

信用等级公告

联合[2017]186 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拟公开发行的 2017 年公司债券（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拟公开发行的 2017 年公司债券（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：

二零一七年十月十四日



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

2017 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 6 亿元 (含), 其中基础发行规模为 3 亿元, 可超额配售不超过 3 亿元

本期债券期限: 3 年, 附第 2 年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式: 每年付息一次、到期一次还本

担保方: 深圳市高新投集团有限公司

担保方式: 全额不可撤销连带责任保证担保

评级时间: 2017 年 10 月 24 日

主要财务数据

发行人

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额 (亿元)	35.88	46.52	79.89	88.30
所有者权益 (亿元)	18.71	35.46	36.84	37.15
长期债务 (亿元)	5.37	4.99	9.54	9.75
全部债务 (亿元)	12.46	5.72	33.99	35.72
营业收入 (亿元)	15.24	14.65	18.62	4.82
净利润 (亿元)	2.17	2.02	0.98	0.31
EBITDA (亿元)	3.66	3.56	2.88	-
经营性净现金流 (亿元)	1.66	1.60	1.98	-0.34
营业利润率 (%)	40.88	41.76	30.73	28.43
净资产收益率 (%)	12.09	7.44	2.70	-
资产负债率 (%)	47.85	23.78	53.88	57.92
全部债务资本化比率 (%)	39.97	13.90	47.98	43.16
流动比率 (倍)	1.10	3.77	0.90	0.91
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.29	0.62	0.08	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.13	5.48	3.24	-
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.31	0.30	0.24	-
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.61	0.59	0.48	-

担保方

项目	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	48.68	82.02	78.99
所有者权益 (亿元)	34.56	63.96	65.59
营业收入 (亿元)	8.18	9.34	11.01
净利润 (亿元)	4.87	6.07	7.09
平均净资产收益率 (%)	14.67	12.31	10.94

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 2017 年 1 季度数据未经审计, 相关指标未年化; 4、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, 公司将大力整合中药资源, 继续加快优化、整合中药资源和中药饮片产业, 完善“中药材种植-中药饮片生产-仓储物流-终端”的中药资源全产业链布局。随着公司产业链布局逐步完善、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”。

本期债券由深圳市高新投集团有限公司 (以下简称“深圳高新投”) 提供无条件不可撤销连带责任保证担保。深圳高新投作为国有大型担保机构, 各项业务得到了来自地方政府的有力支持, 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—仓储物流—终端”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。

4. 公司2015年配股发行成功，资本实力增强，资本结构得到优化。

关注

1. 近年来，医药改革深入推进，药品价格面临下行压力，医保控费力度增大，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。

4. 公司债务负担较重，短期偿债压力较大。

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。

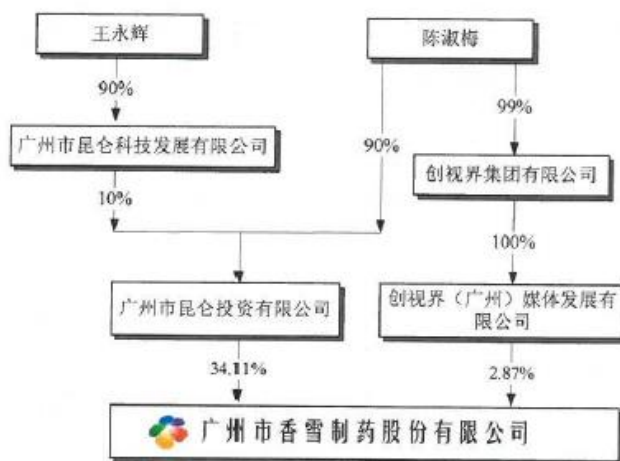
本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

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 2017 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 2017 年 3 月底，公司股权结构如下。

图 1 截至 2017 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 2017 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；公司合并范围内子公司 25 家，孙公司 17 家；公司在职员工合计 3,642 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额为 79.89 亿元，负债合计 43.04 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 36.84 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 33.97 亿元。2016 年，公司实现营业收入 18.62 亿元，净利润（含少数股东损益）0.98 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 1.98 亿元，现金及现金等价物净增加额为 -1.49 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 88.30 亿元，负债合计 51.15 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 37.15 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 34.19 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.82 亿元，净利润（含少数股东损益）0.31 亿元，其中归属于母公司所有者的

净利润 0.23 亿元；经营活动现金流量净额为-0.34 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.98 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 2017 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 3 亿元，可超额配售不超过 3 亿元。本期债券 3 年期，附第 2 年末公司调整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 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。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。

本期债券由深圳市高新投集团有限公司（以下简称“深圳高新投”）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短期债务。

三、行业分析

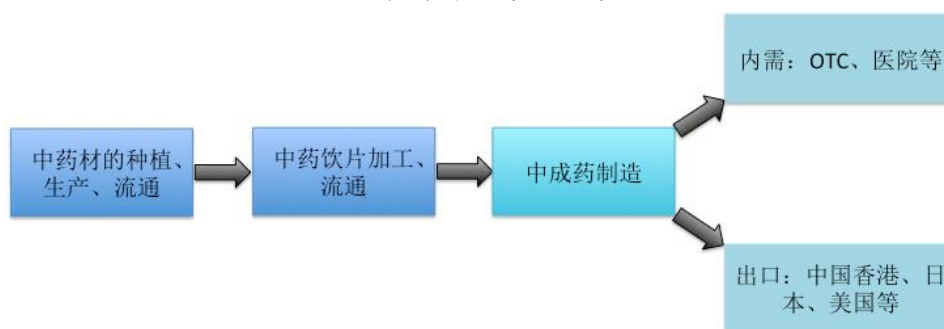
公司主营业务处于中药制造、西药制造、医疗设备与器械、医药流通等多个细分行业，核心业务所处细分行业为中药制造行业，以下行业分析围绕中药制造行业进行。

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



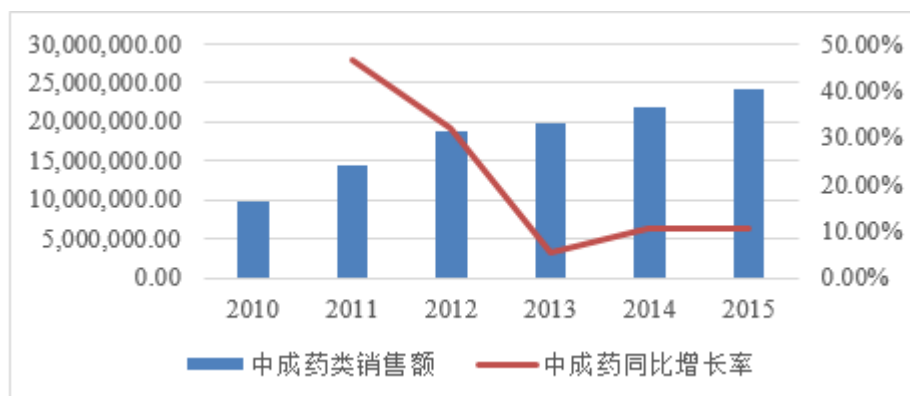
数据来源：联合评级搜集整理。GAP、GSP 均为相关认证简称。

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1~6月较上年同期增长13.03%。从中药饮片行业主营业务收入占医药制造业主营业务收入的比重来看，其占比由2011年的5.72%上升至2016年上半年的6.35%，中药饮片行业在医药产业的市场地位不断提高。

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，2015年，中成药流通行业商品销售额合计2,423.90亿元，同比增长10.67%。

图3 2010~2015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，

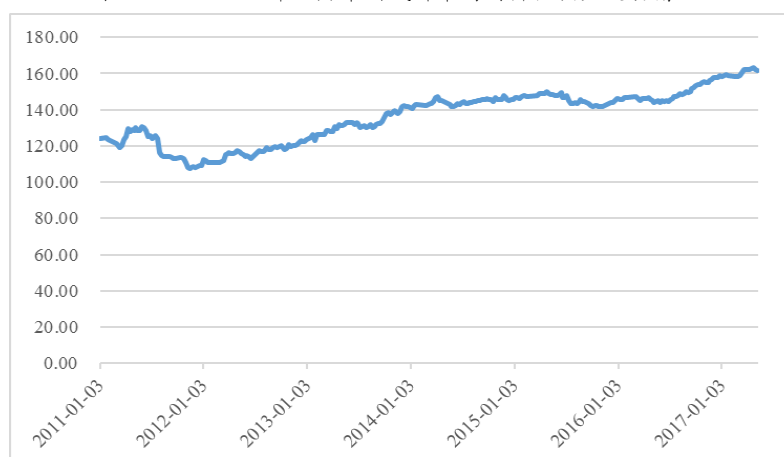
未来仍将保持良好发展态势。

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 2011~2017 年 5 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 ¹	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
-------------------------------------	------------------	--	------------

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。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。

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，医保护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。

¹ 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。

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，现代化中成药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 3 月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²调查显示，2016 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 8.20%）；在黑龙江省感冒药市场份额排名第四（占 4.70%）；在湖南省感冒药市场份额排名第六（占 3.30%）。公司橘红系列产品在广东省咳嗽药市场份额排名第二（占 8.00%）；在河南省咳嗽药市场份额排名第十二（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三（占 9.30%）；在湖南省感冒中成药市场份额排名第三（占 11.50%）。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。公司 2014 年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、

² 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。

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。

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 2017 年 3 月，底共有研发人员 301 人，其中博士 25 人、硕士 73 人、本科及其他 203 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 3 月底，公司在研项目有 5 个，分别为用于组分中药一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病毒感染合成多肽药物 P9 类多肽新药的研发。

表 3 截至 2017 年 3 月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
组分中药一双龙保心方新药的开发	获得 CFDA 受理，正在 CED 进行技术审评中	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	CDE 已经完成专家评审和综合评价，目前等待 CFDA 的最终审批结果，处于临床研究申请阶段	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	通过 CFDA 临床研究申请的行政复议，处于临床研究申请阶段	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致炎症因子表达，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	临床前基础研究阶段	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，2014~2016 年公司研发投入分别为 0.68 亿元、0.93 亿元和 1.05 亿元，占营业收入的比重分别为 4.47%、6.38% 和 5.64%，研发投入占营业收入比重波动增长。截至 2017 年 3 月底，公司共计获得国内外授权专利 90 项，其中发明专利 40 项、外观专利 38 项、实用新型专利 12 项。

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 15 名³，其中董事 7 人、监事 3 人、高级管理人员 8 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 2017 年 3 月底，公司在职员工合计 3,642 人。按岗位构成划分，生产人员占 39.15%、销售人员占 15.38%、技术人员占 16.80%、财务人员占 2.58%、行政人员 10.57%、其他人员占 15.51%；按学历构成划分，硕士及以上学历占 3.30%、本科学历占 13.87%、大专学历占 20.81%、高中及以下学历占 62.03%；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。

4. 外部支持

（1）政府补助

公司作为广东省高新技术企业，2014~2016 年，公司获得的政府补助分别为 1,958.61 万元、3,269.72 万元和 3,390.59 万元。

（2）税收优惠

香雪制药、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”）和子公司中山优诺生物科技发展有限公司分别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 GR201444000694 号、GR201544000692 号和 GR201544000850 号高新技术企业证书；根据《高新技术企业认定管理办法》（国科发火【2016】32 号）的规定及《高新技术企业认定管理工作指引》（国科发火【2016】195 号）文件，广东化州中药厂制药有限公司（以下简称“化州中药厂”）被认定为广东省第二批高新技术企业；沪谯药业获得安徽省科学技术厅、安徽省财政厅、安徽省国家税务局、安徽省地方税务局颁发的编号为 GR201634001219 号高新技术企业证书；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，子公司沪谯药业从事农产品初加工项目免征企业所得税；湖北天济”自 2016 年 1 月 1 日起生产的初加工中药材免缴企业所得税。沪谯药业系由安徽省民政厅认定的福利企业，取得了福企证字第 3400120007002 号社会福利企业证书。根据实际安置的每位残疾人每年增值税实行即征即退（最高不得超过每人每年 3.50 万元）。

³ 部分人员有兼任情况。

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，公司孙公司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，亳州市沪谯中药材种植有限公司销售的自产农产品免征增值税。

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里，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才可执行；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

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，公司营业收入波动增长。2014~2016 年，公司营业收入分别为 15.24 亿元、14.65 亿元和 18.62 亿元，年均复合增长 10.54%；净利润分别为 2.17 亿元、2.02 亿元和 0.98 亿元，年均复合下降 32.85%，主要系抗病毒口服液和板蓝根颗粒收入大幅减少所致。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，2014~2016 年，广东省省内收入占营业收入的比重分别为 45.68%、45.48%和 30.18%。

近三年，公司主营业务收入分别为 15.11 亿元、14.61 亿元和 18.30 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 11.61 亿元、11.08 亿元和 11.17 亿元，在主营业务收入中的占比分别为 76.84%、75.87%和 61.07%，其中 2015 年较上年下降 4.56%，主要系抗病毒口服液收入减少所致，2016 年较上年小幅增长，主要系公司合并了湖北天济中药饮片收入所致；医药流通板块分别实现收入 1.76 亿元、1.59 亿元和 4.92 亿元，在主营业务收入中的占比分别为 11.65%、10.86%和 26.92%，2016 年医药流通收入较上年增长 210.38%，主要系山西新亿群药业有限公司（以下简称“山西新亿群”）的营业收入增长及湖北天济并表所致；软饮料板块分别实现收入 0.73 亿元、0.85 亿元和 0.93 亿元，在主营业务收入中的占比较为稳定，分别为 4.86%、5.79%和 5.10%；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 2014~2016 年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 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	116,116.53	76.84	47.60	110,834.65	75.87	46.16	111,739.86	61.07	37.50
医药流通	17,611.89	11.65	7.73	15,866.29	10.86	9.12	49,245.35	26.92	8.42
软饮料	7,347.07	4.86	35.75	8,461.00	5.79	48.11	9,335.60	5.10	42.96
保健品	4,348.10	2.88	50.56	6,166.70	4.22	63.47	9,406.62	5.14	58.90
医疗器械	4,501.25	2.98	34.15	3,652.99	2.50	53.26	2,044.64	1.12	70.63
西药产品	1,187.23	0.79	-11.06	1,109.43	0.76	-8.27	1,189.01	0.65	4.79
合计	151,112.07	100.00	41.60	146,091.06	100.00	42.75	182,961.07	100.00	31.21

资料来源：公司提供

毛利率方面，2014~2016 年公司主营业务毛利率分别为 41.60%、42.75%和 31.21%，2016 年较上年下降 11.54 个百分点，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 47.60%、46.16%和 37.50%，2016 年较上年下降 8.66 个百分点，主要系原材料及辅料（包括蔗糖和包装材料）价格上涨所致；医药流通毛利率较为稳定，分别为 7.73%、9.12%和 8.42%；软饮料毛利率波动上升，分别为 35.75%、48.11%和 42.96%，2015 年较上年提高 12.36 个百分点，主要系公司加强了材料采购成本控制并在 2015 年下半年对部分产品提价所致。

2017 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 4.82 亿元，较上年同期增长 45.50%，主要系合并湖北天济所致；实现净利润 0.31 亿元，较上年同期增下降 12.69%，主要系中药产品收入下降所致。

总体看，受益于外延式扩张，公司收入规模波动增长；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。2014~2016 年，公司中药产品分别实现收入 11.61 亿元、11.08 亿元和 11.17 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。公司近年来加强了中药材基地建设，内部采购占比持续提高，近三年分别为 1.71%、9.55%和 14.59%，有利于保证公司原材料供应的稳定性。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 2014~2016 年公司主要原材料采购情况（单位：吨、元/吨、万元）

品种	2014 年			2015 年			2016 年		
	数量	均价	金额	数量	均价	金额	数量	均价	金额
板蓝根	4,042.00	10,420.00	4,211.76	2,851.00	10,020.00	2,856.70	811.00	9,177.00	744.25
蔗糖	4,660.00	4,310.00	2,008.46	4,985.00	4,570.00	2,278.15	4,990.00	5,058.00	2,523.94
连翘	590.00	40,290.00	2,377.11	438.00	47,031.00	2,059.96	134.00	34,489.00	462.15
橘红	589.00	46,900.00	2,762.41	587.00	49,855.00	2,926.49	212.00	30,270.00	641.72
合计	9,881.00	--	11,359.74	8,861.00	--	10,121.29	6,147.00	--	4,372.07

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；中药饮片原材料由子公司独立采购，未包含在表中。

2014~2016 年，公司主要原材料及辅料采购额波动下降，分别为 1.14 亿元、1.01 亿元和 0.44 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”；2014~2016 年，板蓝根的采购量大幅下降，2015 年较上年下降 29.46%，主要系受板蓝根及抗病毒口服液销售量减少所致，2016 年较上年下降 71.55%，主要系受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，其中 2015 年较上年增长 6.97%，主要系 2015 年受糖市回暖以及蔗糖减产，蔗糖的价格持续上涨，公司对蔗糖提前进行储备，另外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，2016 年较上年下降 69.41%，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；橘红采购量持续下降，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。

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，2014~2016 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 19.51%、16.01%和 7.14%，集中度持续下降，公司对上游供应商依赖度不高。公司 2016 年前五大供应商较上年变动较大，主要系公司 2016 年加大对外收购、原材料采购下降以及通过医药流通公司采购增加等综合因素所致。

表 6 2014~2016 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
2014 年	文山昌盛药材销售有限公司	5,007.72	6.06
	文山市鑫鑫三七商贸有限公司	3,416.88	4.13
	广东雪龙药用包装材料有限公司	3,251.62	3.93
	重庆三丰玻璃有限公司	2,634.24	3.19
	文山市永金三七商贸有限公司	1,817.40	2.20
	合计	16,127.86	19.51

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

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 3 月底，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。公司供应商集中度有所降低，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。沪谿药业和湖北天济自行组织生产。截至 2017 年 3 月底，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、沪谿药业有 6 条生产线、湖北天济有 3 条生产线。

表 7 截至 2017 年 3 月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、沪谿药业、湖北天济	13	直线往复式切药机、液压剪切机、剃刀式切药机、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，2014~2016 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。2014~2016 年，抗病毒口服液产量持续下降，2016 年产能利用率从 2014 年 128.56%下降至 53.74%，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消化前期库存所致；橘红系列产品产能利用率持续提高，2016 年较 2014 年提高了 21.73 个百分点，主要系销售量增加以及公司为保持一定库存增加生产所致；中药饮片产能利用率波动下降，其中 2015 年较上年提高 15.34 个百分点，主要系受销售量增加所致。

表 8 2014~2016 年公司主要自产药品生产情况

产品	项目	2014 年	2015 年	2016 年
抗病毒口服液	产能（单位：万支）	39,690.00	39,690.00	36,960.00
	产量（单位：万支）	47,516.00	38,492.00	19,862.00
	产能利用率（%）	128.56	104.15	53.74
板蓝根颗粒	产能（单位：吨）	5,300.00	5,300.00	5,300.00
	产量（单位：吨）	4,001.00	2,122.00	868.00
	产能利用率（%）	59.30	40.04	16.38
橘红系列	产能（单位：吨）	1,500.00	1,500.00	1,500.00
	产量（单位：吨）	1,518.00	1,751.00	1,844.00
	产能利用率（%）	101.20	116.73	122.93
中药饮片	产能（单位：吨）	18,000.00	18,000.00	33,000.00
	产量（单位：吨）	18,482.00	21,244.00	32,836.00
	产能利用率（%）	102.68	118.02	99.50

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。沪谯药业、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，2014~2016 年，公司收入波动下降。分产品看，抗病毒口服液销售收入持续下降，分别为 5.28 亿元、4.11 亿元和 2.34 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；板蓝根颗粒销售收入持续下降，分别为 0.89 亿元、0.56 亿元和 0.34 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；橘红系列销售收入持续增长，主要系收购化州中药厂后，化州中药厂逐步与公司在生产、采购、销售渠道等方面实现共享及统一管理，产生较为显著的协同效应，产品销售量增加所致；中药饮片销售收入大幅增长，分别为 3.43 亿元、3.95 亿元和 6.13 亿元，主要系沪谯药业销售量增加以及合并了湖北天济所致。

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；板蓝根颗粒产销率持续提高，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下降，2015 年较上年下降 14.99%，主要系近年橘红系列产品销售增长较快，为了保证供应，公司适当增加了库存储备所致；中药饮片产销率较为稳定。

表9 2014~2016年公司主要产品销量情况

产品	指标	2014年	2015年	2016年
抗病毒口服液	销量（万支）	47,001.00	37,208.00	22,252.00
	销售收入（万元）	52,806.16	41,091.11	23,355.92
	销售单价（元/支）	1.12	1.10	1.05
	产销率（%）	98.92	96.66	112.03
板蓝根颗粒	销量（吨）	3,073.00	2,012.00	1,343.00
	销售收入（万元）	8,865.38	5,621.86	3,417.13
	销售单价（万元/吨）	2.88	2.79	2.54
	产销率（%）	76.81	94.82	154.72
橘红系列	销量（吨）	1,518.00	1,512.00	1692.00
	销售收入（万元）	14,975.96	18,678.64	18,732.60
	销售单价（万元/吨）	9.87	12.35	11.07
	产销率（%）	101.34	86.35	91.76

产品	指标	2014年	2015年	2016年
中药饮片	销量（吨）	18,703.00	20,836.00	30,259.00
	销售收入（万元）	34,260.74	39,526.12	61,328.96
	销售单价（万元/吨）	1.83	1.90	2.03
	产销率（%）	101.20	98.08	92.15

资料来源：公司提供

客户集中度方面，2014~2016年，公司前五名客户销售额合计占营业收入的比重分别为19.20%、23.37%和7.14%，集中度波动下降，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 2014~2016 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
2014 年	吴江上海蔡同德堂中药饮片有限公司	10,589.89	6.95
	广东美康大光万特医药有限公司	7,396.16	4.85
	佛山创美药业有限公司	4,177.40	2.74
	湛江市康正医药有限责任公司	3,858.36	2.53
	吉林省延吉市中医医院	3,253.46	2.13
	合计	29,275.27	19.20
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	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

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新亿群、安徽沪谯医药有限公司和湖北天济负责运营。2014~2016 年，公司医药流通收入分别为 1.76 亿元、1.59 亿元和 4.92 亿元，2016 年较上年增长 210.38%，主要系公司合并了湖北天济医药流通收入所致；毛利率分别为 7.73%、9.12%和 8.42%。

(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。2014~2016 年，公司软饮料收入分别为 0.73 亿元、0.85 亿元和 0.93 亿元；毛利率分别为 35.75%、48.11%和 42.96%，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。2014~2016 年，公司保健品收入持续增长，分别为 0.43 亿元、0.62 亿元和 0.94 亿元；毛利率分别为 50.56%、63.47%和 58.90%。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。2014~2016 年，公司医疗器械收入分别为 0.45 亿元、0.37 亿元和 0.20 亿元；毛利率水平分别为 34.15%、53.26%和 70.63%。

(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、肌苷口服溶液等，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 2016 年随着公司对外并购收入大幅增长；软饮料和保健品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 2016 年底，公司在建工程主要有宁夏六盘山中药产业园建设（一期）、沪谯药业项目、四川香雪制药科技产业园项目和云南香格里拉健康产业园项目，累计已完成投资 3.26 亿元，尚需投资 3.22 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，建设占地面积约 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 1.00 亿元，尚需投入 1.20 亿元；沪谯药业项目位于安徽省亳州市，该项目投资主体为沪谯药业，拟建设医疗养老项目，项目预计总投资 0.48 亿元，已投入 0.26 亿元，尚需投入 0.22 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在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 1.65 亿元，尚需投入 0.35 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 0.36 亿元，尚需投入 1.44 亿元。

表 11 截至 2016 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	未来投资计划			资金来源
			2017 年	2018 年	2019 年	
宁夏六盘山中药产业园建设（一期）	22,000.00	9,962.40	6,500.00	5,000.00	537.60	自筹
沪谯药业项目	4,810.00	2,615.04	2,194.96	--	--	自筹
四川香雪制药科技产业园项目	20,000.00	16,481.97	2,800.00	600.00	118.03	自筹
云南香格里拉健康产业园项目	18,000.00	3,588.32	2,276.00	6,500.00	5,635.68	自筹
总计	64,810.00	32,647.73	13,770.96	12,100.00	6,291.00	—

资料来源：公司提供

注：公司 2016 年收购了广东启德酒店有限公司名下位于广州生物岛环岛 A 线以北 AH0915002 地块 1 号、2 号土地使用权与上盖建筑及其配套物业、工程、设备设施，添附的设备设施、装修、装饰、家具、物品等整体资产，相关资产计入公司在建工程，但公司无投资计划，不包括在本表中。

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

2014~2016 年，公司应收账款周转次数分别为 4.09 次、3.07 次和 2.68 次，应收账款周转次数持续下降，主要系公司医院客户增加，账期有所拉长所致；公司存货周转次数分别为 3.46 次、2.65 次和 2.98 次，2015 年存货周转次数大幅下降主要系经销商前期市场估计乐观进货较多，2015 年市场变化导致存货有所积压，公司发货放缓所致；公司总资产周转次数分别为 0.43 次、0.36 次和 0.29 次，总资产周转次数持续下降主要系公司规模大幅增加所致。

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 2016 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
以岭药业	5.53	1.31	0.63
益佰制药	3.60	3.55	0.60
紫鑫药业	1.35	0.09	0.14
昆药集团	6.58	4.23	0.98
九芝堂	4.82	1.92	0.57

康缘药业	1.69	4.00	0.65
亚宝药业	3.40	2.35	0.42
通化金马	3.54	0.66	0.18
振东制药	3.12	4.45	0.59
香雪制药	2.46	3.02	0.29

资料来源：Wind 资讯

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”）⁴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 亿元用于补充发行人营运资金），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%，兑付日为 2017 年 5 月 23 日。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。

总体看，公司通过配股和发行超短融资券，有利于减轻公司负债压力，优化公司债务结构。

⁴ 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。

7. 关联交易

子公司沪谯药业与蔡同德堂存在关联交易。沪谯药业于 2013 年 5 月以现金方式对蔡同德堂增资 150.00 万元，持有其 20.00% 的股份。2015 年，公司向蔡同德堂销售中药饮片 1.05 亿元，占当期营业收入的 7.14%；公司向参股公司抚松长白山人参市场投资发展有限公司（以下简称“长白山人参市场”）采购中药材，2015 年采购金额为 533.69 万元。公司与蔡同德堂关联交易价格公允，规模一般，与长白山人参市场关联交易规模较小，整体风险可控。

总体看，公司关联交易规模占营业收入比重较小，交易价格公允，整体风险可控。

8. 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

截至 2017 年 3 月底，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。

9. 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-仓储物流-终端”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 2014~2016 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 2017 年 1~3 月财务报表未经审计。公司 2014 年起执行财政部 2014 年修订及新颁布准则。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 年末余额 31,750,817.67 元，调增应交税费 2016 年末余额 31,750,817.67 元。

合并范围变更方面，2014 年公司新增 2 家全资子公司和 1 家孙公司，2 家子公司均为公司单独设立，分别为山西安泽连翘中药材开发有限公司和广州厚朴饮食有限公司，新增控股孙公司香雪（亳州）中药饮片电子商务有限公司由沪谯药业和亳州市宝利丰置业有限公司共同设立；注销 1 家孙公司佛山市顺德区香雪药用气雾剂研发有限公司。2015 年新增 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。截至 2017 年 3 月底，公司合并范围内子公司 25 家，孙公司 17 家。总体看，公司近三年合并范围变化较大，财务数据可比性一般。

截至 2016 年底，公司合并资产总额为 79.89 亿元，负债合计 43.04 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 36.84 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 33.97 亿元。2016 年，公司实现营业收入 18.62 亿元，净利润（含少数股东损益）0.98 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 1.98 亿元，现金及现金等价物净增加额为 -1.49 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 88.30 亿元，负债合计 51.15 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 37.15 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 34.19 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.82 亿元，净利润（含少数股东损益）0.31 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.23 亿元；经营活动现金流量净额为 -0.34 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.98 亿元。

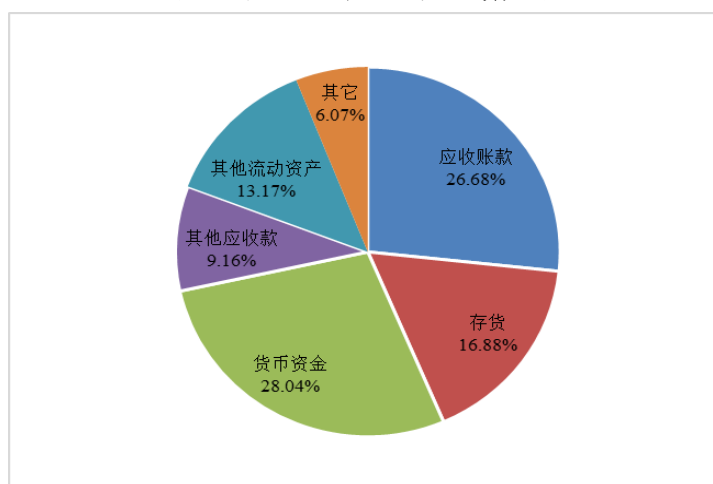
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额大幅增长，年均复合增长 49.21%。截至 2016 年底，公司资产总额较年初大幅增长 71.73%，主要系非流动资产大幅增加所致。截至 2016 年底，公司资产结构以非流动资产（占比 62.69%）为主。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 54.53%。截至 2016 年底，公司流动资产较年初增长 40.10%，主要系货币资金、应收账款及其他应收款等增加所致；公司流动资产以货币资金（占比 28.04%）、应收账款（占 26.68%）、存货（占比 16.88%）、其他应收款（占比 9.16%）和其他流动资产（占比 13.17%）为主。

图5 截至2016年底公司流动资产构成



数据来源：公司审计报告

2014~2016年，公司货币资金持续增长，年均复合增长58.09%。截至2015年底，公司货币资金为6.57亿元，较年初大幅增长96.56%，主要系公司2015年6月配股发行成功，获取募集资金15.89亿元所致；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；其中银行存款占57.37%，其他货币资金占42.51%，其他为库存现金。

2014~2016年，公司应收账款快速增长，年均复合增长41.78%。截至2015年底，公司应收账款为5.16亿元，较年初大幅增长30.39%，主要系公司收购沪谯药业后直销模式收入占比提高，但直销客户以医院为主，结算周期有所延长所致；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。从类别看，公司全部采用按信用风险特征组合计提坏账准备；从应收账款余额的账龄来看，1年以内的占82.41%、1~2年的占11.80%，其余为2年以上，以一年以内为主；从计提坏账准备看，公司按信用风险特征组合和按账龄分析法计提的坏账准备均为0.51亿元，计提比例均为5.98%；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25.69%，依次为蔡同德堂、吉林省延吉市中医医院、辽阳市中医院、武汉市中医医院和山东中医药大学附属医院，集中度一般。公司应收账款金额较大，对资金造成一定占用，并存在一定的回收风险。

2014~2016年，公司存货快速增长，年均复合增长33.03%。截至2015年底，公司存货为3.42亿元，较年初增长20.21%，主要系前期广东市场经销商对公司抗病毒口服液和板蓝根颗粒市场销售较为乐观，备货较多，2015年受经济下行和OTC渠道竞争加剧等因素的影响销售放缓，库存增加所致。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；存货以库存商品（占比59.71%）、原材料（占比21.12%）和在产品（占比9.51%）为主。截至2016年底，公司计提存货跌价准备0.06亿元，存货跌价计提金额较小，未来仍面临一定的存货跌价风险。

2014~2016年，公司其他应收款大幅增长，年均复合增长201.63%。截至2016年底，公司其他应收款2.73亿元，较上年底增长404.83%，主要系往来款增加所致；从其他应收款余额性质看，主要为往来款（占比66.16%）、员工暂借款（占比10.02%）和其他（占比23.82%）；从其他应收款余额账龄看，1年以内的占65.52%、1~2年的占27.42%、其他的为2年以上；从集中度看，其他应收款前五名占比52.83%，集中度较高，分别为长白山人参市场（参股公司）、陕西龙祥实业发展有限公司、尹群（控股孙公司少数股东）、普爱医院和武汉市诚宽塑业有限公司，由于与长白山人参市场存在诉讼，其他应收款存在一定回收风险；公司其他应收款计提坏账准备0.31亿元，计提比例

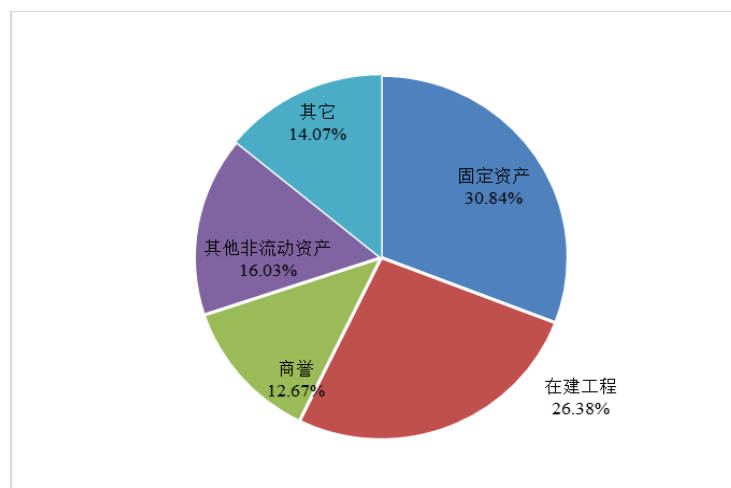
为10.28%，计提较充分。

2014~2016年，公司其他流动资产持续增长，年均复合增长623.83%。截至2015年底，公司其他流动资产3.31亿元，较年初大幅增加超过3.00亿元，主要系公司利用闲置资金购买银行理财产品所致。截至2016年底，公司其他流动资产3.93亿元，较年初增长18.54%，主要系“应交税费”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”项目所致；其他流动资产中银行理财产品占比91.87%。

非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产大幅增长，年均复合增长13.00%。截至2016年底，公司非流动资产50.08亿元，较年初增长98.38%，主要系在建工程、商誉和其他非流动资产增加所致；公司非流动资产以固定资产（占比30.84%）、在建工程（占比26.38%）、商誉（占比12.67%）和其他非流动资产（占比16.03%）为主。

图 6 截至 2016 年底公司非流动资产构成



数据来源：公司审计报告

2014~2016年，公司固定资产持续增长，年均复合增长12.36%。截至2016年底，公司固定资产15.44亿元，较年初增长5.05%；公司固定资产以房屋及建筑物（占比67.03%）和机器设备（占比27.82%）为主。截至2016年底，公司固定资产累计计提折旧3.80亿元，累计减值金额0.03亿元，固定资产成新率81.95%，资产成新率较高。

2014~2016年，公司在建工程波动增长，年均复合增长126.16%。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。

2014~2015年，公司商誉无变化。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；公司共计提商誉减值金额153.18万元，计提减值比例极低。公司商誉受并购子公司影响较大，一旦子公司业绩下滑，公司商誉可能面临减值风险。

截至2016年底，公司受限资产总额为4.34亿元，占资产总额的比重为5.42%，受限资产占比较小；其中受限货币资金3.55亿元，全部为保证金；受限固定资产和无形资产分别为0.58亿元和0.20亿元，均系抵押借款所致。

截至2017年3月底，公司资产合计88.30亿元，较年初增长10.53%，主要系货币资金增加所致；其中流动资产占比42.17%，较年初提高4.86个百分点；非流动资产57.83%，仍以非流动资产为主。

截至2017年3月底，公司货币资金为14.56亿元，较年初大幅增长74.23%，主要系公司发行超短期融资券募集资金所致。

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；公司资产结构以非流动资产为主，固定资产、在建工程和商誉占比大，公司整体资产质量一般。

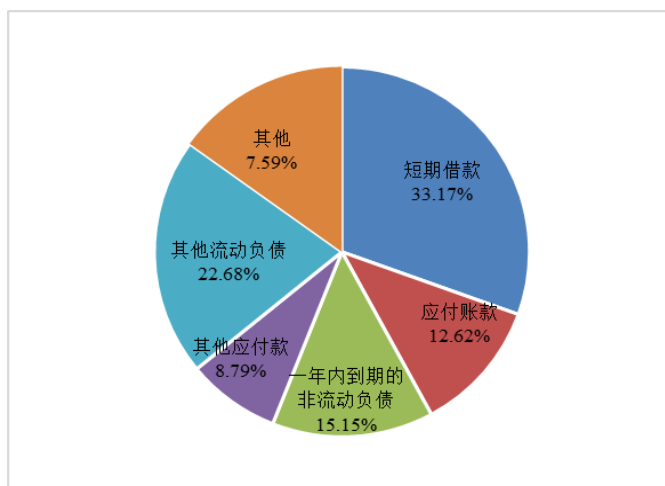
3. 负债及所有者权益

2014~2016年，公司负债波动增长，年均复合增长58.33%。截至2016年底，公司负债43.04亿元，较年初大幅增长289.18%，主要系流动负债增加所致；从负债结构来看，流动负债占76.69%，较年初大幅提高25.71个百分点，负债结构以流动负债为主。

流动负债

2014~2016年，公司流动负债波动增长，年均复合增长70.37%。截至2016年底，公司流动负债33.01亿元，较年初大幅增长485.46%，主要系短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债增加所致；公司流动负债主要以短期借款（占比33.17%）、应付账款（占比12.62%）、一年内到期的非流动负债（占比15.15%）、其他应付款（占比8.79%）和其他流动负债（占比22.68%）为主。

图 7 截至 2016 年底公司流动负债构成



数据来源：公司审计报告

2014~2016年，公司短期借款波动增长，年均复合增长40.46%。截至2015年底，公司短期借款0.42亿元，较年初大幅下降92.43%，主要系公司以配股募集资金偿还借款所致。截至2016年底，公司短期借款10.95亿元，较年初增加超过10.00亿元；短期借款中主要为信用借款（占比84.02%）和保证借款（占比10.68%）。

2014~2016年，公司应付账款持续增长，年均复合增长53.90%。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；从账龄看，1年以内的占93.45%，其余均为1年以上，整体账龄较短。

2014~2016年，公司其他应付账款持续增长，年均复合增长25.09%。截至2016年底，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；从其他应付款性质看，股权款及借款占52.63%、往来款占36.86%、其他的为保证金等。

2014~2015年，公司无一年内到期的非流动负债和其他流动负债。截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债5.00亿元，全部为“12制药债”，该债券系公司于2012年11月份经中国证监会证

监许可【2012】1378号文核准以非公开方式发行，债券面值不超过5.40亿元，期限为5年，票面利率7.80%，到期日为2017年11月13日。公司其他流动负债7.49亿元，全部为公司发行的短期融资券“16香雪制药SCP001”。

非流动负债

2014~2016年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长31.55%。截至2016年底，公司非流动负债10.03亿元，较年初增长85.04%，主要系长期借款和长期应付款增加所致；非流动负债主要为长期借款（占比75.16%）和长期应付款（占比19.94%）。

2014~2015年，公司无长期借款和长期应付款。截至2016年底，公司长期借款7.54亿元，全部为信用借款，其中7.5亿元为公司取得的3年期限借款，年利率5%；400万为子公司宁夏隆德县六盘山中药资源开发有限公司取得的10年期财政贴息借款；长期应付款2.00亿元，全部为股东借款。

2014~2015年，应付债券变动较小。截至2015年底，公司应付债券为4.99亿元，较年初下降7.06%，主要系投资者回售“12制药债”所致；公司应付债券全部为“12制药债”。截至2016年底，公司无应付债券，主要系“12制药债”全部转入一年内到期的非流动负债所致。

截至2016年底，公司全部债务为33.99亿元，较年初大幅增长493.72%；其中短期债务24.49亿元（占比71.93%），较年初大幅增加超过23.00亿元，主要系公司短期借款增加及发行短期融资券所致；长期债务9.54亿元（占比28.07%），较年初增长91.19%，主要系公司长期借款增加所致。从长期债务偿债期限看，截至2016年底，公司2019年到期债务为7.54亿元，集中偿付压力较大。

从偿债指标看，截至2016年底，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分别较上年底的23.78%、13.90%和12.34%上升至53.88%、47.98%和20.57%，主要系公司对外并购以及购买生物岛项目借款增加所致，公司债务负担显著加重，但仍属可控。

截至2017年3月底，公司负债合计51.15亿元，较年初大幅增长18.83%；其中流动负债40.88亿元（占比79.92%，占比较年初提高3.23个百分点），较年初增长23.83%，主要系短期借款、其他流动负债增加所致；非流动负债10.27亿元（占比20.08%），较年初增长2.36%。具体看，截至2017年3月底，公司其他流动负债14.97亿元，较年初增长99.97%，主要系发行2017年第一期短期融资券所致。截至2017年3月底，公司全部债务28.22亿元，较年初下降16.99%；其中短期债务25.97亿元，较年初增长6.20%；长期债务9.75亿元，较年初增长2.20%，公司仍以短期债务为主。

总体看，近几年，公司以流动负债为主，且流动负债占比持续提高；整体债务负担较重，且以短期债务为主，短期偿债压力较大。

所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长40.32%。截至2015年底，公司所有者权益35.46亿元，较年初增长89.50%，主要系配股发行成功所致。截至2016年底，公司所有者权益36.84亿元，较年初变动较小，其中归属于母公司所有者权益33.97亿元（占公司所有者权益92.19%），其中股本占19.47%、资本公积占62.84%（主要为股本溢价）、盈余公积比2.69%、未分配利润比15.00%（其中其他综合收益为负数，使得占比相加不等于100.00%），所有者权益构成较年初变化不大。

截至2017年3月底，公司所有者权益37.15亿元，权益结构较年初变动较小。

总体看，公司所有者权益规模快速增长，且以归属于母公司所有者权益为主，其中又以股本和以股本溢价为主的资本公积占比较大，所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2014~2016年，公司营业收入波动增长，年均复合增长10.54%。2015年，公司营业收入同比

下降3.90%，主要系前期广东市场经销商对公司抗病毒口服液和板蓝根颗粒市场销售较为乐观，备货较多，但受2015年经济下行和OTC渠道竞争加剧等因素的影响，部分经销商销售放缓，导致当年进货减少；2016年，公司实现营业收入18.62亿元，较上年增长27.14%，主要系合并湖北天济和兆阳生物所致。2014~2016年，公司净利润持续下降，年均复合下降32.85%。2016年，公司实现净利润0.98亿元，较上年下降51.58%，主要系公司抗病毒口服液收入大幅减少所致。

从期间费用看，2014~2016年，公司期间费用波动增长，年均复合增长9.74%，2016年为4.99亿元，较上年增长22.26%，主要系销售费用和管理费用增加所致。2016年，公司销售费用、管理费用和财务费用分别为2.51亿元、1.87亿元和0.61亿元；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；管理费用波动增长，其中2016年较上年增长17.58%，主要系折旧及人员工资增加所致；财务费用波动增长，其中2016年较上年增长92.44%，主要系支付借款利息及债券利息增加所致。2014~2016年，公司费用收入比分别为27.17%、27.85%和26.78%，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，2014~2016年，公司投资收益分别为557.42万元、510.70万元和360.07万元，对营业利润影响极小；公司营业外收入分别为2,110.54万元、3,412.27万元和5,940.70万元，以政府补助为主，营业外收入占利润总额比例分别为9.40%、15.69%和51.84%，公司对营业外收入依赖度逐渐增强。总体看，近几年公司投资收益对利润水平影响极小；营业外收入持续增加，对公司利润水平有较大影响，公司未来盈利具有一定的不确定性。

从各项盈利指标来看，2014~2016年，公司营业利润率波动下降，近三年分别为40.88%、41.76%和30.73%。2016年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为3.17%、2.89%和2.70%，分别较2015年下降3.80个百分点、3.61个百分点和4.74个百分点，主要系债务和资产总额大幅增加但净利润下降所致。

与同行业资产规模相近的上市公司相比，公司的盈利能力较弱。

表13 2016年公司与规模相近中药上市公司指标情况（单位：%）

证券简称	总资产报酬率(ROA)	净资产收益率(ROE)
以岭药业	10.75	10.69
益佰制药	8.83	10.25
紫鑫药业	6.10	5.67
昆药集团	9.57	11.86
九芝堂	16.09	16.45
康缘药业	10.43	12.55
亚宝药业	1.34	0.85
通化金马	5.57	6.70
振东制药	4.79	5.61
香雪制药	1.94	2.75

资料来源：Wind 资讯

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。

2017年1~3月，公司实现营业收入4.82亿元，较上年同期增长45.50%；实现净利润0.31亿元，较上年同期下降12.69%。

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

利水平有所下降，期间费用对利润侵蚀显著；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，2014~2016年，公司经营活动现金流入分别为15.69亿元、16.56亿元和24.83亿元，年均复合增长25.78%，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。经营活动现金流出分别为14.04亿元、14.96亿元和22.85亿元，年均复合增长27.57%，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分别为1.66亿元、1.60亿元和1.98亿元，呈波动增长的趋势，年均复合增长9.49%。公司现金收入比分别为99.37%、108.12%和116.68%，收入实现质量较好。

从投资活动情况来看，2014~2016年，公司投资活动现金流入大幅增长，近三年分别为0.04亿元、0.16亿元和10.71亿元，2016年较上年增加近10亿元，主要系赎回理财产品所致；投资活动现金流出分别为5.08亿元、6.29亿元和36.40亿元，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，且规模有所扩大，分别为-5.04亿元、-6.13亿元和-25.70亿元。

2014~2016年，公司经营活动产生的现金流量净额与投资活动产生的现金流量净额之和分别为-3.38亿元、-4.53亿元和-23.71亿元，公司对外资金需求较大。

从筹资活动情况来看，2014~2016年，公司筹资活动现金流入分别为9.62亿元、20.30亿元和29.04亿元，2015年较上年大幅增加超过10.00亿元，主要系配股发行成功所致，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；筹资活动现金流出分别为10.74亿元、12.42亿元和6.83亿元，2016年较上年下降52.54%，主要系偿还债务减少所致；筹资活动现金流从净流出转变为净流入，分别为-1.11亿元、7.88亿元和22.21亿元。

2017年1~3月，公司经营活动现金流净额-0.34亿元；投资活动现金流净额-3.54亿元；筹资活动现金流净额8.86亿元。

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，公司流动比率和速动比率分别从2014年底的1.10倍和0.85倍下降到2016年底的0.90倍和0.75倍，整体下降；公司现金短期债务比从2014年0.58倍下降至0.39倍。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2014~2016年，公司EBITDA持续下降，分别为3.66亿元、3.56亿元和2.88亿元；2014~2016年，公司EBITDA构成以利润总额、折旧和计入财务费用的利息支出为主，2016年占比分别为39.75%、29.78%和23.65%。2016年，公司EBITDA全部债务比为0.08倍，EBITDA对全部债务的保障能力较弱；EBITDA利息倍数为3.24倍，EBITDA对利息的保障能力处于较高水平。

截至2017年3月底，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26.60亿元，未使用授信额度7.73亿元，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3月底，公司无对外担保。

截至2017年4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》

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，且发行人有权以拍卖、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。

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发行人对杨昊、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。针对一审判决，杨昊和仇淑芳已向吉林省高级人民法院提起上诉，目前二审尚未开庭。

子公司山西新亿群与山西新亿群股东尹群于2014年5月20日签订《借款合同》，约定山西新亿群向尹群借款人民币1,500.00万元，借款期限为2014年5月20日至2015年5月19日，借款利息为年利率16.00%，合同的履行方式为尹群每月向山西新亿群支付利息20.00万元，支付时间为每月30号，并于借款期限届满之日一次性向山西新亿群偿还本金。2015年5月19日，因尹群均未归还借款本金及利息，山西新亿群与尹群对协商一致同意双方于2014年5月20日签订的借款合同进行展期，并重新签订借款合同，新合同约定借款期限为2015年5月19日至2016年5月18日，本金数额不变，年利率为16.00%，付息方式改为按季结算，每季支付利息60.00万元。合同期限届满，尹群并未依约支付山西新亿群借款利息，也未归还全部借款本金。为此，山西新亿群以尹群为被告向太原市迎泽区人民法院提起诉讼，并于2016年12月20日收到法院的《受理案件通知书》，该案件已于2017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2017年5月10日，公司无未结清关注类和不良类贷款信息，已结清贷款中无关注类、不良或违约类贷款，过往履约情况良好。

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 3 月底，公司全部债务总额为 35.72 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 3 月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 62.96%、56.22%和 20.79%，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银行借款，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 3 月末财务数据为基础，本期债券（6.00 亿元，假设全部行使超额配售选择权）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 60.60%、52.89%和 29.77%，分别较发行前提高 2.68 个百分点、3.88 个百分点和 8.98 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中部分将用于偿还债务，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. 本次及本期公司债偿债能力分析

以 2016 年的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 24.83 亿元，对本次债券发行额度（12.00 亿元）的保护倍数为 2.07 倍；公司 2016 年 EBITDA 为 2.88 亿元，对本次债券发行额度（12.00 亿元）的保护倍数为 0.24 倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度尚可。

以 2016 年相关财务数据为基础，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为本期债券发行额度（6.00 亿元）的 0.48 倍和 4.14 倍，EBITDA 与经营现金流入量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（6.00 亿元）的 0.33 倍，对本期债券的覆盖程度一般。

综上分析，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，公司未来收入有望实现增长。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

根据深圳高新投与公司签署的《担保协议书》和深圳高新投出具的《担保函》，深圳高新投为公司本期发行的不超过 6.00 亿元债券的还本付息提供全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保。担保人提供保证的范围包括本期债券的本金、利息、违约金和实现债权的费用。

深圳高新投承担保证责任的期间为本期债券的存续期及债券到期之日起 2 年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

2. 担保人信用分析

（1）深圳高新投概况

深圳高新投成立于 1994 年 12 月，原名为深圳市高新技术产业投资服务有限公司，系由深圳市投资管理公司（现已更名为深圳市投资控股有限公司，以下简称“深圳投资”）、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性实验中心、深圳市生产力促进中心共同出资设立，

初始注册资本为 1.00 亿元。2004 年，深圳市高新技术产业投资服务有限公司更名为“深圳市高新技术投资担保有限公司”，2011 年更为现名。历经多次增资及股权变动，截至 2016 年底，深圳高新投注册资本合计 48.52 亿元，其中深圳市人民政府通过其控制的 4 家国有企业（深圳投资、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司和深圳市中小企业服务中心）持有深圳高新投 62.17% 的股权，是深圳高新投的实际控制人，具体情况如下表所示。

表 14 截至 2016 年底深圳高新投股权结构情况（单位：%）

股东名称	持股比例
深圳市投资控股有限公司	35.69
深圳市致远富海三号投资企业（有限合伙）	20.00
深圳市财政金融服务中心	14.94
恒大企业集团有限公司	14.26
深圳市远致投资有限公司	11.04
深圳市海能达投资有限公司	3.57
深圳市中小企业服务中心	0.50
合计	100.00

资料来源：深圳高新投提供

深圳高新投经营范围：从事担保业务；投资开发，信息咨询；贷款担保；自有物业租赁；典当/小额贷款业务。

截至 2016 年底，深圳高新投本部设有办公室、风险控制部、财务部、保证业务部、金融产品事业部等职能部门；设有 5 家子公司，分别为高新投融资担保公司（以下简称“高新投融资担保”）、高新投创业投资公司、高新投保证担保公司（以下简称“高新投保证担保”）、高新投小额贷款公司（以下简称“高新投小贷”）、华贸典当有限公司（以下简称“华茂典当”），其中高新投保证担保下设 32 个分公司及办事处，主要设立在北京、广州、成都等经济发达城市。截至 2016 年底，深圳高新投拥有员工 357 人。

截至 2016 年底，深圳高新投资产总额 78.99 亿元，所有者权益合计 65.59 亿元，全部为归属母公司所有者权益；2016 年，深圳高新投实现营业总收入 11.01 亿元，其中融资担保业务收入 0.98 亿元，非融资担保业务收入 3.06 亿元，金融产品担保业务收入 1.20 亿元，资金管理业务收入 3.68 亿元，实现净利润 7.09 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润。

深圳高新投注册地址：深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦 23 楼 2308 房；法定代表人：刘苏华。

（2）公司治理

深圳高新投按照《公司法》、《公司章程》的有关规定，理顺组织机构间的关系，由股东出资、董事会决策、监事会监督、经营班子执行，建立起股东会、董事会、监事会及管理层之间的“权责利”体系和相互制衡关系，实现了所有权、经营权和监督权的分立和制衡。截至 2016 年底，公司董事会由 6 名董事组成，监事会由 2 人组成。深圳高新投下属 6 家子公司总经理均由公司管理层兼任，公司对子公司具有较强控制力。

总体看，深圳高新投依据自身业务发展要求及风险管理需要，逐步完善法人治理架构，为业务的进一步发展奠定基础。

（3）经营分析

深圳高新投主营业务包括担保业务、委托贷款业务、创业投资业务、典当业务、小额贷款业

务和其他业务，其中担保业务分为银行融资性担保业务、保证担保业务和金融产品担保业务；委托贷款业务主要系为深圳高新投曾提供担保服务或参与扶持上市的上市公司个人股东、融资担保业务中小企业客户提供短期内资金需求的贷款服务，此外还包括政府委托贷款业务；创业投资业务主要系深圳高新投对具有高成长性的科技型中小企业客户以参股方式投资。

近年来，受宏观经济下行等因素影响，中小企业经营风险加大，深圳高新投银行融资性担保业务信用风险持续增长，深圳高新投着力控制银行融资性担保业务规模，重点布局保证担保和金融产品担保业务，并确定债券担保为下一步重点推进业务；积极推动“投保联动”业务模式，即深入挖掘深圳高新投融资担保业务优质客户潜力，通过对其开展委托贷款、小额贷款、典当、创业投资等业务深化合作，增强客户粘性，营业收入实现快速增长，2014~2016 年，深圳高新投实现营业收入 9.05 亿元、10.96 亿元和 12.72 亿元（包括创业投资业务实现的投资收益），年均复合增长 18.60%；实现净利润分别为 4.87 亿元、6.07 亿元和 7.09 亿元，增长率为 20.58%，增速较快。从收入来源看，深圳高新投收入主要来源于担保业务、创业投资业务和委托贷款业务，2016 年分别实现营业收入 5.30 亿元、1.72 亿元和 4.09 亿元，占比分别为 41.67%、13.52%和 32.15%，其中担保业务和委托贷款业务受被担保方和借款人信用情况影响较大，近年来宏观经济下行，被担保方及借款人信用状况持续下滑，因此需加强被担保方及债务人的监管工作；同时创业投资业务受投资项目所处行业发展影响较大，相关行业风险需保持关注。

表 15 公司营业收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
银行融资性担保业务	1.02	11.27	1.09	9.95	1.04	8.18
金融产品担保业务	0.04	0.44	0.23	2.10	1.20	9.43
保证担保业务	3.67	40.55	3.62	33.03	3.06	24.06
创业投资业务	0.86	9.50	1.62	14.78	1.72	13.52
委托贷款业务	2.76	30.50	3.81	34.76	4.09	32.15
小额贷款业务	0.13	1.44	0.36	3.28	0.45	3.54
典当业务	0.20	2.21	0.19	1.73	0.35	2.75
其他业务	0.37	4.09	0.04	0.36	0.81	6.37
合计	9.05	100.00	10.96	100.00	12.72	100.00

资料来源：公司提供

注：其中营业收入合计数包括创业投资业务所获取的投资收益，与财务口径存在差异。

总体看，近年来深圳高新投调整业务结构，着力发展金融产品担保业务、委托贷款业务及创业投资业务，控制银行融资性担保业务规模，深圳高新投营业收入呈持续增长趋势，同时联合评级关注到近年来受经济周期下行影响，中小企业经营压力较大，深圳高新投委托贷款存在一定的违约风险，银行融资性担保业务面临一定代偿风险。

担保业务

深圳高新投担保业务包括银行融资性担保业务、保证担保业务和金融产品担保业务，金融产品担保主要包括保本基金担保和债券担保业务。

近年来，深圳高新投不断调整业务结构，控制风险较大的银行融资性担保，稳步发展保证担保业务，同时积极开展金融产品担保业务。深圳高新投根据自身风险偏好严格控制客户选择标准，如深圳高新投不对房地产相关企业提供担保，并根据自身定位，持续加强对高新技术企业的扶持力度。

2014~2016 年，深圳高新投担保业务规模持续快速增长，担保发生额年均复合增长 72.12%，主要为金融产品担保规模大幅增长所致。2014~2016 年，深圳高新投金融产品担保业务发生额分别为 24.32 亿元、112.92 亿元和 660.94 亿元，年均复合增长 421.30%，主要系保本基金担保业务规模快速增长所致，截至 2016 年底，公司债券担保责任余额 38.10 亿元，在金融产品业务中占比较小，风险仍可控。

从担保责任余额看，截至 2014~2016 年底，深圳高新投担保业务责任余额年均复合增长 78.07%，呈快速增长趋势。截至 2016 年底，深圳高新投在保 2,622 户，担保责任余额 1,155.78 亿元，较上年底增长 107.90%，其中银行融资性担保责任余额 43.25 亿元，较上年底增长下降 9.91%；保证担保责任余额 385.44 亿元，较上年底增长 3.93%，小幅增长；金融产品担保责任余额 727.09 亿元，较上年底增长 430.53%，大幅增长，主要是由于保本基金业务规模快速增长，导致金融产品担保业务整体规模快速较快。整体看，受市场因素及业务侧重变化的影响，深圳高新投金融产品担保责任余额规模不断扩大，保证担保和银行融资性担保业务规模有所波动。

代偿方面，2014~2016 年深圳高新投担保代偿分别为 0.69 亿元、0.91 亿元和 0.86 亿元，主要是银行融资性担保业务所发生的代偿项目，2015 年以来深圳高新投担保代偿额有所增长，主要是 2014 年和 2015 年深圳高新投不断扩大业务规模，同时受中小企业整体信用状况恶化，银行抽贷等外部因素影响所致。金融产品业务方面，截至 2016 年底，所担保项目未发生代偿情况。

表 16 2014~2016 年深圳高新投担保业务发展数据（单位：户，亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
当年担保发生额	332.17	466.73	984.12
其中：银行融资性担保	45.69	51.12	58.29
保证担保	262.16	302.69	264.89
金融产品担保	24.32	112.92	660.94
当年应解保额	84.01	86.15	386.76
期末担保余额	373.30	560.37	1,157.73
期末担保责任余额	368.14	555.94	1,155.78
其中：银行融资性担保	52.38	48.01	43.25
保证担保	290.94	370.88	385.44
金融产品担保	24.82	137.05	727.09
期末在保户数	2,629	2,689	2,622
其中：银行融资性担保	648	577	576
保证担保	1,974	2,096	2,012
金融产品担保	7	16	34
当年担保代偿额	0.69	0.91	0.86

资料来源：深圳高新投提供

从到期期限来看，银行融资性担保业务期限分布主要集中在 1 年以内；金融产品担保期限主要集中在 2 年以上；保证担保业务主要集中在 1~2 年及 2 年以上，金融产品担保整体期限较长，深圳高新投需对担保期限内所担保金融产品的信用风险保持持续关注。

从客户集中度来看，截至 2016 年底，深圳高新投银行融资性担保前十大客户合计担保责任余额 3.80 亿元，占银行融资性担保责任余额的 7.63%，客户集中度低；深圳高新投前五大金融担保客户合计担保责任余额 377.73 亿元，占金融产品担保责任余额的 58.06%，客户集中度高，且以保本基金担保项目为主，此外，债券担保前十大客户占比期末债券担保责任余额的 91.65%，债券担

保客户集中度较高；深圳高新投前十大保证担保客户合计担保责任余额 31.94 亿元，占非融资性担保责任余额 8.06%，客户集中度较低。

总体看，近年来深圳高新投担保业务规模持续扩大，担保业务结构逐步转变为以金融产品担保业务为主，其中保本基金业务发展较快。随着宏观经济下行及外部信用环境恶化的加剧，债券违约事件频发，需对所担保债券的信用风险保持持续关注。

委托贷款业务

自有资金委托贷款

为了更好的控制委托贷款风险，深圳高新投一般只针对合作达到两年以上且已解保的担保业务客户提供委托贷款，即深圳高新投仅同时对同一客户提供委托贷款与融资性担保两项业务之一以避免业务风险的重叠放大；此外，为了更好的控制委托贷款业务风险，深圳高新投要求委托贷款借款人提供房产抵押、保证金、存单质押、汇票质押、法人保证等担保措施。截至 2014 底~2016 年底，深圳高新投委托贷款余额分别为 23.81 亿元、36.66 亿元和 50.30 亿元，业务规模持续增长。截至 2016 年底，深圳高新投前五大委托贷款客户合计金额 7.10 亿元，占委托贷款余额的 14.12%，客户集中度较低，其中最大一单是为深圳市科陆电子科技股份有限公司董事长饶陆华提供的委托贷款，金额为 3.10 亿元；从期限来看，以 1 年以内的短期委托贷款为主，费率一般为 6.50~8.00%/年；从不良率看，截至 2016 年底，深圳高新投委托贷款不良率为 0.19%，较上年底增加 0.02 个百分点，但仍处于较低水平。2016 年深圳高新投委托贷款业务实现利息净收入 2.77 元，较 2015 年增长 13.45%。

政府专项资金委托贷款

深圳高新投不断加大与各级政府的合作力度，与深圳市发改委就支持深圳市战略性新兴产业发展、促进深圳市产业结构调整达成意向性合作；与深圳市经济贸易和信息化委员会、科技创新委员会、各区科技局、经济促进局、市文体旅游局文产处等合作，由政府部门提供专项资金、推荐符合专项资金用途的客户，深圳高新投选择合作客户利用专项资金进行委托贷款。政府专项资金管理由第三方监管，深圳高新投收取管理费收入，若政府专项资金委托贷款发生风险，政府给予深圳高新投 2.00% 的风险补偿。2014 底~2016 年底，深圳高新投政府专项委托资金余额分别为 2.21 亿元、1.77 亿元和 2.35 亿元，年均复合增长 3.12%。

总体看，深圳高新投委托贷款业务稳定增长，收入水平稳步上升；委托贷款客户集中度较低，且与担保业务分离，风险控制措施较好；同时，随着经济形势下行压力加大，联合评级也将持续关注其委托贷款违约风险。

创业投资业务

受深圳高新投创投业务较早布局及国内投资市场活跃度影响，近年来深圳高新投创业投资业务发展较快，并于 2016 年成功入选“投中 2016 年最佳早期创投机构 TOP50”，项目主要来源于融资担保业务积累的优质客户资源，具体运作模式为：深圳高新投结合融资担保业务，对具有高成长性的科技型中小企业客户以参股方式投资，通常单笔投资规模在 400 万元左右。从资金投向来看，深圳高新投创业投资业务主要涉及节能环保、新兴信息产业、生物产业、高端装备制造、新材料、移动互联及高端服务业等领域；2014~2016 年，深圳高新投投资项目数量稳步增长，分别为 9 个、20 个和 22 个；同期投资金额呈波动增长趋势，分别为 0.18 亿元、2.65 亿元和 1.20 亿元。

作为银行融资担保业务的延伸业务之一，深圳高新投创业投资业务集中在深圳地区，通过 IPO、挂牌转卖、企业回购等方式实现退出。2014~2016 年，深圳高新投取得投资收益分别为 0.86 亿元、

1.58 亿元和 1.72 亿元；但由于近年来深圳高新投创业投资业务所投资项目多为初创期企业，因此以上市方式退出并取得高额投资回报的项目数量较少，在近期经济下行压力加大、证券市场持续低迷等多重因素影响下，深圳高新投创投业务面临退出难度增大及收益下滑的风险。

表 17 2014~2016 年深圳高新投创业投资业务基本情况（单位：个，亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
当期投资项目数量	9	20	22
当期投资金额	0.18	2.65	1.20
当期投资收益	0.86	1.58	1.72

资料来源：深圳高新投提供

未来，深圳高新投拟通过市场化方式向私募股权投资基金管理业务方向发展，不断扩大股权投资管理资金的规模。深圳高新投将依托与过去扶持的上市公司共同成长发展的优势，积极参与上市公司的定向增发，借此对自身创投业务起到一定的风险分散效果，参与上市公司非公开发行是深圳高新投未来拟着力拓展的业务领域。

总体看，深圳高新投创业投资业务处于起步阶段，近年来实现投资收益呈大幅增长态势。未来深圳高新投将通过积极参与上市公司定向增发，借此适度分散投资风险。同时联合评级也关注到深圳高新投所投资项目收益情况受市场影响较大，收益稳定性偏弱。

（4）风险管理分析

信用风险是公司业务运营中面临的主要风险，深圳高新投基于自身业务经营，建立了规范的保证担保、融资担保、创业担保等核心业务操作流程。根据业务种类及担保金额的不同，深圳高新投设立了相应部门作为最高权限决策机构，对项目可行性进行审批。深圳高新投对于额度 800 万以上的项目均由总经理审批，总经理拥有一票否决权。深圳高新投金融产品部的创新产品设置单独的跟投机制，项目经过总经理办公会后，项目会有员工内部路演，其中负责项目的项目经理被要求强制性一定的跟投比例，其余员工将采取自愿性，跟投人数和金额均需达到 50% 以上，项目方可视为通过。

在具体项目实施过程中，深圳高新投制定了相应的流程实施细则，并将具体的权利和责任落实到具体部门和岗位。担保业务方面，首先深圳高新投项目经理提出客户融资申请，填写项目主要信息情况提出立项申请，在项目审批通过后，项目设立项目小组进行尽职调查，项目经理实行 AB 角原则，必须由 AB 角共同完成，B 角协助 A 角进行调研，不分享收益，但承担代偿金额的 20% 的风险责任。项目完成尽职调查后上初审会，根据金额的大小确定最终决策部门，800 万元（含）以下的项目上评审会，800 万元以上的项目上决策会。

总体看，深圳高新投设立了较为完善的风险管理制度和业务操作流程。

（5）财务分析

深圳高新投提供了 2014~2016 年审计报告。其中 2014 年和 2015 年合并财务报表经天健会计师事务所重庆分所审计，2016 年合并财务报表经利安达会计师事务所深圳分所审计，均出具了标准无保留意见。

截至 2016 年底，深圳高新投资产总额 78.99 亿元，所有者权益合计 65.59 亿元，全部为归属母公司所有者权益；2016 年，深圳高新投实现营业总收入 11.01 亿元，其中融资担保业务收入 0.98 亿元，非融资担保业务收入 3.06 亿元，金融产品担保业务收入 1.20 亿元，资金管理业务收入 3.68 亿元，实现净利润 7.09 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润。经营活动现金流量净额-6.16 亿元，现金及现金等价物净增加额-10.35 亿元。

资金来源

目前，深圳高新投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，受股东增资影响，深圳高新投股东权益年均复合增长 37.76%，呈快速增长趋势，2016 年，深圳高新投通过资本公积转增注册资本 1.31 亿元，截至 2016 年底，深圳高新投股东权益 65.59 亿元，较上年底小幅增长 4.72%，期末深圳高新投所有者权益全部为归属于母公司的权益，其中实收资本 48.52 亿元，占比为 73.97%，未分配利润 13.52 亿元，占比 20.62%，一般风险准备金 0.70 亿元，占比 1.07%，深圳高新投所有者权益稳定性较好。截至 2016 年底，深圳高新投权益负债比为 28.24%，即深圳高新投资金主要由资本构成。利润分红方面，应股东要求，深圳高新投每年分红比例应占深圳高新投实现未分配利润的 50%以上。2014~2016 年，深圳高新投现金分红分别为 2.11 亿元、4.14 亿元和 3.79 亿元，分别占上年度可供分配利润的 55.56%、94.44% 和 48.65%，分红力度较大，利润留存对深圳高新投权益的积累贡献有限。

负债方面，2014 年底~2016 年底，深圳高新投负债总额年均复合下降 2.62%，截至 2016 年底，深圳高新投负债合计 13.39 亿元，较上年底下降 33.09%，以应付职工薪酬（占 5.61%）、应交税费（占 12.58%）、担保赔偿准备金（占 19.47%）、专项应付款（占比 52.28%）为主；其中，担保赔偿准备金 2.61 亿元，较上年底增长 26.93%，主要是随着担保业务规模的扩大，相应提取准备金的规模有所增长；专项应付款系深圳市财政委员会和深圳市盐田区经济促进局的财政委托管理资金 7.00 亿元，资金性质主要为产业技术进步资金、科技研发资金和深圳市盐田区经济促进局委托的产业发展资金，深圳高新投利用该笔资金对政府推荐客户提供委托贷款。截至 2016 年底，深圳高新投资产负债率为 16.95%，较上年底下降 5.07 个百分点，整体负债规模不大，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，深圳高新投资产总额年均复合增长 27.38；截至 2016 年底，深圳高新投总资产为 78.99 亿元，主要由货币资金（占比 13.15%）、发放贷款及垫款（占比 72.33%）、可供出售金融资产（占比 6.38%）组成。具体来看，截至 2016 年底，深圳高新投货币资金 10.38 亿元，较上年底下降 91.69%，主要是归还财政资金及发放贷款所致；期末货币资金以银行存款为主，占比为 99.99%，货币资金不存在因抵押、质押或冻结等对使用有限制、有潜在回收风险的款项；发放贷款及垫款合计 57.13 亿元，较上年底增长 23.52%，主要是随着委托贷款业务规模的进一步扩大，贷款发放金额稳定增长，其中委托贷款占比 92.72%，从委托贷款账龄分布来看，以 1 年以内的委托贷款为主，占比为 89.55%，从担保物来看，主要是小额贷款业务而无担保物，存在一定的回收风险，需对其短期内贷款回收情况保持关注；可供出售金融资产合计 5.04 亿元，较上年底增长 6.38%，主要系深圳高新投创业投资业务进行股权投资产生的金融资产，由于部分投资标的停止经营和营业执照被吊销，深圳高新投已计提减值准备，计提比例 5.12%，计提较充分。

盈利能力

深圳高新投收入主要来源于担保业务收入、资金管理收入和咨询服务收入等，其中资金管理收入和咨询服务收入主要来自于委托贷款业务。2014~2016 年，深圳高新投营业总收入年均复合增长 15.97%，主要是深圳高新投金融产品担保业务的发展较快，担保规模快速增长所致。2016 年，深圳高新投实现营业总收入 11.01 亿元，同比增长 20.36%，其中担保业务、资金管理业务和咨询服务业务分别实现营业收入 5.24 亿元、3.68 亿元和 1.49 亿元，深圳高新投收入主要来源于担保业务收入和资金管理业务收入，其中担保业务收入 2016 年同比增长 10.22%，主要是 2016 年深圳高新投抓住市场发展机遇，积极开展债券担保业务，导致金融产品担保业务规模快速增长，带

动担保业务收入同比大幅增长 427.79%；2014~2016 年，深圳高新投实现投资收益分别为 0.86 亿元、1.62 亿元和 1.72 亿元，2015 年增幅较大主要系深圳高新投出售其通过恒泰安持有的 259.20 万股欧菲光股票，从恒泰安退伙收到的退股及分红款，2016 年深圳高新投所投资项目陆续实现退出收益及分红。2014~2016 年，深圳高新投实现净利润分别为 4.87 亿元、6.06 亿元和 7.09 亿元，年均复合增长 20.58%，增速较快。从盈利能力指标来看，2014~2015 年，深圳高新投平均净资产收益率分别为 14.67%、12.31%和 10.94%，随着净资产规模的增加而持续下降，收入利润率分别为 80.55%、87.42%和 86.53%，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 年底~2016 年底，深圳高新投净资产年均复合增长 37.76%，净资产年均复合增长 31.40%，截至 2016 年底，深圳高新投净资产担保倍数 31.14 倍，净资产担保倍数 17.62 倍，由于深圳高新投积极开展保本基金等金融产品担保业务，导致其杠杆倍数较高，但银行融资性担保放大倍数为 1.57 倍，在监管要求的 10 倍以内；同期深圳高新投代偿保障率 0.89%，受债券担保业务规模快速增长影响，深圳高新投代偿保障率大幅下降 3.09 个百分点，处于较低水平；净资产比率 56.59%，处于适中水平；代偿准备金比 25.98%，处于较低水平。

表 18 2014~2016 年深圳高新投资本充足性及代偿能力（亿元，%，倍）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
净资产	34.56	63.96	65.59
净资产	21.50	41.05	37.12
代偿保障率	3.06	3.97	0.89
净资产比率	62.21	64.18	56.59
代偿准备金比	24.47	27.74	25.98
净资产担保倍数	10.80	8.76	17.62
净资产担保倍数	17.36	13.65	31.14

资料来源：深圳高新投提供，联合评级整理。

总体看，深圳高新投整体资产以业务形成的发放贷款及垫款为主，负债端主要是接受政府委托贷款形成的负债，实质性负债不高，深圳高新投资产负债特征符合其所处行业资产特征，近年来受股东增资影响，净资产及净资产规模快速增长，资本充足性较高，整体代偿能力较强。

（6）担保效果评价

以 2016 年底财务数据测算，本期债券占深圳高新投的资产总额的 7.60%，占所有者权益总额的 9.15%，占比尚可。深圳高新投作为国内最早的担保公司之一，资本实力较强，与政府合作紧密，担保实力强，其担保有效提升了本期债券的信用水平。

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。

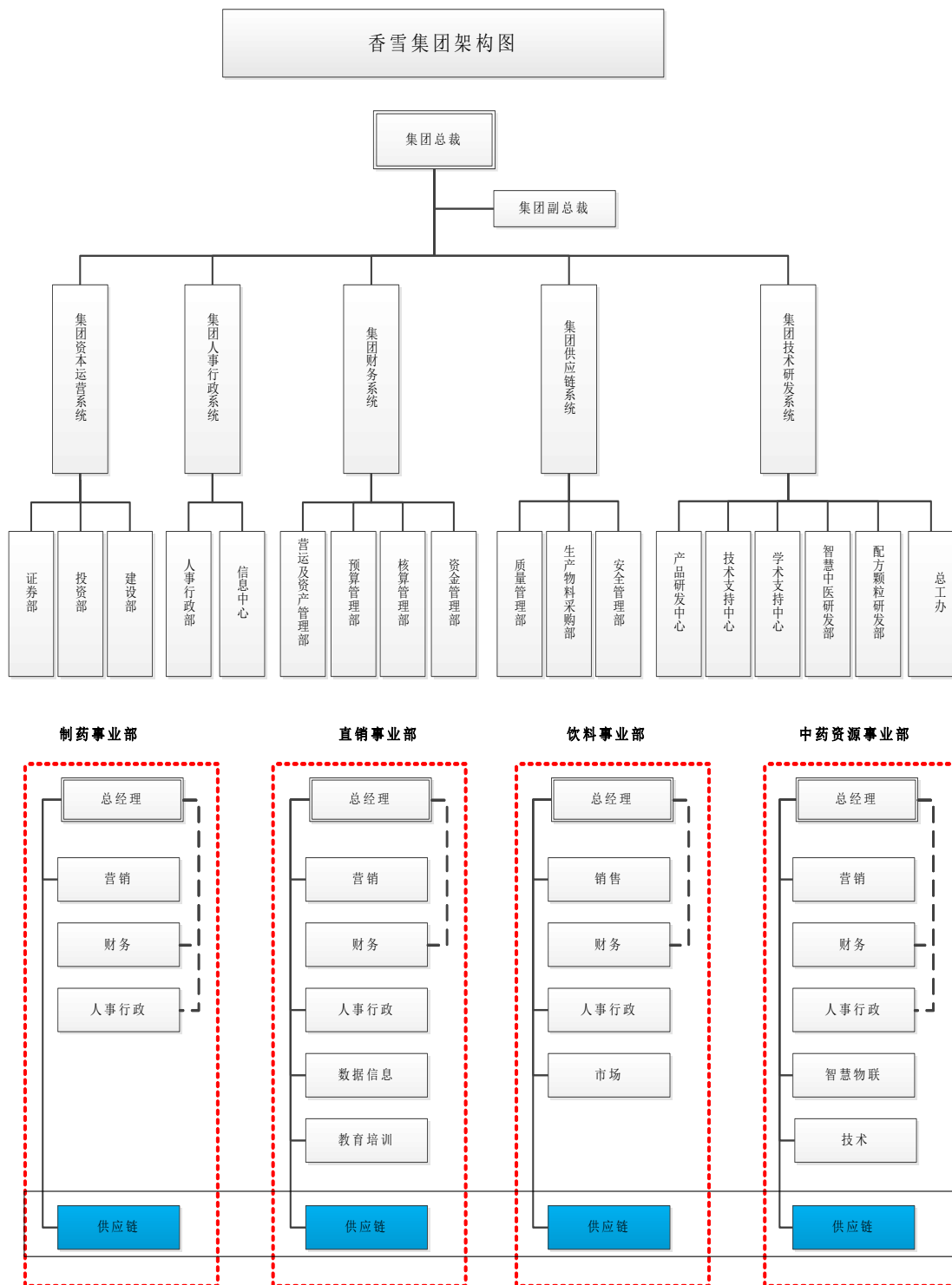
未来，公司将大力整合中药资源，继续加快优化、整合中药资源和中药饮片产业，完善“中药材种植-中药饮片生产-仓储物流-终端”的中药资源全产业链布局。随着公司产业链布局逐步完

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”。

本期债券由深圳高新投提供无条件不可撤销连带责任保证担保。深圳高新投作为国有大型担保机构，各项业务得到了来自地方政府的有力支持，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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	35.88	46.52	79.89	88.30
所有者权益（亿元）	18.71	35.46	36.84	37.15
短期债务（亿元）	7.09	0.73	24.45	25.97
长期债务（亿元）	5.37	4.99	9.54	9.75
全部债务（亿元）	12.46	5.72	33.99	35.72
营业收入（亿元）	15.24	14.65	18.62	4.82
净利润（亿元）	2.17	2.02	0.98	0.31
EBITDA（亿元）	3.66	3.56	2.88	--
经营性净现金流（亿元）	1.66	1.60	1.98	-0.34
应收账款周转次数（次）	4.09	3.07	2.68	--
存货周转次数（次）	3.46	2.65	2.98	--
总资产周转次数（次）	0.43	0.36	0.29	0.06
现金收入比率（%）	99.37	108.12	116.68	110.37
总资本收益率（%）	9.53	6.97	2.96	--
总资产报酬率（%）	8.36	6.50	2.89	--
净资产收益率（%）	12.09	7.44	2.70	0.85
营业利润率（%）	40.88	41.76	30.73	28.43
费用收入比（%）	27.17	27.85	26.78	27.31
资产负债率（%）	47.85	23.78	53.88	57.92
全部债务资本化比率（%）	39.97	13.90	47.98	49.01
长期债务资本化比率（%）	22.30	12.34	20.57	20.79
EBITDA 利息倍数（倍）	4.13	5.48	3.24	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.29	0.62	0.08	--
流动比率（倍）	1.10	3.77	0.90	0.91
速动比率（倍）	0.84	3.16	0.75	0.79
现金短期债务比（倍）	0.58	10.65	0.39	0.60
经营现金流动负债比率（%）	14.56	28.36	6.01	-0.82
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.31	0.30	0.24	--

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、2017 年 1 季度数据未经审计，相关指标未年化。4、2016 年和 2017 年发行的短期融资券均调入短期债务。

附件 3 深圳市高新投集团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）	48.68	82.02	78.99
所有者权益合计（亿元）	34.56	63.96	65.59
负债合计（亿元）	14.12	18.06	13.39
净资本（亿元）	21.50	41.05	37.12
担保责任余额（亿元）	368.14	555.94	1,155.78
净资产担保责任余额倍数（倍）	10.80	8.76	17.62
净资本担保责任余额倍数（倍）	17.36	13.65	31.14
净资本比率（%）	62.21	64.18	56.59
营业收入（亿元）	8.18	9.34	11.01
净利润（亿元）	4.87	6.07	7.09
平均净资产收益率（%）	14.67	12.31	10.94
收入利润率（%）	80.55	87.42	86.53

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
净资本	经调整的资产—经调整的负债
净资本比率	净资本/净资产

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本次 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (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
短期偿债能力指标	
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)
本次公司债券偿债能力	
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 2017 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。

