



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪147号

广州市香雪制药股份有限公司：

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

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
信用评级委员会
二零一五年六月十七日

广州市香雪制药股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告（2015）

发行主体	广州市香雪制药股份有限公司		
发行规模	人民币 5.4 亿元		
存续期限	5 年期：2012 年 11 月 13 日至 2017 年 11 月 13 日，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权		
上次评级时间	2014/05/19		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

概况数据	香雪	2012	2013	2014	2015.Q1
所有者权益（亿元）		15.37	17.10	18.71	19.15
总资产（亿元）		29.49	34.75	35.88	35.42
总债务（亿元）		12.22	11.97	12.46	12.39
营业总收入（亿元）		8.01	12.61	15.24	3.77
营业毛利率（%）		47.88	41.12	41.68	40.32
EBITDA（亿元）		1.73	3.08	3.66	-
所有者权益收益率（%）		7.11	10.01	11.57	9.02
资产负债率（%）		47.90	50.79	47.85	45.94
总债务/EBITDA（X）		7.08	3.89	3.40	-
EBITDA 利息倍数（X）		4.43	3.65	4.13	-

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2015 年第一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

2014 年得益于广东省外市场拓展，广州市香雪制药股份有限公司（以下简称“香雪制药”或“公司”）医药制造板块业务保持一定的增长势头；同时，受益于 2013 年成功并购亳州市沪谯药业有限公司，公司中药材板块收入规模快速增大，公司利用较为突出的品牌优势维持稳定的盈利空间。同时，中诚信证评也关注到行业集中度偏低，竞争激烈，公司经营规模、资本实力相比大型药企存在一定差距，原材料价格波动以及公司费用支出增长较快等因素对公司盈利稳定性的影响，进而可能对公司经营及整体信用状况造成影响。

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

正 面

- 行业发展趋势良好。医改覆盖面扩大、居民保健意识不断提高、人口老龄化是驱动医药行业发展的长期动力，医药市场总量的持续扩容将为制药企业带来广阔的发展空间和机遇。
- 区域优势突出。公司主导产品“香雪”抗病毒口服液在广东省感冒中成药市场地位领先，在广东省范围具有较大影响力。
- 公司资本结构较为稳健，融资渠道通畅。截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 47.85% 和 39.97%，财务杠杆比率处于较合理水平并有所下降，资本结构较为稳健。

关 注

- 中药行业集中度偏低，竞争激烈，影响行业整体盈利水平；业内研发投入水平不高，同类别、低质量的产品充斥市场，不利于中药行业的长远发展。

分 析 师

廖文浩 whliao@ccxr.com.cn

胡辉丽 hulu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015 年 6 月 17 日

- 中药材价格波动。中药材价格近年来波动较为剧烈，为行业内企业的成本控制带来一定难度，经营风险相应增加。
- 与国内大型中成药制药企业相比，公司在经营规模、资本实力等方面仍存在一定差距，需提高优势产品的产能、丰富产品线结构，提高公司的抗风险能力。

信用评级报告声明

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

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

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

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

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

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

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

本次债券募集资金使用情况

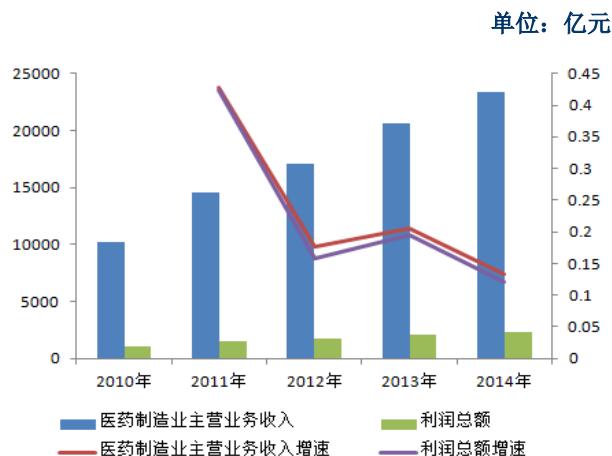
2012年11月13日，公司成功发行“广州市香雪制药股份有限公司2012年公司债券”，实际募集资金总额5.35亿元。截至2014年12月31日，公司本次债券募集资金使用情况符合《广州市香雪制药股份有限公司非公开发行公司债券募集说明书》的规定。

行业关注

受医保控费、药品降价、药企竞争压力不断增加等因素影响，2014年我国医药行业整体增速有所放缓，景气度下降，但人口老龄化以及城镇化保证了医药行业刚性需求的稳步增长，加之医疗改革和国家政策的不断深化推进，行业发展前景仍保持良好

随着政策人口红利逐渐退去，医药行业面临诸多挑战，行业外部面临医保控费、药品降价的压力，内部则面临药企之间日益剧烈的竞争压力，导致医药行业增速持续下跌，预计2014年约为13%。从收入水平来看，2014年，我国医药制造业主营业务收入整体呈上升趋势，但增速却呈现下滑的趋势，2014年实现主营业务收入23,325.61亿元，同比增长13.3%，增速较上年下降4.7个百分点；从利润总额来看，2014年医药制造业利润总额2,322.20亿元，同比增长12.1%，增速较上年下降5.66个百分点，2014年医药制造业毛利水平为40.12%，与上年波动不大。从子行业方面来看，卫生材料及医药用品收入增速最高，化学制剂利润增速最高。卫生材料及医药用品全年收入和利润同比增长18.9%、7.2%；化学制剂景气继续保持平稳，全年收入和利润分别同比增长10.0%、14.8%；生物制药全年收入和利润同比增长15.5%、14.0%；中药饮片全年收入和利润分别同比增长18.8%、11.8%；中成药全年收入增长14.6%，利润增长11.1%；医疗器械全年收入和利润同比增长13.1%、10.1%。

图1：2010~2014年我国医药制造业主营业务收入及利润总额情况



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从医药行业的长期发展趋势来看，根据国务院办公厅2013年9月下发的《国务院加快发展养老服务业的若干意见》，2012年底我国60周岁以上老年人口已达1.94亿，2020年将达到2.43亿，2025年将突破3亿。随着人口结构的老龄化，未来中国医药市场将持续扩容，刚性需求逐步上升。同时，目前我国农村居民医疗保健水平较低，远低于城镇居民的平均水平，而城镇化将促进其医疗、养老、社会保障等多方面与城市接轨，进而带动基层、县医院的发展，为医药消费带来巨大增量。

2014年我国医疗卫生与计划生育支出达2931.26亿元，同比增长11%。2015年提交人代会审议的政府预算报告指出，将新型农村合作医疗和城镇居民基本医疗保险财政补助标准从每人每年320元提高到380元，全面开展城乡居民大病保险，适当提高筹资标准。另外，部分人大代表提出我国将通过培养全科医生等方式推进分级医疗，同时要破除公立医院过分依靠药品和检查费获取收入的现象，医疗改革的进程不断深化。

故尽管行业数据显示近两年来医药行业增速放缓，但从长期来看，我国人口老龄化及城镇化等因素仍将保证医药行业刚性需求的稳步上升，且国家将继续加大对医药卫生事业的投入，鼓励公立医院改革、鼓励民营医院发展等，医药行业增速仍有望保持乐观，并有利于整个医药系统的长远健康发展，加之新技术、新业态的出现，将为医药行业的增长注入新的动力，总体来看，医药行业发展前景仍保

持良好。

产业政策大力支持中医药行业发展，新版基药目录和即将推行的新版药典中的中药品种大幅增加，中药重视度不断加强；中药材价格波动较为剧烈，药企成本控制面临一定压力。

近年来，中医药行业受到我国产业政策的大力支持，国务院及各部委陆续颁布了《国务院关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》、《中医药创新发展规划纲要（2006-2020）》等支持中医药行业的发展。

2013 年卫生部发布的新版《国家基本药物目录》中，中药独家品种（含注射剂）新增了 40 个，约占新增中药品种的 40%，比例高于 2009 版 22 个中药独家品种占 102 个中药品种 22% 的比例。“十二五”时期，中医药迎来了前所未有的发展战略机遇期。《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》将“支持中医药事业发展”作为“完善基本医疗卫生制度”的六项重点任务之一，同时提出，到 2015 年力争 100% 的地市建有地市级中医医院，70% 的县中医医院达到二级甲等水平中医医院水平，95% 以上的社区卫生服务中心和 90% 乡镇卫生院设立中医科、中药房，70% 以上的社区卫生服务站和 65% 以上的村卫生室能够提供中医服务。

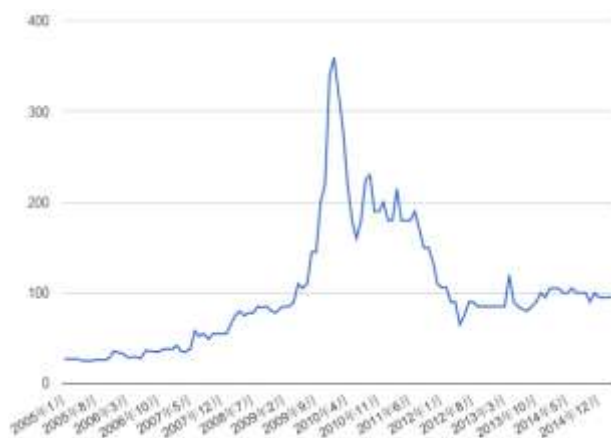
此外，《中医药事业发展“十二五”规划》、《中医预防保健（治未病）服务科技创新纲要（2013-2020 年）》等中药产业扶持政策接连出台，加强了对中医药工作的领导和体制机制建设，加大对中医药的投入，为中医药事业发展营造了良好的环境。随着医药卫生体制改革进一步深入，疗效确切和费用低廉的中医药必将发挥更大的作用。2014 年 5 月 21 日，国家卫生计生委、国家发展改革委、工业和信息化部、人力资源社会保障部、国家食品药品监管总局、国家中医药局联合印发《关于保障儿童用药的若干意见》，该意见指出要发挥中医药儿科传统特色优势，强调了中药治疗在儿科中的重要作用。

2015 年，新版药典经过五年的不断完善，预计将在下半年颁布生效。新版药典会对中药的收录有所增加，整体上进一步提升了对药品质量控制的要

求，尤其是对中药品种安全性控制项目大幅提升。

图 2：2005～2014 年金银花价格走势

单位：元/公斤；产地：山东



资料来源：药通网，中诚信证评整理

中药材价格方面，近几年来，中药材价格频频暴涨暴跌，以金银花为例，2005 年金银花价格约为 28 元/公斤，此后一路上涨，至 2010 年初达到了 360 元/公斤的高峰，此后开始震荡下跌，波动剧烈，2013 年跌至 85 元/公斤，2014 年又反弹至约 100 元/公斤。中药材价格如此剧烈的波动趋势使得行业内企业成本控制面临一定的压力。

整体来看，医药行业既存在药价下降、市场竞争加剧、中药材价格波动过大等问题，但也存在人口老龄化、城镇化带来的刚性需求释放、国家政策支持等有利条件，未来医药工业乃至整个医药行业持续增长的动力主要来自于以下几个方面：人口结构老龄化、农村城镇化、居民保健意识不断增强等因素将持续推动药品需求增长；而随着医改政策逐步落实，行业配套政策的逐渐完善，医药市场大幅扩容也将促成行业的稳步增长。

业务运营

公司业务主要分成医药制造（含医药流通）、中药材、医疗器械和软饮料四个板块，目前产品主要为抗病毒口服液、板蓝根颗粒、橘红系列和饮料汽水等。2014 年公司共实现主营业务收入 15.11 亿元，同比增长 20.84%，其中医药制造、中药材、医疗器械和软饮料板块收入占比分别为 68.67%、22.67%、2.98% 和 4.86%。

图 3：公司 2014 年主营业务收入构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

虽然医药行业景气度有所下降，但得益于广东省外市场的良好拓展，公司医药制造板块主要产品产销情况良好，业务规模实现一定增长

公司 2014 年医药制造板块实现营业收入 10.38 亿元，占全年营业收入的 68.67%，较上年增长 7.33%。公司目前医药制造板块主要产品为抗病毒口服液和板蓝根颗粒，主要品牌为“香雪”。

生产方面，公司抗病毒口服液、板蓝根颗粒 2014 年产能分别为 36,960 万支、5,300 吨，全年实际产量已分别达到 47,516 万支、3,143 吨，整体产能利用情况良好。

表 1：2013~2014 公司主要药品产能以及产量情况

产品	产能		产量	
	2013	2014	2013	2014
抗病毒口服液（万支）	31,680	36,960	46,912	47,516
板蓝根颗粒（吨）	5,300	5,300	3,551	3,143

资料来源：公司提供、中诚信评估整理

供应方面，公司医药制造板块主要原料有板蓝根和蔗糖等，2014 年公司板蓝根和蔗糖采购量较上年有所减少，主要系板蓝根颗粒产量减少所致，同时原材料价格亦有所波动，但公司下游销售渠道建设较为完善，整体对成本上涨的转嫁能力较强。

表 2：2012~2014 年公司主要原料采购情况

单位：吨，元/公斤

项目	2012		2013		2014	
	采购量	单价	采购量	单价	采购量	单价
板蓝根	3,888	8.60	4,193	9.48	4,042	10.42
蔗糖	4,617	5.57	4,803	4.95	4,660	4.31

资料来源：公司提供、中诚信评估整理

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

销量方面，2014 年全国流感情况较为缓和，受此影响，公司当年板蓝根销量较上年有所减少，全年实现销量 3,073 吨；抗病毒口服液方面，受益于广东省内的渠道优势，以及省外地区的成功拓展，公司抗病毒口服液销量保持良好增长势头。2012~2014 年公司抗病毒口服液销量分别为 41,014 万支、44,331 万支和 47,001 万支，年复合增长率为 7.05%。

表 3：2012~2014 年公司产品销售情况

产品	销量		
	2012	2013	2014
抗病毒口服液（万支）	41,014	44,331	47,001
板蓝根颗粒（吨）	3,636	3,721	3,073

资料来源：公司提供、中诚信评估整理

总体来看，公司目前产能利用情况良好，原材料采购具有一定保障，“香雪”品牌已具有良好的知名度，销售渠道从广东省内市场向全国市场积极推进，医药制造板块收入规模保持增长。

得益于 2013 年收购沪谯药业，公司 2014 年中药材板块收入增长迅速

2013 年 6 月，公司成功取得亳州市沪谯药业有限公司（以下简称“沪谯药业”）70% 股权，通过整合生产资源、销售渠道和技术力量，公司利用沪谯药业较强的营销渠道将现有产品进入医院终端市场，提升市场份额，沪谯药业产品亦可利用公司现有渠道进入广东、山西和 OTC 等主要市场。沪谯药业位于安徽亳州工业园区，占地面积 206 亩，建筑面积 34000 平方米。该公司系国家中药高技术产业化示范工程企业和安徽省农业产业化龙头企业，并已通过国家 GMP 认证。2014 年公司中药材板块实现营业收入 3.43 亿元，较上年增长 105.94%，占当年营业总收入的 22.67%。

公司积极布局中药材种植领域，初步形成“中药材种植—中药饮片生产—仓储物流—终端”的中药资源全产业链布局

2012 年公司成立云南香格里拉健康产业发展有限公司，计划通过整合组织共同建设 2 万亩大香格里拉高原药用植物产业园、3 万亩玛咖、10 万亩道地药材 GAP 种植基地、2 万吨相关的下游产品、一个占地约 10 万平方米的储存仓库，目前相关项目正在稳步推进中。此外，公司在宁夏设立了宁夏隆德县六盘山中药资源开发有限公司，成功在西南、西北布局了生态中药种植基地。目前公司已初步形成了“中药材种植—中药饮片生产—仓储物流—终端”的中药资源全产业链布局。

此外，公司还有部分医疗器械、软饮料业务，其中医疗器械业务主要为快速医用胶 508 系列和化州橘红系列产品，得益于市场渠道拓展，2014 年实现营业收入 0.45 亿元，同比增长 40.80%；软饮料业务主要为汽水等产品，2014 年实现营业收入 0.73 亿元，同比增长 3.68%。

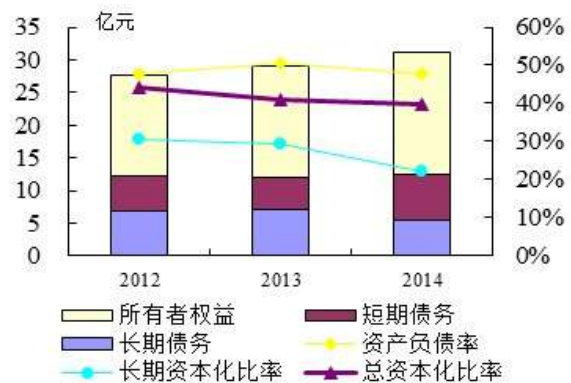
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经立信会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2012~2014 年财务报告，以及未经审计的 2015 年一季度报表。

资本结构

近三年来公司产品市场销售情况良好，业务规模稳步提升，推动同期资产负债规模稳步增长。截至 2014 年底，公司资产规模为 35.88 亿元，较上年增长 3.27%。自有资本方面，公司通过内部利润积累，所有者权益继续保持增长态势，2014 年底公司所有者权益为 18.71 亿元，同比增长 9.43%。公司总资产规模保持增长势头，但与国内同行业大中型企业相比，仍存在较大差距。

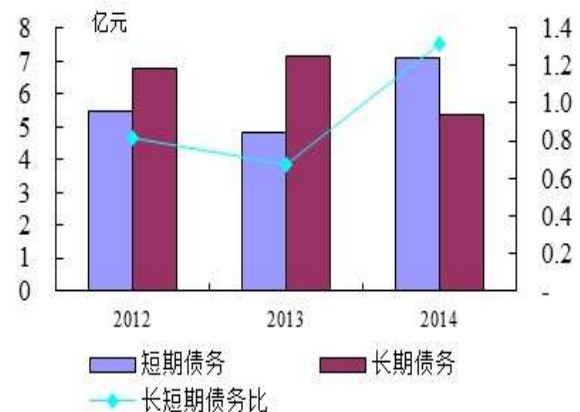
图 4：2012~2014 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务结构来看，公司近年债务规模基本保持稳定，债务结构受到融资情况的影响有所变化。2012~2014 年公司总债务分别为 12.22 亿元、11.97 亿元和 12.46 亿元，其中长期债务分别为 6.75 亿元、7.16 亿元和 5.37 亿元，短期债务/长期债务指标分别为 0.81、0.67 和 1.32。2014 年末公司部分长期借款因将于 2015 年内到期而调整为短期借款，导致长期债务有所减少，短期债务/长期债务比值有所上升。

图 5：2012~2014 年公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

综合来看，近年来公司产品良好的销售情况拉动了业务规模的增长。但是与国内大型中成药制药企业相比，公司在经营规模、资本实力等方面仍存在一定的差距，未来公司业务规模增长有赖于公司省外市场的开拓和产品线结构的不断丰富。

盈利能力

近年来公司各业务板块产品市场销售情况良好，业务规模稳步增长，2012~2014 年公司分别实现营业收入 8.01 亿元、12.61 亿元和 15.11 万元，年复合增长率为 37.93%。分板块来看，医药制造业务

是公司近年来主要收入来源，2012~2014 年占主营业务收入的比重分别为 84.90%、77.00%和 68.67%，随着公司中药材业务规模的逐步提升，医药制造收入比重呈现下降态势。

表 4：公司 2013~2014 年分业务收入和毛利率情况

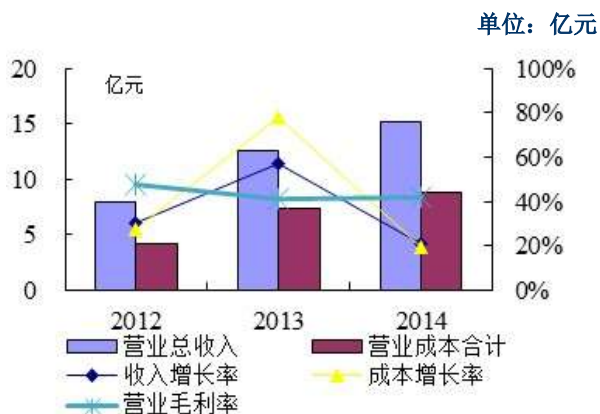
单位：亿元

业务	2013		2014	
	营业收入	毛利率(%)	营业收入	毛利率(%)
医药制造(含流通)	9.67	44.22	10.38	46.28
医疗器械	0.31	44.25	0.45	33.35
软饮料	0.71	33.69	0.73	34.95
中药材	1.66	30.59	3.43	29.62

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从营业毛利率水平来看，得益于产品较好的品牌优势和生产过程中对成本的良好控制，公司近年来营业毛利率始终保持较高水平，2012~2014 年公司营业毛利率分别为 47.88%、41.12%和 41.68%。其中医药制造、软饮料板块受益于渠道完善和采购成本控制，毛利率有所提高，中药材板块毛利率基本稳定，医疗器械板块毛利率受市场竞争因素影响有所下滑。整体来看，公司初始获利能力仍较强。

图 6：公司 2012~2014 年盈利能力分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2012~2014 年公司期间费用分别为 2.50 亿元、3.26 亿元和 4.14 亿元，三费占营业收入的比重分别为 31.22%、25.84%和 27.17%，其中 2014 年较上年提高 1.33 个百分点，主要系公司加强市场营销及产品研究开发力度，销售费用和研发费用增加所致。

表 5：2012~2014 年公司期间费用分析

单位：亿元

项目	2012	2013	2014
销售费用	1.32	1.59	2.03
管理费用	0.97	1.15	1.61
财务费用	0.21	0.52	0.50
三费合计	2.50	3.26	4.14
三费收入占比	31.22%	25.84%	27.17%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额构成来看，2012~2014 年公司利润总额分别为 1.29 亿元、1.95 亿元和 2.25 亿元，其中经营性业务利润构成公司利润总额的主要来源。2012~2014 年经营性业务利润分别为 1.27 亿元、1.82 亿元和 2.09 亿元。另外，作为高新技术企业，公司享受政府给予的扶持资金等。2012~2014 年公司获得的政府补助分别为 0.05 亿元、0.18 亿元和 0.20 亿元。公司 2014 年实现净利润 2.17 亿元，近三年所有者权益收益率为 7.11%、10.01%和 11.57%，呈现逐年上升态势。从目前来看，由于经营性业务利润构成公司利润总额的主要来源，未来随着公司业务规模持续增长，产品种类不断丰富，公司利润总额有望继续增长。

图 7：2012~2014 年公司利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

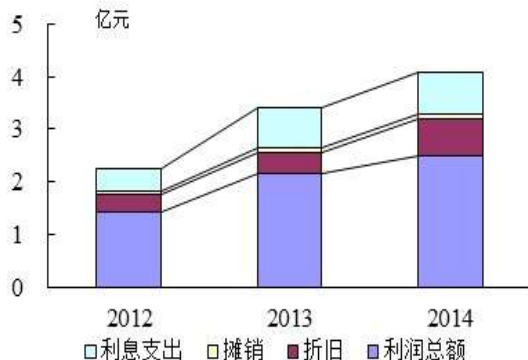
总体来看，受益于抗病毒口服液、板蓝根颗粒等中成药主导产品良好的销售情况，公司近年来的盈利能力逐步提高。公司产品凭借良好的品牌知名度和市场认可，毛利率始终保持较高水平。未来随着公司市场推广投入继续增加，需要关注大量的费用支出可能会对公司利润水平造成的不利影响。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由利润总额构成，受益于利

利润总额的增加,公司 2014 年 EBITDA 为 3.66 亿元,较上年增长 18.99%。2014 年公司 EBITDA/营业总收入为 24.04%,基本与上年保持稳定。从偿债能力指标看,2012~2014 年公司 EBITDA 利息倍数分别为 4.43 倍、3.65 倍和 4.13 倍,总债务/EBITDA 指标分别为 7.08、3.89 和 3.40 倍数,公司整体偿债能力较好。

图 8: 公司 2012~2014 年 EBITDA 构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从现金流角度来看,由于公司在经营过程中对现金收付的控制力度较好,并且主要客户的信用度较高,贷款的回收情况良好,公司业务的获现能力较强,经营性现金流始终表现为净流入。2012~2014 年公司经营性净现金流分别为 1.19 亿元、3.28 亿元和 1.66 亿元。其中,2013 年公司经营活动净现金流大幅上升主要系当年经营往来款回收较大所致。2014 年公司经营活动净现金流/利息支出和经营活动净现金流/总债务分别为 1.87 倍和 0.13 倍。

表 6: 2012~2014 年偿债能力指标分析

财务指标	2012	2013	2014
总债务 (亿元)	12.22	11.97	12.46
EBITDA (亿元)	1.73	3.08	3.66
资产负债率 (%)	47.90	50.79	47.85
长期资本化比率 (%)	30.51	29.51	22.30
总资本化比率 (%)	44.29	41.17	39.97
EBITDA 利息倍数 (X)	4.43	3.65	4.13
总债务/EBITDA (X)	7.08	3.89	3.40
经营净现金流/总债务 (X)	0.10	0.27	0.13
经营活动净现金/利息支出 (X)	3.05	3.90	1.87

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

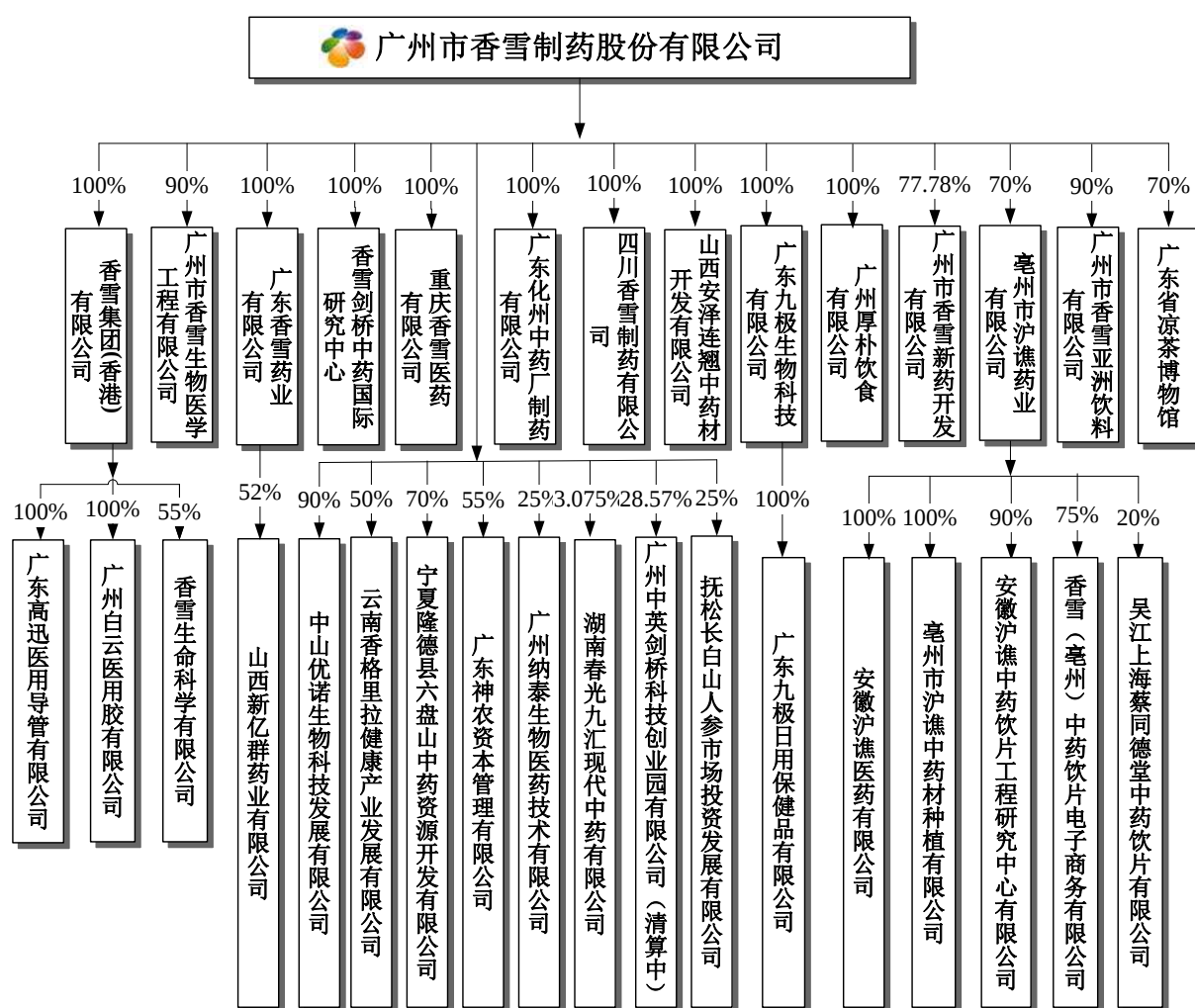
或有负债方面,截至 2014 年 12 月 31 日,公司未对集团外企业或集团内参/控股子公司提供任何担保,不存在承担连带责任的或有风险。

财务弹性方面,公司与中国银行、渤海银行、广发银行等金融机构保持着良好的合作关系,截至 2014 年底银行授信总额合计 16.33 亿元,尚未使用的授信余额为 9.93 亿元。整体来看,公司融资渠道较为畅通,同时公司盈利能力逐年提高,现金收付控制情况较好,盈利和经营性现金流对债务本息的保障程度较高。

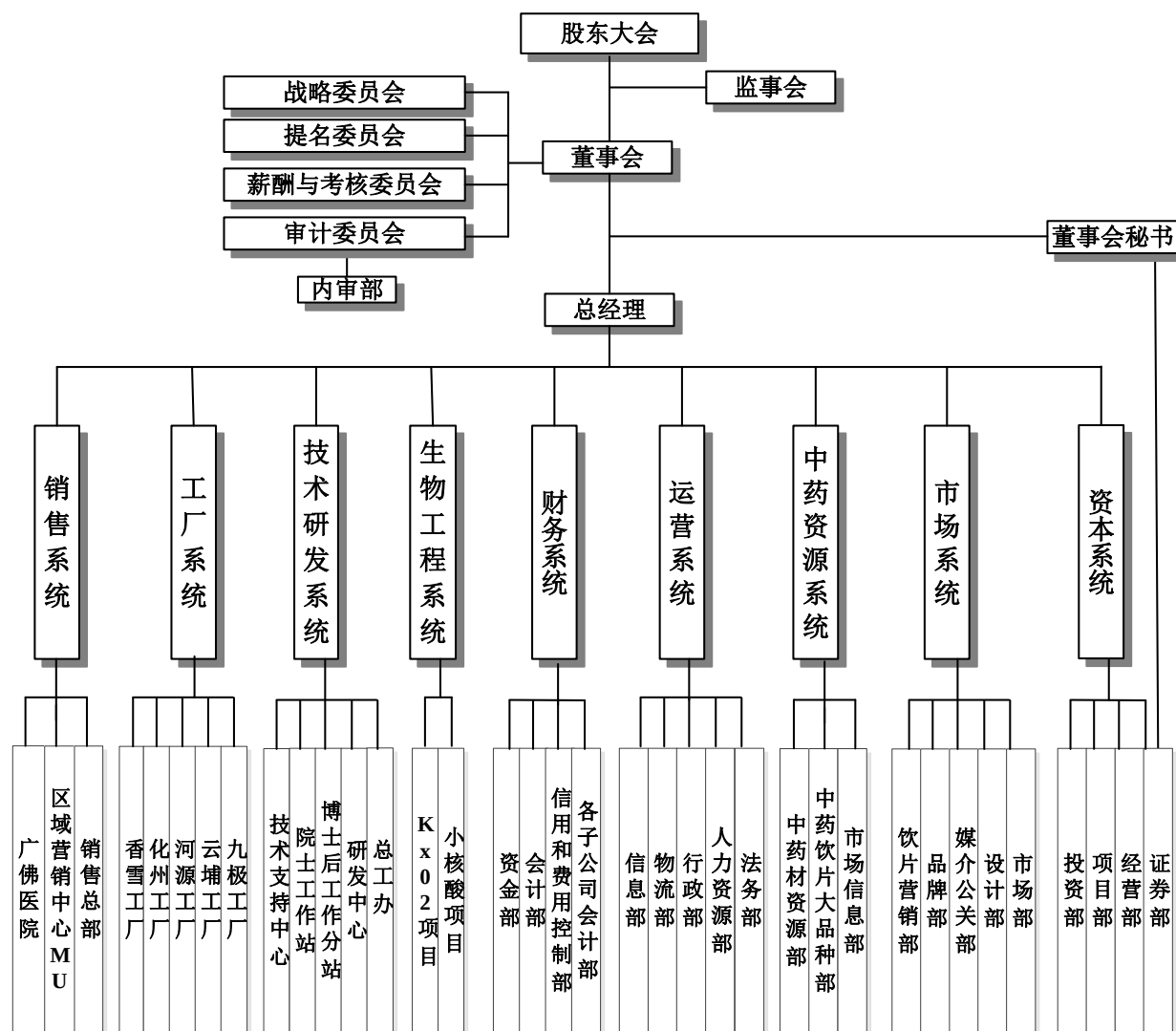
结 论

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

附一：广州市香雪制药股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 3 月 31 日）



附二：广州市香雪制药股份有限公司组织架构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附三：广州市香雪制药股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014	2015.Q1
货币资金	128,942.69	76,120.90	33,441.23	23,685.81
应收账款净额	12,305.72	31,985.18	39,556.08	39,853.75
存货净额	12,872.64	22,459.24	28,429.63	28,723.27
流动资产	169,194.68	149,765.85	124,832.46	117,853.31
长期投资	20.36	1,779.75	16,846.84	16,846.84
固定资产合计	102,854.98	130,442.77	148,155.67	149,353.01
总资产	294,903.15	347,470.80	358,828.32	354,162.02
短期债务	54,695.10	48,088.31	70,922.58	70,189.22
长期债务	67,473.50	71,581.50	53,689.50	53,716.50
总债务（短期债务+长期债务）	122,168.60	119,669.81	124,612.08	123,905.72
总负债	141,246.61	176,469.86	171,707.63	162,701.78
所有者权益（含少数股东权益）	153,656.54	171,000.94	187,120.68	191,460.24
营业总收入	80,102.02	126,111.47	152,398.01	37,736.56
三费前利润	37,677.52	50,792.41	62,304.17	14,950.53
投资收益	-0.01	-15.61	557.42	355.56
净利润	10,917.37	17,109.14	21,654.39	4,316.68
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	17,267.06	30,789.36	36,635.12	6,529.55
经营活动产生现金净流量	11,890.74	32,833.76	16,558.03	-4,581.98
投资活动产生现金净流量	-45,151.02	-57,831.12	-50,376.33	-4,642.31
筹资活动产生现金净流量	83,700.63	-29,023.63	-11,116.67	-367.01
现金及现金等价物净增加额	50,441.04	-54,024.83	-44,934.04	-9,593.12
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q1
营业毛利率（%）	47.88	41.12	41.68	40.32
所有者权益收益率（%）	7.11	10.01	11.57	9.02
EBITDA/营业总收入（%）	21.56	24.41	24.04	-
速动比率（X）	2.21	1.25	0.85	0.85
经营活动净现金/总债务（X）	0.10	0.27	0.13	-
经营活动净现金/短期债务（X）	0.22	0.68	0.23	-
经营活动净现金/利息支出（X）	3.05	3.90	1.87	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.43	3.65	4.13	-
总债务/EBITDA（X）	7.08	3.89	3.40	-
资产负债率（%）	47.90	50.79	47.85	45.94
总资本化比率（%）	44.29	41.17	39.97	39.29
长期资本化比率（%）	30.51	29.51	22.30	21.91

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2015年第一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

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

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/ 营业收入

EBIT 率=EBIT / 营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/ 营业总收入

所有者权益收益率=净利润 / 所有者权益

流动比率=流动资产 / 流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/ 流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率=负债总额 / 资产总额

总资本化比率=总债务 / （总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务 / （长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

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

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

主体信用评级等级符号及定义

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

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

评级展望的含义

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

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