监部门加大抽查力度，抽查结果公布由点名饮片企业改为点名医疗机构，促使医院配方用饮片质量不断提高。未来中药饮片的发展趋势一是配方颗粒放开，放开后销量会大幅增长；饮片企业或形成产品分工，有助于提高质量；生产企业或采用备案制，备案生产品种。二是针对慢性病和养生保健饮片产品还会大幅增长。心血管、老年痴呆、肝胆养护、美容、性生活质量、睡眠等疾病防治和健康维护用饮片发展潜力大。三是电子商务渗透，必然改变饮片营销模式，使饮片消费更加方便，销量大幅提升。四是基层特别是农村地区饮片用量进一步增长。在市场旺盛需求推动下，有整合能力、管理基础好、人才技术储备好的饮片企业发展前景看好。

总体看，未来中药行业将得益于信息技术的优势，实现传统业态的变革，未来前景较好。

### 四、基础素质分析

#### 1. 规模与竞争力

公司成立以来以抗病毒口服液、板蓝根颗粒等中成药为主导产品，2010 年上市后，随着公司募投项目建成以及对外并购战略实施，公司产品线不断丰富，目前已经建立了以抗病毒口服液、板蓝根颗粒、橘红系列以及中药饮片为主导，医疗器械、保健用品及软饮料为辅的产品体系。同时，公司积极加大上游中药材生产种植基地建设，并通过新设或收购下游医药流通企业，已初步形成“中药材种植-中药饮片生产-中成药制造-医药流通”的“中药大健康产业链”的业务布局。

产品种类方面，香雪抗病毒口服液是公司原创药，在市场具有较高的知名度和认可度。香雪抗病毒口服液是全国率先应用“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，该技术通过计算机相似度分析系统，对生产工艺的各个环节加以控制，最大限度地保留药品有效成分，使得成分复杂的中药质量得到有效控制。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刊载于 2010 年版《中国药典》，目前公司正参与 2015 年版的《中国药典》的编制。香雪抗病毒口服液已列入国家医保目录乙类药品，并进入青海、广东、江西等省市的新增基本药品目录。板蓝根颗粒是公司传统主导产品之一，具有较高的品牌知名度和行业地位，已列入国家医保目录甲类药品，并已进入《国家基本药物目录（2012 年版）》。橘红系列的橘红痰咳液是公司独家品种。中药饮片方面，下属子公司亳州市沪谯药业有限公司（以下简称“沪谯药业”）和湖北天济中药饮片有限公司（以下简称“湖北天济”）生产工艺、质量检验及控制均处于行业领先地位，并且在区域市场具备较强的竞争优势。

表 2 截至 2017 年底公司主要产品情况

| 产品系列 | 产品名称   | 主治功能                                             |
|------|--------|--------------------------------------------------|
| 中药产品 | 抗病毒口服液 | 用于风热感冒，温病发热及上呼吸道感染，流感、腮腺炎病毒感染等疾患                 |
|      | 板蓝根颗粒  | 用于热毒壅盛，咽喉肿痛，扁桃腺炎、腮腺炎等病毒性感染疾患                     |
|      | 橘红系列   | 用于理气化（祛）痰、润肺止咳                                   |
|      | 中药饮片   | 种类众多，用途广泛                                        |
| 医疗器械 | 白云医用胶  | 广泛用于普外科、神经外科、心胸外科等十多个科室，具有止血、吻合、栓塞、硬组织粘接、护创等多种功效 |
|      | 高迅医用导管 | 医用引流等用途                                          |
| 软饮料  | 金典沙示等  | 软饮料                                              |

|      |                                 |                                     |
|------|---------------------------------|-------------------------------------|
| 保健用品 | 丽延口服液、欣泰口服液等                    | 用于滋补气血、改善体质等保健用途的健康保健食品             |
| 西药产品 | 甲硝唑芬布芬胶囊、利多卡因气雾剂、珍菊降压片、头孢羟氨苄胶囊等 | 产品种类较多，分别用于口腔咽喉炎症、高血压、心绞痛、感冒发烧等多个领域 |

资料来源：公司提供

产品市场占有率方面，根据广州中康资讯股份有限公司<sup>2</sup>调查显示，2017年，公司抗病毒口服液在广东省感冒药市场份额排名第一（占7.80%）；在黑龙江省感冒药市场份额排名第四（占5.20%）；在湖南省感冒药市场份额排名第八（占2.90%）。公司橘红系列产品在广东省咳嗽药市场份额排名第二（占9.00%）；在河南省咳嗽药市场份额排名第十五（占1.70%）。公司板蓝根颗粒广东省感冒中成药市场份额排名第五（占7.50%）；在湖南省感冒中成药市场份额排名第七（占4.80%）。公司抗病毒口服液、橘红系列产品和板蓝根颗粒在细分领域市场占有率处于领先地位。

近年来，公司及其产品获得过诸多奖励和荣誉。2014年，公司获得广州市工信委颁发的广州市民营企业奖、广东省高新技术企业协会颁发的广东省创新型企业（试点）。2015年，公司获得广东省医药行业协会颁发的省医药行业企业集团十强、省医药行业企业综合实力十强等荣誉；2015年，公司香雪抗病毒口服液获得广东省医药行业协会颁发的省医药行业专利、原研药优秀产品品牌、省医药行业优秀产品品牌、省医药行业 OTC 优秀产品品牌等荣誉。2016年，公司获得广东省人民政府颁发的制备抗病毒口服液的方法获得广东专利奖金奖证书；化橘红、广藿香种植基地被广东省医药行业协会评为 5A 级中药材种植基地；获得广州工业经济联合会、广州市企业联合会、广州市企业家协会颁发的 2016 年广州创新百强企业等荣誉。2017年，公司制备抗病毒口服液的方法被国家知识产权局评为中国专利优秀奖，无糖型橘红痰咳口服液获得广东省优秀专利奖。

总体看，公司通过自建及并购，产品线不断丰富，产品竞争力不断增强，主要产品在细分市场具备较强的竞争优势。

## 2. 技术及研发水平

公司与清华大学、香港大学、暨南大学、中医科学院、中日友好医院等知名高校和机构均有合作，公司拥有一支高层次的科研队伍，截至 2018 年 3 月底，共有研发人员 631 人，其中博士 27 人、硕士 86 人、本科及其他 518 人。公司研发部门下设 1 个院士工作站、1 个博士后工作站、1 个工程技术研究开发中心和实验室，主要从事新产品的开发、在产品的二次开发以及生产工艺、制备技术等方面的研发工作。公司通过自主研发、合作开发等方式进行技术创新，是我国抗病毒口服液国家标准编制的重要参与单位。公司首创抗病毒口服液指纹图谱技术，在抗病毒口服液用于“红眼病”、“手足口病”等新适用症方面的研究工作已取得了重大突破。

在研项目方面，截至 2017 年底，公司在研项目有 5 个，分别为用于组分中药——双龙保心方新药的开发、用于治疗脑胶质瘤的小分子药物 KX02 新药的研发、用于皮肤创伤无疤痕愈合的 siRNA 新药（STP705）的研发、高亲和性 T 细胞受体（TCR）生物药的研制和广谱防治呼吸道感染合成多肽药物 P9 类多肽新药的研发。

<sup>2</sup> 公司 2016 年 3 月与广州中康资讯股份有限公司签订了《零售项目数据监测服务协议》，聘请广州中康资讯股份有限公司为公司搜集产品市场数据。

表 3 截至 2017 年底公司在研项目情况

| 产品名称                             | 研究进度                                   | 主要合作方                | 运用领域                                |
|----------------------------------|----------------------------------------|----------------------|-------------------------------------|
| 组分中药—双龙保心方新药的开发                  | 2017 年 11 月收到 CDE 第二次发补通知书，目前准备第二次发补资料 | 罗国安、李连达、王义明          | 心血管病的治疗                             |
| 用于治疗脑胶质瘤的小分子药物 KX02 新药的研发        | 已经获得原料药和制剂的《药物临床试验批件》，正在准备开展临床         | 杭州康万达医药科技有限公司        | 恶性脑胶质瘤的治疗                           |
| 用于皮肤创伤无疤痕愈合的 siRNA 新药（STP705）的研发 | 已经获得原料药和制剂的《药物临床试验批件》，正在准备开展临床         | 苏州圣诺生物医药技术有限公司及其关联公司 | 有效抑制受损组织细胞内炎症因子表达，加快伤口愈合速度，减少愈后疤痕生成 |
| 高亲和性 T 细胞受体（TCR）生物药的研制           | 正在进行研究者发起的临床研究                         | 中国人民解放军第 458 医院      | 实体肿瘤细胞免疫治疗                          |
| 广谱防治呼吸道病毒感染合成多肽药物 P9 类多肽新药的研发    | 已完成基础研究，正在进行临床前研究准备                    | 香港大学微生物系             | 呼吸道病毒感染的防治                          |

资料来源：公司提供

研发投入方面，2015~2017 年，公司研发投入分别为 0.93 亿元、1.05 亿元和 1.03 亿元，占营业收入的比重分别为 6.38%、5.64%和 4.71%，研发投入金额波动增长。截至 2017 年底，公司共计获得国内外授权专利 125 项，其中发明专利 54 项、外观专利 49 项、实用新型专利 22 项，拥有商标 186 个。

总体看，公司研发工作主要采取合作开发模式，与众多高校、医药企业及机构建立了合作关系；研发投入占营业收入比重处于行业中等水平，在研项目正有序推进。

### 3. 人员素质

公司现有董事、监事、高级管理人员共 14 名<sup>3</sup>，其中董事 7 人、监事 3 人、高级管理人员 7 人。

王永辉先生，中国国籍，无境外永久居留权，1962 年生，工商管理硕士，曾任广州万宝集团洗衣机工业公司技术开发部部长、副总经理，1997 年至今任本公司董事长兼总经理，同时兼任广东省医药行业协会常务副会长、广东省食品行业协会会长及广州市工商业联合会副主席等社会职务。

黄滨先生，中国国籍，无境外永久居留权，1956 年生，本科学历，副主任中药师，曾任广东省中药质量监测部副站长、广东省中药研究所科技科科长、公司投资部经理，现任公司董事、副总经理。

陈炳华先生，中国国籍，无境外永久居留权，1965 年生，硕士学位，会计师，曾任职于上海浦东稀迪有限公司、中国对外贸易开发总公司、广州药业股份有限公司、广州市城发投资基金管理有限公司，2016 年 3 月至今任公司财务总监。

截至 2018 年 3 月底，公司在职员工合计 3,494 人。按岗位构成划分，生产人员占 39.89%、销售人员占 17.00%、技术人员占 18.06%、财务人员占 2.29%、行政人员占 22.76%；按学历构成划分，硕士及以上学历占 3.23%、本科学历占 13.91%、大专学历占 21.75%、高中及以下学历占 61.10%；按年龄划分，30 岁以下人员占 35.26%、30~50 岁人员占 55.52%，50 岁以上人员占 9.23%。

总体看，公司高级管理人员拥有较为丰富从业经验，整体素质较高；公司员工以生产和技术人员为主，岗位布局合理，符合公司发展情况。

<sup>3</sup> 部分人员有兼任情况。

#### 4. 外部支持

##### (1) 政府补助

公司作为广东省高新技术企业，2015~2017 年，公司获得的政府补助分别为 2,888.60 万元、3,390.59 万元和 5,510.32 万元。

##### (2) 税收优惠

香雪制药于 2017 年 12 月 11 日获得广东省科学技术厅、广东省财政厅、广东省国家税务局、广东省地方税务局新颁发的编号为 GR201744009847 的高新技术企业证书；广东化州中药厂制药有限公司（以下简称“化州中药厂”）2016 年 11 月 30 日获得新的编号为 GR201644002204 的高新技术企业证书；子公司广州白云医用胶有限公司（以下简称“白云医用胶公司”）2016 年 10 月 10 日获得广东省科学技术厅、广东省财政厅、广东省国家税务局、广东省地方税务局颁发的编号为 GR201544000692 的高新技术企业证书；子公司中山优诺生物科技发展有限公司 2015 年 10 月 10 日获得广东省科学技术厅、广东省财政厅、广东省国家税务局、广东省地方税务局颁发的编号为 GR201544000850 的高新技术企业证书；子公司广东九极生物科技有限公司 2017 年 12 月 11 日获得广东省科学技术厅、广东省财政厅、广东省国家税务局、广东省地方税务局颁发的编号为 GR201744005816 的高新技术企业证书；以上五家公司企业所得税减按 15.00% 的税率征收。

根据财政部《关于发布享受企业所得税优惠政策的农产品初加工范围（试行）的通知》（财税【2008】149 号）的规定，亳州市沪谯药业有限公司（以下简称“沪谯药业”）从事农产品初加工项目免征企业所得税；且 2016 年 12 月 5 日取得高新技术企业证书，有效期三年，此期间所得税减按 15% 缴纳。沪谯药业系由安徽省民政厅认定的福利企业，已取得福企证字第 3400120007002 号社会福利企业证书。根据实际安置的每位残疾人每年可退还的增值税的具体限额（自 2016 年 5 月起每人每月退 5,000.00 元），增值税实行即征即退。

根据《中华人民共和国企业所得税法》及其实施条例和国税函【2009】779 号文件的规定，亳州市沪谯中药材种植有限公司从事农业项目免征企业所得税；根据《中华人民共和国增值税暂行条例》第十五条规定，其销售的自产农产品免征增值税。

根据财政部国家税务局关于发布享受企业所得税优惠政策的农产品初加工范围（试行）的通知【2008】149 号文，湖北天济自 2016 年 1 月 1 日起生产的初加工中药材免缴所得税。

依据《中华人民共和国企业所得税法》中华人民共和国主席令第 63 号第二十七条第（一）项规定，亳州市天济药业有限公司经营农、林、牧、渔业项目，自 2015 年 1 月 1 日起免缴所得税。

总体看，公司获得政府补助、税收优惠等多方面的支持，外部发展环境良好。

## 五、管理分析

### 1. 治理结构

为维护公司、股东和债权人的合法权益，规范公司的组织行为，根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《上市公司章程指引》和其他有关规定，公司制定了《公司章程》，建立了如下法人治理结构：

公司设股东会，由全体股东组成，是公司权力机构，决定公司的经营方针和投资计划。公司设董事会，对股东会负责。董事会由 7 人组成（含 3 名独立董事），由股东会选举产生；董事任期 3 年，任期届满，可连选连任；董事会设董事长 1 人，由董事会选举产生。公司设监事会，由 3 人组成，设主席 1 名。监事会由股东会选举产生；监事的任期每届为 3 年，任期届满，可连选连任。

公司设总经理 1 名，副总经理若干名，财务总监 1 名，由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责，并负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；同时，公司副经理、财务负责人均由总经理提请聘任或者解聘。

总体看，公司设立了股东会和董事会，法人治理结构健全，符合相关法律法规要求，能够满足公司日常管理的需要。

## 2. 管理体系

公司根据自身业务特点及经营管理需要建立了内部组织架构，并明确了各部门的职责权限，部门分工较明确，公司下设资金管理部、核算管理部、预算管理部、营运及资产管理部、质量管理部、生产物料采购部、安全管理部等共 18 个职能部门，部门设置能够满足日常管理需要。详见附件一。

生产方面，公司严格按照 GMP 标准，对生产基地的 GMP 软硬件进行排查，并落实整改，确保安全、规范生产，目前公司下属的各生产基地均已通过新版（2015）GMP 认证；公司同时也认真做好生产的过程控制，对生产和现场进行精细化管理，完善质量检查体系，提升产品质量。

销售方面，为了将信用风险控制在可接受的范围内，减少坏账损失和提高资金周转效率，公司制定了《客户信贷管理办法》。其中对授信客户的范围、授信额与授信期、授信账户管理、授信审批权限、逾期账款考核、信贷专员职责、销售部职责、信用评估流程和授信申请流程作出了详细规定。其中规定授信额一般根据特定客户月均销售额的 2 倍来确定，授信期一般不超过 60 天，特殊情况呈批公司批准后方可执行；授信期执行到当年 12 月末为止，授信到期前 5 天内，由区域业务员提出新一年度授信申请，获批后才能审核通过销售发货等。

财务管理方面，公司按照企业会计制度、会计法、税法、经济法等相关法律法规的规定，制定了适合公司的《财务会计制度》，公司按业务流程设置权限，形成严密的会计监控体系，符合企业内控需要，并制定了较为明确的会计凭证、会计账簿和会计报告的处理程序，使公司业务活动按照适当的授权进行，各种交易和事项能以正确的金额，在适当的会计期间及时地记录于适当账户，会计报表的编制符合会计准则的相关要求。公司账面资产和实存资产定期核对相符，公司切实实行了会计人员岗位责任制。公司对子公司财务会计工作实行垂直统一管理，根据投资公司情况予以委派、推荐财务管理人员，并依照规定程序聘任和解聘，公司聘任的财务人员实行回避制度。对有徇私舞弊、重大失职、泄露机密等对公司造成重大经济损失的行为，公司按照相关法律法规、处罚制度等追究相关刑事、民事责任。

对外担保方面，公司制定了《对外担保管理制度》，其中规定公司所有对外担保应要求被担保方向公司提供质押或抵押方式的反担保，或由其推荐并经公司认可的第三人向公司以保证方式提供反担保，且反担保的提供方应当具有实际承担能力。除公司本部外，下属子公司对外担保事项也应经其董事会或股东会批准后，依据《公司章程》及上述制度规定的权限报公司董事会或股东大会批准。公司股东大会为公司对外担保的最高决策机构。公司日常负责对外担保事项的职能部门包括：财务部和证券部。其中，财务部负责对外担保的风险评估、方案建议、签约执行、持续风险控制以及其他日常管理；证券部负责从上市公司规范治理角度对对外担保的合规性进行审查，并报请董事会秘书组织履行董事会或股东大会的审批程序及进行相关的信息披露。

子公司管理方面，为加强对子公司管理，规范内部运作机制，公司依据相关法律、法规制定子公司管理制度文件。公司对子公司实行垂直管理，子公司在公司总体方针目标框架下，独立经营、自主管理，同时执行公司的各项制度规定。

总体看，公司已建立基本健全的法人治理结构及管理制度，能够适应公司经营发展。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司主要业务为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。近年来，为应对医药行业的变革，公司积极调整产业布局、加大对外并购力度、优化内部结构，公司营业收入持续增长。2015~2017 年，公司营业收入分别为 14.65 亿元、18.62 亿元和 21.87 亿元，年均复合增长 22.21%；净利润分别为 2.02 亿元、0.98 亿元和 1.12 亿元，年均复合下降 25.43%，2016 年净利润大幅下滑，主要系中药业务经营模式调整和消化渠道库存所致，2017 年净利润有所回升，主要系一方面前期积压的渠道库存基本消化完毕，另一方面处置子公司取得投资收益增加所致。公司业务主要集中在广东省省内，但近几年省外业务拓展较快，2015~2017 年，广东省省内收入占营业收入的比重分别为 45.48%、30.18% 和 28.26%，公司省外业务中，华中地区收入占比最高，分别为 7.10%、31.25%和 39.85%。近三年，公司主营业务收入分别为 14.61 亿元、18.30 亿元和 21.51 亿元，占营业收入的比重均在 99.00%左右，公司主业突出。

从收入结构来看，公司主营业务主要为中药产品、医药流通、软饮料、医疗器械和保健品等业务板块，以中药产品和医药流通为主。从业务板块来看，近三年公司中药产品板块分别实现收入 11.08 亿元、11.17 亿元和 12.62 亿元，中药产品收入呈持续增长趋势，主要系公司合并了湖北天济所致，中药产品收入在主营业务收入中的占比分别为 75.87%、61.07%和 58.68%；医药流通板块分别实现收入 1.59 亿元、4.92 亿元和 6.24 亿元，2016 年较上年增长 210.38%，主要系山西香雪医药有限公司（以下简称“山西香雪”）的营业收入增长及湖北天济并表所致，2017 年较上年增长 26.83%，主要系湖北天济医药流通业务增长所致，医药流通收入在主营业务收入中的占比分别为 10.86%、26.92%和 29.02%；软饮料板块分别实现收入 0.85 亿元、0.93 亿元和 1.29 亿元，在主营业务收入中的占比较为稳定，分别为 5.79%和 5.10%和 6.00%；保健品、医疗器械和西药产品在公司收入中占比较小，对公司收入影响不大。

表 4 2015~2017 年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

| 项目   | 2015 年     |        |       | 2016 年     |        |       | 2017 年     |        |       |
|------|------------|--------|-------|------------|--------|-------|------------|--------|-------|
|      | 收入         | 占比     | 毛利率   | 收入         | 占比     | 毛利率   | 收入         | 占比     | 毛利率   |
| 中药产品 | 110,834.65 | 75.87  | 46.16 | 111,739.86 | 61.07  | 37.50 | 126,207.01 | 58.68  | 31.92 |
| 医药流通 | 15,866.29  | 10.86  | 9.12  | 49,245.35  | 26.92  | 8.42  | 62,404.43  | 29.02  | 13.59 |
| 软饮料  | 8,461.00   | 5.79   | 48.11 | 9,335.60   | 5.10   | 42.96 | 12,896.93  | 6.00   | 43.99 |
| 保健品  | 6,166.70   | 4.22   | 63.47 | 9,406.62   | 5.14   | 58.90 | 10,125.38  | 4.71   | 55.56 |
| 医疗器械 | 3,652.99   | 2.50   | 53.26 | 2,044.64   | 1.12   | 70.63 | 1,820.16   | 0.85   | 76.38 |
| 西药产品 | 1,109.43   | 0.76   | -8.27 | 1,189.01   | 0.65   | 4.79  | 1,609.81   | 0.75   | 72.55 |
| 合计   | 146,091.06 | 100.00 | 42.75 | 182,961.07 | 100.00 | 31.21 | 215,063.72 | 100.00 | 29.12 |

资料来源：公司提供

毛利率方面，2015~2017 年，公司主营业务毛利率分别为 42.75%、31.21%和 29.12%，呈逐年下降趋势，主要系毛利率较低的医药流通业务收入增加及中药产品毛利率下降所致。分业务板块来看，中药产品毛利率分别为 46.16%、37.50%和 31.92%，呈逐年下降趋势，主要系原材料及辅料（包括蔗糖和包装材料）价格及人工成本上涨所致；医药流通毛利率分别为 9.12%、8.42%和

13.59%，2017 年较上年提高 5.17 个百分点，主要系公司减少毛利率较低的代理品种所致；软饮料毛利率波动下降，分别为 48.11%、42.96%和 43.99%，2017 年较上年提高 1.03 个百分点，主要系产量上升，单位分摊固定成本下降所致；西药产品 2017 年毛利率大幅增长，主要系利多卡因气雾剂的增长和合成鱼腥草素片在 2016 年 12 月大幅度的提价所致。

总体看，受益于外延式扩张，公司收入规模持续增长；公司主营业务突出，以中药产品为主，2016 年以来，医药流通业务占比大幅提高，毛利率有所下降。

## 2. 中药产品

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，其中抗病毒口服液和板蓝根颗粒等传统产品主要由公司本部进行生产运营；橘红系列产品由化州中药厂负责生产运营；中药饮片主要由沪谯药业和湖北天济负责运营。2015~2017 年，公司中药产品分别实现收入 11.08 亿元、11.17 亿元和 12.62 亿元。

### （1）原材料采购

公司抗病毒口服液和板蓝根产品生产所需的中药材由集团生产物料采购部统一采购。对于需求量大、经常使用的原材料，公司往往综合考虑供应商的资质、供应保障能力、到货的及时性、货款结算条件、售后服务等情况进行确定，合格者列入《主要物料供应商名册》，并与该供应商建立长期的合作关系，确保公司能够得到稳定、高品质的供应；对于一些能够长期存放、价格和供应波动比较大的原材料，公司会根据市场情况择机大量采购，以保障生产经营的正常进行。沪谯药业由其自行采购，一般由采购经理根据公司所需计划单对采购品种分为战略采购和日常采购分类，具体采购模式有战略招标采购、日常招标采购和零星询价采购。

采购定价方面，对于包装材料及部分原辅料年度招标，评标小组定价并报公司审批后按月度订单采购；药材及部分大宗物料、燃煤等季度招标，评标小组定价，报公司审批后按月度订单采购；研发试验物料及低值易耗品比价确定，拟定采购订单审批。

公司抗病毒口服液主要原料为板蓝根、连翘、广藿香、石膏、芦根等 9 味中药，其中板蓝根颗粒的主要原料为板蓝根；橘红系列产品原料主要为化橘红、苦杏仁、茯苓等；中药饮片产品较多，主要原料为各类中药材。公司采购的辅料主要为蔗糖和蜂蜜，包装材料主要为各类玻璃瓶、复合膜和纸箱等。生产经营所需的主要能源包括天然气、电循环水和蒸汽等。

表 5 2015~2017 年公司主要原材料采购情况（单位：吨、元/吨、万元）

| 品种  | 2015 年          |           |                  | 2016 年          |           |                 | 2017 年          |           |                 |
|-----|-----------------|-----------|------------------|-----------------|-----------|-----------------|-----------------|-----------|-----------------|
|     | 数量              | 均价        | 金额               | 数量              | 均价        | 金额              | 数量              | 均价        | 金额              |
| 板蓝根 | 2,851.00        | 10,020.00 | 2,856.70         | 811.00          | 9,177.00  | 744.25          | 476.18          | 11,535.34 | 549.29          |
| 蔗糖  | 4,985.00        | 4,570.00  | 2,278.15         | 4,990.00        | 5,058.00  | 2,523.94        | 5,100.30        | 5,896.49  | 3,007.39        |
| 连翘  | 438.00          | 47,031.00 | 2,059.96         | 134.00          | 34,489.00 | 462.15          | 109.38          | 35,695.74 | 390.44          |
| 橘红  | 587.00          | 49,855.00 | 2,926.49         | 212.00          | 30,270.00 | 641.72          | 471.00          | 23,779.19 | 1120.00         |
| 合计  | <b>8,861.00</b> | --        | <b>10,121.29</b> | <b>6,147.00</b> | --        | <b>4,372.07</b> | <b>6,156.86</b> | --        | <b>5,067.12</b> |

资料来源：公司提供

注：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子公司独立采购，未包含在表中。

2015~2017 年，公司主要原材料及辅料采购额波动下降，分别为 1.01 亿元、0.44 亿元和 0.51 亿元。从采购均价看，由于中药材为自然生长、季节采集，且产地分布具有明显的地域性，其产量和质量受到温度、日照、雨量、自然灾害等环境及生态因素的影响，导致价格波动性较大。从采购量看，公司主要模式是“以销定产，以产定采”；2015~2017 年，板蓝根的采购量大幅下降，

主要系抗病毒口服液和板蓝根颗粒销售量减少以及消化前期板蓝根库存所致；蔗糖采购量稳中有升，主要系蔗糖也用于部分软饮料，公司软饮料销量有所增长所致；连翘是抗病毒口服液主要原料，其采购量持续下降，主要系抗病毒口服液销售量减少以及消化连翘前期库存所致；橘红采购量波动下降，其中 2016 年较上年大幅下降 63.88%，主要系公司消化前期库存所致，2017 年较上年增长 122.17%，主要系前期库存消化完毕，随着橘红价格的下降，公司增加采购所致。

结算方式方面，药材、包装材料及部分原辅料低值供应商按年度合同验收合格并开票后 90 天结算；少部分按年度合同验收合格并开票后 30 天结算；部分零散采购，如直接从农户采购的原材料为现款现货。公司一般采用支票、汇票或者电汇结算。

从供应商集中度来看，2015~2017 年，公司前五名采购客户采购金额占采购总额的比重分别为 16.01%、7.14%和 10.40%，集中度波动下降，公司对上游供应商依赖度不高。公司前五大供应商变动较大。

表 6 2015~2017 年公司前五名供应商情况（单位：万元、%）

| 年度     | 供应商名称           | 采购额       | 占采购总额比例 |
|--------|-----------------|-----------|---------|
| 2015 年 | 文山昌盛药材销售有限公司    | 3,971.17  | 5.19    |
|        | 云南同根三七产业有限公司    | 2,968.32  | 3.88    |
|        | 云南七丹药业股份有限公司    | 2,223.01  | 2.91    |
|        | 重庆三丰玻璃有限公司      | 1,549.92  | 2.03    |
|        | 广东雪龙药用包装材料有限公司  | 1,527.74  | 2.00    |
|        | 合计              | 12,240.16 | 16.01   |
| 2016 年 | 亳州市坤源医药有限公司     | 2,623.16  | 2.13    |
|        | 北京建生药业有限公司      | 1,601.49  | 1.30    |
|        | 沈阳和旺实业有限公司      | 1,592.26  | 1.29    |
|        | 国药控股湖北有限公司      | 1,516.76  | 1.23    |
|        | 湖北诺康医药有限责任公司    | 1,464.08  | 1.19    |
|        | 合计              | 8,797.76  | 7.14    |
| 2017 年 | 漳州片仔癀药业股份有限公司   | 7,494.92  | 4.55    |
|        | 安徽省亳州市芍花堂药业有限公司 | 4,195.54  | 2.55    |
|        | 亳州市坤源医药有限公司     | 1,961.45  | 1.19    |
|        | 广东中轻糖业集团有限公司    | 1,855.05  | 1.13    |
|        | 沈阳和旺实业有限公司      | 1,621.93  | 0.98    |
|        | 合计              | 9,633.97  | 10.40   |

资料来源：公司提供

注：表中统计的采购额包括除中药产品外其他业务采购额

为保证原材料供应平稳和原材料质量，公司积极布局中药材种植基地。截至 2017 年底，公司已在宁夏、云南、化州拥有中药材生产基地。公司中药材基地对中药材良种选育、繁育、生产栽培、采收加工、包装运输等全过程进行规范化管理。宁夏中药材基地主要涉及黄芪、黄芩、党参、甘草、柴胡和板蓝根等，同时公司成立了宁夏隆德县六盘山中药资源开发有限公司，计划建设四期工程，包括食品车间和中药材存储车间，其中一期工程已经完工；云南中药材基地涉及重楼、附子等中药材，同时公司成立了云南香格里拉健康产业发展有限公司，计划建设 2 万亩大香格里拉高原药用植物产业园、3 万亩玛咖、10 万亩道地药材基地、11 个 10 万平米的储存仓库，目前项目正稳步推进；化州中药材基地主要涉及化橘红，同时为公司提供化州特有的道地中药材。

总体看，公司采购制度完善，有利于保证原材料的质量。公司供应商集中度较低，对上游供

应商依赖度不高。

(2) 产品生产

公司严格按照国家 GMP 的要求，按照国家药品质量标准，以产品工艺规程为生产依据，以 GMP 生产岗位操作规程为准则组织生产。公司主要采用“以销定产”的方式组织生产，生产计划、工艺管理、调度由生产物料采购部统一管理，同时公司为保障供货的及时，也会保持合理库存。公司与经销商、主要客户确定每年预计销售规模，然后根据各区域的销售进展和市场情况，确定每批产品的生产数量。沪谯药业和湖北天济自行组织生产。截至 2017 年底，公司抗病毒口服液共有两个生产基地，其中香雪厂有 5 条生产线，云埔厂有 20 条生产线；板蓝根有 1 个生产基地（化州），1 条生产线；橘红系列有 1 个生产基地（化州），4 条生产线；中药饮片有 1 个生产基地和 2 个子公司，其中云埔厂有 4 条生产线、沪谯药业有 6 条生产线、湖北天济有 3 条生产线。

表 7 截至 2017 年底公司主要产品生产基地、生产线等情况

| 产品     | 生产基地          | 生产线(条) | 主要生产设备                                                                            |
|--------|---------------|--------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| 抗病毒口服液 | 香雪厂、云埔厂       | 25     | 上瓶机、立式超声波洗瓶机、口服液灌轧机、隧道式灭菌干燥机、灭菌后外清洗机、平板式铝塑泡罩机、多功能提取罐、提取液储罐、双效真空浓缩器、浓缩液储罐、乙醇回收浓缩器等 |
| 板蓝根颗粒  | 化州            | 1      | 槽型混合机、摇摆颗粒机、三维运动混合机、二维运动混合机、沸腾干燥器、真空上料机、流化床制粒干燥机、双辊制粒机等                           |
| 橘红系列   | 化州            | 4      | 口服液配料罐、口服高位贮罐、立式超声波洗瓶机、杀菌干燥机、隧道式热风循环灭菌烘箱、口服液灌轧机、液体灌装轧盖机等                          |
| 中药饮片   | 云埔厂、沪谯药业、湖北天济 | 13     | 直线往复切药机、液压剪切机、剁刀式切药机、旋料式切片机、浸水清洗机 XYJ-900、多功能浸泡槽、转盘式切药机 QYJ2-100C、自动化刨片机组等        |

资料来源：公司提供

主要产品产能方面，2015~2017 年，公司抗病毒口服液、板蓝根颗粒和橘红系列产品产能维持不变，三者产能分别为 39,690.00 万支、5,300.00 吨和 1,500.00 吨；中药饮片产能为 33,000.00 吨，2016 年增幅较大主要系公司收购湖北天济所致。产能利用率方面，公司以销定产，产品产能利用率由销售情况决定。2015~2017 年，抗病毒口服液产能利用率持续下降，从 2015 年的 104.15% 下降至 2017 年的 49.36%，主要系受销售量下降以及消化前期库存所致；板蓝根颗粒产能利用率偏低，且不断下降，主要系板蓝根销售量下降以及公司主动减少板蓝根产量所致；橘红系列产品产能利用率维持较高水平，分别为 116.73%、122.93%和 115.00%；中药饮片产能利用率波动下降，主要系收购湖北天济导致产能提升及销量变化所致。

表 8 2015~2017 年公司主要自产药品生产情况

| 产品     | 项目        | 2015 年    | 2016 年    | 2017 年    |
|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 抗病毒口服液 | 产能（单位：万支） | 39,690.00 | 36,960.00 | 36,960.00 |
|        | 产量（单位：万支） | 38,492.00 | 19,862.00 | 18,244.00 |
|        | 产能利用率（%）  | 104.15    | 53.74     | 49.36     |
| 板蓝根颗粒  | 产能（单位：吨）  | 5,300.00  | 5,300.00  | 5,300.00  |
|        | 产量（单位：吨）  | 2,122.00  | 868.00    | 559.00    |
|        | 产能利用率（%）  | 40.04     | 16.38     | 10.55     |
| 橘红系列   | 产能（单位：吨）  | 1,500.00  | 1,500.00  | 1500.00   |

|      |          |           |           |           |
|------|----------|-----------|-----------|-----------|
|      | 产量（单位：吨） | 1,751.00  | 1,844.00  | 1725.00   |
|      | 产能利用率（%） | 116.73    | 122.93    | 115.00    |
| 中药饮片 | 产能（单位：吨） | 18,000.00 | 33,000.00 | 33,000.00 |
|      | 产量（单位：吨） | 21,244.00 | 32,836.00 | 38,329.00 |
|      | 产能利用率（%） | 118.02    | 99.50     | 116.15    |

资料来源：公司提供

总体看，公司主要采取以销定产的生产模式，产品生产过程规范；由于销售下降，抗病毒口服液和板蓝根颗粒产能利用率水平持续下降。

### （3）产品销售

2016 年以前，公司抗病毒口服液、板蓝根颗粒、橘红系列等中成药产品主要以经销商买断模式为主，有少量成药产品直接配送销售药店等零售终端。2016 年，随着国家对医药流通领域领域的规范整顿，同时公司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，公司开始对营销管理体系实施调整，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（如医院、连锁药店）进行转变，积极将业务推广等营销活动纳入公司管理体系。目前，对于大型的连锁药店、医院等重要销售终端，公司基本放弃经销商代理模式，实施自建团队精细化推广、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，但主要精选实力较强具备较强推广服务能力的经销商进行合作，经销层级趋于简化，与经销商信息互通、协作推广力度不断加大。为加强对终端客户的掌控，公司于 2016 年投入使用 BIS 系统，该系统前期实施机制包括 DDI 数据直连抓取与 CMI 系统数据处理两方面。DDI 功能是将 BIS 系统抓取数据客户端直接安装到客户系统中，直连客户端采集客户产品进销存数据，直接将客户端采集到的信息连接到 CMI 系统上；CMI 系统则把采集到的销售数据进行整理与汇总，形成完整的销售数据总账，并以此为基础引入销售架构、客户及产品三者关系，形成分析报表。BIS 系统能有效提高区域催收数据的效率、实现整体数据分析，强化了公司对终端客户的掌控能力。沪漕药业、湖北天济生产的中药饮片以直接销售为主，产品客户主要为吴江上海蔡同德堂中药饮片有限公司（以下简称“蔡同德堂”）及各地中医院等零售终端。白云医用胶公司生产的医用胶系列产品、九极生物科技有限公司生产的保健用品等也采取直销的方式。

经销商选择方面，公司会根据不同的市场需求，以及经销商网络覆盖能力、资金实力、合作意愿等因素，选择有自行推广服务能力的经销商。公司销售团队会参与经销商的内部会议、开展产品培训、了解销售情况，与经销商共同讨论市场状况及应对方式，对经销商的推广工作提出建议，通过促销或合作项目引导经销商按公司的策略执行。

销售收入方面，2015~2017 年，公司收入持续增长。分产品看，抗病毒口服液销售收入持续下降，分别为 4.11 亿元、2.34 亿元和 2.02 亿元，主要系前期经销商对市场估计乐观进货较多，但 2015 年市场发生变化，经销商积压较多存货，从公司进货减少，导致销量持续减少所致；板蓝根颗粒销售收入持续下降，分别为 0.56 亿元、0.34 亿元和 0.23 亿元，销售收入大幅下滑主要由两方面原因：一方面与抗病毒口服液原因一致，另一方面系板蓝根利润空间较小，公司主动减少板蓝根产量，2017 年板蓝根颗粒销售单价上涨幅度较大，主要系公司减少促销力度所致；橘红系列销售收入较稳定；中药饮片销售收入大幅增长，分别为 3.95 亿元、6.13 亿元和 8.12 亿元，主要系沪漕药业销售量增加以及合并湖北天济所致。

产销率方面，由于公司以销定产，产销率基本处于较高水平。分产品看，抗病毒口服液作为公司知名度最高的产品，在细分市场处于领先地位，产销率维持 96.00% 以上；板蓝根颗粒产销率波动提高，其中 2016 年较上年提高了 59.90 个百分点，主要系公司前期备货较多，主动削减产量所致；橘红系列产品产销率波动上升，2016 年较上年提升 5.41 个百分点，主要系近年橘红系列产品销售增长较快，为了保证供应，公司于 2015 年适当增加了库存储备导致上年产销率偏低所致；中药饮片产销率较为稳定。

表9 2015~2017年公司主要产品销量情况

| 产品     | 指标         | 2015年     | 2016年     | 2017年     |
|--------|------------|-----------|-----------|-----------|
| 抗病毒口服液 | 销量（万支）     | 37,208.00 | 22,252.00 | 19,461.00 |
|        | 销售收入（万元）   | 41,091.11 | 23,355.92 | 20,158.21 |
|        | 销售单价（元/支）  | 1.10      | 1.05      | 1.04      |
|        | 产销率（%）     | 96.66     | 112.03    | 106.67    |
| 板蓝根颗粒  | 销量（吨）      | 2,012.00  | 1,343.00  | 538.40    |
|        | 销售收入（万元）   | 5,621.86  | 3,417.13  | 2,341.96  |
|        | 销售单价（万元/吨） | 2.79      | 2.54      | 4.35      |
|        | 产销率（%）     | 94.82     | 154.72    | 96.31     |
| 橘红系列   | 销量（吨）      | 1,512.00  | 1,692.00  | 1,594.00  |
|        | 销售收入（万元）   | 18,678.64 | 18,732.60 | 18,080.25 |
|        | 销售单价（万元/吨） | 12.35     | 11.07     | 11.34     |
|        | 产销率（%）     | 86.35     | 91.76     | 92.41     |
| 中药饮片   | 销量（吨）      | 20,836.00 | 30,259.00 | 37,336.00 |
|        | 销售收入（万元）   | 39,526.12 | 61,328.96 | 81,159.93 |
|        | 销售单价（万元/吨） | 1.90      | 2.03      | 2.17      |
|        | 产销率（%）     | 98.08     | 92.15     | 85.88     |

资料来源：公司提供

客户集中度方面，2015~2017年，公司前五名客户销售额合计占营业收入的比重分别为23.37%、23.47%和18.33%，公司不存在依赖少数客户的情况。随着公司营销模式逐步调整，公司对经销商的依赖度逐步降低，终端客户更加分散。

表 10 2015~2017 年公司前五大销售客户（单位：万元、%）

| 年度     | 客户名称             | 销售额       | 占年度营业收入比例 |
|--------|------------------|-----------|-----------|
| 2015 年 | 吴江上海蔡同德堂中药饮片有限公司 | 10,462.34 | 7.14      |
|        | 广东美康大光万特医药有限公司   | 9,884.58  | 6.75      |
|        | 广州中山医医药有限公司      | 7,298.12  | 4.98      |
|        | 深圳市科创易康药业有限公司    | 3,672.59  | 2.51      |
|        | 湛江市康正医药有限责任公司    | 2,912.91  | 1.99      |
|        | 合计               | 34,230.54 | 23.37     |
| 2016 年 | 广东通用医药有限公司       | 10,942.90 | 5.88      |
|        | 广东中山医医药有限公司      | 10,420.18 | 5.60      |
|        | 吴江上海蔡同德堂中药饮片有限公司 | 10,133.13 | 5.44      |
|        | 武汉市中医医院          | 6,210.13  | 3.34      |
|        | 湖北省肿瘤医院          | 5,995.55  | 3.22      |
|        | 合计               | 43,701.88 | 23.47     |
| 2017 年 | 吴江上海蔡同德堂中药饮片有限公司 | 10,837.03 | 4.95      |

|                             |                  |              |
|-----------------------------|------------------|--------------|
| 上药控股广东有限公司（原广东中山医药有限公司）     | 9,874.71         | 4.51         |
| 广东通用医药有限公司（原广东美康大光万特医药有限公司） | 7,701.46         | 3.52         |
| 湖北省肿瘤医院                     | 6,692.19         | 3.06         |
| 华中科技大学同济医学院附属协和医院           | 5,012.17         | 2.29         |
| <b>合计</b>                   | <b>40,117.56</b> | <b>18.33</b> |

资料来源：公司提供

从结算方式来看，公司与经销商主要采用先款后货的结算方式，主要通过银行转账或银行承兑汇票；自供连锁药房分先款后货与授信发货两种方式，主要为授信发货，公司会根据客户的资金实力以及合作情况，给予客户一定的授信额度，在额度内公司先发货，客户在规定的期限内结清货款。沪谯药业生产的中药饮片客户主要为蔡同德堂及各地中医院等客户，结算周期一般为150~270天。

总体看，公司对营销体系适时作出了调整，建立了一套符合行业及自身发展的营销体系；受市场变动及公司主动调整板蓝根产量等因素的影响，近年来抗病毒口服液和板蓝根颗粒销售收入有所下降；受并购后协同效应显现，销售渠道扩张影响，公司橘红系列产品和中药饮片销售收入稳步增长。

### 3. 其他业务

#### （1）医药流通

医药流通业务是公司布局医药产业链的重要环节，主要从事医药批发、配送业务，由公司子公司重庆香雪医药有限公司及控股孙公司山西香雪、安徽沪谯医药有限公司和湖北天济负责运营。2015~2017年，公司医药流通收入分别为1.59亿元、4.92亿元和6.24亿元，年均复合增长98.10%，主要系公司合并了湖北天济所致；毛利率分别为9.12%、8.42%和13.59%。

#### （2）软饮料

公司软饮料业务由子公司广州市香雪亚洲饮料有限公司生产销售，主要产品为“金典”沙示、“亚洲”沙示、“亚洲”碧柠等碳酸饮料。2015~2017年，公司软饮料收入分别为0.85亿元、0.93亿元和1.29亿元；毛利率分别为48.11%、42.96%和43.99%，总体稳中有升。

#### （3）保健品

公司保健品业务主要由九极生物科技有限公司、九极日用保健品有限公司负责运营。2013年，九极生物科技有限公司获得了商务部批准的直销经营许可和对直销经营业务服务网点的核查备案，首批获批广东28个区为直销区域，5种保健品为直销产品，这将有利于公司保健品业务的快速发展。公司保健品主要有“丽延”口服液、“欣泰”口服液、“绮丽”口服液等，主要用于滋补气血、改善体质等。2015~2017年，公司保健品收入持续增长，分别为0.62亿元、0.94亿元和1.01亿元；毛利率分别为63.47%、58.90%和55.56%。公司保健品业务近年来发展较快，成为公司收入的有益补充。

#### （4）医疗器械

公司医疗器械产品主要包括白云医用胶公司的医用胶系列产品及控股孙公司广东高迅医用导管有限公司的医用导管产品。白云医用胶系列产品以全国各地医院直销为主，建立了以1,500家重点医院为主的营销网络，该产品广泛用于普外科、神经外科、心胸外科等十多个科室，具有止血、吻合、栓塞、硬组织粘接、护创等多种功效；高迅医用导管主要用于医用引流等用途。2015~2017年，公司医疗器械收入分别为0.37亿元、0.20亿元和0.18亿元；毛利率水平分别为53.26%、70.63%

和 76.38%。

#### （5）西药产品

公司西药产品包括甲硝唑芬布芬胶囊、头孢羟氨苄胶囊、硝苯地平片、利多卡因气雾剂、珍菊降压片、小儿氨酚黄那敏片、肌昔口服溶液等，主要用于治疗高血压、牙龈炎、心绞痛、急性扁桃体炎、去除感冒、养肝护肝等。公司西药产品经营规模较小，销售额保持在 1,000 万元左右，主要生产基地为位于广东河源的广东香雪药业有限公司。目前，广东香雪药业有限公司正在积极精选效应良好、发展潜力突出的药品进行一致性评价准备，对于部分效应差、基本不生产的品种，将予以主动淘汰。

总体看，主营业务中除中药产品外以医药流通板块收入为主，该业务收入由于公司对外并购而大幅增长；软饮料和保健品块收入近三年均有所增长，成为公司收入的重要补充。

#### 4. 在建及拟建项目

截至 2017 年底，公司主要在建工程主要有宁夏六盘山中药产业园建设（一期）、四川香雪制药科技产业园项目、云南香格里拉健康产业园项目、五华生物医药产业园工程（一期）项目、汕尾产业园一期项目，累计已完成投资 4.89 亿元，未来尚需投资 6.11 亿元。其中宁夏六盘山中药产业园建设（一期）位于宁夏省隆德县城关镇，建设用地面积约 89,542.00 平方米，项目拟建设中药配方颗粒、中药提取物和传统中药饮片生产加工基地，包含提取车间 2 栋、饮片车间 2 栋、仓库 2 栋、检验中心 1 栋、动力中心 1 栋、危险品库 1 栋、相关经营配套设施和供配电、给排水、消防、环保等必要的辅助设施及公用工程，项目预计总投资 2.20 亿元，已投入 1.83 亿元，尚需投入 0.37 亿元；四川香雪制药科技产业园项目位于四川省南充市嘉陵区，嘉陵区人民政府向公司提供嘉陵工业园面积约为 212,936.00 亩（含山地，以实际使用面积为准）的土地，公司用于中药材基地建设，项目预计总投资 2.00 亿元，已投入 1.86 亿元，尚需投入 0.14 亿元；云南香格里拉健康产业园项目位于云南省迪庆州，建设用地面积约 45,075.86 平方米，该项目主要用于中药材基地建设、中药饮片生产及加工、玛卡等新资源产品的研究开发，项目预计总投资 1.80 亿元，已投入 0.64 亿元，尚需投入 1.16 亿元；五华生物医药产业园工程（一期）该项目位于梅州五华，未来将建设为中药材提取、制剂、包装、检验等中成药全流程现代化生产基地，建成后承接和替代母公司抗病毒口服液、板蓝根颗粒既有生产能力，并可通过后期建设进一步提升中成药乃至其他品种的生产能力，该项目于 2016 年 3 月开始建设，项目预计总投资 2.00 亿元，目前已投入 0.11 亿元，尚需投入 1.89 亿元。

表 11 截至 2017 年底公司主要在建工程情况（单位：万元）

| 项目               | 预计总投资      | 累计已完成投资   | 尚需投入      | 资金来源 |
|------------------|------------|-----------|-----------|------|
| 宁夏六盘山中药产业园建设（一期） | 22,000.00  | 18,318.29 | 3,681.71  | 自筹   |
| 四川香雪制药科技产业园项目    | 20,000.00  | 18,564.87 | 1,435.13  | 自筹   |
| 云南香格里拉健康产业园项目    | 18,000.00  | 6,436.72  | 11,563.28 | 自筹   |
| 五华生物医药产业园工程（一期）  | 20,000.00  | 1,145.82  | 18,854.18 | 自筹   |
| 汕尾产业园一期          | 30,000.00  | 4,477.44  | 25,522.56 | 自筹   |
| 总计               | 110,000.00 | 48,943.14 | 61,056.86 | —    |

资料来源：公司提供

总体看，公司在建工程投资规模一般，未来投资压力不大；建成后公司经营规模将进一步扩大，有利于实现规模效应。

## 5. 经营效率

2015~2017 年，公司应收账款周转次数分别为 3.07 次、2.68 次和 2.57 次，应收账款周转次数持续下降，主要系公司医院客户增加，账期有所延长所致；公司存货周转次数分别为 2.65 次、2.98 次和 2.99 次；公司总资产周转次数分别为 0.36 次、0.29 次和 0.25 次，总资产周转次数持续下降主要系公司资产规模大幅增加所致。

同行业资产规模相近的公司比较来看，公司应收账款周转率和总资产周转率处于偏低水平，存货周转率处于平均水平。

表12 2017年公司与规模相近中药上市公司经营效率对比情况指标（单位：次）

| 证券简称 | 应收账款周转率 | 存货周转率 | 总资产周转率 |
|------|---------|-------|--------|
| 紫鑫药业 | 1.95    | 0.07  | 0.17   |
| 昆药集团 | 6.68    | 3.23  | 1.00   |
| 华海药业 | 3.47    | 1.51  | 0.67   |
| 信立泰  | 5.10    | 1.96  | 0.62   |
| 白云山  | 18.86   | 4.03  | 0.77   |
| 香雪制药 | 2.57    | 2.99  | 0.25   |

资料来源：Wind

注：本表选用资产规模与公司相近的中药上市公司为比较样本，其营运数据引自 Wind，与联合评级数据存在差异。

总体看，公司经营效率一般。

## 6. 重大事项

### （1）重大资产交易或投资

近年来，公司不断通过外延式并购扩大经营规模，丰富产品结构，增强市场竞争力。公司先后收购了湖北天济、广东兆阳生物科技有限公司（以下简称“兆阳生物”）<sup>4</sup>等公司部分或全部股权。

公司于 2016 年 3 月以对价 3.58 亿元收购湖北天济 55.00% 股权，股权受让款全部以现金方式按约定分期支付。湖北天济是湖北省武汉市生产、销售规模较大的中药材、中药饮片企业，在武汉的中药饮片行业占据一定地位，同时拥有较稳固的大型医院客户群，中药饮片销量在武汉市排名处于前列。本次收购有助于拓展中药饮片市场，形成在湖北省中药饮片业务的基础，同时通过渠道整合，形成优势互补的原材料供应体系，发挥公司的供应链、生产、技术、管理及资本等优势，增强本公司后续发展动力。

总体看，公司对外并购活动一方面丰富了公司产品，有利于提升公司实力和盈利能力；另一方面，对外收购在公司合并报表层面形成较大规模商誉，未来存在减值可能。另外，持续并购对公司的管理和整合能力提出了更高要求。

### （2）资本市场融资

2015 年 6 月，公司向在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司登记在册的全体股东，按照每 10 股配售 3 股的比例配售，共计可配股票总数量为 152,871,998 股，发行价格为 10.46 元/股。截至认购缴款结束日（2015 年 6 月 16 日）有效认购数量为 151,903,006 股，认购金额为 15.89 亿元。本次募集资金扣除发行费用后的净额将全部用于偿还银行贷款和补充流动资金，其中不超过 6.00 亿元用于偿还银行贷款，其余用于补充流动资金。本次配售完成后有利于降低公司资产负债

<sup>4</sup> 湖北天济、兆阳生物分别于 2016 年 4 月和 2016 年 7 月并入公司报表。

率，优化公司债务结构。

公司于 2016 年 8 月 17 日收到中国银行间市场交易商协会出具的《接受注册通知书》（中市协注【2016】SCP213 号），接受公司超短期融资券注册，注册金额为 15.00 亿元（其中 5.60 亿元用于偿还银行借款，9.40 亿元用于补充公司营运资金），注册额度自《接受注册通知书》落款之日（2016 年 8 月 5 日）起 2 年内有效。2016 年 8 月 25 日，公司发行了 2016 年度第一期超短期融资券（简称“16 香雪制药 SCP001”），发行总额为 7.50 亿元，发行利率为 3.39%，公司已于 2017 年 5 月 23 日兑付。2017 年 3 月 23 日，公司发行了 2017 年度第一期超短期融资券（简称“17 香雪制药 SCP001”），发行总额为 7.50 亿元，发行利率为 5.60%，兑付日为 2017 年 12 月 19 日。

公司于 2017 年 8 月 11 日收到中国证监会核发的《关于核准广州市香雪制药股份有限公司向合格投资者公开发行公司债券的批复》（证监许可〔2017〕1451 号），核准公司向合格投资者公开发行面值总额不超过 12.00 亿元的公司债券。本次债券采取分期发行的方式，其中首期发行债券面值不超过 6 亿元，其中基础发行规模 3 亿元，可超额配售不超过 3 亿元，剩余部分自中国证监会核准发行之日起二十四个月内发行完毕。首期债券已于 2017 年 11 月 2 日发行，债券简称“17 制药 01”，债券代码为“112610.SZ”，发行规模为 6.00 亿元，期限为 3 年。第二期已于 2017 年 23 日发行，债券简称“17 制药 02”，债券代码为“112620.SZ”，发行规模为 3.00 亿元，期限为 5 年。

### （3）出售重大资产

根据 2017 年 12 月 09 日公司发布的《广州市香雪制药股份有限公司关于转让子公司股权暨关联交易的公告》，公司将全资子公司广州协和精准医疗有限公司（以下简称“协和精准医疗”）100%股权转让给控股股东广州市昆仑投资有限公司或其指定的第三方，本次股权转让价格以审计评估的净资产结果为参考依据，经交易双方协商确定为 16.20 亿元，本次交易完成后，公司不再持有协和精准医疗的股权及生物岛 2 号地块项目资产。

本次转让采用非公开协议转让方式，协议各方同意，协和精准医疗的全部资产及其权益的价值以立信会计师事务所出具的《广州协和精准医疗有限公司审计报告及财务报表》（信会师报字[2017]第 ZE10579 号）净资产账面价值为参考，以广东中广信资产评估有限公司出具的《广州市香雪制药股份有限公司拟转让股权所涉及的广州协和精准医疗有限公司股东全部权益价值项目》（中广信评报字【2017】第 473 号）的净资产评估价值为依据，确定此次股权协议转让价格的为 16.20 亿元，占公司上年末净资产的比例为 43.97%。

本次股权转让价款将分三期支付，2017 年 12 月 31 日之前应支付至交易总对价的 30%，2018 年 3 月 31 日之前应支付至交易总对价的 55%，2018 年 6 月 30 日之前应支付至交易总对价的 100%。公司目前已完成股权转让涉及的工商变更手续，并收到第一期交易价款 4.86 亿元、第二期交易价款 4.05 亿元和自第一期交易对价款支付之日起至第二期交易对价款支付之日止期间内的资金占用费 716.63 万元。

总体看，公司通过配股、发行债券以及出售重大资产，有利于减轻公司负债压力，优化公司债务结构。

## 7. 经营关注

### （1）公司经营业绩下滑风险

公司经营业绩主要依赖于抗病毒口服液、板蓝根颗粒、橘红系列及中药饮片，但受医药行业整体增速放缓、“两票制”改革、部分原材料价格大幅波动、公司经销商渠道库存积压以及营销体系调整等因素影响，抗病毒口服液和板蓝根颗粒收入大幅减少，公司经营业绩有所下滑。

### （2）新药储备不足的风险

公司在研 5 种药品，新药储备较少。由于新药研发作为技术创新具有高风险，目前公司新药研发主要是与外部合作方式为主，一旦相关合作方发生变化，可能导致研发工作受影响。此外，新药从临床前基础研究到投入市场周期较长，公司新药储备不足将导致公司未来几年可能无法向市场推出新药。

### （3）并购项目的投资风险

公司通过并购方式实现业务快速发展，近年来成功并购沪谯药业、湖北天济、兆阳生物等公司，进一步整合充实主营业务。并购本身是十分复杂的商业运作，涉及经济、政策等多方面的风险，而且大量的并购、重组对于公司的经营管理和整合能力也提出了很高的要求，使公司面临整合难度加大和资金紧张等问题。

### （4）药品降价风险

随着药品价格改革、医疗保险制度改革的深入以及其他政策、法规的调整或出台，公司产品的价格可能会因此降低；公司出于进一步扩大市场份额等因素的考虑，可能对部分产品价格进行主动下调；另外，随着医药产品市场竞争的进一步加剧，医院药品招投标方式采购的进一步推广，也可能导致公司产品价格下降。

## 8. 未来发展

公司以中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，不断提升企业核心竞争力，实现公司持续、健康、快速发展。

公司将继续加快优化、整合中药资源和中药饮片产业，打造“中药材种植—中药饮片生产—中成药制造—医药流通”的中药资源全产业链布局。公司将加快中药饮片产业链并购战略，加强中药饮片在各区域市场开拓力度，充分运用资本市场的优势，密切关注医药行业的并购机会，积极寻找优质标的。

公司将以精准医疗作为重点发展方向，积极布局精准医疗产业链。公司将瞄准布局精准医疗领域，通过整合现有的先进技术，依托 458 医院的项目经验及资源优势，积极推动并加强与大型医院间的合作，搭建精准诊断和精准治疗中心，全面构建精准医疗产业链。

总体看，公司战略结合了自身比较优势和当前行业环境，能够支持公司的可持续发展。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司 2015~2017 年度财务报告均经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规，以及中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》的披露规定编制财务报表。公司根据《增值税会计处理规定》（财会【2016】22 号）将利润表中的“营业税金及附加”项目调整为“税金及附加”项目；将自 2016 年 5 月 1 日起经营活动发生的房产税、土地使用税、车船使用税、印花税从“管理费用”项目重分类至“税金及附加”项目，2016 年 5 月 1 日之前发生的税费不予调整，该政策导致调增本年税金及附加 2,277,528.68 元，调减本年管理费用 2,277,528.68 元；将“应交税费”科目下的“应交增值税”、“未交增值税”、“待抵扣进项税额”、“待认证进项税额”、“增值税留抵税额”等明细科目的借方余额从“应交税费”项目重分类至“其他流动资产”项目，该

政策导致调增其他流动资产 2016 年底余额 31,750,817.67 元，调增应交税费 2016 年底余额 31,750,817.67 元。2017 年，公司执行《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号——政府补助》和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》，会计政策变更内容如下：（1）在利润表中分别列示“持续经营净利润”和“终止经营净利润”，比较数据相应调整，公司列示持续经营净利润本年金额 112,125,018.85 元；列示终止经营净利润本年金额 0 元；（2）部分与资产相关的政府补助，冲减了相关资产账面价值，比较数据不调整，公司在建工程减少 800,000.00 元；（3）与公司日常活动相关的政府补助，计入其他收益，不再计入营业外收入，比较数据不调整，公司其他收益为 54,513,114.15 元；（4）在利润表中新增“资产处置收益”项目，将部分原列示为“营业外收入”的资产处置损益重分类至“资产处置收益”项目，比较数据相应调整，公司本年营业外收支减少 16,683,841.73 元，上年营业外收支减少 740,322.84 元，均重分类至资产处置收益。

合并范围变更方面，2015 年公司新增 3 家全资子公司和 1 家孙公司，3 家子公司均为公司与其他自然人共同设立，分别为北京香雪医药生物科技有限公司、广东香雪精准医疗技术有限公司和香雪生命科学有限公司，孙公司广州梧桐富鑫投资管理有限公司系公司自外部收购所得。2016 年，公司合并范围新增 6 家公司，其中对外收购了广州营元食品有限公司、兆阳生物和湖北天济，新设立了广州香雪康万达精准医疗投资管理有限公司、香雪（上海）中药资源发展有限公司和广东香雪健康产业园有限公司。2017 年，公司合并范围新增 2 家公司，分别为对外收购的广东恒颐医疗有限公司和北京益诺勤生物技术有限公司。公司近三年合并范围变化较大，财务数据可比性一般。

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 92.41 亿元，负债合计 53.57 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 38.84 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 34.62 亿元。2017 年，公司实现营业收入 21.87 亿元，净利润（含少数股东损益）1.12 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.66 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 1.10 亿元，现金及现金等价物净增加额为 3.98 亿元。

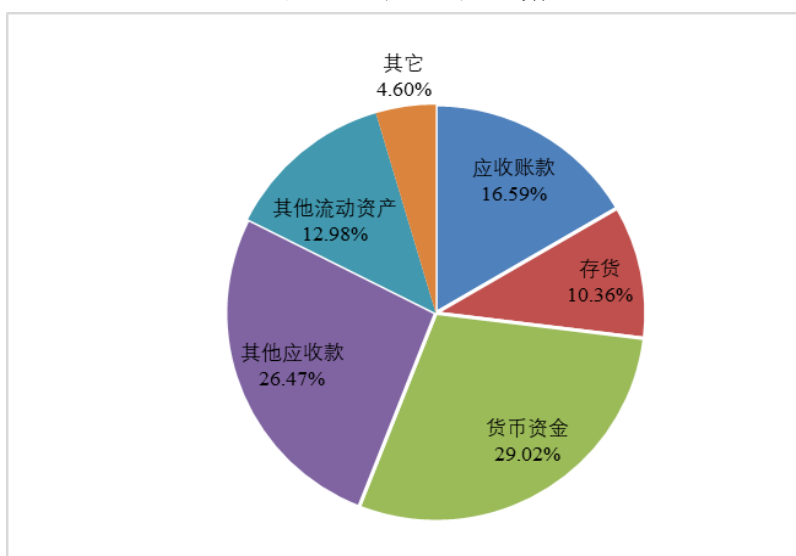
## 2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额大幅增长，年均复合增长 40.94%。截至 2017 年底，公司资产总额较年初增长 15.67%，主要系流动资产大幅增加所致。截至 2017 年底，公司资产结构以流动资产（占比 52.73%）为主。

### 流动资产

2015~2017 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 51.33%。截至 2017 年底，公司流动资产较年初增长 63.46%，主要系货币资金、其他应收账款及其他流动资产增加所致；公司流动资产以货币资金（占比 29.02%）、应收账款（占 16.59%）、存货（占比 10.36%）、其他应收款（占比 26.47%）和其他流动资产（占比 12.98%）为主。

图5 截至2017年底公司流动资产构成



数据来源：公司审计报告

2015~2017年，公司货币资金持续增长，年均复合增长46.66%。截至2016年底，公司货币资金为8.36亿元，较年初大幅增长27.15%，主要系合并湖北天济、兆阳生物所致。截至2017年底，公司货币资金为14.14亿元，较年初大幅增长69.16%，主要系收到部分转让子公司协和精准医疗股权款及发行公司债所致；其中银行存款占61.99%，其他货币资金占37.88%，其他为库存现金。公司其他货币资金主要为履约保证金（占78.50%）和银行承兑汇票保证金（占13.92%），其他货币资金全部受限，受限金额占比较高。

2015~2017年，公司应收账款持续增长，年均复合增长25.18%。截至2016年底，公司应收账款为7.95亿元，较年初大幅增长54.17%，主要系合并湖北天济、兆阳生物所致。截至2017年底，公司应收账款为8.08亿元，较年初增长1.64%；从类别看，公司按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款占95.82%；从应收账款余额的账龄来看，1年以内的占85.17%、1~2年的占8.62%，其余为2年以上，以1年以内为主；从计提坏账准备看，公司单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款计提坏账准备为0.16亿元（计提比例为42.52%），按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款计提的坏账准备为0.50亿元（计提比例为6.00%）；从应收账款余额集中度看，公司应收账款欠款方前五名占比26.06%，依次为蔡同德堂、吉林省延吉市中医医院、山东中医药大学附属医院、辽阳市中医院、华中科技大学同济医学院附属协和医院，集中度一般。公司应收账款金额较大，对资金造成一定占用，存在一定的回收风险。

2015~2017年，公司其他应收款大幅增长，年均复合增长388.19%。截至2016年底，公司其他应收款2.73亿元，较年初增长404.83%，主要系往来款增加所致。截至2017年底，公司其他应收款12.90亿元，较年初增长372.09%，主要系转让子公司协和精准医疗未到期股权余款所致；从其他应收款余额性质看，主要为往来款（占比97.77%）；从其他应收款余额账龄看，1年以内的占92.29%，其他的为1年以上；从集中度看，其他应收款前五名占比93.95%，集中度非常高，其中主要为应收广州市昆仑投资有限公司股权转让款（占比84.06%）；公司其他应收款计提坏账准备0.59亿元，计提比例为4.40%，计提较充分。

2015~2017年，公司存货持续增长，年均复合增长21.51%。截至2016年底，公司存货为5.03亿元，较年初增长47.22%，主要系前期销售放缓以及合并湖北天济、兆阳生物等综合因素所致。截至2017年底，公司存货为5.05亿元，较年初增长0.28%；存货以库存商品（占比61.12%）、原材

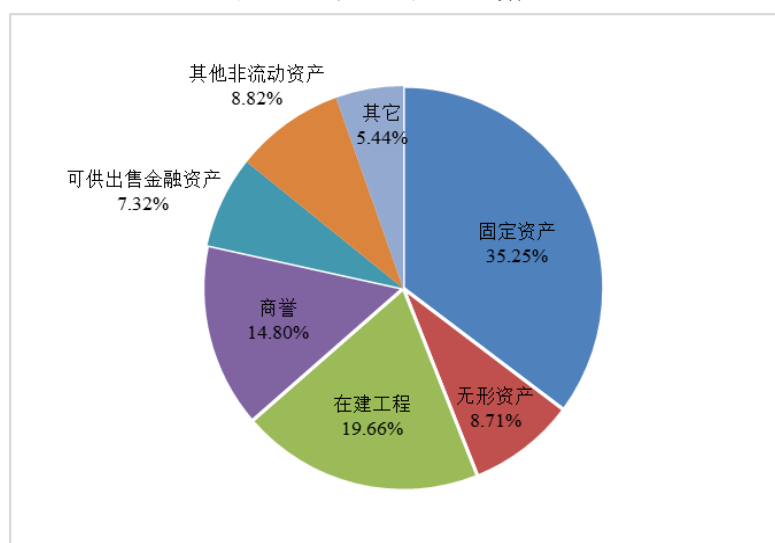
料（占比16.42%）和在产品（占比9.79%）为主；公司计提存货跌价准备0.18亿元，存货跌价计提金额较小，未来仍面临一定的存货跌价风险。

2015~2017年，公司其他流动资产持续增长，年均复合增长38.15%。截至2017年底，公司其他流动资产6.32亿元，较年初增长61.00%，主要系银行理财产品增加所致；其他流动资产中银行理财产品占比93.83%。

### 非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长31.55%。截至2017年底，公司非流动资产43.68亿元，较年初下降12.77%，主要系在建工程和其他非流动资产减少所致；公司非流动资产以可供出售金融资产（占比7.32%）、固定资产（占比35.25%）、在建工程（占比19.66%）、无形资产（占比8.71%）、商誉（占比14.80%）和其他非流动资产（占比8.82%）为主。

图6 截至2017年底公司非流动资产构成



数据来源：公司审计报告

2015~2017年，公司可供出售金融资产持续增长，年均复合增长93.19%。截至2016年底，公司可供出售金融资产为2.69亿元，较年初增长213.66%，主要系公司参股广州工商联盟投资有限公司。截至2017年底，公司可供出售金融资产为3.20亿元，较年初增长18.98%，主要系公司追加对广州工商联盟投资有限公司的投资、新增对深圳市南岳资产管理有限公司以及北京中腾佰脉医疗科技有限责任公司等公司投资所致。

2015~2017年，公司固定资产波动增长，年均复合增长2.34%。截至2017年底，公司固定资产15.39亿元，较年初下降0.31%；公司固定资产以房屋及建筑物（占比69.07%）和机器设备（占比26.32%）为主；固定资产累计计提折旧4.72亿元，累计减值金额0.03亿元，固定资产成新率78.22%，成新率较高。

2015~2017年，公司在建工程波动增长，年均复合增长138.70%。截至2016年底，公司在建工程13.21亿元，较年初增长776.36%，主要系生物岛项目和中药材基地投入增加所致。截至2017年底，公司在建工程8.59亿元，较年初下降34.98%，主要系转让生物岛项目2号地块相关资产（该资产所有权归协和精准医疗）所致。

2015~2017年，公司无形资产持续增长，年均复合增长26.35%。截至2017年底，无形资产较年初增长43.14%，主要系购置土地使用权所致；无形资产主要由土地使用权（占比71.32%）和专

利（占比26.32%）构成；公司无形资产累计摊销0.74亿元。

2015~2017年，公司商誉持续增长，年均复合增长23.71%。截至2016年底，公司商誉为6.35亿元，较年初增长50.18%，主要系非同一控制下收购湖北天济和兆阳生物所致。截至2017年底，公司商誉为6.47亿元，较年初增长1.91%；公司共计计提商誉减值金额153.18万元，计提减值比例极低。如果被收购单位经营业绩未达预期，公司商誉将面临减值风险。

截至2017年底，公司受限资产总额为10.62亿元，占资产总额的比重为11.49%，受限资产占比不高；其中受限货币资金5.35亿元，全部为保证金；受限应收账款、在建工程、固定资产和无形资产分别为2.61亿元、1.83亿元、0.61亿元和0.20亿元，均系抵质押借款所致。

总体看，受益于资本市场融资及并购活动，近年来公司资产总额持续增长；公司资产结构以流动资产为主；非流动资产中固定资产、在建工程和商誉占比大，公司整体资产质量一般。

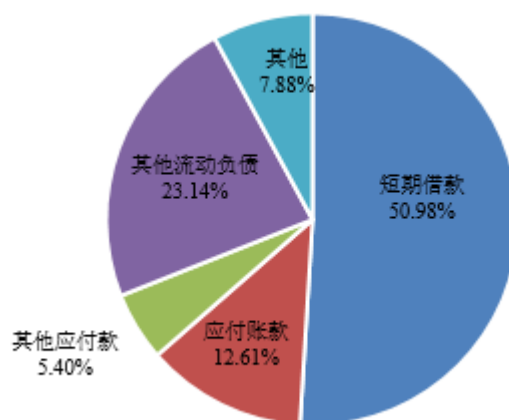
### 3. 负债及所有者权益

2015~2017年，公司负债持续增长，年均复合增长120.08%。截至2017年底，公司负债53.57亿元，较年初增长24.45%，主要系非流动负债增加所致；从负债结构来看，流动负债占60.40%，较年初下降16.29个百分点，负债结构仍以流动负债为主。

#### 流动负债

2015~2017年，公司流动负债波动增长，年均复合增长139.54%。截至2017年底，公司流动负债32.35亿元，较年初下降1.99%；公司流动负债主要以短期借款（占比50.98%）、应付账款（占比12.61%）、其他应付款（占比5.40%）和其他流动负债（占比23.14%）为主。

图 7 截至 2017 年底公司流动负债构成



数据来源：公司审计报告

2015~2017年，公司短期借款大幅增长，年均复合增长526.67%。截至2017年底，公司短期借款16.49亿元，较年初增长50.63%；短期借款中主要为信用借款（占比87.93%）和保证借款（占比6.12%）。

2015~2017年，公司应付账款波动增长，年均复合增长40.22%。截至2016年底，公司应付账款4.16亿元，较年初大幅增长100.80%，主要系合并湖北天济、兆阳生物所致。截至2017年底，公司应付账款4.08亿元，较年初下降2.08%；从账龄看，1年以内的占92.63%，整体账龄较短。

2015~2017年，公司其他应付账款波动下降，年均复合下降6.33%。截至2016年底，公司其他应付款2.90亿元，较年初增长45.75%，主要系往来款增加所致。截至2017年底，公司其他应付款

1.75亿元，较年初下降39.80%，主要系应付股权款及借款、往来款减少所致；从其他应付款性质看，股权款及借款占40.94%、往来款占42.44%、其他的为保证金等。

截至2015年底，公司无其他流动负债，2016~2017年，公司其他流动负债均为7.49亿元，全部为公司2016年发行的超短期融资券。

#### 非流动负债

2015~2017年，公司非流动负债大幅增长，年均复合增长97.81%。截至2017年底，公司非流动负债21.21亿元，较年初增长111.47%，主要系长期借款和应付债券增加所致；非流动负债主要为长期借款（占比43.65%）、应付债券（占比42.22%）和长期应付款（占比11.11%）。

截至2015年底，公司无长期借款。截至2017年底，公司长期借款9.26亿元，较年初增长22.81%；其中信用借款占87.69%；从期限分布看，4~5年期的占79.05%、1~2年的占18.25%，其余的均为5年以上，公司长期借款偿还期限较集中。

2015~2017年，公司应付债券波动增长，年均复合增长33.98%。截至2017年底，公司应付债券为8.96亿元，分别为2017年11月发行的“17制药01”（期末余额5.97亿元）和“17制药02”（期末余额2.99亿元）。“17制药01”和“17制药02”面值分别为6.00亿元和3.00亿元，期限均为3年，预计于2020年11月到期。

截至2015年底，公司无长期应付款。截至2017年底，公司长期应付款2.36亿元，较年初增长17.88%，主要系新增股东借款所致；长期应付款全部为股东借款。

2015~2017年，公司全部债务大幅增长，年均复合增长180.64%。截至2017年底，公司全部债务为45.09亿元，较年初增长32.65%，主要系长期债务增加所致；其中短期债务24.51亿元（占比54.37%），较年初变动较小；长期债务20.57亿元（占比45.63%），较年初增长115.67%，主要系公司长期借款及应付债券增加所致。从长期债务偿债期限看，截至2017年底，公司到期债务主要集中于2020~2022年，有一定的集中偿付压力。

从偿债指标看，2015~2017年，公司的资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均大幅增长；其中资产负债率分别为23.78%、53.88%和57.97%，全部债务资本化比率分别为13.90%、47.98%和53.72%，长期债务资本化比率分别为12.34%、20.57%和34.63%，2016年底分别较年初上升30.10个百分点、34.08个百分点和8.23个百分点，主要系2016年公司对外并购以及购买生物岛项目借款增加所致，公司债务负担进一步加重，但仍属可控。

总体看，近年来，公司负债规模持续增长，以流动负债为主；整体债务负担较重，但仍属可控。

#### 所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长4.65%。截至2017年底，公司所有者权益38.84亿元，较年初增长5.41%，其中归属于母公司所有者权益34.62亿元（占公司所有者权益89.14%），其中股本占19.11%、资本公积占61.65%（主要为股本溢价）、盈余公积比2.69%、未分配利润比16.58%，所有者权益构成较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益规模持续增长，且以归属于母公司所有者权益为主，其中又以股本和资本公积占比较大，所有者权益稳定性较好。

#### 4. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入持续增长，年均复合增长22.21%。2017年，公司实现营业收入21.87亿元，较上年增长17.47%，主要系公司中药饮片及医药流通收入增加所致；公司净利润波动

下降，年均复合下降25.3%。2017年，公司实现净利润1.12亿元，较上年增长14.84%，主要系处置子公司取得投资收益大幅增加所致。

从期间费用看，2015~2017年，公司期间费用持续增长，年均复合增长30.01%，2017年为6.89亿元，较上年增长38.25%，主要系销售费用和财务费用增加所致。2017年，公司销售费用、管理费用和财务费用分别为3.08亿元、2.18亿元和1.63亿元；其中销售费用近三年持续增长，主要系公司加大各区域自主经营能力和市场拓展力度所致；管理费用持续增长，主要系折旧及人员工资增加所致；财务费用持续增长，其中2017年较上年增长169.33%，主要系利息支出增加所致。2015~2017年，公司费用收入比分别为27.85%、26.78%和31.52%，公司费用控制能力有待提高，费用对利润侵蚀显著。

从利润构成看，2015~2017年，公司投资收益分别为510.70万元、360.07万元和1.57亿元，其中2017年投资收益主要为转让协和精准医疗取得的收益，公司投资收益可持续性较差。2017年，公司其他收益为5,451.31万元（全部为政府补助），占营业利润的51.66%。2015~2017年，公司营业外收入分别为3,412.27万元、5,940.70万元和2,797.46万元，以政府补助为主，营业外收入占利润总额比例分别为15.69%、51.84%和22.22%。公司盈利对投资收益以及政府补助依赖性增强，但考虑到投资收益可持续性较差，公司未来盈利具有一定的不确定性。

从各项盈利指标来看，2015~2017年，公司营业利润率持续下降，近三年分别为41.76%、30.73%和28.63%；总资产收益率波动下降，近三年分别为6.97%、2.96%和3.40%；总资产报酬率波动下降，分别为6.50%、2.89%和3.21%；净资产收益率波动下降，分别为7.44%、2.70%和2.96%。

与同行业上市公司相比，公司的盈利能力较弱。

表13 2017年公司与规模相近中药上市公司盈利能力指标情况（单位：%）

| 证券简称 | 总资产报酬率(ROA) | 净资产收益率(ROE) |
|------|-------------|-------------|
| 紫鑫药业 | 8.08        | 9.44        |
| 昆药集团 | 7.29        | 9.14        |
| 华海药业 | 11.08       | 13.80       |
| 信立泰  | 25.31       | 25.44       |
| 白云山  | 8.42        | 11.39       |
| 香雪制药 | 3.17        | 1.92        |

资料来源：Wind

注：本表选用资产规模与公司相近的中药上市公司为比较样本，其营运数据引自Wind，与联合评级数据存在差异。

总体看，受益于公司于近年来对外投资以及并购运作，公司营业收入近三年有所增长，但盈利水平整体有所下降，盈利对投资收益及政府补助依赖度提高；公司期间费用对利润侵蚀显著，费用控制能力有待提高；与同行业相比，公司盈利能力有待提高。

## 5. 现金流

从经营活动情况来看，2015~2017年，公司经营活动现金流入持续增长，分别为16.56亿元、24.83亿元和26.70亿元，年均复合增长26.97%，主要系公司收入规模扩大以及合并湖北天济和兆阳生物所致；经营活动现金流出持续增长，分别为14.96亿元、22.85亿元和25.60亿元，年均复合增长30.81%，主要系收入规模扩大导致成本支出增加以及合并湖北天济和兆阳生物所致；经营活动产生的现金流量净额波动下降，分别为1.60亿元、1.98亿元和1.10亿元，年均复合下降17.23%。

公司现金收入比分别为 108.12%、116.68%和 105.87%，收入实现质量较好。

从投资活动情况来看，2015~2017年，公司投资活动现金流入大幅增长，分别为0.16亿元、10.71亿元和12.23亿元，2016年较上年增加近10亿元，主要系赎回理财产品所致；投资活动现金流出波动增长，分别为6.29亿元、36.40亿元和18.96亿元，其中2016年较上年增加超过30亿元，主要系收购生物岛项目和并购湖北天济、兆阳生物所致；投资活动产生的现金流呈持续净流出，分别为-6.13亿元、-25.70亿元和-6.73亿元。

从筹资活动情况来看，2015~2017年，公司筹资活动现金流入大幅增长，分别为20.30亿元、29.04亿元和46.33亿元，2016年较上年大幅增加约9.00亿元，主要系取得借款增加所致，2017年较上年大幅增加约16.00亿元，主要系发行债券所致；筹资活动现金流出波动增长，分别为12.42亿元、6.83亿元和36.70亿元，2016年较上年下降45.04%，主要系偿还债务减少所致，2017年较上年增加近30亿元，主要系偿还到期债券及借款所致；筹资活动现金净流入波动增长，分别为7.88亿元、22.21亿元和9.63亿元。

总体看，公司经营和投资活动现金流入对公司日常经营和投资活动现金流出的覆盖能力较差，公司需要依赖外部融资满足自身快速发展扩张需要。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，公司流动比率和速动比率均波动下降，其中流动比率从2015年底的3.77倍下降到2017年底的1.51倍，速动比率从2015年底的3.17倍下降到2017年底的1.35倍，整体大幅下降；现金短期债务比波动下降，从2015年底的10.65倍下降至2017年底的0.61倍。总体看，公司短期偿债能力大幅下降，处于一般水平。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA波动增长，分别为3.56亿元、2.88亿元和3.89亿元；EBITDA构成以利润总额、折旧和计入财务费用的利息支出为主，2017年占比分别为32.34%、23.08%和38.77%。2015~2017年，公司EBITDA全部债务比波动下降，从2015年的0.62倍下降至2017年的0.09倍，EBITDA对全部债务的保障能力较弱；EBITDA利息倍数持续下降，从2015年的5.48倍下降至2017年的1.83倍，EBITDA对利息的保障能力处于较高水平。

截至2017年底，公司共获得国内主要商业银行及其他金融机构总授信额度30.90亿元，未使用授信额度8.99亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；公司为上市公司，直接融资渠道畅通。

截至2017年底，公司无对外担保事项。

截至2017年10月底，公司存在以下三项重大未决诉讼：

2014年8月17日，公司、长白山人参市场、杨昊、仇淑芳分别与招商银行股份有限公司广州体育西路支行（以下简称“招行”）签订编号为11140808号《委托贷款委托合同》、《委托贷款借款合同》，根据协议约定，由招行接受公司的委托，向长白山人参市场提供本金8,000.00万元的委托贷款，年利率为16%，每季度付息一次，计息日为每季的20日，借款期限为两年。就该委托贷款，杨昊、仇淑芳与公司就该委托贷款签订《不可撤销个人连带责任保证合同》，杨昊、仇淑芳为长白山公司上述《委托贷款借款合同》项下的全部义务和责任提供连带责任保证担保。2014年8月29日，招行依约将8,000.00万元支付给长白山人参市场。长白山人参市场分别于2015年4月8日、4月23日向公司归还了贷款本金680.00万元、320.00万元，支付利息至2015年6月22日，但自2015年6月22日后，长白山人参市场违反合同约定，不再支付利息，经公司多次催收，长白山公司仍以各种理由拖延，拒不清偿。为此，公司向广东省广州市中级人民法院提起诉讼。法院于2017年2月22日做出要求长白山人参市场清偿借款本金7,000.00万元及利息，同时杨昊、仇淑芳承担连带清偿责

任，且公司有权以拍卖、变卖杨昊、仇淑芳持有的长白山人参市场75.00%股权所得的价款优先受偿的一审判决。对此，被告人杨昊已提出上诉，目前二审已判，公司胜诉，目前在执行法院判决阶段。

公司2014年与长白山人参市场及其原股东杨昊和仇淑芳签署了《增资扩股协议书》，根据《增资扩股协议书》“第六条业绩保证”的约定，长白山人参市场原股东对长白山人参市场2014年至2017年四个完整会计年度的业绩目标作出了承诺与保证，若出现业绩承诺未完成，公司有权选择现金补偿方式或者调整在长白山人参市场的持股比例。其中原股东承诺的长白山人参市场2014年度业绩目标为“长白山人参市场2014年度经审计的扣除非经常性损益税后净利润不低于人民币1,000万元，经营活动产生的现金净流量不低于当年承诺扣非税后净利润的60%”。经大华会计师事务所审核，2014年度长白山市场实现扣非净利润-110.66万元，未达到承诺业绩。2016年1月11日，公司以杨昊和仇淑芳为被告，以长白山人参市场为第三人向长春市中级人民法院起诉，要求判令杨昊和仇淑芳履行《增资扩股协议书》中约定的补偿义务及相关责任，支付公司补偿金额1,456.60万元。2016年1月15日，长春市中级人民法院受理了公司对杨昊、仇淑芳、抚松长白山人参市场的诉讼，并于2016年10月1日做出要求杨昊和仇淑芳向公司支付补偿款1,456.60万元并承担案件受理费的一审判决。一审判决后仇淑芳提出上诉，但法院二审判决驳回上诉，维持原判，案件进入执行期。

2016年4月14日，康享有限公司与启德控股有限公司（以下简称“启德控股”）（系广东启德酒店有限公司股东）原股东签署了《关于启德控股有限公司股权转让协议书》，受让了启德控股20%股权，康享有限公司成为了持有启德控股20%股权的股东；2016年4月26日，启德控股有限公司及广东启德酒店有限公司原实际控制人胡镇坤尚未向启德控股新股东移交启德控股、广东启德酒店有限公司的实际经营管理权，两公司仍在其控制的情况下，广东启德酒店有限公司与公司签订了《资产交易协议》，公司向广东启德酒店有限公司以收购资产的方式，以人民币15.73亿元购买生物岛项目；2016年8月，启德控股执行董事和广东启德酒店有限公司法定代表人及执行董事又进行了变更。康享有限公司认为其在启德控股及广东启德酒店有限公司的投资权益已受到严重损害，遂向广东省高级人民法院起诉广东启德酒店有限公司、公司、胡镇坤、祥祺控股集团有限公司及陈红天，要求：（1）广东启德酒店有限公司与公司签订的《资产交易协议》无效；（2）请求判令五被告共同赔偿原告经济损失3亿元整及计至实际支付之日止的同期银行贷款利率（其中，股权转让款1亿元的利息自2016年6月8日起计，暂计至2016年10月14日为人民币1,688,888.89元；现金损失人民币2亿元的利息自2016年10月31日起计）；（3）判令五被告共同承担本案的诉讼费用。本案将于2018年4月18日开庭审理。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1044011601048090V），截至2018年2月2日，公司无未结清关注类和不良类贷款信息，已结清贷款中18笔关注类贷款、4笔欠息，最后一笔欠息已于2007年9月结清。

总体看，公司偿债能力指标表现一般，但考虑到公司通过并购重组，资产规模持续快速增长，未来随着湖北天济和兆阳生物与公司发挥协同效应以及营销模式调整逐步到位，公司收入规模和盈利能力有望得到提升，公司整体偿债能力仍属很强。

## 八、本次及本期债券偿债能力分析

### 1. 本次及本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至2017年底，公司全部债务总额为45.09亿元，本次拟发行债券规模为不超过12.00亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度对公司影响较大。

以 2017 年底的财务数据为基础，若募集资金净额为 12.00 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，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分别为 62.80%、59.51%和 45.61%，公司债务负担进一步加重，但考虑到本次债券募集资金中部分将用于偿还部分债务，本次债券的发行对公司整体债务负担的影响将小于预测值。

以 2017 年底财务数据为基础，本期债券（2.00 亿元）发行后，在其他因素不变的情况下，公司和资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 58.86%、54.80%和 36.76%，分别较发行前上升 0.89 个百分点、1.08 个百分点和 2.13 个百分点，公司债务负担进一步加重。考虑到本期债券募集资金将用于偿还债务，本期债券的发行对公司整体债务负担的实际影响小于估计值。

## 2. 本次及本期公司偿债能力分析

以 2017 年的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 26.70 亿元，对本次债券发行额度（12.00 亿元）的保护倍数为 2.23 倍；公司 2017 年 EBITDA 为 3.89 亿元，对本次债券发行额度（12.00 亿元）的保护倍数为 0.32 倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度尚可。

以 2017 年相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为本期债券发行额度（2.00 亿元）的 13.35 倍；EBITDA 为本期债券发行额度（2.00 亿元）的 1.95 倍，经营现金流入量和 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高；经营活动现金净流量为本期公司债券发行额度（2.00 亿元）的 0.55 倍，对本期债券的覆盖程度一般。

综上所述，并考虑到公司通过并购重组，产品进一步丰富，中药材产业链初步形成；同时公司主动调整营销模式，加强对销售终端的拓展，公司综合实力有望提升。联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

## 九、债权保护条款分析

### 1. 担保条款

根据广东再担保与公司签署的《担保协议书》和广东再担保出具的《担保函》，广东再担保为公司本期发行的不超过 2.00 亿元债券的还本付息提供全额无条件的不可撤销连带责任保证担保。广东再担保提供保证的范围包括本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应付支付的费用。

广东再担保承担保证责任的期间为本期债券的存续期以及到期之日起 2 年。

### 2. 担保人信用分析

#### （1）广东再担保概况

广东再担保的前身是成立于 2009 年 2 月的广东省中小企业信用再担保有限公司，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。广东省中小企业信用再担保有限公司是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再担保公司，初始注册资本为 20.00 亿元。2011 年，广东省中小企业信用再担保有限公司变更为现名。后经多次增资，截至 2016 年底，广东再担保注册资本 60.10 亿元，由粤财控股控股。

广东再担保经营范围：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 2016 年底，广东再担保设有业务部门、风险管理部、法律事务部、财务资源部、运营管理部、资产管理部、稽核审计部、综合管理部等 11 个部门，员工 71 人。截至 2016 年底，广东再担保纳入合并范围的子公司共计 13 家，包括 2 家全资子公司、11 家控股子公司。

截至 2016 年底，广东再担保资产总额 80.02 亿元，所有者权益合计 69.21 亿元，其中归属母公司所有者权益 64.12 亿元；2016 年，广东再担保实现营业总收入 4.94 亿元，实现净利润 2.70 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.68 亿元；经营活动现金流量净额-0.60 亿元，现金及现金等价物净增加额 16.74 亿元。

广东再担保注册地址：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）公司治理与内部控制

从公司治理看，广东再担保是粤财控股代表广东省政府全额出资成立的省级再担保公司，广东再担保不设股东会，由出资人行使股东权利。广东再担保实行董事会领导下的总经理负责制，董事会下设风险控制委员会和项目评审委员会。目前，董事会由 5 名董事组成，董事长由刘祖前担任；监事会由 5 名监事组成，监事长由粤财控股任命；公司高级管理人员共 5 名。近年来，公司董事会及监事会均能正常履职。

从组织架构看，广东再担保建立了前后台分工明确的组织架构，前台部门包括业务一部、业务二部、业务三部及再担保业务部；中台部门包括风险管理部、法律事务部、运营管理部、资产管理部；后台部门包括稽核审计部、财务资源部和综合管理部，上述部门分工明确，相互制约、相互促进、各司其职。

从风险控制看，广东再担保建立了由风险控制委员会、项目评审委员会、风险管理部、法律事务部以及业务部等部门组成的风险控制架构，以对风险进行全程控制和监督；坚持“全员参与、全程跟进、全方位防守”和从公司维度、产品维度、项目维度进行风险管理的“三维三全”的全面风险管理文化；围绕再担保和直保两条业务主线及相关子产品，建立了“评审分离、风险量化、权限管理、集体决策”等方法组成的风险管理体系；遵循“风控优先，制度先行，规范操作，稳健经营”的原则开展各项业务。

从管理制度看，广东再担保成立了制度流程专责小组，负责对各类规章制度进行审议。广东再担保围绕内部管理、财务规范、业务开展、风险管控等方面制定了一系列配套的贯穿担保业务的保前调查、保中审查、保后管理等各个环节的规章制度和标准操作流程，确保公司健康有序发展。此外，为确保公司各类制度的适宜性和时效性，广东再担保结合内部管理和业务发展需要，定期或不定期对各类制度及操作流程进行动态评估并持续升级、完善，保障广东再担保各项工作有序、高效开展。

总体看，广东再担保作为国有独资企业，经营决策受股东的影响较大，公司治理体系有待逐步完善；广东再担保目前的内部管理架构能够满足日常经营管理需要。

## （3）经营分析

广东再担保主要业务结构包括再担保业务和直保业务。近年来，广东再担保营业收入持续增长，2014~2016 年，分别实现营业收入 3.39 亿元、4.82 亿元和 4.94 亿元，年均复合增长 20.72%；同期实现净利润分别为 1.70 亿元、2.13 亿元和 2.70 亿元，年均复合增长 25.97%。从收入来源看，广东再担保收入主要来源于担保费收入和投资收益。受宏观经济下行趋势影响，广东再担保不断推进担保业务转型，调整担保产品结构，退出高风险行业，探索新的业务增长点；2014~2016 年，广东再担保分别实现担保费收入 1.71 亿元、1.57 亿元和 1.87 亿元，年均复合增长 4.67%，占营业

收入比重分别为 50.34%、32.57%和 37.85%，波动下降。广东再担保利息净收入来自于银行存款，2014~2016 年，广东再担保分别实现利息净收入 0.06 亿元、0.92 亿元和 0.64 亿元，年均复合增长 225.77%。广东再担保自有资金主要用于信托产品、债权产品和银行理财产品的投资，2014~2016 年，广东再担保分别实现投资收益 1.50 亿元、2.23 亿元和 2.40 亿元，年均复合增长 26.66%，占营业收入比重分别为 44.10%、46.29%和 48.56%，稳中有升。

表 14 广东再担保营业收入构成情况（单位：亿元，%）

| 项目    | 2014 年 |        | 2015 年 |        | 2016 年 |        |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|       | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     |
| 担保费收入 | 1.71   | 50.34  | 1.57   | 32.57  | 1.87   | 37.85  |
| 利息净收入 | 0.06   | 1.78   | 0.92   | 19.07  | 0.64   | 12.97  |
| 投资收益  | 1.50   | 44.10  | 2.23   | 46.29  | 2.40   | 48.56  |
| 其他业务  | 0.13   | 3.78   | 0.10   | 2.07   | 0.03   | 0.63   |
| 合计    | 3.39   | 100.00 | 4.82   | 100.00 | 4.94   | 100.00 |

资料来源：广东再担保审计报告

总体看，广东再担保不断推进担保业务转型，担保费收入有所波动；同时，广东再担保利用自有资金进行投资活动，投资收益稳步提高，但需关注投资收益的不确定性。

#### 再担保业务

广东再担保再担保业务由再担保业务部负责，2014~2016年底，广东再担保再担保业务余额分别为199.28亿元、274.42亿元和332.68亿元，年均复合增长29.21%，分别占总担保余额的比重为50.43%、62.83%和67.21%，占比稳步提升。广东再担保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，其中以机构再担保为主。

表 15 广东再担保再担保业务担保余额（单位：亿元）

| 项目      | 2014 年底 | 2015 年底 | 2016 年底 |
|---------|---------|---------|---------|
| 机构再担保   | 197.47  | 273.21  | 331.79  |
| 产品再担保   | 0.43    | 0.79    | 0.89    |
| 其中：速保通  | 0.07    | 0.07    | 0.07    |
| 企业通     | --      | --      | 0.14    |
| 商贸专业市场  | 0.36    | 0.72    | 0.68    |
| 项目再担保   | 1.38    | 0.43    | --      |
| 其中：信托项目 | 0.23    | 0.23    | --      |
| 集合信托    | 0.20    | 0.20    | --      |
| 集合票据    | 0.95    | --      | --      |
| 合计      | 199.28  | 274.42  | 332.68  |

资料来源：广东再担保提供

机构再担保业务是指广东再担保与担保机构或与担保机构及合作银行签订再担保合同，合同约定在一定条件下（损失范围内），广东再担保按一定比例承担担保机构银行贷款担保业务组合发生的贷款本金或本息损失。机构再担保业务包括一般责任保证和附宽限期的连带责任保证再担保。广东再担保参考第三方机构评级审慎并有针对性地选择合作担保机构，并根据每家机构的地域特点、经营情况，确定准入资格以及合作条件，以风险防范为基础稳步开展机构再担保业务。广东再担保机构再担保业务的客户主要为民营担保公司，但2015年以来，民营担保机构退出市场

速度加快，政策性担保机构得到大力发展，为继续拓展再担保业务规模，广东再担保以股权为纽带，截至2016年底，共发起设立了9家地市级政策性担保公司作为再担保业务的客户基础，但上述担保公司尚处于设立初期，对广东再担保的收入贡献尚未显现。2014~2016年底，机构再担保担保余额分别为197.47亿元、273.21亿元和331.79亿元，占再担保业务担保余额比重分别为99.09%、99.56%和99.73%。截至2016年底，广东再担保机构再担保业务的合作担保机构为18家；机构再担保业务担保余额331.79亿元，担保责任余额61.80亿元。

目前广东再担保开展的产品再担保业务品种包括“企业通”和“商贸专业市场”业务。近年来受宏观经济影响，中小微企业经营困难的现状依旧存续，行业面临周期性风险，广东再担保不断创新再担保产品以应对市场影响。2013年，广东再担保推出了“商贸专业市场”再担保产品，主要针对于茶叶等专业市场。2016年推出“企业通”、“禅城技改基金”机构再担保项下比例分保等产品，对解决小微企业的融资难问题发挥了积极的作用。

广东再担保开展的项目再担保包括以债券、信托或银行贷款项目为标的的再担保业务，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。截至2016年底广东再担保已无存量项目再担保责任余额。

从客户风险集中度看，截至2016年底，广东再担保再担保业务中，单一最大合作担保机构（包括其关联担保机构）期末担保余额为31.57亿元，占全部再担保业务余额的9.49%，广东再担保再担保业务客户集中风险不显著。从担保项目期限看，广东再担保的机构再担保业务期限一般为一年，产品再担保和项目再担保业务期限一般不超过三年。

总体看，广东再担保再担保业务占总担保业务的比重逐年增长；再担保业务以机构再担保为主；随着地市级担保公司业务的不断推进，再担保业务规模有望继续保持上升态势；再担保业务客户集中风险集中度不显著，再担保业务期限较短，有利于风险控制。

### 直保业务

广东再担保直保业务分为融资性担保和非融资性担保，以融资性担保为主，2014~2016年底，广东再担保直保业务余额分别为195.89亿元、162.34亿元和162.27亿元，年均复合减少8.99%，分别占总担保余额的比重为49.57%、37.17%和32.79%，占比逐年下降，主要系受宏观经济下行影响，融资性担保业务规模下降所致。近年来，受宏观经济下行影响，广东再担保积极调整直保业务结构，降低信托担保、贷款担保、结构化履约担保业务规模，同时适度增加债券担保及保本基金担保业务规模。

表16 广东再担保直保业务担保余额统计（单位：亿元）

| 项目           | 2014 年底       | 2015 年底       | 2016 年底       |
|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>融资性担保</b> | <b>187.12</b> | <b>155.05</b> | <b>153.96</b> |
| 其中：信托项目      | 11.79         | 5.60          | 2.22          |
| 银行贷款         | 27.15         | 23.25         | 15.86         |
| 公司债          | 5.80          | 17.30         | 16.59         |
| 企业债          | 15.00         | 21.00         | 28.00         |
| 私募债          | 8.55          | 14.52         | 13.54         |
| 非公开定向债务融资工具  | --            | --            | 2.00          |
| 小贷通          | 9.35          | 1.70          | 1.00          |
| 委托贷款         | --            | --            | 1.41          |
| 中期票据         | 11.00         | 11.00         | 14.00         |

|               |               |               |               |
|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 短期融资券         | --            | --            | --            |
| 结构化履约担保       | 98.48         | 56.62         | 33.25         |
| 其他融资性担保业务     | -             | 4.05          | 26.11         |
| <b>非融资性担保</b> | <b>8.77</b>   | <b>7.29</b>   | <b>8.32</b>   |
| 其中：保函担保       | 4.46          | 2.98          | 3.92          |
| 诉讼保全          | 4.31          | 4.31          | 4.39          |
| <b>合计</b>     | <b>195.89</b> | <b>162.34</b> | <b>162.27</b> |

资料来源：广东再担保提供

注：其他融资性担保业务包括：P2P 网贷项目、国开基金股权投资回购担保、资产收益权回购担保、资产收益权转让担保和保本类公募及专户产品担保。

广东再担保融资性担保业务主要有银行贷款、债券增信、结构化履约担保等业务品种。2014~2016年底，余额分别为187.12亿元、155.05亿元和153.96亿元，年均复合减少9.29%，占直保业务担保余额的比重分别为95.52%、95.51%和94.88%，占比保持稳定。近年来，广东再担保注重开拓资本市场及业务创新，银行贷款等传统信贷类担保业务规模有所下降。

结构化履约担保业务是广东再担保融资性担保业务主要业务品种，于2012年底推出的业务品种，业务模式主要是通过券商设立的定向资产管理计划或信托公司发行的资金信托计划募集资金，投资于高质量的基础资产，融资人承诺未来按协议价格溢价回购，在此过程中，广东再担保针对融资人回购基础资产的行为提供担保增信服务。该类业务的融资人实力较强，基础资产质量较高，一般都设置较为充足的土地、房产抵押以及与优质担保公司分保结构，能够起到较为有效的风险缓释作用。2014~2016年底，结构化履约担保余额分别为98.48亿元、56.62亿元和33.25亿元，三年复合减少41.90%，呈逐年下降趋势。

广东再担保积极拓展资本市场债券增信业务，债券发行方主要为上市公司、国有企业、政府融资平台等。广东再担保担保的各类债券发行主体外部评级均在AA以上，面临的违约风险较低。近年来，广东再担保的债券担保业务稳步发展，债券担保余额<sup>5</sup>整体平稳增长，2014~2016年分别为40.35亿元、63.82亿元和74.12亿元，年均复合增长35.54%。

2016年，广东再担保开始为公募基金客户提供保本基金和基金专户产品的增信和保本担保服务，截至2016年底，保本类公募及专户产品担保余额23.08亿元。近年来，广东再担保结合外部环境的变化以及市场业务发展的需求，在巩固原有业务优势的基础上，不断探索业务产品的创新，尝试开发新的担保业务产品，陆续开展了P2P网贷项目、资产收益权回购、资产收益权转让等的担保业务，但此类业务担保规模较小。

广东再担保非融资担保业务主要为保函担保和诉讼担保，2016年底，担保余额分别为3.92亿元和4.39亿元。

从客户风险集中度看，广东再担保直保业务承保的最大一家客户担保责任余额为20.00亿元，为结构化履约担保业务；第二大客户（茂名港集团有限公司）担保责任余额为11.00亿元，其中6.00亿元为企业债，5.00亿元为中期票据；前五大企业客户担保责任余额为57.79亿元，相当于公司净资产的83.50%，客户集中度偏高。从担保项目区域分布看，直保业务主要分布在广东省境内，区域集中度较高。

从担保项目期限看，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。2016年，大量期限较长的结构化履约产品和债券担保到期或提前解保，新开展的保本类公募基金及P2P网贷担保项目期限均在一年以内，广东再担保直保业务的平均期限有所缩

<sup>5</sup> 债券担保余额包括：公司债、企业债、私募债、非公开定向融资工具、中期票据和短期融资券。

短。

整体看，受宏观经济下行影响，广东再担保直保业务规模有所下降；直保业务以融资性担保为主，近年来广东再担保积极发展资本市场债券增信业务，债券担保业务占比不断提升，传统信贷业务规模有所下降；直保业务主要分布在广东省境内，区域集中度高。

### 投资业务

2014~2016 年，广东再担保权益法核算的长期股权投资收益分别为 0.09 亿元、0.86 亿元和 0.76 亿元，2015 年较 2014 年大幅增长的原因广东再担保投资的广东中小企业股权投资基金有限公司权益法下确认的投资收益大幅增长，受此影响，权益法核算的长期股权投资收益占比 2015 年大幅提高，2014~2016 年分别占投资收益比重为 5.90%、38.60%和 31.80%；同期，广东再担保资金理财取得投资收益分别为 1.41 亿元、1.37 亿元和 1.64 亿元，分别占投资收益比重为 94.10%、61.40%和 68.20%。

表 17 广东再担保投资收益明细（单位：亿元，%）

| 项目             | 2014 年 |        | 2015 年 |        | 2016 年 |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     | 金额     | 占比     |
| 权益法核算的长期股权投资收益 | 0.09   | 5.90   | 0.86   | 38.60  | 0.76   | 31.80  |
| 资金理财取得投资收益     | 1.41   | 94.10  | 1.37   | 61.40  | 1.64   | 68.20  |
| 合计             | 1.50   | 100.00 | 2.23   | 100.00 | 2.40   | 100.00 |

资料来源：广东再担保审计报告

截至2016年底，广东再担保投资资产<sup>6</sup>62.52亿元，其中信托计划投资余额42.51亿元，占比68.00%，广东再担保持有的信托计划中最大一笔规模分别为33.00亿元，占投资资产的52.78%，该信托计划的受托人为关联方广东粤财信托有限公司（以下简称“粤财信托”），首笔资金的投向为由粤财信托落实的低风险股权收益项目。在做信托计划投资决策时，由粤财信托和广东再担保分别进行独立评审，并最终经母公司粤财控股的投资决策委员会审批；信托计划投资大多采取了风险缓释措施，主要包括资产抵押、股票质押、第三方保证等，整体风险可控。

整体看，广东再担保投资资产主要投向信托计划，单一投资项目的集中度高，需关注投资集中度高的风险。

### （4）风险管理分析

广东再担保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，董事会下设风险控制委员会和项目评审委员会，建立了涵盖风险控制委员会、项目评审委员会、风险管理部、法律事务部以及业务部门等组成的风险管理架构。风险控制委员会主要负责制订公司风险偏好，监督检查公司各项制度和流程的执行情况。项目评审委员会负责审议风险管理政策、制度、授信政策及业务管理办法，审议各项业务操作流程和细则，并对与担保机构的合作和担保项目拥有最终审批权。风险管理部对担保机构的准入及具体项目进行独立审查，并出具独立审查意见，同时也是担保业务保后管理的牵头部门，整体统筹并协助业务部门的保后检查工作。业务部门主要负责担保业务授信的具体操作、反担保措施落实、保后检查等工作。

### 再担保业务风险管理

结合再担保业务合作模式，广东再担保初步形成了由担保机构准入、再担保业务审查、审批、保后管理、代偿及追偿等环节组成的再担保业务风险管理体系。

担保机构准入政策方面，广东再担保根据再担保业务的风险特点制定了担保机构准入标准。

<sup>6</sup> 投资资产包括：其他流动资产、可供出售金融资产、持有到期投资、长期股权投资和其他非流动资产。

在选择合作的担保机构过程中，广东再担保委托信用评级机构对申请再担保业务的担保机构进行信用评级，根据担保机构的信用等级进行授信，并实行差异化的合作方式。对于经营状况良好、评级结果较高的担保机构，主要采取机构再担保的合作模式；对于评级结果一般的担保机构，重点开展产品再担保的合作方式；对于经营状况一般，评级结果偏低的担保机构，重点采取项目再担保或者服务商的合作方式。担保机构准入后，具体业务合作需另行上广东再担保项目评审委员会审批并签署相关合作协议。

再担保业务风险控制方面，广东再担保建立了由评审分离、评保分离、风险量化、权限管理、体制制约、集体决策等方法组成的再担保业务风险管理体系。广东再担保的再担保业务通过与担保机构签订双方协议约定再担保责任，或与担保机构、银行以及其他方签订多方协议约定再担保责任。再担保协议条款对再担保责任的界定、再担保责任的履行、再担保费率和再担保机构担保损失进行了明确规定。为防范合作机构的道德风险和履约风险，广东再担保在与担保机构和银行签订再担保业务合作协议时，明晰了各机构的权利与义务，同时设立了再担保责任免责条款；设定了合作担保机构代偿率和损失率等风险控制指标，控制担保机构经营风险对公司再担保业务风险的影响。为了在加强业务合作的同时控制风险，广东再担保与担保机构建立了风险分担和收益共享的机制，包括及时了解被担保人的经营状况，对再担保项目进行监督；利用自身与政府相关部门的良好关系，为担保机构争取优惠扶持政策、对担保机构进行业务分保，扩大其业务范围。

业务流程方面，广东再担保业务部门、风险管理部和法律事务部共同承担再担保业务产品的研发工作，再担保业务产品需经过项目评审委员会审议。广东再担保的再担保业务按审查对象的不同分为对拟准入担保机构的审查、对新开发再担保产品的审查、以及对单笔再担保项目的审查。再担保业务流程主要包括受理与尽职调查、项目审核与评审、审批和保后管理。近年来，广东再担保对机构再担保业务进行了流程升级和信息系统优化，进一步强化风险管控。

### 直保业务风险管理

广东再担保建立了直保业务的授信、审查、保后管理、代偿追偿等相关规定。直保业务的具体流程为：业务部按直保项目清单整理全套项目材料，进行尽职调查并撰写尽调报告后，交由风险管理部受理审查，待项目资料齐备后，风控经理进行初审并安排现场尽职调查；对于担保金额超过权限的项目，风险管理部负责人或分管领导亲自到现场调查。风控经理对尽调报告进行财务及综合审查后，交由法律事务部进行合规性审查，最后上项目评审委员会审议。广东再担保根据业务类型和项目风险实施差异化的保后管理流程，涉及保后借款人现场调查、保后反担保调查、风险预警、直保项目保后检查报告等环节。

广东再担保设立的 9 家地市级担保公司目前处在起步阶段，广东再担保统一制定运营管控方案，形成统一的管理制度和组织架构、风控体系。广东再担保未来将逐步完善对参控股地市担保公司的经营管理机制，建立包括战略管理、经营计划、预算管理、业绩考核管理，形成战略目标管控的闭环系统；建立考核机制，每年对地市担保公司的经营绩效进行考核，并对高管、员工进行考核。

随着直保业务保持快速发展，产品种类及担保规模不断增加，广东再担保对直保流程的风险点、放款流程、权证管理流程进行梳理，严格把关直保业务风险。

总体看，近年来广东再担保风险管理制度与体系不断完善，担保业务风险控制力度较强。

### 担保代偿情况

广东再担保有《代偿追偿管理办法》和《资产保全工作实施细则》，并设有法律事务部负责代偿、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，

广东再担保建立《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建立基础。广东再担保与合作担保机构各按企业逾期本金或本息总额的一定比例分别代偿，并且对担保项目设置了不同方式的抵质押手段，这有助于广东再担保控制项目损失。近年来，广东再担保持续完善广东再担保风险化解机制，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。

2014 年，广东再担保新增代偿款 0.11 亿元；2015 年，广东再担保新增代偿业务 3 笔，新增应收代偿款 0.15 亿元；2016 年，广东再担保未发生新增代偿和损失，全年共回收 0.29 亿元，不良资产清收工作取得较大进展。截至 2016 年底，广东再担保累计代偿业务 17 笔，累计代偿金额合计 0.84 亿元，累计代偿率为 0.08%。截至 2016 年底，广东再担保回收代偿款累计 0.30 亿元，确定损失 0.10 亿元，应收代偿款余额 0.45 亿元，累计回收率约为 36.05%，累计损失率为 0.009%。

表 18 2014~2016 年广东再担保担保业务代偿情况统计（单位：笔，万元）

| 项目        | 2014 年底  | 2015 年底  | 2016 年底   |
|-----------|----------|----------|-----------|
| 累计代偿业务笔数  | 14       | 17       | 17        |
| 当年新增应收代偿款 | 1,091.32 | 1,533.71 | -2,796.20 |
| 累计应收代偿款   | 5,787.96 | 7,321.67 | 4,525.47  |

资料来源：广东再担保提供

总体看，广东再担保代偿率保持较低水平，整体风险管控能力较强。

#### （5）财务分析

广东再担保提供了 2014~2016 年审计报告，均经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2016 年底，广东再担保纳入合并范围的子公司合计 13 家，其中 2016 年新增合并范围子公司 11 家，但新增主体对财务报表的影响较小，数据可比性较好。

截至 2016 年底，广东再担保资产总额 80.02 亿元，所有者权益合计 69.21 亿元，其中归属母公司所有者权益 64.12 亿元；2016 年，广东再担保实现营业总收入 4.94 亿元，其中担保费收入 1.87 亿元，利息净收入 0.64 亿元，投资收益 2.40 亿元，实现净利润 2.70 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.68 亿元。经营活动现金流量净额-0.60 亿元，现金及现金等价物净增加额 16.74 亿元。

#### 资金来源

目前，广东再担保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。2014~2016 年，粤财控股分别向广东再担保增资 4.00 亿元、22.00 亿元和 10.00 亿元，受此影响，广东再担保股东权益年均复合增长 44.57%，呈快速增长趋势。截至 2016 年底，广东再担保所有者权益 69.21 亿元，较上年底增长 28.28%；归属于母公司所有者权益中，实收资本 60.10 亿元，占比为 93.73%，资本公积 0.50 亿元，占比 0.78%，盈余公积 0.92 亿元，占比 1.44%，其他综合收益 0.17 亿元，占比 0.27%，未分配利润 2.43 亿元，占比 3.79%，实收资本占比高，广东再担保所有者权益稳定性较好。截至 2016 年底，广东再担保权益负债比为 15.62%，即广东再担保资金主要由资本构成。利润分红方面，2015~2016 年，广东再担保现金分红分别为 4.13 亿元和 1.84 亿元，分别占上年度归属于母公司所有者的净利润的 193.60%和 68.80%，分红力度较大，利润留存对广东再担保权益的积累贡献小。

负债方面，2014~2016 年底，广东再担保负债总额年均复合增长 39.19%，截至 2016 年底，广东再担保负债合计 10.81 亿元，较上年底增长 16.51%，以其他负债（占比 54.01%）、担保赔偿准备金（占比 28.35%）和未到期担保责任准备金（占比 8.65%）为主。其他负债主要系广东省中

小企业信用担保代偿补偿资金 5.00 亿元（其中中央财政出资 3.00 亿元，地方出资 2.00 亿元）和广东省企业债券省级风险缓释基金 0.50 亿元，其中代偿补偿资金为中央财政及广东省政府共同出资，委托广东再担保负责日常运营管理，专门为担保机构扶持小微企业提供担保补偿，截至 2016 年底，其他负债 5.84 亿元，较上年底增长 67.34%，系广东省中小企业信用担保代偿补偿资金账户划入地方出资的 2.00 亿元所致；截至 2016 年底，担保赔偿准备金 3.06 亿元，较上年底下降 25.24%，主要系担保责任余额下降导致计提减少以及本期转回增加所致；广东再担保按当年担保收入的 50% 提取未到期担保责任保证金，截至 2016 年底，未到期担保责任准备金 0.94 亿元，较上年底增长 19.26%，主要系担保费收入增加所致。截至 2016 年底，广东再担保资产负债率为 13.51%，较上年底下降 1.16 个百分点，整体负债规模较小，负债水平较低，符合所处行业负债较低的行业特征。

### 资产质量

2014~2016 年底，广东再担保资产总额年均复合增长 43.81%；截至 2016 年底，广东再担保总资产为 80.02 亿元，主要由其他流动资产（占比 69.11%）、货币资金（占比 17.88%）、和长期股权投资（占比 6.81%）组成。广东再担保其他流动资产主要由信托产品、债权产品、资产管理计划和银行理财产品的投资为主，2016 年，广东再担保投资规模增长，受此影响，截至 2016 年底，其他流动资产 55.30 亿元，较上年底增长 36.91%，其中信托产品占比 76.86%；广东再担保信托计划投资大多采取了风险缓释措施，主要包括资产抵押、股票质押、第三方保证等，整体风险可控。截至 2016 年底，广东再担保货币资金 14.30 亿元，较上年底下降 0.17%；货币资金以银行存款（占比 60.32%）和其他货币资金（占比 39.67%）为主，其他货币资金包括建设银行中小企业发展专项代偿补偿资金（5.06 亿元）、用于补偿网络银行业务可能出现的信贷损失而建立的风险池专户（0.11 亿元）和广东省企业债券省级风险缓释基金（0.50 亿元），其他货币资金全部系受限资产，受限资金比例 39.67%。截至 2016 年底，广东再担保长期股权投资 5.45 亿元，较上年底增长 21.17%，主要系新增对粤财普惠金融（云浮）融资担保股份有限公司的投资以及追加对广东省中小企业股权投资基金有限公司的投资所致。

### 盈利能力

广东再担保营业收入主要来源于担保费收入和投资收益。2014~2016 年，广东再担保营业收入年均复合增长 20.72%，主要是广东再担保投资规模增长较快，投资收益快速增长所致。2016 年，广东再担保实现担保费收入 1.87 亿元，同比增长 19.26%，主要系广东再担保大力发展机构再担保业务，再担保业务规模较快增长所致；2016 年，广东再担保实现投资收益 2.40 亿元，同比增长 7.66%，主要系资金理财取得的投资收益增长所致。2014~2016 年，广东再担保实现净利润分别为 1.70 亿元、2.13 亿元和 2.70 亿元，年均复合增长 25.97%，增速较快。

广东再担保的营业支出主要由提取担保赔偿准备和业务及管理费构成。广东再担保机构再担保业务按担保责任余额的 0.5% 计提担保赔偿准备，其它业务按担保责任余额的 1% 计提担保赔偿准备，2016 年，广东再担保提取担保赔偿准备 0.97 亿元，同比减少 36.03%，主要系担保责任余额下降所致。2016 年，广东再担保业务及管理费支出 0.52 亿元，同比增长 5.84%，费用收入比 10.61%，费用收入比处于较低水平，成本控制能力较好。从盈利能力指标来看，2014~2016 年，广东再担保平均资产收益率 4.84%、4.18% 和 3.77%，平均净资产收益率分别为 5.62%、4.90% 和 4.39%，二者随着广东再担保资产规模和净资产规模的增加而持续下降，收入利润率分别为 65.22%、55.96% 和 67.11%，波动上升，整体盈利能力较好。

### 代偿能力

代偿能力和资产充足性方面，2014~2016 年底，广东再担保净资产年均复合增长 44.57%，净

资本年均复合增长 35.20%；由于近年来广东再担保净资产和净资本增长较快，净资产担保责任余额倍数和净资本担保责任余额倍数呈下降趋势，截至 2016 年底，净资本担保责任余额倍数 3.83 倍，净资产担保责任余额倍数 2.82 倍；同期广东再担保代偿保障率 7.30%，处于较高水平；净资本比率 73.54%，处于较高水平。

表 19 2014~2016 年广东再担保资本充足性及代偿能力（亿元，%，倍）

| 项目          | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
|-------------|--------|--------|--------|
| 担保余额        | 395.17 | 436.76 | 494.95 |
| 担保责任余额      | 224.40 | 209.62 | 195.13 |
| 净资产         | 33.11  | 53.95  | 69.21  |
| 净资本         | 27.84  | 41.61  | 50.89  |
| 代偿保障率       | 9.29   | 6.78   | 7.30   |
| 净资本比率       | 84.09  | 77.12  | 73.54  |
| 净资产担保余额倍数   | 11.93  | 8.10   | 7.15   |
| 净资本担保余额倍数   | 14.19  | 10.50  | 9.72   |
| 净资产担保责任余额倍数 | 6.78   | 3.89   | 2.82   |
| 净资本担保责任余额倍数 | 8.06   | 5.04   | 3.83   |

资料来源：广东再担保提供，联合评级整理。

### 债权保护效果分析

以 2016 年底财务数据为基础，本期债券发行额度 2.00 亿元，广东再担保提供全额无条件的不可撤销连带责任保证担保，在其他因素不变的情况下，本期债券额度占广东再担保资产总额 2.49%，净资产的 2.89%，净资本 3.93%。考虑到担保公司本身业务特性，截至 2016 年底，广东再担保担保责任余额为 195.13 亿元，占广东再担保 2016 年底合并口径的净资产比例为 281.95%，占比低，广东再担保对本期债券保障程度好。

总体看，广东再担保货币资金保持充足水平，资产整体流动性较好，投资资产占比较高，但整体风险可控；负债水平较低；近年来受股东增资影响，净资产及净资本规模快速增长，资本充足性较高，整体代偿能力较强；广东再担保对本期债券的到期还本付息具有积极的影响。

## 十、综合评价

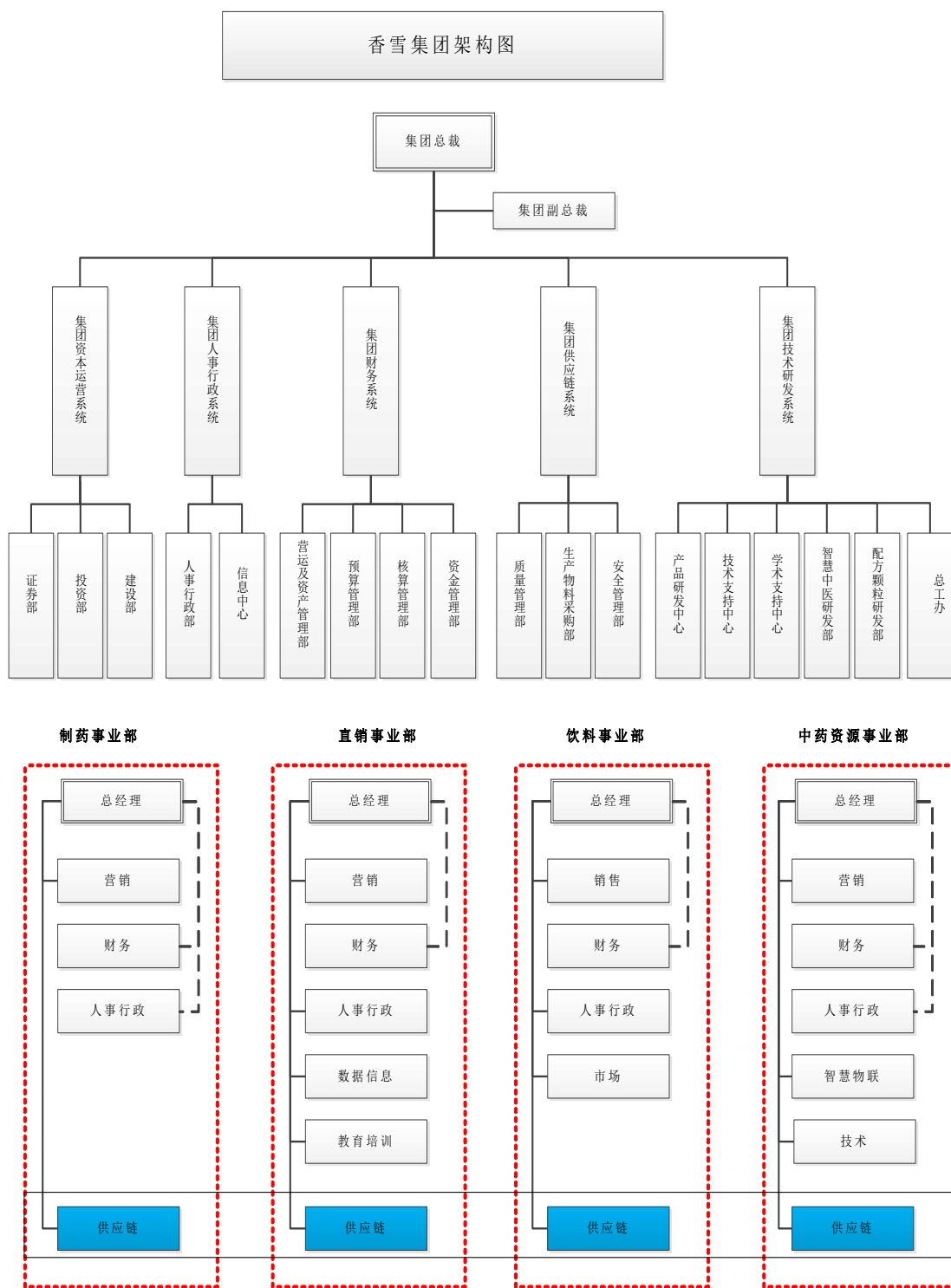
公司作为一家实力较强的中成药制药企业，获得了较大的政府补助及税收优惠、中药资源全产业链布局初具规模、主导产品在细分领域市场占有率领先、配股发行成功资本实力增强以及对外并购资产规模扩大。同时，联合评级也关注到医药行业政策变动、经销商库存较大、公司营销模式调整以及频繁对外并购带来的管理难度增加等因素对公司信用水平的不利影响。

未来，公司将继续加快优化、整合中药资源和中药饮片产业，公司已形成“中药材种植—中药饮片生产—中成药制造—医药流通”的产业链布局。随着公司产业链布局进一步完善、经销商库存逐步消化和营销模式调整逐步到位，公司未来收入规模有望实现稳定增长。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本期债券由广东再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。广东再担保作为广东省省级担保公司，各项业务得到了来自政府的有力支持，其资本实力和担保实力强，对本期债券的担保有效提升了本期债券的信用水平。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

## 附件 1 广州市香雪制药股份有限公司 组织结构图



## 附件 2 广州市香雪制药股份有限公司

### 主要财务指标

| 项目               | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|------------------|--------|--------|--------|
| 资产总额（亿元）         | 46.52  | 79.89  | 92.41  |
| 所有者权益（亿元）        | 35.46  | 36.84  | 38.84  |
| 短期债务（亿元）         | 0.73   | 24.45  | 24.51  |
| 长期债务（亿元）         | 4.99   | 9.54   | 20.57  |
| 全部债务（亿元）         | 5.72   | 33.99  | 45.09  |
| 营业收入（亿元）         | 14.65  | 18.62  | 21.87  |
| 净利润（亿元）          | 2.02   | 0.98   | 1.12   |
| EBITDA（亿元）       | 3.56   | 2.88   | 3.89   |
| 经营性净现金流（亿元）      | 1.60   | 1.98   | 1.10   |
| 应收账款周转次数（次）      | 3.07   | 2.68   | 2.57   |
| 存货周转次数（次）        | 2.65   | 2.98   | 2.99   |
| 总资产周转次数（次）       | 0.36   | 0.29   | 0.25   |
| 现金收入比率（%）        | 108.12 | 116.68 | 105.87 |
| 总资产收益率（%）        | 6.97   | 2.96   | 3.40   |
| 总资产报酬率（%）        | 6.50   | 2.89   | 3.21   |
| 净资产收益率（%）        | 7.44   | 2.70   | 2.96   |
| 营业利润率（%）         | 41.76  | 30.73  | 28.63  |
| 费用收入比（%）         | 27.85  | 26.78  | 31.52  |
| 资产负债率（%）         | 23.78  | 53.88  | 57.97  |
| 全部债务资本化比率（%）     | 13.90  | 47.98  | 53.72  |
| 长期债务资本化比率（%）     | 12.34  | 20.57  | 34.63  |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 5.48   | 3.24   | 1.83   |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.62   | 0.08   | 0.09   |
| 流动比率（倍）          | 3.77   | 0.90   | 1.51   |
| 速动比率（倍）          | 3.17   | 0.75   | 1.35   |
| 现金短期债务比（倍）       | 10.65  | 0.39   | 0.61   |
| 经营现金流动负债比率（%）    | 28.36  | 6.01   | 3.39   |
| EBITDA/本次发债额度（倍） | 0.30   | 0.24   | 0.32   |

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3、2016 年和 2017 年发行的短期融资券均调入短期债务。

### 附件 3 广东省融资再担保有限公司

#### 主要计算指标及计算公式

| 财务数据/指标        | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 资产总额（亿元）       | 38.69  | 63.23  | 80.02  |
| 所有者权益合计（亿元）    | 33.11  | 53.95  | 69.21  |
| 负债合计（亿元）       | 5.58   | 9.28   | 10.81  |
| 净资产（亿元）        | 27.84  | 41.61  | 50.89  |
| 担保责任余额（亿元）     | 224.40 | 209.62 | 195.13 |
| 净资产担保责任余额倍数（倍） | 6.78   | 3.89   | 2.82   |
| 净资产担保责任余额倍数（倍） | 8.06   | 5.04   | 3.83   |
| 净资产比率（%）       | 84.09  | 77.12  | 73.54  |
| 营业收入（亿元）       | 3.39   | 4.82   | 4.94   |
| 净利润（亿元）        | 1.70   | 2.13   | 2.70   |
| 平均净资产收益率（%）    | 5.62   | 4.90   | 4.39   |
| 收入利润率（%）       | 65.22  | 55.96  | 67.11  |

| 指标名称      | 计算公式                    |
|-----------|-------------------------|
| 担保代偿率     | 担保代偿额/累计解保额             |
| 平均总资产收益率  | 净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)   |
| 平均净资产收益率  | 净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额) |
| 净资产担保余额倍数 | 担保责任余额/净资产              |
| 净资产       | 经调整的资产—经调整的负债           |
| 净资产比率     | 净资产/总资产                 |

## 附件 4 有关计算指标的计算公式

| 指标名称              | 计算公式                                                                                         |
|-------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>       |                                                                                              |
| 年均增长率             | (1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期×100%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100% |
| <b>经营效率指标</b>     |                                                                                              |
| 应收账款周转率           | 营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]                                                               |
| 存货周转率             | 营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]                                                                   |
| 总资产周转率            | 营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]                                                                     |
| 现金收入比率            | 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%                                                                   |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                              |
| 总资本收益率            | (净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%                               |
| 总资产报酬率            | (利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%                                               |
| 净资产收益率            | 净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%                                                           |
| 主营业务毛利率           | (主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%                                                                |
| 营业利润率             | (营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%                                                              |
| 费用收入比             | (管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%                                                                 |
| <b>财务构成指标</b>     |                                                                                              |
| 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%                                                                            |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |                                                                                              |
| EBITDA 利息倍数       | EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)                                                                 |
| EBITDA 全部债务比      | EBITDA / 全部债务                                                                                |
| 经营现金债务保护倍数        | 经营活动现金流量净额 / 全部债务                                                                            |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 | 筹资活动前现金流量净额 / 全部债务                                                                           |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |                                                                                              |
| 流动比率              | 流动资产合计 / 流动负债合计                                                                              |
| 速动比率              | (流动资产合计-存货) / 流动负债合计                                                                         |
| 现金短期债务比           | 现金类资产 / 短期债务                                                                                 |
| 经营现金流动负债比率        | 经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%                                                                     |
| 经营现金利息偿还能力        | 经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)                                                             |
| 筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 | 筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)                                                            |
| <b>本次公司债券偿债能力</b> |                                                                                              |
| EBITDA 偿债倍数       | EBITDA / 本次公司债券到期偿还额                                                                         |
| 经营活动现金流入量偿债倍数     | 经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额                                                                   |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数    | 经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额                                                                     |

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

**联合信用评级有限公司关于  
广州市香雪制药股份有限公司  
2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）  
的跟踪评级安排**

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年广州市香雪制药股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

广州市香雪制药股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。广州市香雪制药股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注广州市香雪制药股份有限公司的相关状况，如发现广州市香雪制药股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如广州市香雪制药股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至广州市香雪制药股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送广州市香雪制药股份有限公司、监管部门等。

